



肝素业务有望好转 新产品及血透是未来亮点

2015年03月24日

推荐/首次

常山药业

财报点评

——常山药业（300255）财报点评

郝力芳

分析师

执业证书编号：S1480512070001

haolf@dxzq.net.cn 010-66554036

事件：

公司披露了2014年年报。2014年实现营业收入8.1亿元，较上年同期增长15.15%；归属于母公司净利润实现1.3亿元，较上年同期增长16.10%。实现基本每股收益0.71元。

公司分季度财务指标

指标	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
营业收入（百万元）	206.26	182.06	155.76	178.46	176.64	205.45	250.74
增长率（%）	63.55%	22.91%	-15.29%	11.21%	-14.36%	12.85%	60.97%
毛利率（%）	53.54%	48.95%	76.73%	50.88%	67.21%	61.17%	56.19%
期间费用率（%）	34.62%	38.74%	41.96%	36.35%	48.33%	51.49%	28.02%
营业利润率（%）	18.42%	9.43%	33.96%	13.57%	20.17%	9.35%	27.29%
净利润（百万元）	32.60	15.60	46.16	21.02	31.82	18.20	63.27
增长率（%）	23.83%	29.48%	11.33%	00.82%	-02.40%	16.66%	37.07%
每股盈利（季度，元）	0.17	0.08	0.25	0.12	0.17	0.10	0.32
资产负债率（%）	24.58%	21.83%	21.87%	24.55%	-	30.61%	30.22%
净资产收益率（%）	2.79%	1.26%	3.59%	1.61%	-	1.34%	4.43%
总资产收益率（%）	2.11%	0.99%	2.81%	1.21%	-	0.93%	3.09%

观点：

- 受益进口替代制剂稳步增长，原料药竞争激烈价格下滑。目前公司主要产品有肝素钠原料药和低分子量肝素钙注射液两个品种，该两种产品销售收入占公司总收入的91.33%。2014年，公司低分子肝素钙注射液稳步增长，实现收入5.6亿元，较上年同期增长30.36%，公司强化营销团队建设、优化渠道及市场推广，国产替代进程延续。原料药销量虽均有增长，但价格均呈现不同程度的下降，致使2014年公司的原料药业绩下滑，其中普通肝素原料药实现收入1.8亿元，较上年同期下降15.90%；依诺肝素钠原料药实现收入2,166.7万元，较上年同期下降0.93%。普通肝素钠原料药价格四季度出现反弹，公司原料药2015年有望好转。
- 新产品将带来新的增长点。2014年，公司获得重点产品“达肝素钠原料药”和“达肝素钠注射液”的药品注册批件，并同时获得新药证书，该产品为国内首仿，公司2015年将有望上市。此外，“国产伟哥”西地那非正在加紧注册，糖尿病药物艾本那肽在研。公司新产品较多，将为公司带来一系列新的增长点。

- **积极探索培育血透业务。**公司利用自有资金2,000万元出资设立全资子公司“久康医疗投资管理河北有限公司”，积极探索和培育新的延伸业务能力，为公司实施医疗健康产业业务搭设平台。久康医疗子公司于2014年10月13日取得了营业执照。根据河北省卫生计生委办公室下发的试点通知，允许公司在河北省内6个地级市设立独立血液透析中心。久康医疗目前已在筹建石家庄市内第一个血透中心，预计今年三季度开业营业。

结论：

公司主产品包括肝素钠原料药及低钙制剂两块，2014年受益进口替代，制剂稳步增长，而原料药由于竞争激烈价格走低，四季度以来价格有所反弹，预计2015年原料药有所好转。公司新产品较多，将为公司带来新的增长点，达肝素钠获批将上市，“国产伟哥”西地那非正在加紧注册，糖尿病药物艾本那肽在研。此外，公司积极探索布局血透业务，全资子公司久康医疗已取得营业执照，预计石家庄市内第一个血透中心今年将开业营业。我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.96、1.24及1.57元，对应PE分别为45、35、28倍，首次关注给予公司“推荐”投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E						2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
流动资产合计	1140	1224	1419	1634	1882	营业收入	705	811	1050	1260	1505					
货币资金	262	239	309	371	443	营业成本	310	335	431	504	587					
应收账款	130	155	198	238	285	营业税金及附加	5	4	5	6	7					
其他应收款	10	1	1	1	2	营业费用	159	209	271	325	388					
预付款项	357	252	252	252	252	管理费用	85	91	118	142	169					
存货	374	573	649	759	884	财务费用	13	26	25	21	18					
其他流动资产	0	1	4	6	8	资产减值损失	0.25	-1.66	0.00	0.00	0.00					
非流动资产合计	505	821	631	607	491	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00					
长期股权投资	0	0	98	98	98	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00					
固定资产	220.89	402.65	378.49	354.33	324.59	营业利润	132	147	201	263	336					
无形资产	118	110	50	50	50	营业外收入	2.55	9.41	10.00	10.00	10.00					
其他非流动资产	0	176	0	0	0	营业外支出	0.05	0.03	0.00	0.00	0.00					
资产总计	1645	2045	2049	2241	2373	利润总额	135	157	211	273	346					
流动负债合计	334	590	501	493	462	所得税	20	23	30	39	50					
短期借款	264	500	411	387	337	净利润	115	134	181	234	296					
应付账款	4	9	11	12	14	少数股东损益	0	1	0	0	0					
预收款项	19	24	31	40	50	归属母公司净利润	115	134	181	234	296					
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	163	201	261	318	394					
非流动负债合计	26	28	0	0	0	BPS (元)	0.61	0.71	0.96	1.24	1.57					
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率										
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E					
负债合计	360	618	501	493	462	成长能力										
少数股东权益	56	57	57	57	57	营业收入增长	22.4%	15.2%	29.42%	20.00%	19.44%					
实收资本(或股)	188	188	188	188	188	营业利润增长	27.0%	18.6%	36.33%	30.72%	27.78%					
资本公积	719	725	725	725	725	归属于母公司净利润	16.2%	16.1%	35.06%	29.28%	26.78%					
未分配利润	285	405	531	694	901	获利能力										
归属母公司股东	1229	1370	1515	1703	1941	毛利率 (%)	0%	0%	0%	0%	0%					
负债和所有者权	1645	2045	2073	2253	2460	净利率 (%)	16%	17%	17%	19%	20%					
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润 (%)	7%	7%	9%	10%	12%					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE (%)	9%	10%	12%	14%	15%					
经营活动现金流	-15	-85	120	151	198	偿债能力										
净利润	115	134	181	234	296	资产负债率 (%)	22%	30%	24%	22%	19%					
折旧摊销	17.38	27.88	0.00	35.12	40.71	流动比率	3.41	2.07	2.83	3.31	4.08					
财务费用	13	26	25	21	18	速动比率	2.29	1.10	1.54	1.77	2.16					
应付帐款的变化	0	0	2	2	2	营运能力										
预收帐款的变化	0	0	7	9	10	总资产周转率	0.46	0.44	0.51	0.58	0.64					
投资活动现金流	-268	-158	100	0	0	应收账款周转率	6	6	6	6	6					
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	167.32	128.15	109.86	109.36	111.90					
长期投资	0	0	98	98	98	每股指标(元)										
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.61	0.71	0.96	1.24	1.57					
筹资活动现金流	5	210	-150	-90	-126	每股净现金流(最新)	-1.48	-0.17	0.37	0.33	0.38					
短期借款	264	500	411	387	337	每股净资产(最新摊)	6.52	7.27	8.04	9.04	10.30					
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率										
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	69.77	59.94	44.40	34.34	27.09					
资本公积增加	33	7	0	0	0	P/B	6.52	5.85	5.29	4.71	4.13					
现金净增加额	-278	-33	70	62	72	EV/EBITDA	49.20	41.14	31.14	25.23	20.07					

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郝力芳

2007 年获得硕士学位，2010 年在中邮证券从事化工行业研究，2011 年加盟东兴证券研究所从事化工行业研究，2014 年底开始从事医药行业研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出自为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。