

证券研究报告

公司研究——中报点评

山河药辅（300452.SZ）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2019.5.15

吴临平 行业分析师

执业编号：S1500514070004

联系电话：+86 10 8332 6738

邮箱：wulinping@cindasc.com

周贤珮 行业分析师

执业编号：S1500518020001

联系电话：+86 10 83326737

邮箱：zhouxianpei@cindasc.com

龚琴容 研究助理

联系电话：+86 10 8332 6750

邮箱：gongqinrong@cindasc.com

相关研究

《20190515 山河药辅（300452）受益行业集中度提升的固体制剂药用辅料龙头》

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

利润增速符合我们预期，部分产品提价、二期微晶正式投产

2019 年 08 月 26 日

事件：近日，山河药辅发布 19 年半年报，2019 年上半年公司实现营业收入 2.23 亿元，同比增长 4.13%；实现归属母公司股东净利润 4106.56 万元，同比增长 22.62%；实现归母扣非净利润 3681.24 万元，同比增长 23.25%。

点评：

- **受子公司曲阜天利新建厂房拖累，收入增速有所放缓。**2019 年上半年公司实现营业收入 2.23 亿元，同比增长 4.13%，收入增速略低于预期；实现归母扣非净利润 3681.24 万元，同比增长 23.25%，利润增速符合我们预期。母公司方面，2019 年上半年收入为 1.78 亿，同比增长 13.21%，主要是客户结构调整导致短期收入增速有所下滑。子公司曲阜天利方面，2019 年上半年收入为 0.38 亿元，同比下滑 20.81%，主要是受新建厂房所拖累；我们认为这只是短期因素，待新厂房建设完成后，曲阜天利业绩预计逐步恢复。
- **部分产品提价，毛利率逐步上升。**2019 年上半年，公司销售毛利率为 36.62%，同比增加 3.52 个百分点，其中微晶纤维素系列产品毛利率为 34.77%，同比增加 1.79 个百分点；羟丙甲纤维素系列产品毛利率为 30.55%，同比增加 6.12 个百分点。原材料价格较为稳定，公司毛利率提升主要是产品提价导致。
- **约一半辅料品种登记信息被激活。**公司共有 25 个辅料品种，截止目前，已有微晶纤维素、羟丙甲纤维素、二氧化硅、硬脂酸镁等 11 个辅料品种登记信息被激活，被激活品种数量位居国内辅料生产企业第一位。在一致性评价和带量采购大背景下，未来只有优质仿制药企业或者具备创新能力的制药企业能够胜出，公司以仿制药一致性评价为契机，不断加强对高端医药企业的营销（主要攻克外资药企和国内百强药企），以签订长期供货合同为目标，目前已初见成效，公司客户结构在不断优化中。
- **募投二期微晶纤维素已正式投产。**募投项目二期有 2500 吨微晶纤维素、300 吨交联聚维酮和 300 吨交联羧钾纤维素钠产能，其中微晶纤维素已正式投产。除了这几个产品外，其余几个核心品种公司均有扩产储备；子公司曲阜天利新建厂房竣工投产后，曲阜天利产能约提高 2-3 倍，我们认为公司整体产能储备还是较为充足。
- **盈利预测及评级：**随着子公司曲阜天利新建厂房影响逐渐消除、新产能逐渐释放，公司业绩增速将逐步恢复。我们预计公司 2019-2021 年摊薄 EPS 分别为 0.61、0.83、1.2 元；维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**并购及整合不达预期风险；原材料价格上涨风险；行业集中度提升速度不及预期风险；拟回购股份实施员工

持股计划或股权激励失败风险。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	339.36	428.56	499.10	652.46	904.38
增长率 YoY %	18.49%	26.28%	16.46%	30.73%	38.61%
归属母公司净利润(百万元)	50.34	70.11	84.55	115.07	167.44
增长率 YoY%	3.18%	39.28%	20.59%	36.11%	45.50%
毛利率%	30.92%	33.92%	34.45%	35.80%	37.62%
净资产收益率 ROE%	11.93%	15.00%	16.21%	18.95%	22.37%
EPS(摊薄)(元)	0.36	0.50	0.61	0.83	1.20
市盈率 P/E(倍)	43	31	26	19	13
市净率 P/B(倍)	4.94	4.43	3.97	3.28	2.62

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为2019年8月23日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	396.48	358.38	387.36	507.76	726.30
货币资金	128.02	87.53	97.94	178.61	332.82
应收票据	55.26	28.50	33.19	43.39	60.15
应收账款	35.06	39.15	45.60	59.61	82.63
预付账款	3.10	11.51	13.29	17.02	22.92
存货	33.86	36.39	42.04	53.83	72.49
其他	141.18	155.30	155.30	155.30	155.30
非流动资产	269.92	351.36	399.76	434.81	447.13
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	137.72	129.35	128.84	195.03	248.08
无形资产	38.75	37.89	37.30	37.65	34.67
其他	93.45	184.13	233.63	202.13	164.38
资产总计	666.40	709.75	787.13	942.57	1,173.43
流动负债	137.86	124.01	140.61	175.42	230.78
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	64.20	54.21	62.62	80.19	107.99
应付账款	35.08	40.64	46.95	60.12	80.96
其他	38.58	29.15	31.03	35.12	41.83
非流动负债	28.31	27.85	27.85	27.85	27.85
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	28.31	27.85	27.85	27.85	27.85
负债合计	166.17	151.86	168.46	203.28	258.63
少数股东权益	58.77	64.80	68.87	74.42	82.50
归属母公司股东权益	441.46	493.09	549.79	664.87	832.31
负债和股东权益	666.40	709.75	787.13	942.57	1,173.43

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	339.36	428.56	499.10	652.46	904.38
同比(%)	18.49%	26.28%	16.46%	30.73%	38.61%
归属母公司净利润	50.34	70.11	84.55	115.07	167.44
同比(%)	3.18%	39.28%	20.59%	36.11%	45.50%
毛利率(%)	30.92%	33.92%	34.45%	35.80%	37.62%
ROE%	11.93%	15.00%	16.21%	18.95%	22.37%
EPS(摊薄)(元)	0.36	0.50	0.61	0.83	1.20
P/E	43	31	26	19	13
P/B	4.94	4.43	3.97	3.28	2.62
EV/EBITDA	19.49	20.63	17.31	12.99	9.12

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	339.36	428.56	499.10	652.46	904.38
营业成本	234.44	283.21	327.15	418.90	564.13
营业税金及附加	4.16	4.15	4.83	6.32	8.75
销售费用	27.48	34.22	37.43	48.93	67.83
管理费用	24.07	20.47	23.84	31.16	43.19
研发费用	0.00	14.20	16.54	21.62	29.96
财务费用	-1.02	-0.50	-0.25	-0.23	-0.56
减值损失合计	-0.32	0.37	0.43	0.57	0.78
投资净收益	4.74	5.89	4.66	5.10	5.22
其他	5.48	10.04	8.15	9.29	8.72
营业利润	60.77	88.37	101.95	139.58	204.22
营业外收支	1.79	2.03	2.31	2.33	2.26
利润总额	62.56	90.39	104.26	141.91	206.48
所得税	9.68	13.19	15.64	21.29	30.97
净利润	52.88	77.20	88.62	120.62	175.51
少数股东损益	2.55	7.09	4.08	5.55	8.07
归属母公司净利润	50.34	70.11	84.55	115.07	167.44
EBITDA	74.66	105.78	126.10	168.08	239.22
EPS(当年)(元)	0.54	0.50	0.61	0.83	1.20

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	63.51	74.76	103.86	136.74	193.99
净利润	52.88	77.20	88.62	120.62	175.51
折旧摊销	13.53	16.11	21.84	26.17	32.74
财务费用	-1.43	-0.72	0.00	0.00	0.00
投资损失	-4.74	-5.89	-4.66	-5.10	-5.22
营运资金变动	4.69	-11.06	-2.40	-5.48	-9.76
其它	-1.43	-0.88	0.47	0.52	0.72
投资活动现金流	-30.92	-92.27	-65.61	-56.07	-39.78
资本支出	-25.06	-81.78	-70.28	-61.17	-45.00
长期投资	600.06	677.86	4.66	5.10	5.22
其他	-605.92	-688.35	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-31.99	-20.18	-27.84	0.00	0.00
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	19.92	22.57	27.84	0.00	0.00
现金流净增加额	0.60	-37.69	10.41	80.67	154.21

研究团队简介

吴临平，南京大学制药学士，生化硕士，2012 年加入信达证券研究开发中心。

周贤珮，美国伊利诺伊理工学院金融学硕士，2015 年加入信达证券研究开发中心，曾从事农林牧渔、轻工制造行业研究。

龚琴容，北京师范大学物理学学士，北京大学理论物理专业博士，2017 年加入信达证券研究开发中心。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。