

评级：强烈推荐（维持）

化学制药

公司年报点评

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

常山药业(300255)

——低分子肝素钙制剂增长超预期，未来可期

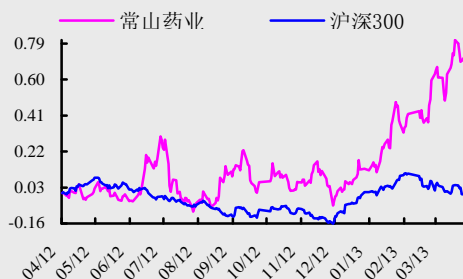
交易数据

上一日交易日股价（元）	19.28
总市值（百万元）	3,633
流通股本（百万股）	96
流通股比率（%）	51.16

资产负债表摘要（12/12）

股东权益（百万元）	1,100
每股净资产（元）	5.84
市净率（倍）	3.30
资产负债率（%）	20.64

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。
 2013-01-25: 肝素原料药通过 FDA 认证,如蛟龙入大海。
 2013-02-27: 业绩超预期,未来更看好。

事件:

公司 4 月 2 日发布 2012 年财务报告:营业收入同比增加 35.91% 至 5.75 亿元,营业利润同比增加 38.20% 至 1.06 亿元,利润总额同比增加 35.17% 至 1.11 亿元,归属上市股东的净利润同比增加 39.96% 至 9909 万元,每股收益 0.54 元。

公司年报披露 2013 一季度业绩预告:归属上市股东的净利润预计比去年同期增加 5%-30%,去年同期为 1915 万元。

同时,公司披露 2012 年业绩分配预案:每 10 股派 1.0 元(含税)。

卫生部 3 月 15 日公布的 2012 版《国家基本药物目录》,公司的低分子肝素产品入选。

点评:

● **低分子肝素钙制剂增长超预期,起点仍低、未来可期:** 期内公司水针制剂增加 39.47% 至 962 万支,超出我们预计的 30% 增长。目前公司产品在低分子肝素钙制剂领域金额占比约 20%,刚好处于起步加速阶段,依然有很大的提升空间。我们预计未来 3 年公司低分子肝素钙制剂有望保持 30% 以上的增速。

● **“低分子肝素技术+医院制剂”双壁垒:** 低分子肝素在全球范围内都是有门槛技术领域,生产厂家少,竞争相对缓和。我们认为公司的低分子肝素钙、依诺肝素、达肝素技术在国内领先,达到国际水平,未来相关原料药的出口将是公司业绩增长点。

另外,在国内医院制剂领域,公司凭借低分子肝素钙的优质优价已经初步建立了品牌和营销渠道,成为国内龙头。我们预计年内公司可获得那屈肝素和达肝素的制剂生产批文,将进一步加强公司在抗凝血专科药领域的龙头地位。

● **“低分子肝素”进基药,中性偏利好:** 低分子肝素“注射液”剂型入选新版基药,包括钙盐和钠盐。我们认为低分子肝素属于术中和术后用药,市场基本在二、三级医院,入选基药并不会带来基层医院的需求放量;而公司产品万脉舒享受优质优价,主要市场在三级医院,因此我们认为对公司属于中性。我们预计常州子公司今年将获得普通低分子肝素钙注射液的批文,定位中高低



端，目标是拓展县级及基层等市场，因此低分子肝素进基药利好公司。

- **维持“强烈推荐”评级：**我们预计公司 2013-2015 年净利润增速分别为 30%、34%和 31%，EPS 分别为 0.68 元、0.92 元和 1.20 元/股，当前股价对应的 PE 为 28、21、16 倍。我们认为公司是抗凝血专科药领域的龙头，驱动业绩增长的三驾马车刚启动，维持“强烈推荐”评级。
- **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)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	576	789	1015	1284
收入同比(%)	36%	37%	29%	26%
归属母公司净利润	99	129	173	226
净利润同比(%)	40%	30%	34%	31%
毛利率(%)	49.3%	50.2%	50.9%	52.2%
ROE(%)	9.0%	10.5%	12.6%	14.6%
每股收益(元)	0.53	0.68	0.92	1.20
P/E	36.7	28.2	21.0	16.1
P/B	3.30	2.96	2.65	2.34
EV/EBITDA	28	21	15	11

数据来源：公司公告、第一创业研究所



盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1119	1212	1314	1551	营业收入	576	789	1015	1284
现金	540	411	300	300	营业成本	292	393	499	614
应收账款	108	148	190	241	营业税金及附加	3	4	5	7
其他应收款	11	15	19	24	营业费用	115	158	206	268
预付账款	144	194	246	302	管理费用	54	83	98	120
存货	308	415	527	649	财务费用	3	4	10	17
其他流动资产	9	29	32	35	资产减值损失	2	1	2	2
非流动资产	299	343	510	542	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	113	143	307	350	营业利润	106	144	196	257
无形资产	74	90	106	121	营业外收入	6	6	6	6
其他非流动资产	112	109	97	71	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1418	1554	1823	2093	利润总额	112	150	201	263
流动负债	273	280	408	496	所得税	13	21	28	37
短期借款	225	225	345	424	净利润	99	129	173	226
应付账款	4	6	7	9	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
其他流动负债	44	50	56	63	归属母公司净利润	99	129	173	226
非流动负债	20	20	20	20	EBITDA	121	162	229	309
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.53	0.68	0.92	1.20
其他非流动负债	20	20	20	20					
负债合计	293	300	428	515	主要财务比率				
少数股东权益	26	26	26	26	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	188	188	188	188	成长能力				
资本公积	685	685	685	685	营业收入	35.9%	37.0%	28.8%	26.5%
留存收益	226	355	496	679	营业利润	38.2%	36.0%	35.5%	31.4%
归属母公司股东权益	1100	1229	1370	1552	归属于母公司净利润	40.0%	30.2%	34.2%	30.6%
负债和股东权益	1418	1554	1823	2093	获利能力				
					毛利率 (%)	49.3%	50.2%	50.9%	52.2%
现金流量表					净利率 (%)	17.2%	16.4%	17.1%	17.6%
单位: 百万元					ROE (%)	9.0%	10.5%	12.6%	14.6%
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	ROIC (%)	11.8%	12.0%	12.4%	13.9%
经营活动现金流	-71	-49	4	50	偿债能力				
净利润	99	129	173	226	资产负债率 (%)	20.6%	19.3%	23.5%	24.6%
折旧摊销	12	14	24	35	净负债比率 (%)	76.68%	74.86%	80.62%	82.19%
财务费用	3	4	10	17	流动比率	4.10	4.33	3.22	3.13
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.97	2.84	1.93	1.82
营运资金变动	-192	-197	-207	-230	营运能力				
其他经营现金流	8	2	4	2	总资产周转率	0.44	0.53	0.60	0.66
投资活动现金流	-193	-76	-193	-68	应收账款周转率	8	6	6	6
资本支出	125	40	175	50	应付账款周转率	71.60	78.60	76.59	75.56
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-67	-36	-18	-18	每股收益 (最新摊薄)	0.53	0.68	0.92	1.20
筹资活动现金流	61	-4	78	18	每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.37	-0.26	0.02	0.27
短期借款	66	0	121	78	每股净资产 (最新摊薄)	5.84	6.52	7.27	8.24
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	81	0	0	0	P/E	36.66	28.15	20.97	16.07
资本公积增加	-46	0	0	0	P/B	3.30	2.96	2.65	2.34
其他筹资现金流	-40	-4	-42	-60	EV/EBITDA	28	21	15	11
现金净增加额	-202	-128	-111	0					

数据来源: 公司公告、第一创业研究所



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。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。

本报告可能在今后的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