

价值被低估

研究结论

- 公司 08 年实现营业收入 11.6 亿元，利润总额 1.7 亿元、净利润 1.4 亿元，同比分别增长了 14.4%、0.9%和 23.8%，全年每股收益为 0.55 元，符合我们的预期。从主营业务来看，收入的主要来源还是模制瓶、棕色瓶以及丁基胶塞，其中模制瓶实现收入 5.3 亿元，同比下降 1%，棕色瓶收入达到 2.1 亿元，同比增长 54.7%，丁基胶塞收入为 1.6 亿元，同比增长 5.5%。受到资源类（煤炭）、化工类原材料（纯碱等）价格的上升影响，毛利率出现下降，08 年毛利率为 29.6%。
- 08 年公司利润总额增长低于营业收入的主要原因：三费增加较快，其中原因各不相同。销售费用的增长系公司加大拓展新产品市场以及油价上升运输费用增加所致；管理费用增长是因为 07 年的基数低。另外，因为被认定为高新技术企业，所得税率从 07 年的 33%下降到 15%，是导致净利润增长的重要原因。另外，由于公司的生产经营支出增加导致的经营性现金流同比下降 25.2%，08 年经营性现金流为 9176 万元。
- 我们预计公司的主要产品在 09 年将呈现稳定增长的态势，我们预计模制瓶收入将增长 10%，而棕色瓶受出口的不利影响，增速将从 08 年的 50%以上将下降到 25%，而丁基胶塞的竞争环境将趋好，增长率将超过 10%。另外，公司的一类玻璃仍然处于试产期，所以我们预计 09 年对公司的盈利贡献有限。
- 原材料的价格下降对业绩的正面影响。我们根据 07 年增发招股说明书中提到，纯碱占生产成本的 14%以及煤炭占 18%，简单的推算，09 年的整体毛利率相比 08 年下半年提高 3%-5%。由于公司的存货周转率大于 3 次/年，所以截至到 08 年底高价的存货基本消化完毕。我们保守估计毛利率增加 3%的情况下，另外假设收入不增长，09 年净利润将增长 20%。
- 预测山东药玻 09 年和 10 年每股收益分别为 0.65 元和 0.77 元。我们认为公司在中国的医用包装行业的龙头地位将长期保持，估值水平应和所有的医药企业相当，但考虑到公司未来几年的增长仍然不高，我们按 08 年每股盈利 20 倍估值，12 个月的目标价为 13 元，我们维持“增持”评级。风险：1) 行业的政策风险，特别政策性降价将挤压公司产品的售价；2) 原材料价格高于我们的预测。



东方证券
ORIENT SECURITIES

徐军 (CFA)

医药行业资深分析师

8621-63325888 × 6087

xjun@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (09 年 03 月 24 日) 11.04 元

目标价格 (12 个月) 13.0 元

总股本/A 股 (万股) 25738/257388

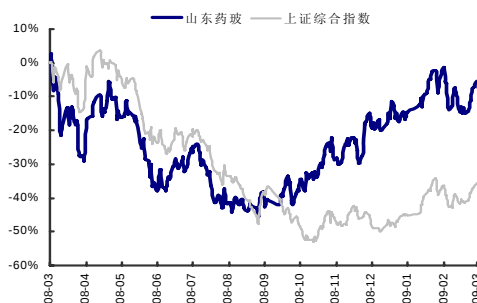
A 股市值 28.4 亿元

国家/地区 中国

行业 医药

报告日期 2009 年 03 月 25 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-1.77	12.18	-7.23
相对表现 (%)	-5.57	-0.91	28.28

资料来源: WIND

财务预测

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1012	1160	1380	1629
净利润	111	141	167	198
毛利率(%)	29.7	29.3	29.7	30.0
ROE(%)	8.5	9.8	10.3	12.5
每股收益(元)	0.43	0.55	0.65	0.77
P/E	26.43	20.73	17.54	14.81
P/B	2.18	1.98	1.81	1.63

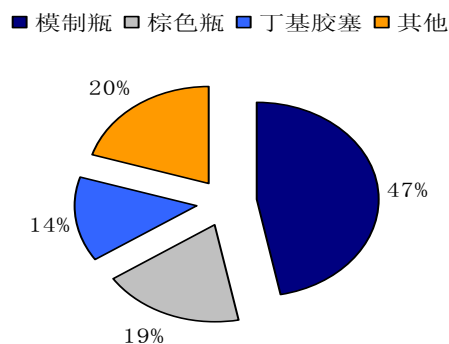
资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

08 年经营情况分析

公司 08 年实现营业收入 11.6 亿元, 利润总额 1.7 亿元、净利润 1.4 亿元, 同比分别增长了 14.4%、0.9% 和 23.8%, 全年每股收益为 0.55 元, 符合我们的预期。

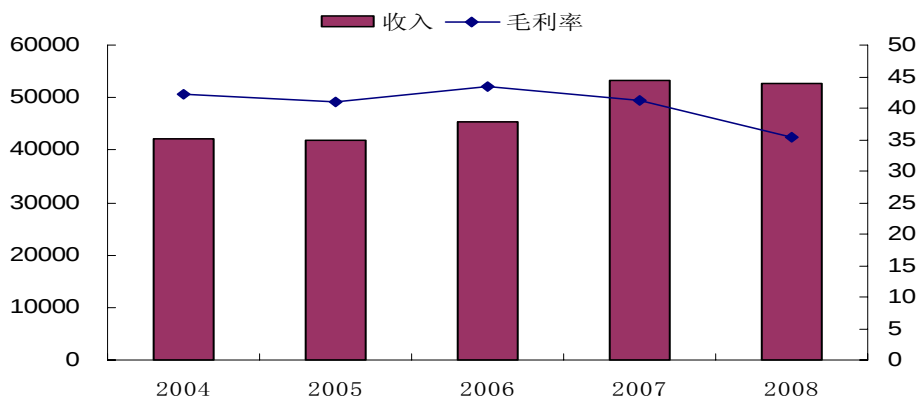
目前公司经过多年的发展与创新, 已经形成了模制瓶、安瓿、管瓶、输液瓶、玻璃管、棕色瓶等六大系列, 340 多种产品, 另外还有丁基胶塞、铝塑盖和塑料瓶等产品, 能够满足不同用户对医药包装制品的不同需求, 从主营业务来看, 收入的主要来源还是模制瓶、棕色瓶以及丁基胶塞, 其中模制瓶实现收入 5.3 亿元, 同比下降 1%, 棕色瓶收入达到 2.1 亿元, 同比增长 54.7%, 丁基胶塞收入为 1.6 亿元, 同比增长 5.5%。受到资源类(煤炭)、化工类原材料(纯碱等)价格的上升影响, 毛利率出现下降, 08 年毛利率为 29.6%。

图 1: 公司 08 年主营收入的产品构成



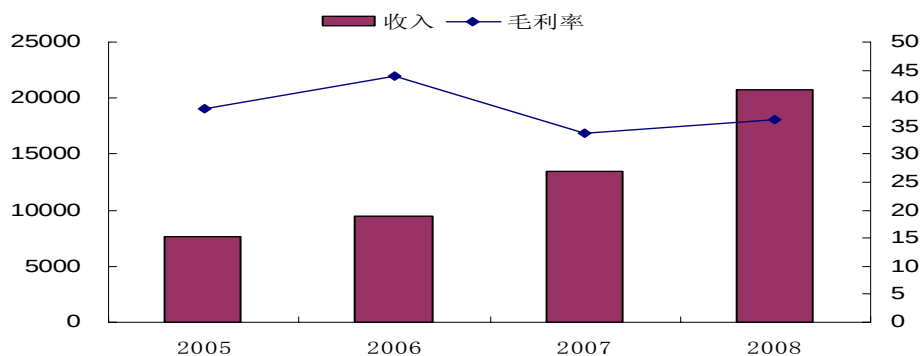
资料来源: 公司数据, 东方证券研究所整理

图 2: 近年来模制瓶的收入增长情况, 万元, 毛利率, %



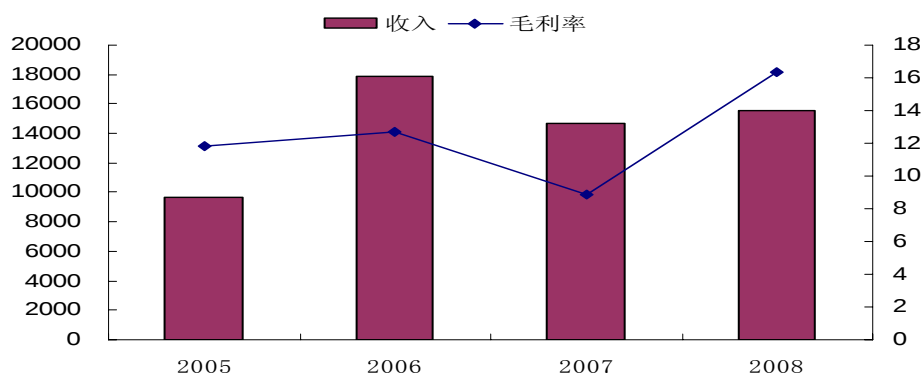
资料来源: 公司数据, 东方证券研究所整理

图 3：近年来棕色瓶的收入增长情况，万元，毛利率，%



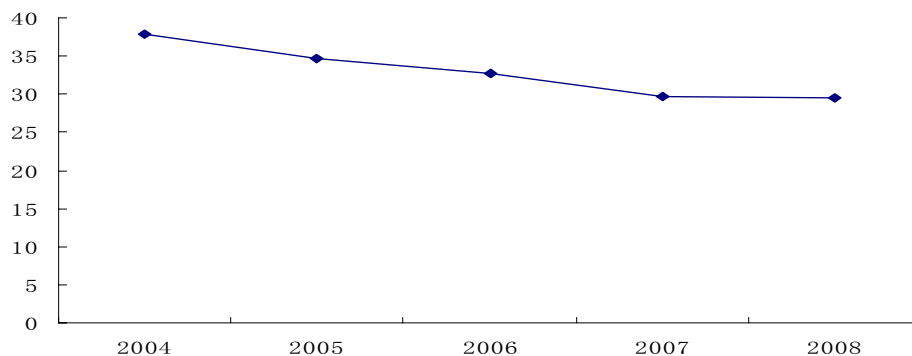
资料来源：公司数据，东方证券研究所整理

图 4：近年来丁基胶塞的收入增长情况，万元，毛利率，%



资料来源：公司数据，东方证券研究所整理

图 5：公司近年整体毛利率的变动情况，(%)

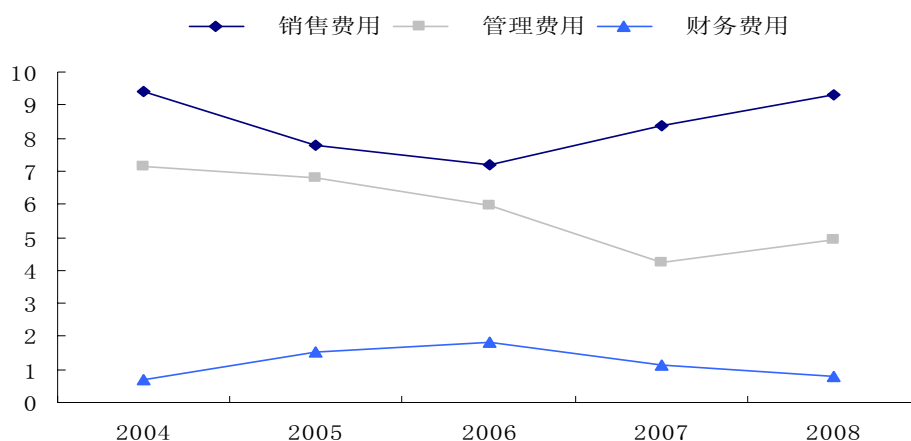


资料来源：公司数据，东方证券研究所整理

08 年公司利润总额增长低于营业收入的主要原因：三费增加较快，其中原因各不相同。销售费用的增长系公司加大拓展新产品市场以及油价上升运输费用增加所致；管理费用增长是因为 07 年的基数低。另外，因为被认定为高新技术企业，所得税率从 07 年的 33% 下降到 15%，是导致净利润增长的重要原因。

另外，由于公司的生产经营支出增加导致的经营性现金流同比下降 25.2%，08 年经营性现金流为 9176 万元。

图 6：公司近年来期间费用率变动情况（%）



资料来源：公司数据，东方证券研究所整理

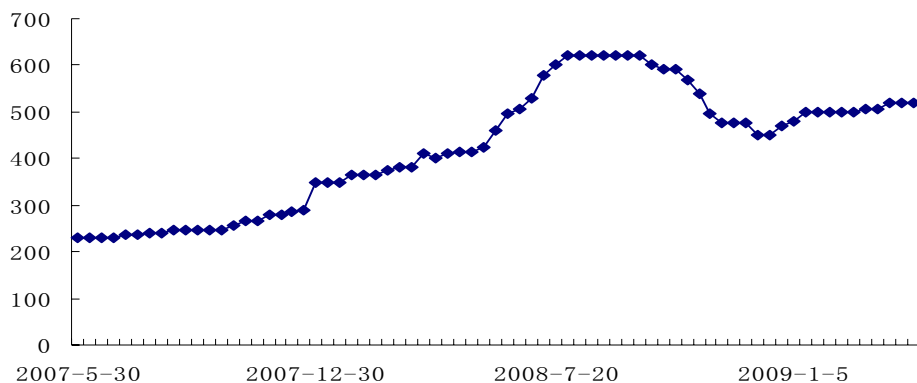
09 年业绩展望

我们预计公司的主要产品在 09 年将呈现稳定增长的态势，我们预计模制瓶收入将增长 10%，而棕色瓶受出口的不利影响，增速将从 08 年的 50% 以上将下降到 25%，而丁基胶塞的竞争环境将趋好，增长率将超过 10%。另外，公司的一类玻璃仍然处于试产期，所以我们预计 09 年对公司的盈利贡献有限。

原材料的价格下降对业绩的正面影响

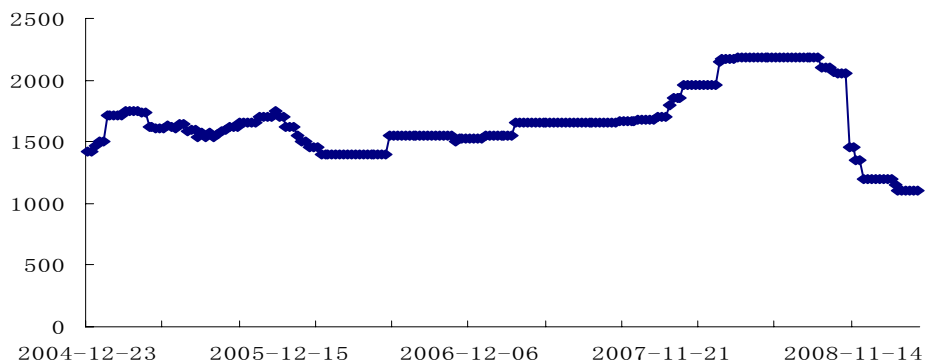
虽然我们无法估计很具体成品的成本构成，但我们根据 07 年增发招股说明书中提到，纯碱占生产成本的 14% 以及煤炭占 18%，简单的推算，09 年的整体毛利率相比 08 年下半年提高 3%-5%。由于公司的存货周转率大于 3 次/年，所以截至到 08 年底高价的存货基本消化完毕。我们保守估计毛利率增加 3% 的情况下，另外假设收入不增长，09 年净利润将增长 20%。

图 7：2007 年以来大同 6000 煤炭价格变化，元/吨



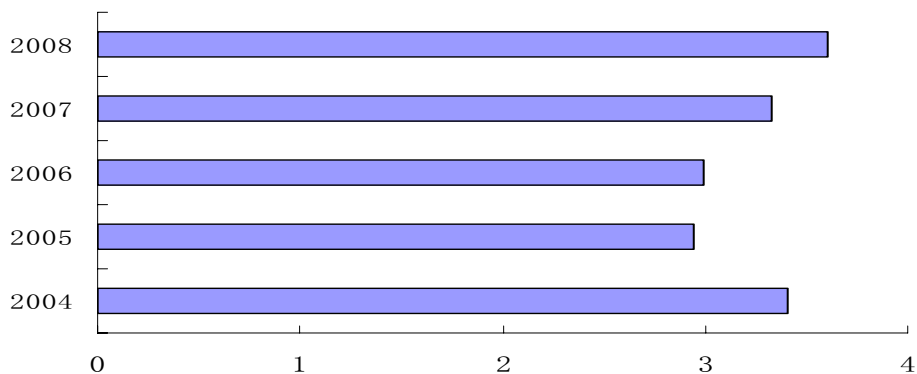
资料来源：东方证券研究所整理

图 8：2007 年以来纯碱价格变化，元/吨



资料来源：东方证券研究所整理

图 9：历年来公司的存货周转率，次



资料来源：东方证券研究所整理

盈利预测和投资评级

预测山东药玻 09 年和 10 年每股收益分别为 0.65 元和 0.77 元。我们认为公司在中国的医用包装品行业的龙头地位将长期保持，估值水平应和所有的医药企业相当，但考虑到公司未来几年的增长仍然不高，我们按 08 年每股盈利 20 倍估值，12 个月的目标价为 13 元，我们维持“增持”评级。

风险

1) 行业的政策风险，特别政策性降价将挤压公司产品的售价；2) 原材料价格高于我们的预测。

分析师承诺

徐军：医药行业资深分析师

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn