

受益于基药招标和产能释放，稳健成长

投资要点：

- **中报业绩预告 0% ~ 10% 增长，低于市场预期。** 主要原因是肝素原料药销量及销售价格较上年同期均有所下滑。我们预计，下半年原料药价格仍处于缓慢下行通道，但成本端粗品价格也在下降，毛利率有提升可能。
- **主要产品“低分子肝素钙注射液”竞争优势能够保持。** 虽然近期行业内同类产品面临集中获批，加大了市场担忧，但公司产品质量标准在国内最高，国家“单独定价”政策短期不变，价格优势很难被打破，与 GSK 形成双寡头局面仍然会维持。
- **下游抗凝药物市场景气度较高，基药招标带来发展机遇。** “低分子肝素钙”入选新版基药，对普通肝素替代加速，未来血透市场应用可能放量。公司在新一轮的基药招标处于有利位置，个别地区对销售拉动效应已经显现。
- 国内的竞争对手兆科药业因剂型原因未入选基药，GSK 在各省市的基药招标中，已落后于常山，在今年一季度的广东、上海、山东地区均未中标，销售也受到反商业贿赂影响。我们认为公司目前“低钙”约 40% 的市场份额，仍具有较大的提升空间。
- **深耕肝素领域。** 公司的肝素原料药生产逐渐转向毛利率更高的低分子肝素原料药，依诺肝素原料药已呈现出爆发式增长势头，目前产能已经放大，预计成为未来重要的利润增长点。达肝素钠年中获批，为国内首仿，将拓展肝素“钠盐”市场。
- **潜在品种优秀，布局血透市场值得期待。** 明年预计上市的有西地那非、透明质酸原料药两大品种，高端生物药“长效艾塞那肽”也即将进入临床。公司正在以抗凝药为切入点，积极布局国内的血透市场，预计国内血透中心逐步向民营资本开放后，公司有望成为省内首批试点。
- **给予“买入”的投资评级。** 预测公司 2014-2016 年 EPS 为 0.75/1.01/1.26 元，对应 PE 分别为 32、24、19 倍。今年固定资产折旧、股权激励和无形资产摊销费用较多，对净利润有一定影响。
- **风险提示。** 肝素原料药价格大幅度下降；制剂销售不利，增速降低。

公司财务数据及预测

项目	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	704.54	841.20	1079.79	1354.38
增长率(%)	22.41	19.40	28.36	25.43
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	115.18	141.85	189.84	236.90
增长率(%)	16.24	23.15	33.83	24.79
毛利率%	55.98	58.83	58.56	57.62
净资产收益率(%)	9.37	10.35	12.16	13.18
EPS(元)	0.61	0.75	1.01	1.26
P/E(倍)	39.55	32.12	24.00	19.23
P/B(倍)	3.71	3.32	2.92	2.53

常山药业
(300255.SZ)

分析师：纪钢

执业证书编号：S0050513110001

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： 买入

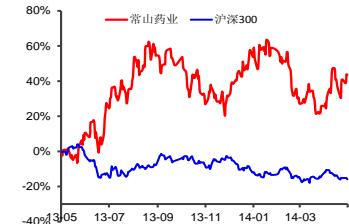
跟踪评级： 维持

目标价格：

市场数据

市价(元)	24.18
上市的流通 A 股(亿股)	1.04
总股本(亿股)	1.88
52 周股价最高最低(元)	30-21.5
上证指数/深证成指	2055.59/ 7261.91
2013 年股息率	0.52%

52 周相对市场改变



相关研究

正文目录

一、公司概况：国内最具竞争力的肝素龙头企业	4
1、率先实现转型，“单独定价”打开制剂成长空间	4
2、技术实力雄厚，全产业链优势突出	5
3、公司经营情况：“万脉舒”继续支撑业绩快速增长	5
二、原料药业绩下滑，低分子肝素原料药或成亮点	7
1、国内普通肝素原料药价格走势	7
2、普通肝素原料药处于底部，依诺肝素原料药或成为新增长点	8
三、国内低分子肝素制剂市场容量大，距离天花板尚远	9
1、低分子肝素仍有较大的增长潜力	9
1.1、抗血栓市场空间广阔	9
1.2、低分子肝素占据抗凝药主导地位	11
1.3、低分子肝素对普通肝素具有普遍替代优势	12
1.4、低分子肝素将在透析行业快速发展中受益	12
2、“低钙”市场整体发展速度快，竞争格局相对有利	13
2.1、全球低分子肝素主导品种介绍	13
2.2、国内低分子肝素制剂市场	14
3、基药中标形势趋好，市场格局有望改写	15
四、储备品种空间广阔，未来多元化发展	16
1、透明质酸原料药产能放大，瞄准化妆、医用市场	16
2、抢仿西地那非，分享 10 亿元大市场	18
3、开发糖尿病药物“长效艾塞那肽”	18
五、公司盈利预测和投资建议	19
1、盈利预测	19
2、投资建议：买入	20
3、风险提示	20
财务预测	21

图表目录

图 1：公司发展重要里程碑	4
图 2：公司股权结构	4
图 3：A 股上市公司肝素产品链布局比较	5
图 4：2008~2013 年公司主要产品收入占比	6
图 5：2008~2013 年公司主要产品毛利占比	6
图 6：毛利率、净利率变化	6
图 7：期间费用率变化	6
图 8：原料药和制剂业务收入增长情况	6
图 9：2013 年 1-11 月肝素原料药企业出口数据	7
图 10：2010 年、2013 年我国肝素产品主要出口国	7
图 11：2001-2013 年我国肝素产品出口金额/价格走势	7
图 12：肝素钠原料药销量及增速	8

图 13: 肝素钠原料药单价变化	8
图 14: 肝素原料药销售收入及预测	9
图 15: 抗栓治疗药物作用示意图	9
图 16: 国内抗血栓药物市场规模及增速	10
图 17: 抗凝药物主要品种及作用特点	11
图 18: 普通肝素和低分子肝素结构示意图	12
图 19: 我国血液透析 (HD)、腹膜透析 (PD) 患者数量及变化趋势	13
图 20: 国际上主流低分子肝素品种销售额	13
图 21: 低分子肝素钙盐占比提高	14
图 22: 公司低分子肝素钙市场占比稳步提升	14
图 23: “万脉舒” 收入及增速	16
图 24: “万脉舒” 销量及增速	16
图 25: “万脉舒” 出厂价稳定	16
图 26: 透明质酸原料分类及用途	16
图 27: 华熙福瑞达收入构成及增速	17
图 28: 三种 PDE-5 抑制剂全球销售额对比	18
图 29: 百泌达和艾塞那肽缓释剂全球销售规模	19
 表 1: 抗血栓药物分类、适应症及药物代表	10
表 2: 国内市场主要的肝素注射液药物及厂家	15
表 3: 部分省市“低分子肝素钙注射液”基药中标情况:	15
表 4: 常山药业主营业务预测:	19

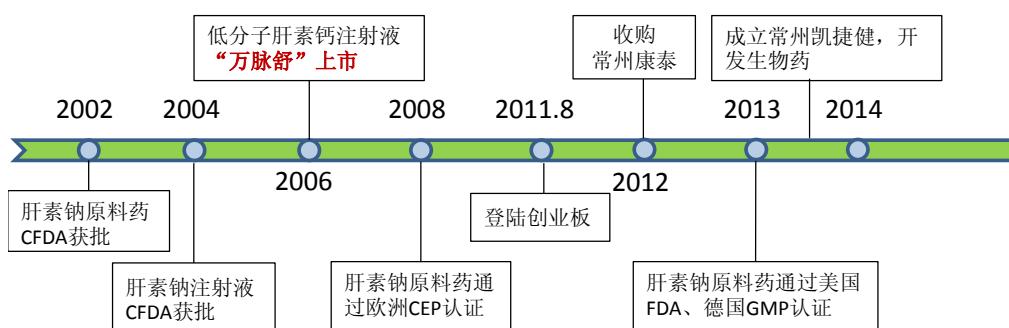
一、公司概况：国内最具竞争力的肝素龙头企业

1、率先实现转型，“单独定价”打开制剂成长空间

前身是河北常山生化药业有限公司，创建于 2000 年，位于河北省正定县，是国内肝素企业中较早实现由原料药向制剂转型的龙头企业。

主力品种低分子肝素钙注射液（商品名：万脉舒）于 2006 年上市，是一种重要的抗凝药，广泛应用于血栓性疾病、手术、血液透析等领域。因其质量标准远超国内同类产品，获得了发改委“单独定价”，价格高出国内产品约一倍，上市后获得快速成长，12 和 13 年的销量增速分别达到 39.7%、37.2%。

图 1：公司发展重要里程碑

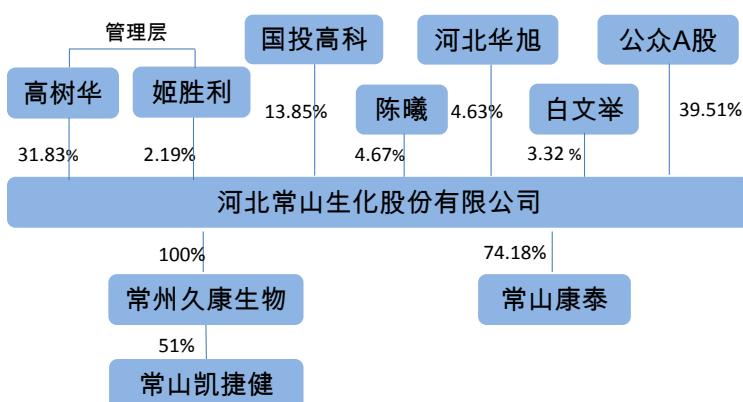


数据来源：公司公告、民族证券

近 3 年发展轨迹：

- 2012 年，公司收购了同业竞争对手——常州康泰制药 74.81% 股权，获得了低分子肝素原料药批件及多个在研品种，解决了低钙制剂的原料只能外购的短板。同时得到肝素原料药、低分子肝素钙注射液、西地那非等批件和生产技术，丰富了公司的产品线。其中，西地那非的原研药是美国辉瑞的“万艾可”，中国适应症专利即将到期，公司将成为抢仿企业之一。
- 2013 年，肝素原料药通过美国 FDA 认证和德国 GMP 认证，获得向美国和欧盟两大高端市场出口资质。与美国 ConjuChem LLC 共同成立了合资公司——常山凯捷健生物药物研发（河北）有限公司，进行 1.1 类长效治疗糖尿病药物“艾本那肽”等生物药开发，已进入临床申报审批程序。
- 今明两年，随着公司募投项目建成，肝素原料药、肝素制剂、透明质酸原料药将实现扩产。

图 2：公司股权结构



数据来源：公司公告、民族证券

2、技术实力雄厚，全产业链优势突出

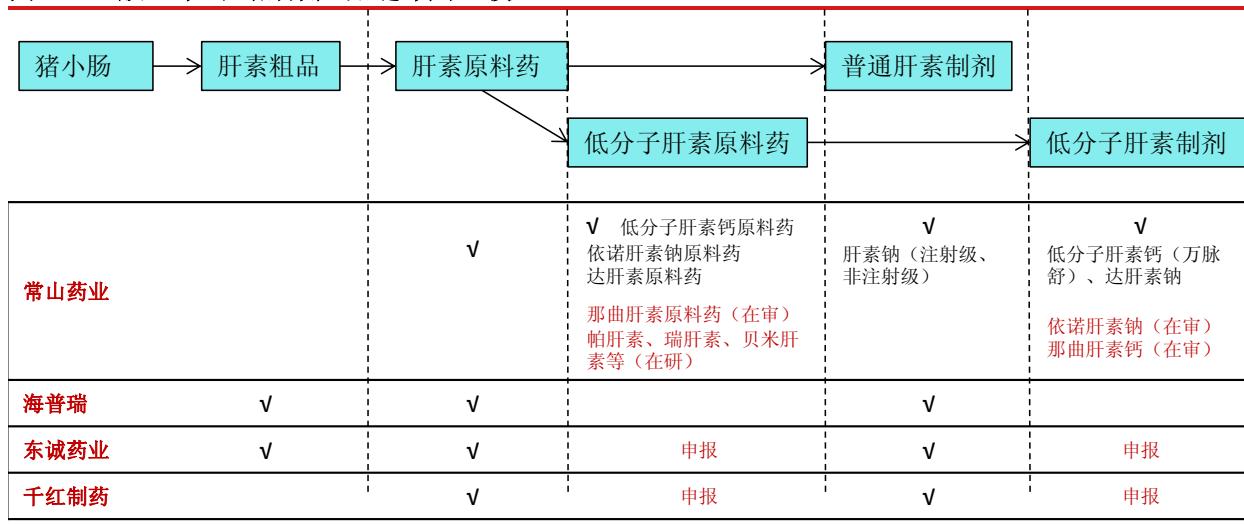
肝素产业链中，普通肝素原料（包括粗品和原料药）、普通肝素制剂的生产壁垒较低，国内厂家众多。而低分子肝素原料药和制剂涉及普通肝素降解工艺，技术壁垒较高，国内只有少数厂家能够生产。

常山药业的技术力量雄厚，董事长高树华和总经理姬胜利，本身是国内知名的肝素和糖工程领域权威专家，从事肝素生产工艺研究 20 余年，拥有多项肝素分离、纯化和生产技术发明专利，在肝素活性物质提取效率、纯度等方面技术领先。

从产业链角度来看，公司横跨肝素原料药和制剂上下游，成本优势明显。国内也有企业在申报低分子肝素制剂，并临近获批。但多数为依诺肝素钠盐，和公司的钙盐种类不同，竞争也比较激烈。东诚药业申报的那曲肝素钙盐，属于冻干粉剂型，预计在定价上与常山的“万脉舒”也有差距。预计未来 2~3 年时间，国内难出现有力的竞争对手。

在 A 股涉及肝素概念的 4 家上市公司中，常山药业是目前唯一可生产低分子肝素制剂和原料药的企业，首仿药达肝素钠刚刚获批，将与“万脉舒”形成双品种，同时开拓“钙盐”和“钠盐”低分子肝素市场。公司在研的制剂产品还包括那曲肝素、依诺肝素仿制药，以及低分子肝素原料药等。

图 3：A 股上市公司肝素产品链布局比较



数据来源：民族证券

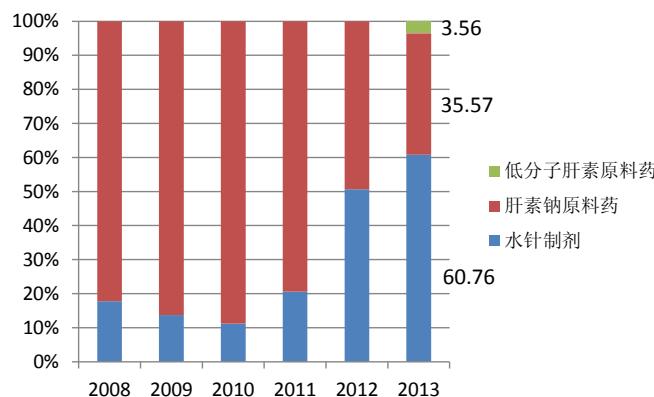
3、公司经营情况：“万脉舒”继续支撑业绩快速增长

公司的主营业务分为肝素制剂和原料药。2012 年，公司制剂结算方式有所调整。目前，制剂和原料药的收入占比分别约为 61%、39%，毛利占比分别约为 87%、13%。

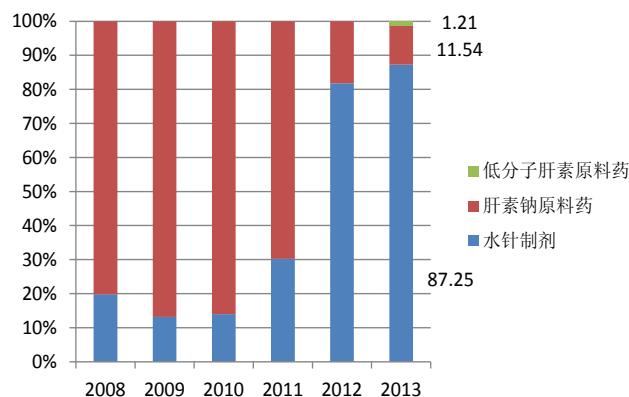
制剂业务主要为低分子肝素钙注射液（“万脉舒”），2013 年销售收入达到 4.28 亿元，增速 47%，今年一季度仍然保持 32.8% 的高速增长。

原料药业务包括普通肝素钠原料药，低分子肝素原料药（依诺肝素和达肝素原料药等），增速在 10%~15% 之间。普通肝素钠原料药受行业景气度下降影响，价格持续下滑，公司从去年 4 季度主动控货，造成原料药收入下滑明显。今年上半年恢复情况也不理想。预计在 14 年下半年价格仍处于缓慢下降。低分子肝素原料药（依诺肝

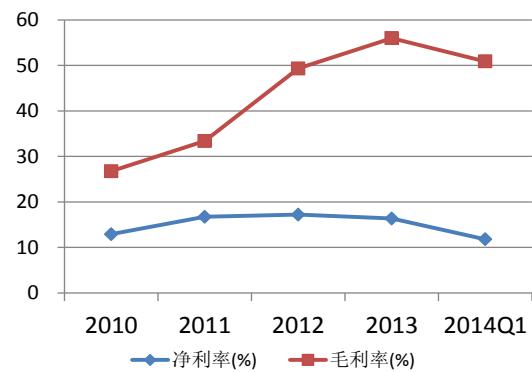
素原料药)去年收入约2500万,占比较小,呈现快速增长势头,今年产能瓶颈解决后,预计成为未来重要的利润增长点。

图4: 2008~2013年公司主要产品收入占比


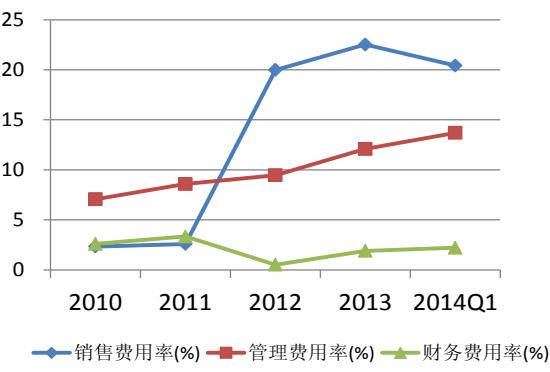
资料来源:公司中报、民族证券

图5: 2008~2013年公司主要产品毛利占比


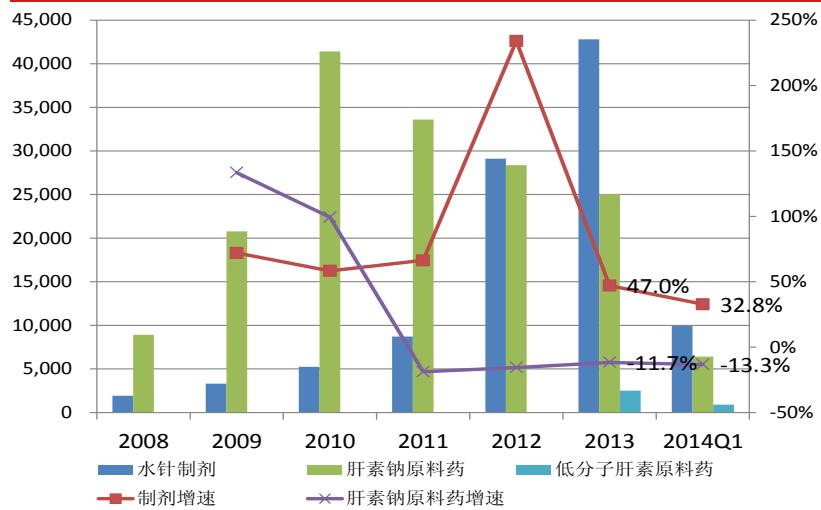
资料来源:公司中报、民族证券

图6: 毛利率、净利率变化


资料来源:Wind、民族证券

图7: 期间费用率变化


资料来源:Wind、民族证券

图8: 原料药和制剂业务收入增长情况


数据来源：民族证券

二、原料药业绩下滑，低分子肝素原料药或成亮点

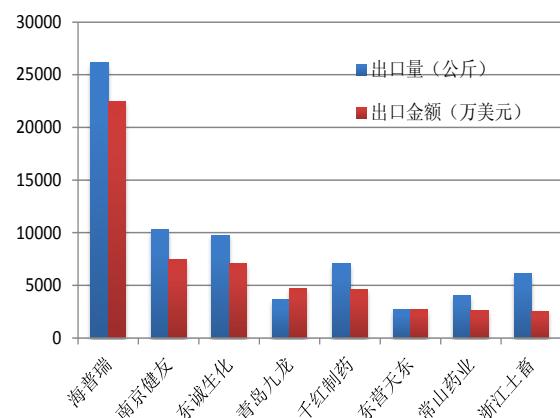
1、国内普通肝素原料药价格走势

肝素是动物组织中存在的天然抗凝物质，是一种由葡萄糖胺和葡萄糖醛酸交联而成的复杂粘多糖，还不能由人工合成，在疯牛病以及羊肝素原料出现污染之后，国际规定必须由健康猪小肠粘膜提取。

我国是生猪养殖大国，年生猪出栏量约 7 亿头，三分之二的猪小肠用于肝素提取，供应量占全球的 50% 以上，是我国原料药出口优势品种。国内经营肝素出口的企业大约有 50 家，前十大企业的出口额占比高达 90%，集中度较高。其中，深圳海普瑞规模最大，常山药业排名第七。

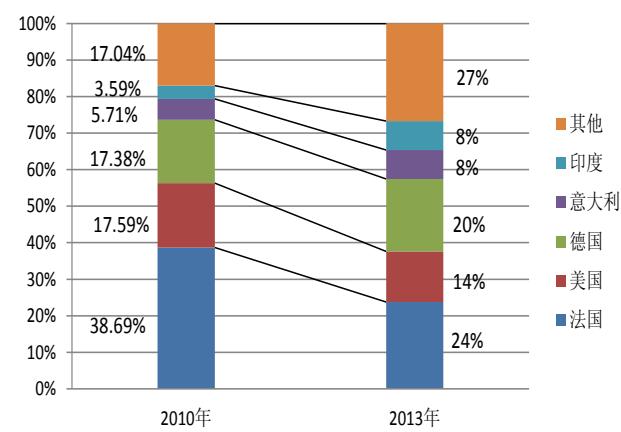
肝素原料药出口地集中于欧美发达国家，国际大型肝素制剂企业包括赛诺菲、辉瑞、葛兰素史克、山德士、APP 等，与国内企业也建立了稳定的客户关系。但近年来，随着低分子肝素制剂专利到期，全球范围的仿制药获批，欧美以外的非规范市场需求开始逐渐上升。

图 9：2013 年 1-11 月肝素原料药企业出口数据



资料来源：民族证券

图 10：2010 年、2013 年我国肝素产品主要出口国

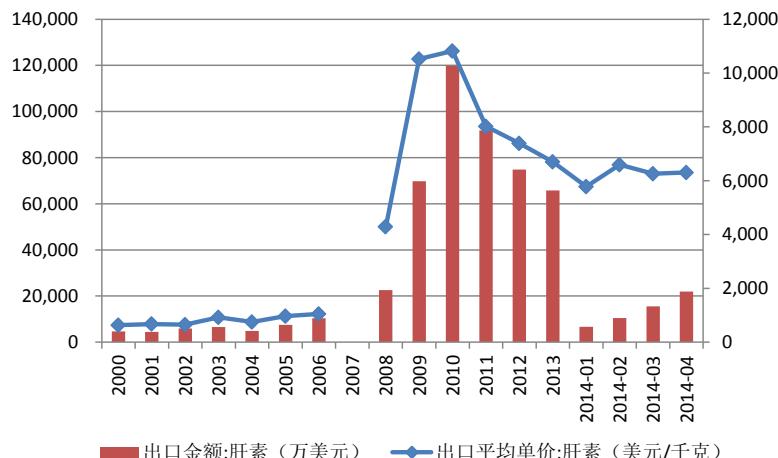


资料来源：民族证券

价格处于下行通道：

肝素原料药出口在 2009~2010 年曾经走出过一段辉煌，主要原因是 2008 年美国爆发了原料药污染的“百特事件”，淘汰了一批供货商，全球供应出现紧张。这段时期，国内的海普瑞成为美国唯一标准肝素原料供应商，获得了迅猛发展。但在随后的 2011~2013 年，全球供给迅速恢复，加上肝素原研药专利到期后，价格受到仿制药冲击，迫使制剂厂商向上游原料药转移价格压力，国内普通肝素原料药的价格在近 3 年持续下行。考虑到国外需求平稳，国内厂商扩产潜力较大，预计原料药价格长期缓慢下行趋势无法改变。

图 11：2001-2013 年我国肝素产品出口金额/价格走势



数据来源：公司公告、民族证券

2、普通肝素原料药处于底部，依诺肝素原料药或成为新增长点

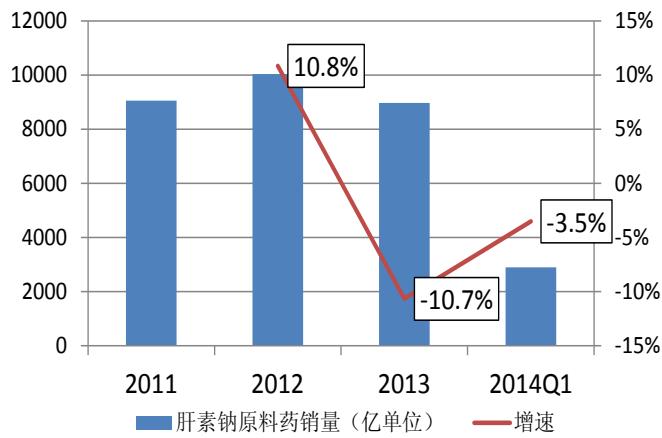
公司的“精制肝素原料药”和“低分子肝素原料药”项目在今年4月底已经建设完工，下半年即将投产。

(1) 普通肝素原料药：

产能由过去的0.85万亿单位扩增至3.85万亿单位，新分出一条专用生产线，工艺设计国内领先，将全部使用从美国进口的完全可追踪性的粗品肝素作为起始原料，为进一步拓展欧美大客户做好准备。由于目前原料药价格降低，上半年销售继续下滑，预计年内产能释放不会太快。

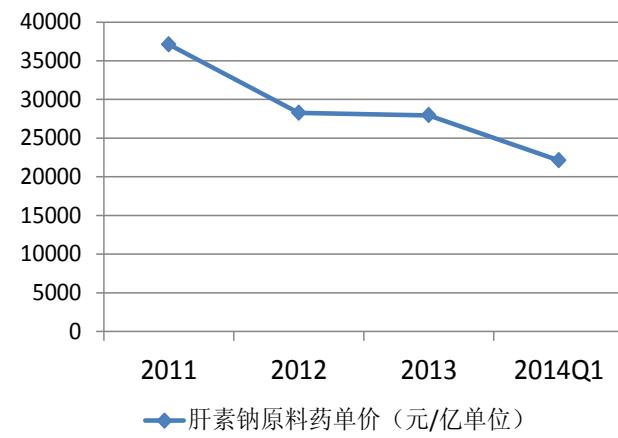
原料药的成本主要是肝素粗品。国内粗品价格从去年下半年开始也出现大幅度下降，但成本传导可能有滞后。我们预计，今年下半年，公司原料药毛利率有提升空间，销量可能恢复性增长。

图 12：肝素钠原料药销量及增速



资料来源：Wind、民族证券

图 13：肝素钠原料药单价变化



资料来源：Wind、民族证券

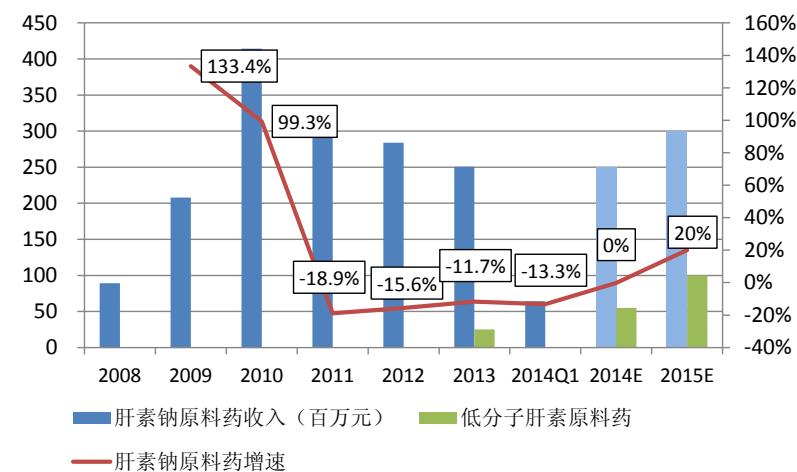
(2) 低分子肝素原料药：

低分子肝素原料药是将肝素原料、肝素原料药经过物理、化学或酶解聚分解得到的产物，可直接灌装成低分子肝素制剂，生产壁垒较高。在国内众多的原料药厂商中，仅有3-5家出口，其中以东营天东和常山生化（康泰子公司）为主。

公司产能由目前的 300 公斤扩增至 2000 公斤，获批的低分子肝素原料药有三种：

- 低分子肝素钙原料药，以自用为主；
- 达肝素原料药由康泰子公司生产并出口日本，市场相对有限；
- 依诺肝素原料药在 2012 年有少量销售，2013 年呈现爆发式增长，实现收入 2,187.11 万元，较上年同期增长 199.13%，主要销往国外非规范市场，预计成为未来重要利润增长点。

图 14：肝素原料药销售收入及预测



数据来源：公司公告、民族证券

三、国内低分子肝素制剂市场容量大，距离天花板尚远

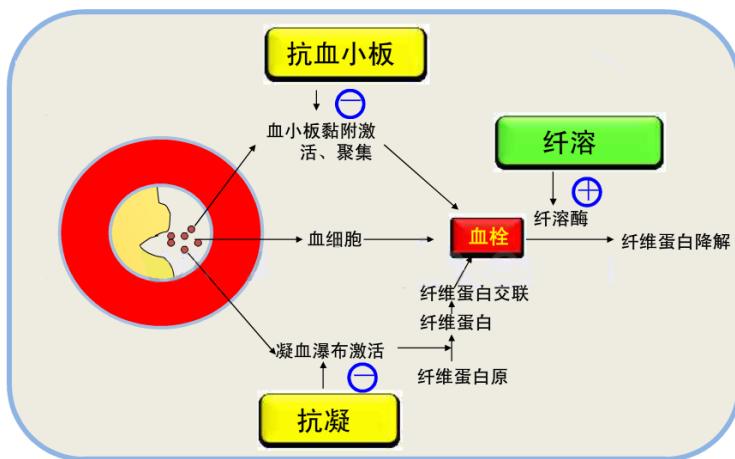
1、低分子肝素仍有较大的增长潜力

1.1、抗血栓市场空间广阔

血栓性疾病，是指由于血管局部形成血凝块，造成主要脏器缺血和梗塞的一类疾病，常见于心肌梗死、卒中、深静脉血栓、肺栓塞等心血管疾病，是人类疾病死亡的第一大杀手。全球每年约 1500 万人死于血栓栓塞性疾病，中国约占五分之一。

血栓按照发生部位可分为：动脉血栓、静脉血栓和全身微循环血栓。各种血栓具有不同的发生机制和治疗策略，通常采取抗栓（抗凝血、抗血小板）、溶栓，以及外科再建血流通路等方式进行预防和治疗。

图 15：抗栓治疗药物作用示意图



数据来源：民族证券

抗血栓药分为抗血小板聚集药、抗凝血药和溶栓药三大类。一般而言，动脉血栓中血流速度快，凝血酶不容易聚集，以抗血小板药物为主；静脉血栓血流缓慢，血液呈高凝状态，以抗凝药物为主；而溶栓药物负责开通已经形成的血栓，使用上需要综合考虑治疗时间窗口、获益和“出血”风险等因素。

表 1：抗血栓药物分类、适应症及药物代表

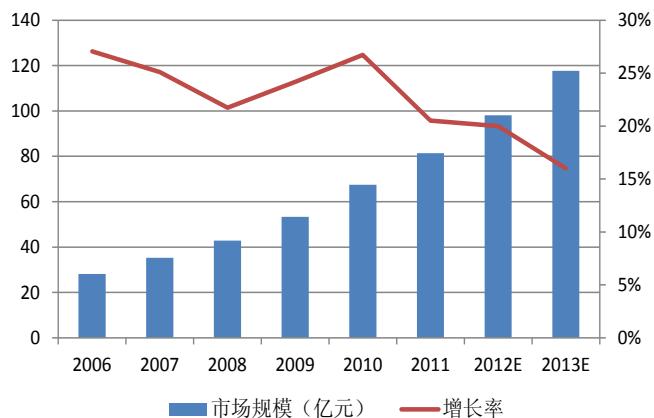
	适应症	代表性药物
抗血小板聚集药	主要针对动脉血栓，常用于治疗急性冠脉综合症等疾病	阿司匹林、氯吡格雷、奥扎格雷等
抗凝药物	主要针对静脉血栓，常用于预防和治疗深静脉血栓、肺栓塞、缺血性脑卒中等	华法林、普通肝素、低分子肝素、比伐卢定、达比加群、利伐沙班等
溶栓/纤溶药物	直接作用于已形成的血栓，常用于心梗和脑卒中的溶栓	链激酶、尿激酶、阿替普酶等

资料来源：民族证券

我国受人口老龄化，生活饮食习惯改变（导致动脉粥样硬化）影响，血管栓塞性疾病的发生率在逐年攀升。同时，经皮冠状动脉介入（PCI）普及，预防性抗凝/抗血小板用药加强，预防深静脉血栓意识提高，以及新药和新适应症的不断拓展，使国内抗血栓药物市场保持稳定发展势头，近年来增速超过医药行业平均水平。

典型代表是抗血小板药物中的氯吡格雷、抗凝药中的低分子肝素，在各自领域中占据主导，增长都较快，也是当前抗血栓治疗中应用最广泛的两个药物品种。

图 16：国内抗血栓药物市场规模及增速



数据来源：米内网、民族证券

1.2、低分子肝素占据抗凝药主导地位

第一个抗凝药物——普通肝素于 1914 年发现，在预防和治疗威胁生命的血栓栓塞事件中发挥重要作用，之后相继发展出维生素 K 拮抗剂（华法林等）、低分子肝素、新型凝血酶抑制剂（利伐沙班、比伐卢定、达比加群酯）等不同类型药物。其作用机理都是通过降低凝血因子通路中，凝血因子和凝血酶的活性来预防血栓的形成或阻止其发展。迄今，临床使用频率最高的仍然是上世纪 80 年代推广的低分子肝素。

图 17：抗凝药物主要品种及作用特点

	1930s	1950s	1980s	2002	2008	2008
药物类型	普通肝素	维生素K拮抗剂（华法林）	低分子肝素	间接Xa抑制剂（磺达肝癸钠）	直接凝血酶抑制剂（比卢伐定、达比加群酯）	直接Xa抑制剂（利伐沙班、阿哌沙班等）
给药途径	静脉	口服	皮下	皮下	口服	口服
作用靶点	ATIII+IIa、Xa、XI、XII、IX	II、VII、IX、X	ATIII+IIa、Xa	IIa	ATIII+Xa	IIa

数据来源：民族证券

肝素类药物可通过静脉或皮下注射，起效快，体外亦有强大抗凝作用，主要用于：

- ✧ 预防和治疗高凝血状态下的静脉血栓，特别是普外手术或骨科手后病人；
- ✧ 治疗动脉性血栓栓塞性疾病，如急性心梗、脑血栓等，常作为抗血小板的辅助治疗；
- ✧ 血液透析，预防血凝块形成；
- ✧ 心脏手术体外循环、心导管检查等

国外新一代凝血酶抑制剂（Xa 因子抑制剂）显示出良好发展前景，但价格昂贵，不能完全替代肝素地位，重要的品种有：

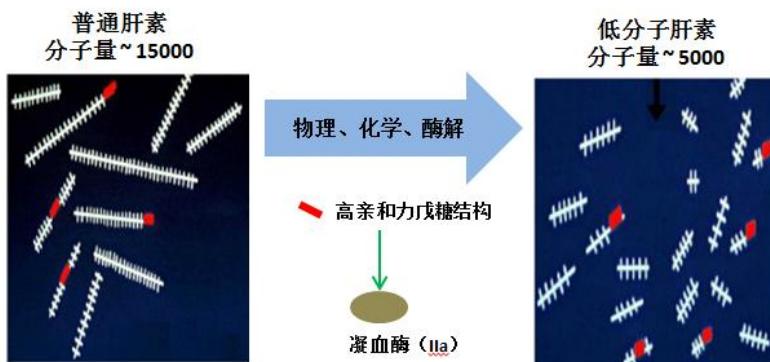
达比加群酯、利伐沙班，有取代副作用较大的华法林的趋势，前者用于非瓣膜房颤患者的卒中和全身栓塞预防，后者用于髋或膝关节置换手术后的静脉血栓预防。

比伐卢定，是一种人工合成的直接凝血酶抑制剂，抗凝效果与低分子肝素相当，出血风险显著减少，主要用于接受经皮冠脉介入治疗(PCI)的患者。在美国，比伐卢定已成为 PCI 采用的主流抗凝剂，对肝素产生一定的替代作用，目前原研药未进入中国。

1.3、低分子肝素对普通肝素具有普遍替代优势

低分子肝素 (LMWH) 是普通肝素 (UFH) 经过物理、化学或酶解聚方法分离得到短链硫酸粘多糖结构，长度约为普通肝素的三分之一。不同平均分子量的 LMWH，在体内抗凝血酶活性不同，药理特征亦有所差异。

图 18：普通肝素和低分子肝素结构示意图



数据来源：民族证券

相比 UFH，LMWH 的优势在于：

- ◆ 安全性高，出血风险小。LMWH 具有较强的抗 Xa 因子作用和较弱的抗 IIa 因子（抗凝血酶）作用，对血小板影响小，大大降低肝素诱导血小板症 (HIT) 的发生（即血小板消耗，产生促凝物质，并发血栓现象）。
- ◆ 与血浆蛋白结合能力弱，生物利用度高，剂量容易把握，无需实验室监测，利于基层医院使用。
- ◆ 半衰期是 UFH 的 2~4 倍、可以皮下注射，间断给药，无需卧床静滴，使用上大为方便。
- ◆ 减少对脂代谢影响，更适用于长期使用抗凝药的血透病人。

但在一些急性冠脉综合征溶栓或 PCI、急性肢体血栓等患者中，UFH 静滴作用强、可用鱼精蛋白中和，仍然被推荐优先使用。另外，价格便宜也是很多患者和医疗机构考虑普通肝素的重要因素。

根据 2012 年样本医院数据，我国肝素制剂市场约为 35 亿元左右，LMWH 和 UFH 的金额占比为 83: 17，由于二者单价相差数倍，估测 UFH 在国内的使用量仍然多于 LMWH。我们认为，随着未来医疗消费和报销水平的提高，效果更优的 LMWH 进一步替代 UFH 是大趋势。

1.4、低分子肝素将在透析行业快速发展中受益

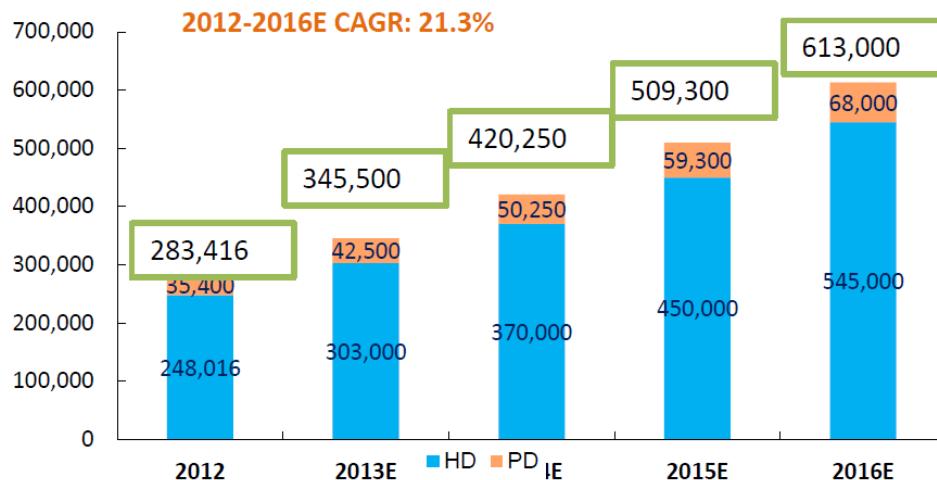
我国血透 (HD)、腹透 (PD) 行业正在进入一个快速发展期，未来肾透析服务和产品市场将是一个高速增长的千亿级医疗细分市场：

- 从终末期肾脏疾病 (ESRD) 发病率及肾透析救治率来看，透析患者正在快速增长，预计 2012-2016 年复合增长率达到 20% 以上。
- 从肾透析的治疗供给来看，有效供给绝对不足，难以满足高速增长的肾透析需求，尤其是基层市场。一旦血液透析连锁中心对民营资本准入放开，行业将迎来爆发式增长。
- 从国家政策层面来看，大病保险制度整合推进速度很快，城镇居民、新农合对于肾透析报销的比例快速

提高，相关险种覆盖人群的肾透析需求将被快速释放和有效激发。

低分子肝素在透析应用中的优势明显，能够降低出血危险性，预防体外循环凝血，对脂类代谢影响小，适合于长期透析病人。在国家加大透析报销的背景下，其应用会更加广泛。

图 19：我国血液透析（HD）、腹膜透析（PD）患者数量及变化趋势



数据来源：民族证券根据业内数据整理

2、“低钙”市场整体发展速度快，竞争格局相对有利

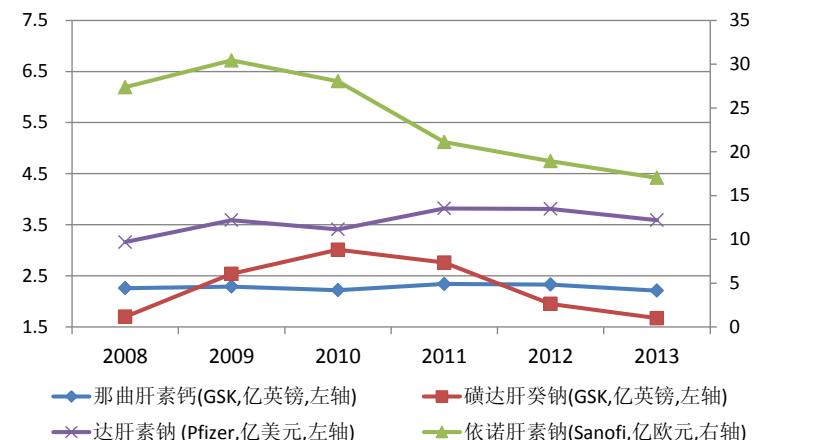
2.1、全球低分子肝素主导品种介绍

低分子肝素制剂依据结合盐的不同，分为“钠盐”和“钙盐”两大种类。国际上以“钠盐”为主，主要品种有：

- 赛诺菲-安万特的依诺肝素钠注射液“克赛（Lovenox）”
- 辉瑞的达肝素钠注射液“法安明（Fragmin）”
- 葛兰素史克的那曲肝素钙注射液“速碧林（Fraxiparine）”、磺达肝癸钠注射液“安卓”（Arixtra）
- 丹麦利奥生产的亭扎肝素钠（Innohep）等。

其中，依诺肝素“克赛”约占低分子肝素市场份额的 70%，是肝素制剂的主力品种。随着专利到期后，山德士、Amphastar (Watson/华生制药子公司) 仿制药陆续获批，依诺肝素价格出现一定程度下降，“克赛”的销售额从 2010 年的高峰 42.8 亿美元降至 2013 年的 22.6 亿美元，让出的市场被仿制药占领，但总体需求量仍保持平稳。

图 20：国际上主流低分子肝素品种销售额



数据来源：公司公告、民族证券

2.2、国内低分子肝素制剂市场

国内由于 GSK 的“速碧林”市场推广能力强，“钙盐”在国内是主流，与“钠盐”的市场份额比例从 2008 年的 1:1，已经上升到现在的 2:1。“钙盐”的主要优点是，引起皮下注射血肿的情况少，利于骨质疏松患者，逐渐获得国内医生认可。

“低钙”市场：

常山药业的“万脉舒”享受单独定价，价格与 GSK 的“速碧林”相仿，高出其他国产药约 1 倍，形成双寡头格局。得益于市场需求的增加，两者均保持增长。常山药业增速更快，实际销量估计已经超过 GSK。兆科药业的“立迈青”为单独定价的冻干粉剂型，但未进入国家新版基药，未来空间可能被压缩。其他企业市场份额较小，定价较低，短时期内不会影响市场格局。

“低钠”市场：

生产和进口厂家较多，市面上有赛诺菲的依诺肝素“克赛”、辉瑞的“法安明”、阿尔法韦士曼“希弗全”等外资产品，享受单独定价。“依诺肝素钠仿制药”，国内已有 3 家企业获批，后面有千红制药、东诚药业、双鹭药业等多家申报，预计今明两年上市。国内还有一批低端低价的低钠制剂。总体看，“低钠”市场竞争比较激烈。

常山药业也在加快“低钠”产品的进入，依诺肝素钠、达肝素钠等正在申请仿制，达肝素已经在年内将最先获批，是国内首仿，将改变公司制剂品种单一局面。

图 21：低分子肝素钙盐占比提高

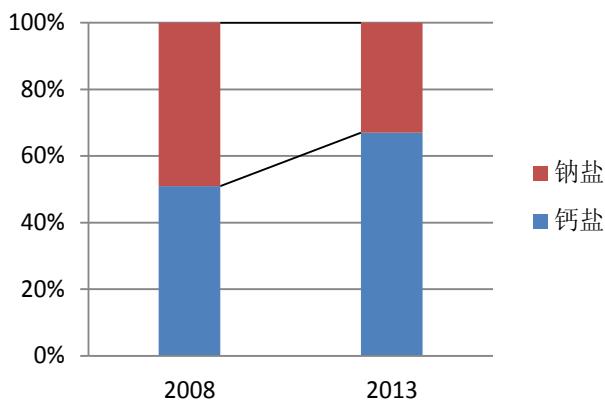
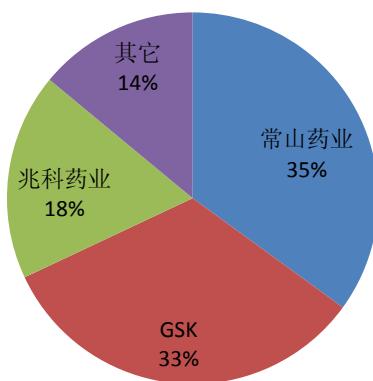


图 22：公司低分子肝素钙市场占比稳步提升



资料来源: Wind、民族证券

资料来源: Wind、民族证券

表 2: 国内市场主要的肝素注射液药物及厂家

种类	国产/进口	生产厂家	厂家数量(约)
低分子肝素钙	国产	常山生化、合肥兆科、红日药业、海南通用同盟、深圳赛保尔 (*东诚药业等即将获批)	7
	进口	GSK (英国、那曲肝素)	
低分子肝素钠	国产	江苏万邦、南京南大、齐鲁制药、江苏江山、吉林华康、昆明积大 (*常州千红、双鹭药业等即将获批)	12
	进口	赛诺菲安万特 (法国、依诺肝素)、辉瑞 (美国、达肝素)、阿尔法韦士曼 (意大利)	
普通肝素钙	国产	苏州新宝、天津生化、常州千红、东诚药业等	10
普通肝素钠	国产	江苏万邦、南京生化、上海第一生化、常州千红、常山生化等	17

资料来源: 民族证券整理

3、基药中标形势趋好，市场格局有望改写

2013年3月，低分子肝素的“注射液”剂型入选国家新版基药，常山药业的主要销售力量在二级医院，预计受益于基层放量会比较多。今年山东基药中标，对销售的拉动已经体现。

从今年一季度的基药招标结果看，主要竞争对手GSK在广东、山东、上海三大市场弃标，销售上也受到“反商业贿赂”影响，兆科药业因剂型问题退出基药市场。而“万脉舒”中标价维持稳定，今年的整体竞争形势更加有利。

表 3: 部分省市“低分子肝素钙注射液”基药中标情况:

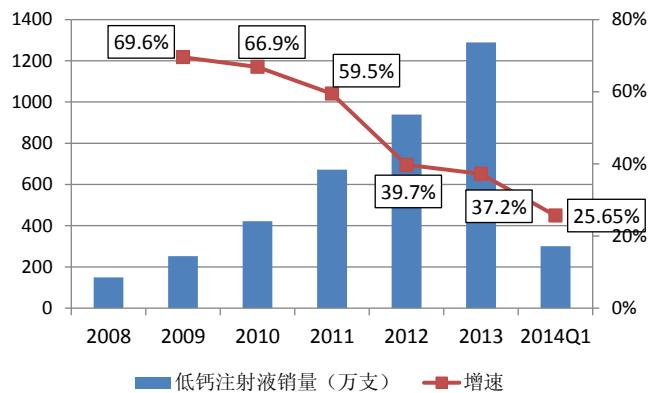
中标企业	规格	剂型	上海	山东	广东	青海	重庆*	海南	宁夏	江西	湖南	广西	四川	湖北
			2014-03	2014-01	2014-01	2013-12	2013-08	2013-07	2013-07	2013-06	2013-06	2013-04	2013-03	2013-01
GKS	0.3ml:3075IU	预充式								51.04		54.7	50.97	
	0.4ml:4100AXalU	预充式				54.7	54.7		54.6			59.48	54.57	
常山生化	0.6ml:6150AXalU	预充式				59.48				62.18			59.32	
	0.2ml:2050AXalU	预充式					28.16			28.29				27.2
红日药业	0.4ml:4100AXalU	预充式	51.73	48.26	47.96	53.32	47.88		50		54.08	51.25		51.09
	0.4ml:4000AXalU	安瓿瓶	20.18				20.49	20.45		20.48	20.29	19.92	19.6	
兆科药业	0.6ml:6000AXalU	安瓿瓶	27.51		25.43		28.1	29.3		27.6	27.16	27.17	26.73	26.29
	2500IU	西林瓶					32.78							34.92
深圳赛保尔	5000IU	西林瓶					55.74							56.95
	1ml:5000AXalU	西林瓶				19	20.27	20.2			21.57		23.25	
海南通用	1ml:5001AXalU	安瓿瓶					19.62	20.05				21.87	23.25	

资料来源: 民族证券整理，*重庆为地方基药

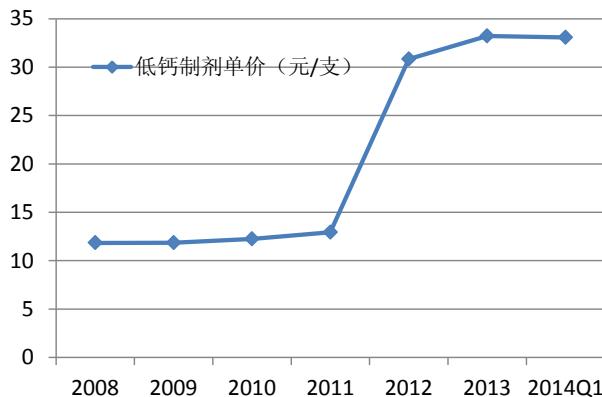
“万脉舒”13年销量1289万支，收入4.28亿元，同比增长47.8%；销量1289万支，同比增长37.2%。由于基数放大，今年一季度增速略有降低，但我们认为各省基药中标时间不长，放量效应在后几个季度还会得到体现，今年实现销量增速有望在30%左右。

图 23：“万脉舒”收入及增速


资料来源：Wind、民族证券

图 24：“万脉舒”销量及增速


资料来源：Wind、民族证券

图 25：“万脉舒”出厂价稳定


数据来源：公司公告、民族证券

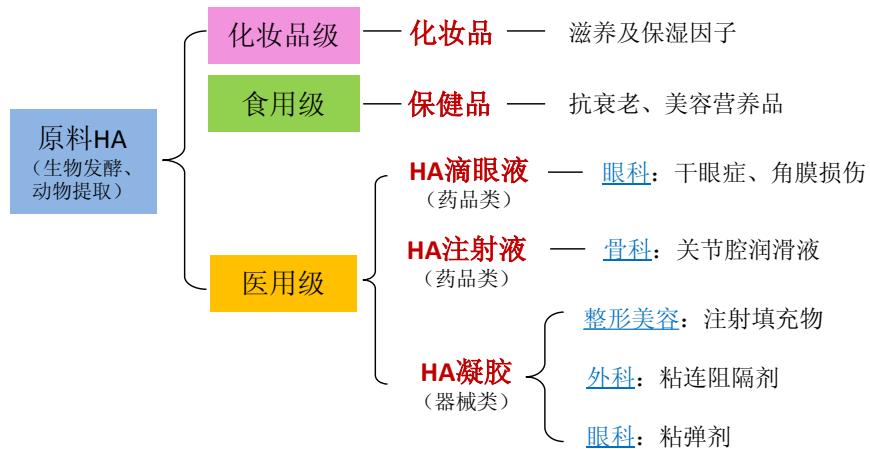
四、储备品种空间广阔，未来多元化发展

1、透明质酸原料药产能放大，瞄准化妆、医用市场

透明质酸（Hyaluronic acid, HA）又名玻璃酸、玻尿酸，是皮肤和其它组织中广泛存在的天然生物分子，具有保水性、润滑性、黏弹性、假塑性、可降解性、生物相容性等诸多特性。主要应用于化妆品、保健食品、药品原辅料、整形美容软组织填充剂等。

原料分为化妆品、食用、医用三个等级申报，医用级要求最高。

图 26：透明质酸原料分类及用途

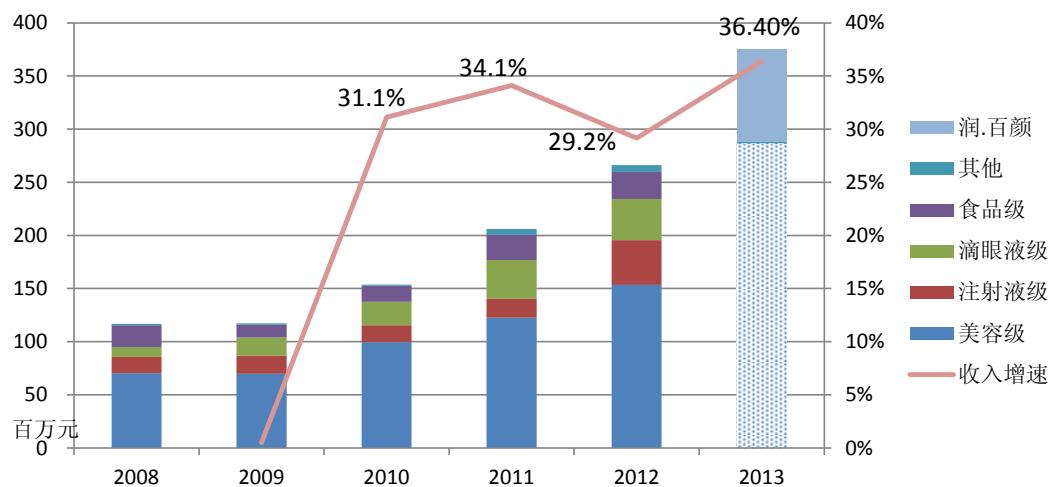


数据来源：民族证券

国内最大的 HA 原料生产企业是华熙福瑞达（原山东福瑞达），年产量 30 吨以上，出口到美、日、韩等发达国家，是欧莱雅、雅芳等众多国际知名品牌的 HA 供货商。

从控股公司华熙生物科技（0963.HK）年报来看，福瑞达原料药业务在 2010~2012 年的收入增速保持 30% 左右，滴眼液级 HA、食品级 HA、注射液级 HA 均呈现快速增长。2013 年公司转型制剂，推广注射用修饰透明质酸钠凝胶“润·百颜”，原料药业务自产自销后增速有所放缓。

图 27：华熙福瑞达收入构成及增速



数据来源：民族证券、华熙福瑞达年报

目前，国内市场对药用级 HA（滴眼级和注射液级）的需求旺盛。白内障、骨性关节炎等老年性疾病增多，用于干眼症、角膜损伤的“医用玻璃酸钠滴眼液”，关节腔润滑的“医用玻璃酸钠注射液”，外科阻隔粘连的“医用透明质酸钠凝胶”的需求快速上升，预计未来“药用级 HA”增长会更快。

常山药业 HA 原料药目前的产能约 2 吨，拥有化妆品级原料药文号，已对外小批量销售。公司新生产线将在 2014 年底竣工，采用发酵法，产能达到 20 吨。同时，公司在积极申报药用级 HA 的原料药和制剂批文，药用级 HA 属于高毛利率产品，如果通过，将成为公司的大品种。预计明年化妆级 HA 产能先行释放，成为国内大型 HA 供应商。

2、抢仿西地那非，分享 10 亿元大市场

公司在 2012 年，收购常州康泰获得西地那非新药证书和工艺专利。

西地那非，商品名“万艾可”，俗称“伟哥”，是美国辉瑞公司于 1998 年开发的全球首个口服抗 ED（男性勃起功能障碍）药物，全球销售额曾达到 20.51 亿美元。

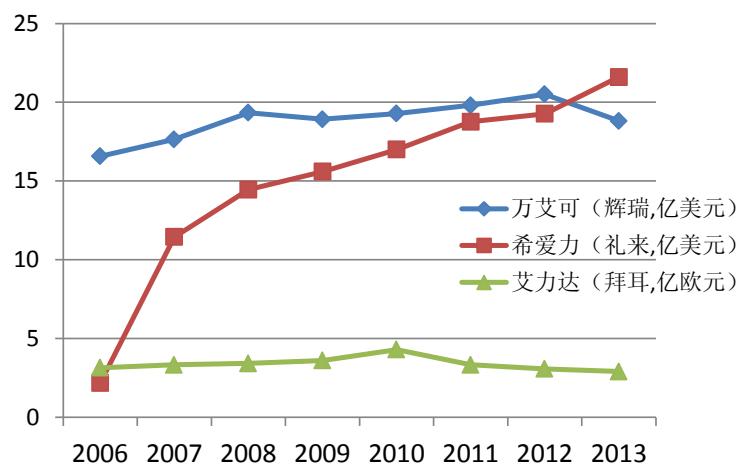
2012 年之后，西地那非在全球众多市场的专利保护到期。中国的适应症专利保护期是到 2014 年 7 月，工艺专利保护期到 2017 年。不过，由于此前有国内不少企业已进行过仿制开发，获得了新药证书和国家专利局备案的合成工艺专利，辉瑞的工艺专利保护很可能无效。预计 2014 年 7 月之后，国内的仿制药将很快上市。常山药业的西地那非原料药车间主建工程、设备招投标已完成，将同时申报车间 GMP 认证证书和西地那非生产批件，预计公司的西地那非片将于 2015 年上市。

市场空间：

中国的 ED 药物市场容量约 80 亿（包括中药），化药以辉瑞的“万艾可”（西地那非）、礼来的“希爱力”（他艾那非）、拜耳的“艾力达”（伐地那非）三个 PDE-5 抑制剂药物为主。“万艾可”进入中国最早，品牌知名度最高，在 PDE-5 抑制剂中占据主导，90%以上在零售药店销售，整体市场规模约在 10 亿元左右。

国产西地那非仿制药大量上市后，价格战不可避免，同时也会极大刺激低消费人群需求。预计未来抗 ED 化药市场将形成低端国产药为主，高端外资药（如希爱力）并存的格局。获得先发优势的国内抢仿企业将树立自己的品牌，分得主要市场。

图 28：三种 PDE-5 抑制剂全球销售额对比



数据来源：民族证券、Bloomberg

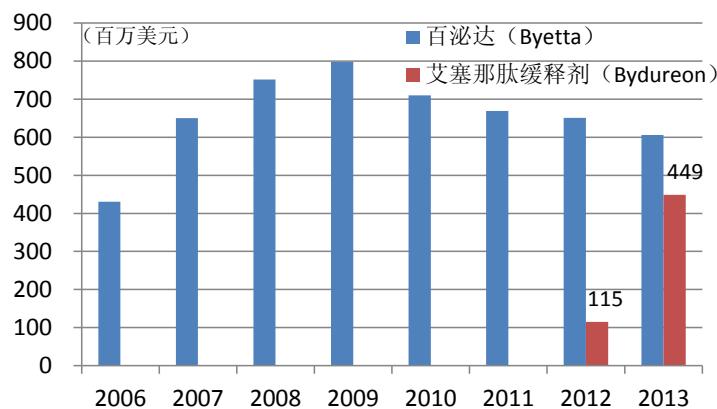
3、开发糖尿病药物“长效艾塞那肽”

公司在 2012 年 11 月，出资 1020 万元与美国 Conju Chem LLC 组建合资公司，共同开发糖尿病药物“艾塞那肽”长效药物，项目在美国和加拿大已经完成 3 个 I 期临床和 2 个 II 期临床，国内以“艾本那肽”申报 1.1 类新药，即将进入临床阶段。

艾塞那肽商品名“百泌达”，由 Amylin 公司在 2005 年开发上市，是应用 GLP-1（胰高血糖素样肽-1）降糖机理研发的革命性药物。全球销售顶峰达到 7.9 亿美元，我国销售额已经过亿。百泌达需要每天注射两次，公司拟开发的白蛋白结合型长效艾塞那肽，半衰期达到 1 周，极大提高使用方便性。国外的艾塞那肽缓释剂

“Bydureon”在2012年上市后，对百泌达替代明显，显示了长效药物的良好应用前景。

图 29：百泌达和艾塞那肽缓释剂全球销售规模



数据来源：民族证券、Bloomberg

我国企业进行“肠促胰岛素类”长效药物开发的不多。Conju Chem LLC 建立的以“重组人血白蛋白”为长效药物载体的“药物结合偶合物（DAC）技术平台”全球技术领先，并曾经成功开发过纳米微粒白蛋白结合型紫杉醇（ABRAXANE），在美国、中国、欧洲等30多个国家实现销售。双方的合作将使公司有机会借鉴国际高水平的生物药研发经验，为今后制剂研发奠定基础。

五、公司盈利预测和投资建议

1、盈利预测

表 4：常山药业主营业务预测：

		2012	2013	2014E	2015E	2016E
水针制剂	收入	291.2	428.1	552.2	706.9	883.6
	增速 (%)	234.1%	47.0%	29.0%	28.0%	25.0%
	毛利率 (%)	79.6%	80.3%	80.0%	80.0%	79.0%
肝素钠原料药	收入	276.4	250.6	238.1	273.8	309.4
	增速 (%)	-17.8%	-9.3%	-5.0%	15.0%	13.0%
	毛利率 (%)	18.2%	18.1%	18.0%	17.0%	16.0%
低分子肝素原料药	收入	7.3	25.1	50.0	98.0	160.0
	增速 (%)	0.0%	243.2%	99.3%	96.0%	63.3%
	毛利率 (%)	19.0%	19.1%	19.5%	20.0%	20.0%
合计	收入	574.9	703.8	840.3	1078.7	1353.0
	增速 (%)	35.8%	22.4%	19.4%	28.4%	25.4%
	毛利	283.3	394.0	494.4	631.6	779.5
	毛利率 (%)	49.3%	56.0%	58.8%	58.6%	57.6%

资料来源：民族证券

今年公司的无形资产摊销（成立常山凯捷健合资公司）和固定资产折旧（研发中心、肝素原料药车间建成）压力较大。限制性股票激励成本合计为3,018.85万元，2012年至2016分别摊销469.54万元、1,346.94

万元、704.92万元、365.12万元和132.33万元，对公司盈利造成一定影响。

2、投资建议：买入

预测公司2014-2016年EPS为0.75/1.01/1.26元，对应PE分别为32、24、19倍。给予“买入”评级。

公司的“低分子肝素钙制剂”去年入选国家新版基药，各地中标形势良好，构成难得发展机遇，预计今年的“低钙”制剂仍会保持30%左右的增速。伊诺肝素原料药爆发式增长，产能及时放大，将成长为重要的利润增长点。达肝素制剂已经获批，西地那非、透明质酸原料药明年会有贡献，产品单一的局面将有很大改善。

中长期看，国内低分子肝素在手术预防静脉血栓用药、血液透析等领域，仍有很大发展空间，公司产品拥有“单独定价”巨大竞争优势，成长十分确定。

3、风险提示

肝素原料药价格大幅度下降；制剂销售不达预期。

财务预测

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E	单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1123.99	829.25	1166.79	1214.67	营业收入	704.54	841.20	1079.79	1354.38
现金	245.66	749.61	10.80	795.40	营业成本	310.14	346.29	447.49	574.04
应收账款	137.27	106.43	206.38	185.97	营业税金及附加	4.67	5.58	7.16	8.98
其它应收款	9.57	14.83	16.49	22.79	营业费用	158.67	197.68	248.35	308.80
预付账款	357.38	-204.29	402.12	-148.34	管理费用	85.15	113.56	140.37	169.30
存货	374.13	162.67	531.01	358.84	财务费用	13.41	14.81	16.67	18.16
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.25	0.99	0.99	0.99
非流动资产	497.22	628.77	684.00	680.99	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产及在建	357.66	458.66	499.59	493.02	其它经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	118.13	165.74	180.05	183.61	营业利润	132.25	162.30	218.75	274.12
其他	21.44	4.37	4.36	4.36	营业外收支	2.50	4.63	4.63	4.63
资产总计	1621.22	1458.02	1850.79	1895.65	利润总额	134.75	166.93	223.39	278.76
流动负债	313.27	8.18	132.62	18.99	所得税	19.53	25.04	33.51	41.81
短期借款	263.80	0.00	74.13	0.00	净利润	115.22	141.89	189.88	236.94
应付账款	49.47	8.18	58.49	18.99	少数股东损益	0.04	0.04	0.04	0.04
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	115.18	141.85	189.84	236.90
非流动负债	22.43	22.43	100.88	22.43	EBITDA	162.62	190.21	249.84	305.94
长期借款	0.00	0.00	78.46	0.00	EPS (元)	0.61	0.75	1.01	1.26
其他	22.43	22.43	22.43	22.43					
负债合计	335.70	30.60	233.50	41.42					
少数股东权益	56.20	56.24	56.28	56.32					
股本	188.42	188.42	188.42	188.42					
资本公积金	718.61	718.61	718.61	718.61					
留存收益	322.29	464.14	653.98	890.88					
归属母公司股东权益	1229.32	1371.17	1561.01	1797.91					
负债和股东权益	1621.22	1458.02	1850.79	1895.65					
现金流量表					主要财务比率				
单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-12.29	919.62	-812.66	958.41	成长能力				
净利润	115.25	137.95	185.94	233.00	营业收入	22.41%	19.40%	28.36%	25.43%
折旧摊销	17.42	27.47	30.78	32.03	营业利润	24.65%	22.72%	34.79%	25.31%
财务费用	13.41	14.81	16.67	18.16	归属母公司净利润	16.24%	23.15%	33.83%	24.79%
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
营运资金变动	-285.85	756.04	-1028.43	694.49	毛利率	55.98%	58.83%	58.56%	57.62%
其它	127.49	-16.65	-17.63	-19.27	净利率	16.35%	16.87%	17.58%	17.49%
投资活动现金流	-267.65	-156.06	-83.06	-26.06	ROE	9.37%	10.35%	12.16%	13.18%
资本支出	0.00	-160.00	-87.00	-30.00	ROIC	14.74%	10.25%	26.56%	12.93%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力				
其他	-267.65	3.94	3.94	3.94	资产负债率	20.71%	2.10%	12.62%	2.18%
筹资活动现金流	4.52	-259.61	156.91	-147.75	净负债比率	3.16%	-50.94%	10.15%	-41.69%
短期借款	-263.80	74.13	-74.13	0.00	流动比率	3.59	101.42	8.80	63.96
长期借款	0.00	78.46	-78.46	0.00	速动比率	2.39	81.52	4.79	45.06
普通股增加	0.00	0.00	0.00	-188.42	营运能力				
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	-718.61	总资产周转率	0.43	0.58	0.58	0.71
其他	268.32	-412.20	309.50	759.28	应收账款周转率	5.13	7.90	5.23	7.28
现金净增加额	-275.41	503.95	-738.81	784.60	存货周转率	0.83	2.13	0.84	1.60

数据来源：贝格数据，民族证券

分析师简介

纪钢，美国普度大学工商管理硕士，南开大学学士。先后在强生制药，国金证券工作过，有丰富的医药行业，投资分析经验。

联系人简介

张树声，大连医科大学临床医学专业学士，伊利诺斯州立大学、美国洛克菲勒大学分子生物学博士后，美国咨询机构、北京生物技术和新医药产业促进中心工作经验。

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 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 号盘古大观 A 座 40 层(100101)