

## 制剂出口初步探索，员工持股彰显信心

### 投资要点：

### 1. 事件

公司发布公告：

1) 《关于子公司对外投资参股设立合资公司的公告》：公司子公司常山香港拟与德国的 D.Med Healthcare GmbH&Co.KG 合作在德国设立合资公司，以德国合资公司名义将常山药业的肝素钠注射液和达肝素钠注射液通过 D.Med 渠道销往欧洲市场。

2) 《第一期员工持股计划（草案）》：第一期员工持股计划筹集资金总额为 5,000 万元（次级份额），兴全睿众常山药业分级特定多客户资产管理计划份额上限为 1.0 亿份，按照 1:1 的比例设立优先份额和次级份额，兴全睿众常山药业分级特定多客户资产管理计划主要投资范围为购买和持有常山药业股票。

3) 公司于 7 月 13 日复牌。

### 2. 我们的分析与判断

#### （一）制剂出口欧洲初步探索迈开坚实第一步，国内血透业务有望协同受益

合资公司拟注册资本金为 25,000 欧元，其中，常山香港持有合资公司 49% 股权；D.Med 持有合资公司 51% 股权。合资公司主要是将常山药业生产的肝素钠注射液和达肝素钠注射液，经二次包装后的产品，在加注合资公司商标后在欧洲及其他国际市场销售。常山的产品需要二次包装后再注册方能在欧洲上市销售，根据历史经验，我们保守估计尚需要 1-2 年才能在欧洲产生销售。

D.Med Healthcare GmbH&Co.KG 是一家专业生产和分销医疗产品和设备的德国公司，尤其擅长在欧洲市场生产和分销医疗产品和设备，从产品的商业运作、技术到用户申请方面都积累了广泛经验。D.Med 拥有欧洲血透设备技术专利，可谓欧洲血透领域的专家。

我们认为此次合作意义有如下三点：

第一，业绩方面，D.Med 在欧洲市场医疗产品分销、注册方面具备一定竞争优势，在完成注册后常山产品有望迅速打开欧洲市场，对公司业绩的快速增长产生积极正向影响。

第二，常山制剂出口走向欧洲，迈开坚实第一步，常山肝素制剂及在研创新药品种丰富，在积累了制剂出口经验后，后续有望形成系列梯队，走向国际化。

常山药业 (300255.SZ)

推荐 维持

### 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	2015.07.10
A股收盘价(元)		34.71
A股一年内最高价(元)		34.71
A股一年内最低价(元)		9.26
上证指数		3877.80
总股本(亿股)		4.71
实际流通 A 股(亿股)		3.27
流通 A 股市值(亿元)		114

### 相关研究



第三，常山正在国内布局血透业务，未来在国内也有全国布局、超过百家的战略规划，第一家血透中心预计不久将在石家庄落地，后续逐步加速，也需要欧美的先进血透领域公司的经验和理念，D.Med是欧洲的血透领域专家，双方未来有望在血透领域（产品和服务）进行更加深入的全方位合作，实现良性协同，国内血透业务有望持续受益。

## （二）员工持股计划彰显信心

此次员工持股计划份额上限为1.0亿份，按照1:1的比例设立优先份额和次级份额，第一期员工持股计划筹集资金总额为5,000万元，购买次级份额，公司控股股东高树华先生为计划中优先份额的权益实现提供担保，同时为次级份额的本金收回提供担保。股东大会通过后6个月内通过二级市场实现购买，锁定期12个月。出资参加本计划的员工不超过180人，其中公司董事、监事、高级管理人员10人，具体为姬胜利、高晓东、丁建文、张威、张志英、刘俭、蔡浩、黄国胜、崔洁和邓艳娜，参与比例为32%，额度为1600万，其余为其他员工认购。

我们认为公司在当下时点推出员工持股计划，主要有两点原因：一是出于对稳定股价的考虑，更重要的是基于对公司未来发展的较强的信心。

## （三）已完成百亿常山跨越，转型升级、二次蜕变、未来可期！

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，以研发创新带动企业发展，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：第一家预计三季度落地，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：本次公告公司制剂出口已经在欧洲市场做出了初步尝试，相信在积累了相关经验之后，公司凭借着肝素产品和创新药等丰富的品种系列，未来在欧美市场具有制剂出口持续突破的可能性。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0.39、0.52元，对应PE分别为88、66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，制剂出口开始突破，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)	0.24	0.28	0.39	0.52	0.66
P/E	142	122	88	66	53
P/B	13.3	11.9	10.7	9.4	8.1
EV/EBITDA	40.72	32.90	21.38	18.50	14.33

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	0.245	0.284	0.394	0.523	0.655
应交税费	0	1	2	3	4	摊薄每股收益	0.245	0.284	0.394	0.523	0.655
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	净利润率	16%	17%	18%	18%	19%
<b>现金流量表 (百万)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	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%
经营活动现金流量	-12	-84	502	-292	535	估值指标					
投资活动现金流量	-268	-158	5	5	5	P/E	141.95	122.26	88.04	66.42	52.96
融资活动现金流量	5	210	-533	130	-203	P/S	23.21	20.15	15.60	12.13	9.86
净现金流	-275	-32	-26	-157	337	P/B	13.30	11.94	10.67	9.36	8.11
期初现金余额		261	196	170	13	EV/EBITDA	40.72	32.90	21.38	18.50	14.33
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。本报告清晰准确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提供。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

机构请致电：

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

海外机构：高兴 83574017 gaoxing\_jg@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

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

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京 地 区：傅 楚 雄

010-83574171

fuchuxiong@chinastock.com.cn

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)