

业绩稳健符合预期，原料药贡献明显弹性

——常山药业（300255）2017年中报点评

2017年08月29日

推荐/维持

常山药业

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号: S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
胡偌碧	联系人	
	hurb@dxzq.net.cn	010-66554044

事件:

常山药业发布 2017 年半年度报告，2017 年上半年公司实现营业收入 5.14 亿元，同比增长 0.17%；归属于上市公司股东的净利 0.84 亿元，同比增长 21.51%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 0.83 亿元，同比增长 25.61%。实现 EPS 为 0.09 元。

公司 2017 年 Q2 实现营业收入 2.59 亿元，同比下降 8.47%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.41 亿元，同比增长 1.75%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 0.41 亿元，同比增长 1.75%。实现 EPS 为 0.04 元。

观点:

1、公司业绩增速符合预期

公司上半年年营收 5.14 亿元，同比增长 0.17%，归母净利润 0.84 亿，增速 21.51%，业绩增速符合预期，业绩弹性主要来自于原料药价格大幅上涨。

分板块来看

公司 2017 年上半年制剂业务有所下降：水针收入 3.32 亿（收入占比 65%），同比下降 15.72%，与公司收入确认方式及发货节奏有关，不改全年 15-25% 增长预期。水针实际销量略微增长，根据第三方样本医院统计数据，上半年低分子肝素钙销量同比增长 7.2%，达肝素销量翻倍，公司整体制剂线全年可保持 15-25% 增长。

原料药业务大幅增长受益于价格大幅上涨：受供求关系和行业回暖的影响，普通肝素钠原料药和低分子肝素原料药的销售收入大幅增长，其中普通肝素原料药实现收入 8,620 万元，同比增长 55.00%，我们预计销量略微下降，幅度在 10-15% 左右，价格相较去年同期翻倍（从 11000-12000 元/亿单位上涨至 22000-23000 元/亿单位）；低分子肝素原料药实现收入 5,453 万元（主要是依诺肝素原料药），同比增长 51.55%。

财务指标方面，公司销售费用率 35.20%，与去年同期持平，销售费用控制良好；公司管理费用率 13.99%，比去年同期上升 4.16%，艾本那肽临床研发费用为主要支出。财务费用较上年进一步减少。公司综合毛利率 71.59%，较去年全年上升 7.42%，受益于原料药价格回暖。

展望 2017 年公司业绩有望继续稳定增长，原料药持续涨价有望致业绩超预期：

第一，公司主要业绩来源低分子肝素水针有望维持 15%-20% 增长率（低分子肝素钙保持稳定增长，达肝素招标放量，达肝素今年目标 300 万支）。

第二，原料药方面带来业绩弹性。普通肝素原料药看涨价（本轮肝素原料药涨价主要由肝素粗品价格上涨带动，叠加环保因素，我们认为价格有望持续上涨，目前肝素粗品价格涨幅大于肝素原料药价格涨幅，从去年 9000-10000 元/亿单位已经上涨到 26000-28000 元/亿单位，粗品的持续上涨有望驱动肝素原料药持续上涨，公司未雨绸缪，近几年陆续收购低价粗品，目前存货中原材料（7 亿+）中绝大部分都是肝素粗品，成本控制较好，原料药的提价有望为公司业绩带来较大弹性），**依诺肝素看量价齐升**（今年有望挑战 1000kg，FDA 认证后标准市场大客户比非标国家小客户价格要更高）。

2、未来 3-5 年看点梳理，多点布局不断推进

第一，研发管线：

仿制药方面，枸橼酸西地那非片剂顺利完成了药品生产现场检查。公司成立了西地那非销售事业部，全面负责西地那非产品的上市前、后所有的销售工作，成为公司新的利润增长点。

创新药方面，截止到 2017 年 6 月 30 日“艾本那肽注射液”I 期临床试验顺利完成，II 期临床试验已经启动。美国和加拿大已经做完 II 期临床。与 NantWorks 合作开发白蛋白结合纳米粒肿瘤血管破坏剂（Nab-VDA）和治疗胃癌的 Met 抑制剂（AMG337）。

第二，制剂出口：

欧洲方面和 D-MED 合作申报普通肝素制剂（不需要做临床）和低分子肝素制剂（需要做临床）。美国方面和 NantWorks, LLC 合作申报依诺肝素制剂（不需要做临床），2018 年底至 2019 年公司肝素制剂有望出口欧洲和美国。

第三，医疗服务：

“石家庄新华常山药业血液透析中心”已成为医保协议机构，公司与涿州华信中医医院签署协议，拟在涿州市设立血液透析中心，未来将在雄安新区推广肿瘤医院和血透中心建设，促进公司在医疗服务领域的进一步发展，公司未来还与 NantWorks 合作共建肿瘤医院。

结论：

我们预计 2017-2019 年归母净利润分别为 2.30 亿元、2.87 亿元、3.57 亿元，增长分别为 30.90%、25.08%、24.32%。EPS 分别为 0.25 元、0.31 元、0.38 元，对应 PE 分别为 34x，27x，22x。公司核心品种低分子肝素钙未来两年有望维持稳定增长，达肝素招标放量，原料药回暖趋势明显有望贡献业绩弹性，制剂出口 18 年底有望突破，未来 3-5 年看点颇多，包括创新药艾本那肽、国产伟哥西地那非、血透中心、肿瘤医院、肿瘤创新药、制剂出口，外延式发展也有一定预期。我们长期看好公司发展，维持“推荐”评级。

风险提示：

原料药价格波动，西地那非推广低于预期

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位:百万元					单位:百万元						
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
流动资产合计	1435	2105	2049	2450	2950	营业收入	916	1118	1385	1716	2106
货币资金	164	787	249	309	379	营业成本	304	395	472	568	690
应收账款	151	170	266	329	404	营业税金及附加	5	13	12	15	19
其他应收款	1	3	3	4	5	营业费用	299	368	456	578	710
预付款项	219	150	150	151	151	管理费用	104	116	157	195	240
存货	885	993	1280	1540	1873	财务费用	29	28	0	0	0
其他流动资产	1	2	28	28	28	资产减值损失	0.38	0.53	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	893	1027	871	817	761	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	5	5	5	5	投资净收益	0.00	1.41	0.00	0.00	0.00
固定资产	391	580	544	520	514	营业利润	174	199	288	360	447
无形资产	102	155	140	124	109	营业外收入	12.03	6.35	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	182	87	87	87	87	营业外支出	0.13	1.04	0.00	0.00	0.00
资产总计	2328	3132	2920	3267	3711	利润总额	186	204	288	360	447
流动负债合计	718	736	393	539	732	所得税	29	26	58	72	89
短期借款	570	541	93	204	354	净利润	157	178	230	288	358
应付账款	44	14	115	138	168	少数股东损益	0	3	0	0	0
预收款项	37	54	54	54	55	归属母公司净利润	156	175	230	287	357
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	329	410	340	414	503
非流动负债合计	39	106	56	56	56	BPS (元)	0.33	0.20	0.25	0.31	0.38
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	757	843	450	595	788	成长能力					
少数股东权益	58	61	61	61	62	营业收入增长	12.91%	22.10%	23.83%	23.88%	22.77%
实收资本(或股本)	471	935	935	935	935	营业利润增长	18.16%	14.11%	44.64%	25.04%	24.29%
资本公积	446	567	567	567	567	归属于母公司净利润	16.87%	12.28%	30.90%	25.08%	24.32%
未分配利润	530	664	744	845	970	获利能力					
归属母公司股东权	1514	2229	2409	2611	2861	毛利率(%)	66.80%	64.69%	65.92%	66.91%	67.22%
负债和所有者权益	2328	3132	2920	3267	3711	净利率(%)	17.10%	15.94%	16.62%	16.77%	16.98%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	12.90%	6.71%	5.60%	7.87%	8.80%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	10.33%	7.87%	9.53%	11.01%	12.49%
经营活动现金流	-38	172	-94	35	28	偿债能力					
净利润	157	178	230	288	358	资产负债率(%)	33%	27%	15%	18%	21%
折旧摊销	126	183	0	54	56	流动比率	2.00	2.86	5.21	4.55	4.03
财务费用	29	28	0	0	0	速动比率	0.77	1.51	1.95	1.69	1.47
应收账款减少	0	0	-96	-63	-75	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.42	0.41	0.46	0.55	0.60
投资活动现金流	-86	-429	104	0	0	应收账款周转率	6	7	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	34.78	38.58	21.49	13.54	13.73
长期股权投资减少	0	0	59	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.20	0.25	0.31	0.38
筹资活动现金流	42	598	-547	25	42	每股净现金流(最新)	-0.17	0.36	-0.57	0.06	0.08
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.21	2.38	2.58	2.79	3.06
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	283	464	0	0	0	P/E	25.52	42.10	34.27	27.40	22.04
资本公积增加	-279	121	0	0	0	P/B	2.62	3.53	3.27	3.02	2.75
现金净增加额	-82	341	-537	60	70	EV/EBITDA	13.27	18.58	22.70	18.77	15.59

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业首席分析师，小组组长。4年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球第1名组长，2015年新财富第7名团队核心成员，2015年水晶球第3名团队核心成员。北京大学药理学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。具有医药+经济、产业+资本多重背景，多年产业叠加资本工作经验，使其对医药行业运行有着更为深刻和接地气的认知，对行业整体有较为深入的研究和独到见解。

联系人简介

胡偌碧

医药生物行业分析师。2016年水晶球第1名团队核心成员。北京大学医学部分子药理学博士，和君商学院六届学子。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、医药国际化等投资机会。拥有博士级逻辑视角+接地气的研究+马不停蹄的勤奋，尤其对化学药、医药国际化有极其深入的研究和独到见解。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。