

常山药业 (300255)

强烈推荐

行业：中药

主力产品稳健增长助推业绩，业务深层次布局静待开花结果

事件：

公司发布 2016 年半年度报告，上半年实现营业收入 51,353.72 万元，较上年同期增长 21.94%；营业利润 8,020.42 万元，较上年同期增长 24.14%；归属于母公司净利润 6,877.64 万元，较上年同期增长了 15.01%

投资要点：

✧ **低分子肝素钙注射剂持续稳健增长是公司业绩增长的主要原因。**公司的主力品种低分子肝素钙注射剂 2016 年上半年实现收入 3.94 亿元，营业收入同比增长 26.75%，在销售数量上销售 1076 支，较去年同期增加 24.02%。**低分子肝素钙注射剂毛利占到整体公司毛利的 92%，是公司上半年业绩增长的主要原因。**我们预测低分子肝素钙注射剂全年增速将维持不低于 20%的水平。产品毛利率降低 4.46%，主要原因为新制剂车间投入生产后，两厂生产运营成本升高，折旧增加导致，产品出货价格预测并没有出现下降。对于市场一直担心的主力品种是否会受到降价风险，我们认为，第一公司的产品为临床必需药品，质量标准高于国家标准，符合国家医药政策推动方向。第二公司产品采取代理销售模式，公司的出厂价格一直没有大的变化。因此目前来看公司端产品不会有较大降价压力。

✧ **新品种达肝素注射液正处于新品市场导入期，上半年销售额 1300 万左右，销量 40 万支。**达肝素注射液正处于产品市场导入期，公司专门组建了销售团队，目前已经在十六个省份实现了销售。考虑到产品下半年销量会进一步增加，预测全年可以实现 100-150 万支，实现销售收入 3000 万-4500 万之间。随着产品的持续推广，依托原有产品销售渠道，我们认为达肝素注射液具备三年过亿的销售潜力。

✧ **肝素钠原料药受价格下降影响板块业绩下滑。随着市场价格企稳回升有望下半年带来一定的业绩弹性。**公司原料药板块实现收入 5561 万元，同比下降 22.02%。销售数量同比下降 2.54%，据此我们测算产品价格下降将近 20%左右，是造成收入降幅远大于产品数量的原因。我们根据企业走访和公开数据研究发现，自 5 月份以来肝素钠原料价格已经企稳并出现反弹型上调，未来将为肝素钠原料板块带来一定的业绩弹性。

✧ **国产伟哥（枸橼酸西地那非）目前处于补充申请审批，**根据目前药审中心的审评速度我们推算公司的产品大概率将在 6 个月以内获批。参考白云山金戈上市后火爆销售，我们预测产品上市后将成为公司新的利润增长点。**重磅新药艾本那肽 I 期临床全部结束，效果良好。**目前 I 期临床结束后公司有望在年底开展 II 期临床工作，改产品临床 I 期效果良好，对应 II 型糖尿病市场空间巨大，是公司目前最重磅的在研产品。一旦成功，公司的估值将重新定义。**第一家血**

作者

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：孙明达

S0960116070009

0755-82023402

sunmingda@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 10.00

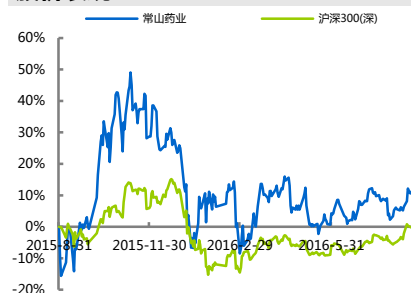
当前股价： 8.69

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	935
流通股本(百万股)	595
总市值(亿元)	81
流通市值(亿元)	52
成交量(百万股)	8.71
成交额(百万元)	75.26

股价表现



相关报告

《大品种战略持续发力，外延整合助推新增量》2016.08.03

透中心即将开业，公司在肝素全产业链的首次医疗服务尝试。目前血透中心各项审批工作已基本完成，即将开业。未来若运转情况良好，公司将以第一家血透中心为蓝本，在更大的范围内进行复制。

✧ **实际控制人大手笔参与定增，外延预期强烈。**公司向董事长及金鹰基金定向增发 8 亿元，其中董事长高树华先生以 6.89 元/股的定增价格参与 6 亿元定增，表现出对企业未来发展强烈信心，充足的现金有望加大外延投资于并购的步伐。**与美国 NantWorks, LLC 公司合作进一步深入。**公司在报告期内与其签订合作协议，就新药研发、制剂出口和医疗服务等领域与 NantWorks 达成初步合作意向，未来将引入两款抗肿瘤药物共同研发，就达肝素与依诺肝素产品开展共同申报，同时有望在医疗服务领域展开更多的合作。

✧ **短期与长期公司业绩关注点：**公司未来短期内业绩主要依靠一下几个方面：决定性因素为主力品种低分子肝素注射剂的增速，其他业绩影响因素包括达肝素注射液的市场开拓速度，原料药价格的恢复性增长与低分子肝素原料的出口。长期来看，公司目前正在与德国 D.Med 公司和美国 NantParma 公司合作，目标直指欧美制剂出口。公司以委托生产，二次包装的形式借道 D.Med 销售渠道进入欧洲市场。与 NantParma 公司合作进行药品申报，未来由 NantParma 公司负责产品的销售，进行业务分成。欧美肝素制剂市场无论从市场空间和产品毛利上都要远远高于国内，未来若能顺利实现出口，将为公司带来巨大的经济效益。若一旦完成，其市场可增长空间将再造几个常山。

✧ **投资建议：**我们预测的 16/17/18 年 EPS 分别为 0.20/0.25/0.32 元，对应当前股价 PE 为 43/34/28 倍，考虑到公司主力品种稳健增长，肝素原料药行业回暖，以及多重利好对股价的推动作用，给予 2016 年 50 倍 PE，对应股价为 10.00 元，首次覆盖，给予强烈推荐评级。

✧ **风险提示：**行业政策引起产品降价风险，新产品推广不及预期风险，研发审批面临失败风险

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	916	1151	1403	1675
收入同比(%)	13%	26%	22%	19%
归属母公司净利润	156	191	235	295
净利润同比(%)	17%	22%	23%	25%
毛利率(%)	66.8%	67.3%	67.6%	68.1%
ROE(%)	10.3%	8.4%	9.4%	10.6%
每股收益(元)	0.17	0.20	0.25	0.32
P/E	51.98	42.64	34.56	27.58
P/B	5.37	3.59	3.25	2.91
EV/EBITDA	36	31	27	22

资料来源：中国中投证券研究总部

一、附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1435	1751	2083	2420
现金	164	164	164	164
应收账款	151	207	250	292
其它应收款	1	0	0	0
预付账款	219	271	328	386
存货	885	1096	1325	1557
其他	15	12	15	21
非流动资产	893	844	800	751
长期投资	0	0	0	0
固定资产	391	452	465	454
无形资产	102	87	71	56
其他	401	306	264	241
资产总计	2328	2595	2883	3170
流动负债	718	244	294	284
短期借款	570	123	139	95
应付账款	44	23	35	51
其他	104	98	119	138
非流动负债	39	31	32	34
长期借款	0	0	0	0
其他	39	31	32	34
负债合计	757	274	326	318
少数股东权益	58	58	59	60
股本	471	935	935	935
资本公积	446	566	566	566
留存收益	596	762	997	1292
归属母公司股东权益	1514	2262	2498	2792
负债和股东权益	2328	2595	2883	3170

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-38	-106	-20	37
净利润	157	191	236	296
折旧摊销	32	34	38	40
财务费用	29	19	3	2
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-258	-342	-300	-303
其它	2	-8	3	2
投资活动现金流	-86	15	6	9
资本支出	85	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	-0	15	6	9
筹资活动现金流	42	91	14	-46
短期借款	70	-447	17	-44
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	283	464	0	0
资本公积增加	-279	119	0	0
其他	-31	-45	-3	-2
现金净增加额	-82	0	-0	0

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	916	1151	1403	1675
营业成本	304	376	455	535
营业税金及附加	5	6	8	9
营业费用	299	403	512	620
管理费用	104	127	154	168
财务费用	29	19	3	2
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	174	219	270	341
营业外收入	12	8	10	10
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	186	227	280	351
所得税	29	36	44	56
净利润	157	191	236	296
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	156	191	235	295
EBITDA	235	272	312	384
EPS (元)	0.33	0.20	0.25	0.32

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	12.9%	25.6%	21.9%	19.4%
营业利润	18.2%	25.8%	23.3%	26.2%
归属于母公司净利润	16.9%	21.9%	23.4%	25.3%
获利能力				
毛利率	66.8%	67.3%	67.6%	68.1%
净利率	17.1%	16.6%	16.8%	17.6%
ROE	10.3%	8.4%	9.4%	10.6%
ROIC	9.4%	9.5%	9.7%	11.0%
偿债能力				
资产负债率	32.5%	10.6%	11.3%	10.0%
净负债比率	75.29%	44.74%	42.77%	29.95%
流动比率	2.00	7.19	7.09	8.51
速动比率	0.77	2.69	2.58	3.04
营运能力				
总资产周转率	0.42	0.47	0.51	0.55
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	11.55	11.19	15.62	12.47
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.20	0.25	0.32
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.04	-0.11	-0.02	0.04
每股净资产(最新摊薄)	1.62	2.42	2.67	2.99
估值比率				
P/E	51.98	42.64	34.56	27.58
P/B	5.37	3.59	3.25	2.91
EV/EBITDA	36	31	27	22

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2016-08-03	《大品种战略持续发力，外延整合助推新增量》

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推 荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中 性： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回 避： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中 性： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看 淡： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。
孙明达,吉林大学有机化学博士，医药行业两年从业经验。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434