



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：化学成药

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) 2032 8587
yang.jiao@bocichina.com

*寇嘉桦为本报告重要贡献者

常山药业一季报点评

常山药业(300255.CH/人民币 18.94, 未有评级)披露 2013 年 1 季报, 报告期公司实现销售收入 1.60 亿元, 同比增长 36.61%; 实现归属于母公司净利润 2,147.07 万元, 同比增长 12.08%, 符合我们预期。报告期公司净利润增速低于收入增速的主要原因是 2013 年公司计提股权激励费用 1,300 万元, 其中 1 季度计提 325 万元, 影响表观盈利水平。

报告期公司综合毛利率为 46.94%, 受益于原料药价格回落与固定成本摊低, 同比大幅增长。报告期公司销售费用率 18.32%, 相较 2012 年水平回落 1.66 个百分点; 公司管理费用率 11.30%, 同比基本持平, 剔除股权激励费用影响, 实际管理费用率水平大幅降低, 我们认为这体现了公司良好的管理水平。

从产品来看, 公司肝素系列水针制剂继续保持较高增长速度, 1 季度销售 239 万支, 同比增长 42%。我们预计公司核心品种低分子肝素钙注射液同比增幅在 40% 以上, 全年销售量有望达到或超过 1,300 万支。公司低分子肝素钙目前仅覆盖约 30% 的三级医院, 渗透率仍然较低; 草根调研显示, 内科、血透等应用提升将为低分子肝素制剂贡献新的行业性增量; 公司品种在河北、山东等省区销量较好, 预计未来 2 年将加强北上广等一线城市推广力度。就目前中标情况看, 公司低分子肝素钙中标价格稳定, 我们预计其凭借质量优势获得的单独定价资格有望在后续招标中得以延续。考虑到各省基药重新招标在时间上较此前预期至少延后 1-2 个季度, 我们预计 13 年制剂价格风险将非常有限。

报告期肝素原料药销量为 3,006 亿单位, 在行业性销量同比下滑的趋势下逆势同比增长 11%。从海关数据来看, 2013 年 1 季度肝素原料药出口单价同比下滑约 10%, 但环比已经企稳。国内销售价格与海关出口价格相近, 但存在一定程度的变动滞后。我们预计 2013 年肝素原料药价格或有小幅回升空间。报告期公司已获得美国 FDA 认证和德国 GMP 证书, 实现出口北美欧洲新增市场可能; 考虑到 18 个月左右的考核期, 我们预计新增市场出口有望从 2014 年 2 季度贡献业绩增长。

公司原料药新增产能 13 年底有望投产, 制剂产能实现投产也有望早于预期, 原料药与制剂产能充分支持公司未来 2-3 年的业绩增长。公司新增原料药和制剂不同品种及规格申请进展顺利, 透明质酸部分产能释放与西地那非申请也按部就班进展, 与我们预计这些都将在未来 2 年为公司贡献业绩增量。

公司是 A 股上市的肝素生产企业中唯一打通整条产业链的企业, 在抵御行业性风险能力与业绩增长确定性方面远优于其他肝素类上市公司。我们预计公司业绩复合增长率将达 35%, 尽管弹性相对有限, 但胜在业绩稳定可持续且确定性强。目前股价相当于公司 2013 年业绩的 28 倍, 我们建议投资者积极关注。

图表 1.2013 年 1 季度业绩摘要:

(人民币, 百万)	2012 年 1 季度	2013 年 1 季度	同比(%)
营业收入	117.46	160.46	36.61
营业成本	69.45	85.13	22.58
毛利润	48.01	75.33	56.90
营业税金及附加	0.73	0.99	35.62
管理费用	13.86	18.13	30.81
销售费用	12.23	29.40	140.39
经营利润	21.19	26.81	26.52
资产减值	0.55	0.21	(61.82)
财务费用	0.17	2.40	1311.76
营业外收入	1.42	0.71	(50.00)
营业外支出	0.00	0.01	--
税前利润	21.89	24.90	13.75
所得税	2.73	4.05	48.35
归属于母公司的净利润	19.16	21.47	12.08
基本每股收益(元)	0.10	0.11	
毛利率(%)	40.87	46.94	
净利率(%)	16.31	13.00	

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

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 个月内在上下 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士，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。所有本报告期内使用的商标、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