

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 23.73元

主导品种持续高增长, 全年业绩低点确立;

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)	104.29
总市值(百万元)	46.16
年内股价最高最低(元)	29.50/17.29
沪深 300 指数	2134.97



公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.526	0.611	0.778	1.051	1.422
每股净资产(元)	5.84	6.52	5.41	6.15	7.15
每股经营性现金流(元)	-0.37	-0.08	1.91	0.84	0.94
市盈率(倍)	23.47	43.37	31.49	23.30	17.23
行业优化市盈率(倍)	33.55	59.08	57.77	57.77	57.77
净利润增长率(%)	39.96%	16.24%	27.25%	35.14%	35.25%
净资产收益率(%)	9.01%	9.37%	10.06%	11.97%	13.94%
总股本(百万股)	188.42	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 2014 年一季度实现销售收入 1.78 亿元, 同比增长 11.2%, 实现净利润 2245 万元, 同比增长 4.58%, 每股 EPS0.12 元, 符合市场预期。

经营分析

- **低分子肝素钙持续高增长:** 公司一季度水针制剂实现销售 9939 万元, 同比增长 33%, 实现销量 300 万支, 较上年同期增长 25.6%, 其中核心产品低分子肝素钙增长 28%, 在淡季仍然保持了高速增长, 从终端数据来看主要竞争对手出现明显下降, 公司终端销售增速显著快于发货增速, 预计在渠道库存消化后, 低钙增速有望进一步加快。
- **原料药量价齐跌, 高毛利依诺肝素 2 季度开始放量:** 一季度普通肝素原料药收入 6413 万元, 同比下降 13.25%, 销量 2900 亿单位, 同比下降 3.5%。目前肝素原料药市场粗品和精品肝素原料药价格同跌, 行业整体已经进入微利状态, 后续存在提价的可能。公司高毛利的依诺肝素原料药一季度由于产能搬迁, 仅销售 50 公斤, 较上年大幅下滑。目前, 公司原料药新产能即将投入使用, 预计二季度末开始加强供应, 全年有望实现 700 公斤销售, 实现 1500 万元净利润, 确保原料药板块不下滑。
- **研发和折旧增加, 导致管理费用率提升:** 一季度公司毛利率为 50.88%, 较上年提升 4 个 pp; 销售费用率 20.42%, 提升 2.1 个 PP; 毛利率和销售费用率提升主要由于高毛利的低分子肝素钙增长较快, 原料药下滑所致; 管理费用率 13.7%, 较上年提高 2.4 个 PP, 管理费用率提升主要由于新搬迁总部大楼折旧费用增加, 以及研发艾本钠肽和制剂出口申报所致; 财务费用较上年同期提高 156 万元。

盈利调整

- 我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.78 元、1.05 元、1.42 元, 增长 28%, 35%, 35%。公司 2014 年由于新厂区达产导致折旧大幅增加, 因此压低部分业绩增速, 但 15 年开始业绩增速将显著加快。
- 公司一季度是利润增速低点, 二季度开始将持续改善。二季度开始依诺肝素原料药放量, 肝素原料药价格有望回升; 三季度达肝素制剂有望获批, 年底仿制药“伟哥”上市。公司将逐步摆脱依靠低钙制剂的单一业务结构, 转型为制剂+服务一体化的医药企业。

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

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	0	0	1
增持	1	7	7	7	11
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	2.00	1.97

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
7 2013-10-21	买入	25.25	N/A
8 2014-04-01	增持	21.95	N/A

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
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