

受累原料药及费用影响业绩低于预期，但我们继续长期看好

常山药业 (300255.SZ)

推荐 维持

——2015 年一季报点评

投资要点：

1. 事件

常山药业发布 2015 年一季报，报告期内实现营业收入 1.98 亿元，同比增长 10.93%；归属于上市公司股东净利润 2405.54 万元，同比增长 7.13%。EPS 为 0.13 元/股。

2. 我们的分析与判断

(一) 业绩低于预期，主要受累于原料药及新增费用，制剂表现抢眼，2015 年仍有望高增长

公司 2015 年一季报利润增长 7.13%，低于市场及我们预期，主要原因有二：

第一，新增费用影响较大。公司一季度计提折旧 480 多万，募投新增固定资产折旧 300 多万（由于公司新建厂房等固定资产转固均发生在 2014 年 2 季度后，因此 2014 年 Q1 不受费用影响，而 2015 年 Q1 则受新增费用影响），相比于一季度仅 2400 万左右的净利润，300 多万的新增折旧着实影响不小。

第二，原料药影响较大。普通肝素原料药实现收入 3,261.11 万元，较上年同期下降 49.16%，销量方面下滑近 26%；依诺肝素钠原料药实现收入 345.38 万元，较上年同期下降 21.68%，销量同比增长 7% 多，实现销售近 50 公斤；价格方面还是主要影响因素，虽然原料药价格虽然在近期几个月处于反弹上升趋势（2014 年 11 月基本见底，从十一月底到现在肝素价格从 9000-9500 元/亿单位上升至 10500-11000 元/亿单位，目前短时间相对稳定在 10500 元/亿单位左右），但是相比于 2014 年年初价格，仍存在差距（2014 年全年肝素价格处于下降通道，到 10-11 月才有所反弹），价格的负向影响影响了部分业绩；销量方面，一季度向来是销售淡季，体量较小，可能稍微有一个订单发货晚一点，或者确认收入稍微晚一点，对整体影响比例就不小，从全年来看，普通肝素原料药有望实现正增长。

我们认为，一季度单季度业绩低于预期不代表公司全年业绩低于预期，今年全年仍有望高增长，原因如下：

第一，一季度是销售淡季，体量小，对全年影响不大。2014 年 Q1 净利润为 2147 万，占比全年仅 16.8%。新增折旧费用对全年业绩的影响比一季度的影响要小很多。

分析师

李平祝

☎：(8610) 83574546

✉：lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515040001

特此鸣谢

张金洋

☎：(8610) 83574546

✉：zhangjinyang@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2015.04.24

A 股收盘价(元)	54.84
A 股一年内最高价(元)	65.16
A 股一年内最低价(元)	22.30
上证指数	4393.69
总股本(亿股)	1.88
实际流通 A 股(亿股)	1.31
流通 A 股市值(亿元)	71.73

相关研究

第二，原料药方面：由于2014年去年价格处于下降通道，到11月已经是低点，下行风险较小，而今年价格处于低位，还有上升的可能，所以我们预计，普通肝素原料药价格的影响会越来越弱，对业绩的影响也会越来越小。销量方面，经过调整，全年有望实现正增长。依诺肝素原料药销量方面稳步上升，价格由于受到激烈竞争而不断下降，随着今年新厂房车间FDA认证通过，价格有望提升，全年来看，有望对业绩提供正向贡献。

第三，制剂方面：一季度水针制剂实现收入14,744.17万元，较上年同期增长48.35%。其中低钙表现抢眼，一季度实现收入1.46亿，较上年增长了48%，销量是410万支左右，同比增长近40%，低钙的高增长将成为2015年公司业绩高增长的主要动力。另外，达肝素2014年12月顺利进入市场，预计一季度出于市场导入期，也实现了2.34万支的销售，后三个季度，我们预计会快速上量，对2015年业绩高增长锦上添花。

（二）血透业务进展顺利，大时代序幕开启

公司第一家血透中心设在石家庄市区，目前土建已经完成、设备招投标工作也已经完成，人员配备上也招募了相应的医生和护士，预计总投入85台血透机，先期投入30台左右，后续随着患者的增加和新业务开展，逐步投入。我们预计二季度末、三季度初有望落地，从而开启常山血透产业的大时代。

公司非常重视血透业务，由董事长亲自挂帅推进，也在积极加速推进血透业务的发展，公司不会等第一家完全做完再开始筹备第二家，公司已经着手开始第二家的准备工作，从长远来看，公司血透业务也不仅限于石家庄市内、河北省内，全国布局也在积极推进，**血透业务可谓起步于石家庄，但放眼于全国。**

另外，公司在血透全产业链方面布局方面也有所考虑，耗材是第一步，合作与外延式是未来布局的方向。

（三）已完成百亿常山跨越，转型升级、二次蜕变、未来可期！

我们在2014年12月30日的那份点评报告里，提出了“未来看百亿常山”的判断，时隔不久公司便实现了市值百亿的跨越，我们认为在不久的将来公司有望向150亿甚至200亿市值进军。

两三年前，市场认为常山仅是个肝素原料药公司，但常山华丽蜕变，成功转型成为一个肝素制剂公司。现在，市场认为常山是一个肝素制剂公司，其实常山正在悄然的进行二次蜕变。

公司在2014年报的未来战略里，明确指出“公司将实施以肝素系列产品为核心，治疗糖尿病和肿瘤药物为两翼的战略发展布局，积极开拓海外市场，推动制剂出口；加强西地那非和透明质酸药物的研发和生产，开展多元化经营并介入医疗服务新领域；同时加快医药行业内并购整合的步伐，探索公司发展新的增长点，不断扩大企业规模，增强核心竞争力和抗风险能力，使公司尽快做大做强。公司将通过与国内外优质制药企业、高等院校、科研机构的深度合作，不断提升公司的研发能力，以研发创新驱动企业发展，提升企业效益。”在这段描述里，我们看到了几个关键词，创新、并购、制剂出口、医疗服务等。我们认为这几个关键词背后的战略布局和规划将成为公司未来几年的亮点和重要看点，公司也在积极布局，并有望不久的未来逐步落地，并有可能超预期：

1) 医疗服务布局：第一家预计二季度末至三季度初落地，同时公司已经设立子公司，未来对连锁血透中心进行系统管理，并围绕血透产业链进行系统性布局，未来有望深入晚期肾病、糖尿病等慢病管理。

2) 外延式发展：战略明确提出，成立并购部，外延式发展有望加速，或成未来亮点。

3) 创新药布局：艾本那肽长效制剂已经获批I/II/III期临床（预计审批上市时间至少省1-1.5年）+基于白蛋白载体平台的多产品线布局。

4) 大健康布局：预计国产伟哥15年获批、16年药店销售快速上量+透明质酸布局未来可能进军美容市场。

5) 出口布局：制剂出口与国际大厂家合作，肝素制剂海外出口，正积极推进认证工作。原料药方面：新厂区预计很快拿到FDA认证，未来出口大单有望为业绩带来巨大弹性。

3. 投资建议

预计 15-16 年摊薄后 EPS 分别为 0.99、1.31 元，对应 PE 分别为 56、42 倍。我们认为公司低钙制剂有望受益进口替代及基药招标，未来两年有望维持 30% 左右增长，原料药有望量价齐升，未来公司看点颇多，血透中心及血透全产业链系列布局+外延式发展+国产伟哥+制剂出口+创新药系列布局等等，我们看好公司长期发展，继续推荐。

4. 风险提示

肝素原料药销售大幅波动；制剂各省招标低于预期

主要财务指标

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	704.54	811.28	1048.18	1347.40	1657.84
营业收入增长率	22.41%	15.15%	29.20%	28.55%	23.04%
净利润（百万元）	115.18	133.73	185.71	246.15	308.73
净利润增长率	16.24%	16.10%	38.87%	32.55%	25.43%
EPS（元）	0.61	0.71	0.99	1.31	1.64
P/E	90	77	56	42	33
P/B	8.4	7.5	6.7	5.9	5.1
EV/EBITDA	64.04	50.96	33.97	28.88	23.01

资料来源：中国银河证券研究部

附表 1：公司财务报表（百万元）

指标(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	指标(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	246	196	170	13	350	营业收入	705	811	1048	1347	1658
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	310	335	401	488	599
应收账款	137	158	196	260	302	营业税金及附加	5	4	5	7	8
预付款项	357	252	203	350	329	销售费用	159	209	273	364	448
其他应收款	10	1	13	5	17	管理费用	85	91	126	175	216
存货	374	573	278	757	514	财务费用	13	26	30	29	29
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	-2	0	0	0
固定资产净额	221	403	441	383	325	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
在建工程	137	97	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
无形资产净值	118	110	117	101	86	营业利润	132	147	213	284	358
递延所得税资产	0	176	176	176	176	营业外净收入	2	9	6	6	6
资产总计	1621	1992	1599	2050	2103	税前利润	135	157	219	290	364
短期借款	264	500	0	164	0	所得税	20	23	33	43	55
应付票据	0	1	2	3	4	净利润增长率	16%	17%	38%	33%	25%
应付账款	18	35	-14	40	-8	归属母公司净利润	115	1	1	1	2
预收款项	19	24	18	36	30	少数股东损益	0	214	273	348	429
应付职工薪酬	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.611	0.710	0.986	1.306	1.639
应交税费	0	1	2	3	4	摊薄每股收益	0.611	0.710	0.986	1.306	1.639
其他应付款	13	6	6	6	6	指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
一年内到期的非长期借款	0	1	2	3	4	成长性					
长期借款	0	0	0	0	0	收入增长率	22%	15%	29%	29%	23%
长期应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	16%	16%	39%	33%	25%
专项应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	28%	25%	25%	28%	25%
其他非流动负债	22	0	0	0	0	盈利能力					
负债合计	336	565	10	245	28	毛利率	56%	59%	62%	64%	64%
所有者权益合计	1,286	1,427	1,589	1,804	2,074	净利率	16%	17%	18%	18%	19%
现金流量表（百万）	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EBITDA/营业收入	23%	26%	29%	27%	26%
净利润	115	134	186	246	309	ROE（摊薄）	9%	10%	12%	14%	15%
折旧与摊销		28	502	-292	535	ROIC	15%	11%	11%	17%	15%
经营活动现金流	-12	-84	502	-292	535	估值指标					
投资活动现金流	-268	-158	5	5	5	P/E	89.71	77.27	55.64	41.98	33.47
融资活动现金流	5	210	-533	130	-203	P/S	14.67	12.74	9.86	7.67	6.23
净现金流	-275	-32	-26	-157	337	P/B	8.41	7.54	6.75	5.92	5.12
期初现金余额		261	196	170	13	EV/EBITDA	64.04	50.96	33.97	28.88	23.01
期末现金余额		196	170	13	350	股息收益率	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源：中国银河证券研究部

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。

李平祝，医药行业证券分析师。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，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

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

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

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：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn