



业绩增速48.79%超预期，原料药开始贡献明显弹性

2017年04月25日

推荐/维持

常山药业

财报点评

——常山药业（300255）2017年一季报点评

张金洋	分析师 zhangjy@dxzq.net.cn 010-66554035	执业证书编号: S1480516080001
胡培碧	联系人 hurb@dxzq.net.cn 010-66554044	

事件：

常山药业发布2017一季报，2017年Q1公司实现营业收入2.56亿元，同比增长10.73%；归属于上市公司股东的净利润4299.40万元，同比增长48.79%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润4215.82万元，同比增长52.62%。实现EPS为0.05元。

观点：

1、一季度业绩超预期，原料药开始贡献明显弹性

公司一季度收入2.56亿元，增速10.73%，稳健增长，归母净利润4299.40万元，增速48.79%，接近50%的业绩增速超市场预期。我们认为业绩弹性主要来自原料药的回暖和提价（提价是主要影响；另外，提价影响主要是长单影响，肝素精品在粗品涨价的刺激下，有一定的滞后效应，但长单须执行，后续预计会有一定弹性）。

分板块来看

公司制剂业务一季度平稳，水针收入1.88亿（收入占比73.43%），增速5.83%。其中我们推断低钙维稳（通过样本医院数据推断），达肝素开始放量（去年全年100万支，今年一季度显著上升）。

原料药方面回暖趋势明显，原料药整体收入6595.74万元，增速25.01%。我们推断其中低分子肝素原料药（依诺肝素原料药为主）和普通肝素原料药均实现高速增长，低分子肝素原料药主要是量的增长，而普通肝素原料药有一定提价效应。

财务指标方面，公司销售费用率31.89%，去年同期35.89%大幅下降4pp。公司管理费用率10.68%，比去年同期9.91%，上升0.77pp，管理费用控制良好。财务费用较上年进一步减少。

公司综合毛利率65.12%，较去年全年64.69%有所上升。

展望2017年公司业绩有望向上加速换挡，且可能持续超预期（30%-40%增速）

第一, 公司主要业绩来源低分子肝素水针有望维持 20%-30%高速增长 (低钙高增长, 达肝素招标放量, 去年全年 100 万支, 今年一季度可能接近 50 万支)。

第二, 原料药方面带来业绩弹性。普通肝素原料药看涨价 (公司有粗品库存, 成本控制较好, 原料药的提价带来的弹性较大), 依诺肝素看量价齐升 (今年有望挑战 1000kg, FDA 认证后标准市场大客户比非标国家小客户价格要更高。)

2、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, 研发看点颇多

仿制药方面, 西地那非即将迎来现场检查并上市, 预计今年四季度可产生一定销售。明年实现放量。

创新药方面, 长效胰岛素类似物艾本那肽 I 期临床数据正在整理中, 即将进入 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)。

第二, 制剂出口。欧洲方面和 D-MED 合作申报普通肝素制剂 (不需要做临床) 和低分子肝素制剂 (需要做临床)。美国方面和 NantWorks,LLC 合作申报依诺肝素制剂 (不需要做临床) 2018 年底至 2019 年公司肝素制剂有望出口欧洲和美国。

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, 即将正式运营。公司未来还将与 NantWorks 合作共建肿瘤医院。

结论:

我们预计 2017-2019 年归母净利润分别为 2.30 亿元、2.87 亿元、3.57 亿元, 增长分别为 30.90%、25.08%、24.32%。EPS 分别为 0.25、0.31、0.38, 对应 PE 分别为 31x, 25x, 20x。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, 制剂出口 18 年底有望突破, 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, 外延式发展也有一定预期。我们长期看好公司发展, 维持“推荐”评级。

风险提示:

原料药价格波动, 西地那非获批及推广低于预期

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E			
流动资产合计	1435	2105	2049	2450	2950	营业收入	916	1118	1385	1716	2106			
货币资金	164	787	249	309	379	营业成本	304	395	472	568	690			
应收账款	151	170	266	329	404	营业税金及附加	5	13	12	15	19			
其他应收款	1	3	3	4	5	营业费用	299	368	456	578	710			
预付款项	219	150	150	151	151	管理费用	104	116	157	195	240			
存货	885	993	1280	1540	1873	财务费用	29	28	0	0	0			
其他流动资产	1	2	28	28	28	资产减值损失	0.38	0.53	0.00	0.00	0.00			
非流动资产合计	893	1027	871	817	761	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	5	5	5	5	投资净收益	0.00	1.41	0.00	0.00	0.00			
固定资产	391	580	544	520	514	营业利润	174	199	288	360	447			
无形资产	102	155	140	124	109	营业外收入	12.03	6.35	0.00	0.00	0.00			
其他非流动资产	182	87	87	87	87	营业外支出	0.13	1.04	0.00	0.00	0.00			
资产总计	2328	3132	2920	3267	3711	利润总额	186	204	288	360	447			
流动负债合计	718	736	393	539	732	所得税	29	26	58	72	89			
短期借款	570	541	93	204	354	净利润	157	178	230	288	358			
应付账款	44	14	115	138	168	少数股东损益	0	3	0	0	0			
预收款项	37	54	54	54	55	归属母公司净利润	156	175	230	287	357			
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	329	410	340	414	503			
非流动负债合计	39	106	56	56	56	BPS (元)	0.33	0.20	0.25	0.31	0.38			
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率								
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E				
负债合计	757	843	450	595	788	成长能力								
少数股东权益	58	61	61	61	62	营业收入增长	12.91%	22.10%	23.83%	23.88%	22.77%			
实收资本(或股本)	471	935	935	935	935	营业利润增长	18.16%	14.11%	44.64%	25.04%	24.29%			
资本公积	446	567	567	567	567	归属于母公司净利润	16.87%	12.28%	30.90%	25.08%	24.32%			
未分配利润	530	664	744	845	970	盈利能力								
归属母公司股东权	1514	2229	2409	2611	2861	毛利率(%)	66.80%	64.69%	65.92%	66.91%	67.22%			
负债和所有者权	2328	3132	2920	3267	3711	净利率(%)	17.10%	15.94%	16.62%	16.77%	16.98%			
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	12.90%	6.71%	5.60%	7.87%	8.80%			
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	10.33%	7.87%	9.53%	11.01%	12.49%			
经营活动现金流	-38	172	-94	35	28	偿债能力								
净利润	157	178	230	288	358	资产负债率(%)	33%	27%	15%	18%	21%			
折旧摊销	126	183	0	54	56	流动比率	2.00	2.86	5.21	4.55	4.03			
财务费用	29	28	0	0	0	速动比率	0.77	1.51	1.95	1.69	1.47			
应收账款减少	0	0	-96	-63	-75	营运能力								
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.42	0.41	0.46	0.55	0.60			
投资活动现金流	-86	-429	104	0	0	应收账款周转率	6	7	6	6	6			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	34.78	38.58	21.49	13.54	13.73			
长期股权投资减少	0	0	59	0	0	每股指标(元)								
投资收益	0	1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.20	0.25	0.31	0.38			
筹资活动现金流	42	598	-547	25	42	每股净现金流(最新)	-0.17	0.36	-0.57	0.06	0.08			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.21	2.38	2.58	2.79	3.06			
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率								
普通股增加	283	464	0	0	0	P/E	23.30	38.45	31.30	25.02	20.13			
资本公积增加	-279	121	0	0	0	P/B	2.39	3.23	2.98	2.75	2.51			
现金净增加额	-82	341	-537	60	70	EV/EBITDA	12.22	16.92	20.69	17.12	14.24			

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

胡偌碧

医药行业分析师。2016年水晶球第一名团队核心成员, 公募榜单第一名, 非公募榜单第二名。北京大学医学部分子药理学博士, 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。