

强烈推荐-A (首次)

常山药业 300255.SZ

当前股价: 8.16 元

2017 年 04 月 18 日

高速增长通道开启, 布局正当时

基础数据

上证综指	3222
总股本 (万股)	93497
已上市流通股 (万股)	59805
总市值 (亿元)	76
流通市值 (亿元)	49
每股净资产 (MRQ)	2.4
ROE (TTM)	7.9
资产负债率	26.9%
主要股东	高树华
主要股东持股比例	38.28%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	-3	-9
相对表现	4	-9	-16



资料来源: 贝格数据、招商证券

事件:

公司 4 月 17 日晚发布 2016 年年报, 2016 年营业收入 11.18 亿元, 较上年同期增加 22.10%; 归母净利润为 1.75 亿元, 较上年同期增加 12.28%; 综合毛利率为 64.69%, 比上年减少 2.11 个百分点。此外, 公司日前公告一季报净利润预增 30-50%。

评论:

制剂持续放量叠加行业回暖, 一季度将开启公司高增长。2016 年制剂实现收入 8.40 亿元, 同比增长 18.70%。未来达肝素制剂有望加速放量, 预计 2017 年制剂业务有望实现 20% 以上增速。原料药方面, 伴随肝素行业持续回暖, 普通肝素原料药收入为 1.44 亿, 同比增加 25.32%; 低分子肝素原料药收入为 0.75 亿, 同比增加 38.27%, 其中依诺肝素原料药收入为 0.50 亿, 同比增加 98.22%。我们判断行业回暖趋势能够持续, 一季度将开启公司业绩高增长。

肝素粗品涨价周期确立, 低价高库存将奠定公司业务发展基础。前期行业主动去产能和近期环保整治被动去产能是本轮肝素粗品涨价的根本原因, 环保整治趋严又导致产能快速恢复难度较大, 我们判断本轮肝素粗品涨价周期有望拉长至 2-3 年。当前公司原材料库存 7.33 亿, 均价在 12000 元/亿单位左右。根据当前猪小肠近 32 元/根测算粗品成本即达到 33000 元/亿单位以上, 未来有望持续上涨。根据公司产能测算, 当前库存水平可至少支持公司 2 年以上消耗, 我们判断随着未来涨价传导至原料药, 公司低价储备高库存将为公司业务发展奠定基础。

丰富产品线深耕国内市场, 布局出口打开成长空间。公司低分子肝素钙制剂 2016 年国内市占率第一约 38% 左右, 而达肝素和那曲肝素制剂有望快速放量, 将有助于公司进一步占领快速成长的国内市场。同时公司联合 D.Med 和 NantWorks 推动原料药及制剂出口欧洲和美国, 预计 2018 年有望实现。考虑到欧美市场占全球肝素产品市场近 80% 的份额, 我们认为公司成长空间将进一步打开。

创新药开发将驱动公司长期高增长。公司已获得西地那非药品批文, 经过 GMP 认证后预计将于下半年开始贡献业绩。鉴于抗 ED 药物百亿市场空间以及白云山金戈第一年即达到 2.3 亿收入, 该产品有望成为爆点。透明质酸 18 年达产 20 吨, 预计未来公司将布局医药和美容针剂, 即便最保守按照原料销售也可贡献 1 亿收入。艾本那肽将开启国内 2 期临床, 未来潜力无限。

当前布局正当时, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级!我们预计公司 17-19 年净利润为 2.63 亿、3.74 亿和 4.47 亿元。当前市值 76.3 亿对应 17-19 年 PE 为 29 倍、20 倍和 17 倍, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

风险提示。业务拓展不达预期、新药推出时间不达预期。

张景财

zhangjingcai@cmschina.com.cn
S1090516070002

董瑞斌

021-68407847
dongruibin@cmschina.com.cn
S1090516030002

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1435	2105	2054	2922	4014
现金	164	787	112	159	245
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	14	0	0	0	0
应收款项	151	170	222	318	402
其它应收款	1	3	4	6	7
存货	885	993	1485	2110	2909
其他	220	153	231	328	451
非流动资产	893	1027	1190	1345	1492
长期股权投资	0	5	5	5	5
固定资产	391	580	759	929	1088
无形资产	102	155	140	126	113
其他	401	286	286	286	286
资产总计	2328	3132	3244	4267	5506
流动负债	718	736	1048	1770	2667
短期借款	570	541	794	1441	2244
应付账款	44	14	21	30	41
预收账款	37	54	81	115	159
其他	66	128	153	184	223
长期负债	39	106	106	106	106
长期借款	0	0	0	0	0
其他	39	106	106	106	106
负债合计	757	843	1154	1876	2773
股本	471	935	935	935	935
资本公积金	446	547	547	547	547
留存收益	596	747	543	838	1173
少数股东权益	58	61	65	71	78
归属于母公司所有者权益	1514	2229	2025	2320	2655
负债及权益合计	2328	3132	3244	4267	5506

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(38)	172	(241)	(299)	(386)
净利润	156	175	263	374	447
折旧摊销	32	37	49	58	66
财务费用	32	29	3	6	3
投资收益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(258)	(71)	(575)	(763)	(929)
其它	(0)	3	20	27	28
投资活动现金流	(86)	(429)	(216)	(216)	(216)
资本支出	(85)	(97)	(218)	(218)	(218)
其他投资	(0)	(333)	1	1	1
筹资活动现金流	42	598	(218)	563	688
借款变动	150	230	253	648	803
普通股增加	283	464	0	0	0
资本公积增加	(279)	101	0	0	0
股利分配	(94)	(236)	(467)	(79)	(112)
其他	(17)	39	(3)	(6)	(3)
现金净增加额	(82)	341	(675)	48	85

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	916	1118	1638	2344	2961
营业成本	304	395	595	846	1166
营业税金及附加	5	13	19	27	35
营业费用	299	368	541	774	948
管理费用	104	116	180	258	296
财务费用	29	28	3	6	3
资产减值损失	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	174	199	301	435	515
营业外收入	12	6	6	2	6
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	186	204	307	436	521
所得税	29	26	39	55	66
净利润	157	178	268	380	454
少数股东损益	0	3	4	6	7
归属于母公司净利润	156	175	263	374	447
EPS (元)	0.33	0.19	0.28	0.40	0.48

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	13%	22%	46%	43%	26%
营业利润	18%	14%	52%	44%	19%
净利润	17%	12%	50%	42%	19%
获利能力					
毛利率	66.8%	64.7%	63.7%	63.9%	60.6%
净利率	17.1%	15.7%	16.1%	16.0%	15.1%
ROE	10.3%	7.9%	13.0%	16.1%	16.8%
ROIC	8.0%	7.0%	9.2%	10.0%	9.1%
偿债能力					
资产负债率	32.5%	26.9%	35.6%	44.0%	50.4%
净负债比率	24.5%	17.3%	24.5%	33.8%	40.8%
流动比率	2.0	2.9	2.0	1.7	1.5
速动比率	0.8	1.5	0.5	0.5	0.4
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
应收帐款周转率	6.0	7.0	8.4	8.7	8.2
应付帐款周转率	11.5	13.6	34.4	33.6	33.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.33	0.19	0.28	0.40	0.48
每股经营现金	-0.08	0.18	-0.26	-0.32	-0.41
每股净资产	3.21	2.38	2.17	2.48	2.84
每股股利	0.50	0.50	0.08	0.12	0.14
估值比率					
PE	24.6	43.5	29.0	20.4	17.1
PB	2.5	3.4	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA					

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

董瑞斌，本科就读于中国科技大学，博士毕业于中国科学院上海技术物理研究所，曾在国泰君安研究所、海通证券研究所从事电子行业、中小盘研究。2013 年中小盘新财富最佳分析师第二名，2015 年电子行业新财富最佳分析师第五名。于 2016 年加盟招商证券研发中心，从事中小盘研究，获得 2016 年中小盘新财富最佳分析师第 5 名。

张景财，西南财经大学金融学硕士，于 2016 年加入招商证券研究发展中心，中小盘团队核心成员，获得 2016 年中小盘新财富最佳分析师第 5 名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。