

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

制药：化学原料药

王军

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001
(8621) 2032 8310
jun.wang_sh@bocichina.com

焦阳

证券投资咨询业务证书编号：S130051209002
(8621)20328587
yang.jiao@bocichina.com

*寇嘉烨为本报告重要贡献者

常山药业调研纪要

近日我们调研了常山药业(300255.CH/人民币 13.28, 未有评级)，与公司董事长高树华先生、董秘张威女士就公司生产经营情况进行了交流，纪要如下：

1. 肝素产业链上游——猪小肠粘膜提取及肝素粗品生产

1) 猪小肠粘膜资源相对紧缺

中国年产猪约 6 亿头，50%猪小肠粘膜用来提取肝素；考虑到国内猪饲养高度分散，肠衣厂分布与产量也非常分散，因此该比例进一步提升空间有限；为此肝素生产企业加强与双汇、雨润等合作，谋求共赢。

2) 进口猪小肠有利于缓解上游资源紧缺状况

美国年产约 1 亿头猪，巴西年产数千万头猪，西班牙等地中海国家年产猪数量也很多，且这些国家猪小肠往往作为废物处理，因此进口成本甚至要低于国内采购成本。

由于国外对于卫生要求较高，因此前处理冲洗环节会损失很多肝素，一般国外猪小肠提取肝素收率约相当于国内的 80-82%。

3) 肝素粗品情况

肝素粗品采购约相当于肝素原料药成本的 95%。公司：1) 通过积极与西班牙等国家谈合作进口猪小肠；2) 利用河北猪饲养的区位优势；3) 建设粗品基地，部分依托代工；4) 更好的提取工艺取得更高的收率（收率约 92%，优于行业平均水平收率 85%），肝素原料药可实现更高的毛利率。

2. 肝素产业链中游——肝素钠原料药

1) 价格进一步下行压力有限

出口肝素钠原料药在 2010 年达到价格高点的约 11,000 美元/千克，后逐步回落至 2012 年初约 7,600 美元/千克，再至 2012 年底的约 7,000 美元/千克；同期肝素原料药上半年收入占比由 2011 年的 76% 下降到 2012 年上半年的 49%，毛利率由 30.11% 下降至 20.79%。对于部分国内肝素生产企业而言，目前价格已几乎赔钱，因此判断价格进一步下行的压力有限。

内销肝素钠原料药价格变动与出口价格变动区间与趋势相仿，内销价格微高，同时国内市场反应略慢。

欧美市场低分子肝素制剂价格较高，美国低分子肝素钙针剂约 20-30 美金/支，目前原料成本占比不超过 5%，上游肝素生产企业尚有一些议价空间。

2) 肝素库存情况

因肝素生产及使用限制，经销商库存较少。

3) 肝素销售的季节性

与大多数行业一样，受春节影响1季度是淡季；受国外下游行业员工暑期影响，通常3季度也是肝素出口淡季；4季度是国内肝素销售旺季，通常原料药及制剂占全年销售额的1/3左右，因通常受天气影响4季度病患较多，医院也偏好在4季度存货。

4) 国内肝素出口市场竞争格局

以市场份额计，海普瑞(002399.CH/人民币 19.28, 未有评级)第一，南京健友第二，布局肝素出口较早的千红制药(002550.CH/人民币 24.43, 未有评级)第三，公司与东诚生化(002675.CH/人民币 23.96, 未有评级)相仿。但须注意不同公司出口品种存在差别，如海普瑞供应赛诺菲的以肝素粗品加工后的肝素中间体为主，而公司出口的则以肝素中间体再加工得到的注射用肝素（相当于肝素制剂的原料药）为主；至于再下游的低分子肝素出口业务，目前供应方仅有山东东营及公司等少数厂家。

5) 客户偏好

客户有一定粘性，如海普瑞供应赛诺菲（伊诺肝素制剂原研厂家）和Abb，南京健友供应辉瑞（达肝素制剂原研厂家）；但并不绝对。国内肝素供应商供应价格与质量相仿，粘性体现在销售业务的积累以及供应能力方面；如果产能可以销售跟进，大客户同样可能分给其他生产厂家份额。

受赛诺菲伊诺肝素专利2012年到期影响，客户集中度正在降低；总体市场在扩容，但也可能像化学药一样出现短期内制剂价格暴跌的现象。

赛诺菲超低分子肝素制剂并未被FDA接受，因此短期不会冲击市场格局。

6) 客户竞争格局

2012年赛诺菲伊诺肝素销售额占全球伊诺肝素销售额的80%；而伊诺肝素销售额又占所有肝素制剂销售额的50%。预计赛诺菲一家独大的局面将随着其伊诺肝素原研专利到期产生变化。

全球三大肝素制剂，伊诺肝素、那曲肝素与达肝素各有利弊，质量相仿；但须注意欧美医生在肝素制剂品种使用方面具有很强的粘性，轻易不会使用他种肝素制剂。因此预期市场格局不会发生骤变。

7) 公司原料药产能

目前产能约0.85万亿单位，近5万亿单位肝素原料药新产能与2,000公斤低分子肝素原料药新产能预计将于2013年8月投产。

公司肝素原料药除自给部分外，出口约占50-60%。

3. 肝素产业链下游——肝素制剂：低分子肝素钙

1) 销售量

2011年680万支，其中河北占1/5。

2) 销售价格

各省中标价稳定在50元左右（河北高一些），享受自主定价。

3) 产能

目前1,600万支/年，2,000万支/年新产能2013年中试，预计2014年底投产。

4) 市场竞争格局

主要竞争对手为 GSK 生产的那曲肝素钙（商品名速碧林），约占据 60% 市场份额；我们预计公司占据约 20% 市场份额。此外红日药业(300026.CH/人民币 39.45, 买入)、兆科药业等多家国内生产企业拥有批文，其中公司与兆科药业（约 10% 的市场份额）享受单独定价，但公司水针剂型要优于兆科药业的粉针剂型，粉针剂型难于溶解，临床操作难度较大。

5) 伊诺肝素原料药及制剂批文申请进度

药审中心已经发补，目前最乐观预期是今年上半年获批。千红药业和海普瑞同类品种申请时间进度与公司相仿。

4.透明质酸

1) 产能

目前产能约 1,000 公斤/年。

2) 快速发展尚需等待

透明质酸在化妆品等日化领域用途极广，公司产品质量得到国际专家称道。但目前公司仍决定将有限精力投入到肝素发展领域，透明质酸业务快速发展尚需等待。

5.DAC 修饰平台及合作

- 1) 2012 年 11 月公司与 ConjuChem LLC 合作，对于重组艾塞那肽白蛋白耦合物，国内须重复国外临床 I II 期临床试验结果，并在国内开展相对国外成本更低的临床 III 期试验，预计上市尚需 5-6 年时间。
- 2) 存在其他后续在研合作产品。

6.销售情况

考虑政策调整及公司利益，2012 年起营销方式由代理变为自营，至 2013 年自营比例可达接近 100%。受营销方式变化影响，低分子肝素钙注射液的毛利率由 2011 年的 49% 大幅提升到 2012 年上半年的 79% 销售费用率由 2011 年的 2.59% 大幅提高到 2012 年上半年的 18.13%，但净利率波动极小。

7.折旧情况

厂房折旧相对有限，预计 13 年新增折旧 300 万左右，14 年预计折旧约 1,000 万。

8.常州分公司情况

- 1) 主要产品包括那曲肝素钠、达替肝素钠、依诺肝素钠、普通肝素钠和两个化学药。
- 2) 等待生产批文文号转移，预计 13 年可以变更完毕。

9.正定行政区划变更及未来定位影响

- 1) 正定已由原来的正定县化为石家庄市的正定区，但不可能成为独立的城市。

2) 正定及石家庄未来规划成为低碳市区,但暂时未见对区内工业企业影响。

我们认为,常山药业的主要业务低分子肝素钙销售(2012中报收入占比48.20%,毛利占比77.7%,毛利率79.40%)与注射用肝素钠原料药销售(2012中报收入占比45.60%,毛利占比19.2%,毛利率20.79%)皆存在看点。肝素钠原料药价格下行压力有限,但市场份额随着仿制药上市将得到扩容,公司成本更低,该项业务随着新产能到位弹性将迅速放大;公司低分子肝素钙产品在发改委此轮药品降价中未受负面影响,有望继续通过进口替代获得超越行业平均增速(20-25%)的快速增长,我们看好公司发展前景,建议投资者关注。

图表 1. 投资摘要 (市场一致预期)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	466.72	423.48	547.91	700.20	882.51
变动(%)	83.93	(9.26)	29.38	27.79	26.04
归属母公司的股东净利润(百万元)	60.19	70.80	89.07	112.26	146.80
变动(%)	65.52	17.63	25.81	26.03	30.77
每股收益(元)	0.745	0.657	0.473	0.596	0.779
市盈率(倍)	18.47	20.94	29.09	23.08	17.65
每股经营现金流(元)	0.360	0.160	(0.180)	0.214	0.646

资料来源: 公司数据及万得资讯

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371