



医药：常山药业（300255）中报点评

2014年08月22日

**原料药下滑拖累业绩，万脉舒下半年增速有望加快**

推荐（维持）

市场表现 截至 2014.08.21

⑤ 事件

公司公布 2014 年半年报：营业收入 3.55 亿元，同比下降-3.17%；净利润 5423 万元，同比增长 1.59%；每股收益 0.29 元。二季度单季营业收入 1.77 亿元，同比增长-14.36%；净利润 3177 万元，同比下降 0.42%；每股收益 0.17 元。

⑤ 万脉舒下半年增速有望加快

2014 年上半年，低分子肝素钙注射液销售收入 2.43 亿元，同比增长 21.99%，销量 707.69 万支，同比增长 14.74%。万脉舒同比增速下降与去年同期基数较高有关。13 年上半年公司提高万脉舒出厂价，经销商备货导致上半年销量较大，销量同比增速高达 55.38%。PDB 数据显示 13 年 Q3 至 14 年 Q1 万脉舒增速分别为 29%/56%/33%，而同期速碧林增速分别 7%/-15%/-25%，GSK 事件后万脉舒增速已连续三个季度大幅超越速碧林。由此可见，GSK 事件对 GSK 速碧林的影响也远未消退，万脉舒终端需求持续向好。新一轮基药招标中，万脉舒在广东、上海、山东中标且价格维护较好，为后续持续增长打下了基础。预计下半年万脉舒增速有望加快，全年仍将保持 30%以上的增速。

⑤ 肝素原料药下滑拖累业绩

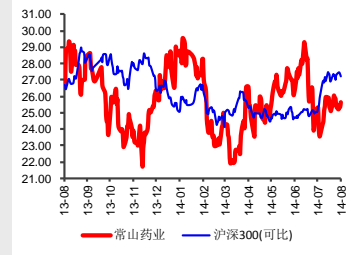
2014 年上半年，注射级肝素钠原料药销售收入 5672 万元，同比下降 36.25%；非注射级肝素钠原料药销售收入 2728 万元，同比下降 49.32%。2014 年上半年肝素原料药销量下滑 33.28%，推测肝素原料药价格下降幅度在 10%左右，价格和销量同时下滑导致原料药收入下降。注射级和非注射级肝素钠原料药的毛利率分别下滑 3.59%和 4.29%，除价格下降外原料药车间投入使用后折旧增加也是毛利率下降的重要原因。另外，伊诺肝素搬迁到新厂后生产时间较短，业绩贡献也比较有限。多重因素累积造成肝素原料药下滑，拖累当期业绩。

⑤ 后续产品梯队值得期待

上半年公司获得达肝素钠原料药和注射液的生产批件和新药证书，为国内首仿。透明质酸钠已经完成实验研究即将申报，西地那非原料药和片剂也即将申报生产。预计达肝素注射液年内有望贡献部分利润，西地那非、透明质酸也将在两三年内成为公司新的利润增长点。

⑤ 盈利预测与投资建议

预计 2014-2016 年每股收益分别为 0.70 元、1.01 元、1.33 元，对应当前价格市盈率分别为 37 倍、25 倍、19 倍。受原料药拖累公司业绩



市场数据	2014-08-21
A 股收盘价 (元)	25.63
一年内最高价 (元)	30.00
一年内最低价 (元)	21.50
上证指数	2230.46
市净率	3.8
总股本 (万股)	18,842
实际流通 A 股 (万股)	12,242
限售流通 A 股 (万股)	6,600
流通 A 股市值 (亿元)	31.38

分析师：黄彬  
执业编号：S1490514030003  
电话：010-58566807  
邮箱：hangbin@hrsec.com.cn

证券研究报告

增速放缓,但核心产品万脉舒成长性突出,后续产品也颇具看点,看好公司的长远发展,维持“推荐”评级。

#### ⑤ 风险提示

万脉舒招标降价;  
肝素原料药价格继续下降;  
新品获批的不确定性

#### 财务数据与估值

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	575.6	704.5	789.0	984.1	1,237.8
同比增长(+/-%)	35.9%	22.4%	12.0%	24.7%	25.8%
归属净利润(百万元)	99.1	115.2	131.4	189.9	251.2
同比增长(+/-%)	39.8%	16.4%	14.0%	44.5%	32.3%
每股收益(元)	0.53	0.61	0.70	1.01	1.33
PE	48.74	41.93	36.75	25.44	19.22
PB	4.39	3.93	3.65	3.32	2.96

**资产负债表**

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	<b>1,119.4</b>	<b>1,140.3</b>	<b>1,000.7</b>	<b>1,151.1</b>	<b>1,362.5</b>
现金	539.5	261.5	629.7	690.6	787.8
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	6.7	7.4	157.8	196.8	247.6
应收款项	107.8	129.8	137.5	171.5	215.7
其他应收款	10.9	9.6	23.9	29.8	37.5
存货	308.1	374.1	37.0	43.1	51.4
其他	146.4	357.8	14.9	19.3	22.6
<b>非流动资产</b>	<b>299.0</b>	<b>505.0</b>	<b>521.9</b>	<b>538.1</b>	<b>552.0</b>
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	112.7	220.9	285.5	300.9	296.6
无形资产	74.3	118.1	149.5	179.4	207.7
其他	112.0	166.0	86.9	57.8	47.7
<b>资产总计</b>	<b>1,418.5</b>	<b>1,645.3</b>	<b>1,522.7</b>	<b>1,689.2</b>	<b>1,914.6</b>
<b>流动负债</b>	<b>273.0</b>	<b>334.1</b>	<b>116.2</b>	<b>145.2</b>	<b>185.8</b>
短期负债	224.5	263.8	0.0	0.0	0.0
应付账款	4.3	4.2	71.6	83.5	99.6
预收账款	15.2	18.7	12.3	17.4	26.7
其他	29.0	47.5	32.3	44.2	59.4
<b>长期负债</b>	<b>19.7</b>	<b>25.6</b>	<b>29.0</b>	<b>33.6</b>	<b>42.6</b>
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	19.7	25.6	29.0	33.6	42.6
<b>负债合计</b>	<b>292.8</b>	<b>359.8</b>	<b>145.2</b>	<b>178.8</b>	<b>228.3</b>
股本	188.4	188.4	188.4	188.4	188.4
资本公积金	685.3	718.6	718.6	718.6	718.6
留存收益	225.9	322.3	414.3	547.2	723.0
少数股东权益	26.0	56.2	56.2	56.2	56.2
母公司所有者权益	1,099.6	1,229.3	1,321.3	1,454.2	1,630.0
<b>负债及权益合计</b>	<b>1,418.5</b>	<b>1,645.3</b>	<b>1,522.7</b>	<b>1,689.2</b>	<b>1,914.6</b>

**现金流量表**

单位：百万元

<b>经营活动现金流</b>	<b>-72.9</b>	<b>-15.5</b>	<b>715.7</b>	<b>154.9</b>	<b>204.8</b>
净利润	99.0	115.2	131.4	189.9	251.2
折旧摊销	11.9	17.4	29.5	31.1	32.6
财务费用	13.8	17.4	3.7	-2.4	-2.7
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运资金变动	-192.2	-163.1	546.7	-63.1	-77.2
其他	-5.4	-2.5	4.4	-0.5	0.9
<b>投资活动现金流</b>	<b>-192.8</b>	<b>-267.6</b>	<b>-44.0</b>	<b>-44.0</b>	<b>-44.0</b>
资本支出	-188.5	-250.6	-44.0	-44.0	-44.0
其他投资	-4.4	-17.1	0.0	0.0	0.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>92.7</b>	<b>77.6</b>	<b>-303.5</b>	<b>-50.1</b>	<b>-63.7</b>
借款变动	66.0	39.3	-263.8	0.0	0.0
普通股增加	80.6	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	-45.9	33.3	0.0	0.0	0.0
股利分配	-21.6	-18.8	-39.4	-57.0	-75.4
其他	13.6	23.8	-0.3	6.9	11.7

**利润表**

单位：百万元

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	575.6	704.5	789.0	984.1	1,237.8
营业成本	291.7	310.1	286.4	334.2	398.5
营业税金及附加	3.1	4.7	5.5	6.9	8.7
营业费用	115.0	158.7	224.9	285.4	365.1
管理费用	54.5	85.1	110.5	137.8	173.3
财务费用	3.0	13.4	3.7	-2.4	-2.7
资产减值损失	2.3	0.3	6.9	2.7	3.5
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>营业利润</b>	106.1	132.3	151.2	219.6	291.3
营业外收入	6.1	2.5	2.5	2.5	2.5
营业外支出	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>利润总额</b>	111.7	134.8	153.7	222.1	293.8
所得税	12.7	19.5	22.3	32.2	42.6
<b>净利润</b>	99.0	115.2	131.4	189.9	251.2
少数股东权益	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司所有者净利润	99.1	115.2	131.4	189.9	251.2
EPS (元)	0.53	0.61	0.70	1.01	1.33

**主要财务比率**

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>同比增长率</b>					
营业收入	35.9%	22.4%	12.0%	24.7%	25.8%
营业利润	38.2%	24.7%	14.3%	45.2%	32.7%
净利润	39.8%	16.4%	14.0%	44.5%	32.3%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	49.3%	56.0%	63.7%	66.0%	67.8%
净利率	17.2%	16.4%	16.7%	19.3%	20.3%
ROE	9.0%	9.4%	9.9%	13.1%	15.4%
ROIC	8.5%	9.6%	11.4%	14.5%	17.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	20.6%	21.9%	9.5%	10.6%	11.9%
流动比率	4.10	3.41	8.62	7.93	7.33
速动比率	2.97	2.29	8.30	7.63	7.06
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.41	0.43	0.52	0.58	0.65
存货周转率	0.95	0.83	7.75	7.75	7.75
应收账款周转率	5.03	5.13	2.67	2.67	2.67
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	0.53	0.61	0.70	1.01	1.33
每股经营现金	-0.37	-0.08	3.80	0.82	1.09
每股净资产	5.84	6.52	7.01	7.72	8.65
每股股利	0.11	0.10	0.21	0.29	0.37
<b>估值比率</b>					
PE	48.74	41.93	36.75	25.44	19.22
PB	4.39	3.93	3.65	3.32	2.96

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

## 免责声明

黄彬, 在此声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司(以下简称本公司)的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告, 但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播, 不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用, 不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠, 但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证, 也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务, 敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

## 华融证券股份有限公司市场研究部

地址: 北京市西城区金融大街8号A座5层(100033)

传真: 010-58568159

网址: [www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)