

## 山河药辅 (300452)

公司研究/简评报告

# 业绩预告符合预期，18 年受益一致性评价

简评报告/医药

2018 年 01 月 24 日

### 一、事件概述

2018 年 1 月 23 日，公司发布 2017 年业绩预告：公司实现盈利 4634.63-5366.42 万元，同比增长-5%-10%，符合我们深度报告的预期；公司非经常性损益对净利润的贡献金额约为 900 余万元，2016 年非经常性损益为 558.26 万元。

### 二、分析与判断

#### ➤ 原料涨价影响逐步消化，业绩拐点将至

2016 年公司实现归母净利润 4878.56 万元。17 年前三季度，由于包括漂白针叶木浆在内的部分原材料自 16 年 Q4 以来采购价格上升，公司成本增厚，而公司和客户协商调价的过程会有一个滞后的过程，因此盈利情况相比去年基本持平。不过，17 年下半年公司与客户沟通后开始调整产品价格，Q4 利润已开始回升，预计 18 年业绩将进一步好转。

#### ➤ “两增一减”，一致性评价促进销量增长，预计 18 年 H2 释放

一致性评价的推进对公司辅料的销售有显著促进作用：1) 多个存量客户完成大品种 BE 并获 CDE 受理，通过评价后市场占比有望进一步提高，促进辅料订单大幅上升；2) 公司对标国外的产品质量使国内优质企业在评价过程中采购公司辅料，成为增量客户。第一批通过一致性评价的 7 家公司 12 个品种中，除华海药业与信立泰不确定外，其他公司均使用了公司辅料；估计目前在审评的品种中，80%以上使用了公司辅料，增量客户占比约 30%。另一方面，部分小型药企退出市场，影响部分存量小客户订单。预计一致性评价弹性有望于 18 年下半年逐步释放。

#### ➤ 原料涨价+产品质量+低成本打造长短期涨价预期

公司产品未来有望迎来涨价机遇。短期来看，随着部分产品的价格调整，上半年以来部分原材料涨价带来的业绩压力逐步缓解，预计 18 年毛利率提升。长期来看，新型辅料对传统辅料的替代持续进行中，高价品种将成为公司产品主流；公司辅料对标进口辅料品质，但价格仅约为进口产品 30%，占制剂成本仅约 2%-3%，客户对价格调整不敏感；预计公司产品价格将逐步靠近进口辅料。

### 三、盈利预测与投资建议

公司作为国内固体制剂用辅料市场市占率最大的企业，未来有望受益于一致性评价、新型辅料替代传统辅料等带来的产品量价齐升。预计 17-19 年 EPS 分别为 0.52、0.75、1.07 元，对应 PE 为 49X、34X 和 24X，维持“强烈推荐”评级。

### 四、风险提示：

原材料进一步涨价；产品销售不及预期。

#### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)       | 286   | 341   | 419   | 530   |
| 增长率 (%)          | 10.6% | 19.0% | 22.9% | 26.6% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 49    | 48    | 69    | 100   |
| 增长率 (%)          | 10.2% | -1.3% | 43.6% | 44.0% |
| 每股收益 (元)         | 0.53  | 0.52  | 0.75  | 1.07  |
| PE (现价)          | 48.3  | 49.3  | 34.3  | 23.8  |
| PB               | 5.9   | 5.4   | 4.8   | 4.1   |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

**强烈推荐** 维持评级

当前价格 (元)： 25.60 元

#### 交易数据 2018-1-23

|              |             |
|--------------|-------------|
| 近 12 个月最高/最低 | 39.75/24.83 |
| 总股本 (百万股)    | 92.80       |
| 流通股本 (百万股)   | 42.17       |
| 流通股比例 (%)    | 45%         |
| 总市值 (亿元)     | 23.76       |
| 流通市值 (亿元)    | 10.79       |

#### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

#### 分析师：肖汉山

执业证号： S0100517080005

电话： 021-60876722

邮箱： xiaohanshan@mszq.com

#### 研究助理：袁中平

执业证号： S0100117120030

电话： 021-60876703

邮箱： yuanzhongping@mszq.com

#### 相关研究

1. 山河药辅 (002737) 深度报告：一致性评价促固体制剂辅料龙头量价齐升  
20171220

**公司财务报表数据预测汇总**

| 利润表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 286  | 341   | 419   | 530   |
| 营业成本      | 190  | 234   | 279   | 341   |
| 营业税金及附加   | 3    | 4     | 4     | 4     |
| 销售费用      | 23   | 28    | 33    | 41    |
| 管理费用      | 22   | 25    | 29    | 36    |
| EBIT      | 49   | 51    | 74    | 108   |
| 财务费用      | (2)  | (1)   | (0)   | (1)   |
| 资产减值损失    | 0    | 1     | 0     | 0     |
| 投资收益      | 3    | 5     | 8     | 10    |
| 营业利润      | 54   | 56    | 82    | 119   |
| 营业外收支     | 3    | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额      | 57   | 60    | 85    | 122   |
| 所得税       | 8    | 9     | 12    | 18    |
| 净利润       | 49   | 52    | 73    | 105   |
| 归属于母公司净利润 | 49   | 48    | 69    | 100   |
| EBITDA    | 61   | 63    | 87    | 121   |

| 资产负债表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 117  | 20    | 50    | 137   |
| 应收账款及票据     | 56   | 67    | 83    | 104   |
| 预付款项        | 2    | 2     | 3     | 3     |
| 存货          | 24   | 23    | 27    | 34    |
| 其他流动资产      | 150  | 150   | 150   | 150   |
| 流动资产合计      | 349  | 261   | 312   | 427   |
| 长期股权投资      | 0    | 106   | 106   | 106   |
| 固定资产        | 125  | 140   | 148   | 148   |
| 无形资产        | 25   | 40    | 52    | 57    |
| 非流动资产合计     | 164  | 313   | 341   | 343   |
| 资产合计        | 513  | 575   | 653   | 769   |
| 短期借款        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款及票据     | 63   | 69    | 83    | 103   |
| 其他流动负债      | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 流动负债合计      | 81   | 106   | 124   | 150   |
| 长期借款        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债      | 29   | 29    | 29    | 29    |
| 非流动负债合计     | 29   | 29    | 29    | 29    |
| 负债合计        | 110  | 135   | 153   | 179   |
| 股本          | 93   | 93    | 93    | 93    |
| 少数股东权益      | 0    | 3     | 7     | 12    |
| 股东权益合计      | 403  | 440   | 499   | 590   |
| 负债和股东权益合计   | 513  | 575   | 653   | 769   |

| 主要财务指标          | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 10.6% | 19.0% | 22.9% | 26.6% |
| EBIT 增长率        | 8.7%  | 4.6%  | 44.7% | 45.9% |
| 净利润增长率          | 10.2% | -1.3% | 43.6% | 44.0% |
| <b>盈利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率             | 33.8% | 31.5% | 33.5% | 35.6% |
| 净利润率            | 17.0% | 14.1% | 16.5% | 18.8% |
| 总资产收益率 ROA      | 9.5%  | 8.4%  | 10.6% | 13.0% |
| 净资产收益率 ROE      | 12.1% | 11.0% | 14.1% | 17.2% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 流动比率            | 4.3   | 2.5   | 2.5   | 2.8   |
| 速动比率            | 4.0   | 2.3   | 2.3   | 2.6   |
| 现金比率            | 1.4   | 0.2   | 0.4   | 0.9   |
| 资产负债率           | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2   |
| <b>经营效率</b>     |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 31.7  | 29.1  | 29.8  | 29.9  |
| 存货周转天数          | 37.0  | 35.5  | 35.6  | 35.8  |
| 总资产周转率          | 0.6   | 0.6   | 0.7   | 0.7   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.5   | 0.5   | 0.7   | 1.1   |
| 每股净资产           | 4.3   | 4.7   | 5.3   | 6.2   |
| 每股经营现金流         | 0.6   | 0.6   | 0.8   | 1.1   |
| 每股股利            | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2   |
| <b>估值分析</b>     |       |       |       |       |
| PE              | 48.3  | 49.3  | 34.3  | 23.8  |
| PB              | 5.9   | 5.4   | 4.8   | 4.1   |
| EV/EBITDA       | 37.2  | 37.6  | 26.8  | 18.5  |
| 股息收益率           | 0.6%  | 0.6%  | 0.6%  | 0.6%  |

| 现金流量表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 49   | 52    | 73    | 105   |
| 折旧和摊销       | 12   | 13    | 13    | 14    |
| 营运资金变动      | (0)  | (1)   | (2)   | (3)   |
| 经营活动现金流     | 55   | 54    | 73    | 102   |
| 资本开支        | 15   | 51    | 36    | 11    |
| 投资          | (30) | (106) | 0     | 0     |
| 投资活动现金流     | (39) | (152) | (29)  | (1)   |
| 股权募资        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 债务募资        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流     | (8)  | 0     | (14)  | (14)  |
| 现金净流量       | 8    | (98)  | 30    | 87    |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 分析师与研究助理简介

肖汉山，分析师，毕业于中国科学院遗传与发育生物学研究所，先后就职于华泰证券、天风证券，2017年7月加入民生证券。

袁中平，研究助理，香港理工大学化学学士，新加坡国立大学化学硕士，新加坡管理大学金融硕士，2017年11月加入民生证券。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                                       | 投资评级 | 说明                        |
|----------------------------------------------|------|---------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 强烈推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上       |
|                                              | 谨慎推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间 |
|                                              | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间 |
|                                              | 回避   | 相对沪深 300 指数下跌 10%以上       |
| 行业评级标准                                       |      |                           |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 推荐   | 相对沪深 300 指数涨幅 5%以上        |
|                                              | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间   |
|                                              | 回避   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上        |

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。