

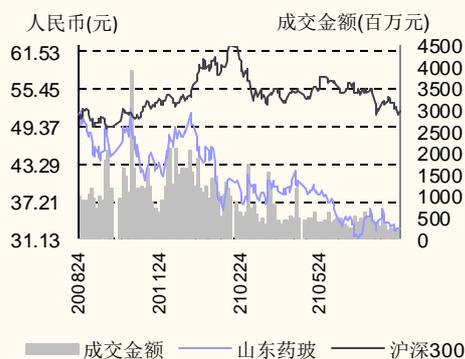
山东药玻 (600529.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 33.01 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	5.95
已上市流通 A 股(亿股)	5.95
总市值(亿元)	196.40
年内股价最高最低(元)	52.26/31.13
沪深 300 指数	4836
上证指数	3477



相关报告

- 《业绩符合预期,一致性评价有望带来市场空间-业绩符合预期,一致...》, 2021.4.27
- 《业绩符合预期,一致性评价有望带来市场空间-山东药玻 2020Q...》, 2020.10.20
- 《业绩整体符合预期,资产减值影响 Q2 单季-山东药玻 2020H1...》, 2020.8.23

赵海春 分析师 SAC 执业编号: S1130514100001
(8621)61038261
zhaohc@gjzq.com.cn

产能有望达 10 亿支, 中硼硅优势蓄势待发

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,992	3,427	3,950	4,572	5,312
营业收入增长率	15.77%	14.53%	15.26%	15.75%	16.19%
归母净利润(百万元)	459	564	708	876	1,073
归母净利润增长率	28.05%	23.06%	25.46%	23.75%	22.39%
摊薄每股收益(元)	0.771	0.949	1.190	1.473	1.803
每股经营性现金流净额	0.96	0.78	1.19	1.78	2.01
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.86%	13.26%	14.80%	15.98%	16.82%
P/E	35.85	52.86	27.73	22.41	18.31
P/B	4.25	7.01	4.10	3.58	3.08

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2021年8月23日,山东药玻发布2021年中报,上半年实现营收、归母净利润与扣非归母净利润分别为18.12亿元、3.01亿元和2.89亿元,同比增长18%、15%与12%,整体业绩符合预期。

经营分析

- 海运费上涨及人民币升值制约外贸出口,国内市场稳中有升。**(1)2021年上半年,海运费大幅上涨和人民币升值,使得低值易耗性的玻璃瓶产品的外贸出口受到一定冲击。(2)国内市场,公司主要产品稳健增长,中硼硅模制瓶、棕色瓶、丁基胶塞类产品和日化食品瓶类销售同比增长30%、8%、23%和20%。(3)合同履行相关的运输费从销售费用调整至营业成本,较去年同期,毛利率下降7.05pct,销售费用率下降5.13pct,营业总成本占比基本持平。
- 注射剂一致性评价继续推进,中硼硅模制注射剂瓶优势彰显。**(1)药用玻璃中,中硼硅玻璃具备高耐水性,与药物发生反应的风险较小,但目前国内药玻中中硼硅使用量仅占7-8%,与欧美日等市场有较大差距。(2)随着注射剂一致性评价政策的持续推进,中硼硅的优势得到体现,市场需求的重心将向中硼硅管制瓶和中硼硅安瓿产品转移。(3)一致性评价和集中带量招标采购下,行业集中度提升,公司作为龙头药玻企业将充分受益。
- 药用包材产业园一期工程已投产,中硼硅模制系列产能有望达到10亿支。**公司现拥有模抗瓶年产70多亿支的产能。2021年上半年,中硼硅模制瓶需求快速提升,实现1.5亿支销售。为满足市场增长的需求,公司药用包装材料产业园一期工程项目已经投产,中硼硅模制系列产品的产能将达到10亿支左右。

投资建议与估值

- 我们维持盈利预测,预计21/22/23年营收39.50/45.72/53.12亿元,调整净利润为7.08/8.76/10.73亿元,公司目前股价对应21/22年PE为28/22x,维持“增持”评级。

风险提示

- 新冠疫苗带来的药玻瓶增量空间低于预期的风险;中硼硅替换进度低于预期风险;产能释放低于预期的风险。海外疫情影响出口业务的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	2,585	2,992	3,427	3,950	4,572	5,312	货币资金	834	1,060	1,132	1,282	1,784	2,391
增长率		15.8%	14.5%	15.3%	15.7%	16.2%	应收款项	735	712	949	1,191	1,302	1,502
主营业务成本	-1,654	-1,888	-2,277	-2,607	-2,995	-3,453	存货	571	679	749	857	985	1,135
%销售收入	64.0%	63.1%	66.4%	66.0%	65.5%	65.0%	其他流动资产	852	552	314	345	360	379
毛利	930	1,104	1,150	1,343	1,577	1,859	流动资产	2,992	3,003	3,144	3,675	4,431	5,408
%销售收入	36.0%	36.9%	33.6%	34.0%	34.5%	35.0%	%总资产	64.7%	58.1%	55.9%	57.9%	61.0%	64.1%
营业税金及附加	-39	-30	-34	-40	-46	-53	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	1,319	1,931	2,113	2,331	2,492	2,673
销售费用	-219	-228	-95	-119	-137	-159	%总资产	28.5%	37.3%	37.6%	36.8%	34.3%	31.7%
%销售收入	8.5%	7.6%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%	无形资产	153	172	203	210	217	224
管理费用	-166	-178	-184	-241	-242	-266	非流动资产	1,632	2,167	2,477	2,667	2,835	3,022
%销售收入	6.4%	5.9%	5.4%	6.1%	5.3%	5.0%	%总资产	35.3%	41.9%	44.1%	42.1%	39.0%	35.9%
研发费用	-80	-127	-134	-166	-183	-212	资产总计	4,624	5,170	5,621	6,341	7,266	8,430
%销售收入	3.1%	4.2%	3.9%	4.2%	4.0%	4.0%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	426	541	703	778	969	1,169	应付款项	870	1,072	1,097	1,274	1,463	1,686
%销售收入	16.5%	18.1%	20.5%	19.7%	21.2%	22.0%	其他流动负债	196	181	209	221	259	306
财务费用	31	17	-6	25	32	43	流动负债	1,066	1,253	1,306	1,495	1,722	1,992
%销售收入	-1.2%	-0.6%	0.2%	-0.6%	-0.7%	-0.8%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-42	16	52	0	0	0	其他长期负债	32	50	60	60	60	60
公允价值变动收益	0	2	1	0	0	0	负债	1,098	1,302	1,366	1,555	1,782	2,052
投资收益	27	29	16	30	30	50	普通股股东权益	3,526	3,868	4,256	4,786	5,484	6,378
%税前利润	6.2%	5.3%	2.4%	3.6%	2.9%	4.0%	其中：股本	425	595	595	595	595	595
营业利润	449	586	677	833	1,031	1,262	未分配利润	1,687	1,977	2,315	2,845	3,543	4,437
营业利润率	17.4%	19.6%	19.8%	21.1%	22.6%	23.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-21	-40	-24	0	0	0	负债股东权益合计	4,624	5,170	5,621	6,341	7,266	8,430
税前利润	428	546	653	833	1,031	1,262							
利润率	16.5%	18.2%	19.1%	21.1%	22.6%	23.8%							
所得税	-69	-87	-89	-125	-155	-189							
所得税率	16.2%	16.0%	13.6%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	358	459	564	708	876	1,073							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净利润	358	459	564	708	876	1,073							
净利率	13.9%	15.3%	16.5%	17.9%	19.2%	20.2%							

现金流量表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	358	459	564	708	876	1,073
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	188	155	166	214	242	272
非经营收益	-23	8	21	-25	-30	-50
营运资金变动	-58	-53	-289	-191	-27	-99
经营活动现金净流	466	569	462	706	1,061	1,196
资本开支	-347	-586	-534	-408	-410	-460
投资	-380	328	230	0	0	0
其他	27	29	18	30	30	50
投资活动现金净流	-700	-228	-286	-378	-380	-410
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-79	-121	-193	-178	-178	-178
筹资活动现金净流	-79	-121	-193	-178	-178	-178
现金净流量	-314	219	-17	150	503	607

比率分析						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.843	0.771	0.949	1.190	1.473	1.803
每股净资产	8.296	6.501	7.153	8.044	9.217	10.720
每股经营现金净流	1.096	0.956	0.777	1.187	1.783	2.010
每股股利	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	10.16%	11.86%	13.26%	14.80%	15.98%	16.82%
总资产收益率	7.75%	8.87%	10.04%	11.17%	12.06%	12.72%
投入资本收益率	10.12%	11.75%	14.26%	13.82%	15.02%	15.57%
增长率						
主营业务收入增长率	10.90%	15.77%	14.53%	15.26%	15.75%	16.19%
EBIT增长率	30.98%	26.94%	29.89%	10.75%	24.56%	20.57%
净利润增长率	36.33%	28.05%	23.06%	25.46%	23.75%	22.39%
总资产增长率	10.61%	11.82%	8.73%	12.80%	14.58%	16.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	54.5	48.1	55.7	70.0	65.0	65.0
存货周转天数	123.2	120.9	114.5	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	79.4	91.7	85.7	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	171.9	215.0	191.5	169.7	147.5	129.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-23.66%	-39.34%	-32.01%	-31.60%	-36.74%	-41.11%
EBIT利息保障倍数	-13.5	-31.8	123.3	-31.2	-30.5	-27.0
资产负债率	23.75%	25.19%	24.29%	24.52%	24.52%	24.34%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	3	14
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-12-27	增持	27.85	31.21 ~ 31.21
2	2020-08-23	增持	50.64	N/A
3	2020-10-20	增持	48.24	N/A
4	2021-04-27	增持	42.79	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402