

锐意进取的肝素制剂龙头企业

常山药业（300255.SZ）

推荐 首次评级

投资要点：

- **锐意进取，产业链不断完善提升盈利能力：**公司是由高树华先生控股的民营企业，自成立以来，一直锐意进取，产业链从上游肝素粗品向下游原料药、制剂、医疗服务不断延伸，已经发展成为国内少数拥有完整肝素产品产业链的企业之一。产业链的不断完善极大提升了公司整体盈利能力。
- **核心品种万脉舒继续保持高增长，肝素制剂不断丰富：**万脉舒凭借优异的质量和单独定价优势，在国内低分子肝素制剂中保持领先地位，是最有可能完成进口替代的产品，叠加基药新中标情况良好为产品开辟了新的增长空间，预计未来将维持 30% 的复合增长。此外，达肝素的获批以及后续产品推出将不断丰富产品线，巩固公司在肝素领域的领先优势。
- **肝素原料药业务有望企稳回升：**公司原料药盈利近几年在持续下滑。我们判断随着主要原料药生产企业本轮产能扩张的结束，供需格局进入新一轮相对的稳态，肝素原料药的出口价格有望企稳，带动公司相关业务盈利水平企稳回升。
- **储备产品不乏潜力大品种：**西地那非、透明质酸、艾本那肽均是过亿级别的潜力品种。后续丰富的品种储备保障了公司的长期发展。
- **预测与估值建议：**我们认为公司产业链不断完善极大的提升了整体盈利能力。万脉舒在竞争格局良好以及新开辟基层市场的双轮驱动下有望维持在 30% 以上的增长；西地那非、透明质酸钠、艾本那肽等重磅新产品的陆续推出将推动公司踏上更加快速的增长轨道，我们预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.71、0.98 和 1.38 元，同比增速分别为 16%、37% 和 40%。首次给予“推荐”评级。
- **主要风险因素：**原料药业务盈利继续低于预期。

主要财务指标

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	575.56	704.54	825.75	1,012.22	1,252.46
收入增长率%	35.91%	22.41%	17.20%	22.58%	23.73%
EBITDA（百万元）	123.28	163.33	186.72	247.07	335.72
净利润（百万元）	98.99	115.22	133.88	184.46	259.42
摊薄 EPS（元）	0.53	0.61	0.71	0.98	1.38
PE	50.77	43.68	37.59	27.28	19.40
EV/EBITDA	38.59	31.30	27.49	20.51	14.85
PB	4.47	3.91	3.57	3.19	2.76

资料来源：中国银河证券研究部

分析师

郭思捷 行业分析师

✉: guosijie@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513090001

市场数据	时间 2014.9.12
A 股收盘价(元)	26.70
A 股一年内最高价(元)	29.92
A 股一年内最低价(元)	21.50
上证指数	2331.95
市净率	4.09
总股本（万股）	18841.87
实际流通 A 股（万股）	12242.32
限售的流通 A 股（万股）	6599.55
流通 A 股市值(亿元)	32.69

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

1、锐意进取，产业链不断完善提升盈利能力：公司是由高树华先生控股的民营企业，自成立以来，一直锐意进取，产业链从上游肝素粗品向下游原料药、制剂、医疗服务不断延伸，已经发展成为国内少数拥有完整肝素产品产业链的企业之一。产业链的不断完善极大提升了公司整体盈利能力。

2、核心品种万脉舒继续保持高增长，肝素制剂不断丰富：万脉舒凭借优异的质量和单独定价优势，在国内低分子肝素制剂中保持领先地位，是最有可能完成进口替代的产品，再加上基药新中标情况良好为产品开辟了新的增长空间，预计未来将维持 30%的复合增长。此外，达肝素的获批以及后续产品推出将不断丰富产品线，使公司成为肝素制剂的专家。

3、肝素原料药业务有望企稳回升：公司原料药盈利近几年在持续下滑。我们认为随着主要原料药生产企业本轮产能扩张已经结束，供需格局进入新一轮相对的稳态，肝素原料药的出口价格有望企稳，带动公司相关业务盈利水平企稳回升。

4、储备产品不乏潜力大品种：西地那非、透明质酸、艾本那肽均是过亿级别的潜力品种。后续丰富的品种储备保障了公司的长期发展。

我们与市场不同的观点:

市场普遍认为公司原料药业务将进一步下滑，我们认为在供需格局进入新一轮稳态的情况下，公司原料药业务有望企稳回升。

估值与投资建议:

我们认为公司产业链不断完善极大的提升了整体盈利能力。万脉舒在竞争格局良好以及新开辟基层市场的双轮驱动下有望维持在 30%以上的增长；西地那非、透明质酸钠、艾本那肽等重磅新产品的陆续推出将推动公司踏上更加快速的增长轨道，我们预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.71、0.98 和 1.38 元，同比增速分别为 16%、37%和 40%。首次给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂:

- 1、万脉舒销售超预期；
- 2、布局医疗服务领域进度超预期。

主要风险因素:

原料药业务盈利继续低于预期。

目 录

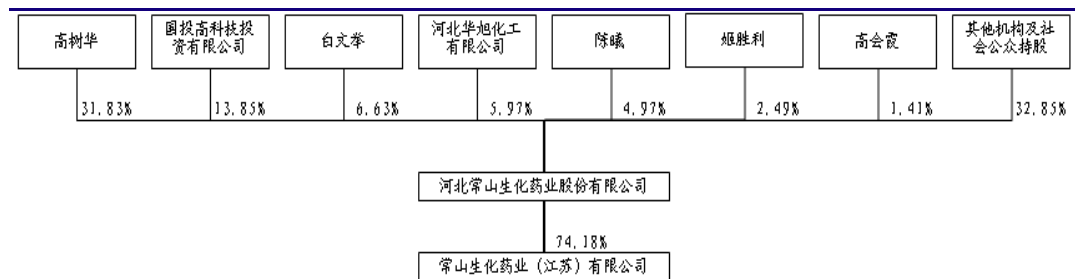
一、锐意进取的肝素制剂龙头企业.....	1
（一）个人控股的肝素制剂龙头企业.....	1
（二）锐意进取，产业链向下游不断延伸.....	2
二、肝素制剂竞争优势明显，将继续保持高增长.....	4
（一）需求预期良好，抗血栓药物保持快速增长.....	4
（二）肝素类抗凝血药物需求强劲.....	5
（三）国内市场以低钙为主，万脉舒定价优势明显.....	7
三、肝素原料药业务触底.....	10
四、储备产品丰富，支持长期发展.....	13
（一）西地那非：抢滩伟哥，分享百亿市场.....	13
（二）透明质酸：整形等需求推动市场蓬勃发展.....	14
（三）艾本那肽：糖尿病用药明日之星.....	16
五、民营资本发展透析服务步入黄金时代.....	17
六、盈利预测与估值建议.....	17
七、风险因素.....	18
插图目录.....	20
表格目录.....	20

一、锐意进取的肝素制剂龙头企业

(一) 个人控股的肝素制剂龙头企业

公司创建于 2000 年 9 月 28 日，专注于肝素系列产品的研发、生产和销售，于 2009 年 9 月被认定为国家级高新技术企业，并被列入国家“十二五”规划的“重大新药创新”项目。2011 年 8 月在深圳证券交易所挂牌上市。高树华先生持有公司 31.83% 的股份，是公司的实际控制人，担任公司董事长。高树华先生国内肝素领域的知名专家，同时是具有卓越执行力和管理能力的民营企业企业家。

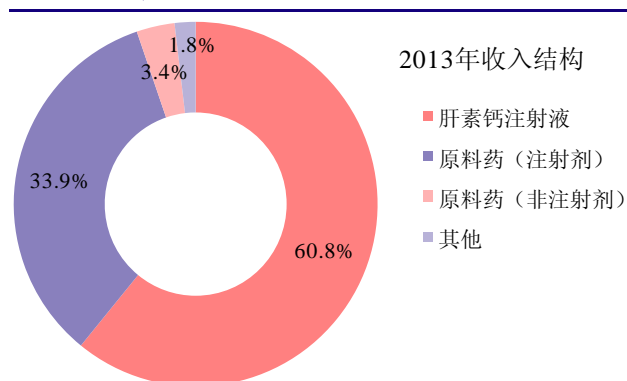
图 1：公司持股结构



资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

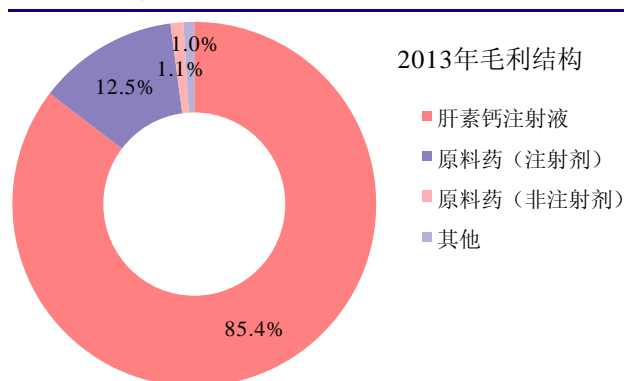
公司专注于肝素系列产品的研发与生产，是国内少数拥有完整肝素产品产业链、能够同时从事肝素钠原料药和肝素制剂药品研发、生产和销售的龙头企业之一，主导产品为肝素钠原料药、低分子量肝素钙注射液、肝素钠注射液等。2013 年，肝素钙注射液和肝素原料药占公司收入比重分别为 61% 和 37%，占公司毛利比重分别为 85% 和 14%，是公司收入和利润的主要来源。此外，公司储备品种丰富，即将报生产以及在研的产品包括西地那非、透明质酸、艾本那肽等，均是潜力巨大的品种。

图 2：2013 年公司收入结构



资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

图 3：2013 年公司毛利结构

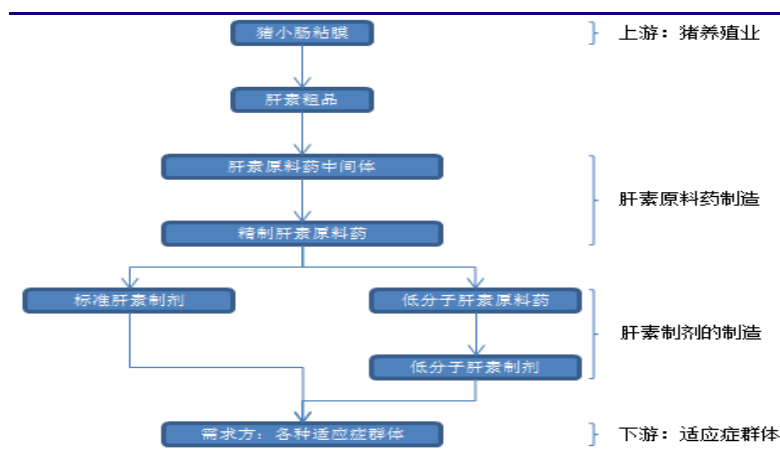


资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

（二）锐意进取，产业链向下游不断延伸

公司是国内少数几家集精制肝素原料药、标准肝素制剂及低分子量肝素制剂于一体的肝素类生产企业，公司完整的产业链格局能够更好的实现药品生产全过程的质量控制，产品有较强的可追溯性，同时有助于公司有效分散、抵消原料药价格及供应的波动风险，从而维持长期、稳定的盈利能力。肝素产业链如下图所示：

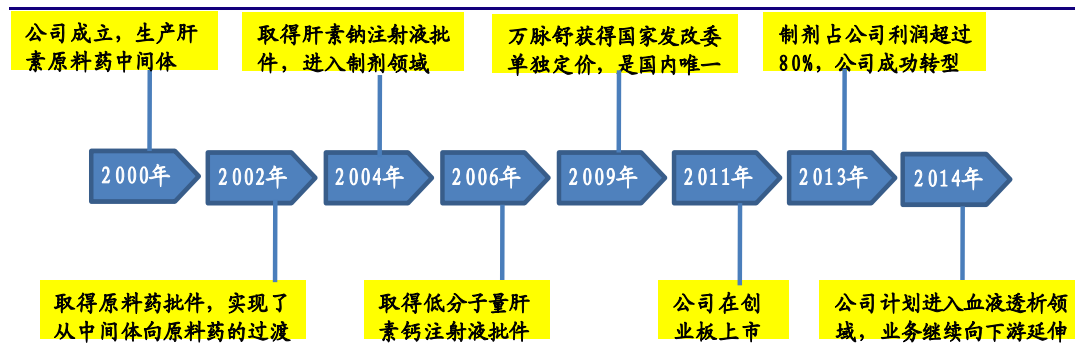
图 4：肝素产业链结构



资料来源：中国银河证券研究部

在 2000 年成立之初，公司的业务收入仅来源于肝素原料药中间体的生产和销售，处于产业链最上游，之后在 2002 年便取得了肝素钠原料药（注射剂）的注册批件，实现了由中间体向原料药跨越的一地步。2002-2008 年正值我国肝素原料药业务爆发的时期，常山药业依靠原料药的销售取得了很好的业绩增长。但公司并未因此就放弃了进取，而是未雨绸缪的开始布局制剂领域：04 年获得肝素钠注射液批件，06 年又获得低分子肝素钙注射液批件，商品名万脉舒。2009 年，凭借高标准的工艺技术，万脉舒获得国家发改委单独定价，是国内肝素制剂企业中唯一获得单独定价的产品。凭借高品质及单独定价的政策优势，万脉舒取得了连续 5 年的高增长，2013 年终端规模突破 5 亿元，占公司利润比重超过 80%，公司成功实现原料药企业向制剂企业的转型。2014 年，公司又计划进入血液透析服务领域，业务向下游进一步延伸。

图 5：公司业务发展示意图



资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

我们认为，公司管理层具备很好的战略眼光，目前公司已经形成了完整的肝素产业链，并且布局多个重磅用药领域，为公司长远发展奠定了坚实的基础。

(三) 股权激励建立长效激励机制

为增强核心团队凝聚力，公司于 2012 年实施了股权激励计划，向 43 名激励对象授予了 507.37 万股限制性股票，进一步建立健全长期激励与约束机制，有效地将股东、管理人员、核心业务人员、核心技术人员及骨干人员的利益结合在一起，促进公司经营效率的提升，进而促进实现公司和股东价值最大化。

表 1：公司股权激励计划股票解锁的业绩条件

锁定期	解锁安排	公司业绩考核条件	解锁比例
自授予日起 12 个月为禁售期	第一批：授予日 12 个月后至 24 个月	2012 年度加权平均净资产收益率不低于 9%；以 2011 年为基准，净利润增长率不低于 25%。	25%
	第二批：授予日 24 个月后至 36 个月	2013 年度加权平均净资产收益率不低于 9%；以 2011 年为基准，净利润增长率不低于 50%。	25%
	第三批：授予日 36 个月后至 48 个月	2014 年度加权平均净资产收益率不低于 9.5%；以 2011 年为基准，净利润增长率不低于 80%。	25%
	第四批：授予日 48 个月后至 60 个月	2015 年度加权平均净资产收益率不低于 10%；以 2011 年为基准，净利润增长率不低于 110%。	25%

资料来源：公司公告中国银河证券股份有限公司

二、肝素制剂竞争优势明显，将继续保持高增长

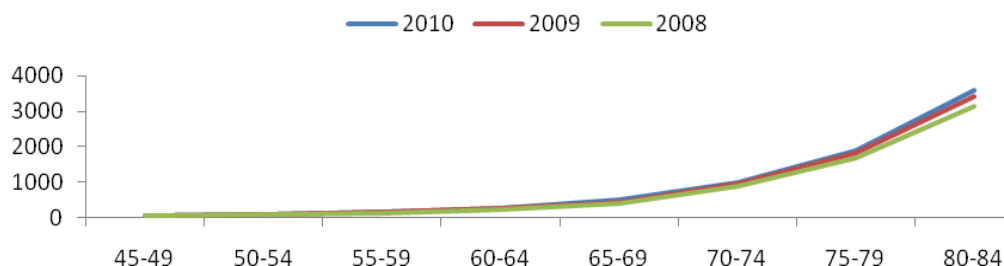
肝素制剂是公司收入和利润的主要来源，核心品种为低分子肝素钙注射液，此外还有肝素钠注射液、达肝素等品种。肝素制剂属于抗血栓用药领域中的抗凝血药物。

（一）需求预期良好，抗血栓药物保持快速增长

血栓病是由于血栓引起的血管腔狭窄与闭塞，使主要脏器发生缺血和梗塞而引发机能障碍的各种疾病。属于心脑血管疾病。

全球每年心脑血管疾病夺走 1200 万人的生命，接近世界总死亡人数的 1/4，是人类健康的头号大敌。在人口老龄化、生活环境及膳食习惯的变化等多重因素的推动下，我国心脑血管病的发病率和死亡率逐年增高，中国每年死于心脑血管疾病的人数达到 260 万人以上，存活的患者 75% 致残，其中 40% 以上重残。根据 2012 年国家卫计委发布的数据，心脑血管疾病超过恶性肿瘤，成为我国人民健康的第一大杀手：城市死亡人口中有 41.06% 死于心脑血管疾病，农村死亡人口中有 38.75% 死于心脑血管疾病。

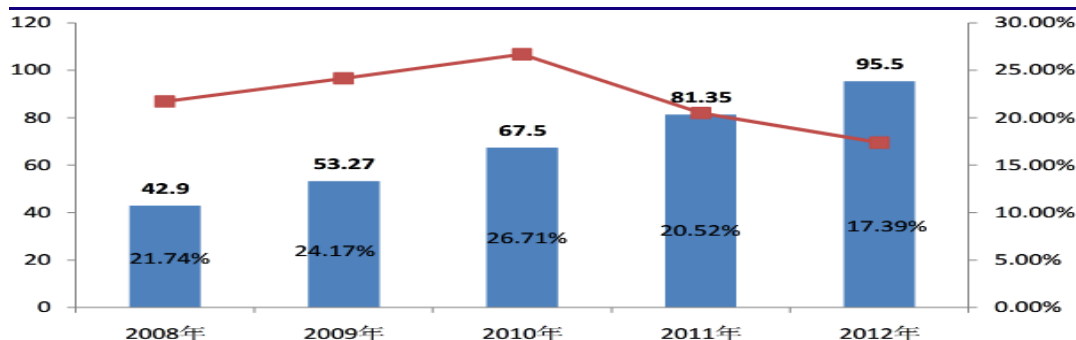
图 6：我国心脑血管病、血栓类疾病死亡率情况（单位：1/10 万）



资料来源：中国卫生统计年鉴

抗血栓药用于血栓栓塞性疾病的预防与治疗，且以预防为主。临床主要用于急性心肌梗塞和中风栓塞的治疗及预防，可降低再梗塞率及死亡率；还可用于防止心脏瓣膜置换术后血栓形成、外周闭塞性血管疾病、间歇性跛行、不稳定型心绞痛等的治疗。在需求拉动下，我国抗血栓药物市场保持了快速增长，过去 5 年的复合增长率达到 22%，2012 年市场规模达到 95.5 亿元。

图 7：2008-2012 年抗血栓药物制剂市场整体规模及增长情况



资料来源：米内网医药数据库中国银河证券股份有限公司

(二) 肝素类抗凝血药物需求强劲

根据不同的抗血栓机制，全部抗血栓药可分为三类：抗凝血药、抗血小板聚集药以及溶血栓药三类，肝素属于抗凝血药中的主要品种。

表 2：抗血栓药的分类及代表药品

种类	适应症	作用机理	代表药品
抗血小板聚集药	抑制和预防血栓形成	通过抑制血小板的粘附、聚集和释放功能，可抑制血栓形成。	阿司匹林、氯吡格雷、奥扎格雷、西洛他唑、替罗非班、依替巴肽
抗凝血药	抑制和预防血栓形成	通过干扰凝血因子，抑制凝血过程来防治高凝状态或血栓形成。	法华林、肝素、低分子量肝素、水蛭素、比伐卢定
溶栓药	血栓形成后的溶栓	内源性或外源性纤溶酶原激活剂，可直接或间接激活纤溶酶原，使纤溶酶原转化为纤溶酶，从而降解纤维蛋白，溶解血栓。	尿激酶、阿普替酶

资料来源：中国银河证券研究部

尽管同属于抗血栓药物，但三类药品表现却各不相同。抗血小板药物作为主力军，市场份额占比一直维持在 60% 以上，保持着较快的增长；溶栓药市场份额下降明显，主要原因是病人用药差异性和药物不良预后的影响；以肝素制剂、低分子肝素制剂为代表的抗凝血类药品的市场份额逐渐上升，板块扩容速度是近年来三个板块中最明显的。

表 3：2008-2012 年血栓药物制剂主要品类市场增长状况

品类	2008	2009	2010	2011	2012
抗血小板凝集药	27.61%	29.83%	35.91%	24.06%	12.82%
抗凝血药	18.20%	33.00%	48.50%	18.81%	22.07%
溶血栓药	0.06%	1.77%	12.61%	-0.11%	-4.75%

资料来源：米内网 中国银河证券研究部

肝素类药物多年来一直占据抗凝血药物市场主导地位，2013 年占市场份额比重为 63.4%，代表品种有低分子肝素钠、低分子肝素钙、肝素钠、肝素钙。

临床上最初应用的肝素称之为标准肝素，主要用于抗凝血、抗血栓。但是，标准肝素在临床应用过程中易导致出血、血小板减少，同时临床应用不方便，在使用标准肝素的同时，为防止大出血的风险，还需在必要的时候使用其他药物对其进行拮抗。

为了弥补肝素的上述缺点，20 世纪 80 年代末，欧洲首先研发出了低分子量肝素。低分子量肝素是标准肝素经化学或酶法解聚而得，平均分子量是标准肝素的 50% 左右。低分子量肝素与血浆蛋白的非特异结合率低，与内皮细胞的粘附力远较标准肝素小，生物利用度高达 98% 以上，降低了出血的危险性，并且临床应用更加简便。自问世以来，低分子量肝素逐渐成为治疗急性静脉血栓和急性冠脉综合症（心绞痛、心肌梗塞）等疾病的首选药物。

此外，低分子量肝素的临床适应症还在不断扩展。近年来，国内外陆续发现肝素在血液系统疾病、心脏病、体外循环手术、血液净化疗法、显微外科、肺内科、肾病、产科、儿科、眼科等 12 个大的临床学科的 40 余种疾病的治疗中都发挥了较好的作用，更多的临床应用将进一步释放低分子量肝素的潜力。

表 4: 低分子肝素钙制剂的主要临床应用

科室	临床应用
心内科	心绞痛、心肌缺血、心肌梗死、支架介入术后、房颤等
肾内科	肾小球疾病、增殖性肾炎、透析抗凝
神经内科	缺血性脑卒中
骨科	髋、膝关节置换术、骨折手术、预防静脉栓塞
普外	手术预防静脉血栓
妇科	孕期并发血栓疾病、羊水栓塞、宫内死胎
呼吸科	慢阻肺、肺栓塞、哮喘、肺气肿并发症

资料来源：中国银河证券研究部

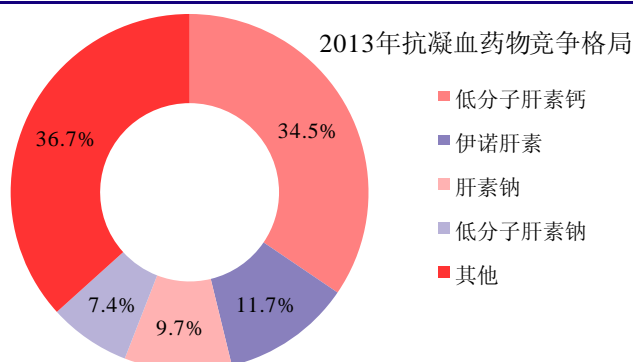
目前全球低分子肝素制剂的主导品牌有 4 种，法国赛诺菲-安万特生产的依诺肝素钠、美国辉瑞制药生产的达肝素钠、英国葛兰素史克生产的那曲肝素钙和丹麦利奥生产的亭扎肝素钠，其中依诺肝素钠市场占有率最高。

依诺肝素由赛诺菲安万特公司于 1993 年在美国上市，商品名为克赛，上市以来一直是该公司最畅销的药物。1997 年，该药销售额为 4.68 亿美元，在 2009 年曾创下 42.2 亿美元的佳绩。2010 年以后销售额逐年下滑：2010 年销售额为 37.2 亿美元，2011 年为 29.4 亿美元，2012 年为 28.8 亿美元。虽然近 3 年依诺肝素销售额有所下降，但该药依然是全球研究最充分、循证医学支持最多的低分子肝素，继续占据肝素类药物市场的主导地位。

（三）国内市场以低钙为主，万脉舒定价优势明显

在我国市场销售的肝素制剂主要有标准肝素、低分子肝素钙、伊诺肝素、低分子肝素钠。根据米内网数据，在样本医院用药金额中排名最高的是低分子肝素钙，销售金额为 3.4 亿元；接下来是伊诺肝素 1.2 亿元，肝素钠 9500 万元，低分子肝素钠 7300 万元，四个产品占抗凝血药物市场的比重分别为 34.5%、11.7%、9.7%和 7.4%，合计占比达到 63.4%。

图 8：2013 年抗凝血药物竞争格局



资料来源：中国银河证券研究部

尽管在国际市场上伊诺肝素一直占据肝素制剂龙头的位置，但在国内市场，低分子肝素钙表现却更为优异：2013 年样本医院低钙销售金额达到 3.4 亿元，8 年复合增长率达到 24%；而伊诺肝素销售金额为 1.2 亿元，8 年复合增速为 18%。目前我国低分子肝素制剂共有十多家企业生产，其中低分子肝素钙主要有 7 家企业参与竞争，进口企业 1 家，国产企业 6 家，市场竞争相对较为缓和。依诺肝素钠由赛诺菲安万特在 2003 年进口我国，06 年杭州九源基因的仿制药上市，目前国内已批生产企业有 4 家。

表 5：低分子肝素制剂主要生产企业及中标价一览

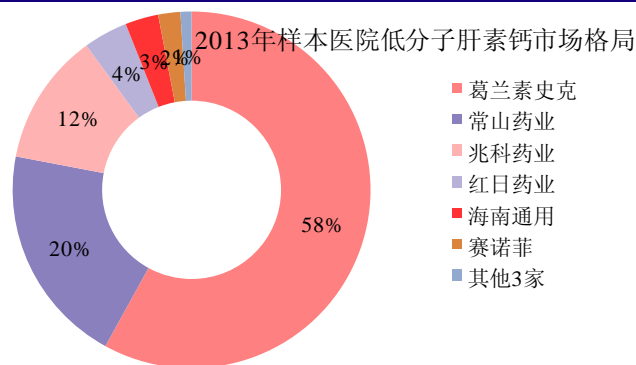
生产企业	产品名称	商品名	剂型	中标价
葛兰素史克	低分子肝素钙注射液	速碧林	注射液	54.7 元（0.4ml:4100IU）
河北常山药业	低分子量肝素钙注射液	万脉舒	注射液	51.2 元（0.4ml:4100IU）
合肥兆科药业	注射用低分子肝素钙	立迈青	冻干针	55 元（5000IU）
深圳赛保尔	低分子肝素钙注射液	赛博利	注射液	21.57 元（5000IU）
天津红日药业	低分子量肝素钙注射液	博璞青	注射液	19.92 元（0.4ml:4000IU）
海南通用同盟药业	低分子量肝素钙注射液	尤尼舒	注射液	21.87（5000IU）
广东天普生化	低分子量肝素钙注射液		注射液	25.8 元（5000IU）
赛诺菲安万特	低分子肝素钠注射液	克赛	注射液	52.08 元（0.4ml:4000IU）
杭州九源基因	低分子肝素钠注射液		注射液	40.29 元（0.4ml:4000IU）
深圳天道医药	低分子肝素钠注射液		注射液	
南京健友生化制药	低分子肝素钠注射液		注射液	

资料来源：中国银河证券研究部

在低分子肝素钙的销售企业中，销售额排名前 3 位的企业分别是 GSK、常山药业、合肥兆科，占比分别为 58%、20%和 12%。GSK 凭借原研优势以及价格优势，一直占据着国内过

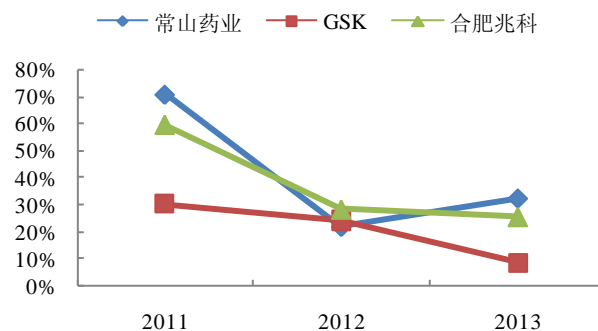
半的市场，但是近几年增速已经显著放缓。而常山药业的万脉舒，凭借优异的质量和单独定价的优势，近几年增长迅猛，进口替代的趋势日益明显。

图 9: 2013 年样本医院低分子肝素钙市场格局



资料来源: 米内网 中国银河证券研究部

图 10: 2013 年样本医院伊诺肝素市场格局



资料来源: 中国银河证券研究部

我们看好公司的万脉舒，预计未来几年仍将保持 30% 左右的增长：

1) 抗凝血药物市场仍会提供 15-20% 的基础增速；

2) 万脉舒是国内唯一一家获得单独定价的产品，定价接近原研产品，相对高的价格给予公司足够的空间进行学术推广，是最有可能进行进口替代的国内产品；

3) 新进基药后中标情况良好，拓展基层市场将开辟新的增长空间。13 版基药目录新增了低分子量肝素注射液，之前市场担心公司产品在基药招标过程中价格难以维持，但从目前招标情况来看，价格下降幅度可以基本可以忽略（不到 10%），新中标的基层市场将给公司开辟新的成长空间。

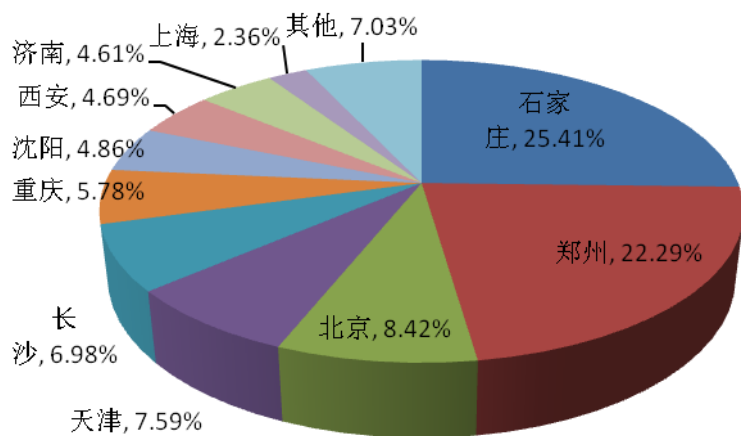
表 6: 万脉舒基药招标中标情况

0.4ML: 4100IU	时间	价格
吉林	2014.5.26	50.1
广东		47.96（比 2009 年降 7.6%）
山东	2014.3.14	48.26
上海	2014.3.14	51.73

资料来源: 米内网 中国银河证券研究部

分区域来看，目前公司的销售主要集中在河北、河南、北京、天津等地，其余地区还有待开拓。从覆盖医院来看，公司目前覆盖医院数量仅 500 多家，而全国二、三级医院总数已经超过 7500 家，并且在一系列政策之后，其目标市场发生了增量式的扩张，因此万脉舒可提升空间还很大。

图 11：2012 常山药业低分子肝素制剂城市竞争格局



资料来源：米内网医药数据库

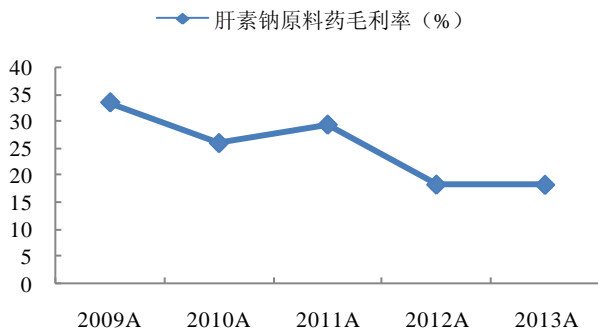
此外，母公司已经获得达肝素的生产批件，还在申请那屈肝素钙、依诺肝素钠、依诺肝素钠注射液等产品。其子公司生产的低分子肝素钙注射液（安瓿，预冲式注射液）也将要获批。未来随着肝素制剂的丰富，将进一步巩固公司的龙头地位。

三、肝素原料药业务触底

我国肝素原料药生产企业约有 50 家，2013 年出口量 其中前十大企业的出口额占比高达 90%，集中度非常高，包括深圳海普瑞、南京健友生化、烟台东诚生化、常州千红生化、河北常山生化和青岛九龙生物等 6 家最主要的肝素原料药生产企业也是最主要的出口供应商，累计出口额占比达 75%。此外，浙江惠隆、淮安麦德森、江苏汇鸿等几家肝素粗品企业排在出口第二梯队。

近年来，肝素原料药行业的盈利水平一直在逐年下滑，在大环境的影响下，公司的原料药业务毛利率也从 09 年的 33.4% 下滑到 13 年的 18.14%。

图 12：公司肝素原料药业务毛利率水平持续走低



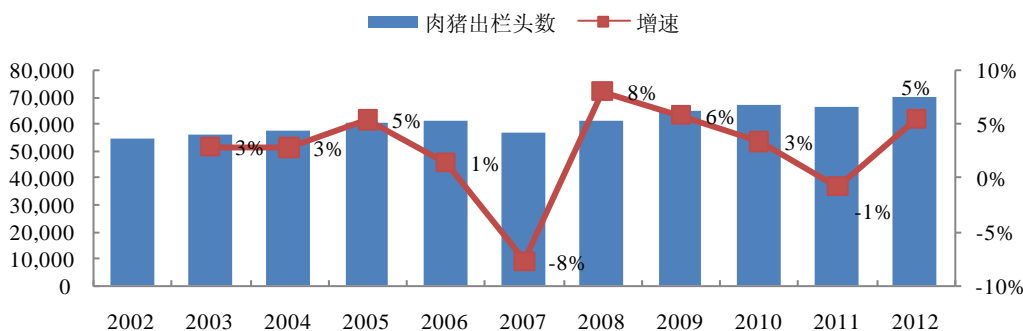
资料来源：米内网 中国银河证券研究部

我们认为肝素原料药业务毛利率下滑主要来自几方面的原因：

1) 短期粗品供应还略有制约

肝素天然存在于哺乳动物的肺、肝脏以及小肠之中，是人类迄今为止已知的分子结构最复杂的化合物，短期内无法人工合成，目前主要从猪的小肠粘膜中提取肝素粗品进而获得，因此肝素原料药的上游是生猪养殖业。

图 13：我国肉猪出栏头数增长缓慢



资料来源：Wind 中国银河证券研究部

我国是世界上主要的生猪饲养地，目前年生猪出栏量稳定在 6 亿多头，生猪出栏量占世界生猪出栏量的 50% 左右，为肝素行业提供了充足的原料来源。但是由于我国的生猪饲养的规

模化和集约化程度较低, 100 头以上的规模化养殖只占养殖总量的 49%, 用于生产肝素的生猪小肠利用率还不高 (约 70%); 此外, 我国肝素粗品呈分散化、作坊式生产方式, 大部分的生产厂商设备粗陋, 工艺简单平均 2000 根小肠生产 1 亿单位粗品, 此现状对肝素粗品的制造加工形成了一定的制约。

短期来看, 由于上述原因, 我国肝素粗品的供应还略有制约, 粗品的价格下行空间不大。从中长期看, 假设未来生猪出栏头数达到 7.5 亿头, 小肠利用率达到 90%, 每亿单位粗品耗小肠数量 1800 根, 肝素粗品到小肠原料药收率达到 90%, 则可满足 33.75 万亿单位肝素原料药的生产, 足以满足下游供应。

表 7: 我国肉猪出栏头数增长缓慢

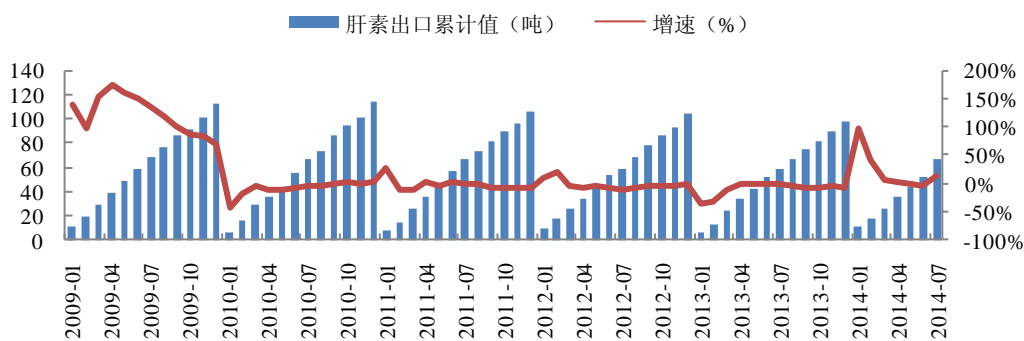
	2012	未来预期
生猪出栏头数	6.9 亿	7.5
小肠利用率	70%	90%
每亿单位粗品耗小肠数量	2000	1800
肝素粗品到原料药收率	85%	90%
可供应肝素原料药	20.53 万亿单位	33.75 万亿单位

资料来源: Wind 中国银河证券研究部

2) 产能扩张导致供给过剩, 出口价格一路下行

全球肝素原料药生产主要集中在欧洲和美国, 这三个地区的供应量占全球 95% 以上。我国肝素钠原料药供应量位居全球首位, 占全球供应量的 50% 以上。2010 年全球肝素原料药市场容量约 30.9 万亿单位, 2013 年约 38 万亿单位 (按照年均 8% 的增速计算), 预计未来几年仍可保持 5-8% 的增速。而同期我国肝素出口的形势却并不乐观, 自 2010 年起就基本处于负增长, 显示出下游需求的低迷。

图 14: 我国肝素出口累计值及增速



资料来源: Wind 中国银河证券研究部

我国主要原料药生产企业自 2010 年起纷纷上市, 进而进行了大规模扩产。海普瑞、千红制药、常山药业、东诚生化四家企业 2010 年产能合计 9.25 万亿单位, 到今年已经达到 23 万亿单位, 产能扩张年复合增长达到 26%。

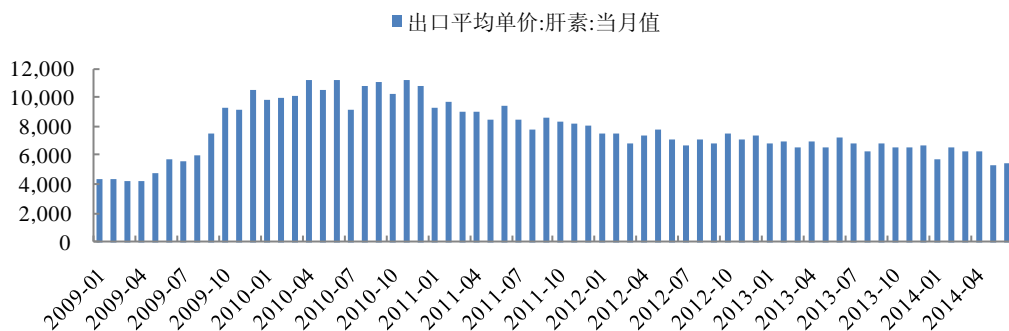
表 8: 主要原料药生产企业产能扩张进度

万吨单位	2009	2010	2011	2012	2013	2014
海普瑞	5	5	7.5	7.5	10	10
千红制药	2.2	2.2	2.2	3.3	5	5.5
常山药业	0.8	0.85	1	2	3	3.85
东诚生化	1.2	1.2	1.2	1.2	3	4
合计	9.2	9.25	11.9	14	21	23.35

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

经过新一轮的产能扩张,我国肝素原料药的生产能力已经远远大于下游的需求,导致肝素出口价格不断下行。2010 年出口价格基本维持在 10000 美元/千克,2013 年已经下滑到 7000 美元/千克以下,今年更是进一步跌到约 5500 美元/千克。

图 15: 肝素出口价格



资料来源: Wind 中国银河证券研究部

我们判断公司原料药业务有望企稳回升:

1) 理论上我国肝素粗品供应充足。随着我国生猪养殖集约化程度提高,肝素粗品提取效率提升,未来粗品的价格还有一定的下行空间,能够有效缓解下游成本压力;

2) 主要原料药生产企业本轮产能扩张已经结束,供需格局进入新一轮相对的稳态,出口价格有望企稳回升。

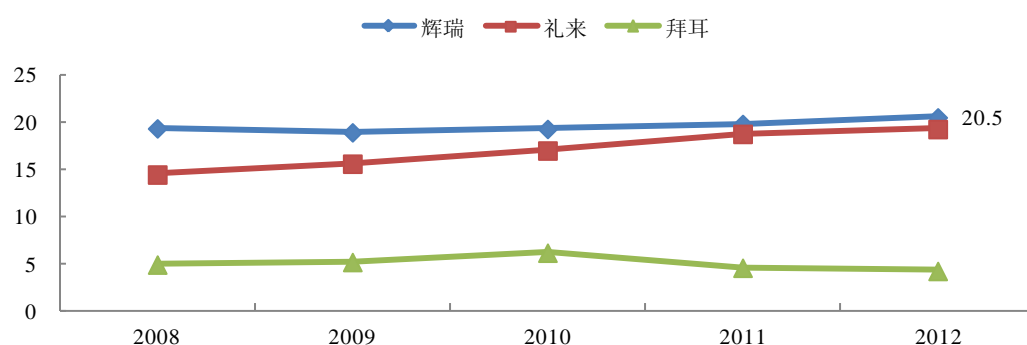
目前公司新建原料药产能已经投产,新增肝素钠产能 30000 亿单位,依诺肝素 3000 公斤、那曲肝素 3000 公斤、达替肝素 3000 公斤。低分子肝素原料药价格较高,有望提升原料药整体盈利水平。

四、储备产品丰富，支持长期发展

(一) 西地那非：抢滩伟哥，分享百亿市场

伟哥主要用于治疗勃起功能障碍，目前三种品牌的伟哥占据市场大部分份额：辉瑞生产的 Viagra(万艾可，西地那非)，拜耳生产的 Levitra(艾力达，阿伐那非)和礼来生产的 Cialis(希爱力，他达那非)。2012 年三种品牌的伟哥全球销售额合计 45 亿美元。

图 16：三种品牌的伟哥全球销售情况



资料来源：中国银河证券研究部

我国市场上同类药物基本被美国辉瑞万艾可垄断。而随着 2014 年 7 月万艾可在国内的专利到期，辉瑞独霸中国市场的局面即将终结，国内企业纷纷抢滩伟哥市场，希望能在国内庞大的市场中分一杯羹。据临床材料统计，目前我国 3 亿成年男性中，ED 患者竟高达上亿人。相关市场需求达数百亿。

2004 年辉瑞的万艾可在中国取得药店零售准入证，2006 年拜耳公司的艾力达也争取到了这一资格，2007 年礼来希爱力获准进入零售药店渠道，目前在同类产品中的全国市场份额已经超越 30%，在个别大城市已经超越 50%。万艾可在国内的售价为每粒 128 元，国内仿制药上市后有望凭借价格优势快速抢占市场。

表 9：三种伟哥目前国内零售价

	国内零售价
万艾可（辉瑞）	128 元/片
艾力达（拜耳）	90 元/片
希爱力（礼来）	112 元/片

资料来源：中国银河证券研究部

目前白云山的仿制药处于“审批完毕，待制证”状态，将是国内首家上市的仿制药。而常山药业通过收购常州泰康制药，已经获得了枸橼酸西地那非的相关专利，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，预计 2015 年可以上市销售，有望成为国内第二家上市的企业。

（二）透明质酸：整形等需求推动市场蓬勃发展

透明质酸（hyaluronan; HA）是一种酸性粘多糖，在皮肤和其它组织中广泛存在，具有极好的保湿作用，在化妆品中被广泛用做保湿剂。此外，由于无毒、无抗原性、无趋化作用，不引起异物反应以及不与血液细胞和蛋白发生相互作用的特点，透明质酸在医疗领域的应用也获得了极大的认可：

在药品领域，透明质酸主要作为添加剂，利用其良好的生物相容性减少药物刺激、降低药物副作用，如加入滴眼液用于干眼症、角膜上皮机械性损伤等。

在医疗器械方面：透明质酸被广泛用作填充剂，如在眼科作为粘弹剂用于眼科手术，在骨科作为关节功能改善剂用于骨关节病患者的骨关节腔注射脏器粘连，在整形外科非手术美容作为皮肤填充剂用于除皱或丰唇、隆鼻等。

图 17：透明质酸的主要应用



资料来源：中国银河证券研究部

整形需求等推动透明质酸市场蓬勃发展

透明质酸的研究和生产始于上世纪 70 年代，至 80 年代使用发酵法生产后，成本大幅下降，产量也得到显著提升。近年来，全球透明质酸需求量呈供不应求的形势：2001 年全球透明质酸在化妆品和医疗用途上的销售额为 20 亿美元，到 2012 年销售额已经达到 200 亿美元，年复合增长率达到 23%，并且仍处于快速增长。

目前透明质酸市场上的产品主要以应用在整形美容领域为主，透明质酸作为皮肤填充剂（属于注射剂级透明质酸产品）用途的销售额已占其总销售额的 1/3。据 ISAPS 公布数据显示，2013 年全球整形数量为 2347.42 万例，其中，注射可吸收填充剂达到 308.96 万例，透明质酸作填充剂占 70%以上，同比增长 17.7%。在国内市场，医疗整形美容手术例数每年以 100%左右的速度增长。我国于 2008 年开始批准透明质酸类产品用于注射美容——鼻唇纹和脸部皱纹的填充改善。到目前为止已有多家企业获得批准。但仍远远满足不了市场的需求。

国内正规透明质酸注射产品渠道价格从 1000-2200 元不等，终端价格在 4800-9000 元之间。尽管价格昂贵导致非正规渠道产品成为市场主体，但可统计的注射用透明质酸钠凝胶产品销量仍有 80 多万支。

表 10：部分透明质酸注射液生产企业

生产企业	商品名
法国高德美制药公司瑞典分公司	瑞蓝
北京爱美客生物科技有限公司	逸美
上海昊海生物科技股份有限公司	海薇
华熙福瑞达生物医药有限公司	润·百颜
韩国 LG 生命科学公司	伊婉
杭州嘉伟生物制品有限公司	海菲乐

资料来源：中国银河证券研究部

药用级原料药生产还有待突破

透明质酸钠原料可分为药用级、外用级、食用级。不同级别的价格差别很大：2012 年化妆品级售价 1.3 万元/kg，医药级售价 8 万元/kg。

市场对医药级需求增加很快，而医药级要求较高的纯度和分子量。生产的一个关键性的难题就在于如何提高产品的纯度、减少杂质，提纯的工艺和设备是需要考察的重要因素，要能够有效降低蛋白质杂质，除去细菌内毒素。透明质酸钠目前生产的方式有鸡冠提取和生物发酵。组织提取法原料来源有限，成本较高，而且由于多种杂质的存在，难以进行工业化生产。发酵法具有产量不受原料资源限制，且成本相对较低、分离纯化工艺简捷、易于规模化生产等特点，因此具有更广阔的前景。日本的资生堂在上世纪 80 年代已经实现了发酵法生产医用级透明质酸的工业化，目前国外有多家公司使用发酵法生产医用级透明质酸，例如澳大利亚的 Etamucin，美国的 Hyvisc，瑞典的 Healon 等。发酵法生产的难点在于分离纯化工艺。

目前常山药业的透明质酸钠在中试车间生产，已经实现小批量对外销售，产品主要为食品级和化妆品级。此外，公司正在研究注射级的，未来有望成为公司又一重磅产品。

（三）艾本那肽：糖尿病用药明日之星

公司与美国 ConjuChem LLC 合作建立的 DAC 技术平台领衔开发的长效治疗糖尿病的 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，产品正式进入临床申报审批程序。艾本那肽属于长效 GLP-1（胰高糖素样肽 1）类药物。

艾塞那肽是首个 GLP-1 受体激动剂药物，与 2005 年上市。此类药物通过激动 GLP-1 受体，以葡萄糖浓度依赖的方式增强胰岛素分泌、抑制胰高血糖素分泌并能延缓胃排空，并通过中枢性抑制食欲而减少进食量。由诺和诺德开发的利拉鲁肽 2009 年获欧盟批准，2010 年获 FDA 批准，2011 年进入中国，2013 年全球销售额 116.33 亿丹麦克朗，合 20 亿美元。

然而，GLP-1 作为肽类物质不能直接口服，可被胃酸迅速变性失活。要求皮下或静脉注射给药使得 GLP-1 进入循环。然而，由于 DPP-4 对其迅速降解，导致 GLP-1 不能够在体内发挥长效作用。因此，设计并合成长效化的 GLP-1 及其类似物成为目前抗糖尿病研究的热点之一。

艾本那肽是将母体化合物艾塞那肽进行修饰，然后再与重组人血白蛋白（rHA）结合。CJC-1134-PC 可以延长艾塞那肽的血浆半衰期，从而使药物作用时间延长。药物在体内的半衰期达到 7 天，因此临床上可以做到患者每周只需注射一次（目前为皮下注射，艾塞那肽每日两次，利拉鲁肽每日一次），极好的增加了患者的使用方便并能更稳定的控制血糖。我们认为，艾本那肽是公司重要的储备品种，若能顺利上市将对公司长期成长起到非常好的支持作用。

五、民营资本发展透析服务步入黄金时代

肾衰竭治疗需求巨大，血液透析是主要治疗手段

血液透析用于肾衰竭的治疗，是中国最具潜力的蓝海市场。我国目前肾衰竭存量病人接近 200 万，按照发病率计算每年新增病人 26 万，但受限于经济压力，接受透析治疗的病人仅仅占两成，理论上讲行业有 5 倍的增长空间。若按照血液透析年均费用 7 万元计算，未来整个市场规模将超过千亿。

肾衰竭主要治疗手段包括血液透析、腹膜透析和肾脏移植。肾脏移植受限于供体来源，每年仅 6000 多例，远远不能满足治疗需求；腹膜透析目前我国还处于推广阶段，市场份额较小；血液透析是目前我国肾衰竭的主要治疗手段，也会是市场扩容的最大分享者。

表 11：肾衰竭治疗手段及接受治疗人数

治疗手段	接受治疗人数
肾衰竭病人	存量接近 200 多万，每年新进入 26 万
血液透析	每年 35 万人左右
腹膜透析	每年 4 万人左右
肾脏移植	受限于供体，每年 6000 多例

资料来源：中国银河证券研究部

大病医保释放治疗需求

肾衰竭的治疗费用较高，一年费用约 7 万元。过去由于经济原因，很多患者放弃治疗，治疗率仅仅为两成。而随着大病医保的覆盖释放治疗需求，肾衰竭的治疗需求将得到有效释放。

肾衰竭已纳入国家大病医保报销范围，2014 年 6 月卫计委明确要求在全国范围内启动城乡居民大病保险试点工作，年底前在全国全面推开。随着大病医保政策的逐步落实，整体报销比例将达 90%，这将极大释放透析治疗需求。

民营资本发展透析服务步入黄金时代

在市场快速扩容的预期下，民营资本进入透析服务领域已经大势所趋。2014 年 6 月 5 日卫计委发布了《关于控制公立医院规模过快扩张的紧急通知》，严控公立医院规模扩张，要求各地暂停审批公立医院新增床位。而早先国家卫计委发布的《关于征求独立血液透析中心管理规范和基本标准意见的函》也在逐步为民营资本的介入提供便利，如提到：1) 建立透析中心不再要求必须为拥有肾内科的二级以上医院，只要 10 公里范围内有二级以上综合医院，并签订透析急性并发症服务协议就可建立透析中心；2) 独立透析中心的其他辅助科室均可外包；3) 允许肾内科高级医师在独立透析中心多点执业等。

我们认为社会资本发展透析服务正步入黄金时代，目前河北省已经出台民营企业开办血透中心的试点方案，常山药业作为第一批取得牌照的企业之一，有望迎来快速发展。

六、盈利预测与估值建议

我们认为公司产业链不断完善极大的提升了整体盈利能力。万脉舒在竞争格局良好以及新开辟基层市场的双轮驱动下有望维持在 30%以上的增长；西地那非、透明质酸钠、艾本那肽等重磅新产品的陆续推出将推动公司踏上更加快速的增长轨道，我们预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.71、0.98 和 1.38 元，同比增速分别为 16%、37%和 40%。首次给予“推荐”评级。

七、风险因素

原料药业务盈利继续低于预期。

附表 1: 常山药业 (600587.SH) 财务报表预测

资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	540	262	246	322	414	营业收入	576	705	826	1012	1252
应收票据	7	7	9	11	13	营业成本	292	310	346	383	440
应收账款	108	130	152	187	231	营业税金及附加	3	5	5	7	8
预付款项	144	357	398	441	507	销售费用	115	159	206	263	326
其他应收款	11	10	11	14	17	管理费用	54	85	99	132	163
存货	308	374	417	462	531	财务费用	3	13	12	12	12
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	2	0	0	0	0
固定资产净额	113	221	210	247	234	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	102	137	187	137	137	投资收益	0	0	0	0	0
无形资产净值	74	118	117	115	114	营业利润	106	132	157	216	303
递延所得税资产	6	8	8	8	8	营业外净收入	6	2	0	0	0
资产总计	1418	1645	1776	1964	2227	税前利润	112	135	157	216	303
短期借款	225	264	264	264	264	所得税	13	20	23	31	44
应付票据	0	13	15	17	19	净利润	99	115	134	184	259
应付账款	4	4	5	5	6	归属母公司净利润	99	115	134	184	259
预收款项	15	19	22	27	33	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
应付职工薪酬	2	4	4	5	6	基本每股收益	0.53	0.61	0.71	0.98	1.38
应交税费	13	17	17	17	17	摊薄每股收益	0.53	0.61	0.71	0.98	1.38
其他应付款	13	13	13	13	13	财务指标					
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	成长性					
长期借款	0	0	0	0	0	营业收入增长率	36%	22%	17%	23%	24%
长期应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	22%	31%	16%	35%	38%
专项应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	40%	16%	16%	38%	41%
其他非流动负债	16	22	28	38	49	盈利能力					
负债合计	293	360	368	385	407	毛利率	49%	56%	58%	62%	65%
所有者权益合计	1126	1286	1408	1579	1820	净利率	17%	16%	16%	18%	21%
现金流量表						EBITDA/营业收入	21%	23%	23%	24%	27%
净利润	99	115	134	184	259	ROE	9%	9%	10%	12%	14%
折旧与摊销	0	0	18	19	20	ROIC	7%	8%	9%	11%	13%
经营活动现金流	99	115	63	106	128	估值指标					
投资活动现金流	0	0	(55)	(5)	(5)	PE	51	44	38	27	19
融资活动现金流	0	0	(24)	(26)	(30)	P/S	9	7	6	5	4
净现金流	99	115	(15)	76	93	P/B	4	4	4	3	3
期初现金余额	742	540	262	246	322	EV/EBITDA	39	31	27	21	15
期末现金余额	841	655	246	322	414	股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 公司持股结构	1
图 2: 2013 年公司收入结构	1
图 3: 2013 年公司毛利结构	1
图 4: 肝素产业链结构	2
图 5: 公司业务发展示意图	2
图 6: 我国心脑血管病、血栓类疾病死亡率情况 (单位: 1/10 万)	4
图 7: 2008-2012 年抗血栓药物制剂市场整体规模及增长情况	4
图 8: 2013 年抗凝血药物竞争格局	7
图 9: 2013 年样本医院低分子肝素钙市场格局	7
图 10: 2013 年样本医院伊诺肝素市场格局	7
图 11: 2012 常山药业低分子肝素制剂城市竞争格局	8
图 12: 公司肝素原料药业务毛利率水平持续走低	9
图 13: 我国肉猪出栏头数增长缓慢	10
图 14: 我国肝素出口累计值及增速	11
图 15: 肝素出口价格	12
图 16: 三种品牌的伟哥全球销售情况	14
图 17: 透明质酸的主要应用	15

表格目录

表 2: 抗血栓药的分类及代表药品	5
表 3: 2008-2012 年血栓药物制剂主要品类市场增长状况	5
表 4: 低分子肝素钙制剂的主要临床应用	6
表 5: 低分子肝素制剂主要生产企业及中标价一览	7
表 6: 万脉舒基药招标中标情况	8
表 7: 我国肉猪出栏头数增长缓慢	11
表 8: 主要原料药生产企业产能扩张进度	12
表 9: 三种伟哥目前国内零售价	13
表 11: 肾衰竭治疗手段及接受治疗人数	17
附表 1: 常山药业 (600587.SH) 财务报表预测	19

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

郭思捷，行业分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn