

常山药业 (300255.SZ) 生物技术行业

评级：增持 下调评级

公司点评

| | | |
|--|--|---|
| 燕智 分析师 SAC 执业编号: S1130513080009 (8621)60230222 yanz@gjzq.com.cn | 李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026 (8621)60230221 lijingl@gjzq.com.cn | 黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028 (8621)60230220 huangting@gjzq.com.cn |
|--|--|---|

制剂保持高增长，费用拖累业绩释放；

业绩简评

- 常山药业2014年实现营业收入70,454.24万元，同比增长22.41%；营业利润13,225.38万元，同比增长24.65%；归属于母公司净利润11,518.29万元，同比增长16.24%，实现每股EPS 0.61元。公司公告一季度净利润增长0%-10%，低于市场预期。

经营分析

- 制剂持续高增长。低分子肝素钙2013年实现收入42,809.21万元，同比增长47.81%，销量为1,289.09万支，较上年同期增长37.22%；在原料药销售方面，受国际市场供求关系和国内下游企业新版GMP认证的影响，普通肝素钠原料药业绩出现下滑，实现收入21,750.40万元，较上年同期下降14.77%，销量为8,968.44亿单位，较上年同期下降10.66%，公司积极调整销售策略，重点开发低分子肝素产品市场，依诺肝素钠原料药取得良好的成绩，实现收入2,187.11万元，较上年同期增长199.13%。
- 四季度收入及利润增速放缓，由于常州子公司收入合并抵消所致：前三季度，公司收入增长40%，净利润增长20%。四季度单季公司收入1.56亿元，同比下降15%；实现净利润4658万，增长13.6%。收入增速较慢是因为去年四季度常州子公司并表基数较高，且今年常州子公司对母公司肝素原料药实现内部供应，需要合并抵消。
- 管理费用大幅增加，利息收入大幅减少，拖累业绩释放：公司全年综合毛利率为66%，提升6.66个百分点，由于高毛利低钙制剂增长较快，依诺肝素原料药增速较快，拉高整体毛利率；销售费用增38%，与低钙的销售增长保持同步；管理费用增长56%，主要由于首年约1200万股权激励费用计提的影响；财务费用增加1044万，主要由于募投资金投入使用，利息收入减少。利息收入和股权激励费用两项共影响利润增速接近20pp。
- 在研项目储备较多：（1）达肝素注射液处于技术审评状态，预计二季度会获批，有望取得首仿的资格，对未来整个低分子肝素的竞争格局的维护意义重大。（2）西地那非：待常山药业生产车间建好即可进行技术转让同时申请生产批件。（3）中分子和小分子透明质酸钠：完成临床试验，即将申报。（4）进口创新药艾苯那肽已获得临床批件。
- 一季报预告低于预期：公司一季报业绩预告增速0-10%，低于我们此前预期。我们预计，一季报低分子肝素钙增速在15%左右，增速明显放缓；公司新的办公大楼和研发大楼的转固，新增折旧接近300万；一季度由于厂房搬迁，依诺肝素出货量较少（同比下降50%）；普通肝素原料药价格下跌。多种不利因素共同作用下使公司一季度业绩低于预期。预期二季度原料药车间达产后，全年依诺肝素原料药实现高增长；低分子肝素钙增速在下半年有望提升。
- 投资建议：我们认为公司从二季度开始业绩有望好转，依诺肝素原料药生产能力提升；达肝素、西地那非等产品年内取得进展；血透服务新业务有望二季度落地。我们下调盈利预测，预计公司2014-2015年EPS为0.80元、1.05元，对应当前估值分别为28倍，21倍，建议“增持”。

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 |
| 7 | 2013-10-21 | 买入 | 25.25 | N/A |

来源：国金证券研究所



www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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
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
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
邮编：518000
地址：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net