



山河药辅 (300452)

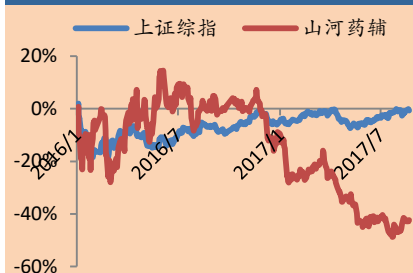
投资评级: 增持 (维持)

报告日期: 2017-08-25

前收盘价 (元) 27.53

目标价格 (元) -

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	92.8
A 股股本(百万股)	92.8
B/H 股股本(百万股)	-/-
总市值 (亿元)	25.55
A 股流通比例 (%)	45.40
第一大股东	尹正龙
第一大股东持股比	26.69%
例	
12 个月最高/最低(元)	51.7/24.19

医药生物行业组

联系人: 方驭涛

021-60956118

Fyt0614@foxmail.com

原料上涨影响利润, 看好政策带来行业整合与市场重构

事件:

公司公告 2017 年半年度报告: 营业收入 1.53 亿元, 同比增长 7.39%; 归母净利润 2514 万元, 同比下降 7.88%; EPS0.27 元。

点评:

□ 原料价格上升影响公司业绩, 业绩环比出现改善

净利润出现下滑主要是因为自 2016Q4 以来部分原料采购价格迅速上涨, 导致成本上升。2017H1 毛利率 31.61%, 同比下降 4.5 个百分点; 但公司毛利率已经开始出现改善迹象, 2017Q2 毛利率 31.66%, 同比下滑 4.14 个百分点, 较 2017Q1 环比回升 0.12 个百分点, 较 2016Q4 增长+0.87 个百分点, 我们认为这主要是因为原料价格的逐渐平稳。

□ 仿制药一致性评价加速辅料行业整合, 公司开启外延收购

当前我国药用辅料来源混乱, 竞争激烈、行业极度分散, 仿制药一致性评价以及辅料的关联审批将加速辅料行业洗牌, 集中度有望提高, 公司多项产品占有率位居行业前列, 将受益市场份额重构。CFDA 8 月 22 日数据显示 289 目录中的绝大多数品种已经开始一致性评价工作, 公司将利用一致性评价进一步拓展对国内医药高端市场的销售。公司 7 月 27 日以 1.06 亿元收购及增资获得曲阜天利 52% 股权, 曲阜天利承诺 2017/2018/2019 年扣非净利润不低于 1200 万/1320 万/1452 万元。曲阜天利与公司均在口服固体制剂药用辅料行业排名前列, 其在淀粉及其衍生物药用辅料原料方面具有地域资源优势, 收购将提高公司产品市场占有率, 提升公司业绩。

□ 盈利预测与评级

公司是国内优质药用辅料供应商, 随着一致性评价推进, 行业集中度将逐步提升, 公司有望实现内生增长 (市占率提升+海外市场拓展) 与外延收购并举, 业绩将逐步改善。维持前期预测, 预计 2017/2018/2019 年 EPS 为 0.61/0.70/0.78 元, 对应 PE 为 45/39/35 倍, 维持“增持”评级。

□ 风险提示

原材料价格波动风险; 募投产能扩大带来的销售风险; 政策变动风险。

盈利预测:

单位: 百万元

财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	286	330	409	484
收入同比 (%)	11%	15%	24%	18%
归属母公司净利润	49	49	64	78
净利润同比 (%)	10%	0%	31%	23%
毛利率 (%)	33.8%	31.8%	33.5%	34.8%
ROE (%)	12.1%	11.0%	12.9%	14.0%
每股收益 (元)	0.53	0.61	0.70	0.78
P/E	52.37	45.22	39.39	35.22
P/B	6.34	5.77	5.16	4.57
EV/EBITDA	62	38	29	24

资料来源: Wind, 华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	349	359	401	461	营业收入	286	330	409	484
现金	117	134	146	176	营业成本	190	225	272	316
应收账款	27	32	41	50	营业税金及附加	3	4	5	6
其他应收款	0	3	3	4	销售费用	23	27	34	41
预付账款	2	5	7	10	管理费用	22	25	31	38
存货	24	28	34	41	财务费用	(2)	(1)	(1)	(1)
其他流动资产	179	158	169	180	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	164	209	241	261	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	3	4	4	3
固定资产	125	133	147	157	营业利润	54	54	72	89
无形资产	25	28	31	33	营业外收入	4	4	4	4
其他非流动资产	14	48	63	71	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	513	568	642	722	利润总额	57	57	75	92
流动负债	81	96	114	128	所得税	8	9	11	14
短期借款	0	0	0	0	净利润	49	49	64	78
应付账款	32	35	42	47	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	49	61	72	81	归属母公司净利润	49	49	64	78
非流动负债	29	30	33	35	EBITDA	64	64	83	101
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.53	0.61	0.70	0.78
其他非流动负债	29	30	33	35					
负债合计	110	126	147	163					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	93	93	93	93					
资本公积	113	113	113	113					
留存收益	197	237	289	353					
归属母公司股东权益	403	443	495	559					
负债和股东权益	513	568	642	722					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元									
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	55	79	61	71	成长能力				
净利润	49	49	64	78	营业收入	10.61%	15.16%	23.95%	18.46%
折旧摊销	12	11	13	14	营业利润	12.84%	-0.18%	33.10%	23.90%
财务费用	(2)	(1)	(1)	(1)	归属于母公司净利润	10.19%	-0.11%	31.02%	22.75%
投资损失	3	4	4	3	获利能力				
营运资金变动	(33)	16	(18)	(24)	毛利率(%)	33.80%	31.80%	33.46%	34.85%
其他经营现金流	26	0	0	0	净利率(%)	17.03%	17.03%	14.78%	15.62%
投资活动现金流	(39)	(31)	(31)	(22)	ROE(%)	12.11%	11.01%	12.90%	14.02%
资本支出	0	(35)	(35)	(25)	ROIC(%)	18.57%	17.08%	18.94%	20.14%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	(39)	4	4	3	资产负债率(%)	21.48%	22.15%	22.85%	22.54%
筹资活动现金流	(8)	(8)	(10)	(13)	净负债比率(%)	-5.59%	-5.32%	-4.06%	-5.21%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	4.30	3.76	3.52	3.61
长期借款	0	0	0	0	速动比率	4.01	3.47	3.22	3.29
普通股增加	46	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	(46)	0	0	0	总资产周转率	0.59	0.61	0.68	0.71
其他筹资现金流	(8)	(8)	(10)	(13)	应收账款周转率	11.52	11.22	11.21	10.61
现金净增加额	8	40	20	36	应付账款周转率	9.80	9.91	10.72	10.95

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.61	0.70	0.78	P/E	52.4	45.2	39.4	35.2
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.85	0.66	0.76	P/B	6.3	5.8	5.2	4.6
每股净资产(最新摊薄)	4.34	4.77	5.34	6.03	EV/EBITDA	61.70	38.28	29.38	23.83

资料来源: Wind, 华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。