



2022-04-26

公司点评报告

买入/维持

山东药玻 (600529)

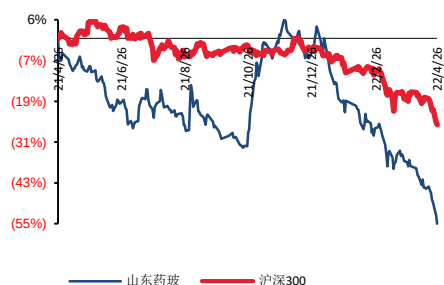
目标价: 30

昨收盘: 19.16

医药生物 医疗器械

中硼硅产品销量大增，期待提价后业绩表现

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	595/595
总市值/流通(百万元)	11,400/11,400
12 个月最高/最低(元)	44.72/19.16

相关研究报告:

山东药玻 (600529)《Q3 收入加速增长，原材料成本上涨对净利率仍有影响》--2021/10/26

山东药玻(600529)《收入平稳增长，中硼硅管制瓶快速放量》--2021/08/23

山东药玻 (600529)《各项业务稳健增长，净利率持续提升》--2021/04/27

证券分析师: 盛丽华

电话: 021-58502206

E-MAIL: shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520070003

证券分析师: 陈灿

电话: 021-58502206

E-MAIL: chencan@tpyzq.com

事件: 公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报, 2021 年全年实现收入 38.75 亿元 (+13.08%), 归母净利润 5.91 亿元 (+4.72%), 扣非归母净利润 5.72 亿元 (+3.40%); 四季度收入 10.70 亿元 (-4.07%), 归母净利润 1.21 亿元 (-19.11%), 扣非归母净利润 1.19 亿元 (-20.97%)。公司拟每 10 股派发现金 3.00 元 (含税)。

公司 2022 年一季度实现收入 10.42 亿元 (+12.53%), 归母净利润 1.53 亿元 (-1.93%), 扣非归母净利润 1.52 亿元 (-2.72%)。业绩略低于预期。

中硼硅产品销量大增，期待提价后业绩表现。 全年拆分来看，模制瓶收入 15.26 亿元 (+9.06%)、销量 31.32 万吨 (+7.38%)，其中中硼硅模制瓶销量接近翻倍，预计在 4 亿支左右，未来公司凭借优越的性能以及相对于相同材质管制瓶产品的价格优势，在注射剂一致性评价进程之中有望获取丰厚订单。

棕色瓶收入 7.98 亿元 (+5.66%)、销量 21.89 万吨 (+3.42%)，单价有所回升。全年销量达到 30 亿支，同比增长 13%。丁基胶塞收入 2.34 亿元 (+8.87%)、销量超过 50 亿支，均价略有提升。管制瓶收入 1.95 亿元 (+11.75%)、销量 16.56 亿支 (+5.55%)，均价同样有所提升，其中中硼硅管制瓶销量 1.88 亿支 (+235%)；安瓿瓶收入 0.48 亿元 (+6.30%)、销量 17.61 亿支 (+2.55%)，其中中硼硅安瓿销量 0.55 亿支 (+150%)。公司中性硼硅玻璃管质量、成品率逐步稳定，并于 2021 年起用于一级耐水管制玻璃瓶产品生产，降低公司管制瓶产品成本、稳定玻璃管供给。

铝塑盖塑料瓶收入 0.52 亿元 (+6.15%)、销量 8.70 亿支 (+19.68%)，均价有所下滑。其他业务收入 10.22 亿元 (+29.58%)，其中预灌封全年销售近 5000 万支 (+145%)。新冠疫苗的开发使得国内预灌封市场需求快速增长，目前公司与中国生物制药集团、科兴中维、康希诺等企业达成多项疫苗包装的合作，未来有望充分释放预灌封产能。

公司为应对大宗物资价格上涨导致的成本压力，于 2021 年四季度对产品价格进行上调，根据 22Q1 业绩来看公司短期收入有望保持稳定增长。

原材料价格上涨影响毛利率，期间费用率管控良好。 21 年全年公司整体毛利率为 29.62% (-3.94pct)，拆分来看各项业务毛利率分别

执业资格证书编码：S1190520110001

为：模制瓶为 40.40% (-4.48pct)、棕色瓶 25.76% (-7.17pct)、丁基胶塞 27.72% (-2.79%)、管制瓶 13.15% (+1.99pct)、安瓿瓶 2.05% (+0.14pct)、铝塑盖塑料瓶 31.18% (+4.24pct)，核心业务毛利率下降主要是受原材料价格影响，其中煤炭和纯碱受供给紧张影响价格猛烈大幅上涨、石英砂平均价格持续上涨；丁基橡胶受原油价格的影响平均价格一直在高位运行。22Q1 得益于提价公司毛利率提升 1.66pct 至 29.21%。

21 年期间费用率合计 10.31% (-1.93pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别下降 0.41/0.91/0.41/0.20pct，主要是收入规模扩大效应以及差旅费、修理费等有所减少；22Q1 期间费用率同比提升 1.01pct 至 9.20%，主要是销售费用率同比增加 1.26pct，预计运费及差旅费增加较多。受成本影响 21 年公司净利率 15.25%，同比下降 1.22pct；22Q1 净利率为 14.70% (-2.17pct)，主要是应收账款增加，应收账款资产减值损失增加。

维持“买入”评级。公司是国内药用玻璃龙头，一类模制瓶产能有望进一步扩充，在一致性评价需求旺盛的情况下，预计销量有望保持稳定提升趋势；预灌封同样有望受益于疫苗订单需求，公司目前正扩建原有产能；棕色瓶和丁基胶塞业务市场竞争力同样强劲。预计公司 21-23 年归母净利润分别为 8.04/9.99/11.21 亿元，对应 PE 分别为 14/11/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示：产品订单量不及预期；产能扩建进展不及预期；产品降价压力大于预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3875	4663	5317	5853
(+/-%)	13.07	20.34	14.03	10.08
净利润(百万元)	591	804	999	1121
(+/-%)	4.72	35.99	24.24	12.23
摊薄每股收益(元)	0.99	1.35	1.68	1.88
市盈率(PE)	44.19	14.18	11.41	10.17

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1132	885	1091	1900	2875	营业收入	3427	3875	4663	5317	5853
应收和预付款项	911	1078	1223	1394	1534	营业成本	2277	2728	3245	3638	3999
存货	749	878	1067	1196	1315	营业税金及附加	34	33	44	49	53
其他流动资产	314	369	381	390	398	销售费用	95	92	93	106	117
流动资产合计	3030	3151	3695	4805	6039	管理费用	184	173	173	170	176
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	6	(1)	(3)	(6)	(9)
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	38	38	32	40	47
固定资产	1798	2214	2389	2464	2519	投资收益	16	4	5	7	10
在建工程	315	343	373	403	433	公允价值变动	1	9	0	0	0
无形资产	203	198	201	203	205	营业利润	677	698	950	1176	1318
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	(24)	(10)	(15)	(15)	(15)
其他非流动资产	132	287	287	287	287	利润总额	653	689	935	1161	1303
资产总计	5507	6226	6977	8194	9515	所得税	89	98	131	163	182
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	564	591	804	999	1121
应付和预收款项	996	1436	1560	1749	1922	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	564	591	804	999	1121
其他长期负债	60	60	60	60	60	预测指标					
负债合计	1366	1739	1866	2083	2284		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
股本	595	595	595	595	595	毛利率	33.56%	29.62%	30.40%	31.58%	31.69%
资本公积	913	913	913	913	913	销售净利率	16.47%	15.25%	17.24%	18.78%	19.15%
留存收益	2315	2678	3183	4032	4985	销售收入增长率	14.53%	13.08%	20.32%	14.04%	10.08%
归母公司股东权益	4256	4670	5296	6294	7415	EBIT 增长率	29.89%	1.67%	33.49%	23.57%	11.69%
少数股东权益	0	0	0	0	0	净利润增长率	23.06%	4.72%	35.99%	24.24%	12.23%
股东权益合计	4256	4670	5296	6294	7415	ROE	13.26%	12.66%	15.18%	15.87%	15.12%
负债和股东权益	5621	6410	7161	8378	9699	ROA	10.25%	9.49%	11.52%	12.19%	11.78%
现金流量表(百万)						ROIC	20.97%	17.63%	21.04%	24.80%	26.74%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS (X)	0.95	0.99	1.35	1.68	1.88
经营性现金流	566	750	929	1350	1612	PE (X)	52.86	44.19	14.18	11.41	10.17
投资性现金流	(286)	(867)	(544)	(541)	(637)	PB (X)	7.01	5.59	2.15	1.81	1.54
融资性现金流	(178)	(178)	(178)	0	0	PS (X)	8.71	6.74	2.44	2.14	1.95
现金增加额	101	(295)	206	809	975	EV/EBITDA (X)	31.18	26.42	8.05	5.91	4.57

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。