

2017年12月27日

证券研究报告·动态跟踪报告

山河药辅(300452) 医药生物

买入(首次)

当前价: 29.02元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

一致性评价最佳受益标的, 量价齐升下 2019年确定性高增长

投资要点

- **事件:** CFDA 发布第一批受理的一致性评价品种审评动态, 其中四个受理号审评状态更新, 根据一致性评价工作流程, 第一批通过品种有望元旦后发布。
- **一致性评价为仿制药领域的供给侧改革, 关联审评则是辅料行业的供给侧改革, 龙头企业将推动辅料行业产业升级和集中度提高。**在国务院和中共中央办公厅一系列提高仿制药质量与疗效以及鼓励创新的产业政策背景下, 中国正从仿制药大国向仿制药强国和创新药大国崛起。原料药+辅料+工艺为制剂三大关键要素, 我们认为药用辅料行业必将迎来产业升级和集中度提高。**一致性评价后**, 下游制剂客户集中度大幅提升, 辅料龙头企业将受益存量市场集中度提高;**关联审评后**, 新的仿制药或新药上市必将定制和慎重选择药用辅料, 辅料龙头企业受益增量市场产业升级。
- **公司为一致性评价最受益标的, 量价齐升下确定性高增长。**一致性评价是影响中国未来 3-5 年行业格局最大的政策, 一致性评价主要针对固体口服制剂, 其辅料最直接受益标的为国内固体药辅行业龙头山河药辅。我们认为公司辅料产品有望量价齐升, 确定性高增长。**量上:** 1) 存量和新增的客户通过一致性评价后, 通过一致性评价的制剂品种有望 2018 年下半年开始爆发, 根据草根调研和公司披露的调研纪要信息, 目前为止一致性评价公开受理的 70 个品种, 80% 左右用到公司的产品, 其中大约有 30% 的客户是新增的; 2) 第一批一致性评价将起到良好示范作用, 关联审评下将促进新药申报企业选择公司产品, 带来新药增量市场;**价上:** 1) 一致性评价辅料多为个性化定制产品, 并非一锤子买卖, 盈利能力高于普通辅料; 2) 在关联审批下, 企业更换辅料供应企业需要药理学试验证明一致性, 不同于市场预期, 我们草根调研显示越来越多企业考虑到采购周期, 沟通便捷性以及价格营收的因素, 已经逐步开始从国内企业采购同等质量和性能的辅料替代进口。考虑到国内外价差和治疗的定制性, 优质辅料企业有提价潜力。即我们认为公司 2019 年开始将呈确定性高增长。
- **公司将推动辅料产业升级, 行业集中度提升空间巨大。**公司为固体辅料龙头企业, 必将在一致性评价和关联审批下提高行业集中度, 推动产业升级。2016 年中国药品市场 1.5 万亿元, 其中固体制剂 1 万亿元, 辅料占比一般 2-5%, 按最低 2% 算, 固体辅料仅国内市场, 规模 200 亿元, 假设公司占 10%, 约 20 亿元, 按 20% 净利率算可贡献 4 亿净利润, 与 2016 年业绩的 4880 万元相比, 约 8 倍的提升空间。我们认为辅料行业趋势向上, 龙头企业集中度提升空间巨大。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.51 元、0.67 元、0.98 元, 对应估值分别为 56 倍、44 倍和 30 倍, 在一致性评价和关联审批下公司 2019 年开始确定性高增长, 考虑到公司 2019 年业绩增速近 50%, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动、募投项目投产或不及预期、一致性评价品种放量进度或低于预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	286.40	320.78	384.94	519.66
增长率	10.61%	12.00%	20.00%	35.00%
归属母公司净利润(百万元)	48.79	47.74	61.78	91.18
增长率	10.19%	-2.14%	29.40%	47.58%
每股收益 EPS(元)	0.53	0.51	0.67	0.98
净资产收益率 ROE	12.11%	10.83%	12.53%	15.95%
PE	55	56	44	30
PB	6.69	6.11	5.46	4.71

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513110001

电话: 021-68413530

邮箱: zhugg@swsc.com.cn

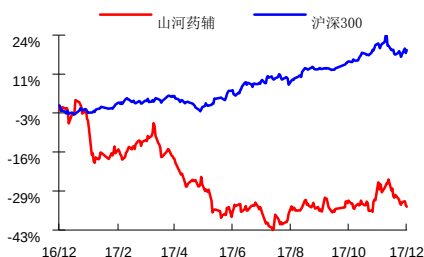
分析师: 陈铁林

执业证号: S1250516100001

电话: 023-67909731

邮箱: ctl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.93
流通 A 股(亿股)	0.42
52 周内股价区间(元)	24.45-43.74
总市值(亿元)	26.93
总资产(亿元)	6.32
每股净资产(元)	4.74

相关研究

关键假设：

假设 1：微晶纤维素业务，考虑到 2018 年募投项目陆续达产和一致性评价制剂逐步放量，我们预计 2017-2019 年订单金额同比增速分别为 12%、20%和 35%，考虑到 2017 年下半年已逐步提价，毛利率逐步回升，预计 2017-2019 年分别为 43%、45%和 47%；

假设 2：其他业务，考虑到 2018 年募投项目陆续达产和一致性评价制剂逐步放量，我们预计 2017-2019 年订单金额同比增速分别为 12%、20%和 35%，考虑到 2017 年下半年已逐步提价，毛利率逐步回升，预计 2017-2019 年分别为 26%、27%和 29%；

假设 3：公司三费率无明显变化，其中销售费用率和管理费用率分别维持在 7.4%和 6.6%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司分业务收入及毛利率预测

单位：百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计：营业收入	239.4	258.9	286.4	320.8	384.9	519.7
yoy	12.4%	8.2%	10.6%	12.0%	20.0%	35.0%
合计：营业成本	162.8	169.2	189.6	225.5	265.9	348.6
毛利率	32.0%	34.6%	33.8%	29.7%	30.9%	32.9%
微晶纤维素						
收入	54.11	59.1	62.43	69.9	83.9	113.3
yoy	13.2%	9.2%	5.6%	12.0%	20.0%	35.0%
成本	32.52	31.56	35.11	39.9	46.1	60.0
毛利率	39.90%	46.60%	43.76%	43.0%	45.0%	47.0%
其他业务						
收入	185.28	199.82	223.98	250.9	301.0	406.4
yoy	56.3%	11.6%	10.4%	12.0%	20.0%	35.0%
成本	130.27	137.66	154.48	185.6	219.8	288.5
毛利率	29.85%	33.99%	25.54%	26.0%	27.0%	29.0%

数据来源：公司公告、西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	286.40	320.78	384.94	519.66	净利润	48.79	47.74	61.78	91.18
营业成本	189.59	225.49	265.90	348.57	折旧与摊销	11.81	10.18	10.18	10.18
营业税金及附加	3.40	3.21	3.85	5.20	财务费用	-1.82	0.00	0.00	0.00
销售费用	23.04	24.06	28.49	37.94	资产减值损失	0.19	0.20	0.20	0.20
管理费用	21.54	21.17	25.41	34.30	经营营运资本变动	-23.37	-17.53	-34.30	-72.78
财务费用	-1.82	0.00	0.00	0.00	其他	19.75	-4.44	-3.80	-7.61
资产减值损失	0.19	0.20	0.20	0.20	经营活动现金流净额	55.33	36.15	34.06	21.17
投资收益	3.36	4.50	5.50	6.50	资本支出	-4.67	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-34.24	4.50	5.50	6.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-38.91	4.50	5.50	6.50
营业利润	53.83	51.15	66.60	99.96	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.21	4.67	5.65	6.65	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	57.04	55.82	72.24	106.61	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	8.26	8.08	10.46	15.44	支付股利	-9.28	-9.76	-9.55	-12.36
净利润	48.79	47.74	61.78	91.18	其他	1.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-8.28	-9.76	-9.55	-12.36
归属母公司股东净利润	48.79	47.74	61.78	91.18	现金流量净额	8.14	30.89	30.01	15.31
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	117.38	148.27	178.29	193.60	成长能力				
应收和预付款项	58.04	63.01	76.41	102.93	销售收入增长率	10.61%	12.00%	20.00%	35.00%
存货	23.59	28.05	31.08	42.36	营业利润增长率	12.84%	-4.98%	30.19%	50.10%
其他流动资产	150.05	168.06	201.67	272.25	净利润增长率	10.19%	-2.14%	29.40%	47.58%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	9.89%	-3.89%	25.18%	43.46%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	129.97	122.50	115.02	107.55	毛利率	33.80%	29.71%	30.92%	32.92%
无形资产和开发支出	24.95	22.24	19.53	16.83	三费率	14.93%	14.10%	14.00%	13.90%
其他非流动资产	8.87	8.87	8.87	8.87	净利率	17.03%	14.88%	16.05%	17.55%
资产总计	512.85	561.00	630.87	744.39	ROE	12.11%	10.83%	12.53%	15.95%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.51%	8.51%	9.79%	12.25%
应付和预收款项	72.90	81.52	97.40	128.53	ROIC	15.36%	14.10%	17.26%	22.34%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.28%	19.12%	19.95%	21.20%
其他负债	37.24	38.80	40.55	44.12	营运能力				
负债合计	110.15	120.31	137.94	172.65	总资产周转率	0.59	0.60	0.65	0.76
股本	92.80	92.80	92.80	92.80	固定资产周转率	2.33	2.65	3.39	4.90
资本公积	112.90	112.90	112.90	112.90	应收账款周转率	11.52	11.63	12.19	12.74
留存收益	197.00	234.99	287.22	366.04	存货周转率	9.86	8.73	8.70	9.12
归属母公司股东权益	402.70	440.69	492.92	571.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.33%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	402.70	440.69	492.92	571.74	资产负债率	21.48%	21.45%	21.87%	23.19%
负债和股东权益合计	512.85	561.00	630.87	744.39	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.30	4.46	4.48	4.26
					速动比率	4.01	4.16	4.19	3.96
					股利支付率	19.02%	20.44%	15.46%	13.55%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
EBITDA	63.81	61.33	76.78	110.14	每股收益	0.53	0.51	0.67	0.98
PE	55.20	56.41	43.59	29.54	每股净资产	4.34	4.75	5.31	6.16
PB	6.69	6.11	5.46	4.71	每股经营现金	0.60	0.39	0.37	0.23
PS	9.40	8.40	7.00	5.18	每股股利	0.10	0.11	0.10	0.13
EV/EBITDA	40.22	74.47	59.10	41.06					
股息率	0.34%	0.36%	0.35%	0.46%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn