

西地那非上市在即，有望复制金戈神话

——常山药业（300255）事件点评

2017年10月17日

推荐/维持

常山药业

事件点评

事件：

控股子公司常山生化药业（江苏）有限公司于近日收到CFDA下发的枸橼酸西地那非片《药品补充申请批件》（药品批准文号：国药准字H20171004），该产品在完成GMP认证等工作后尽快投放市场。

主要观点：

1. 西地那非百亿空间可期，常山药业有望复制金戈神话

- ◆ 百亿市场：中国20~70岁男性中勃起功能障碍(ED)患病率约为26%，患者数量1.3亿左右。国内目前有三家西地那非生产厂家：原研辉瑞“万艾可”、仿制药白云山“金戈”和亚邦爱普森“万菲乐”。随着中国男性对生殖健康认知度的提升，假设未来3年ED患者的西药治疗率上升至20%，以目前西地那非售价计算终端将超过80亿元，叠加非ED疾病人群用药（研究证实西地那非可有效缓解肺动脉高压患者症状，著名呼吸病学专家钟南山院士也于近日肯定了金戈对肺动脉高压的治疗效果），未来我国终端市场将突破百亿规模。
- ◆ 金戈神话：对比白云山的“金戈”，50mg规格于2014年获批，2015年销售额超2亿元，2016年销售额超4亿元，预计2017年销售额6-7亿元左右（终端销售额17-18亿元左右），CAGR 45%，毛利率90%（同时期原研辉瑞的“万艾可”2015年/2016年终端销售额约为15亿元/16亿元），金戈快速打开了国内西地那非的潜在市场，而对存量市场冲击不大，我们认为未来西地那非市场和使用人群将继续扩大。
- ◆ 公司目前已获得西地那非50mg规格批件，在1-2个月内即可完成产品的GMP认证和抽样检验工作，最迟2018年初可上市销售。公司成立了西地那非销售事业部，负责产品营销工作，目前各地销售网络已铺设完毕；与九州通签署推广协议，未来西地那非片新规格上市后将由九州通独家代理，借助其终端资源和影响力满足市场多元需求。我们保守估计2018年/2019年公司西地那非产品销售额为1.5亿元/2.5亿元，贡献3000万/6000万净利润。

分析师：

张金洋

Tel: 010-66554035

zhangjy_yjs@dxzq.net.cn

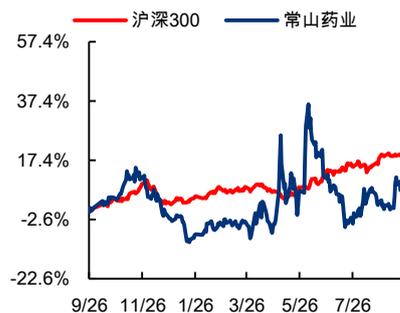
执业证书编号：

S1480516080001

交易数据

52周股价区间（元）	11.39-7.04
总市值（亿元）	78.72
流通市值（亿元）	51.35
总股本/流通A股（万股）	93497/60990
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	6.56

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、常山药业（300255）事件点评-三季度业绩提速，超市场预期，肝素原料药涨价贡献业绩弹性 2017-10-08
- 2、常山药业（300255）事件点评：牵手九州通，西地那非未来推广布局加速 2017-09-24
- 3、常山药业（300255）中报点评：业绩稳健符合预期，原料药贡献明显弹性 2017-08-29
- 4、常山药业（300255）2017年一季报点评：业绩增速48.79%超预期，原料药开始贡献明显弹性 2017-04-25

2、公司三季度业绩超预期，制剂出口+新药+医疗服务多轮驱动持续促进业绩增长

- ◆ 公司第三季度预告实现归母净利 4,500-5,500 万左右，同比增长 40%-70%。受益于涨价，原料药业务贡献较大。预计普通肝素原料药第三季度收入端增长 40%，销量同比下降 10-20%，净利率超过 50%，依诺肝素预计收入端同比增长约 20%，净利率 50%左右，全年来看，肝素原料药收入端增速有望超 30%，利润端增速超 200%。低分子肝素原料药（依诺肝素、达肝素、那屈肝素）2017 年全年预计销售过亿，其中依诺肝素预计销售 800 公斤，毛利率超 50%。借本次肝素涨价周期东风，未来公司原料药板块有望持续释放业绩弹性。
- ◆ 制剂出口业务，德国方面与 D-MED 合作申报普通肝素制剂（免临床）和低分子肝素制剂，美国方面正在考虑与其他肝素制剂企业进行合作，计划中肝素制剂在美国前三年销售 700 万支/1100 万支/1900 万支，预计公司制剂产品在 2018 年底登陆欧美市场。
- ◆ 创新药方面，目前公司进展最快的长效 GLP-1 类似物艾本那肽处于二期临床阶段，预计 2018 年中旬完成二期临床，2019 年中旬完成三期临床，最快在 2019 年底上市。目前还有包括治疗胃癌的 c-Met 抑制剂等 5 个的新药产品以及 10 个多糖类产品处于研发阶段。
- ◆ 医疗服务：公司未来考虑在雄安新区引入合作伙伴 Nantwork 的技术构建肿瘤医院和先进基因检测业务；血透中心方面：前期目标预计在河北省境内开设 100 余家血透中心，形成规模化之后降低运用成本，同时引入常山的肝素制剂产品，以替代目前血透中心使用的普通肝素制剂。

结论：

我们预计 2017-2019 年归母净利润分别为 2.49 亿元、3.35 亿元、4.07 亿元，增长分别为 41.88%、34.59%、21.33%。EPS 分别为 0.27 元、0.36 元、0.43 元，对应 PE 分别为 32x，23x，19x。公司核心品种低分子肝素钙未来两年有望维持稳定增长，达肝素招标放量、原料药涨价趋势明显、西地那非上市销售等均有望贡献业绩弹性，未来 1-3 年看点颇多，包括制剂出口、创新药、血透中心、肿瘤医院，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：

肝素原料药价格波动，西地那非推广不及预期

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					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	1922	2219	2578	营业收入	916	1118	1232	1476	1735
货币资金	164	787	527	700	864	营业成本	304	395	337	360	408
应收账款	151	170	236	283	333	营业税金及附加	5	13	11	13	16
其他应收款	1	3	3	4	4	营业费用	299	368	431	517	607
预付款项	219	150	150	150	151	管理费用	104	116	172	207	243
存货	885	993	913	977	1107	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	281	379	461
无形资产	102	155	140	124	109	营业外收入	12.03	6.35	5.00	5.00	5.00
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	2793	3036	3339	利润总额	186	204	286	384	466
流动负债合计	718	736	253	261	278	所得税	29	26	36	49	59
短期借款	570	541	0	0	0	净利润	157	178	249	336	407
应付账款	44	14	82	88	100	少数股东损益	0	3	0	0	0
预收款项	37	54	54	54	54	归属母公司净利润	156	175	249	335	407
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	329	410	333	433	517
非流动负债合计	39	106	56	56	56	EPS (元)	0.33	0.20	0.27	0.36	0.43
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	309	318	335	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%	10.15%	19.80%	17.56%
实收资本(或股	471	935	935	935	935	营业利润增长	18.16%	14.11%	41.07%	35.15%	21.59%
资本公积	446	567	567	567	567	归属于母公司净利润	16.87%	12.28%	41.88%	34.59%	21.33%
未分配利润	530	664	838	922	1024	获利能力					
归属母公司股东	1514	2229	2423	2658	2942	毛利率(%)	66.80%	64.68%	72.67%	75.59%	76.47%
负债和所有者权	2328	3132	2793	3036	3339	净利率(%)	17.10%	15.94%	20.24%	22.73%	23.46%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	10.33%	7.87%	10.28%	12.61%	13.82%
经营活动现金流						偿债能力					
净利润	-38	172	282	274	286	资产负债率(%)	33%	27%	11%	10%	10%
折旧摊销	157	178	249	336	407	流动比率	2.00	2.86	7.61	8.50	9.26
折旧摊销	126	183	0	54	56	速动比率	0.77	1.51	3.99	4.76	5.28
财务费用	29	28	0	0	0	营运能力					
应付帐款的变化	0	0	-67	-47	-50	总资产周转率	0.42	0.41	0.42	0.51	0.54
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	应收账款周转率	6	7	6	6	6
投资活动现金流	-86	-429	104	0	0	应付账款周转率	34.78	38.58	25.69	17.37	18.52
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减	0	0	59	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.20	0.27	0.36	0.43
投资收益	0	1	0	0	0	每股净现金流(最新)	-0.17	0.36	-0.28	0.19	0.18
筹资活动现金流	42	598	-646	-101	-122	每股净资产(最新摊)	3.21	2.38	2.59	2.84	3.15
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	25.52	42.10	31.62	23.49	19.36
普通股增加	283	464	0	0	0	P/B	2.62	3.53	3.25	2.96	2.68
资本公积增加	-279	121	0	0	0	EV/EBITDA	13.27	18.58	22.07	16.55	13.55
现金净增加额	-82	341	-260	173	164						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：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。2016年水晶球第一名团队首席研究员，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。

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。