

山东药玻 (600529)

证券研究报告

2022年07月20日

控股权终止变更，再成长确定性提升

公司近日公告，公司收到控股股东鲁中投资发来的《关于转发沂源县人民政府终止山东省药用玻璃股份有限公司国有股份拟无偿划转的告知函》，其中明确沂源县人民政府与凯盛集团决定不再实施山东药玻股权无偿划转相关工作，凯盛集团及关联方也不认购山东药玻本次非公开发行股票。同时明确，沂源县人民政府、鲁中投资将继续支持山东药玻依照现有战略健康发展，保证山东药玻公司管理团队、生产经营稳定，继续支持山东药玻推进非公开发行事项，支持募投项目的按计划实施；同时明确鲁中投资确保公司控股权稳定，未来6个月不会减持公司股份。

控股权转让事项终止，公司治理/发展思路/定增推进等不确定性消除

2021/08，沂源县人民政府与凯盛集团签署《战略合作框架协议》(简称“框架协议”)，拟将下属国有投资公司鲁中投资持有的山东药玻 6545 万股 (占总股本 11%) 股权无偿划转至凯盛集团；同时亦筹划拟将鲁中投资持有剩余股份 (占总股本 10.75%) 表决权委托给凯盛集团。该事项若完成，公司的实际控制人及控股股东将发生改变。本次公告明确，该《框架协议》终止，即公司控股股东保持稳定，不会发生变化。

我们认为该事项终止，对市场预期及公司发展影响偏积极，主要体现在：1) 前期市场对于控股股东变化带来的不确定性有一定担忧，包括股权划转节奏、以及新控股股东对于公司管理层积极性调动、发展思路/战略影响等，该事项终止有助于消除市场对于多方面不确定性担忧，控股股东稳定有助于公司延续前期发展战略/思路，同时有利于维持现有管理层稳定延续；2) 前期证监会对公司定增事项的问询函中表达了对于控股股东变更引入潜在竞争的关注，该事项终止即同步消除该担忧，或有利于定增事项更顺利推进，夯实公司中长期发展基础。

22fy 或为公司再成长起点，传统产品利润率或逐步回归

我们认为 22fy 或为公司再成长起点，主要驱动力或为公司的中硼硅模制瓶及预灌封产销高成长。21h2 公司投产 3 座中硼硅模制瓶新窑炉，产能迎来快速提升，且供需两旺。21fy 末前后公司中硼硅模制瓶产能或接近 10 亿支，产能扩张仍在延续，受益下游需求高景气 (一致性评价快速推进、生物制剂高成长等驱动中硼硅渗透率较快提升)。此外，预灌封需求亦延续高景气，公司产能或延续较快增长。另一方面，公司 21q4 公司顺利推进向上调价，22q1 效果已有所体现，成本压力后续或逐步缓解，或亦驱动传统产品利润率向上回归。

模制瓶龙头迎来发展新阶段，维持“买入”评级

公司成长为模制瓶龙头的经历验证管理层优异的经营能力，中硼硅模制瓶、预灌封等新产品销量高增长为公司再成长注入新活力，22fy 公司基本面或迎重要拐点。控股权转让事项终止夯实再成长确定性，建议重视公司投资价值。维持公司 22-24 年净利润为 8.7/10.7/12.7 亿，YoY+46%/24%/19%，维持公司目标价 36.40 元 (对应 22 年 PE 约 25x)，维持“买入”评级。

风险提示：成本波动；新产能投放及销售低于预期；外贸环境恶化等

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,427.07	3,875.30	4,797.80	5,597.53	6,369.37
增长率(%)	14.53	13.08	23.80	16.67	13.79
EBITDA(百万元)	1,109.30	1,141.60	1,416.75	1,697.81	1,969.89
净利润(百万元)	564.44	591.09	865.09	1,068.83	1,266.59
增长率(%)	23.06	4.72	46.36	23.55	18.50
EPS(元/股)	0.95	0.99	1.45	1.80	2.13
市盈率(P/E)	28.69	27.40	18.72	15.15	12.79
市净率(P/B)	3.81	3.47	3.07	2.69	2.34
市销率(P/S)	4.73	4.18	3.38	2.89	2.54
EV/EBITDA	25.52	21.56	10.42	8.28	7.00

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	27.22 元
目标价格	36.40 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	594.97
流通 A 股股本(百万股)	594.97
A 股总市值(百万元)	16,195.02
流通 A 股市值(百万元)	16,195.02
每股净资产(元)	8.11
资产负债率(%)	25.36
一年内最高/最低(元)	45.45/18.63

作者

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

杨松 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



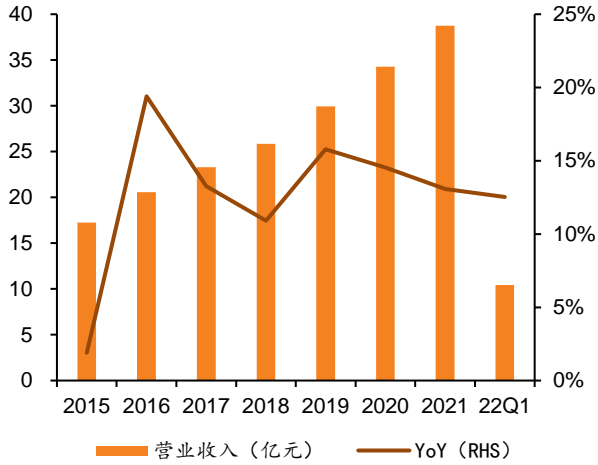
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《山东药玻-年报点评报告:正逐步渡过困难阶段，验证再成长逻辑》2022-04-26
- 《山东药玻-季报点评:略超预期，单季收入两位数环增，归母净利率回升》2021-10-27
- 《山东药玻-首次覆盖报告:模制瓶龙头，中硼硅及预灌封布局受益行业变革》2021-09-09

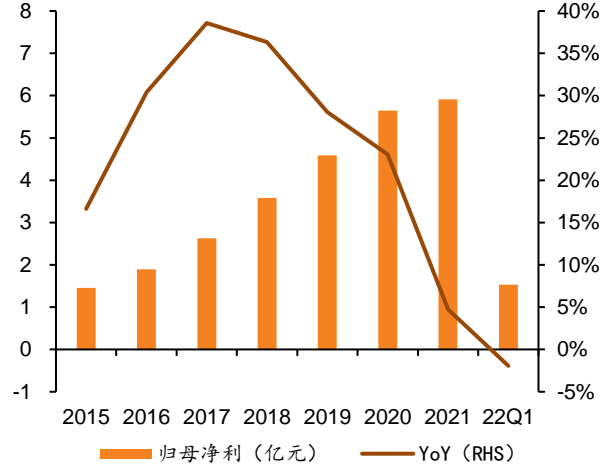
公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司近年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元/股)				P/E			
				20A	21A	22E	23E	20A	21A	22E	23E
300501.SZ	海顺新材	29	15.13	0.53	0.54	0.67	0.88	28.5	28.0	22.6	17.2
300452.SZ	山河药辅	32	13.49	0.40	0.38	0.46	0.53	33.7	35.4	29.6	25.3
300595.SZ	欧普康视	464	51.81	0.48	0.62	0.81	1.07	107.0	83.6	64.0	48.4
002901.SZ	大博医疗	153	36.78	1.45	1.61	2.00	2.55	25.3	22.8	18.4	14.4
301188.SZ	力诺特玻	39	16.91	0.39	0.54	0.73	1.01	43.3	31.5	23.3	16.8
平均值								47.5	40.3	31.6	24.4
中位数								33.7	31.5	23.3	17.2
600529.SH	山东药玻	162	27.22	0.95	0.99	1.45	1.80	28.7	27.4	18.7	15.2

注：股价时间 2022/07/19；除山东药玻外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,131.85	885.04	959.56	1,650.03	1,917.43	营业收入	3,427.07	3,875.30	4,797.80	5,597.53	6,369.37
应收票据及应收账款	828.73	1,015.88	1,267.83	1,396.55	1,635.22	营业成本	2,277.07	2,727.56	3,191.16	3,660.06	4,114.50
预付账款	82.34	61.98	106.87	86.79	130.92	营业税金及附加	33.80	32.59	40.35	47.07	53.56
存货	749.20	877.74	1,025.72	1,157.43	1,296.78	营业费用	95.35	91.77	113.62	132.55	150.83
其他	351.98	494.54	548.64	596.35	650.39	管理费用	184.34	173.37	209.84	239.23	265.84
流动资产合计	3,144.10	3,335.18	3,908.62	4,887.14	5,630.74	研发费用	133.87	135.63	167.92	195.91	222.93
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	5.70	(1.31)	1.58	(0.34)	(5.51)
固定资产	1,797.79	2,214.12	2,434.00	2,630.81	2,804.02	资产减值损失	(51.82)	(48.61)	(60.18)	(72.54)	(86.32)
在建工程	314.88	342.58	354.06	363.25	370.60	公允价值变动收益	0.50	9.26	0.00	0.00	0.00
无形资产	203.25	198.37	193.10	187.83	182.56	投资净收益	15.90	3.55	4.40	4.43	4.47
其他	161.39	319.47	319.47	319.47	319.47	其他	55.10	53.20	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2,477.32	3,074.54	3,300.63	3,501.36	3,676.65	营业利润	677.25	698.29	1,017.55	1,254.94	1,485.36
资产总计	5,621.42	6,409.72	7,209.25	8,388.50	9,307.39	营业外收入	7.27	17.50	17.50	17.50	17.50
短期借款	0.00	0.00	146.83	146.83	146.83	营业外支出	31.04	27.08	27.08	27.08	27.08
应付票据及应付账款	995.78	1,435.67	1,409.05	1,853.67	1,814.16	利润总额	653.48	688.72	1,007.97	1,245.37	1,475.79
其他	245.07	169.17	317.53	303.98	375.77	所得税	89.04	97.63	142.89	176.54	209.20
流动负债合计	1,240.86	1,604.84	1,873.42	2,304.48	2,336.76	净利润	564.44	591.09	865.09	1,068.83	1,266.59
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	564.44	591.09	865.09	1,068.83	1,266.59
其他	60.00	59.97	59.97	59.97	59.97	每股收益(元)	0.95	0.99	1.45	1.80	2.13
非流动负债合计	60.00	59.97	59.97	59.97	59.97						
负债合计	1,365.53	1,739.41	1,933.38	2,364.45	2,396.72						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
股本	594.97	594.97	594.97	594.97	594.97	成长能力					
资本公积	913.45	913.45	913.45	913.45	913.45	营业收入	14.53%	13.08%	23.80%	16.67%	13.79%
留存收益	2,683.07	3,095.67	3,701.23	4,449.41	5,336.03	营业利润	15.51%	3.11%	45.72%	23.33%	18.36%
其他	64.40	66.22	66.22	66.22	66.22	归属于母公司净利润	23.06%	4.72%	46.36%	23.55%	18.50%
股东权益合计	4,255.89	4,670.30	5,275.87	6,024.05	6,910.66	获利能力					
负债和股东权益总计	5,621.42	6,409.72	7,209.25	8,388.50	9,307.39	毛利率	33.56%	29.62%	33.49%	34.61%	35.40%
						净利率	16.47%	15.25%	18.03%	19.09%	19.89%
						ROE	13.26%	12.66%	16.40%	17.74%	18.33%
						ROIC	25.86%	21.89%	27.69%	28.07%	32.61%
						偿债能力					
						资产负债率	24.29%	27.14%	26.82%	28.19%	25.75%
						净负债率	-26.59%	-18.95%	-15.40%	-24.95%	-25.62%
						流动比率	2.41	1.99	2.09	2.12	2.41
						速动比率	1.83	1.46	1.54	1.62	1.85
						营运能力					
						应收账款周转率	4.79	4.20	4.20	4.20	4.20
						存货周转率	4.80	4.76	5.04	5.13	5.19
						总资产周转率	0.64	0.64	0.70	0.72	0.72
						每股指标(元)					
						每股收益	0.95	0.99	1.45	1.80	2.13
						每股经营现金流	0.95	1.26	1.18	2.56	1.94
						每股净资产	7.15	7.85	8.87	10.13	11.62
						估值比率					
						市盈率	28.69	27.40	18.72	15.15	12.79
						市净率	3.81	3.47	3.07	2.69	2.34
						EV/EBITDA	25.52	21.56	10.42	8.28	7.00
						EV/EBIT	31.76	27.31	13.10	10.18	8.47

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com