

2014 年 12 月 16 日

证券研究报告·公司研究·医药生物

常山药业(300255)调研报告

买入(首次)

当前价: 36.06 元

目标价: 46.00 元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

15 年低钙基层市场快速放量, 原料药价格企稳

- **事件:** 近期我们对公司进行调研, 就当前公司主营业务经营情况、未来战略发展方向进行了沟通了解。
- **低分子(量)肝素钙注射液将维持高增长。** 该产品主要用于防止静脉血栓的形成, 目前约占公司总收入的 70%, 2009-2013 年样本医院的复合增长率超过 40%。我们预计该产品高增长还将持续, 未来两年在样本医院复合增长率超过 30%, 理由如下: 1) 公司产品质量已经达到原研药 GSK 标准申请到单独定价。原料药之前需要从深圳赛宝采购, 现其子公司泰康能够提供原料药。随着 GSK 中国业务受商业贿赂事件影响的深入, 不排除 GSK 有退出中国的可能, 不管公司是否接管 GSK 业务对公司都将是大利好; 2) 进口替代效果逐渐显现。低分子(量)肝素钙河北、山东等省市场份额超过原研产品, 且当前国家政策是不再批低钙产品, 其市场竞争环境较好。根据最近安徽省基药采购公示目录来看, 低分子(量)肝素钠注射液(0.4ml: 4100AXaIU)已经凭借价格优势(每支约低 4 元), 已经成功取代了葛兰素史克的同等规格产品; 3) 医院覆盖数量逐渐增加。对三甲医院差不多有 50% 的覆盖率, 从全国来看公司的低分子肝素钙注射液进入医院数目将近 2000 家, 我们预计该数量还将持续上升。且随着手术等临床向基层医院扩展, 低分子(量)肝素钠注射液未来在县级医院还有巨大的增长空间; 4) 与血透业务将形成协同作用。公司的血透业务资质已经获得批准, 计划将先在石家庄建设血透中心, 随着血透业务推广, 必将拉动肝素钠系列产品的销售。
- **肝素钠原料药价格逐渐回暖, 毛利率下滑趋势扭转。** 肝素钠原料药约占公司总收入的 30%。1) 原料药市场价格逐渐回暖。从 14 年 7 月份起, 肝素钠原料药价格持续下跌, 最低为 7000 元/公斤。但从 11 月开始出现回暖迹象, 目前已经回升至 10000 元/公斤(12 月 9 日数据); 2) 毛利率下滑趋势扭转。2014 年前三季度毛利率下滑主要是 13 年签订的原料购买价格(15000 元/公斤左右)高于市价。由于签订时有约定采购总量, 目前几乎没有库存, 我们判断第四季度的原料药业务毛利率将逐渐回升。

指标年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	704.54	851.43	1154.71	1442.63
增长率	22.41%	20.85%	35.62%	24.93%
归属母公司净利润(百万元)	115.18	129.31	199.51	263.08
增长率	16.24%	12.26%	54.29%	31.86%
每股收益 EPS(元)	0.61	0.69	1.06	1.40
净资产收益率 ROE	9.37%	9.63%	13.16%	15.07%
PE	59	53	34	26
PB	5.53	5.06	4.48	3.89

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 023-63812537

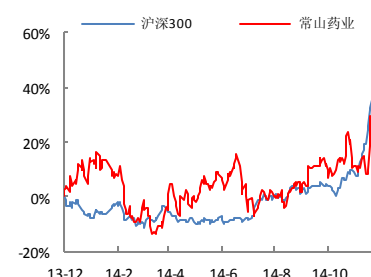
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 何治力

电话: 023-67898264

邮箱: hzli@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

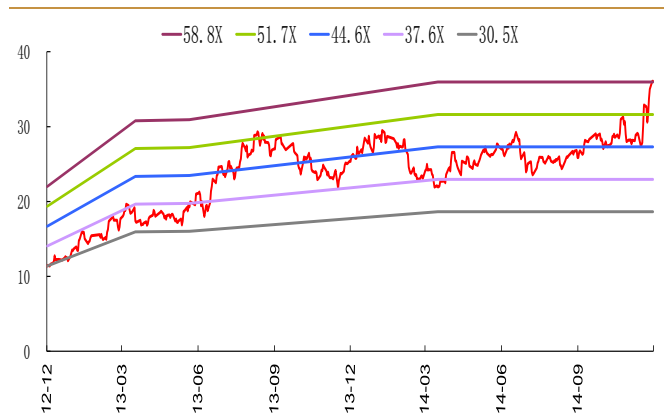
基础数据

总股本(亿股)	1.88
流通 A 股(亿股)	1.29
52 周内股价区间(元)	21.5-36.67
总市值(亿元)	67.94
总资产(亿元)	19.63
每股净资产(元)	6.94

相关研究

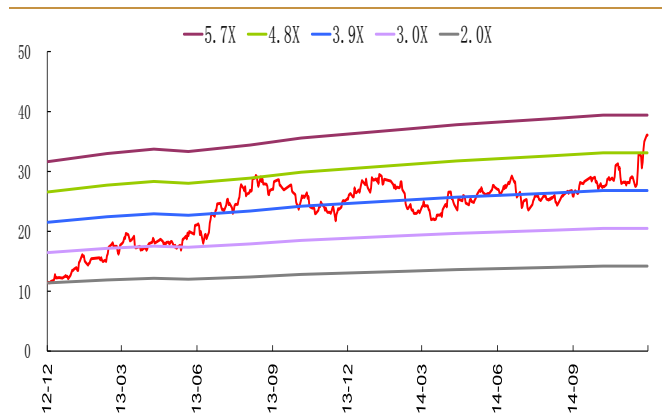
- **后备产品丰富，过亿级别产品等待获批。** 1) 达肝素制剂与原料药已经获批，9月生产线已经通过新版 GMP 认证。该产品针对不稳定心绞痛、透析等效果较好。随着 15 年基药与非基药同时招标，其销售额有望突破 6000 万元；2) 西地那非已经获得新药证书，该批文集团内部转移，一旦转移完成将申报生产批件及原料药批文，有望 15 年获得批件；3) 透明质酸（类似玻尿酸，用于皮肤美容）、艾本那肽（肠降血糖类似物）均是过亿级别的潜力品种等待获批。
- **业绩预测与估值。** 我们预计 14 年-16 年公司 EPS 分别为 0.69 元、1.06 元、1.40 元，对应动态 PE 分别为 53 倍、34 倍、26 倍。尽管公司估值相对较高，但考虑到低钙产品竞争环境好、储备产品丰富、催化剂多，给予 15 年 PE 估值 44 倍，对应目标价 46 元，维持“买入”评级。股价催化剂有新药获批、外延式扩张、年报超预期。
- **风险提示。** 肝素钠原料药价格波动风险；进口替代低于预期

图 1: PE-Band



数据来源: Wind, 西南证券

图 2: PB-Band



数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E	现金流量表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	704.54	851.43	1154.71	1442.63	净利润	115.22	130.57	200.64	264.24
营业成本	310.14	384.36	509.64	621.57	折旧与摊销	17.42	31.73	42.35	53.11
营业税金及附加	4.67	5.64	7.65	9.56	财务费用	13.41	9.56	2.75	2.67
销售费用	158.67	208.60	277.13	346.23	资产减值损失	0.25	0.25	0.25	0.25
管理费用	85.15	89.40	121.24	151.48	经营营运资本变动	-285.85	-51.80	-200.42	-218.39
财务费用	13.41	9.56	2.75	2.67	其他	127.27	-0.22	-9.27	-20.20
资产减值损失	0.25	0.25	0.25	0.25	经营活动现金流净额	-12.29	120.09	36.29	81.68
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-260.84	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-6.81	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-267.65	0.00	0.00	0.00
营业利润	132.25	153.62	236.04	310.87	短期借款	39.30	-263.80	0.00	0.00
其他非经营损益	2.50	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	134.75	153.62	236.04	310.87	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	19.53	23.04	35.41	46.63	支付股利	-18.84	-16.59	-25.49	-33.57
净利润	115.22	130.57	200.64	264.24	其他	-15.94	-6.60	0.21	0.28
少数股东损益	0.04	0.04	0.06	0.08	筹资活动现金流净额	4.52	-286.99	-25.28	-33.29
归属母公司股东净利润	115.18	130.53	200.57	264.16	现金流量净额	-275.41	-166.90	11.01	48.40
资产负债表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E	财务分析指标	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	245.66	78.76	89.77	138.17	成长能力				
应收和预付款项	504.21	455.03	613.75	781.99	销售收入增长率	22.41%	20.85%	35.62%	24.93%
存货	374.13	480.01	539.28	590.85	营业利润增长率	24.65%	16.15%	53.66%	31.70%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	16.39%	13.33%	53.66%	31.70%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	29.46%	18.81%	39.14%	27.80%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	357.66	329.38	301.10	272.82	毛利率	55.98%	54.86%	55.86%	56.91%
无形资产和开发支出	139.54	134.58	129.62	124.66	三费率	36.51%	36.12%	34.74%	34.69%
其他非流动资产	0.02	0.01	0.00	0.00	净利率	16.35%	15.34%	17.38%	18.32%
资产总计	1621.22	1477.76	1673.52	1908.48	ROE	9.37%	9.72%	13.21%	15.10%
短期借款	263.80	0.00	0.00	0.00	ROA	8.96%	10.84%	14.09%	16.27%
应付和预收款项	49.47	55.83	76.44	80.73	ROIC	14.74%	10.39%	15.08%	17.64%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.08%	22.69%	23.28%	23.82%
其他负债	22.43	22.43	22.43	22.43	营运能力				
负债合计	335.70	78.26	98.87	103.16	总资产周转率	0.43	0.58	0.69	0.76
股本	188.42	188.42	188.42	188.42	固定资产周转率	3.19	2.58	3.83	5.29
资本公积	718.61	718.61	718.61	718.61	应收账款周转率	5.13	5.45	5.80	5.42
留存收益	322.29	436.24	611.32	841.90	存货周转率	0.83	0.80	0.95	1.05
归属母公司股东权益	1229.32	1343.27	1518.35	1748.93	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	1.01	——	——	——
少数股东权益	56.20	56.24	56.30	56.38	资本结构				
股东权益合计	1285.52	1399.51	1574.65	1805.32	资产负债率	20.71%	5.30%	5.91%	5.41%
负债和股东权益合计	1621.22	1477.76	1673.52	1908.48	带息债务/总负债	78.58%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.59	18.16	16.26	18.72
					速动比率	2.39	9.56	9.20	11.40
					股利支付率	16.36%	12.71%	12.71%	12.71%
业绩和估值指标	2013A	2014E	2015E	2016E	每股指标				
EBITDA	162.62	193.22	268.83	343.57	每股收益	0.61	0.69	1.06	1.40
PE	58.99	52.05	33.87	25.72	每股净资产	6.52	7.13	8.06	9.28
PB	5.53	5.06	4.47	3.88	每股经营现金	-0.07	0.64	0.19	0.43
PS	9.64	7.98	5.88	4.71	每股股利	0.10	0.09	0.14	0.18
EV/EBITDA	42.28	35.09	25.19	19.58					
股息率	0.28%	0.24%	0.38%	0.49%					

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn