

公司调研简报

医药行业

药品包装材料

山东药玻（600529）

谨慎推荐

（上调评级）

2009年02月10日

关注税率和原材料价格下降带来的业绩提升

✎ 分析师：丁丹 贺平鸽

事项：

公司今日公告被认定为高新技术企业。认定有效期为 3 年。根据国家对高新技术企业的相关税收政策，公司自获得高新技术企业认定后 3 年内（2008 年至 2010 年），所得税率将减按 15% 的比例征收。

点评：

藉此我们对公司的业绩预测和基本面情况做一更新。

1、09 年原材料价格确定性下降

（1）药用玻璃瓶的主要原材料是纯碱，其次是石英砂等矿物。纯碱主要采购自山东海化和唐山三友，目前一些纯碱市场报价已经从 08 年最高峰下跌 30% 左右（上海中山化工市场），公司表示自身纯碱都是以合同价，虽然没有市场价格下跌幅度那么大，但的确会有较明显的下跌。但库存仍需消化 2~3 个月左右。

（2）丁基胶塞的原材料主要是卤化丁基橡胶、陶土、和少量化学助剂。其中丁基橡胶价格昂贵，占胶塞原材料成本的 85% 以上。丁基橡胶的上游为石脑油，因此价格直接受原油价格影响。现在全球能生产药用丁基橡胶的企业很少，药玻的丁基橡胶主要从美国（埃克森美孚）和俄罗斯进口。06 年埃克森胶的价格基本稳定在 3.8~3.9 万元 / 吨，俄罗斯胶大约 3.2 万元 / 吨，07~08 年原油价格最高峰值时埃克森胶一度达到 10 万元 / 吨。目前市场价格已经跟随原油价格的下跌回到 06 年时的 3~4 万元 / 吨。但公司表示在 08Q4 已经屯了不少丁基橡胶原料，价格是 08Q3 的较高价位，需要再消化 1 个季度，所以 08Q4~09Q1 丁基胶塞的毛利率不会有明显的提升，但到 09Q2 原材料价格下降的效果才会显现。

2、产品下游需求稳定增长

（1）**膜制瓶：**仍是公司的利润稳定器。下游需求稳定，且随着医保扩大，基层需求稳步提升，产品销售量在很高的基数上仍保持 10% 以上的增长，价格稳定。

（2）**棕色瓶：**棕色瓶从 08 下半年来看需求增长不如上半年，主要受金融危机的影响，棕色瓶较大部分为保健品用和出口，这两个部分需求增长放缓明显。且同时，作为公司增发项目，4 亿只新产能今年全部投产，加上公司原有车间改造成棕色瓶生产线增加的产能，目前已经达到 11 亿只产能。由于上半年棕色瓶销售形势良好，公司加紧生产，到下半年形势转弱，目前也已经囤积了不少库存，这些都需要在 09 年上半年来消化。长期来看，棕色瓶是一个好品种，也是公司增量利润的重要来源，但 08Q4~09Q2 面临增速放缓。08~09 年的增速我们估计为 50%、30% 左右。

（3）**丁基胶塞：**丁基胶塞由于早几年国内由于缺乏调控，国内丁基胶塞产能扩张过快，产能过剩，最近 3 年一直处于价格战状态，公司目前 42 亿只产能为国内最大，利用自身的规模、资金实力优势（原材料丁基橡胶由于供

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。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。本报告版权归国信证券所有，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。

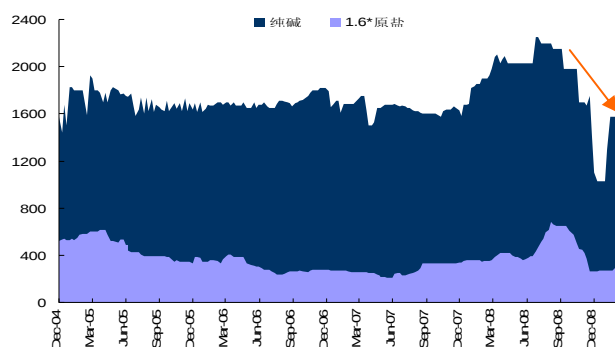
货商少均要求现款现货)、和玻璃瓶产品配套优势,同样以低毛利割据市场份额,加之产能利用率还在提升过程,07年及以前丁基胶塞业务处于亏损。08年随着行业洗牌的进程以及需求的增长,公司的产能逐步到位,胶塞业务已经扭亏为盈,毛利率已经由07年的8.88%上升至08H的16%以上。但目前产能仍过剩,价格维持较低水平仍将持续。产能已经满负荷的情况下,未来毛利率提升将主要来自原材料价格的下降。我们暂估计08~10年的毛利率为18%。

(4) **生物瓶:** 目前设备已经全部到货,在调试完成后将试生产出成品,之后再申请生产许可证,顺利的话有望在Q3的7~8月份投产,但相应的生产产品后仍需客户做相容性实验,我们估计正常化销售应该是在2010年。公司在玻璃管上仍需依赖进口,因此毛利率不会太高(公司增发时曾估计自产的话毛利率可达60%以上)。目前的设备设计可年产1~2亿只,公司自身预估销售额接近2亿。由于该项目进展屡屡低于预期,我们在盈利预测中暂不做考虑。

3、税率下降提升09~10年业绩,上调至“谨慎推荐”

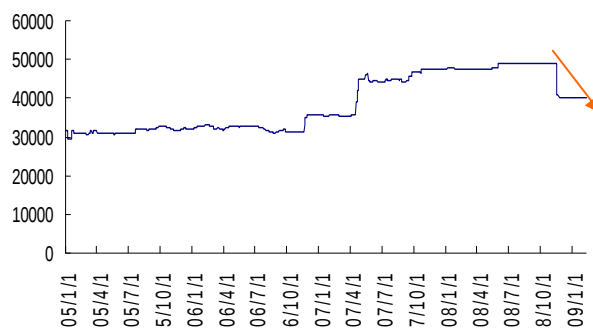
此次获得15%优惠税率,则相应的08~10年的EPS调整为0.56/0.71/0.84元/股(原来为0.51/0.62/0.73元/股)。其中对生物瓶的上市基本未做考虑。目前08~10年对应的PE为19X/15X/13X,估值相对已经攀升的医药板块已经不贵,暂上调至“谨慎推荐”评级,建议关注税率和原材料价格下降带来的阶段性机会。最担忧公司的问题可能是管理层对释放业绩动力可能不足。

图 1: 2004~2009 年纯碱价格走势



数据来源: 国信证券经济研究所

图 2: 2005~2009 年氯丁橡胶 A90 价格走势



数据来源: 国信证券经济研究所

卤化丁基橡胶有多个品种, 仅得 A90 价格供参考

表 1: 山东药玻分产品销售情况及预测

单位: 百万元	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
模制瓶						
收入	419.93	453.98	531.55	595.33	654.87	720.35
增长率	-0.69%	8.11%	17.08%	12.00%	10.00%	10.00%
毛利率	41.08%	43.44%	41.26%	38.00%	41.50%	41.00%
棕色瓶						
收入	76.70	94.77	134.19	202.63	263.41	310.83
增长率	56.25%	23.57%	41.59%	51.00%	30.00%	18.00%
毛利率	38.08%	43.83%	33.74%	37.60%	41.00%	40.00%
管瓶						
收入	47.11	45.83	49.98	60.98	70.12	79.24
增长率	0.99%	-2.71%	9.06%	22.00%	15.00%	13.00%

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。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征价。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。本报告版权归国信证券所有, 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。

毛利率	35.36%	24.45%	13.04%	18.60%	20.00%	20.00%
丁基胶塞						
收入	96.14	178.58	146.97	198.40	238.08	273.80
增长率	468.45%	85.75%	-17.70%	35.00%	20.00%	15.00%
毛利率	11.80%	12.66%	8.88%	16.50%	18.00%	18.00%
安瓿						
收入	17.87	22.86	27.30	28.93	30.38	31.90
增长率	-6.90%	21.50%	19.41%	6.00%	5.00%	5.00%
毛利率	22.14%	17.87%	14.95%	19.00%	15.00%	15.00%
玻璃管						
收入	1.23	0.62	0.26	0.20	0.18	0.17
增长率	-23.07%	-49.67%	-59%	-20%	-10%	-10%
毛利率	3.59%	-19.29%	-22.78%	-20%	-15%	-15%
铝塑瓶系列						
收入	8.99	12.66	13.97	13.97	13.97	13.97
增长率	144.83%	40.90%	10%	0%	0%	0%
毛利率	-8.43%	-14.28%	-2.47%	-4%	0%	0%
生物瓶						
收入				0.00	0.00	5.00
增长率				0.00%	0.00%	na
毛利率				0.00%	0.00%	40.00%
建安工程等						
收入		17.41	34.86	30.00	30.00	31.00
增长率			100%	-14%	0%	3%
毛利率		12.24%	9.77%	12%	10%	10%
其他（商贸等）						
收入		11.81	52.20	30.00	30.00	31.00
增长率			342%	0%	0%	1%
毛利率		37.45%	15%	14%	14%	14%

数据来源：国信证券经济研究所

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2007	2008E	2009E	2010E		2007	2008E	2009E	2010E
现金及现金等价物	160	100	100	149	营业收入	1012	1185	1359	1529
应收款项	520	617	707	796	营业成本	711	834	935	1041
存货净额	215	274	307	343	营业税金及附加	10	11	12	14
其他流动资产	130	153	175	197	销售费用	85	104	120	135
流动资产合计	1025	1144	1290	1485	管理费用	43	58	67	75
固定资产	745	853	856	853	财务费用	12	7	8	6
无形资产及其他	44	42	41	39	投资收益	5	0	0	0
投资性房地产	58	58	58	58	资产减值及公允价值变动	(2)	(3)	(2)	(2)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1871	2097	2245	2435	营业利润	155	167	215	256
短期借款及交易性金融负债	130	184	149	130	营业外净收支	5	3	0	0
应付款项	307	360	404	450	利润总额	160	170	215	256
其他流动负债	115	136	154	172	所得税费用	48	26	32	38
流动负债合计	552	681	706	752	少数股东损益	1	1	1	1
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	111	144	182	217
其他长期负债	13	16	19	22	现金流量表 (百万元)				
长期负债合计	13	16	19	22	净利润	111	144	182	217
负债合计	565	696	725	774	资产减值准备	(4)	(2)	0	0
少数股东权益	2	2	2	3	折旧摊销	66	76	86	93
股东权益	1305	1399	1517	1658	公允价值变动损失	2	3	2	2
负债和股东权益总计	1871	2097	2245	2435	财务费用	12	7	8	6
关键财务与估值指标					营运资本变动	(73)	(103)	(83)	(78)
每股收益	0.43	0.56	0.71	0.84	其它	5	2	0	1
每股红利	0.15	0.20	0.25	0.29	经营活动现金流	106	120	188	235
每股净资产	5.07	5.43	5.90	6.44	资本开支	(157)	(184)	(90)	(91)
ROS	11%	12%	13%	14%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	9%	10%	12%	13%	投资活动现金流	(128)	(184)	(90)	(91)
毛利率	30%	30%	31%	32%	权益性融资	290	0	0	0
EBIT Margin	16%	15%	17%	17%	负债净变化	(25)	0	0	0
EBITDA Margin	23%	21%	23%	23%	支付股利、利息	(38)	(50)	(64)	(76)
收入增长	18%	17%	15%	13%	其它融资现金流	(67)	54	(35)	(19)
净利润增长率	16%	30%	26%	19%	融资活动现金流	96	4	(99)	(95)
资产负债率	30%	33%	32%	32%	现金净变动	74	(60)	0	49
息率	1.6%	2.1%	2.6%	3.1%	货币资金的期初余额	86	160	100	100
P/E	25.1	19.3	15.2	12.9	货币资金的期末余额	160	100	100	149
P/B	1.9	1.8	1.6	1.5	企业自由现金流	(3)	(61)	105	149
EV/EBITDA	13.2	12.4	10.2	9.0	权益自由现金流	(96)	(13)	64	124

资料来源：公司资料和国信证券预测

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。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征价。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。本报告版权归国信证券所有，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。

创造价值 成就你我

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上