

常山药业（300255）半年报点评

低分子肝素钙注射液需求旺盛，提升公司盈利能力

分析师：罗柏言

执业证书编号：S0300513060001

联系人：刘阳

Email: luobaiyan@lxzq.com.cn

日期：2013年8月20日

www.lxzq.com.cn

事件：

2013年1-6月，公司实现营业收入3.67亿元，同比增长50.56%；营业利润6218.84万元，同比增长23.36%；实际归属于母公司的净利润5337.87万元，同比增长16.33%；归属母公司所有者净资产11.41亿元，同比增长3.72%；基本每股收益0.28元。

点评：

1、公司主营低分子肝素钙注射液销量增加，提升公司盈利能力。主要产品有肝素钠原料药和低分子肝素钙注射液两个品种，该两种产品销售收入占公司总收入的93.20%。低分子肝素钙注射液是公司水针制剂的主要品种，2013年上半年公司销量继续保持较高增速，销量为616.78万支，较上年同期增加55.38%，已成为公司主要利润来源；公司的水针制剂今年上半年共销售635.86万支，同比增长56%，在销量迅速增长的同时，库存同比下降87.41%，显示出市场对于公司低分子肝素钙注射液产品的旺盛需求。公司低分子肝素钙注射液产品在国内批号最为齐全，上半年毛利率微跌0.67个百分点，保持在78.7%以上，盈利能力稳定，目前低分子肝素钙注射液销售收入和利润占比分别达到了54.3%和84.4%，这使得公司综合毛利率提升1.41个百分点至50.67%。

与仅生产肝素制剂药品的企业相比，公司拥有上游肝素钠原料药优势，可以有效降低肝素原料药持续上涨带来的成本压力。公司生产的低分子量肝素钙注射液因技术标准明显高于国家规定标准，获得国家发改委的单独定价，因产品技术标准较高，效果良好，产品受到市场广泛认可，低分子量肝素钙注射液的增长率远高于低分子肝素制剂市场总体的增长速度，市场份额逐年提高，带动公司业绩持续增长。目前国内肝素低分子制剂市场仍是国外药企占据主导地位，因此公司生产的与进口药品相同技术标准的低分子肝素钙注射液发展潜力和增长空间巨大。

2、肝素钠原料药销量上升、毛利率下降。原料药销售方面，2013年上半年肝素钠原料药销售量为5916.88亿单位，较上年同期增长34.23%，但受到国际市场低迷影响，盈利能力较去年有所下降，毛利率下降8.56个百分点至12.08%。公司今年上半年原料药在销售量同比增加34.23%的基础上，库存量同比下降12.19%，表现出了良好的竞争力。面对低迷的国际环境，

公司积极开拓市场、寻找新的客户，公司肝素钠原料药产品今年1月已通过美国FDA的认证，标志着肝素钠原料药能合法在美国等高端市场销售；今年4月收到了德国Landesamt für Gesundheit und Soziales官方颁发的肝素钠原料药德国GMP证书，德国作为欧盟GMP实施最为严格的成员国之一，代表着全球高端的药政标准，该证书的取得将对公司国际市场的开拓产生更为积极影响。面对激烈的竞争环境和低迷的市场环境，公司取得欧美的认证，进一步拓宽了公司的国际市场销售区域，对公司产品在国际市场的销售起到了推动作用，这是公司未来的另一看点。与仅生产肝素钠原料药的企业相比，公司拥有下游肝素钠注射液和低分子肝素钙注射液产品，具备更加长远、持续的盈利前景。

3、费用率上升拖累盈利能力。公司今年上半年由于本期股权激励摊销费用、职工薪酬费用、广告宣传费、研发投入及利息支出等增加，使得销售费用率同比增加2.58个百分点至20.71%，管理费用率同比增加0.95个百分点至10.78%，财务费用同比增加1.62个百分点至1.59%，期间费用率同比增加5.15个百分点至33.08%，这是营业利润增长率低于营业收入增长率的主要原因。未来随着股权激励摊销费用逐渐下降，管理费用率有望下降。期间费用的控制情况将影响公司的盈利能力，值得关注。

4、研发投入大，潜在项目提升想象空间。2013上半年公司研发投入1148.23万元，占营业收入的3.13%，研发投入较上年同期增加38.95%。数个项目在研或者已申报评审，梯度产品推进有序。目前子公司常山久康与美国ConjuChem LLC合作，建立（DAC）技术平台开发长效治疗糖尿病和抗肿瘤等药物；江苏子公司研制的西地那非系列产品具有较好的市场前景，辉瑞的相关产品2014年面临专利到期，国内国际市场替代空间巨大；待常山药业生产车间建好后即可进行技术转让同时申请生产批件，该产品的巨大经济潜力为提升了公司盈利的想象空间。

5、盈利预测。预计公司2013-2015年净利润增速分别为19.1%、37.1%和28.4%，EPS分别为0.63、0.86和1.10元，目前股价对应PE分别为42、31和24倍。看好公司长远发展，给予公司“增持”评级。

6、风险提示：1) 肝素钠原料药竞争加剧风险；2) 国际市场开拓不达预期风险；3) 在建项目延期风险。

图表1 盈利预测表

单位：百万元	2011 年	2012 年	2013E	2014E	2015E
营业收入	423.5	575.6	792.0	1099.3	1463.0
增速%	-9.3%	35.9%	37.6%	38.8%	33.1%
营业成本	282.2	291.7	385.9	537.9	730.8
毛利率%	33.4%	49.3%	51.3%	51.1%	50.0%
销售费用	10.9	115.0	164.0	225.3	292.6
管理费用	36.4	54.5	83.2	113.2	146.3
财务费用	14.1	3.0	13.5	27.5	43.9
营业利润	76.8	106.1	140.0	187.9	240.0
利润总额	82.6	111.7	140.0	189.8	241.2
归属于母公司的净利润	70.8	99.1	118.1	161.9	207.8
增速%	17.6%	40.0%	19.1%	37.1%	28.4%
基本每股收益（元）	0.38	0.53	0.63	0.86	1.10

资料来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于基准指数5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。