

评级：强烈推荐（维持）

化学制药

公司事件点评

## 证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003  
 研究助理 阳来军 S1080111070012  
 电话：0755-83024122  
 邮件：yanglaijun@fcsc.cn

## 交易数据

上一日交易日股价(元)	14.87
总市值(百万元)	2,802
流通股本(百万股)	96
流通股比率(%)	51.16

## 资产负债表摘要(09/12)

股东权益(百万元)	1,054
每股净资产(元)	5.60
市净率(倍)	2.66
资产负债率(%)	21.55

## 公司与沪深300指数比较



## 相关报告

2012-12-25: 抗凝血专科药领域的三好生。

## 常山药业(300255)

### ——肝素原料药通过FDA认证，如蛟龙入大海

**事件：**公司2013年1月23日收到美国食品药品管理局(FDA)的现场审计报告(EIR)，公司向美国FDA递交的肝素钠原料药的所有资料得到了FDA的认可，获准在美国市场销售。

#### 点评：

我们认为公司在肝素领域拥有多项技术优势，技术实力一流。此次肝素原料药获得FDA认证，将有力拓宽公司肝素原料的销售区域，为今年8月份投产的3万亿肝素原料药产能找到更多市场，保障公司的业绩增长(目前认证的为老厂区)。

- **公司产品的国际认证情况：**

(1) 欧洲：肝素原料药获得《欧洲药典》适用性证书(CEP)，法国药物管理局的《药品GMP证书》，产品可在欧盟全部国家进行销售；

(2) 美国：肝素原料药通过FDA的现场审计报告(EIR)；

(3) 日本：达肝素钠原料药通过日本GMP认证；

(3) 非规范市场：获白俄罗斯、印度的肝素钠原料药注册证。

- **公司肝素原料药的产能和销量情况：**公司目前肝素原料药产能1.3万亿单位，约一半供应国内，一半出口，预计2012年贡献收入2.5亿人民币。公司募投项目的3万亿单位肝素原料药产能2013年8月投入使用。

- **肝素原料药行业见底：**我们认为，从技术、资金、法规和资源属性而言，肝素原料药产业已属于垄断竞争行业，行业将保持20%-35%的中等毛利水平。2012年上半年公司肝素原料药毛利率仅为20%，我们认为已经见底。

- **维持“强烈推荐”评级：**我们认为未来三年公司受益于低分子肝素钙制剂扩容驱动和原料药产能释放，加之实施股权激励，公司业绩高增长可期。我们预计公司2012-2014年净利润增速分别为25%、32%和36%，EPS分别为0.48、0.64和0.87元/股，当前股价对应的PE为31、23、17倍。



- 风险提示：肝素原料药行业竞争加剧、新型抗凝药蚕食肝素类抗凝药市场。

主要财务指标(百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	423	577	748	939
收入同比(%)	-9%	36%	30%	26%
归属母公司净利润	71	89	117	160
净利润同比(%)	18%	25%	32%	36%
毛利率(%)	33.4%	49.1%	50.5%	52.1%
ROE(%)	7.2%	8.4%	10.2%	12.5%
每股收益(元)	0.39	0.48	0.64	0.87
P/E	38.5	30.7	23.3	17.1
P/B	2.76	2.59	2.37	2.13
EV/EBITDA	23	22	16	11



## 盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	1047	1081	1018	1118	<b>营业收入</b>	423	577	748	939
现金	742	723	568	570	营业成本	282	294	370	450
应收账款	42	57	74	93	营业税金及附加	3	4	5	6
其他应收款	17	23	30	37	营业费用	11	119	153	197
预付账款	54	56	70	85	管理费用	36	66	91	105
存货	173	180	227	275	财务费用	14	-4	-2	-0
其他流动资产	20	43	50	57	资产减值损失	0	1	1	1
<b>非流动资产</b>	139	172	332	364	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	61	75	233	282	<b>营业利润</b>	77	98	131	181
无形资产	56	53	51	48	营业外收入	6	6	6	6
其他非流动资产	22	44	48	34	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	1186	1254	1350	1483	<b>利润总额</b>	83	104	137	187
<b>流动负债</b>	182	183	184	186	所得税	12	15	20	27
短期借款	159	159	159	159	<b>净利润</b>	71	89	117	160
应付账款	4	4	5	6	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	20	20	21	21	<b>归属母公司净利润</b>	71	89	117	160
<b>非流动负债</b>	16	16	16	16	EBITDA	97	99	139	196
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.66	0.48	0.64	0.87
其他非流动负债	16	16	16	16					
<b>负债合计</b>	199	199	201	202					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	108	183	183	183					
资本公积	731	656	656	656					
留存收益	148	216	311	441					
归属母公司股东权益	987	1055	1150	1280					
<b>负债和股东权益</b>	1186	1254	1350	1483					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	17	55	39	80	<b>成长能力</b>				
净利润	71	89	117	160	营业收入	-9.3%	36.1%	29.7%	25.6%
折旧摊销	6	5	10	16	营业利润	13.8%	27.2%	34.1%	37.9%
财务费用	14	-4	-2	-0	归属母公司净利润	17.6%	25.3%	32.2%	36.3%
投资损失	0	0	0	0	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-74	-36	-91	-97	毛利率 (%)	33.4%	49.1%	50.5%	52.1%
其他经营现金流	0	1	5	2	净利率 (%)	16.7%	15.4%	15.7%	17.0%
<b>投资活动现金流</b>	-29	-56	-174	-49	ROE(%)	7.2%	8.4%	10.2%	12.5%
资本支出	30	40	175	50	ROIC(%)	18.8%	16.7%	15.2%	18.0%
长期投资	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	2	-16	1	1	资产负债率 (%)	16.8%	15.9%	14.9%	13.6%
<b>筹资活动现金流</b>	664	-18	-20	-29	净负债比率 (%)	79.74%	79.53%	78.96%	78.36%
短期借款	-16	0	0	0	流动比率	5.74	5.91	5.52	6.01
长期借款	0	0	0	0	速动比率	4.79	4.93	4.29	4.53
普通股增加	27	75	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	670	-75	0	0	总资产周转率	0.52	0.47	0.57	0.66
其他筹资现金流	-17	-18	-20	-29	应收账款周转率	11	12	11	11
<b>现金净增加额</b>	652	-19	-155	2	应付账款周转率	37.48	74.03	80.94	79.65
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.39	0.48	0.64	0.87
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	0.30	0.21	0.44
					每股净资产(最新摊薄)	5.39	5.75	6.27	6.98
					<b>估值比率</b>				
					P/E	38.51	30.73	23.25	17.06
					P/B	2.76	2.59	2.37	2.13
					EV/EBITDA	23	22	16	11

数据来源：第一创业研究所、公司公告



## 免责声明：

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

## 投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	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

## 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层  
TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718  
P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层  
TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777  
P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号  
TEL:021-68551658 FAX:021-68551281  
P.R.China:200135