

常山药业

大股东高比例参与增发，体现对长期发展信心

公司动态

公司近况

公司发布增发预案：公司拟向董事长高树华先生和金鹰基金进行增发，增发价格为 12.45 元，拟增发 64,257,028 股，拟募集资金不超过 8 亿元，其中高树华先生参与比例为 75%。

评论

董事长高比例参与增发，体现信心：此次增发，董事长高树华先生参与比例为 75%，对应金额为 6 亿元。高比例参与增发体现了大股东对于公司长期发展的信心。目前公司已经由原料药企业成功转型为制剂企业，未来将推动创新药研发线的发展，长期趋势向好。

增发资金主要用于低分子肝素制剂产能建设：此次募集资金投向主要为多糖及蛋白质多肽系列产品产业化项目，和研发中心设备采购。目前公司低分子肝素制剂产能为 1,200 万支，首次发行股票募集资金新建 2,000 万支产能即将投入使用，原产能将用于生产其他产品。由于低钙持续保持较快增长，公司需要在此基础上继续扩大产能，此外首仿药达肝素的获批也需要新增产能。

低钙继续保持高增长：2015 年上半年，公司低钙水针制剂实现销售收入 3.11 亿元，同比增长 28.14%，延续了高增长的趋势，同时毛利率提升 1 个百分点。随着新版基药的逐步执行，我们认为公司低钙的高增长有望保持。目前公司首仿达肝素已经开始销售。

新药研发提速，后续品种值得期待：目前公司已经收到 1.1 类新药艾本那肽的 I/II/III 期临床批件，标志着公司在新药研发上取得重大突破，公司步入创新的发展轨道。公司西地那非已经进入药审中心审评阶段，透明质酸钠目前也已经完成临床试验，即将报审。

估值建议

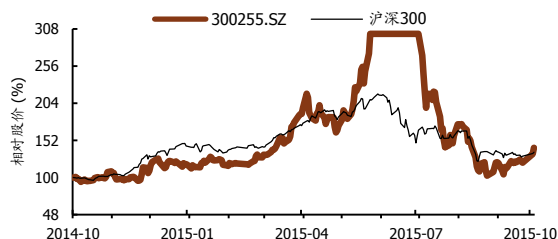
维持公司 2015/16 年 EPS 预期分别为 0.34/0.44 元，同比增长 19%/31%，目前公司股价对应 15/16 年 P/E 分别为 48x/37x。我们认为公司后续增长会逐步提速，同时新药研发的推进将使得公司增长可持续，**维持“推荐”评级，重申目标价 20 元**，对应 15 年 P/E 为 59x。

风险

产品降价的风险，新药研发低于预期的风险。

维持推荐

股票代码	300255.SZ
评级	推荐
最新收盘价	人民币 16.32
目标价	人民币 20.00
52 周最高价/最低价	人民币 34.71~10.75
总市值(亿)	人民币 77
30 日均成交额(百万)	人民币 92.34
发行股数(百万)	471
其中：自由流通股(%)	37
30 日均成交量(百万股)	6.60
主营行业	医疗保健



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	705	811	989	1,221
增速	22.4%	15.2%	21.9%	23.5%
归属母公司净利润	115	134	159	209
增速	16.2%	16.1%	19.1%	31.3%
每股净利润	0.24	0.28	0.34	0.44
每股净资产	2.61	2.91	3.21	3.62
每股股利	0.00	0.03	0.04	0.05
每股经营现金流	-0.03	-0.18	0.24	0.24
市盈率	66.7	57.5	48.2	36.7
市净率	6.3	5.6	5.1	4.5
EV/EBITDA	47.4	40.1	31.9	25.1
股息收益率	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%
平均总资产收益率	7.5%	7.2%	7.3%	8.4%
平均净资产收益率	9.9%	10.3%	11.1%	13.0%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

邹朋

分析员

peng.zou@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080513090001

SFC CE Ref: BCC313

强静，CFA

分析员

jing.qiang@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080512070005

SFC CE Ref: AWU229



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	705	811	989	1,221	营业收入	22.4%	15.2%	21.9%	23.5%
营业成本	310	335	374	442	营业利润	24.7%	11.5%	23.4%	32.1%
营业税金及附加	5	4	5	6	EBITDA	32.5%	22.2%	27.6%	30.0%
营业费用	159	209	277	342	净利润	16.2%	16.1%	19.1%	31.3%
管理费用	85	91	116	147	盈利能力				
财务费用	13	26	38	47	毛利率	56.0%	58.7%	62.2%	63.8%
其他	0	2	2	2	营业利润率	18.8%	18.2%	18.4%	19.7%
营业利润	132	147	182	240	EBITDA 利润率	23.2%	24.6%	25.7%	27.1%
营业外收支	2	9	5	5	净利率	16.3%	16.5%	16.1%	17.1%
利润总额	135	157	187	245	偿债能力				
所得税	20	23	27	35	流动比率	3.41	2.07	1.89	1.73
少数股东损益	0	1	1	1	速动比率	2.29	1.10	0.99	0.87
归属母公司净利润	115	134	159	209	现金比率	0.78	0.40	0.32	0.21
EBITDA	163	200	255	331	资产负债率	21.9%	30.2%	31.9%	33.9%
资产负债表					净债务资本比率	0.2%	19.1%	25.4%	33.3%
货币资金	262	239	225	186	回报率分析				
应收账款及票据	147	159	195	241	总资产收益率	7.5%	7.2%	7.3%	8.4%
预付款项	357	252	281	332	净资产收益率	9.9%	10.3%	11.1%	13.0%
存货	374	573	638	754	每股指标				
其他流动资产	0	1	1	1	每股净利润 (元)	0.24	0.28	0.34	0.44
流动资产合计	1,140	1,224	1,339	1,514	每股净资产 (元)	2.61	2.91	3.21	3.62
固定资产及在建工程	358	499	655	844	每股股利 (元)	0.00	0.09	0.04	0.05
无形资产及其他长期资产	147	322	314	306	每股经营现金流 (元)	-0.03	-0.18	0.24	0.24
非流动资产合计	505	821	969	1,150	估值分析				
资产合计	1,645	2,045	2,308	2,665	市盈率	66.7	57.5	48.2	36.7
短期借款	264	500	609	753	市净率	6.3	5.6	5.1	4.5
应付账款及票据	34	47	48	57	EV/EBITDA	47.4	40.1	31.9	25.1
其他流动负债	36	43	51	65	股息收益率	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%
流动负债合计	334	590	709	875					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	26	28	28	28					
负债合计	360	618	737	903					
股东权益合计	1,229	1,370	1,513	1,703					
少数股东权益	56	57	58	59					
负债及股东权益合计	1,645	2,045	2,308	2,665					
现金流量表									
净利润	115	134	159	209					
折旧和摊销	17	28	37	46					
营运资本变动	-166	-272	-120	-191					
其他	0	0	3	3					
经营活动现金流	-15	-85	115	111					
投资活动现金流入	0	-7	0	0					
投资活动现金流出	-267	-151	-184	-228					
投资活动现金流	-268	-158	-184	-228					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	39	236	109	143					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	5	210	55	77					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	-278	-33	-14	-39					

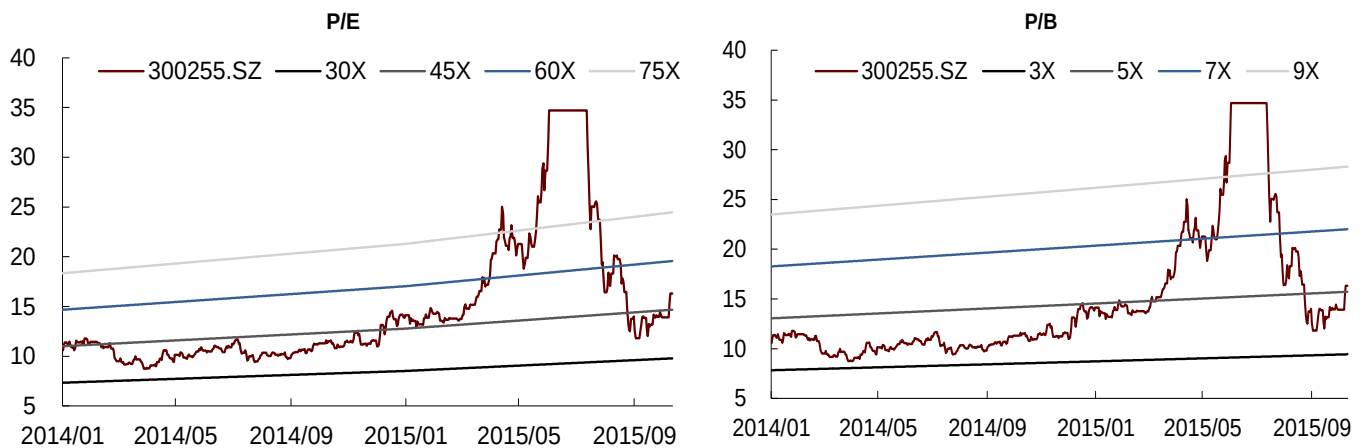
资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

常山药业是国内少数拥有完整肝素产品产业链、能够同时从事肝素钠原料药和肝素制剂药品研发、生产和销售的龙头企业之一。公司主导产品包括肝素钠原料药（注射级和非注射级）、低分子量肝素钙注射液和肝素钠注射液。公司于 2009 年 9 月被认定为国家级高新技术企业。公司核心产品肝素钠原料药于 2008 年 10 月通过欧盟 CEP 认证、2009 年 3 月通过法国 GMP 认证，可在欧盟全部国家进行销售，目前公司产品已销往法国、德国、意大利、西班牙等欧盟国家以及欧盟之外的多个国家。



图表 1: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 2: 可比公司估值表

公司名称	代码	收盘价	总市值			每股收益(元)			P/E			企业价值倍数		股息收益率		净资产收益率		P/B			P/S		
		2015/10/11	(百万元)			2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2014A		2014A	2015E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	
化学制剂药——中值				8,734				65x	39x	31x		29x	41x		0.4%		9%	15%	6.5x	6.3x	5.6x	7.1x	7.9x
现代中药——中值				9,787				48x	35x	29x		24x	27x		0.5%		11%	12%	5.3x	4.2x	3.8x	4.8x	5.6x
生物制药——中值				14,982				97x	47x	38x		27x	58x		0.5%		11%	16%	7.9x	6.8x	5.7x	9.5x	15.7x
海正药业	600267	12.32		11,895	0.32	0.34	-	39x	36x	-		14x	12x		0.8%	4%	5%	1.7x	1.8x	1.7x	1.6x	1.2x	
华海药业	600521	23.46		18,607	0.33	0.57	0.75	70x	41x	31x		24x	39x		0.8%	8%	13%	5.8x	5.3x	4.7x	4.4x	7.2x	
常山药业	300255	16.32		7,687	0.28	0.34	0.44	57x	48x	37x		33x	39x		0.0%	10%	10%	5.6x	5.0x	4.5x	8.2x	9.5x	
尔康制药	300267	28.95		26,401	0.32	0.57	0.82	92x	51x	35x		44x	65x		0.1%	18%	25%	16.3x	12.5x	9.9x	13.1x	19.3x	
浙江医药	600216	10.02		9,380	0.18	-	-	55x	-	-		20x	19x		1.5%	3%	-	1.4x	-	-	2.1x	1.9x	
海瑞普	002399	26.18		20,949	0.42	-	-	62x	-	-		70x	71x		1.1%	4%	-	2.5x	-	-	10.5x	10.7x	
普洛股份	000739	6.97		7,994	0.28	0.27	0.35	25x	26x	20x		14x	13x		0.1%	14%	12%	3.5x	3.1x	2.8x	2.1x	1.9x	
化学原料药——中值				7,841				68x	47x	32x		28x	38x		0.2%	5%	12%	4.4x	4.7x	4.2x	4.4x	5.6x	
品牌中药——中值				12,766				41x	33x	27x		22x	26x		0.9%	14%	15%	5.1x	4.5x	3.9x	5.5x	6.7x	
医疗服务——中值				15,997				103x	75x	55x		33x	65x		0.3%	16%	17%	15.3x	12.9x	10.5x	7.1x	13.3x	
器械和诊断——中值				8,207				98x	55x	44x		41x	63x		0.2%	10%	13%	8.3x	7.6x	6.5x	9.4x	12.7x	
综合性制药企业——中值				12,937				45x	24x	19x		18x	21x		0.7%	6%	12%	3.2x	3.1x	2.7x	2.5x	2.6x	
医药商业——中值				13,769				47x	32x	27x		19x	22x		0.3%	10%	14%	5.9x	5.4x	4.1x	0.9x	1.0x	
全行业——中值				10,915				57x	38x	31x		26x	33x		0.4%	10%	14%	5.9x	5.2x	4.5x	5.4x	7.0x	

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部; 注: 浅灰色背景表示的是中金覆盖公司(采用中金预测), 白色背景为未覆盖公司(采用万得资讯一致预期)



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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。投资者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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：江薇



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

