



山河药辅 (300452)

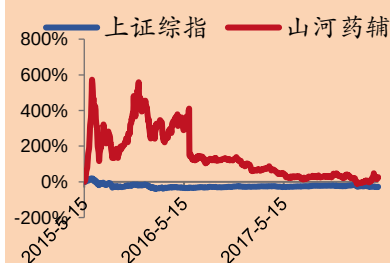
投资评级: 增持 (维持)

报告日期: 2018-04-27

前收盘价 (元) 26.12

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)	25.25
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)	32.38/18.80

医药生物行业组

021-60956118

联系人: 方驭涛

Fyt0614@foxmail.com

联系人: 翟新新

zhaixx01@foxmail.com

并表增厚业绩, 稳健增长延续

事件:

公司公告 2018 年一季报, 营业收入 1.08 亿元, 同比增长 44.52%; 归母净利润 0.16 亿元, 同比增长 35.73%; 扣除非经常性损益后净利润 0.13 亿元, 同比增长 31.05%; EPS0.17 元。

点评:

合并曲阜天利增厚业绩, 三费费率稳步下降

一季度, 受益于一致性评价持续推进, 公司订单继续增加, 同时, 公司积极上调产品价格对冲原料价格上涨成效显现, 叠加并表曲阜天利, 毛利率 31.08%, 环比上升 0.51 个百分点, 同比略降 0.47 个百分点。归母净利润 0.16 亿元, 同比增长 35.73%, 并表曲阜天利业绩贡献较大 (影响当期利润约 200 万元), 若扣除并表因素影响, 公司归母净利润同比增长 18.58%。销售费用率 6.93%, 同比下降 0.4 个百分点; 管理费用率 5.87%, 同比下降 0.6 个百分点; 财务费用率 -0.03%; 三费费率稳步下降。

抓住仿制药一致性评价机会, 行业集中度进一步提升

今年 4 月国办出台《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》, 意在加快推进仿制药质量和疗效一致性评价工作, 提高药用原辅料和包装材料质量。公司作为国内优质的口服固体制剂药用辅料生产供应商, 有望受益于一致性评价带来的行业集中度提升。

二期项目建设进展顺利, 产能有望今年投产

公司年产 7100 吨新型药用辅料生产线扩建项目以及新型药用辅料技术改造项目 (硬脂酸镁和二氧化硅生产线改造) 进展顺利, 今年 5 月中旬达预定可使用状态, 预计东区募投项目二期年内投产, 产能将进一步释放。

盈利预测与评级

公司产品在仿制药一致性评价中得到广泛使用, 后续募投产能的集中释放, 利润有望保持稳定增速。预计 2018/2019/2020 年 EPS 分别为 0.61/0.70/0.78 元, 对应当前股价 PE 分别为 43/37/33 倍, 维持“增持”评级。

风险提示

原材料价格波动风险; 政策变动风险。

盈利预测:

单位: 百万元

财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	339	437	520	596
收入同比 (%)	18%	29%	19%	15%
归属母公司净利润	50	60	71	80
净利润同比 (%)	3%	19%	19%	12%
毛利率 (%)	30.9%	31.4%	31.7%	31.8%
ROE (%)	10.6%	11.0%	12.0%	12.3%
每股收益 (元)	0.54	0.61	0.70	0.78
P/E	48.16	42.90	37.37	33.42
P/B	5.49	4.98	4.48	4.02
EV/EBITDA	40	29	24	21

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					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	396	422	479	553	营业收入	339	437	520	596
现金	128	138	153	186	营业成本	234	300	355	406
应收账款	35	46	58	70	营业税金及附加	4	5	6	7
其他应收款	0	1	1	1	销售费用	27	36	43	50
预付账款	3	6	10	14	管理费用	24	31	36	42
存货	34	33	41	50	财务费用	(1)	(1)	(1)	(2)
其他流动资产	196	199	216	232	资产减值损失	(0)	0	0	0
非流动资产	270	303	332	358	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	5	4	4	3
固定资产	138	160	179	195	营业利润	61	70	84	95
无形资产	39	41	43	45	营业外收入	2	2	2	2
其他非流动资	93	102	110	118	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	666	725	811	911	利润总额	63	72	85	96
流动负债	138	142	160	182	所得税	10	11	13	14
短期借款	0	0	0	0	净利润	53	61	73	82
应付账款	35	46	54	60	少数股东损益	3	1	2	2
其他流动负债	103	96	107	122	归属母公司净利润	50	60	71	80
非流动负债	28	31	33	36	EBITDA	68	83	99	111
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.54	0.61	0.70	0.78
其他非流动负	28	31	33	36					
负债合计	166	173	194	218	主要财务比率				
少数股东权益	59	60	61	64	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	93	93	93	93	成长能力				
资本公积	113	113	113	113	营业收入	18.49%	28.82%	18.98%	14.55%
留存收益	233	281	336	397	营业利润	12.89%	15.19%	19.76%	13.14%
归属母公司股东权	441	487	542	602	归属于母公司净利润	3.18%	18.96%	18.67%	12.08%
负债和股东权益	666	719	797	884	获利能力				
					毛利率(%)	30.92%	31.44%	31.67%	31.82%
现金流量表					净利率(%)	14.83%	13.70%	13.66%	13.37%
单位:百万元					ROE(%)	10.57%	11.14%	12.04%	12.31%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	ROIC(%)	18.46%	16.44%	16.53%	16.69%
经营活动现金流	64	57	60	75	偿债能力				
净利润	53	60	71	80	资产负债率(%)	24.94%	24.03%	24.31%	24.66%
折旧摊销	14	14	16	18	净负债比率(%)	-3.57%	5.17%	3.27%	1.14%
财务费用	(1)	(1)	(1)	(2)	流动比率	2.88	2.97	2.99	3.04
投资收益	3	4	4	3	速动比率	2.63	2.74	2.73	2.76
营运资金变动	14	(21)	(31)	(26)	营运能力				
其他经营现金	(19)	1	2	2	总资产周转率	0.58	0.63	0.68	0.69
投资活动现金流	(31)	(31)	(31)	(32)	应收账款周转率	10.98	10.85	10.01	9.26
资本支出	0	(35)	(35)	(35)	应付账款周转率	10.11	10.78	10.45	10.48
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	(31)	4	4	3	每股收益(最新摊薄)	0.54	0.61	0.70	0.78
筹资活动现金流	(32)	(11)	(15)	(17)	每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.61	0.65	0.81
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.76	5.24	5.84	6.49
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	48.2	42.9	37.4	33.4
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	5.5	5.0	4.5	4.0
其他筹资资金	(32)	(11)	(15)	(17)	EV/EBITDA	40.15	28.65	24.01	21.04
现金净增加额	1	15	14	26					

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。