

医药组

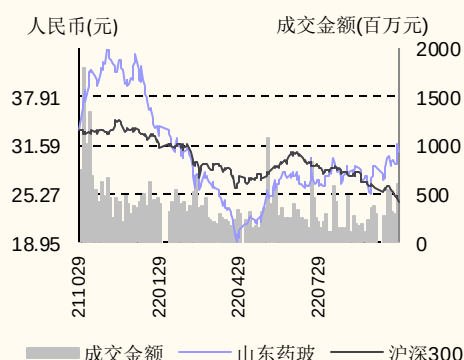
山东药玻 (600529.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 30.64 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)	182.30
年内股价最高最低(元)	44.22/18.95
沪深 300 指数	3541
上证指数	2916



相关报告

- 1.《山东药玻中报点评-高成本等影响下净利近 10% 增长，厚积薄发中》，2022.8.30
- 2.《山东药玻-定增过会点评-18.66 亿定增过会，助力中硼硅项目...》，2022.8.9
- 3.《山东药玻股权划转终止点评-股权划转终止靴子落地，公司治理确定...》，2022.7.20
- 4.《山东药玻-年季报点评-预灌封与中硼硅管制瓶销售皆翻倍，升级稳...》，2022.4.26

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

原材料成本维持高位，疫后业绩环比小幅改善

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,427	3,875	4,227	4,863	5,568
营业收入增长率	14.53%	13.08%	9.06%	15.07%	14.49%
归母净利润(百万元)	564	591	646	771	891
归母净利润增长率	23.06%	4.72%	9.25%	19.35%	15.65%
摊薄每股收益(元)	0.949	0.993	1.085	1.295	1.498
每股经营性现金流净额	0.95	1.26	0.72	1.13	1.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.26%	12.66%	9.32%	10.32%	10.97%
P/E	52.86	44.19	28.23	23.65	20.45
P/B	7.01	5.59	2.63	2.44	2.24

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2022 年 10 月 28 日，公司发布 3 季报，2022 年前三季度公司实现营收、归母与扣非净利润分别为 29.88、4.95 和 4.81 亿元，同比增长 6.53%、5.35% 与 6.24%；三季度实现营收、归母与扣非净利润分别为 10.12、1.73 和 1.66 亿元，同比增长 1.88%、2.51% 和 0.89%。业绩符合预期。

点评

- 上游成本居高，中硼硅药玻销售稳健，常规业务疫后有所恢复。(1) 2022 年 Q3 实现销售收入 10.12 亿元，较 Q2 销售增加 0.78 亿元，环比改善 8.33%；我们认为，上半年疫情对公司市场开拓的影响开始转好，尤其是针对非中硼硅的常规业务开展，但考虑到三季度全球及中国疫情时有波动，改善幅度较缓和。(2) 成本端，我们认为目前仍处高位，Q3 公司总体毛利率维持在 26.8%，较 Q2 下降 2.6%，国际海运费、煤炭、纯碱、天然气等成本居高不下，公司毛利率未恢复至原有水平。(3) 公司作为中国药玻龙头，随着注射剂一致性评价、关联审评审批推进，将充分受益于药玻行业的产业升级。
- 公司治理确定性提升，中硼硅新产能投建。(1) 公司与凯胜集团股权无偿划转事宜终止，公司治理确定性提升，股权结构及管理层将维稳，长期经营战略具有可持续性。(2) 公司中硼硅模制瓶、管制瓶技术不断突破，中硼硅模制瓶中研发“轻量薄壁”技术，下游制药企业无需更换灌装设备就能升级药包材；中硼硅管制瓶中针对中硼硅玻管的拉管工艺经验不断积累，良率逐渐爬坡至稳定水平。我们认为，公司在现有技术的技术上不断精进，工艺壁垒不断提高，稳固行业内龙头地位。(3) 2022 年 8 月，18.66 亿元定增募资过会，助力中硼硅项目提速。其中 11.96 亿元用于一级耐水药用玻璃瓶项目，上半年临时设施基本安装完成，目前开始基槽开挖；6.71 亿元用于年产 5.6 亿只预灌封注射器扩产改造项目，上半年陆续进行成型机、退火炉和插针机等进口设备的安装及验收。

盈利预测与投资建议

- 我们维持盈利预测，预计公司 2022/23/24 年实现营收 42.27/48.63/55.68 亿元，同比增长 9.06%/15.07%/14.49%；归母净利润 6.46/7.71/8.91 亿元，同比增长 9.25%/19.35%/15.65%。公司当前股价对应 22/23/24 年 28/24/20X PE，维持“增持”评级。

风险提示

- 一致性评价及国内市场需求增长低于预期、海运费等成本上升的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	2,992	3,427	3,875	4,227	4,863	5,568
增长率		14.5%	13.1%	9.1%	15.1%	14.5%
主营业务成本	-1,888	-2,277	-2,728	-3,013	-3,462	-3,960
%销售收入	63.1%	66.4%	70.4%	71.3%	71.2%	71.1%
毛利	1,104	1,150	1,148	1,214	1,402	1,608
%销售收入	36.9%	33.6%	29.6%	28.7%	28.8%	28.9%
营业税金及附加	-30	-34	-33	-38	-44	-51
%销售收入	1.0%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-228	-95	-92	-106	-122	-139
%销售收入	7.6%	2.8%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	-178	-184	-173	-163	-180	-203
%销售收入	5.9%	5.4%	4.5%	3.9%	3.7%	3.7%
研发费用	-127	-134	-136	-148	-170	-195
%销售收入	4.2%	3.9%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	541	703	714	759	886	1,020
%销售收入	18.1%	20.5%	18.4%	18.0%	18.2%	18.3%
财务费用	17	-6	1	35	54	60
%销售收入	-0.6%	0.2%	0.0%	-0.8%	-1.1%	-1.1%
资产减值损失	-16	-52	-49	-50	-50	-50
公允价值变动收益	2	1	9	0	0	0
投资收益	29	16	4	4	4	4
%税前利润	5.3%	2.4%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%
营业利润	586	677	698	748	893	1,034
营业利润率	19.6%	19.8%	18.0%	17.7%	18.4%	18.6%
营业外收支	-40	-24	-10	3	3	3
税前利润	546	653	689	751	896	1,036
利润率	18.2%	19.1%	17.8%	17.8%	18.4%	18.6%
所得税	-87	-89	-98	-105	-125	-145
所得税率	16.0%	13.6%	14.2%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	459	564	591	646	771	891
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	459	564	591	646	771	891
净利率	15.3%	16.5%	15.3%	15.3%	15.8%	16.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	459	564	591	646	771	891
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	186	270	289	356	395	435
非经营收益	8	21	14	-9	-7	-7
营运资金变动	-53	-289	-144	-432	-284	-171
经营活动现金净流	599	566	750	560	876	1,149
资本开支	-586	-534	-806	-530	-497	-497
投资	328	230	-74	0	0	0
其他	29	18	13	4	4	4
投资活动现金净流	-228	-286	-867	-526	-493	-493
股权募资	0	0	0	1,842	0	0
债权募资	0	0	0	-2	0	0
其他	-127	-178	-178	-230	-232	-232
筹资活动现金净流	-127	-178	-178	1,610	-232	-232
现金净流量	249	87	-302	1,644	150	424

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,060	1,132	885	2,529	2,679	3,103
应收款项	712	949	1,203	1,421	1,636	1,873
存货	679	749	878	1,156	1,328	1,519
其他流动资产	552	314	369	460	482	507
流动资产	3,003	3,144	3,335	5,566	6,125	7,002
%总资产	58.1%	55.9%	52.0%	63.1%	64.6%	67.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,931	2,113	2,557	2,654	2,713	2,734
%总资产	37.3%	37.6%	39.9%	30.1%	28.6%	26.2%
无形资产	172	203	198	245	291	335
非流动资产	2,167	2,477	3,075	3,254	3,359	3,424
%总资产	41.9%	44.1%	48.0%	36.9%	35.4%	32.8%
资产总计	5,170	5,621	6,410	8,820	9,484	10,426
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,072	1,097	1,517	1,626	1,717	1,964
其他流动负债	181	209	162	208	242	277
流动负债	1,253	1,306	1,679	1,834	1,959	2,241
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	50	60	60	58	58	58
负债	1,302	1,366	1,739	1,892	2,017	2,299
普通股股东权益	3,868	4,256	4,670	6,928	7,467	8,126
其中：股本	595	595	595	773	773	773
未分配利润	1,977	2,315	2,678	3,092	3,631	4,290
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	5,170	5,621	6,410	8,820	9,484	10,426

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.771	0.949	0.993	1.085	1.295	1.498
每股净资产	6.501	7.153	7.850	11.645	12.550	13.658
每股经营现金净流	1.007	0.951	1.261	0.725	1.132	1.486
每股股利	0.300	1.200	1.200	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	11.86%	13.26%	12.66%	9.32%	10.32%	10.97%
总资产收益率	8.87%	10.04%	9.22%	7.32%	8.13%	8.55%
投入资本收益率	11.75%	14.26%	13.13%	9.42%	10.20%	10.80%
增长率						
主营业务收入增长率	15.77%	14.53%	13.08%	9.06%	15.07%	14.49%
EBIT增长率	26.94%	29.89%	1.67%	6.25%	16.70%	15.16%
净利润增长率	28.05%	23.06%	4.72%	9.25%	19.35%	15.65%
总资产增长率	11.82%	8.73%	14.02%	37.61%	7.52%	9.93%
资产管理能力						
应收账款周转天数	48.1	55.7	66.2	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	120.9	114.5	108.9	140.0	140.0	140.0
应付账款周转天数	91.7	85.7	82.1	85.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	215.0	191.5	208.5	191.0	162.9	137.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-39.34%	-32.01%	-25.53%	-40.94%	-40.00%	-41.97%
EBIT利息保障倍数	-31.8	123.3	-545.0	-21.5	-16.4	-17.0
资产负债率	25.19%	24.29%	27.14%	21.45%	21.27%	22.05%

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	4	15	18	38
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.06	1.10	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-27	增持	42.79	N/A
2	2021-08-24	增持	33.01	N/A
3	2021-08-31	增持	30.90	N/A
4	2021-10-26	增持	28.87	N/A
5	2022-04-26	增持	20.21	N/A
6	2022-07-20	增持	27.22	N/A
7	2022-08-09	增持	27.59	N/A
8	2022-08-30	增持	28.07	N/A

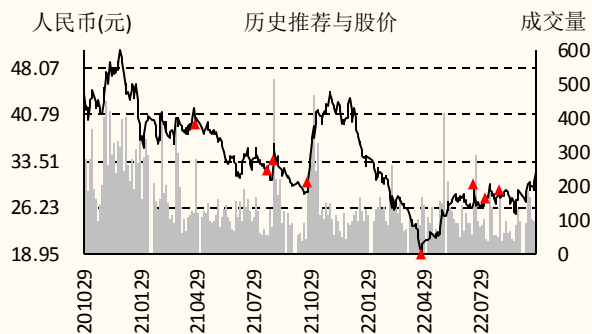
来源：国金证券研究所

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


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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。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;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

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