



费用提升拖累业绩，产能释放和一类瓶放量驱动长期增长

山东药玻（600529）2019年中报点评 | 2019.8.21

中信证券研究部

核心观点



田加强
首席医药分析师
S1010515070002



刘泽序
医药分析师
S1010518060001

公司 2019 年上半年业绩基本符合市场预期，一类瓶增长加速，棕色瓶和丁基胶塞产能即将释放，毛利率环比继续提升。激励基金和研发费用短期拖累业绩。维持“买入”评级。

公司业绩基本符合市场预期。公司 2019H1 实现收入、净利润、扣非净利润 14.35 亿、2.18 亿、2.20 亿元，同比+10.40%、+30.04%、+30.08%，其中 2019Q2 实现收入、净利润、扣非净利润 7.24 亿、1.07 亿、1.17 亿元，业绩基本符合我们预期。

一类瓶增长加速，棕色瓶和丁基胶塞产能即将释放。我们预计 2019H1 公司模制瓶实现收入 10%以上收入，传统模制瓶基本保持平稳，一类模制瓶、日化瓶增长超过 30%、15%，一类模制瓶增速明显提升。预计棕色瓶实现 15%增长，增速有所放缓，或与产能相对紧张有关，公司四川 150t 窑炉已经投产，随着山东 120t 窑炉检修完毕，预计 2019Q4 公司棕色瓶产能将有明显提升。预计丁基胶塞 2019Q2 增速较有所放缓，主要由于产能较为紧张所致，预计新的产能将于 9 月底投产，总体产能有望较 2018 年增长 30%左右。

毛利率环比继续提升。公司 2019Q2、2019Q1 毛利率 37.47%、37.72%，同比+5.76%、+0.93PCTs，虽然提升幅度有所降低，但环比仍呈现提升趋势。2019 年 4 月 1 日增值税税率从 16%变成 13%，但由于上游价格并未调整甚至小幅涨价，因此增值税对毛利率的贡献预计并不明显。往后看，我们认为公司毛利率提升的趋势并未改变：1) 部分产品陆续提价；2) 伴随着自动化程度持续提升等工艺改善，公司生产效率也不断提高；3) 公司一类模制瓶等高毛利率产品占比不断提升。

激励基金和研发费用短期拖累业绩。公司 2019H1 管理、销售、财务费用率 10.05%、7.74%、-0.31%，同比+0.17%、+1.93%、-0.12 PCTs，其中管理费用增长较快主要由于激励基金增加所致（2019 年增加 1000 万以上），且激励基金去年、今年均确认在二季度，一定程度上对二季度业绩增速形成扰动。公司研发费用 6515 万元，同比大幅增加 2574 万元，主要用于新产品的研发和国家级研发中心申请，预计研发费用的高速增长并不会持续。公司经营性现金流净额 2.10 亿元，同比+15.15%，预计下半年将逐步趋近于净利润增速。

风险提示。一类玻璃推广普及不达预期；上游原材料及环保成本上升。

维持“买入”评级。我们看好公司一类玻璃瓶的产品升级和毛利率的继续提升，参考 2019H1 业绩，并考虑股本转增，调整 2019/2020/2021 年 EPS 预测为 0.78/0.98/1.22 元（原 1.10/1.38/1.73 元），参考可比公司估值，给予公司 2020 年 28 倍 PE，对应目标价 27.44 元，维持“买入”评级。

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2330	2585	2922	3307	3747
增长率 YoY %	13	11	13	13	13
净利润(百万元)	263	358	466	585	728
增长率 YoY%	39	36	30	25	25
每股收益(元)	0.44	0.60	0.78	0.98	1.22
毛利率%	32.2	36.0	37.1	37.8	38.5
净资产收益率%	8.1	10.2	12.0	13.6	15.0
市盈率 PE (x)	50	37	28	23	18
市净率 PB (x)	2	3	3	3	3
EV/EBITDA	13	10	8	7	5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 8 月 21 日收盘价

山东药玻	600529
评级	买入（维持）
当前价	22.22 元
目标价	27.44 元
总股本	595 百万股
流通股本	504 百万股
52 周最高/最低价	29.27/15.04 元
近 1 月绝对涨幅	2.40%
近 6 月绝对涨幅	49.97%
近 12 月绝对涨幅	109.84%

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,330	2,585	2,922	3,307	3,747
营业成本	1,580	1,654	1,837	2,058	2,306
毛利率	32.2%	36.0%	37.1%	37.8%	38.5%
营业税金及附加	33	39	44	50	57
销售费用	196	219	243	265	289
营业费用率	8.39%	8.47%	8.30%	8.00%	7.70%
管理费用	197	246	243	268	292
管理费用率	8.47%	9.51%	8.30%	8.10%	7.80%
财务费用	17	-31	-9	-20	-39
财务费用率	0.72%	-1.22%	-0.30%	-0.60%	-1.05%
投资收益	19	27	30	35	40
营业利润	316	448	576	715	883
营业利润率	13.57%	17.35%	19.71%	21.61%	23.56%
营业外收入	3	1	1	1	1
营业外支出	9	22	22	22	22
利润总额	310	428	555	694	862
所得税	47	69	89	109	134
所得税率	15.3%	16.2%	16.0%	15.7%	15.5%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	263	358	466	585	728
净利率	11.27%	13.86%	15.96%	17.69%	19.44%
EPS (元) (摊薄)	0.44	0.60	0.78	0.98	1.22

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	263	358	466	585	728
少数股东损益	0	0	0	0	0
折旧和摊销	146	147	156	161	167
营运资金变动	-15	-65	-133	-42	-33
其他	18	25	-14	-40	-69
经营现金流	412	466	475	664	792
资本支出	-167	-347	-183	-173	-143
投资收益	19	27	30	35	40
资产变卖	578	1,710	0	0	0
其他	-887	-2,090	0	0	0
投资现金流	-457	-700	-153	-138	-103
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	-4	0	0	0	0
股息支出	-52	-85	-117	-146	-182
其他	-4	-15	9	20	39
融资现金流	-59	-100	-108	-126	-143
现金及现金等价物变动	-104	-335	215	400	547

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	714	834	1,049	1,449	1,996
存货	545	571	632	708	793
应收账款	388	383	438	463	487
其他流动资产	1,102	1,203	1,302	1,412	1,530
流动资产	2,750	2,992	3,421	4,032	4,807
固定资产	1,220	1,217	1,141	1,057	972
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	113	153	154	154	155
其他长期资产	97	261	341	420	470
非流动资产	1,430	1,632	1,636	1,631	1,597
资产总计	4,180	4,624	5,057	5,663	6,403
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	336	385	404	453	507
其他流动负债	564	681	745	864	1,003
流动负债	900	1,066	1,149	1,317	1,510
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	30	32	32	32	32
非流动性负债	30	32	32	32	32
负债合计	930	1,098	1,182	1,349	1,543
股本	304	425	595	595	595
资本公积	1,205	1,083	913	913	913
归属于母公司所有者权益合计	3,250	3,526	3,875	4,314	4,860
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	4,180	4,624	5,057	5,663	6,403

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	13.27	10.90	13.04	13.19	13.30
营业利润增长率	24.16	41.84	28.44	24.10	23.51
净利润增长率	38.58	36.33	30.18	25.45	24.51
毛利率	32.22	35.99	37.11	37.79	38.46
EBITDA Margin	20.21	22.17	24.32	25.04	25.89
净利率	11.27	13.86	15.96	17.69	19.44
净资产收益率	8.08	10.16	12.03	13.56	14.99
总资产收益率	6.29	7.75	9.22	10.33	11.37
资产负债率	22.24	23.75	23.37	23.82	24.10
所得税率	15.32	16.24	16.00	15.70	15.50
股利支付率	19.64	23.73	25.00	25.00	25.00

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、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。本研究报告仅为参考之用，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。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并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损失承担任何责任。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。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。