

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 阳来军 S1080513060003
 电 话：0755-83024122
 邮 件：yanglaijun@fcsc.com

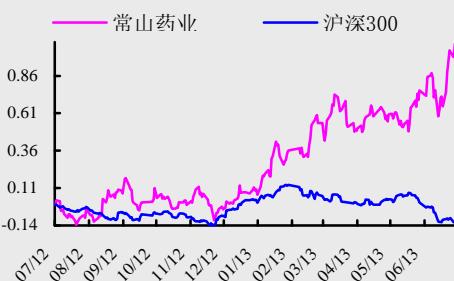
交易数据

上一日交易日股价（元）	24.6
总市值（百万元）	4,635
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）	4.12
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。
 2013-04-25: 收入增长良好,业绩略低于预期。

常山药业(300255)

——中报业绩平稳增长，万脉舒占有率提升

事件：

公司7月11日发布2013年中报业绩预告：预计归属上市公司股东净利润同比增加10%-35%，至5047-6194万元，对应每股EPS为0.27-0.33元。

点评：

- 经营业绩平稳增长：**公司业绩符合我们预期。我们预计公司上半年收入同比增加约30%-40%（3.1-3.4亿元）。公司肝素类制剂与原料药收入占比约各50%，我们预计均实现了30%-40%的增长，其中肝素类制剂收入增加主要受益于市场扩容和公司推广导致的销量增加；肝素类原料药收入上升则受销售价格上涨驱动，但同期肝素粗品价格亦有所上涨。

我们预计净利润同比增加约20%-30%（5.5-6.0千万元，对应EPS为0.29-0.32元）。考虑到股权激励摊销影响（673万元）和非经常性损益影响（157万元），我们预计公司扣非后净利润同比增加38%-49%，与收入增速匹配。

- 样本医院万脉舒占有率提升：**我们认为公司产品万脉舒凭借优质优价，已从现有众多竞争者中脱颖而出，且目前那曲肝素钙仅公司在申报，未来竞争格局将对公司越来越有利。我们认为随着抗凝血药市场需求扩容，以及公司向沿海发达地区加强推广销售，公司占有率将逐步提升（详见附图1-2）。

对于市场担忧的低分子肝素的钠盐与钙盐的替代关系，我们认为两者药理药效差异不大，主要是销售推广的原因导致了中外用药的差异，且公司也已经申报了依诺肝素（详见附图3）。

- 维持“强烈推荐”评级：**我们认为公司今年受益于万脉舒持续增长，明后年高端制剂（万脉舒）向沿海地区和低端制剂（常州子公司产品）向基层医院拓展将初见成效，低分子肝素及普通肝素原料药明后年产能释放，我们保守预计公司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，对应PE为36、27、21倍。我们认为公司具备超预期潜力，后续产品储备丰富，维持“强烈推荐”评级。

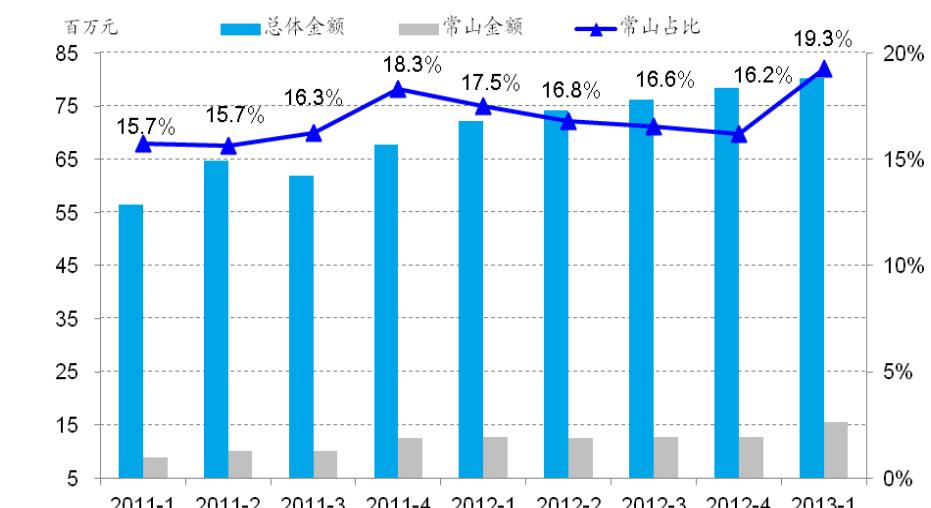
- 风险提示：**肝素原料药行业竞争加剧、新型抗凝药蚕食肝素类抗凝药市场。



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	225
净利润同比(%)	40%	30%	34%	30%
毛利率(%)	49.3%	50.0%	50.7%	52.0%
ROE(%)	9.0%	10.7%	12.8%	14.7%
每股收益(元)	0.53	0.69	0.92	1.20
P/E	47	36	27	21
P/B	4.22	3.83	3.43	3.02
EV/EBITDA	36	27	19	14

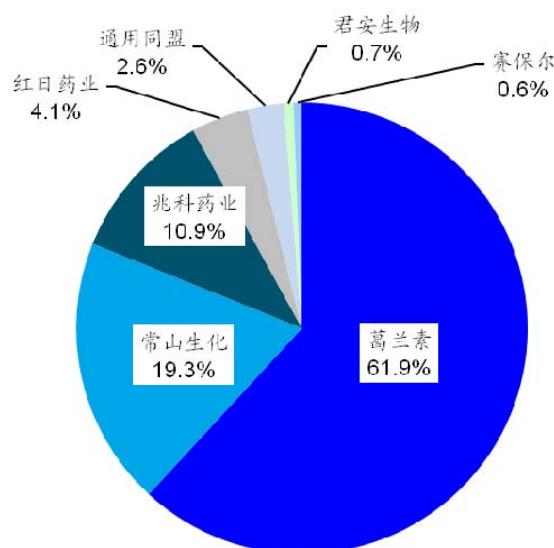
数据来源：公司公告、第一创业研究所

附图 1：常山药业万脉舒样本医院占有率情况（按季度）



数据来源：PDB、第一创业研究所

附图 2：低分子肝素钙制剂样本医院竞争格局 (2013 年 1 季度)

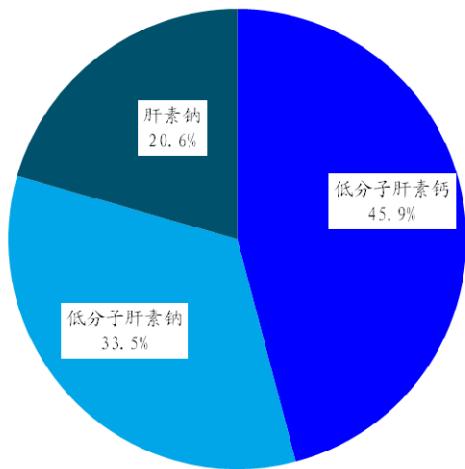


数据来源：PDB、第一创业研究所

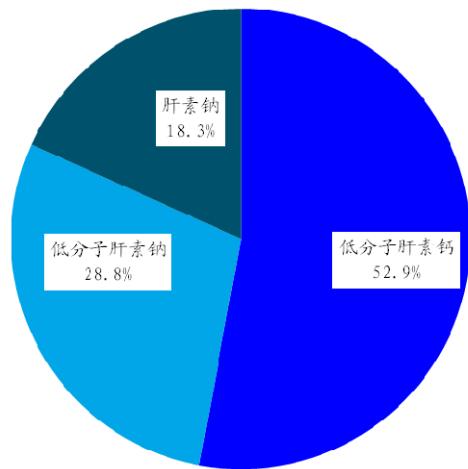


附图 3: 肝素类抗凝药样本医院不同品种竞争格局变化

肝素类抗凝药: 2010年样本医院4.3亿元



肝素类抗凝药: 2012年样本医院5.7亿元



数据来源: PDB、第一创业研究所



盈利预测

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

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