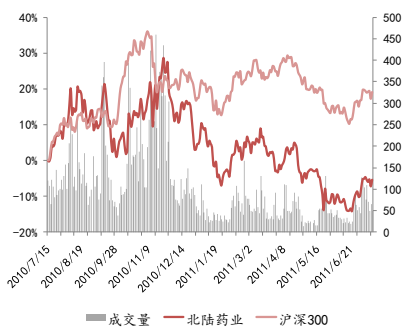


投资评级

中性（下调）

近一年股价走势图



公司基本情况

总股本(万股)	15,275
流通股本(万股)	8,070
每股净资产(元)	3.06
资产负债率(%)	3.09

相关报告

《战略调整聚焦医药工业，收入萎缩
净利润增长——2010 年年报点评》
2011 年 4 月 11 日

研发部

邵明慧¹

SAC 执业证书编号：S1340510120001

联系电话：010-68858138

Email: songkai@cnpsec.com

¹报告贡献人：宋凯

营销投入加大，净利润同比下滑

——北陆药业（300016）半年报点评

事件：

公司发布了 2011 年中报，报告期公司实现营业收入 8871 万元，同比下降了 18.52%；营业利润 2206 万元，同比下降了 14.09%；利润总额 2296 万元，同比下降了 11.95%；归属于母公司净利润 1958 万元，同比下降了 13.36%。基本每股收益 0.13 元。

点评：

● **药品经销业务逐渐淡出公司主业，导致收入规模下滑。**2011 年上半年，公司药品经销业务营业收入 4.34 万元，同比下降了 99.90%，毛利率 5.53%，同比上升了 3.26 个百分点。2010 年下半年，公司战略调整，聚焦医药工业，退出药品经销业务。此前，与公司医药工业 77%左右的毛利率相比，药品经销业务毛利率极低，仅在 2.3%左右，药品经销业务的淡出导致公司收入规模下滑，对公司净利润影响甚小。

● **对比剂增速上升，出口实现零突破。**2011 年上半年，公司主要医药工业产品对比剂的营业收入 8296 万元，同比增长了 35.01%；毛利率 75.47%，同比减少了 1.34 个百分点。2010 年上半年，公司对对比剂收入增速为 22.12%；全年增速为 23.81%。公司对对比剂收入增长提速。同时，公司报告期内实现了 69.52 万元人民币的对比剂出口，海外业务有了零的突破。该业务值得投资者期待，但预计中短期对公司业绩的实质性影响有限。

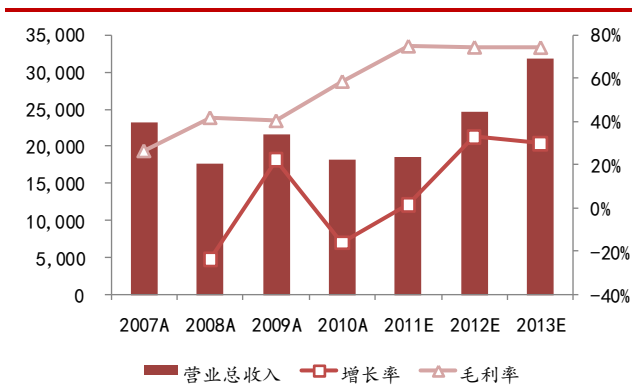
● **营销投入加大，侵蚀公司净利润。**2011 年公司加大营销工作力度，增加市场投入，整合销售网络，引进高级营销人才，调整对比剂业务的营销模式。2011 年上半年公司主要产品虽然增长提速，但是公司销售费用增速更高，报告期内公司销售费用为 3667 万元，同比增长了 97.93%；销售费用率为 41.34%，同比上升了 24.32 个百分点。随着公司对募投项目的不断投入，公司营销网络的建设费用增大，业务量与上年同期相比大幅增加，公司实行了销售、商务分离的专业化营销模式。销售规模扩大，销售人员增加，导致了销售费用的增长。在销售费用分项中，会议费达到了 1960 万元，同比增长了 2.43 倍。我们认为这反映了公司学术推广力度加大，同时公司上市时募投项目拟投资 5882 万元用于九味镇心颗粒制剂生产线扩建改造与营销网络建设项目，预计报告期内公司销售费用的增长与该营销网络的建设亦有一定关系。报告期内公司其他药品收入 152 万元，同比增长了 2.6 倍，我们预计在公司加大营销力度的作用下，九味镇心颗粒增长明显。

● **阿戈美拉汀项目终止，对公司未来中短期业绩影响不大。**公司董事会于2010年8月份通过了使用超募资金990万元用于元开发抗抑郁新药——阿戈美拉汀及其片剂的议案。2011年5月公司接到合作方华威的通知，未能取得该药物的临床试验批件，导致项目可行性出现重大变化，终止了项目的进行。如果项目顺利进行，该产品预计在2014年才能为公司贡献业绩，故项目终止对公司未来2-3年业绩影响不大。

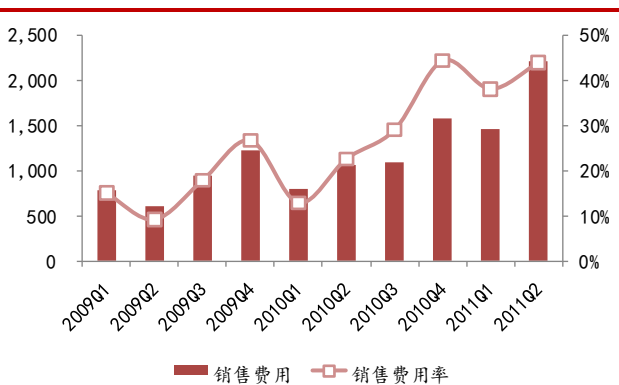
● **盈利预测与投资评级。**按照公司总股本1.53亿股总股本计算，我们预计公司2011-2013年每股收益为0.28元、0.36元和0.48元，对应前一交易日收盘价11.93元的动态市盈率为42倍、33倍和25倍。公司加大营销力度，导致销售费用率大幅上升，这有利于公司产品销售规模的扩大和长远发展。我们预计公司2011年净利润仅有小幅的上升，2012年财务状况将趋于稳定，净利润增速将上升为30%左右。目前公司估值较高，我们暂下调公司的投资评级为“中性”。

● **风险提示。**市场营销的风险；销售费用率继续上升的风险。

图表 1：营业收入和毛利率情况（万元）

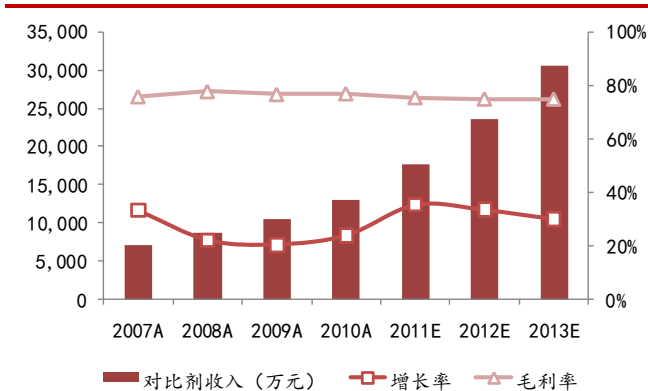


图表 2：公司单季度销售费用情况（万元）



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 3：公司主要产品对比剂收入预测情况



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 4：北陆药业盈利预测（单位：万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	21,681	18,205	18,489	24,568	31,897
增长率	22.34%	-16.03%	1.56%	32.88%	29.83%
营业成本	12,917	7,535	4,631	6,278	8,196
毛利率	40.42%	58.61%	74.95%	74.45%	74.30%
营业税金及附加	116	151	186	210	273
销售费用	3,549	4,518	7,253	9,744	12,481
管理费用	1,326	1,637	1,666	2,211	2,861
财务费用	-13	-522	-407	-462	-574
期间费用率	22.42%	30.94%	46.04%	46.78%	46.30%
资产减值损失	-8	110	67	70	95
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	3,795	4,776	5,093	6,517	8,565
加：营业外收入	390	262	0	0	0
减：营业外支出	18	50	0	0	0
其中：非流动资产处置净损失	0	2	0	0	0
利润总额	4,167	4,987	5,093	6,517	8,565
减：所得税	671	712	765	978	1,285
所得税率	16.11%	14.27%	15.02%	15.00%	15.00%
净利润	3,496	4,275	4,328	5,539	7,280
增长率	34.05%	22.31%	1.23%	27.99%	31.42%
净利润率	16.12%	23.48%	23.41%	22.55%	22.82%
减：少数股东损益	9	-2	7	6	9
归属于母公司所有者的净利润	3,486	4,277	4,321	5,533	7,271
增长率	33.81%	22.69%	1.02%	28.05%	31.41%
基本每股收益(元)	0.65	0.42	0.28	0.36	0.48

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。