

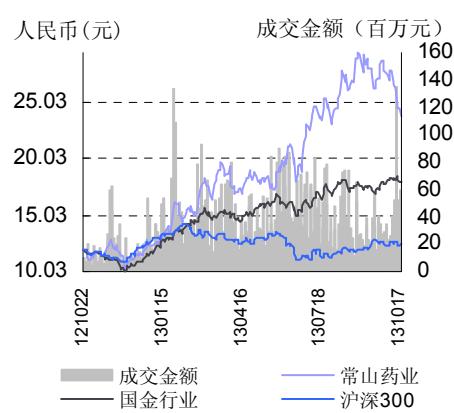
市价 (人民币): 23.66 元

**收入高增长, 费用增长拖累业绩释放;**

长期竞争力评级: 高于行业均值

**市场数据(人民币)**

已上市流通 A股(百万股)	110.09
总市值(百万元)	44.58
年内股价最高最低(元)	29.33/10.26
沪深 300 指数	2426.05

**相关报告**

- 《主导产品高增长,下半年盈利增速将加快;》, 2013.8.28
- 《收入高增长,利润增速有望同步加快;》, 2013.8.20
- 《肝素产业领航者,制剂转型亮点多;》, 2013.6.17

**燕智** 分析师 SAC 执业编号: S1130513080009  
(8621)60870946  
yanz@gjzq.com.cn

**李敬雷** 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)61038219  
lijingl@gjzq.com.cn

**黄挺** 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028  
(8621)61038218  
huangting@gjzq.com.cn

**公司基本情况(人民币)**

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.656	0.526	0.679	0.980	1.373
每股净资产(元)	9.16	5.84	4.86	5.55	6.51
每股经营性现金流(元)	0.16	-0.37	0.42	0.49	0.53
市盈率(倍)	27.57	23.47	34.85	24.14	17.23
行业优化市盈率(倍)	24.42	33.55	54.65	54.65	54.65
净利润增长率(%)	17.63%	39.96%	29.10%	44.37%	40.11%
净资产收益率(%)	7.17%	9.01%	9.78%	12.37%	14.77%
总股本(百万股)	107.85	188.42	188.42	188.42	188.42

来源: 公司年报、国金证券研究所

**业绩简评**

- 常山药业 2013 年 Q3 实现营业收入 5.48 亿元, 同比增长 40%; 实现归属于上市公司股东的净利润 6862 万元, 同比增长 18.12%; 扣非后净利润增速 21%, 实现每股收益 0.36 元。

**经营分析**

- 低分子肝素钙制剂增速单季放缓:** 上半年低分子肝素钙注射液销量为 918.68 万支, 增长 40%, 实现收入 2.92 亿元, 增长 49.72%, 三季度由于是传统淡季且前期经销商提前备货, 单季度增速仅为 15%, 预计四季度进入产品需求旺季, 增速有望恢复到 40%左右甚至更高。
- 肝素钠原料药受产能瓶颈影响, 全年稳定增长:** 前三季度普通肝素原料药实现收入 21,805.69 万元, 较上年同期增长 15.27%, 销量为 8,981.25 亿单位, 较上年同期增长 16.67%; 依诺肝素原料药实现收入 1,676.72 万元, 较上年同期增长 244.75%, 销量为 171.65 公斤, 较上年同期增长 237.29%; 公司募集项目原料药车间投产从今年四季度延迟至明年 2 季度, 致使今年出现产能瓶颈, 实际原料药订单远好于报表收入增速。明年项目达产后原料药增速有望加快。
- 费用项目上升较快, 压制了公司利润增长:** 销售费用率 21.8%, 与去年同期相当; 管理费用率为 11.5%, 较上年同期提升 2 个 PP (股权激励费用影响 1000 万); 财务费用率 1.7%, 对应金额是 914 万, 而去年同期财务费用是 107 万; 三项费用率合计提高了 3.1 个 pp, 这是造成公司利润增长与收入增长不匹配的主要原因, 若还原财务费用和股权激励费用, 主业利润增速应该为 49%左右。

**盈利调整**

- 考虑四季度原料药产能瓶颈, 略下调 2013-2015 年 EPS 分别为 0.68 元、0.98 元、1.40 元, 同比增长 29%, 45%, 40% (考虑股权激励费用计提), 看好公司低分子肝素钙的长期成长性和基药推动, 以及明年西地那非上市带来的业绩弹性。目前股价对于 2014 年 24 倍, 具有安全边际, 是布局明年高成长的好机会, 维持“买入”评级。

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	3
增持	0	2	7	9	17
中性	0	0	0	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.90	2.00	1.98

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2013-03-22	增持	19.76	20.00 ~ 22.00
2 2013-04-03	增持	17.31	N/A
3 2013-04-25	增持	18.71	N/A
4 2013-06-17	增持	21.10	35.00 ~ 38.00
5 2013-08-20	增持	26.88	N/A
6 2013-08-28	买入	29.18	36.00 ~ 40.00

来源：国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性  
3.01~4.0 = 减持



### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；  
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271  
 传真: (8621)-61038200  
 邮箱: [researchsh@gjzq.com.cn](mailto:researchsh@gjzq.com.cn)  
 邮编: 201204  
 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979  
 传真: 010-6621 6793  
 邮箱: [researchbj@gjzq.com.cn](mailto:researchbj@gjzq.com.cn)  
 邮编: 100053  
 地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378  
 传真: 0755-83830558  
 邮箱: [researchsz@gjzq.com.cn](mailto:researchsz@gjzq.com.cn)  
 邮编: 518000  
 地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD