



# 业绩增速较快低钙高速增长，国际化迈出跨越式步伐

2016年08月22日

首次覆盖/强烈推荐	常山药业	财报点评
-----------	------	------

## ——常山药业（300255）2016年中报点评

杨若木	分析师 yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032	执业证书编号: S1480510120014
张金洋	联系人 zhangjy@dxzq.net.cn 010-66554035	
胡培碧	联系人 <a href="mailto:Hurb@dxzq.net.cn">Hurb@dxzq.net.cn</a> 010-66554035	

### 事件：

常山药业发布年中报，上半年实现营业收入 5.14 亿元，同比增长 21.94%；归属于上市公司股东的净利润 6877.64 万元，同比增长 15.01%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 6577.62 万元，同比增长 22.64%。实现 EPS 为 0.08 元。

公司 2016 年 Q2 实现营业收入 2.82 亿元，同比增长 26.57%；实现归属于上市公司股东的净利润 3988.01 万元，同比增长 11.57%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 3815.33 万元，同比增长 17.34%。实现 EPS 为 0.05 元。

### 观点：

#### 1、整体业绩增速快符合预期，低分子肝素钙高速增长，原料药产品受降价影响较大

单独看二季度，公司 Q2 净利润增速为 11.57%，与 Q1 增速 20.12% 比有所下降。Q2 收入端增速 26.57%，与 Q1 收入增速和 16.27% 相比提升较快。半年报整体业绩增速 15.01%，扣非后净利润增速 22.64%，符合我们预期。公司上半年尤其是二季度，收入端增速加快趋势明显。

分业务来看，制剂业务高速增长快速放量，低分子肝素钙销量 1076 万支，较上年同期增加 24.02%，贡献收入 3.94 亿，增速 26.75%。达肝素注射液销量约 40 万支，收入约 1300 万。普通肝素钠注射液收入约 1000 万。原料药方面，低分子肝素原料药收入 5560 万元，销量为 4755.53 亿单位，去年同期相比略微下降，增速 -2.54%，但价格下降幅度比较大 19.99%（去年一直处于下降通道，5 月开始处于低位徘徊），导致收入端原料药收入端下降 22.02%。依诺肝素收入约 2225 万，那曲肝素钙收入约 200 万。

展望全年业绩将维持高速增长原因如下，第一，公司主要业绩来源低分子肝素钙有望维持 20%以上高速增长。第二，原料药方面目前价格已渐渐趋于稳定未来对业绩的负面影响将逐渐减弱。(据草根调研反馈，肝素原料已触底回升，现在已有 15-20%涨幅，预计下半年原料药有望提供业绩弹性，涨价贡献 3-4 季度将有显现，有望延续到明年 3 季度。)第三，达肝素注射液贡献少量业绩弹性，年初目标 300 万支，上半年完成 40 万支左右贡献 1300 万收入(去年上半年 6 万支)，受招标影响全年完成年初制定的全年目标有一定压力，但公司持续推进。第四，依诺肝素上半年完成 380 公斤贡献销售收入 2225 万，全年有望完成 800 公斤目标贡献 5000 万收入(且通过 FDA 认证后，标准市场大客户比较多，比起之前出口非标国家的小客户价格也有向好趋势)。

公司综合毛利率 64.17%，较去年同期 62.00%上升 2.17%，主要受益于原料药业务向好，公司低分子肝素钠原料药毛利率 10.95%，较去年同期增长 9.55%。

财务指标方面，公司销售费用率 35.23%，去年同期 31.15%，上升 4.08%，主要是销售推广过程中会务费增长较快所致。公司管理费用率 9.83%，去年同期 11.38%，下降 1.55%，管理费用的增长主要是技术开发非费用和股权激励待摊费用增加所致，其他管理费用控制较好。财务费用率 2.93%，去年同期 3.59%，下降 0.63%，受益于短期借款减少、利息支出下降。

## 2、国际化迈出跨越式步伐，未来发展空间巨大

报告期内，公司国际化进程迈出跨越式步伐超预期，与 NantWorks,LLC 签署战略合作协议，开展包括股权投资、达肝素 FDA 申报销售、依诺肝素 FDA 申报、肿瘤创新药研发、投资肿瘤专科医院等全方位合作。公司此前与德国 D-MED 合作并签订协议未来将普通肝素制剂及达肝素出口欧洲，此次与 NantWorks,LLC 未来计划依诺肝素制剂和达肝素制剂出口美国。进展方面欧洲制剂出口需要做临床，美国制剂出口不需要临床数据，现在进展都比较顺利，预计 18 年公司制剂出口进入收获期，制剂出口的净利润率会比国内好很多。

原料药出口未来仍有巨大空间。公司新厂区肝素钠原料药、依诺肝素钠原料药、达肝素钠和那屈肝素钙原料药四个品种的三个生产车间已经通过了 FDA 的认证，标志着公司原料药出口已经从非标市场向标准国家转移。非标市场客户比较小，标准国家大客户比较多，未来前景可期。

## 3、未来 3-5 年看点梳理，多点布局不断推进

展望未来 3-5 年，公司看点如下

第一，制剂出口。2018 年公司肝素制剂有望出口欧洲和美国。

第二，研发看点。

创新药方面，长效胰岛素制剂艾本那肽 I 期临床数据正在整理中，年底有望进入 II 期。美国已加拿大经做完 II 期临床。与 NantWorks 合作白蛋白结合纳米粒肿瘤血管破坏剂(Nab-VDA)和治疗胃癌的 Met 抑制剂(AMG337)。

**仿制药方面**, 西地那非补充材料9月有望递交, 进展良好。获得国开发展基金支持, 国开发展基金同意对梅山科技增资专项资金人民币8,500万元, 用于“多糖及蛋白质多肽类系列产品项目”中的透明质酸项目的建设及运营。

**第三, 医疗服务。**第一家血透中心现在已经拿到医疗服务许可证, 即将落地, 后续将与医保连接并有望进入肾病慢病管理。公告未来将与NantWorks合作共建肿瘤医院。

**第四, 外延发展。**定增已经完成, 公司有望借助国内外资源同步加速推进外延发展。

### 结论:

我们预计2016-2018年归母净利润分别为1.96亿元、2.45亿元、3.14亿元, 增长分别为25.24%、25.09%、28.17%。EPS分别为0.21、0.26、0.34, 对应PE分别为41x, 33x, 26x。公司核心品种低分子肝素钙未来两年有望维持高速增长, 原料药拿到FDA认证有望贡献更多业绩, 制剂出口18年有望突破, 未来3-5年看点颇多, 包括创新药艾本那肽、国产伟哥西地那非、血透中心、肿瘤医院、肿瘤创新药、制剂出口。另外公司定增已经完成, 外延式发展有预期。我们长期看好公司发展, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E			
<b>流动资产合计</b>	1224	1435	1633	2048	2554	<b>营业收入</b>	811	916	1146	1488	1907			
货币资金	239	164	206	268	343	<b>营业成本</b>	335	304	390	506	648			
应收账款	155	151	220	285	366	<b>营业税金及附加</b>	4	5	10	13	17			
其他应收款	1	1	1	1	1	<b>营业费用</b>	209	299	371	491	629			
预付款项	252	219	220	220	220	<b>管理费用</b>	91	104	129	171	219			
存货	573	885	899	1168	1497	<b>财务费用</b>	26	29	0	0	0			
其他流动资产	1	1	28	28	28	<b>资产减值损失</b>	-1.66	0.38	0.00	0.00	0.00			
<b>非流动资产合计</b>	821	893	829	792	753	<b>公允价值变动收益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	0	0	0	0	0	<b>投资净收益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
固定资产	403	391	366	355	361	<b>营业利润</b>	147	174	245	307	393			
无形资产	110	102	92	81	71	<b>营业外收入</b>	9.41	12.03	0.00	0.00	0.00			
其他非流动资产	176	182	182	182	182	<b>营业外支出</b>	0.03	0.13	0.00	0.00	0.00			
<b>资产总计</b>	2045	2328	2462	2840	3308	<b>利润总额</b>	157	186	245	307	393			
<b>流动负债合计</b>	590	718	233	439	687	<b>所得税</b>	23	29	49	61	79			
短期借款	500	570	19	184	381	<b>净利润</b>	134	157	196	245	314			
应付账款	9	44	95	123	158	<b>少数股东损益</b>	1	0	0	0	0			
预收款项	24	37	37	38	38	<b>归属母公司净利润</b>	134	156	196	245	314			
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	<b>EBITDA</b>	303	329	280	343	432			
<b>非流动负债合计</b>	28	39	56	56	56	<b>BPS (元)</b>	0.71	0.33	0.21	0.26	0.34			
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>								
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E				
<b>负债合计</b>	618	757	289	496	743	<b>成长能力</b>								
少数股东权益	57	58	58	58	59	<b>营业收入增长</b>	15.15%	12.91%	25.08%	29.89%	28.12%			
实收资本(或股本)	188	471	935	935	935	<b>营业利润增长</b>	11.52%	18.16%	40.69%	25.04%	28.12%			
资本公积	725	446	446	446	446	<b>归属于母公司净利润</b>	16.10%	16.87%	25.24%	25.09%	28.17%			
未分配利润	405	530	598	684	794	<b>盈利能力</b>								
归属母公司股东权	1370	1514	2114	2286	2506	<b>毛利率 (%)</b>	58.68%	66.80%	66.00%	66.00%	66.00%			
<b>负债和所有者权</b>	2045	2328	2462	2840	3308	<b>净利率 (%)</b>	16.56%	17.10%	17.12%	16.48%	16.48%			
<b>现金流量表</b>					<b>单位:百万元</b>	<b>总资产净利润 (%)</b>	12.90%	6.54%	6.71%	7.95%	8.62%			
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	<b>ROE (%)</b>	9.76%	10.33%	9.26%	10.71%	12.52%			
<b>经营活动现金流</b>	-85	-38	139	-30	-28	<b>偿债能力</b>								
净利润	134	157	196	245	314	<b>资产负债率 (%)</b>	30%	33%	12%	17%	22%			
折旧摊销	129	126	0	37	39	<b>流动比率</b>	2.07	2.00	7.01	4.66	3.72			
财务费用	26	29	0	0	0	<b>速动比率</b>	1.10	0.77	3.15	2.00	1.54			
应收账款减少	0	0	-69	-66	-80	<b>营运能力</b>								
预收帐款增加	0	0	0	0	0	<b>总资产周转率</b>	0.44	0.42	0.48	0.56	0.62			
<b>投资活动现金流</b>	-158	-86	30	0	0	<b>应收账款周转率</b>	6	6	6	6	6			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	<b>应付账款周转率</b>	128.15	34.78	16.47	13.63	13.55			
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>								
投资收益	0	0	0	0	0	<b>每股收益(最新摊薄)</b>	0.71	0.33	0.21	0.26	0.34			
<b>筹资活动现金流</b>	210	42	-127	91	103	<b>每股净现金流(最新)</b>	-0.17	-0.17	0.04	0.07	0.08			
应付债券增加	0	0	0	0	0	<b>每股净资产(最新摊</b>	7.27	3.21	2.26	2.44	2.68			
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>								
普通股增加	0	283	464	0	0	<b>P/E</b>	12.08	26.00	40.98	32.76	25.56			
资本公积增加	7	-279	0	0	0	<b>P/B</b>	1.18	2.67	3.79	3.51	3.20			
<b>现金净增加额</b>	-33	-82	42	62	75	<b>EV/EBITDA</b>	6.21	13.50	27.97	23.12	18.67			

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

### 张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

### 胡偌碧

北京大学医学部分子药理博士，和君商学院六届学子。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、精准医疗等领域投资机会。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。