

2016年3月25日

证券分析师 洪阳

执业资格证书号码: S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

联系人 张智聪

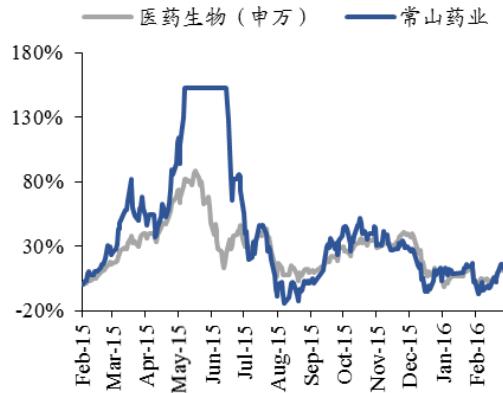
021-60199870

zhangzhc@dwzq.com.cn

投资要点

- **新生产线通过 GMP 认证，制剂产能压力缓解：**2015 年公司实现营业收入 9.16 亿元，同比增长 12.91%，净利润达到 1.56 亿元，同比增长 16.87%。低分子肝素钙注射液稳步增长，实现收入 7.07 亿元，占营业收入的 77.24%，同比增长 26.77%。低钙注射液全年销量 2 千万支，产能已达到饱和。公司低钙产品竞争环境良好，目前仍能保持每年 20%以上的增长。低钙注射液产能扩大项目通过 GMP 认证并投产，可以有效缓解产能瓶颈问题，为低钙注射液产品的高速增长提供产量保障。
- **那屈肝素钙获批，达肝素钠 2016 年有望放量，肝素制剂高速增长：**那屈肝素钙(制剂+原料药)获批，那屈原料药通过 GMP 认证，公司肝素产品线进一步完善。2014 年底，公司达肝素钠首仿上市，经过 2015 年的多轮招标和培育期，2016 年有望实现放量。目前达肝素钠的招标价格稳定在每支 35.29~45.06 元，2016 年销量有望突破 300 万支，业绩弹性显著。公司拟与德国 D.Med 成立合资公司，将二次包装的肝素制剂销往海外市场，这也将进一步带动公司肝素制剂的高速增长。
- **肝素原料药出口业务有望触底反弹：**受国际市场供求关系等影响，2015 年公司普通肝素钠原料药和低分子肝素原料药出息业绩下滑，这两项业务在公司收入和利润占比不大，因此对公司整体业绩影响有限。2015 年，公司新厂区的肝素钠原料药和低分子肝素原料药通过美国 FDA 和德国 GMP 的认证，推动出口增长。同时，由于欧盟取消东营天东的 GMP 证书，海外订单增加，公司原料药出口业务有望在 2016-2017 年触底反弹。
- **血透中心将于近期落地，西地那非、艾塞那肽等在研品种顺利推进：**公司第一家血透中心已通过政府专家审查，有望于近期落地，实现公司进入血液净化医疗服务领域的跨越式发展。公司是河北省内唯一获得民营血透中心资质的企业，竞争环境良好。西地那非已进入“在审评”阶段，有望年内获批上市，成为国内第二个上市的抗 ED 药物，将带来过亿的收入。2015 年艾本那肽(制剂+原料药)获批进行 I/II/III 期临床试验，目前进展顺利，今年下半年有望完成临床 I 期。艾本那肽是用于 II 型糖尿病治疗的长效药物，目前尚未在国内外上市，同类产品全球销量已突破十亿美元。公司正在积极筹备注射用透明质酸的注册申请工作，该品种在医美整形领域存在巨大市场。
- **盈利预测和投资建议：**预计公司 2016~2017 年净利润分别为 2.28 亿、2.86 亿和 3.28 亿元，EPS 分别为 0.48、0.61 和 0.70，对应 PE 分别为 31.9 倍、25.5 倍和 22.2 倍。我们首次推荐为“增持”评级。
- **风险提示：**药品政策性降价风险；新药研发风险；肝素生产原材料价格波动风险。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|---------------|
| 收盘价(元) | 15.43 |
| 一年最低价/最高价 | 11.36 / 34.17 |
| 市盈率 | 46.5 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 329 |

基础数据

| | |
|-------------|------|
| 每股净资产(元) | 3.21 |
| 资产负债率(%) | 32.5 |
| 总股本(百万股) | 471 |
| 流通 A 股(百万股) | 329 |

常山药业主要财务数据

| 资产负债表 (百万元) | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 利润表 (百万元) | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 1434.9 | 1389.6 | 1918.0 | 2015.5 | 营业收入 | 916.0 | 1167.2 | 1431.9 | 1695.6 |
| 现金 | 164.5 | 217.1 | 186.1 | 367.1 | 营业成本 | 304.1 | 365.7 | 441.0 | 521.7 |
| 应收款项 | 384.8 | 594.0 | 593.8 | 813.8 | 营业税金及附加 | 5.0 | 6.4 | 7.9 | 9.3 |
| 存货 | 885.0 | 577.7 | 1137.1 | 833.8 | 销售费用 | 299.1 | 385.2 | 479.7 | 576.5 |
| 其他 | 0.6 | 0.8 | 0.9 | 0.8 | 管理费用 | 103.8 | 137.7 | 171.8 | 206.9 |
| 非流动资产 | 893.4 | 927.8 | 954.4 | 966.7 | 财务费用 | 29.3 | 13.3 | 4.4 | 4.0 |
| 长期股权投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 资产减值损失 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 固定资产 | 390.9 | 438.7 | 476.8 | 497.1 | 投资净收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 无形资产 | 310.0 | 294.1 | 277.6 | 264.6 | 其他 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 其他 | 192.5 | 195.0 | 200.0 | 205.0 | 营业利润 | 174.3 | 258.4 | 326.7 | 376.7 |
| 资产总计 | 2328.3 | 2317.3 | 2872.4 | 2982.2 | 营业外收支 | 11.9 | 9.9 | 9.9 | 9.9 |
| 流动负债 | 717.7 | 108.1 | 200.5 | 158.3 | 利润总额 | 186.2 | 268.3 | 336.6 | 386.6 |
| 短期借款 | 570.0 | 0.0 | 4.4 | 0.0 | 所得税费用 | 29.5 | 40.2 | 50.5 | 58.0 |
| 应付账款 | 112.6 | 68.1 | 151.1 | 108.3 | 少数股东损益 | 0.4 | 0.5 | 0.9 | 0.9 |
| 其他 | 35.2 | 40.0 | 45.0 | 50.0 | 归属母公司净利润 | 156.3 | 227.5 | 285.2 | 327.7 |
| 非流动负债 | 39.3 | 40.0 | 216.6 | 40.0 | EBIT | 203.6 | 271.7 | 331.1 | 380.7 |
| 长期借款 | 0.0 | 0.0 | 176.6 | 0.0 | EBITDA | 235.5 | 309.8 | 374.4 | 428.4 |
| 其他 | 39.3 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | | | | | |
| 负债总计 | 757.1 | 148.1 | 417.1 | 198.3 | 重要财务与估值指标 | 2015E | 2016 | 2017E | 2018E |
| 少数股东权益 | 57.7 | 58.2 | 59.1 | 59.9 | 每股收益(元) | 0.33 | 0.48 | 0.61 | 0.70 |
| 归属母公司股东权益 | 1513.5 | 2111.1 | 2396.3 | 2724.0 | 每股净资产(元) | 3.21 | 4.48 | 5.09 | 5.78 |
| 负债和股东权益总计 | 2328.3 | 2317.3 | 2872.4 | 2982.2 | 发行在外股份(百万股) | 471.05 | 471.05 | 471.05 | 471.05 |
| | | | | | ROIC(%) | 11.4% | 12.9% | 16.0% | 14.4% |
| 现金流量表 (百万元) | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | ROE(%) | 10.3% | 10.8% | 11.9% | 12.0% |
| 经营活动现金流 | -38.1 | 335.9 | -142.5 | 421.0 | 毛利率(%) | 66.8% | 68.7% | 69.2% | 69.2% |
| 投资活动现金流 | -85.6 | -70.0 | -65.0 | -55.0 | EBIT Margin(%) | 22.2% | 23.3% | 23.1% | 22.5% |
| 筹资活动现金流 | 42.2 | -213.3 | 176.6 | -185.0 | 销售净利率(%) | 17.1% | 19.5% | 19.9% | 19.3% |
| 汇率变动对现金的影响 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 资产负债率(%) | 32.5% | 6.4% | 14.5% | 6.6% |
| 现金净增加额 | -81.6 | 52.6 | -30.9 | 181.0 | 收入增长率(%) | 12.9% | 27.4% | 22.7% | 18.4% |
| 折旧和摊销 | 31.9 | 38.1 | 43.3 | 47.7 | 净利润增长率(%) | 16.9% | 45.6% | 25.4% | 14.9% |
| 资本开支 | 86.7 | 69.3 | 65.0 | 55.0 | P/E | 46.5 | 31.9 | 25.5 | 22.2 |
| 营运资本变动 | 227.5 | -58.3 | 471.3 | -45.7 | P/B | 4.8 | 3.4 | 3.0 | 2.7 |
| 企业自由现金流 | -56.0 | -315.5 | -26.8 | 185.1 | EV/EBITDA | 36.2 | 22.3 | 19.0 | 15.8 |

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>