

2017年09月24日

常山药业 (300255.SZ)

与九州通签订西地那非独家代理合同，实现产品与渠道双重优势资源融合

事件：

公司近日发布公告：公司与九州通签订合作协议，内容如下：1) 待取得枸橼酸西地那非生产批件后，公司授予九州通在全国范围内独家销售枸橼酸西地那非片新增包装的代理权。2) 公司在中国大陆范围内将不再向九州通以外的任何企业或机构销售协议约定的产品。3) 九州通下属各子公司（含分支机构）运用其分销能力实现公司产品销售提升，完成约定的任务量，并在同类品种中主销公司产品，以扩大其市场份额。4) 公司根据九州通订货量实行订单制生产，九州通需提前 30 天向公司发出订单要求。

点评：

■与九州通签订独家代理合同，实现产品与渠道双重优势资源融合。

目前，公司的枸橼酸西地那非片已完成了药品生产现场检查，我们预计年底前将获得生产批件后上市。此前，由于公司主营产品低分子肝素制剂的销售渠道主要在医院市场，而公司在院外的零售市场的销售布局尚未有所涉足，因此公司 5 月份已公告成立了西地那非事业部负责产品上市前后的销售工作。此次合作中公司将充分利用九州通业内较强的分销以及药店覆盖能力，将公司产品迅速导入到市场以扩大市场份额，实现产品与渠道双重优势资源的融合。

■西地那非为重磅品种，上市后将成为公司新的增长极。西地那非原研药为辉瑞的“万艾可”，国内年销售额超过十亿元，为重磅品种。2014 年底广州白云山的西地那非首仿药“金戈”上市后迅速放量，2016 年报披露实现超 4 亿元收入，我们预计终端销售额过 10 亿元。公司产品预计于年底前上市，将成为继广州白云山、江苏亚邦后国内第三家生产厂商，公司有望凭借与九州通的深度合作实现产品的快速放量，为公司带来新的业绩增长极。

■投资建议：买入-A 投资评级，6 个月目标价 10.5 元。我们预计公司 2017 年-2019 年的净利润分别为 2.24 亿元、2.92 亿元、3.63 亿元，EPS 分别为 0.24、0.31、0.39 元，对应当前股价的 PE 分别为 37X/29X/23X；考虑到公司主营的肝素产品已进入价格上涨周期，随着各地环保政策趋严，行业景气度在相当长时间内保持高景气度，西地那非预计年底前上市带来新的业绩增长极，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 10.5 元，相当于 2018 年 34X 动态市盈率。

■风险提示：肝素价格波动；制剂海外认证不达预期；西地那非销售不达预期

公司快报

证券研究报告

生物医药

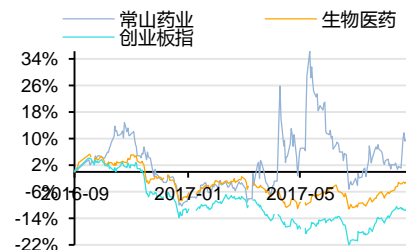
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**10.5 元**
股价 (2017-09-22) **8.92 元**

交易数据

总市值 (百万元)	8,339.90
流通市值 (百万元)	5,440.33
总股本 (百万股)	934.97
流通股本 (百万股)	609.90
12 个月价格区间	7.32/11.12 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.18	-5.61	22.95
绝对收益	6.44	-2.35	9.5

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006

cuiwl@essence.com.cn

010-83321412

孔令岩

报告联系人

kongly@essence.com.cn

相关报告

常山药业：常山药业公司

快报/周小刚

2017-04-16

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	916.0	1,118.4	1,256.4	1,523.2	1,805.8
净利润	156.3	175.5	224.3	292.0	363.1
每股收益(元)	0.17	0.19	0.24	0.31	0.39
每股净资产(元)	1.62	2.38	2.57	2.86	3.21
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	53.4	47.5	37.2	28.6	23.0
市净率(倍)	5.5	3.7	3.5	3.1	2.8
净利润率	17.1%	15.7%	17.8%	19.2%	20.1%
净资产收益率	10.3%	7.9%	9.3%	10.9%	12.1%
股息收益率	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
ROIC	11.4%	11.1%	12.1%	16.0%	14.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	916.0	1,118.4	1,256.4	1,523.2	1,805.8	成长性					
减:营业成本	304.1	394.9	360.7	431.2	501.1	营业收入增长率	12.9%	22.1%	12.3%	21.2%	18.6%
营业税费	5.0	13.1	15.1	18.3	21.7	营业利润增长率	18.2%	14.1%	26.2%	31.5%	25.6%
销售费用	299.1	367.9	445.2	537.1	632.8	净利润增长率	16.9%	12.3%	27.8%	30.2%	24.4%
管理费用	103.8	116.4	174.1	208.5	238.7	EBITDA 增长率	17.0%	12.1%	11.9%	22.5%	23.1%
财务费用	29.3	28.2	11.2	-1.3	-2.0	EBIT 增长率	17.4%	11.5%	15.4%	25.4%	25.5%
资产减值损失	0.4	0.5	-0.2	0.2	0.2	NOPLAT 增长率	15.4%	15.7%	15.0%	25.4%	25.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	18.8%	5.8%	-5.3%	35.5%	-15.0%
投资和汇兑收益	-	1.4	0.5	0.6	0.8	净资产增长率	10.1%	45.7%	7.8%	10.8%	12.3%
营业利润	174.3	198.9	250.9	329.8	414.3	利润率					
加:营业外净收支	11.9	5.3	8.9	8.7	7.6	毛利率	66.8%	64.7%	71.3%	71.7%	72.3%
利润总额	186.2	204.2	259.7	338.5	421.9	营业利润率	19.0%	17.8%	20.0%	21.7%	22.9%
减:所得税	29.5	25.9	33.8	44.0	54.8	净利润率	17.1%	15.7%	17.8%	19.2%	20.1%
净利润	156.3	175.5	224.3	292.0	363.1	EBITDA/营业收入	25.7%	23.6%	23.5%	23.7%	24.7%
						EBIT/营业收入	22.2%	20.3%	20.9%	21.6%	22.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	156	156	163	129	104
						流动资产周转天数	397	361	305	318	304
						流动营业资本周转天数	522	570	535	435	442
						应收账款周转天数	60	52	59	57	56
						存货周转天数	286	302	213	232	224
						总资产周转天数	859	879	827	671	633
						投资资本周转天数	646	591	526	497	446
						投资回报率					
						ROE	10.3%	7.9%	9.3%	10.9%	12.1%
						ROA	6.7%	5.7%	8.6%	9.7%	11.1%
						ROIC	11.4%	11.1%	12.1%	16.0%	14.8%
						费用率					
						销售费用率	32.7%	32.9%	35.4%	35.3%	35.0%
						管理费用率	11.3%	10.4%	13.9%	13.7%	13.2%
						财务费用率	3.2%	2.5%	0.9%	-0.1%	-0.1%
						三费/营业收入	47.2%	45.8%	50.2%	48.9%	48.1%
						偿债能力					
						资产负债率	32.5%	26.9%	6.6%	9.9%	7.5%
						负债权益比	48.2%	36.8%	7.0%	10.9%	8.1%
						流动比率	2.00	2.86	14.03	8.89	13.86
						速动比率	0.77	1.51	9.76	2.52	9.35
						利息保障倍数	6.95	8.05	23.45	-246.18	-201.72
						分红指标					
						DPS(元)	0.03	0.02	0.03	0.04	0.04
						分红比率	16.0%	8.0%	12.0%	12.0%	10.7%
						股息收益率	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	156.7	178.3	224.3	292.0	363.1	EPS(元)	0.17	0.19	0.24	0.31	0.39
加:折旧和摊销	31.9	36.9	33.2	33.2	33.2	BVPS(元)	1.62	2.38	2.57	2.86	3.21
资产减值准备	0.4	0.5	-	-	-	PE(X)	53.4	47.5	37.2	28.6	23.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.5	3.7	3.5	3.1	2.8
财务费用	32.0	28.9	11.2	-1.3	-2.0	P/FCF	-148.9	192.2	-38.5	-24.4	11.5
投资损失	-	-1.4	-0.5	-0.6	-0.8	P/S	9.1	7.5	6.6	5.5	4.6
少数股东损益	0.4	2.8	1.7	2.5	3.9	EV/EBITDA	36.2	26.7	26.1	22.4	16.6
营运资金的变动	-242.3	88.2	5.0	-658.0	344.4	CAGR(%)	23.4%	27.2%	18.9%	23.4%	27.2%
经营活动产生现金流量	-38.1	172.0	274.9	-332.2	741.8	PEG	2.3	1.7	2.0	1.2	0.8
投资活动产生现金流量	-85.6	-429.1	40.1	-6.0	-8.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	42.2	598.2	-598.5	-27.1	-27.9	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

崔文亮声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034