



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 业绩符合预期，原料药业务回暖趋势明显，未来有望贡献较大弹性

——常山药业（300255）2016 年三季度报点评

2016 年 10 月 17 日

维持/推荐

常山药业

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001	
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035	
胡偌碧	联系人		
	Hurb@dxzq.net.cn	010-66554044	

## 事件：

常山药业发布年三季报，2016 前三季度实现营业收入 8.10 亿元，同比增长 25.73%；归属于上市公司股东的净利 1.00 亿元，同比增长 16.51%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 9593.16 万元，同比增长 23.28%。实现 EPS 为 0.11 元。

公司 2016 年 Q3 实现营业收入 2.96 亿元，同比增长 32.89%；实现归属于上市公司股东的净利润 3156.11 万元，同比增长 19.91%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 3015.55 万元，同比增长 24.70%。实现 EPS 为 0.03 元。

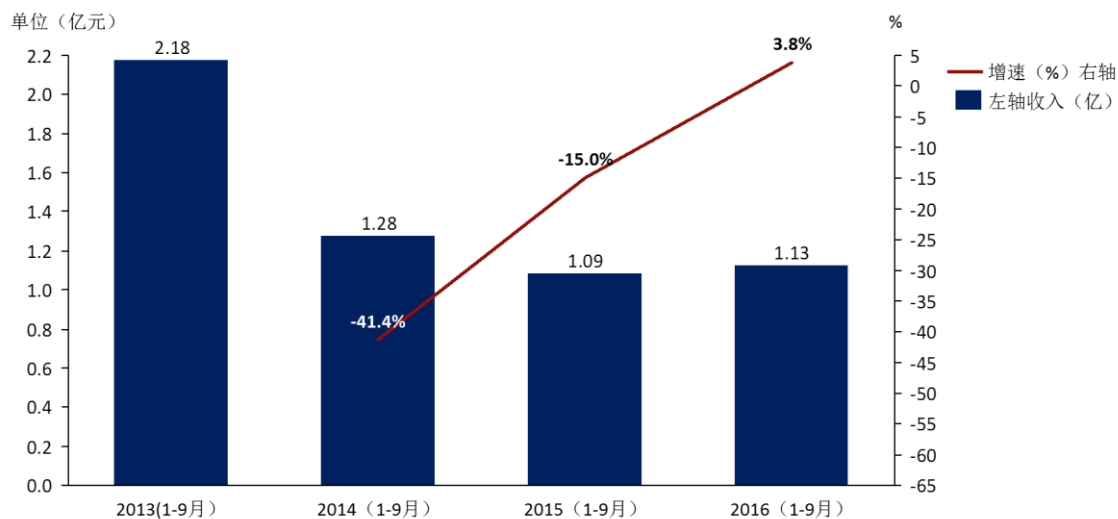
## 观点：

### 1、收入端增速持续加快，低分子肝素钙维持高速增长，原料药回暖趋势明显

公司 Q3 单季度净利润增速为 19.91%，快于 Q2 的 11.57%，三季度业绩向好。收入端增速加快趋势尤其明显。Q1 收入增速 16.27%，Q2 收入增速 26.57%，Q3 收入增速 32.89%，**展望全年，收入端有望提速**。前三季度整体业绩增速 16.51%，扣非后净利润增速 23.28%，符合我们预期，四季度业绩有望进一步向好。

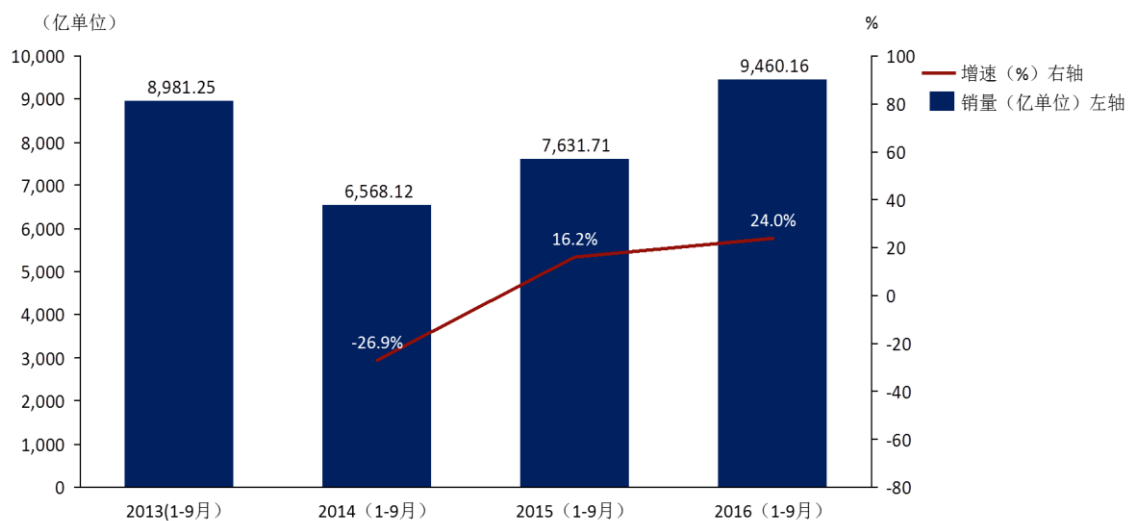
分业务来看，制剂业务维持高速增长快速放量，公司前三季度肝素制剂收入 6.4 亿，同比增长 30.54%，销量 1823 万支，同比增长 30.14%。我们推测制剂方面大部分为低分子肝素钙制剂（增速约 26-27%），达肝素销量约 70 万支，收入大约 2000 万。**原料药方面回暖趋势明显**，普通肝素原料药收入 1.3 亿元，较去年同期增长 3.84%（11 年至今，原料药收入端一直受价格影响下降，三季度首次恢复正增长，值得重点关注），销量为 9,460.16 亿单位，较上年同期增加 23.96%。依诺肝素销量超过 500kg 收入超过 3000 万，达肝素原料药收入超过 1000 万。其他制剂和原料药收入约 2000 万左右。

图 1：常山药业普通肝素原料药近几年前三季度收入



资料来源：东兴证券研究所

图 2：常山药业普通肝素原料药历年前三季度销量



资料来源：东兴证券研究所

图 3：肝素出口价格变化趋势



资料来源：东兴证券研究所

从 13 年至今，公司原料药经历了比较大的变化，13-14 年原料药业务销售收入及销量出现了很大的下滑，主要受价格影响（图 3）。14-15 年，公司原料药销量逐渐回升，但价格仍处于下降通道，故仍然拖累业绩。16 年开始，肝素出口价格逐渐维持稳定，公司原料药销量方面增速较快，收入端增速不再下滑。未来有向好趋势。有望贡献较大业绩弹性。我们判断公司原料药业务拐点已至，四季度涨价贡献将逐渐体现并延续。

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 24-25%高速增长。（前三季度低钙均维持 24-25%以上高速增长，在目前大环境下是难能可贵的）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，9 月份最新报价与 1 月份相比已有 10-15%增幅）第三，达肝素注射液贡献少量业绩弹性，达肝素上半年 40 万支左右贡献 1300 万收入，前三季度约 70 万支贡献约 2000 万收入，增速较快，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，依诺肝素前三季度完成 500 公斤以上贡献销售收入超过 3000 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）。

公司三季度综合毛利率 68.27%，较二季度 64.06%有所上升，我们认为主要受益于原料药业务向好。财务指标方面，公司销售费用率 38.17%，去年同期 33.77%，上升 4.4%，主要是销售体系改变以及推广过程中会务费增长较快所致。公司管理费用率 9.59%，去年同期 11.77%，下降 2.18%，控制较好。财务费用率 2.62%，去年同期 3.35%，下降 0.73%，受益于短期借款减少、利息支出下降。

## 2、第一家血透中心获得许可证，即将正式运营

公司全资子公司久康医疗投资管理河北有限公司出资设立的石家庄新华常山药业血液透析中心于 2016 年 8 月 31 日收到市新华区卫生和计划生育局颁发的《医疗机构执业许可证》和石家庄市新华区民政局颁发的《民办非企业单位登记证书》。标志着第一家血透中心即将正式投入运营。获得证书后该血液透析中心将通过专业运作模式，提供监测严密、安全平稳的血液透析服务，促进公司血液透析业务的发展。目前国家政策鼓励民营资本参与到医疗服务领域来，常山作为肝素全产业链公司，积极布局肾病慢病管理医疗服务领域，不仅对自己产品销售有利好，更是对医疗服务的探索。规划床位数 85 张，2 人/天，收费 400 元，年收入 2400 万左右，将成为公司的现金流业务，未来有望继续复制并介入医疗服务领域。

### 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。欧洲方面和 D-MED 合作，美国 NantWorks, LLC 合作。

**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，**西地那非处于补充材料递交流程中，进展良好，半年内有望获批。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。**第一家血透中心即将落地，后续将与医保相连接并有望进入入肾病慢病管理领域。公告计划与 NantWorks 合作共建肿瘤医院。

**第四，外延发展。**7 月 26 日定增已经完成，董事长出资 6 亿参与定增，彰显对公司长期发展的强烈信心，提示重点关注。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 1.88 亿元、2.36 亿元、3.02 亿元，增长分别为 20.25%、25.52%、27.84%。EPS 分别为 0.20、0.25、0.32，对应 PE 分别为 42x、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，原料药回暖趋势明显有望贡献业绩弹性，第一家血透中心落地未来有望复制并介入慢病管理领域，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，维持“推荐”评级。

### 公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						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	营业税金及附加	4	5	10	13	17
其他应收款	1	1	1	1	1	营业费用	209	299	380	504	646
预付款项	252	219	220	220	220	管理费用	91	104	130	169	217
存货	573	885	899	1168	1497	财务费用	26	29	0	0	0
其他流动资产	1	1	28	28	28	资产减值损失	-1.66	0.38	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	821	893	829	792	753	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	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	235	295	378
无形资产	110	102	92	81	71	营业外收入	9.41	12.03	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	176	182	182	182	182	营业外支出	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	235	295	378
<b>流动负债合计</b>	590	718	239	451	707	所得税	23	29	47	59	76
短期借款	500	570	25	196	401	<b>净利润</b>	134	157	188	236	302
应付账款	9	44	95	123	158	少数股东损益	1	0	0	0	0
预收款项	24	37	37	38	38	归属母公司净利润	134	156	188	236	302
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	303	329	270	332	416
<b>非流动负债合计</b>	28	39	56	56	56	<b>BPS (元)</b>	0.71	0.33	0.20	0.25	0.32
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						
<b>负债合计</b>	618	757	295	507	763	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	57	58	58	58	59	营业收入增长	15.15%	12.91%	25.08%	29.89%	28.12%
实收资本(或股本)	188	471	935	935	935	营业利润增长	11.52%	18.16%	35.10%	25.47%	27.80%
资本公积	725	446	446	446	446	归属于母公司净利润	16.10%	16.87%	20.25%	25.52%	27.84%
未分配利润	405	530	596	678	784	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益	1370	1514	2109	2274	2485	毛利率(%)	58.68%	66.80%	66.00%	66.00%	66.00%
<b>负债和所有者权益</b>	2045	2328	2462	2840	3308	净利率(%)	16.56%	17.10%	16.44%	15.88%	15.84%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	12.90%	6.54%	6.71%	7.63%	8.31%
单位: 百万元						ROE(%)	9.76%	10.33%	8.91%	10.37%	12.14%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	-85	-38	131	-38	-40	资产负债率(%)	30%	33%	12%	18%	23%
净利润	134	157	188	236	302	流动比率	2.07	2.00	6.85	4.54	3.61
折旧摊销	129	126	0	37	39	速动比率	1.10	0.77	3.08	1.95	1.50
财务费用	26	29	0	0	0	<b>营运能力</b>					
应收账款减少	0	0	-69	-66	-80	总资产周转率	0.44	0.42	0.48	0.56	0.62
预收账款增加	0	0	0	0	0	应收账款周转率	6	6	6	6	6
<b>投资活动现金流</b>	-158	-86	30	0	0	应付账款周转率	128.15	34.78	16.47	13.63	13.55
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.71	0.33	0.20	0.25	0.32
投资收益	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新)	-0.17	-0.17	0.04	0.07	0.08
<b>筹资活动现金流</b>	210	42	-119	100	115	每股净资产(最新摊)	7.27	3.21	2.26	2.43	2.66
应付债券增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	11.87	25.55	41.93	33.41	26.13
普通股增加	0	283	464	0	0	P/B	1.16	2.62	3.74	3.47	3.17
资本公积增加	7	-279	0	0	0	EV/EBITDA	6.11	13.28	28.48	23.51	19.07
<b>现金净增加额</b>	-33	-82	42	62	75						

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 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。

## 联系人简介

### 胡诺碧

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法律责任。

## 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。