

**公司研究**



|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **医药：常山药业（300255）三季报点评**  |  | **2014年10月23日** |
| **原料药下滑，三季度业绩改善** |  | **推荐（维持）**

|  |
| --- |
| **市场表现 截至2014.10.22** |
|  |
|

|  |  |
| --- | --- |
| 市场数据 | 2014-10-22 |
| A股收盘价（元） | 27.30 |
| 一年内最高价（元） | 29.92 |
| 一年内最低价（元） | 21.50 |
| 上证指数 | 2,326.55 |
| 市净率 | 4.0 |
| 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） | 33.42 |

 |
|  |
| 分析师：黄彬执业证书号：S1490514030003电话：010-58566807邮箱：huangbin@hrsec.com.cn |

|  |
| --- |
| **证券研究报告** |

 |

 三季度业绩情况

2014年前三季度营业收入5.61亿元，同比增长2.14%；净利润7255万元，同比增长5.72%；每股收益0.39元。三季度单季营业收入2.05亿元，同比增长12.85%；净利润1832万元，同比增长20.17%；每股收益0.10元。三季度业绩显著改善。

 万脉舒进口替代加速进行

2014年前三季度肝素制剂实现销售收入3911万元，同比增长33.64%；销量1153.05万支，同比增长25.54%，其中绝大部分是低分子肝素钙注射液。PDB数据显示，2014年Q1、Q2万脉舒增速分别为33%、55%，同期速碧林增速分别为-25%、-38%。万脉舒对进口替代加速进行。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。

 原料药下滑拖累业绩

普通肝素原料药实现收入12,779.95万元，较上年同期减少41.39%，销量为6,568.12亿单位，较上年同期减少26.87%。三季度肝素原料药销量继续下滑，但下滑幅度有所减小。

 新产品、新业务值得期待

公司已设立九康医疗投资公司加强在血透领域的投资；透明质酸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。预计达肝素注射液内有望贡献部分利润，西地那非、透明质酸、血透也将在两三年内成为公司新的利润增长点。

 盈利预测

预计2014-2016年净利润1.31亿元、1.90亿元、2.51亿元，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39倍、27倍、20倍。受原料药下滑、折旧增加等因素影响2014年公司业绩增速放缓，但三季度业绩已经显著改善。公司核心产品万脉舒持续快速增长，肝素原料药对利润的影响逐渐减小，后续新业务新产品也颇具看点，维持“推荐”评级。

 风险提示

肝素原料药价格下降；招标政策变化；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% |
| 营业利润（百万元） | 106.1  | 132.3  | 151.2  | 219.6  | 291.3  |
| 同比增长(+/-%) | 38.2% | 24.7% | 14.3% | 45.2% | 32.7% |
| 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 | 51.91 | 44.66 | 39.15 | 27.09 | 20.48 |
| PB | 4.68 | 4.18 | 3.89 | 3.54 | 3.16 |
| **主要财务比率** | 　 | 　 | 　 | 　 | 　 |
| **单位：百万元** | **2012** | **2013** | **2014E** | **2015E** | **2016E** |
| **同比增长率** |  |  |  |  |  |
| 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% |
| **盈利能力** |  |  |  |  |  |
| 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% |
| **偿债能力** |  |  |  |  |  |
| 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 |
| **营运能力** |  |  |  |  |  |
| 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 |
| **每股资料（元）** |  |  |  |  |  |
| 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 | 0.36 |
| **估值比率** |  |  |  |  |  |
| PE | 51.91 | 44.66 | 39.15 | 27.09 | 20.48 |
| PB | 4.68  | 4.18  | 3.89  | 3.54  | 3.16  |

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **资产负债表** | 　 | 　 | 　 | 　 | 　 |
| **单位：百万元** | **2012** | **2013** | **2014E** | **2015E** | **2016E** |
| **流动资产** | **1,119.4**  | **1,140.3**  | **1,000.7**  | **1,151.1**  | **1,362.5**  |
| 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  |
| **非流动资产** | **299.0**  | **505.0**  | **521.9**  | **538.1**  | **552.0**  |
| 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  |
| **资产总计** | 1,418.5  | 1,645.3  | 1,522.7  | 1,689.2  | 1,914.6  |
| **流动负债** | **273.0**  | **334.1**  | **116.2**  | **145.2**  | **185.8**  |
| 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  |
| **长期负债** | **19.7**  | **25.6**  | **29.0**  | **33.6**  | **42.6**  |
| 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  |
| **负债合计** | **292.8**  | **359.8**  | **145.2**  | **178.8**  | **228.3**  |
| 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  |
| **负债及权益合计** | **1,418.5**  | **1,645.3**  | **1,522.7**  | **1,689.2**  | **1,914.6**  |

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **现金流量表** | 　 | 　 | 　 | 　 | 　 |
| 单位：百万元 | 　 | 　 | 　 | 　 | 　 |
| **经营活动现金流** | **-72.9**  | **-15.5**  | **715.7**  | **154.9**  | **204.8**  |
| 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  |
| **投资活动现金流** | **-192.8**  | **-267.6**  | **-44.0**  | **-44.0**  | **-44.0**  |
| 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  |
| **筹资活动现金流** | **92.7**  | **77.6**  | **-303.5**  | **-50.1**  | **-63.7**  |
| 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** |
| **营业收入** | 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  |
| **营业利润** | 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  |
| **利润总额** | 111.7  | 134.8  | 153.7  | 222.1  | 293.8  |
| 所得税 | 12.7  | 19.5  | 22.3  | 32.2  | 42.6  |
| **净利润** | 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  |

**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**