

低钙持续高增长， 业绩基本符合预期

常山药业（300255.SZ）

推荐 维持

投资要点：

1. 事件

公司 2015 年实现营业总收入 9.16 亿元，较上年同期增长 12.91%；归属于母公司所有者的净利润 1.56 亿元，较上年同期增长 16.87%；扣非后归属于母公司所有者的净利润 1.46 亿元，较上年同期增长 17.76%；实现 EPS 0.33 元。每 10 股派发现金股利人民币 0.53 元，每 10 股转增 10 股。

公司四季度单季度实现营业总收入 2.71 亿元，较上年同期增长 8.33%；归属于母公司所有者的净利润 7017.86 万元，较上年同期增长 14.70%；扣非后归属于母公司所有者的净利润 6840.20 万元，较上年同期增长 26.55%。实现 EPS 0.15 元。

2. 我们的分析与判断

（一）业绩基本符合预期，四季度单季度在较高基数下仍实现扣非后较高增长

公司 2015 年全年业绩增速为 16.87%，基本符合市场预期，在去年 4 季度基数较高的情况下，公司第四季度单季度业绩仍实现了 14.70% 的增长，扣非后净利润实现了 26.55% 的增长。整体来看，低分子肝素钙仍维持高速增长，原料药仍是主要拖累因素。

分拆来看，公司低钙制剂实现收入 7.07 亿元，占比公司整体收入 77.24%，同比增长 26.77%，销量上应该略微低与 24.57%（这是水针整体增量，里面达肝素还有少量贡献，低钙制剂实现销量 2000 万支左右）。普通肝素原料药实现收入 1.15 亿元，占比公司整体收入 12.57%，同比下降 37.04%，销量下降 17.17%，价格亦有下降。低分子肝素原料药实现收入 5449.68 万元，占比公司整体收入 5.95%，同比上升 0.63%，其中依诺肝素钠原料实现收入 2544.69 万元，较上年同期增长 17.44%，但价格方面有所下降。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 2016 年，我们推测公司业绩增速会优于 2015 年，原因如下：

1) 低钙制剂：仍有望继续受益于进口替代和基药招标，有望实现 25% 左右增长。2) 达肝素：招标放量，有望实现大几千万收入。3) 肝素原料药：价格端，14 年一直是降价通道，15 年一直是低位徘徊，16 年虽然暂时难以判断价格一定会大幅上涨，但是相比于 15 年价格，整体对比下降影响大大弱于 15 年之于 14 年，价格影响大大减弱，若价格上升，则有望大幅提供利润弹性，另外报告期内公司新厂区原料药零缺陷获得 FDA 认证（不排除有出口大单可能性），大大提升了公司对下游的议价

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 2016.03.18

A 股收盘价(元)	14.92
A 股一年内最高价(元)	34.71
A 股一年内最低价(元)	11.36
上证指数	2955.15
总股本(亿股)	4.71
实际流通 A 股(亿股)	3.29
流通 A 股市值(亿元)	49.07

相关研究

- 1、常山药业（300255）三季报点评：三季度表现靓丽，业绩略超预期 2015-10-23
- 2、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
- 3、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
- 4、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
- 5、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

能力，价格提升可期；成本端，美国采购较高成本的粗品在报告期内已逐步消耗完毕，成本项有望大幅降低；销量端，经过了 15 年上半年的低迷后，销量趋势有所向好，16 年整体值得期待，原料药向好将大大降低对整体业绩的拖累效应。4) 西地那非：有望今年二三季度获批上市，因为走药店渠道，有望快速放量，金哥上市后第一年就实现了 7-8 亿终端收入，公司有望作为第二个国产品种上市，终端表现可期，有望为公司利润提供较大弹性。

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，报告期内与德国 D Med 合作，美国正积极准备），为公司业绩带来巨大弹性。2) 创新药及研发方面：长效艾本那肽有望获批成为重磅产品（报告期内获得 I/II/III 期临床大批件），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；公司亦在积极多点布局，报告期内设立河北梅山多糖多肽科技有限公司，布局多糖多肽类产品研发、生产和销售。3) 医疗服务方面：血透第一家即将落地，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）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，存续期 18 个月，锁定期 12 个月），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 2016-18 年摊薄后 EPS 分别为 0.42、0.53、0.67 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以及员工持股计划推出也显示了对公司未来发展的强烈信心。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）	811.28	915.99	1145.71	1488.18	1906.66
营业收入增长率	15.15%	12.91%	25.08%	29.89%	28.12%
净利润（百万元）	133.73	156.30	196.26	248.98	317.59
净利润增长率	16.10%	16.87%	25.57%	26.86%	27.55%
EPS（元）	0.28	0.33	0.42	0.53	0.67
P/E	53	45	36	28	22
P/B	5.1	4.6	4.1	3.6	3.1
EV/EBITDA	15.14	30.36	25.96	23.33	16.81

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)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	指标(百万)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	196	100	277	15	338	营业收入	811	916	1146	1488	1907
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	335	304	321	390	476
应收账款	158	165	246	288	395	营业税金及附加	4	5	6	8	10
预付款项	252	219	311	333	454	销售费用	209	299	432	595	801
其他应收款	1	1	1	1	2	管理费用	91	104	133	179	219
存货	573	885	60	1089	316	财务费用	26	29	31	31	34
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-2	0	0	0	0
固定资产净额	403	391	549	531	514	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
在建工程	97	175	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
无形资产净值	110	102	129	126	123	营业利润	147	174	224	286	367
递延所得税资产	176	182	182	182	182	营业外净收入	9	12	8	8	8
资产总计	1992	2254	1758	2569	2329	税前利润	157	186	231	294	375
短期借款	500	570	0	435	0	所得税	23	29	35	44	56
应付票据	0	1	2	3	4	净利润增长率	17%	17%	26%	27%	28%
应付账款	35	71	-30	80	-19	归属母公司净利润	134	1	1	1	2
预收款项	24	37	26	56	49	少数股东损益	1	214	273	348	429
应付职工薪酬	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.284	0.332	0.417	0.529	0.674
应交税费	0	1	2	3	4	摊薄每股收益	0.284	0.332	0.417	0.529	0.674
其他应付款	6	5	5	5	5	指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
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	15%	13%	25%	30%	28%
长期应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	16%	17%	26%	27%	28%
专项应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	25%	19%	12%	25%	27%
其他非流动负债	0	0	0	0	0	盈利能力					
负债合计	565	683	0	576	35	毛利率	59%	67%	72%	74%	75%
所有者权益合计	1,427	1,571	1,757	1,993	2,294	净利率	17%	17%	17%	17%	17%
现金流量表 (百万)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	EBITDA/营业收入	26%	27%	23%	22%	21%
净利润	134	157	197	250	318	ROE (摊薄)	10%	10%	12%	13%	14%
折旧与摊销		32	761	-682	777	ROIC	11%	10%	10%	17%	13%
经营活动现金流	-84	-40	761	-682	777	估值指标					
投资活动现金流	-158	-86	7	7	7	P/E	52.55	44.97	35.81	28.23	22.13
融资活动现金流	210	42	-592	413	-460	P/S	8.66	7.67	6.13	4.72	3.69
净现金流	-32	-83	176	-262	323	P/B	5.13	4.64	4.14	3.63	3.14
期初现金余额		228	100	277	15	EV/EBITDA	15.14	30.36	25.96	23.33	16.81
期末现金余额		100	277	15	338	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