

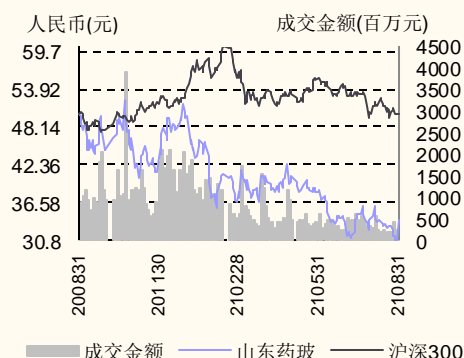
## 山东药玻 (600529.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 33.99 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)	202.23
年内股价最高最低(元)	52.26/30.80
沪深 300 指数	4806
上证指数	3544



## 相关报告

- 1.《山东药玻 2021 中报点评-产能有望达 10 亿支, 中硼硅优势蓄势...》, 2021.8.24
- 2.《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
- 3.《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

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

## 凯盛集团或成新实控人, 上游资源协同在望

## 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	28.56	23.08	18.85
P/B	4.25	7.01	4.23	3.69	3.17

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件简评

- 8月30日, 公司发布公告称接到沂源县人民政府与凯盛集团签署的《战略合作框架协议》, 在双方各自履行国资审批程序, 取得有权机构批准后, 沂源县政府拟将下属国有投资公司鲁中投资持有的山东药玻 65,446,453 股股份(占总股本 11%)无偿划转给凯盛集团, 届时双方将签订无偿划转协议。
- 鲁中投资正在筹划将剩余股份表决权委托给凯盛集团, 如双方签署正式的股权转让协议, 将明确本次股权转让和剩余股份表决权的委托事宜, 公司的实际控制人及控股股东将发生改变。

## 经营分析

- 一旦协议获批, 凯盛集团将成为公司第一大股东与实际控制人。公告称, 此次股份划转若完成后, 凯盛集团将持有公司 11% 的股份, 成为公司第一大股东, 鲁中投资持有公司 10.75% 的股份, 为公司第二大股东。凯盛集团是中国建材集团有限公司的全资子公司。
- 凯盛集团, 是具有国际竞争力的高科技集团, 综合实力强劲。集团拥有新玻璃、新材料、新能源、新装备等产业。凯盛玻璃多项技术打破国外垄断, 其 ITO 导电膜玻璃产销量全球第一; 凯盛材料的高纯电熔氧化铝产品连续多年产销量位居全球第一; 凯盛工程在国内高端玻璃工程、中国出口高端玻璃工程市场占有率分别达到 80% 和 90% 以上。
- 凯盛旗下凯盛君恒, 是国内中硼硅药用玻璃管领先企业。凯盛集团旗下凯盛君恒在国内首次实现了高品质中硼硅药用玻璃管的稳定量产, 2020 年 9 月底产能达到 1 万吨, 预计未来全部基地建成投产后, 总产能将达到 15 万吨。山东药玻的中硼硅模制瓶、拉管瓶也都在加速提产中。此次股权变动, 或将发挥较大协同效应; 但仍需等各项审批通过及公司详细规划出台。

## 投资建议及估值

- 我们维持盈利预测, 预计 21/22/23 年营收为 39.50/45.72/53.12 亿元, 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 29/23x, 维持“增持”评级。

## 风险提示

- 股权划转协议不被通过的风险。新冠疫苗带来的药玻璃瓶增量空间低于预期; 中硼硅替换进度低于预期的风险等。

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	<b>资产总计</b>	<b>4,624</b>	<b>5,170</b>	<b>5,621</b>	<b>6,341</b>	<b>7,266</b>	<b>8,430</b>
%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	<b>负债</b>	<b>1,098</b>	<b>1,302</b>	<b>1,366</b>	<b>1,555</b>	<b>1,782</b>	<b>2,052</b>
投资收益	27	29	16	30	30	50	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,526</b>	<b>3,868</b>	<b>4,256</b>	<b>4,786</b>	<b>5,484</b>	<b>6,378</b>
%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	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,624</b>	<b>5,170</b>	<b>5,621</b>	<b>6,341</b>	<b>7,266</b>	<b>8,430</b>
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
<b>经营活动现金净流</b>	<b>466</b>	<b>569</b>	<b>462</b>	<b>706</b>	<b>1,061</b>	<b>1,196</b>
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-700</b>	<b>-228</b>	<b>-286</b>	<b>-378</b>	<b>-380</b>	<b>-410</b>
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
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-79</b>	<b>-121</b>	<b>-193</b>	<b>-178</b>	<b>-178</b>	<b>-178</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-314</b>	<b>219</b>	<b>-17</b>	<b>150</b>	<b>503</b>	<b>607</b>

比率分析						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标</b>						
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
<b>回报率</b>						
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%
<b>增长率</b>						
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%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
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	1	2	4	5	16
增持	1	2	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.50	1.33	1.29	1.00

来源：聚源数据

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。

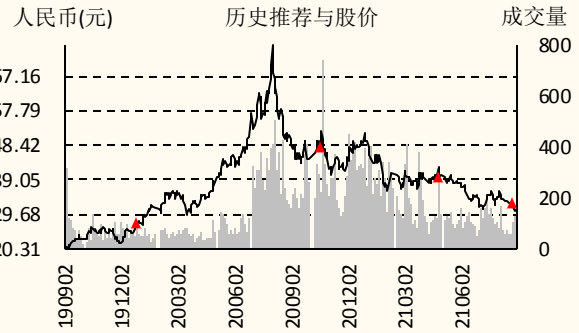
最终评分与平均投资建议对照：

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
5	2021-08-24	增持	33.01	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。

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