

# 肝素制剂和原料药双增长

**常山药业**  
 (300255.SZ)

**投资要点：**

- 2013中报**：上半年营业收入3.67亿元，同比增长50.56%；归母净利润5337万元，同比增长16.33%；扣非净利润5231万元，同比增长20.75%（扣除股权激励影响后增长34%）；对应每股EPS为0.28元，符合市场预期。
- 低分子肝素钙注射液实现快速增长。**上半年低分子肝素钙注射液（万脉舒）收入1.99亿元，收入同比增长69.81%，销量616.78亿支，同比增长55.38%，毛利率78.73%，同比下降0.67pp。万脉舒享受发改委优质优价，是国内同类产品中唯一与GSK的速碧林在定位上基本相同产品，市场份额约占GSK的三分之一，进口替代趋势明显，增速远高于行业的平均增速。
- 肝素钠原料药业务稳定。**公司上半年原料药收入1.43亿元，同比增长20.28%，销量5917亿单位，同比增长34.23%，毛利率12.08%，下降8.56pp。肝素钠原料药的海外市场正逐渐恢复，价格有所企稳，毛利率下降主要是由于原料粗品价格上升。公司的肝素钠原料药产品已经通过美国FDA认证，报告期内又获得德国GMP证书，对公司开拓国际市场产生积极影响。目前公司正在与海外大客户接洽中，年底原料药项目投产，预计明年的原料药出口将有较大增长。
- 期间费用增长较快**：报告期内销售费用率20.71%，提升2.58pp，主要是本期股权激励摊销费用增加、职工薪酬费用和广告宣传费增加。管理费用率10.78%，提升0.95pp，研发投入增加较多。财务费用率1.59%，提升1.62pp，主要是本期银行定期存款利息收入减少。期间费用率33.08%，提升5.15pp。
- 其它增长点**：子公司常州康泰的西地那非（伟哥）仿制药，在14年5月原研药适应症专利到期后，预期届时可申报生产，市场空间大；透明质酸针对口服保健和化妆品市场，在14年新厂建成扩产，有望成为公司大品种；那屈肝素、依诺肝素、达肝素制剂等低分子肝素品种即将获批。
- 首次“增持”投资评级**：万脉舒近期提高了出厂价，下半年有望保持高增长。子公司常州康泰未来将成为肝素原料药和针对基层市场的低端制剂生产基地，与母公司高端制剂互补。预计13-15年EPS 0.70、0.93、1.15元，对应PE 38、29、23倍。给予“增持”评级。

**公司财务数据及预测**

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	575.56	753.98	965.10	1206.37
增长率(%)	35.91	31.00	28.00	25.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	99.09	130.87	173.87	215.01
增长率(%)	39.96	32.08	32.86	23.66
EPS(元)	0.53	0.70	0.93	1.15
P/E(倍)	50.5	38.2	28.8	23.3

**分析师：王晓艳**

执业证书编号：S0050510120012

Tel：010-59355907

Email：wangxiaoy@chinans.com.cn

**联系人：纪钢**

Tel：010-59355601

Email：jig@chinans.com.cn

**联系人：张树声**

Tel：010-59355492

Email：zhangss@chinans.com.cn

**投资评级**

本次评级：	增持
跟踪评级：	首次
目标价格：	

**市场数据**

市价(元)	26.88
上市的流通A股(亿股)	0.93
总股本(亿股)	1.88
52周股价最高最低(元)	28.15-10.02
上证指数/深证成指	2072.59/8234.56
2012年股息率	1.35%

**52周相对市场改变**

**相关研究**

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盈科大观 A 座 40 层(100101)