

三季度表现靓丽， 业绩略超预期

常山药业（300255.SZ）

推荐 维持

投资要点：

1. 事件

公司前三季度实现营业总收入 6.44 亿元，较上年同期增长 14.95%，归属于母公司所有者的净利润 8612 万元，较上年同期增长 18.71%，实现 EPS 0.18 元；公司三季度单季度实现营业总收入 2.23 亿元，较上年同期增长 8.65%，归属于母公司所有者的净利润 2632 万元，较上年同期增长 43.67%。

2. 我们的分析与判断

（一）业绩略超市场预期，三季度单季度高速增长

公司前三季度业绩增速为 18.71%，三季度单季度业绩增速为 43.67%，超出市场预期。我们认为原因主要有：1）公司第三季度收入端增速 8.65%，而利润端增速为 43.67%，我们推测是原料药业务对于整体业绩的拖累作用在减弱（价格端，同比影响逐步减弱；成本端，美国采购较高成本的粗品逐步消耗完毕；销量上有所提升）。2）去年三季度同期基数较低（去年三季度净利润占比全年为 13.6%）。3）低钙制剂持续高增长，前三季度增速估计 25% 左右，在行业整体控费、降价的大背景下，高增长实属不易，超出市场预期。

拆分来看，肝素制剂实现收入 4.93 亿，同比增长 25.98%，销量 1400 万支，同比增长 21.55%；普通肝素原料药实现收入 1.09 亿，同比减少 14.98%，销量为 7632 亿单位，同比增加 16.19%。原料药业务仍是业绩主要拖累点，但其对业绩的影响在逐步减弱。

展望全年，我们推测公司业绩增速会优于前三季度，原因如下：1）低钙制剂受益于进口替代和基药招标会持续高增长，预计 2015 年有望挑战 2000 万支；2）达肝素制剂：随着招标推进，逐步放量；3）原料药业务：三季度销量同比已经有所起色，趋势向好；价格方面，今年一直在底部徘徊，去年是下降通道，同比影响越来越小，另外，公司新厂获得 FDA 认证，在价格端议价能力更强；成本端：美国采购的高成本肝素粗品逐步消耗完毕，成本端影响在降低；4）一般说来，4 季度都是公司销售旺季。

展望明年，公司业绩增长点如下：1）低钙稳定增长；2）达肝素放量；3）西地那非获批在药店端口放量；4）原料药出口因新厂区获得 FDA 认证，有潜在出口大单可能性。

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 2015.10.22

A 股收盘价(元)	17.53
A 股一年内最高价(元)	34.71
A 股一年内最低价(元)	10.73
上证指数	3368.74
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)	57.32

相关研究

常山药业(300255)点评：肝素原料药新厂区获 FDA 认证，国际化更进一步 2015-10-13
常山药业（300255）点评：董事长出资 6 亿，增发大比例认购彰显强烈信心 2015-10-11
常山药业（300255）中报点评：低钙稳健增长，二次蜕变正逐步进行 2015-09-01
常山药业(300255)点评：制剂出口初步探索，员工持股彰显信心 2015-07-13

展望未来 3-5 年，公司看点如下：1) 2017-2018 年，公司肝素制剂有望登陆欧美市场（欧洲已初步尝试，美国正积极准备），为公司业绩带来巨大弹性。2) 创新药方面：长效艾本那肽有望获批成为重磅产品，另外公司基于白蛋白载体平台拥有多产品线潜在布局，公司有望逐步进入到创新药时代。3) 医疗服务方面：血透第一家有望年内落地，后续系统性布局值得期待，并有望借助血透进入到晚期肾病等慢病管理领域。4) 外延式方面：公司有望借助国内外资源同步加速推进。5) 大健康方面：国产伟哥+透明质酸打开未来想象空间。

（二）四个肝素原料药品种获得 FDA 认证，国际化业务更进一步

公司此前老厂区获得过 FDA 认证，此次是新厂区获得认证，并且和以前不同的是，新厂区的三个低分子肝素原料药同时获得认证（零缺陷）。我们认为有以下三方面意义：1) FDA 认证有了更为实际的意义，未来销量有望实现较大突破，老厂区产能太小，有认证无法接大单。2) 价格方面，FDA 级原料药价格相比于非 FDA 级价格要更有优势，随着出口的逐步增加，公司整体盈利性有望提升。3) 原料获得 FDA 认证有助于未来制剂出口，我们认为，原料端拿到 FDA 认证有助于未来制剂在欧美市场的注册。

（三）大股东大比例现金增持+员工持股计划购买完成，有望为公司股价提供较强支撑

公司 10 月 9 日公告，公司控股股东、实际控制人、董事长高树华先生通过增发（价格为 12.45 元/股）将自身控股股权比例从 31.94% 升至 37.11%，认购金额达到 6 亿（总增发金额 8 亿），大比例现金认购（占比 75%），并在增发后控股权大幅提升，彰显了对公司未来发展的强烈信心，也为未来股权运作方面打开了想象空间。公司 10 月 1 日发布公告，公司第一期员工持股计划购买完成（大股东担保，1:1 杠杆），二级市场竞价购买 7535857 股，价格 12.96 元/股，我们认为这两个价格有望为公司股价提供较强支撑。

3、盈利预测与投资建议

预计 2015-17 年摊薄后 EPS 分别为 0.39、0.52、0.66 元。我们认为公司低钙制剂有望受益进口替代及基药招标，未来两年有望维持高增长，原料药销量增长良好，价格影响有望逐步减弱，制剂出口开始突破，未来公司看点颇多，制剂出口+血透中心及血透全产业链系列布局+创新药系列布局+外延式发展+国产伟哥等等，大股东高比例参与增发也显示了对公司未来发展的强烈信心，3 季度业绩提速，全年业绩有望更上一个台阶。我们看好公司长期发展，维持“推荐”评级。

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	72	62	44	34	27
P/B	6.7	6.0	5.4	4.7	4.1
EV/EBITDA	20.81	17.49	10.63	9.64	6.92

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	71.69	61.75	44.46	33.55	26.75
融资活动现金流	5	210	-533	130	-203	P/S	11.72	10.18	7.88	6.13	4.98
净现金流	-275	-32	-26	-157	337	P/B	6.72	6.03	5.39	4.73	4.10
期初现金余额		261	196	170	13	EV/EBITDA	20.81	17.49	10.63	9.64	6.92
期末现金余额		196	170	13	350	股息收益率	0%	0%	0%	0%	1%

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