

评级：强烈推荐（维持）

化学制药

公司季报点评

## 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.com

## 交易数据

上一日交易日股价（元）	18.94
总市值（百万元）	3,569
流通股本（百万股）	93
流通股比率（%）	49.50

## 资产负债表摘要 (03/13)

股东权益（百万元）	1,124
每股净资产（元）	5.97
市净率（倍）	3.17
资产负债率（%）	22.85

## 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。  
 2013-04-02: 低分子肝素钙制剂增长超预期, 未来可期。

## 常山药业(300255)

### ——收入增长良好, 业绩略低于预期

#### 事件:

公司 4 月 25 日发布 2013 年一季报: 营业收入同比增加 36.61% 至 1.60 亿元, 营业利润同比增加 18.24% 至 2420 万元, 利润总额同比增加 13.37% 至 2490 万元, 归属上市股东的净利润同比增加 12.08% 至 2147 万元, 每股收益 0.11 元。

#### 点评:

- **主营业务收入增长良好:** 期内公司水针制剂销量增加 42.22% 至 239 万支, 普通肝素原料药销量增加 11.69% 至 3006 以单位。低分子肝素钙制剂 (占水针制剂绝大部分) 销售良好, 我们保守预计全年增长 35%。

我们看好国内低分子肝素领域的增长, 并认为公司在该领域最具潜力。我们预计公司今年将获批依诺肝素制剂和达肝素制剂两个新品种, 现有品种低分子肝素钙制剂处于起步加速阶段, 有较大提升空间。我们预计未来 3 年公司低分子肝素制剂系列有望保持 30% 以上的增速。

- **业绩略低预期:** 公司销售毛利率由去年同期 40.9% 上升至 46.9%, 主要由于去年同期低分子肝素钙开始调整销售方式。净利润增速 12.08%, 低于收入增速的 36.61%。我们测算利润增速慢于收入主要是因为增加股权激励摊销费用约 340 万、财务费用增加约 220 万等影响, 我们估算还原后净利润同比增加约 45-50%。
- **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 31%、34% 和 30%, EPS 分别为 0.69 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, 未来有“医院低钙制剂+低分子肝素原料出口+普通肝素扩产”三驾马车驱动业绩增长, 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	794	1022	1293
收入同比(%)	36%	38%	29%	27%
归属母公司净利润	99	129	173	226
净利润同比(%)	40%	31%	34%	30%
毛利率(%)	49.3%	50.0%	50.7%	52.0%
ROE(%)	9.0%	10.5%	12.7%	14.6%
每股收益(元)	0.53	0.69	0.92	1.20
P/E	36.0	27.6	20.6	15.8
P/B	3.25	2.90	2.60	2.30
EV/EBITDA	27	20	14	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					
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	1119	1212	1323	1563	<b>营业收入</b>	576	794	1022	1293
现金	540	405	300	300	营业成本	292	397	504	621
应收账款	108	149	191	242	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	159	206	268
预付账款	144	195	248	306	管理费用	54	84	98	121
存货	308	419	532	655	财务费用	3	4	10	18
其他流动资产	9	29	32	35	资产减值损失	2	1	2	2
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	106	145	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
<b>资产总计</b>	1418	1555	1832	2105	<b>利润总额</b>	112	150	202	263
<b>流动负债</b>	273	280	417	507	所得税	13	21	28	37
短期借款	225	225	353	434	<b>净利润</b>	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	<b>归属于母公司净利润</b>	99	129	173	226
<b>非流动负债</b>	20	20	20	20	EBITDA	121	163	230	310
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.53	0.69	0.92	1.20
其他非流动负债	20	20	20	20					
<b>负债合计</b>	293	300	436	526					
少数股东权益	26	26	26	26					
股本	188	188	188	188					
资本公积	685	685	685	685					
留存收益	226	355	496	679					
归属于母公司股东权益	1100	1229	1370	1553					
<b>负债和股东权益</b>	1418	1555	1832	2105					
<b>现金流量表</b>									
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	<b>主要财务比率</b>				
<b>经营活动现金流</b>	-71	-55	2	48	<b>会计年度</b>	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	99	129	173	226	<b>成长能力</b>				
折旧摊销	12	14	24	35	营业收入	35.9%	37.9%	28.8%	26.5%
财务费用	3	4	10	18	营业利润	38.2%	36.4%	35.4%	31.3%
投资损失	0	0	0	0	归属于母公司净利润	40.0%	30.6%	34.1%	30.5%
营运资金变动	-192	-204	-209	-233	<b>盈利能力</b>				
其他经营活动现金流	8	2	4	2	毛利率 (%)	49.3%	50.0%	50.7%	52.0%
<b>投资活动现金流</b>	-193	-76	-193	-68	净利率 (%)	17.2%	16.3%	17.0%	17.5%
资本支出	125	40	175	50	ROE (%)	9.0%	10.5%	12.7%	14.6%
长期投资	0	0	0	0	ROIC (%)	11.8%	12.0%	12.3%	13.9%
其他投资现金流	-67	-36	-18	-18	<b>偿债能力</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	61	-4	86	20	资产负债率 (%)	20.6%	19.3%	23.8%	25.0%
短期借款	66	0	129	81	净负债比率 (%)	76.68%	74.81%	80.94%	82.51%
长期借款	0	0	0	0	流动比率	4.10	4.32	3.17	3.08
普通股增加	81	0	0	0	速动比率	2.97	2.83	1.90	1.79
资本公积增加	-46	0	0	0	<b>营运能力</b>				
其他筹资现金流	-40	-4	-43	-61	总资产周转率	0.44	0.53	0.60	0.66
<b>现金净增加额</b>	-202	-135	-105	0	应收账款周转率	8	6	6	6
					应付账款周转率	71.60	78.91	76.59	75.58
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.53	0.69	0.92	1.20
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.37	-0.29	0.01	0.26
					每股净资产(最新摊薄)	5.84	6.52	7.27	8.24
					<b>估值比率</b>				
					P/E	36.01	27.58	20.57	15.77
					P/B	3.25	2.90	2.60	2.30
					EV/EBITDA	27	20	14	11

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](http://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