

常山药业 (300255.SZ) 生物技术行业

评级：增持 维持评级

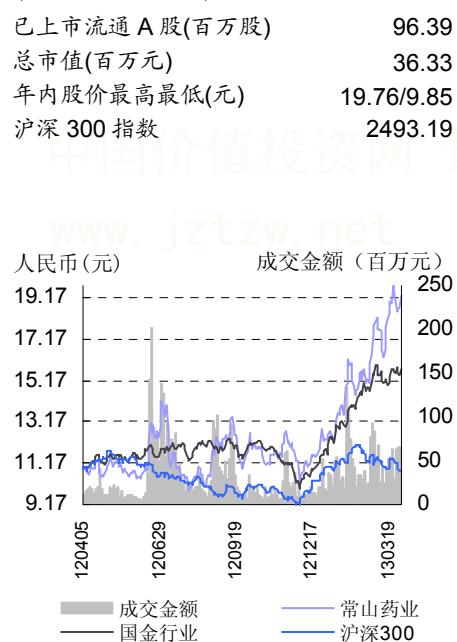
业绩点评

市价（人民币）：19.28元

年报业绩高增长，激励费用影响短期增长；

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)



公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.656	0.526	0.700	1.052	1.473
每股净资产(元)	9.16	5.84	4.88	5.52	6.55
每股经营性现金流(元)	0.16	-0.37	0.38	0.48	0.58
市盈率(倍)	27.57	23.47	27.56	18.33	13.09
行业优化市盈率(倍)	24.42	33.55	44.41	44.41	44.41
净利润增长率(%)	17.63%	39.96%	33.03%	50.32%	40.05%
净资产收益率(%)	7.17%	9.01%	10.05%	13.34%	15.74%
总股本(百万股)	107.85	188.42	188.42	188.42	188.42

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 常山药业 2012 年实现营业收入 5.76 亿元，同比增长 35.9%；实现归属于上市公司股东的净利润 9909 万元，同比增长 39.96%；实现每股 EPS 0.54 元，符合我们的预期。

经营分析

- **低分子肝素钙注射液高增长：**公司低分子肝素钙注射液实现收入 2.9 亿元，同比增长 233.15%，主要由于销售结算方式的改变，实际销量增长 37.1%，市场份额进一步扩大。
- **肝素钠原料药受到出口价格影响：**公司肝素钠原料药销量同比增长 10.8%，然而由于价格下跌全年实现收入 2.84 亿元，同比下降 15.58%；毛利率 18.18%，较上年同期下降 11.11 个 PP。我们预计今年肝素钠原料药的价格将趋于稳定，公司肝素钠原料药获得美国 FDA 认证，将新增美国出口市场，从而带动量的较快增长。同时，高端毛利品种伊诺肝素、达肝素等迅速放量，为肝素钠原料药板块的成长提供新的动力。
- **公司四季度业绩增速大幅提升：**主要受益于收购常州泰康制药四季度扭亏，前期子公司亏损对所得税费用的抵扣，以及高毛利的低分子肝素钙制剂业务放量对业绩的拉动。今年公司低分子肝素钙制剂所需原料药将全部由常州子公司提供，将提升制剂业务毛利 3-4 个 PP，但由于原材料库存的内部抵扣滞后，该部分增厚将在 2 季度开始体现。
- **股权激励费用压低业绩增速：**公司预告一季度利润增速 5%-30%，低于市场预期。主要由于公司今年计提股权激励费用 1300 万元，其中一季度计提 325 万元，影响利润增速约 15 个 PP；非经常性损益较上年下降 50%，影响利润增速 3 个 PP。剔除这些因素，公司主业增速应在 23%-48% 之间。

盈利调整

- 我们维持公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.70 元、1.05、1.47 元，同比增长 33%，50%，40%（考虑股权激励费用计提），公司今年受到股权激励费用计提的影响，利润增速慢于收入增速，但未来三年公司发展路径明确，维持“增持”评级。
- 风险：肝素钠原料药价格继续下滑、美国出口不达预期。

相关报告

1. 《肝素产业链整合者，制剂业务潜力大》，2013.3.22

燕智

联系人
(8621)60870946
yanz@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号：S1130511030026

(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺

分析师 SAC 执业编号：S1130511030028

(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	3	4	4
增持	0	2	3	5	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.63	1.59	1.61

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
2013-03-22	增持	19.76	20.00 ~ 22.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 6793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net