

市场研究部 证券研究报告

2014 年 4 月 1 日

万脉舒高速增长，暂时处于业绩低点

常山药业 (300255)
投资评级：推荐
⑤ 事件：

2013 年公司实现营业收入 7.05 亿元，同比增长 22.41%；净利润 1.15 亿元，同比增长 16.24%；扣非后净利润 1.13 亿元，同比增长 19.89%；每股收益 0.61 元。分配方案：2013 年公司不进行利润分配，也不进行资本公积金转增股本。预告 14 年一季度净利润增速 0%-10%。

⑥ 万脉舒保持高速增长，14 年增速仍将持续

低分子肝素钙注射液（万脉舒）收入 4.28 亿元，同比增长 47.81%，全年销量 1289 万支，同比增长 37.22%，推测四季度单季销量约 371 万支，受提价影响收入增速超过销量增速。PDB 终端数据显示，三、四季度万脉舒增速分别为 30.70%、51.73%，而同期速碧林增速放缓，万脉舒市场份额进一步提高。新一轮基药招标中，万脉舒在广东、上海、山东中标情况良好，预计 14 年万脉舒价格体系仍将保持稳定，继续保持 30% 以上的增速。

⑦ 伊诺肝素出口大增，肝素原料药盈利结构改善

原料药普通肝素原料药收入 2.18 亿元，同比下降 14.77%，销量 8968.44 亿单位，同比下降 10.66%，公司业绩依然受到普通肝素原料药业务的拖累。但公司在低分子肝素原料药出口方面取得突破，伊诺肝素收入 2187 万元，同比增长 199.13%。目前订单充裕但受制于产能瓶颈，待产能释放后还有很大空间。

⑧ 在研品种丰富，支撑公司中长期成长

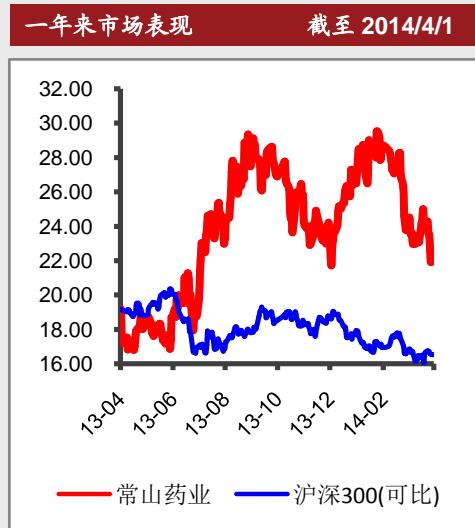
达肝素钠二季度有望获得生产批件。透明质酸车间年内完成，将申报批件。公司已拥有西地那非工艺专利和新药证书，准备申报生产批件。常山凯捷健于 2013 年 9 月完成了工商设立登记手续，六项专利均已完成转移工作，DAG 技术平台正式转入合资公司。1.1 类新药“艾本那肽”和“艾本那肽注射液”一期临床申请已获得国家药监局的受理。

⑨ 盈利预测与投资建议

预计 14-16 年每股收益为 0.81 元、1.15 元、1.53 元，对应当前价格市盈率分别为 27 倍、19 倍、14 倍。核心产品万脉舒保持高速增长，伊诺肝素出口突破，费用等因素造成的短期业绩放缓不会改变公司成长性，后续业绩增速有望逐步回升，给予“推荐”评级。

⑩ 风险提示

万脉舒招标降价；肝素原料药价格下降；生产批件获批的不确定性。



市场数据	2014/4/1
A 股收盘价 (元)	21.95
A 股一年内最高价 (元)	30.00
A 股一年内最低价 (元)	16.35
上证指数	2047.46
市净率	3.4
总股本 (万股)	18,842
实际流通 A 股 (万股)	10,429
限售的流通 A 股 (万股)	8,413
流通 A 股市值 (亿元)	22.89

分析师 黄彬

执业证书号：S1490514030003

电话：010-58566865

邮箱：huangbin@hrsec.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入 (百万元)	575.6	704.5	856.6	1,073.5	1,355.4
同比增长 (+/-%)	35.9%	22.4%	21.6%	25.3%	26.3%
营业利润 (百万元)	106.1	132.3	177.1	251.6	333.7
同比增长 (+/-%)	38.2%	24.7%	33.9%	42.1%	32.6%
净利润 (百万元)	99.0	115.2	153.5	217.2	287.4
同比增长 (+/-%)	39.8%	16.4%	33.2%	41.5%	32.3%
每股收益 (元)	0.53	0.61	0.81	1.15	1.53
PE	41.74	35.91	26.94	19.04	14.39
PB	3.76	3.36	3.09	2.78	2.45

资料来源：wind, 华融证券

资产负债表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1,119.4	1,140.3	1,037.8	1,216.1	1,464.8
现金	539.5	261.5	629.6	705.5	823.5
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	6.7	7.4	171.3	214.7	271.1
应收款项	107.8	129.8	149.3	187.0	236.2
其他应收款	10.9	9.6	25.9	32.5	41.0
存货	308.1	374.1	44.0	53.1	64.9
其他	146.4	357.8	17.7	23.3	28.1
非流动资产	299.0	505.0	521.9	538.1	552.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	112.7	220.9	285.5	300.9	296.6
无形资产	74.3	118.1	149.5	179.4	207.7
其他	112.0	166.0	86.9	57.8	47.7
资产总计	1,418.5	1,645.3	1,559.8	1,754.2	2,016.9
流动负债	273.0	334.1	135.5	172.8	224.3
短期负债	224.5	263.8	0.0	0.0	0.0
应付账款	4.3	4.2	85.2	102.8	125.7
预收账款	15.2	18.7	13.4	19.0	29.3
其他	29.0	47.5	37.0	51.0	69.4
长期负债	19.7	25.6	31.3	36.3	46.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	19.7	25.6	31.3	36.3	46.3
负债合计	292.8	359.8	166.8	209.1	270.6
股本	188.4	188.4	188.4	188.4	188.4
资本公积金	685.3	718.6	718.6	718.6	718.6
留存收益	225.9	322.3	429.8	581.8	783.0
少数股东权益	26.0	56.2	56.2	56.2	56.2
母公司所有者权益	1,099.6	1,229.3	1,336.8	1,488.8	1,690.0
负债及权益合计	1,418.5	1,645.3	1,559.8	1,754.2	2,016.9

资料来源: wind, 华融证券

现金流量表

单位: 百万元

经营活动现金流	-72.9	-15.5	720.0	177.6	235.5
净利润	99.0	115.2	153.5	217.2	287.4
折旧摊销	11.9	17.4	29.5	31.1	32.6
财务费用	13.8	17.4	3.7	-2.4	-2.8
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运资金变动	-192.2	-163.1	527.9	-68.1	-83.1
其他	-5.4	-2.5	5.4	-0.2	1.3
投资活动现金流	-192.8	-267.6	-44.0	-44.0	-44.0
资本支出	-188.5	-250.6	-44.0	-44.0	-44.0
其他投资	-4.4	-17.1	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流	92.7	77.6	-307.9	-57.7	-73.5
借款变动	66.0	39.3	-263.8	0.0	0.0
普通股增加	80.6	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	-45.9	33.3	0.0	0.0	0.0
股利分配	-21.6	-18.8	-46.1	-65.2	-86.2
其他	13.6	23.8	1.9	7.4	12.8

资料来源: wind , 华融证券

利润表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	575.6	704.5	856.6	1,073.5	1,355.4
营业成本	291.7	310.1	340.7	411.2	502.8
营业税金及附加	3.1	4.7	6.0	7.5	9.5
营业费用	115.0	158.7	209.9	263.0	332.1
管理费用	54.5	85.1	111.4	139.5	176.2
财务费用	3.0	13.4	3.7	-2.4	-2.8
资产减值损失	2.3	0.3	7.8	3.0	3.9
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	106.1	132.3	177.1	251.6	333.7
营业外收入	6.1	2.5	2.5	2.5	2.5
营业外支出	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1
利润总额	111.7	134.8	179.6	254.1	336.1
所得税	12.7	19.5	26.0	36.8	48.7
净利润	99.0	115.2	153.5	217.2	287.4
少数股东权益	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司所有者净利润	99.1	115.2	153.5	217.2	287.4
EPS (元)	0.53	0.61	0.81	1.15	1.53

资料来源: wind, 华融证券

主要财务比率

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
同比增长率					
营业收入	35.9%	22.4%	21.6%	25.3%	26.3%
营业利润	38.2%	24.7%	33.9%	42.1%	32.6%
净利润	39.8%	16.4%	33.2%	41.5%	32.3%
盈利能力					
毛利率	49.3%	56.0%	60.2%	61.7%	62.9%
净利率	17.2%	16.4%	17.9%	20.2%	21.2%
ROE	9.0%	9.4%	11.5%	14.6%	17.0%
ROIC	8.5%	9.6%	13.2%	16.3%	19.1%
偿债能力					
资产负债率	20.6%	21.9%	10.7%	11.9%	13.4%
流动比率	4.10	3.41	7.66	7.04	6.53
速动比率	2.97	2.29	7.33	6.73	6.24
营运能力					
资产周转率	0.41	0.43	0.55	0.61	0.67
存货周转率	0.95	0.83	7.75	7.75	7.75
应收账款周转率	5.03	5.13	2.67	2.67	2.67
每股资料(元)					
每股收益	0.53	0.61	0.81	1.15	1.53
每股经营现金	-0.37	-0.08	3.82	0.94	1.25
每股净资产	5.84	6.52	7.09	7.90	8.97
每股股利	0.11	0.10	0.24	0.33	0.41
估值比率					
PE	41.74	35.91	26.94	19.04	14.39
PB	3.76	3.36	3.09	2.78	2.45

资料来源: wind, 华融证券

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

张科然，在此声明，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等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给公司客户有偿使用。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为公司客户。本报告版权归公司所有。未获得公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询公司的投资顾问。公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn