

**常山药业(300255)**
**强烈推荐**
**行业：化学原料药**

## 新产品催动内生高增长，全产业链布局逐渐落地

常山药业是国内肝素全产业链龙头企业，主力品种低分子肝素钙保持较快增长，新品不断获批支撑企业未来发展，我们认为公司内生增长稳健，增量利好不断，围绕肝素产业布局深远，具有较大的投资价值。

### 投资要点：

- ◆ **价格稳定，老品种低分子肝素钙延续高成长。招标顺利，新产品达肝素钠正处于开拓期。**公司主力品种低分子肝素钙出厂价格稳定，成长性良好，上半年同比增长24%。作为临床刚性用药，受医保控费影响较小。随着三甲医院的市场开拓与产品的持续进口替代，有望继续保持20%以上速度增长。新品达肝素钠经过一年市场培育已经在十六个省份进行中标销售，单支中标价格35.29~45.06元，目前仍处于新品市场开拓期。
- ◆ **价格稳步回升，原料药板块下半年业绩弹性较大。**肝素原料价格在经过多年下滑之后近期企稳回升，而公司大量低价粗品肝素存货将显著提升板块毛利。同公司通过认证相继打开了欧美高端市场大门，未来低分子肝素原料较高的毛利将显著改善原料出口板块的盈利水平。
- ◆ **国际化合作加速，公司借船出海、谋求双赢，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。畅想欧美肝素制剂巨大的市场容量和较高的产品毛利，若能顺利实现出口，公司将迎来业绩估值加速提升。新药研发和医疗服务等领域公司与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，同时有望在医疗服务领域展开更多的合作。
- ◆ **枸橼酸西地那非（国产伟哥）审批在即，重磅新药艾本那肽I期临床进展顺利，第一家血透中心顺利开业，公司近期利好不断。**目前公司的西地那非补充申请已经进入审评程序，按照目前审批速度预计半年内可能获批，将成为公司新的业绩增长点。II型糖尿病重磅新药艾本那肽I期临床接近尾声，II期临床最快有望在第四季度展开，此项目若临床成功将成为绝对重磅产品，市场潜力无限。公司第一家血透中心即将开业，稳健进入医疗服务领域。
- ◆ **实际控制人真金白银参与定增，信心可鉴。**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并购的步伐。
- ◆ **维持强烈推荐评级。**我们预测的16/17/18年EPS分别为0.20/0.25/0.32元，对当前股价PE为42/34/26倍，考虑到公司达肝素钠注射剂上市，低分子肝素出口向好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，维持强烈推荐评级。

**作者**
**署名人：张雷**

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： 8.41**
**评级调整： 维持**
**基本资料**

总股本(百万股)	935
流通股本(百万股)	595
总市值(亿元)	79
流通市值(亿元)	50
成交量(百万股)	3.46
成交额(百万元)	29.01

**股价表现**

**相关报告**

《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》2016.08.29

◆ 风险提示：产品推广不及预期风险；研发审批风险；产业政策风险

### 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	50.31	41.27	33.45	26.69
P/B	5.20	3.48	3.15	2.82
EV/EBITDA	35	30	26	21

资料来源：中国中投证券研究总部

## 目 录

<b>一、终端制剂产品日渐丰富，大股东参与定增信心可鉴</b>	5
1. 打通肝素全产业链一条龙，不断丰富终端制剂产品	5
2. 业绩分析：营收增长与毛利率提升持续推动业绩增长，销售费用占比不断提高	6
3. 大股东真金白银参与定增，信心可鉴	6
<b>二、低分子肝素钙持续增长助推业绩，新品达肝素钠处于产品拓展期</b>	7
1. 抗血栓药物保持高速增长，子版块抗凝血药物增速最高	7
2. 低分子肝素钙制剂（万脉舒）持续快速增长，未来空间仍十分巨大	7
3. 首仿上市，达肝素钠注射液处于产品拓展期	9
<b>三、新厂区通过认证解决产能问题，与德国 D.Med 合作打开制剂出口空间</b>	10
<b>四、储备研发进展顺利，诸多利好持续释放。</b>	11
1. 枸橼酸西地那非获批在即！有望成为前三家国产抗 ED 药物	11
2. 艾本那肽临床进展顺利，对应百亿级 II 型糖尿病用药市场，公司目前最大的潜力品种	13
3. 透明质酸产能将扩充至 20 吨，未来有望通过收购快速切入制剂市场	13
<b>五、与 NantWorks LLC 公司深度合作，引入更多重磅在研项目</b>	14
<b>六、试水医疗服务，布局产业链终端</b>	15
<b>七、盈利预测与投资建议</b>	16
<b>八、风险提示</b>	17

## 图目录

图 1 肝素产业链一览 .....	5
图 2 公司产品结构图 .....	5
图 3 公司制剂收入所占营收比例逐年提高 .....	5
图 4 公司近年营收增长情况 .....	6
图 5 公司近年归母净利润增长情况 .....	6
图 6 销售毛利率不断提高，销售净利率保持平稳 .....	6
图 7 公司期间费用不断提高，主要受销售费用率影响 .....	6
图 8 抗血栓药物制剂主要品类市场份额 .....	7
图 9 抗血栓药物制剂医院市场整体规模及增长情况 .....	7
图 10 低分子肝素钙（万脉舒）年度营收增长 .....	8
图 11 中国城市公立医院化学药-抗血栓形成药-低分子肝素-前十企业格局 .....	8
图 10 中国肝素出口单月价格一览 .....	10
图 11 中国肝素出口单月金额一览 .....	10
图 1 公司肝素钠原料年度销量 .....	10
图 8 抗 ED 类药物全球年度销量 .....	12
图 9 中国城市公立医院化学药-西地那非-年度销量趋势 .....	12
图 13 透明质酸应用领域一览 .....	13

## 表目录

表 1 2011-2015 年血栓药物制剂主要品类市场增长情况 .....	7
表 1 公司低分子肝素钙在执各省中标情况一览 .....	8
表 2 公司达肝素钠在执各省中标情况一览 .....	9
表 3 西地那非注册申报公司一览 .....	11
表 4 抗 ED 类药物中标价格一览（以福建省为参考） .....	13
表 5 公司主营业务收入预测 .....	16

## 一、终端制剂产品日渐丰富，大股东参与定增信心可鉴

### 1. 打通肝素全产业链一条龙，不断丰富终端制剂产品

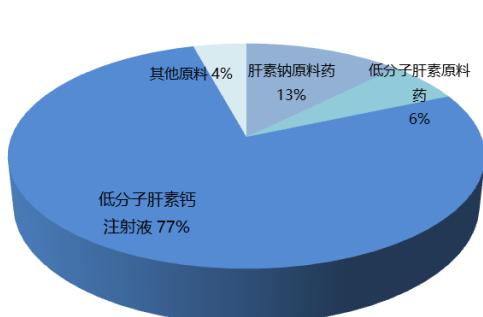
**国内肝素产业链龙头企业。**公司的主营业务为肝素原料药和肝素制剂业务。2012年公司收购泰康制药后，获得了低分子肝素钙注射液生产批件，凭借高于国标的质量标准、优势剂型，迅速开拓市场，目前产品销售额已经占到公司营收的近八成，完成了从原料药生产企业向制剂生产企业的华丽蜕变。近年来公司的终端制剂品种不断得到丰富完善，达肝素钠注射剂、那屈肝素钙注射剂相继获批，依诺肝素钠也已处于审批阶段，未来公司的制剂产品将覆盖所有常见低分子肝素产品线，降低单一品种占比过高的潜在风险。

**图 1 肝素产业链一览**



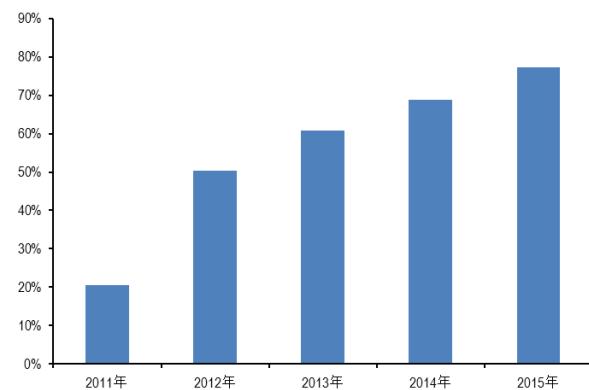
资料来源：中国知网、中国中投证券研究总部

**图 2 公司产品结构图**



资料来源：2015 公司年报、中国中投证券研究总部

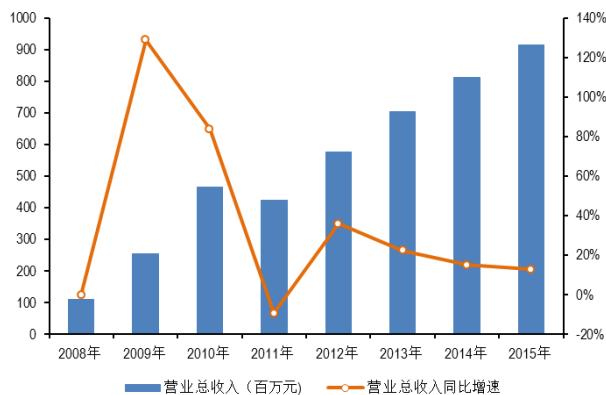
**图 3 公司制剂收入所占营收比例逐年提高**



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

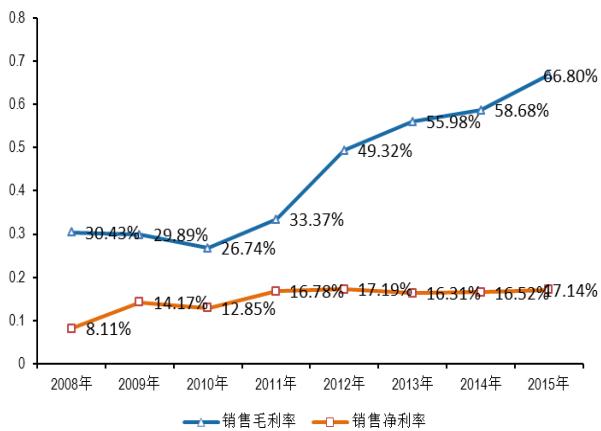
## 2. 业绩分析：营收增长与毛利率提升持续推动业绩增长，销售费用占比不断提高

图 4 公司近年营收增长情况



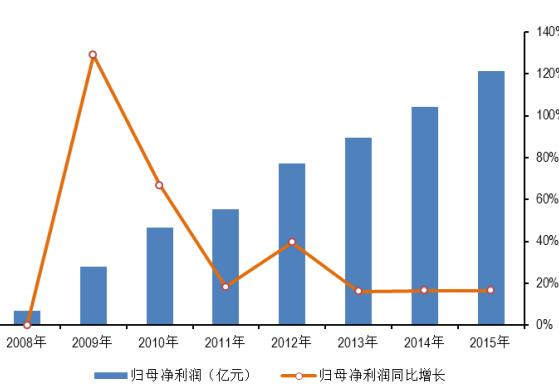
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 6 销售毛利率不断提高，销售净利率保持平稳



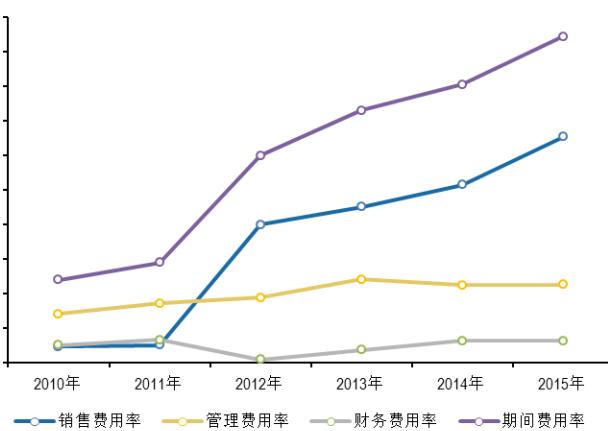
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 5 公司近年归母净利润增长情况



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 7 公司期间费用不断提高，主要受销售费率影响



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

## 3. 大股东真金白银参与定增，信心可鉴

公司相继完成了定发增持计划与第一期员工持股计划。其中向董事长高树华定向增发金额为 6 亿元，价格为 12.45 元/股，占发行量的 75%，鹰基金认购剩余 25% 份额。同时公司员工持股计划在二级市场通过 1:1 杠杆购买了 754 万股，均价为 12.96 元，股票锁定期为 12 个月，增发价格与员工持股价经除权后为 6.89 元与 7.17 元。

**掌控能力增强、外延预期提高。**通过本次增发，公司的实际控制人高树华先生的持股比例由 31.94% 进一步的提高到了 37.11%，对企业的掌控能力进一步增强。真金白银的现金认购，也向市场展示了大股东对于企业未来发展的强烈信心。募集的大量现金，

也为企业未来外延发展提供了资金支持。未来公司有机会通过扩张并购的方式做大做强。

## 二、低分子肝素钙持续增长助推业绩，新品达肝素钠处于产品拓展期

### 1. 抗血栓药物保持高速增长，子版块抗凝血药物增速最高

**抗血栓药物市场保持较高增速。**随着中国老龄化社会的到来，一方面血管栓塞性疾病发病率逐年提高，另一方面心脑血管手术发展较快，术后用药市场不断扩大。抗血栓用药市场规模自从 2003 年以来一直保持两位数增长。2015 年终端市场规模超过 194 亿。

图 8 抗血栓药物制剂主要品类市场份额

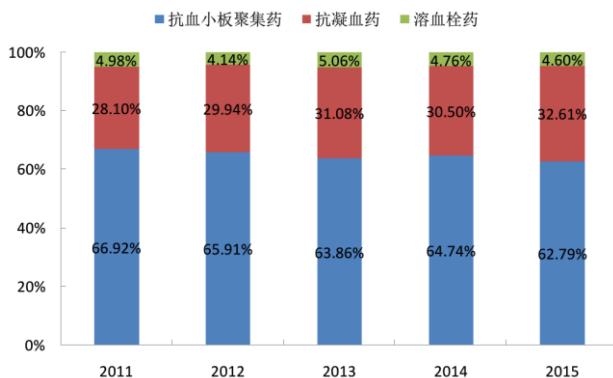


图 9 抗血栓药物制剂医院市场整体规模及增长情况



资料来源：南方所、中国中投证券研究总部

资料来源：南方所、中国中投证券研究总部

抗血栓临床药物主要由抗血小板凝集药物、抗凝血药和纤溶酶原激活剂三大类药物组成，其中肝素类药物主要用于抗凝血作用。根据南方所数据显示，抗凝血药物近年来市场占比不断扩大，目前占据抗血栓药物市场 32.61% 的份额。

表 1 2011-2015 年血栓药物制剂主要品类市场增长情况

亚类	2011	2012	2013	2014	2015
抗血小板聚集药	24.06%	12.82%	5.78%	8.55%	8.99%
抗凝血药	18.81%	22.07%	14.77%	13.59%	14.00%
溶血栓药	-0.11%	-4.75%	1.18%	8.06%	4.50%

资料来源：南方所、中国中投证券研究总部

### 2. 低分子肝素钙制剂（万脉舒）持续快速增长，未来空间仍十分巨大

低分子肝素钙作为公司重磅转型之作，于 2006 年获得生产批件。在 2006 年国务院发布的《关于精氨酸等 354 种药品最高零售价格的通知》中，成为国内唯一符合 YBH30832006 标准并给予每支 57.5 元的价格，2013 年产品入选国家新版基药目录。依靠优秀的产品质量和较高的产品价格，优质优价迅速抢占市场，近三年复合增长达到了 28.5%，2015 年销量达到了 7.07 亿。根据南方所数据显示，目前公司万脉舒的销

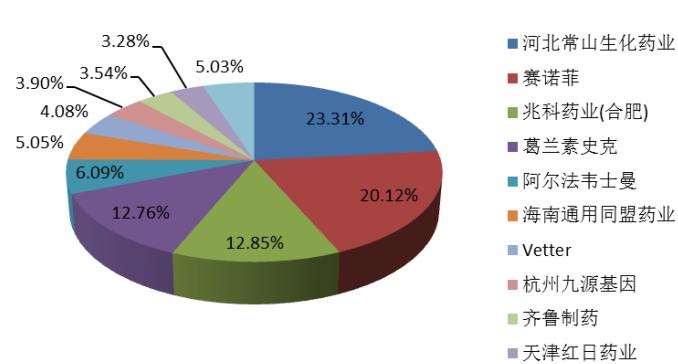
量已经占整个低分子肝素市场 25%的份额。

虽然近年来医保控费和招标降价对医药工业企业打击较大，但低分子肝素钙依靠优秀的产品质量与临床一线用药的不可或缺性，其价格一直保持的非常稳定，目前无明显的降价趋势，有利的维护了产品的利润。

**图 10 低分子肝素钙（万脉舒）年度营收增长**



**图 11 中国城市公立医院化学药-抗血栓形成药-低分子肝素-前十企业格局**



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

资料来源：南方所、中国中投证券研究总部

**表 2 公司低分子肝素钙在各省中标情况一览**

省份	剂型	规格	最小制剂单位价格 (元)
广东	注射剂	0.2ml:2050IU	27.22
广东	注射剂	0.4ml:4100IU	50.89
广东	注射剂	0.2ml:5000IU	53.85
山西	注射剂	0.2ml: 2050IU	27.2
山西	注射剂	0.4ml:4100IU	48.1
广西	注射剂	0.2ml: 2050IU	28.84
广西	注射剂	0.4ml:4100IU	48.26
上海	注射剂	0.2ml:2050IU	29.15
甘肃	注射剂	0.2ml: 2050IU	26.10
甘肃	注射剂	0.4ml:4100IU	49.65
浙江	注射剂	0.4ml:4100IU	未公布
湖北	注射剂	0.2ml: 2050IU	27.2
湖北	注射剂	0.4ml:4100IU	50.04
海南	注射剂	0.4ml:4100IU	54.52
吉林	注射剂	0.2ml: 2050IU	30.98
吉林	注射剂	0.4ml:4100IU	51.46
北京	注射剂	0.2ml: 2050IU	27.2
江苏	注射剂	0.4ml:4100IU	47.88
云南	注射剂	0.2ml: 2050IU	28.34
云南	注射剂	0.4ml:4100IU	49.143

资料来源：南方所，中国中投证券研究总部

**万脉舒未来仍有较大开拓空间。在抗血栓市场用药上，低分子肝素销量占比达到市**

市场份额的 23%，其中河北常山药业已经占到肝素钠制剂销量的 25%以上，是目前市场上单一占比最大的肝素生产企业。那么未来万脉舒还有多大的成长空间呢，哪些因素会对万脉舒的销量产生影响？

第一，低分子肝素市场的扩容。我国老龄化程度不断加剧，心脑血管患病人数逐年增加。低分子肝素相对于传统肝素，更易给药且副作用较小，出血风险降低且术后不需要密集监测，具有更为优秀的临床应用，肝素 2015 年销售额达到了 4.5 亿，而低分子肝素的价格要远高于肝素钠，转化空间十分巨大。2016 年低分子肝素的用药市场仍保持了 13% 的增长速度 新增市场空间来源于患者用药的增加与肝素钠市场的升级换代。

第二，高端医院仍存在开拓空间。公司目前国内低分子肝素产品覆盖的医院达到了 2000 多家，但其中三甲医院比例非常小，高端医院市场常年被跨国品牌占据，仍存在一定的进口替代空间。

第三，新产品那屈肝素钙的有利支持。那屈肝素钙本质上和万脉舒差别不大，只不过由于过去药品分类问题，存在归类差别，公司那屈肝素钙于近期获批，目前处于招标和培育期，新产品那屈肝素钙的上市会对低分子肝素钙有一定的市场补充作用，也会抵御单品面临的市场与政策性风险。

### 3. 首仿上市，达肝素钠注射液处于产品拓展期

**首仿上市，具有先发优势。**达肝素钠注射液是公司第二款低分子肝素产品，主要用于治疗急性肾静脉血栓，不稳定型冠状动脉疾病。目前国内市场份额主要被国外原研—辉瑞的法安明所占据，2015 年该产品销量为 2-3 亿元。国内目前除常山药业外，还有常州千红生化与南京健友生化两家公司获得生产批件，公司的产品于 2014 年首仿上市，相对于国内竞争对手拥有一定的先发和渠道优势。

**招标进展顺利，目前正处于新品推广期。**达肝素钠目前已经在十余个省份中标，价格稳定在 35 元~54 元之间，与原研厂商辉瑞的中标价格 35 元~41 元不相上下，这体现了公司产品质量上的可靠与招投标渠道运营能力。由于上市时间不长，2015 年销量估计在 1000 余万左右。经过专业团队一年多的渠道建设和市场培育，我们预测随着进口替代的持续进行，公司的达肝素钠注射剂销量有望迎来快速增长，助力公司的制剂板块继续快速增长。

**表 3 公司达肝素钠在各省中标情况一览**

省份	剂型	规格	最小制剂单位价格（元）
广西	注射剂	0.2ml:5000IU	54.07
福建	注射剂	0.2ml:5000IU	35.3
福建	注射剂	0.2ml:5000IU	35.3
海南	注射剂	0.2ml:5000IU	45.06
山西	注射剂	0.2ml:5000IU	35.29
浙江	注射剂	0.2ml:5000IU	无公开价格
湖北	注射剂	0.2ml:5000IU	40.1725
山西	注射剂	0.2ml:5000IU	35.29

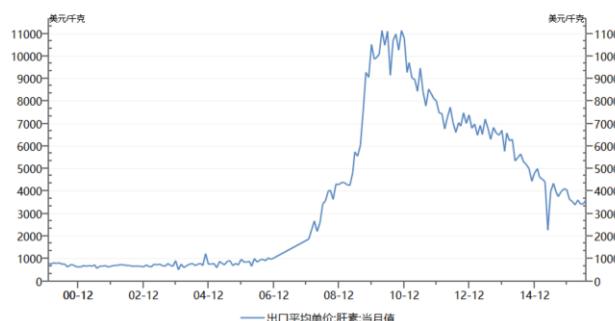
湖北	注射剂	0.2ml:5000IU	45.055
湖北	注射剂	0.2ml:5000IU	45.055
四川	注射剂	0.2ml:5000IU	35.29
湖北	注射剂	0.2ml:5000IU	45.055
湖北	注射剂	0.2ml:5000IU	45.055

资料来源：南方所，中国中投证券研究总部

### 三、新厂区通过认证解决产能问题，与德国 D.Med 合作打开制剂出口空间

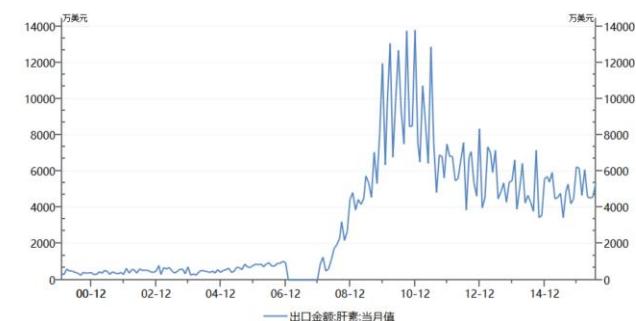
**低端肝素价格持续走低，公司传统业务受累。**行业趋势下行，肝素原料板块量价齐跌。肝素原料药行业市场化程度较高，随着各公司产能的扩充与欧美出口市场需求的疲软，近年来肝素价格持续走低，市场竞争非常激烈，公司传统肝素出口业务近年来持续出现量价齐跌的行情。

图 12 中国肝素出口单月价格一览



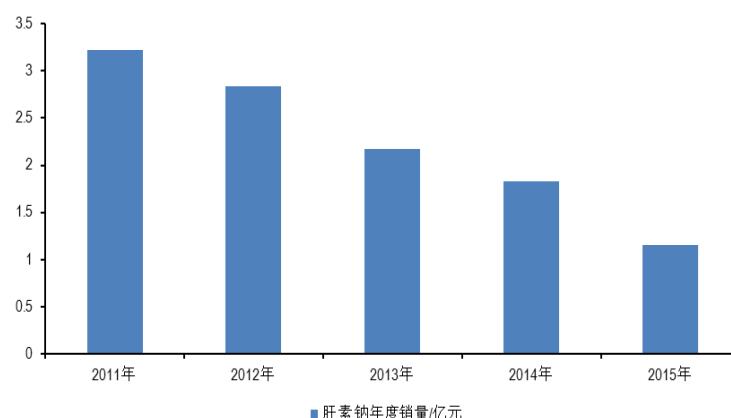
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 13 中国肝素出口单月金额一览



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 14 公司肝素钠原料年度销量



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**价格回暖，欧美市场准入，未来原料药板块仍有潜力可挖。**肝素原料药价格去年末开始逐渐回暖，相应肝素粗品价格也出现了 30%左右的价格上涨。公司受益于之前低价粗品库存较高，未来随着原料药价格回升，板块毛利将进一步提升。

目前全球肝素原料主要在欧美市场，美国市场就占到 40%的份额，是全球最大的

低分子肝素消费国。公司于 2015 年 10 月份接连通过了美国 FDA 现场审计和德国 GMP 认证，获得了向美国和德国出口肝素钠，低分子肝素原料药的资格，三大低分子肝素原料药各获得 5000kg 产能，普通肝素原料 3 万亿单位。

通过美国的 FDA 认证，有助于公司将毛利更高的低分子肝素产品推向更加广阔的欧美市场，拓展了下游市场客户数量，同时认证的通过也增加了公司产品议价的能力。但由于国外厂商更换原料供应商存在诸多认证手续，下游客户的开拓也需要一个过程，我们预计在肝素价格企稳和低分子肝素市场的拓展，未来公司肝素原料板块将贡献一定的业绩弹性。

**道路曲折，前途光明。制剂出口有望再造常山。**肝素制剂产品在国外的价格和空间都要远超国内。一旦制剂出口成型，将极大的提高公司的业绩和市场认可度。公司选择与德国 D.Med 公司合作成立，将常山药业生产肝素钠注射液和达肝素钠注射液，经过二次包装后，以合资公司的商标在欧洲及其他国际市场上销售。

欧洲市场对于肝素制剂需求非常大，利用常山的生产优势与德国 D.Med 的渠道优势，双方的合作能够取长补短，达到共赢。

**两个前提：1 ) 公司的制剂车间需要通过欧盟的 GMP 认证。2 ) 制剂产品需要通过欧盟的审批认证。**我们预测最少需要 2 年后才有可能实现真正的制剂出口，道路曲折，前途光明。

## 四、储备研发进展顺利，诸多利好持续释放。

### 1. 枸橼酸西地那非获批在即！有望成为前三家国产抗 ED 药物

**正在审评中-下一个获批西地那非产品。**目前西地那非申报企业较多，公司的枸橼酸西地那非项目的制备工艺规避了现有专利，目前原料和制剂处于审评阶段。预测将可能大概率半年内获得批准上市，成为前三家国产西地那非生产企业，占据一定的先发优势。

**表 4 西地那非注册申报公司一览**

申请公司	受理号	承办日期	新报任务公式排名
常山生化药业有限公司	CYHB1503328	2015-07-23	在审评
重庆康刻尔制药有限公司	CXHB1400127	2015-02-28	在审评
吉林金恒制药股份有限公司	CXHB1400107	2015-03-19	在审评
成都地奥制药集团有限公司	CYHB1503348	2015-11-16	在审评
山东罗欣药业股份有限公司	CYHS1200731 (三个规格)	2013-04-28	ANDA(1704)
齐鲁制药有限公司	CYHS1300100 (三个规格)	2013-07-19	ANDA(1605)
深圳海王药业有限公司	CYHS1300999 (两个规格)	2013-10-29	在审评
广州朗圣药业有限公司	CYHS1301629	2014-02-19	在审评

重庆圣华曦药业股份有限公司	CYHS1400633 (两个规格)	2014-07-23	ANDA(3327)
瑞阳制药有限公司	CYHS1301726 (两个规格)	2014-09-25	ANDA(3574)
南昌立健药业有限公司	CYHS1401103	2014-10-14	在审评
浙江得恩德制药有限公司	CYHS1401343	2014-12-31	在审评
济南明鑫制药股份有限公司	CYHS1401496	2015-07-13	ANDA(4579)
华润紫竹药业有限公司	CYHS1500243 (两个规格)	2015-08-07	在审评
福建广生堂药业股份有限公司	CYHS1500662	2015-09-02	ANDA(4713)

资料来源：南方所、中国中投证券研究总部

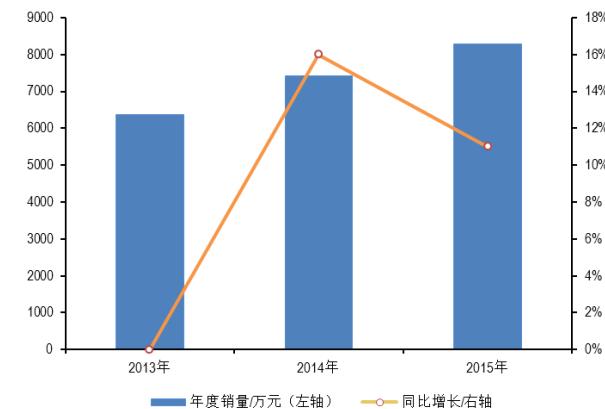
**未来市场空间巨大-80%销量集中于 OTC 渠道。**根据《中国统计年鉴 2013》中 20-70 岁男性人口 4.88 亿计算，中国约有 1.27 亿潜在 ED 患者，市场潜力高达百亿以上，而正规渠道市场规模约为 10 亿。目前除了进口药物万艾可，希力爱，艾力达与金戈、万菲乐两款国产西地那非产品，市场还充斥着大量粗劣的保健品与擦边球产品，由于正规药品单次价格较高与市场，给其他产品预留了较大的市场空间。

**优秀榜样—白云山金戈上市销售火爆。**西地那非国内首仿—白云山金戈于 2014 年 10 月份上市，在 2015 年即取得了 2.3 亿元销售额，已经成为白云山第二大品种，未来市场前景非常看好。在金戈销售火爆的同时我们发现，作为国内抗 ED 药物的龙头产品—辉瑞万艾可并没有因为专利悬崖的到期而销量下降，甚至 2015 年万艾可国内医院销量仍有 11% 的增长。这说明金戈的火爆销量更多的是靠市场的终端扩容而不是大幅度挤压进口药品市场空间取得的。

图 15 抗 ED 类药物全球年度销量



图 16 中国城市公立医院化学药-西地那非-年度销量趋势



资料来源：南方所、中国中投证券研究总部

资料来源：南方所、中国中投证券研究总部

**补足 OTC 渠道和品牌短板—有望成为公司新业绩增长点。**公司有望继白云山金戈，江苏万邦万菲乐之后，成为国内第三个推出国产抗 ED 药物的企业，进入百亿规模市场。从价格来看，目前国产的金戈与万菲乐售价仍较高，单次使用超过 40 元，这也为常山药业未来开拓市场预留了价格空间。我们预测若获批顺利，公司的产品今年第四季度上市，但由于公司在 OTC 渠道较为弱势，渠道的拓展和品牌的建立都需要一定的时间。

**表 5 抗 ED 类药物中标价格一览 (以福建省为参考)**

商品名	产品成分	药品规格/粒	价格/粒
辉瑞—万艾可	西地那非	100mg	99.84 元
白云山—金戈	西地那非	50mg	44.5 元
亚邦—万菲乐	西地那非	50 mg/100mg	49 元/79.75 元
拜尔—艾力达	伐地那非	10mg/20mg	78.40 元/101.74 元
礼来—希力爱	他达拉非	5mg/20mg	31.78 元/106.35 元

资料来源：南方所、中国中投证券研究总部

## 2. 艾本那肽临床进展顺利，对应百亿级 II 型糖尿病用药市场，公司目

### 前最大的潜力品种

**合作开发，降低风险，艾本那肽 I 期临床已顺利结束。**艾本那肽是用于治疗 II 型糖尿病的国家一类新药。由常山凯捷健生物研发公司为研发主体，与美国 ConjuChem LLC 公司合作推进。艾本那肽临床于 2015 年 12 月完成了志愿者招募入组工作，一期临床主要考察在健康受试者中的耐受性、PK 及药效学，目前已经结束，II 期临床有望今年四季度开展。由于产品的适应症为 II 型糖尿病，患者数量较多，招募临床入组较为容易，因此艾本那肽的临床时间相对于肿瘤药物会相应缩短，我们推断一切顺利的话，预期 2019 年可以完成临床试验上报生产。

**长效升级替代，解决糖尿病频繁用药，对应百亿市场规模。**艾本那肽技术创新之处在于：公司运用了白蛋白预耦合技术，将白蛋白与艾塞那肽耦合一起，进而优化了产品的半衰期和成药性，得到了艾塞那肽的长效升级替代产品—艾本那肽。产品预计将用药时间从每日一次延长到了每周一次，极大的方便了患者的生活。对应百亿级 II 型糖尿病用药市场。同时公司利用白蛋白载药技术的长效耦合修饰平台，还研发了一系列长效胰岛素项目，目前处于临床前研发阶段。

## 3. 透明质酸产能将扩充至 20 吨，未来有望通过收购快速切入制剂市场

**生产技术壁垒较高，应用领域广阔。**透明质酸钠是一种高分子氨基聚糖，简称为 HA，具有药品、医疗器械、美容三重身份。制备方法主要分为动物组织提取法和微生物发酵法。动物组织提取法产量较低，且工艺复杂。而微生物发酵对于菌种和工艺的要求也较高，具有很高的行业技术壁垒。国内主要的企业有景峰制药，华东医药，华熙生物和昊海生物。

在我国，透明质酸作为医疗器械被称为医用透明质酸钠凝胶，作为药品目前上市的产品有玻璃酸钠注射液和玻璃酸钠滴眼液。在美容领域又被称作玻尿酸。应用领域上，在医学上主要用于人工关节滑液和眼科手术，市场空间巨大。在美容领域主要作为注射填充类产品用于抗皱除纹，局部整形。食品领域可以补充人体内的透明质酸含量，增加皮肤湿润度。

### 图 17 透明质酸应用领域一览

药品	器械	化妆、食品添加
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>玻璃酸钠滴眼液</b>：用于干眼症，角膜皮机械损伤；</li> <li>• 代表公司：福瑞达—润捷；</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>眼科</b>：作为粘弹剂或粘连阻隔剂；</li> <li>• 代表产品：景峰—佰奕；昊海生物—术唯可；</li> <li>• <b>骨科</b>：关节功能改善剂，用于骨关节病患者的骨关节腔注射；</li> <li>• 代表产品：景峰—佰备；</li> <li>• <b>外科整形</b>：填充剂用于丰胸、丰唇；</li> <li>• 代表产品：华熙生物—润百颜；</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>化妆品</b>：保湿护肤，用于日化产品的添加剂；</li> <li>• 代表产品：DR.WU—水凝露；</li> <li>• <b>食品</b>：健康美容产品添加剂；</li> </ul>

资料来源：中国知网、中国中投证券研究总部

**市场容量巨大，成长空间可期。**在骨科领域，由于我国人口老龄化趋势明显，老年人骨科疾病，例如骨关节炎用药市场增长很快，透明质酸注射凝胶，广泛的用于治疗骨关节炎及其他关节痛楚。根据南方所报告预测，2016 年骨科注射凝胶市场将达到 30 亿规模，未来三年将保持 20%以上的符合增长。在眼科领域，主要应用于白内障，晶体植入以及穿透性角膜移植手术中。2016 年眼科用药市场预计将达到 14 亿规模。在美容领域，受益于市场需求旺盛，注射用玻尿酸和美妆产品未来市场空间巨大。作为美容填充材料的玻尿酸市场规模预计在 10 亿以上。

**新厂区建设顺利，产能将提升至 20 吨。**公司的透明质酸项目多年前就已经着手研发工作，但限于生产场地与公司重点发展低分子肝素钙的产业规划原因进展较慢。产能方面：公司的老厂区拥有 1000 公斤透明质酸产能，主要生产化妆品及食品级别产品，其市场价格在 5000 元/公斤左右。公司利用国开基金 8500 万贷款推进建设 20 吨设计产能的新厂区车间建设工作已经接近完工，进入设备招标安装阶段，预期全部工程将于今年底完工，届时公司将拥有 20 吨的透明质酸产能，若单纯的按照原料出售，年产值将达到一个亿。

**产品审评周期过长，未来有望通过收购方式快速进入。**截至目前，公司已完成临床前研究工作，并着手进行注册申报。考虑到目前国家药审中心的排队及审批速度情况，我们认为公司从申报到透明质酸的产品批件需要最少三年以上。而新建产能如不及时投入生产对于公司也是一个比较大的负担。同时由于公司刚刚完成定增，资金较为充裕，我们认为近期公司可能继续按照原料的方式出售产品，但未来公司最有可能通过收购或合作的方式快速的切入到医用透明质酸行业或美容行业中，进入高毛利下游领域。

## 五、与 NantWorks LLC 公司深度合作，引入更多重磅在研项目

NantWorks LLC 公司是一家创新型研发公司，旗下设立 ConjuChem LLC, NantHealth, Nantpharma, NantBioScience 等十几家公司，研究方向涉及靶向抗癌药物、细胞免疫治疗、精准医疗等诸多医药热点方向。其创办人 Dr. Patrick Soon-Shiong (中文名黄馨祥医学博士)位列 2015 年福布斯排行榜华人首富，是著名的外科医生、科学家和企业家，曾成功研制出抗肿瘤药物注射用紫杉醇白蛋白 Abraxane，

并创办过两家数十亿美元的医药公司。公司希望通过与 NantWorks LLC 及其控制的下属子公司合作，开拓公司产品的海外市场，增强公司的研发能力。目前艾本那肽项目的合作对象 ConjuChem LLC 公司即是 NantWorks, LLC 的子公司。未来公司子公司常山香港计划作 1500 万美元的股权投资到 NantHealth, Nantpharma, NantBio 中的某一家，以加深双方合作，提升常山药业的研发能力。

**与 NantPharma 合作将低分子肝素制剂推进美国市场。** 公司在国内低分子肝素钙制剂取得巨大成功的同时，一直希望打入欧美成熟制剂市场。在与德国 D.Med 公司合作进军欧盟的同时，牵手 NantPharma 公司着手开拓美国市场。NantPharma 公司将负责将常山药业的达肝素产品向美国 FDA 申报，并承担申报及临床等效性试验等费用，常山药业负责提供申报美国 FDA 所必需的资料，并负责达肝素产品的生产。产品在美国获准上市后，由 NantPharma 负责美国市场销售，双方各按 50% 进行利润分配。美国制剂出口需要进行等效性试验，按照以往经验我们预计最快公司有望于 2018 年实现制剂出口。

**初步敲定两款抗肿瘤一类新药合作开发。** 在获 Celgene 公司同意后，NantWorks 子公司 NantBio 会将一种白蛋白结合纳米粒肿瘤血管破坏剂（Nab-VDA）给予常山药业该品种的中国开发权。或者将一种靶点是肿瘤细胞表面的胰岛素样生长因子的在研产品 Ganitumab 授权常山药业在中国开发。

NantPharma 另一款正在开发治疗胃癌的新药目前在美国已完成 I 期及 II 期临床研究。常山药业作为 NantPharma 该产品在中国境内的唯一合作伙伴，由常山药业国内的临床申报，并承担研究的相关费用。此产品是受体酪氨酸激酶间质上皮转化因子（c-Met）抑制剂，早期由安进（Amgen）公司研发，2015 年 NantPharma 将其从安进公司购买。该药品 II 期临床研究已结束，目前对数据正在进行分析。

**未来可能在医疗领域有进一步深入合作。** 常山药业及 NantWorks, LLC 将通过与国内双方共同认可的医疗机构合作，共同组建肿瘤专科医院，该医院的定位为肿瘤综合治疗中心。该医院的定位为肿瘤综合治疗中心，包括外科治疗、放射治疗、化学治疗、生物学（免疫学）治疗、基因分析、大数据、精准治疗，集医、研、教一体。

## 六、试水医疗服务，布局产业链终端

**血透市场供需失衡，巨大潜力有待挖掘。** 目前全球透析市场规模达到 800 亿美元，截至 2013 年我国目前终末期肾病患者人数预计超过 200 万，其中全国透析人数为 28 万人，整体透析率为 14%，远低于全球平均 37% 的治疗率，也远远低于欧美发达国家 90% 以上的受治率，国内的透析市场供需严重失衡。我们按照终末期患病人数 200 万、每次透析 400 元、每周两次计算，全国血透市场规模达将近 1000 亿。

我们认为中国血透行业面临良好的投资机会。第一，血透行业发展向好。目前血液透析市场规模约为 140 亿元，未来 5 年血液透析市场将进入加速增长的阶段，至 2020 年，市场规模有望突破 450 亿元，复合增速超过 20%。第二，市场供需严重失衡，200 万终末期肾病患者存在刚性的透析需求，而大病医保的全面实施，也增强了患者的兑付

能力。目前公立综合性医院业务量大，血液透析服务供给严重不足。目前国内有血透中心 3637 家，主要以综合性医院的血液透析中心为主，但由于公立医院负载压力过大，而血透单次利润不高，所以公立医院扩张意愿不强烈。第三，目前国家的政策也鼓励更多的民营资本参与到医疗服务领域中来，并给予医保接入，用以补充公立医院承接不了的其他业务。分级诊疗与社会化办医政策指引未来血透中心的新增变量将主要由社会办医力量为主。

**产业优势明显，产业链下游延伸。**作为一家肝素全产业链公司，在不断丰富终端制剂产品线的同时，也在积极的布局相关医疗服务领域。基于常山药业在抗凝血领域具有得天独厚的产品优势，公司选择试水血透市场顺理成章。不仅可以扩大自身产品销售终端，贴近一线使用患者，更为重要的是由单纯的药物生产企业进军医疗服务企业，我们认为在现在国家大医改政策不断深入，分级诊疗带来的病患外流机会的情况下，公司在医疗服务领域大有可为。

**第一家血透中心开业，未来有望全面复制。**公司成立了久康医疗子公司进行血透领域的布局和运营工作。目前第一家血透中心已经开业运营。中心设计规划 80 张床位，配备德国进口血透机，并聘请多位公立医院医生管理中心。在满负荷运营的情况下，理想状态我们计算一年收入近 2300 余万（每台机器 2 人次/天，400 元/次）。公司在进军医疗服务的战略很清晰，扎实谨慎。通过运营第一家血透中心，熟悉医疗服务的运营和管理，找到提高运营效率，降低运营成本，增加中心附加值的方法，然后以第一家为标准，进行大范围的复制推广。

## 七、盈利预测与投资建议

在不考虑外延并购的情况下，我们预测的 16/17/18 年 EPS 分别为 0.23/0.29/0.36 元，对应当前股价 PE 为 37/29/23 倍，考虑到公司达肝素钠注射剂新品上市，低分子肝素出口向好以及多重利好对股价的推动作用，给予 2016 年 45 倍 PE，对应股价为 10.17 元，首次覆盖，给予强烈推荐评级。

**表 6 公司主营业务收入预测**

主营收入/万元	2015	2016E	2017E	2018E
低分子肝素钙注射剂	70,746	88,432	108,772	130,526
同比增长	26.77%	25.00%	23.00%	20.00%
毛利率	80.05%	80.00%	79.00%	78.50%
达肝素钠注射剂	#	4,500.00	6,525.00	8,808.75
同比增长	#	#	45.00%	30.00%
毛利率	#	60.00%	60.00%	60.00%
肝素钠原料药	11,516	10,364.71	10,882.94	11,971.24
同比增长	-37.04%	-10.00%	5.00%	10.00%
毛利率	10.43%	12.00%	13.00%	15.00%
产品收入	91,598	115,089	14,0343	16,7525
同比增长	12.91%	25.64%	21.94%	19.37%
毛利率	66.8%	67.3%	67.6%	68.1%

营业费用	32.66%	35.00%	36.50%	37.00%
------	--------	--------	--------	--------

## 八、风险提示

- (1) **产品推广风险。**低分子肝素钙有增速不达预期的风险。达肝素钠处于上市初期，有产品推广不及预期的风险。
- (2) **研发审批风险。**西地那非存在审评不通过的风险，艾本那肽临床实验存在较大不确定性。
- (3) **产业政策风险。**国家招标降价、医保控费未来可能会对产品价格产生负面影响。

**附：财务预测表****资产负债表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	2328	2595	2883	3170
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	39	31	32	34
长期借款	0	0	0	0
其他	39	31	32	34
<b>负债合计</b>	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
<b>负债和股东权益</b>	2328	2595	2883	3170

**现金流量表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	-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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	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
<b>现金净增加额</b>	-82	0	-0	0

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	174	219	270	341
营业外收入	12	8	10	10
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	186	227	280	351
所得税	29	36	44	56
<b>净利润</b>	157	191	236	296
少数股东损益	0	1	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	156	191	235	295
EBITDA	235	272	312	384
EPS (元)	0.33	0.20	0.25	0.32
<b>主要财务比率</b>				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
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%
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标(元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
P/E	50.31	41.27	33.45	26.69
P/B	5.20	3.48	3.15	2.82
EV/EBITDA	35	30	26	21

**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。

**免责条款**

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,旨为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,但我们将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