



原材料成本上升业绩短期承压，一致性评价推进将带来长期增量

——山河药辅（300452）点评

2017 年 08 月 25 日

推荐/维持

山河药辅

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001	
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035	
缪牧一	联系人		
	miaomy@dxzq.net.cn	010-66554035	

事件：

公司发布 2017 年中报，实现收入 1.53 亿元，同比增长 7.39%，实现归母净利润 2514 万元，同比下降 7.88%，实现扣非后净利润 2047 万元，同比下降 16.64%。

Q2 单季来看，实现收入 7788 万元，同比增长 7.48%，实现归母净利润 1348 万元，同比下降 8.36%，实现扣非后净利润 1024 万元，单季同比下降 23.41%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	69.57	70	72.46	61.46	82.47	75.11	77.88
增长率（%）	8.26%	3.03%	12.96%	7.35%	18.55%	7.29%	7.48%
毛利率（%）	35.16%	35.48%	36.71%	32.49%	30.80%	31.55%	31.67%
期间费用率（%）	15.28%	14.64%	15.39%	16.77%	13.39%	13.07%	15.57%
营业利润率（%）	21.55%	20.52%	21.84%	15.79%	16.90%	17.30%	17.45%
净利润（百万元）	13.38	12.58	14.71	8.68	12.81	11.66	13.48
增长率（%）	14.37%	27.36%	39.70%	-17.20%	-04.24%	-07.31%	-08.36%
每股盈利（季度，元）	0.29	0.27	0.16	0.09	0.14	0.13	0.15
资产负债率（%）	20.71%	21.06%	21.36%	20.06%	21.48%	20.90%	21.33%
净资产收益率（%）	3.68%	3.35%	3.86%	2.23%	3.18%	2.81%	3.25%
总资产收益率（%）	2.92%	2.64%	3.03%	1.78%	2.50%	2.23%	2.56%

观点：

1、原材料价格上涨，公司业绩短期承压

公司收入端实现 7.39% 增长，但归母净利润和扣非后净利润同比分别下降 7.88%、16.64%，主要原因是从去年 Q4 以来公司部分原料采购价格上涨，导致公司成本上升，从毛利率的角度来看，公司 H1 整体毛利率为 31.61%，同比下降 3.11pp。

从财务指标上来看，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 7.92%、6.89%、-0.47%，较去年同期-0.09pp、-1.00pp、+0.41pp，管理费用率下降明显，主要是税费的减少，而财务费用率上升是由于利息收入的减少以及汇兑损益的亏损所致。

2、收购曲阜天利 52%股权，完成上市以来首个并购项目

公司 7 月 28 日公告将以 4002 万元收购曲阜天利 29%股权，并增资 6610.2 万元，合计支付现金 10612.2 万元持有曲阜天利 52%股权。

曲阜天利 2016 年实现收入 8339 万元，实现净利润 971 万元，收入端接近 1 亿，是国内较大的药用辅料企业之一，有淀粉及其衍生物药用辅料原料地域资源优势，其糊精、淀粉、倍他环糊精等产品在业内受到好评。曲阜天利 2017-2019 业绩承诺为 1200 万元、1320 万元、1452 万元，有望增厚公司业绩。

3、一致性评价逐步推进，未来有望贡献长期业绩弹性

一致性评价正在逐步推进，目前已有 5655 条参比制剂备案信息（截止 7 月 20 日）以及 245 条 BE 试验备案信息（截止 7 月 31 日）。未来一致性评价大规模落地将为公司带来收入上的巨大弹性以及毛利率的上升：

1）收入端：公司作为国内药用辅料的龙头企业，是药企优先选择的合作对象，未来有望实现对一致性评价品种所需的某个辅料的独家供应，订单数量有望增加。根据我们草根调研情况，目前有几百个处在 BE 前的品种在使用公司的药用辅料，在品种通过一致性评价之初，对所需的每个辅料品种一般只使用一家供应商，由于关联审评的原因，通过一致性评价的品种与辅料绑定在了一起，而如果需要更换或者增加辅料供应商，按推断来说应该会需要使更换辅料后的溶出曲线与更换前达到一致，因此增加供应商的成本相对较高，短期内有望维持独家供应（目前药企一般会选择 3-4 家供应商）。

2）利润端：由于药用辅料的功能性指标对制剂的溶出曲线有较大影响，药企为通过一致性评价往往使用价格较高的定制化辅料，公司毛利率未来有望大幅提升。一般来说，定制化辅料价格是普通辅料的 2-4 倍，成本仅是小幅上升，产能约是普通辅料的 60%左右，因此未来一致性评价大幅落地后，将对公司的毛利率以及毛利的绝对值都有巨大的弹性。

结论：

我们预计公司 2017-2019 年归母净利润为 4985 万元、7228 万元、1.01 亿元，增速分别为 2.18%、44.98%、40.20%，对应 PE 为 51x、35x、25x，公司作为药用辅料龙头企业，长期受益于一致性评价推进，符合产业发展趋势，维持“推荐”评级。

风险提示：

一致性评价推进不及预期；原材料价格持续上涨

公司盈利预测表

资产负债表						单位:百万元		利润表			单位:百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
流动资产合计	302	349	412	501	619	营业收入	259	286	336	436	554		
货币资金	109	117	193	253	336	营业成本	169	190	229	289	351		
应收账款	23	27	31	41	52	营业税金及附加	2	3	4	5	7		
其他应收款	0	0	0	0	0	营业费用	22	23	27	35	45		
预付款项	0	2	5	8	11	管理费用	21	22	25	33	42		
存货	15	24	29	36	44	财务费用	-1	-2	-1	-1	-1		
其他流动资产	120	150	120	120	120	资产减值损失	0.06	0.19	0.00	0.00	0.00		
非流动资产合计	156	164	153	141	127	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	2.23	3.36	1.00	1.00	1.00		
固定资产	121	125	117	122	145	营业利润	48	54	53	77	112		
无形资产	26	25	22	20	17	营业外收入	4.44	3.60	3.00	3.00	3.00		
其他非流动资产	1	4	4	4	4	营业外支出	0.34	0.39	0.00	0.00	0.00		
资产总计	458	513	565	642	745	利润总额	52	57	56	80	115		
流动负债合计	65	81	95	116	138	所得税	8	8	7	10	15		
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	44	49	48	69	100		
应付账款	26	32	38	48	59	少数股东损益	0	0	0	0	0		
预收款项	2	3	4	5	7	归属母公司净利润	44	49	48	69	100		
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	83	88	62	88	125		
非流动负债合计	30	29	29	29	29	BPS (元)	1.07	0.53	0.52	0.75	1.08		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
应付债券	0	0	0	0	0								
负债合计	95	110	123	144	166	成长能力							
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	8.16%	10.61%	17.40%	29.81%	26.86%		
实收资本(或股本)	46	93	93	93	93	营业利润增长	35.09%	12.84%	-2.22%	46.01%	45.40%		
资本公积	159	113	113	113	113	归属于母公司净利润	-0.79%	43.53%	-0.79%	43.53%	43.69%		
未分配利润	139	174	190	213	246	获利能力							
归属母公司股东权	363	403	442	498	579	毛利率(%)	34.64%	33.80%	31.81%	33.90%	36.57%		
负债和所有者权	458	513	565	642	745	净利率(%)	17.10%	17.03%	14.40%	15.92%	18.03%		
现金流量表						单位:百万元	总资产净利润(%)	9.67%	9.51%	8.56%	10.82%	13.39%	
						2015A							2016A
2015A						2016A	2017E	2018E	2019E				
经营活动现金流	43	55	84	71	100	偿债能力							
净利润	44	49	48	69	100	资产负债率(%)	21%	21%	22%	22%	22%		
折旧摊销	36	36	0	12	14	流动比率	4.63	4.30	4.35	4.34	4.49		
财务费用	-1	-2	-1	-1	-1	速动比率	4.40	4.01	4.04	4.03	4.17		
应付帐款的变化	0	0	-5	-9	-11	营运能力							
预收帐款的变化	0	0	1	1	2	总资产周转率	0.71	0.59	0.62	0.72	0.80		
投资活动现金流	-124	-39	1	1	1	应收账款周转率	13	12	12	12	12		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.90	9.80	9.58	10.12	10.39		
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)							
投资收益	2	3	1	1	1	每股收益(最新摊薄)	1.07	0.53	0.52	0.75	1.08		
筹资活动现金流	143	-8	-9	-12	-18	每股净现金流(最新	1.32	0.09	0.82	0.64	0.90		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	7.83	4.34	4.76	5.37	6.24		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	12	46	0	0	0	P/E	25.73	51.94	52.78	36.77	25.59		
资本公积增加	137	-46	0	0	0	P/B	3.52	6.34	5.78	5.13	4.41		
现金净增加额	61	8	76	60	83	EV/EBITDA	14.07	27.64	38.07	26.15	17.74		

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球最佳分析师第一名，2015 年新财富第七名团队核心成员，2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药理学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

缪牧一

美国罗切斯特大学会计学理学硕士，美国注册会计师，2016 年 6 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医药政策下的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。