

山东药玻 (600529.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 28.87 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)	171.77
年内股价最高最低(元)	51.50/28.69
沪深 300 指数	4980
上证指数	3610



相关报告

- 1.《山东药玻中报点评-凯盛集团或成新实控人,上游资源协同在望》,2021.8.31
- 2.《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
- 3.《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

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

海运、原材料短期承压,中硼硅龙头蓄势待发

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	627	742	896
归母净利润增长率	28.05%	23.06%	11.07%	18.31%	20.78%
摊薄每股收益(元)	0.771	0.949	1.054	1.247	1.506
每股经营性现金流净额	0.96	0.78	1.06	1.56	1.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.86%	13.26%	13.32%	14.08%	14.97%
P/E	35.85	52.86	32.26	27.27	22.58
P/B	4.25	7.01	4.30	3.84	3.38

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2021 年 10 月 26 日,山东药玻发布 2021 年三季报,前三季度实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 28/4.7/4.5 亿元,同比增长 21.35%、13.35%和 12.69%,第三季度实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 9.93/1.69/1.64 亿元,同比增长 28%、11.17%和 13.9%。公司营收符合预期;受原材料成本和海运费上升的影响,净利润低于预期。

经营分析

- **海运费和原料价格上行,公司利润率承压,营收增长符合预期。**(1) 2021 年前三季度,国际海运费和原材料价格持续上行,公司利润率短期继续承压。(2) 我们看到公司在费用管控上做出了积极的应对,公司前三季度期间费用率 9.2%,较上年同期的 15.9%,下降了 6.7 个百分点(管理费用下降 1.7 个百分点,疫情期间差旅减少,销售费用下降 5 个百分点)。
- **凯盛集团或成公司实际控制人,上游资源协同在望。**(1) 2021 年 8 月 30 日,沂源县人民政府与凯盛集团签署《战略合作框架协议》,拟将下属国有投资公司山东鲁中投资持有的山东药玻 11% 的股份无偿划转给凯盛集团;且鲁中投资正在筹划将剩余股份表决权委托给凯盛集团。以上完成后,凯盛集团将成为山东药玻实际控制人。(2) 凯盛集团拥有新玻璃、新材料、新能源、新装备等产业,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。(3) 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。
- **政策助推下药用玻璃升级值得期待,中硼硅产品迎发展新机遇。**(1) 我们认为,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) 一致性评价和集采持续推进下,行业集中度提升,公司作为龙头药玻企业将充分受益。

投资建议与估值

- 我们调整盈利预测:维持公司 2021/22/23 年营收 39.50/45.72/53.12 亿元,考虑原材料价格等因素,将公司归母净利润从 7.08/8.76/10.73 亿元下调 11.44%/15.3%/16.5% 至 6.27/7.42/8.96 亿元,公司目前股价对应 21/22 年 PE 为 27/23x,维持“增持”评级。

风险提示

- 一致性评价等政策落地效果及国内市场需求增长低于预期的风险。
- 原材料价格及海运费继续上涨,影响公司盈利能力的风险。

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	1,205	1,576	2,009
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	-2,702	-3,150	-3,655	存货	571	679	749	888	1,036	1,202
%销售收入	64.0%	63.1%	66.4%	68.4%	68.9%	68.8%	其他流动资产	852	552	314	349	367	387
毛利	930	1,104	1,150	1,248	1,422	1,657	流动资产	2,992	3,003	3,144	3,633	4,281	5,100
%销售收入	36.0%	36.9%	33.6%	31.6%	31.1%	31.2%	%总资产	64.7%	58.1%	55.9%	57.7%	60.2%	62.8%
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%	37.0%	35.0%	32.9%
%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%	42.3%	39.8%	37.2%
研发费用	-80	-127	-134	-166	-183	-212	资产总计	4,624	5,170	5,621	6,300	7,115	8,122
%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	683	814	967	应付款项	870	1,072	1,097	1,320	1,537	1,783
%销售收入	16.5%	18.1%	20.5%	17.3%	17.8%	18.2%	其他流动负债	196	181	209	215	250	293
财务费用	31	17	-6	24	29	37	流动负债	1,066	1,253	1,306	1,535	1,787	2,076
%销售收入	-1.2%	-0.6%	0.2%	-0.6%	-0.6%	-0.7%	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	1,595	1,847	2,136
投资收益	27	29	16	30	30	50	普通股股东权益	3,526	3,868	4,256	4,705	5,268	5,985
%税前利润	6.2%	5.3%	2.4%	4.1%	3.4%	4.7%	其中：股本	425	595	595	595	595	595
营业利润	449	586	677	738	873	1,054	未分配利润	1,687	1,977	2,315	2,764	3,327	4,044
营业利润率	17.4%	19.6%	19.8%	18.7%	19.1%	19.8%	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	6,300	7,115	8,122
税前利润	428	546	653	738	873	1,054	比率分析						
利润率	16.5%	18.2%	19.1%	18.7%	19.1%	19.8%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-69	-87	-89	-111	-131	-158	每股指标						
所得税率	16.2%	16.0%	13.6%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.843	0.771	0.949	1.054	1.247	1.506
净利润	358	459	564	627	742	896	每股净资产	8.296	6.501	7.153	7.908	8.854	10.060
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.096	0.956	0.777	1.058	1.562	1.716
归属于母公司的净利润	358	459	564	627	742	896	每股股利	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300
净利率	13.9%	15.3%	16.5%	15.9%	16.2%	16.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.16%	11.86%	13.26%	13.32%	14.08%	14.97%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	7.75%	8.87%	10.04%	9.95%	10.42%	11.03%
净利润	358	459	564	627	742	896	投入资本收益率	10.12%	11.75%	14.26%	12.35%	13.13%	13.73%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	188	155	166	214	242	272	主营业务收入增长率	10.90%	15.77%	14.53%	15.26%	15.75%	16.19%
非经营收益	-23	8	21	-25	-30	-50	EBIT增长率	30.98%	26.94%	29.89%	-2.75%	19.09%	18.80%
营运资金变动	-58	-53	-289	-186	-24	-97	净利润增长率	36.33%	28.05%	23.06%	11.07%	18.31%	20.78%
经营活动现金净流	466	569	462	630	929	1,021	总资产增长率	10.61%	11.82%	8.73%	12.07%	12.94%	14.14%
资本开支	-347	-586	-534	-408	-410	-460	资产管理能力						
投资	-380	328	230	0	0	0	应收账款周转天数	54.5	48.1	55.7	70.0	65.0	65.0
其他	27	29	18	30	30	50	存货周转天数	123.2	120.9	114.5	120.0	120.0	120.0
投资活动现金净流	-700	-228	-286	-378	-380	-410	应付账款周转天数	79.4	91.7	85.7	80.0	80.0	80.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	171.9	215.0	191.5	169.7	147.5	129.0
债权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
其他	-79	-121	-193	-178	-178	-178	净负债/股东权益	-23.66%	-39.34%	-32.01%	-30.52%	-34.30%	-37.42%
筹资活动现金净流	-79	-121	-193	-178	-178	-178	EBIT利息保障倍数	-13.5	-31.8	123.3	-28.2	-28.3	-26.1
现金净流量	-314	219	-17	74	371	433	资产负债率	23.75%	25.19%	24.29%	25.32%	25.96%	26.30%

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	6	7	16
增持	0	0	2	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.25	1.36	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
5	2021-08-24	增持	33.01	N/A
6	2021-08-31	增持	30.90	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