

主营业务增长明显，新药研发获突破

- **事件:** 2015 年上半年公司实现营业收入、扣非后净利润分别为 4.2 亿元、5363 万元，同比增长分别为 18.6%、1.9%。2015Q2 公司营业收入、扣非后净利润分别为 2.2 亿元、3251 万元，同比增长分别为 26.3%、5.6%。
- **低分子肝素钙注射剂增长强劲，原料药受国际价格波动影响较大。** 2015 年上半年营业收入增速为 18.6%，优于去年同期水平，主要得益于二季度收入快速增长，同比增幅 26%。主要原因如下：1) 核心产品低分子肝素钙注射剂高速增长，上半年实现销量同比增长 23%，营收 3.1 亿元，同比增长 28.1%，是公司利润主要来源，毛利率同比增长 1 个点，达到 81.4%；2) 受国际肝素钠原料药价格大幅下滑 31.1% 的影响，公司通过加大出口量来弥补业绩下滑，最终在原料药销量增长 24% 的情况下业绩同比下滑 15.1%，毛利率也下降了 7.4%，一定程度上拖累了上半年整体业绩；3) 传统原料药领域业绩占比依旧较小，上半年实现销售额 3800 万元，同比增长 37%，由于产品缺乏特色，市场竞争激烈，受药品降价影响，毛利率下降 6.7%。
- **核心产品推广力度加强，重磅新药研发获突破。** 1) 由于公司低分子肝素钙注射剂产品市场竞争对手少、先发优势明显且拥有单独定价权，市场份额仅次于原研厂商 GSK，因此该产品的营业成本增速远低于营收 18.6% 的增速，仅为 10%；受公司加强对低分子肝素钙注射剂产品市场推广力度的影响，上半年销售费用增长 38%；受上半年短期借款的增加，公司财务费用增长了 49%，短期借款增加主要是用于补充公司现金流不足。2) 为改变产品线单一的现状，公司加大了对新药研发的力度，并且获得了相关突破。枸橼酸西地那非原料药已经从江苏子公司转往总部生产，目前子公司片剂制车间已建完；同时，子公司向国家食品药品监督管理局申报的枸橼酸西地那非片补充申请事项资料已获得受理，今年下半年有望申请现场核查，届时公司有望继白云山之后成为国内第二个推出国产“伟哥”的公司，分享国内数十亿元性功能障碍药物市场。除了“伟哥”之外，公司重磅产品艾本那肽获得临床批件，该产品是公司唯一的 1.1 类新药，用于治疗 2 型糖尿病，市场潜力巨大，与此类似产品艾塞那肽及利拉鲁肽销售额均超过 5 亿美元，目前公司正在进行临床试验前期准备工作。
- **盈利预测及评级:** 从目前公司产品的市场竞争力情况分析，我们假设低分子肝素钙未来三年增速为 30%、20%、20%，肝素钠原料药增速为 -20%、-15%、-10%，其他产品增速为 5%；由于今年 7 月提出股权激励计划，暂不考虑对公司股本的影响。我们预计 2015-2017 年 EPS 为 0.32 元、0.39 元、0.48 元，对应 PE 分别为 52X、42X、34X。我们认为公司核心产品低分子肝素钙市场竞争力强、进口替代效果明显，未来国产“伟哥”的上市能对产品线进行有效补充，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 低分子肝素钙招标或受阻；肝素钠原料药价格或持续下滑。

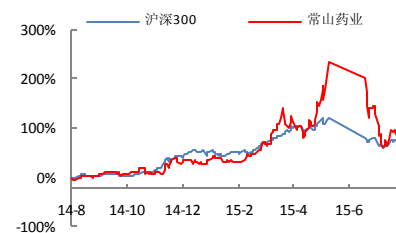
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	811.28	944.94	1071.73	1237.25
增长率	15.2%	16.5%	13.4%	15.4%
归属母公司净利润 (百万元)	133.7	150.2	182.3	224.6
增长率	16.1%	12.3%	21.4%	23.2%
每股收益 EPS (元)	0.28	0.32	0.39	0.48
净资产收益率 ROE	9.4%	9.6%	10.4%	11.4%
PE	58	52	42	34
PB	5.4	4.9	4.4	3.9

数据来源: Wind, 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: 021-68413530
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn
 联系人: 何治力
 电话: 023-67898264
 邮箱: hzl@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)	4.71
流通 A 股(亿股)	3.25
52 周内股价区间(元)	9.7-34.71
总市值(亿元)	77.49
总资产(亿元)	21.80
每股净资产(元)	3.00

相关研究

1. 常山药业 (300255): 15 年低钙基层市场快速放量，原料药价格企稳 (2014-12-17)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	811.28	944.94	1071.73	1237.25	净利润	134.32	150.83	183.14	225.62
营业成本	335.20	339.79	360.04	386.06	折旧与摊销	27.90	53.16	53.16	53.16
营业税金及附加	3.98	5.24	5.91	6.71	财务费用	25.89	4.72	5.36	6.19
销售费用	209.08	302.38	353.67	420.66	资产减值损失	-1.66	0.00	0.00	0.00
管理费用	91.31	122.84	139.33	160.84	经营营运资本变动	-82.65	-93.85	-48.86	-93.13
财务费用	25.89	4.72	5.36	6.19	其他	-188.76	1.95	-0.27	0.00
资产减值损失	-1.66	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-84.97	116.81	192.53	191.84
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-196.11	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	38.13	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	-157.99	0.00	0.00	0.00
营业利润	147.49	169.96	207.43	256.78	短期借款	236.20	78.00	-178.00	0.00
其他非经营损益	9.38	6.45	6.77	7.10	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	156.87	176.41	214.20	263.88	股权融资	6.72	0.00	0.00	0.00
所得税	22.55	25.58	31.06	38.26	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	134.32	150.83	183.14	225.62	其他	-32.84	-4.72	-5.36	-6.19
少数股东损益	0.58	0.66	0.80	0.98	筹资活动现金流净额	210.08	73.28	-183.36	-6.19
归属母公司股东净利润	133.73	150.17	182.34	224.64	现金流量净额	-32.87	190.09	9.17	185.65
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	238.84	428.93	438.10	623.75	成长能力				
应收和预付款项	411.07	491.35	517.44	578.04	销售收入增长率	15.15%	16.47%	13.42%	15.44%
存货	572.54	580.38	614.97	659.41	营业利润增长率	11.52%	15.24%	22.05%	23.79%
其他流动资产	1.37	1.59	1.81	2.08	净利润增长率	16.58%	12.29%	21.42%	23.20%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	23.42%	13.20%	16.72%	18.87%
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	499.33	459.25	419.18	379.10	毛利率	58.68%	64.04%	66.41%	68.80%
无形资产和开发支出	135.48	122.40	109.32	96.23	三费率	40.22%	45.50%	46.50%	47.50%
其他非流动资产	186.14	186.14	186.14	186.14	净利率	16.56%	15.96%	17.09%	18.24%
资产总计	2044.76	2270.03	2286.95	2524.76	ROE	9.41%	9.56%	10.40%	11.36%
短期借款	500.00	578.00	400.00	400.00	ROA	6.57%	6.64%	8.01%	8.94%
应付和预收款项	83.11	79.46	90.84	102.51	ROIC	10.12%	9.28%	11.10%	13.45%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.81%	24.11%	24.81%	25.55%
其他负债	34.76	34.85	35.25	35.78	营运能力				
负债合计	617.87	692.31	526.09	538.29	总资产周转率	0.44	0.44	0.47	0.51
股本	188.42	471.05	471.05	471.05	固定资产周转率	2.60	2.47	3.13	4.09
资本公积	725.33	442.70	442.70	442.70	应收账款周转率	5.68	5.67	5.62	5.67
留存收益	456.02	606.20	788.54	1013.18	存货周转率	0.71	0.59	0.60	0.61
归属母公司股东权益	1369.78	1519.95	1702.29	1926.93	销售毛利率/净利率	103.23%	—	—	—
少数股东权益	57.11	57.77	58.57	59.55	资本结构				
股东权益合计	1426.89	1577.72	1760.86	1986.48	资产负债率	30.22%	30.50%	23.00%	21.32%
负债和股东权益合计	2044.76	2270.03	2286.95	2524.76	带息债务/总负债	80.92%	83.49%	76.03%	74.31%
					流动比率	2.07	2.26	3.16	3.65
					速动比率	1.10	1.39	1.92	2.36
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	201.28	227.84	265.94	316.13	每股收益	0.28	0.32	0.39	0.48
PE	57.94	51.60	42.50	34.49	每股净资产	3.03	3.35	3.74	4.22
PB	5.43	4.91	4.40	3.90	每股经营现金	-0.18	0.25	0.41	0.41
PS	9.55	8.20	7.23	6.26	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	15.77	33.85	28.29	23.21					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 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

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗峰（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn