

## 北陆药业 (300016)

### 增持/首次评级

股价: RMB8.93

#### 分析师

赵湘鄂

SAC 执业证书编号:S1000511030004

(021)6849 8628

zhaoxiange@mail.htlhsc.com.cn

胡骥

SAC 执业证书编号:s1000511110003

0755-83201063

huji@mail.htlhsc.com.cn

#### 联系人

李天阳

(0755)82492038

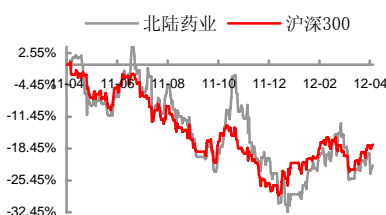
litianyang@mail.htlhsc.com.cn

#### 相关研究

#### 基础数据

总股本 (百万股)	153
流通 A 股 (百万股)	153
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	1,364

#### 最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 北陆药业 (300016) 深度研究

### ——三军齐动, 一马当先

- 高增长行业中的领头羊:** 公司在对比剂领域的领导地位已基本确立。对比剂产品目前已基本覆盖全国所有县级以上医院。受益于医学造影设备保有量的增加以及诊疗中对比剂使用习惯的强化和应用范围的拓展, 我们预计未来几年对比剂行业仍将保持高速增长。
- 新药研发取得关键成果, 对比剂产品结构臻于完善:** 公司对比剂正在形成非常完善的产品梯队。不仅在国内同侪中独树一帜, 即使与国际巨头相比亦不遑多让。这使公司能够在产品的更新换代中始终保持领先优势。
- 九味镇心颗粒业绩贡献有限, 进入医保目录是释放市场潜力的关键点:** 根据我们初步测算, 2011 年公司九味镇心粒生产线的产能利用率超过 80%。而其新建年产 5000 万袋生产线预计投产时间为 2013 年 6 月。短时间内可能会存在产能限制。此外, 九味镇心颗粒营销费用在 2-3 年内将保持较高水平, 产品净利率较低, 业绩贡献有限。
- 瑞格列奈产品将成为北陆药业降糖药产品的主要增长点:** 瑞格列奈拥有优异的疗效和较大且快速增长的市场规模, 且目前市场竞争程度较低; 此外, 北陆药业已积累了长达十年的降糖药销售渠道。我们预计, 在未来几年, 瑞格列奈产品将成为公司降糖药产品的主要增长点。
- 充沛的现金为公司价值和公司发展提供强力支撑。** 公司目前账上现金约 3.2 亿元, 无任何金融性负债。平均每股含净现金 2.1 元。当前股价扣除每股净现金后, 对应 2012PE 约 18 倍。
- 我们认为, 公司的战略和产品策略, 是决定其成败的先决条件。** 对于中小型药企来说, 聪明的配置其有限的资源, 对其在能否在巨头林立的医药市场中生存和发展至关重要。我们认可公司专注于精神类药物、影像诊断造影剂、心血管/代谢类疾病三大领域的发展战略; 看好其差异化和市场导向型的产品策略。
- 预测 2012-2014 年 EPS0.37、0.53、0.77 元, 首次推荐给予增持评级。**
- 风险提示:** 市场竞争风险, 产品推广进程过慢或销售费用失控。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	197	266	363	487
(+/-%)	8%	35%	37%	34%
归属母公司净利润(百万元)	44	56	81	117
(+/-%)	3%	26%	45%	45%
EPS(元)	0.29	0.37	0.53	0.77
P/E(倍)	30.89	24.47	16.84	11.64

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 目 录

一季度业绩简述 .....	4
公司简介 .....	4
产品结构——对比剂为核心，三大业务齐头并进 .....	5
对比剂业务——高增长行业中的领头羊 .....	6
对比剂—— 确定性的高增长市场 .....	6
产品结构日趋完善，龙头地位不断强化 .....	8
降糖药业务——新产品，新机会 .....	10
糖尿病药物市场—全国医疗总开支的 13% .....	10
瑞格列奈将成为降糖药业务主要增长点 .....	11
抗抑郁药业务：九味镇心颗粒，业绩贡献有限 .....	13
中枢神经类药物市场分析 .....	13
九味镇心：12 年产能受限，长期医保是关键 .....	14
核心竞争优势 .....	15
专业化和市场导向战略 .....	15
对比剂领域优势地位无可撼动 .....	15
领先一步的研发优势 .....	16
经营多年的营销网络 .....	16
充沛的现金为公司价值和公司发展提供强力支撑 .....	16
组织变革将为公司战略发展提供支撑 .....	16
盈利预测与估值讨论 .....	17
关键假设 .....	17
风险提示 .....	19

## 图表目录

图 1:	2006 年-2012S1 公司净利润 .....	4
图 2:	北陆药业的股权结构 .....	4
图 3:	对比剂是公司的核心业务 .....	5
图 4:	公司药品生产和药品经销收入 .....	5
图 5:	公司药品生产和药品经销毛利率 .....	5
图 6:	国内市场 X 线非离子碘对比剂 .....	7
图 7:	国内市场主要磁共振对比剂 .....	7
图 8:	各国 CT 设备普及率 (台/百万人) .....	7
图 9:	各国磁共振设备普及率 (台/百万人) .....	8
图 10:	注射后血清肌醇含量对比: 碘克沙醇 VS 碘海醇 .....	9
图 11:	2007-2010 年碘克沙醇国内市场规模 .....	9
图 12:	2007-2010 年碘帕醇国内市场规模 .....	9
图 13:	国内糖尿病药物市场规模 .....	10
图 14:	糖尿病药物分类 .....	10
图 15:	公司降糖药销售增速一直低于市场增速 .....	11
图 16:	瑞格列奈胰岛素集中于早相分泌 .....	12
图 17:	瑞格列奈的餐后血糖控制优于格列美脲 .....	12
图 18:	国内抗抑郁药物市场规模 .....	13
图 19:	国内抗抑郁药市场主要品种市场份额 .....	13
图 20:	国内抗抑郁药市场主要厂商 .....	13
图 21:	九味镇心颗粒收入及毛利率 .....	14
图 22:	北陆药业的核心优势 .....	15
表格 1:	公司已有和在研药品 .....	6
表格 2:	国内市场对比剂主要厂商产品品种及市场占有率 .....	7
表格 3:	国内市场糖尿病药物主要厂商产品品种及市场占有率 .....	11
表格 4:	北陆药业分产品收入预测 .....	17
表格 5:	可比公司估值 .....	17

## 一季度业绩简述

一季度公司营业收入为 5,444.68 万元，同比增长 41.65%。实现的净利润为 1094.18 万元，同比增长 27.10%；每股收益 EPS 0.07 元，业绩符合预期。

随着营销网络建设的持续投入，销售团队人员的增加，销售与商务分离的专业化营销模式的建立。一季度公司药品生产的产销量均取得较大幅度的增长，药品生产业务销售收入达到 5,388.81 万元，同比增长 46.97%。

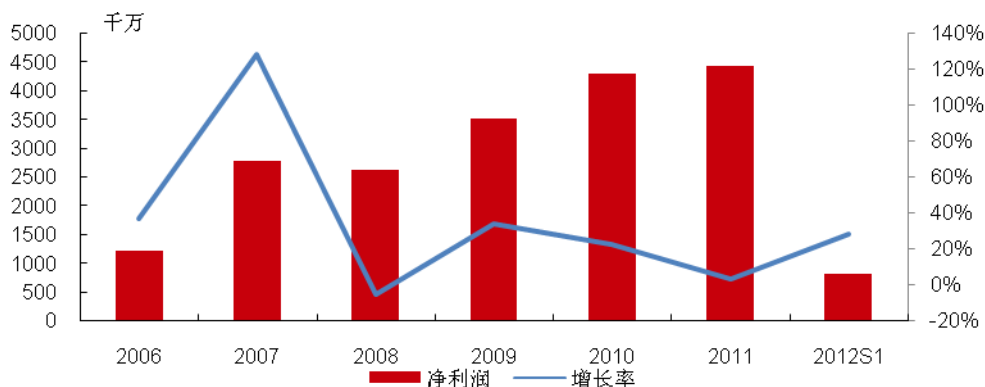
## 公司简介

北陆药业是一家以药品生产为主营业务的创业板上市公司，前身为创立于 1992 年的北京北陆医药化工公司。2006 年进入股份报价转让系统（新三板，430006），2009 年登陆创业板，成为第一批创业板上市公司之一。

2011 年，公司实现销售收入 1.97 亿元，实现净利润 4400 万元，每股收益（EPS）0.29 元。

2006 年以来，北陆药业一直保持了较好的成长性。2006-2011 年，公司药品生产主营业务收入年复合增长率 27.7%，公司净利润年复合增长率 29.6%。

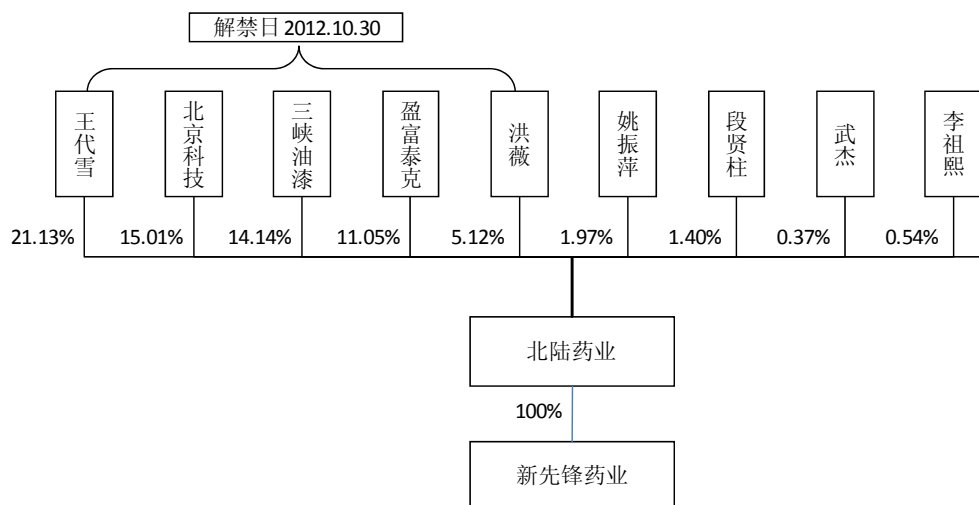
图 1： 2006 年-2012S1 公司净利润



资料来源：华泰联合证券研究所

公司总股本 152749104 股，董事长王代雪持有公司股份 32279730 股，持股比例 21.13%，系公司控股股东和实际控制人。

图 2： 北陆药业的股权结构



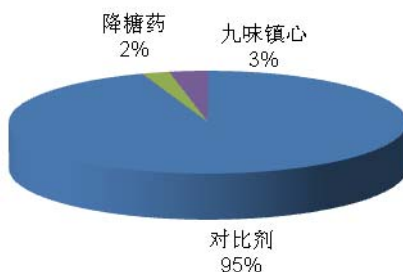
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

注：洪薇、姚振萍、段贤柱、武杰为公司高管、与王代雪为一致行动人

## 产品结构——对比剂为核心，三大业务齐头并进

公司的主要产品包括对比剂系列产品、降糖类药物和抗焦虑类中药等。其中对比剂是公司的主导产品，也是主要的收入和利润来源。2011 年，公司对比剂产品实现销售收入 1.83 亿元，同比增长 40%，占营业收入比例 93%。

图 3： 对比剂是公司的核心业务

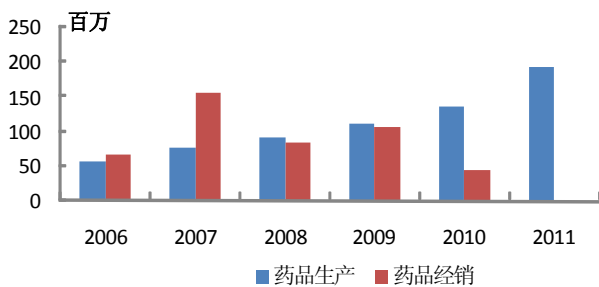


资料来源：花旗银行，华泰联合证券研究所

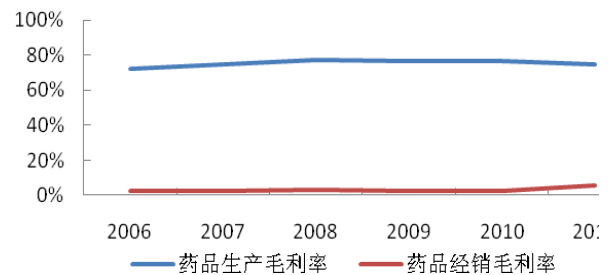
2011 年以前，公司主营业务包括药品经销和药品生产两大类。2010 年开始，公司专注于药品开发、生产和销售，战略性收缩乃至停止毛利率较低的药品经销业务。2011 年，公司药品经销业务同比下降 99.9%，基本停止。

图 4： 公司药品生产和药品经销收入

图 5： 公司药品生产和药品经销毛利率



资料来源：华泰联合证券研究所



资料来源：华泰联合证券研究所

公司主要上市药品包括：磁共振对比剂钆喷酸葡胺注射液、非离子型碘对比剂碘海醇注射液、口服对比剂枸橼酸铁铵泡腾颗粒、降糖药格列美脲片以及抗焦虑中药九味镇心颗粒。

2011 年 11 月和 12 月，公司自主开发的新产品瑞格列奈、碘克沙醇分别取得国家药监局药品注册批件。其中瑞格列奈为非磺酰脲类促胰岛素分泌剂、碘克沙醇为等渗非离子二聚体对比剂。至此，公司共有 7 种药品的生产资质，其中包括对比剂 4 种、降糖药 2 种、抗焦虑药 1 种。

表格 1：公司已有和在研药品

分类	品种	获批时间
磁共振对比剂	钆喷酸葡胺	1992
	钆贝葡胺	即将报药审中心
	碘海醇	1999
X 线对比剂	碘帕醇	已报药审中心
	碘克沙醇	2011
	格列美脲	2002
降糖药	瑞格列奈	2011
	九味镇心颗粒	2008
精神类药物	阿立哌唑	材料核查阶段
	盐酸文拉法辛	研发阶段

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

## 对比剂业务——高增长行业中的领头羊

### 对比剂——确定性的高增长市场

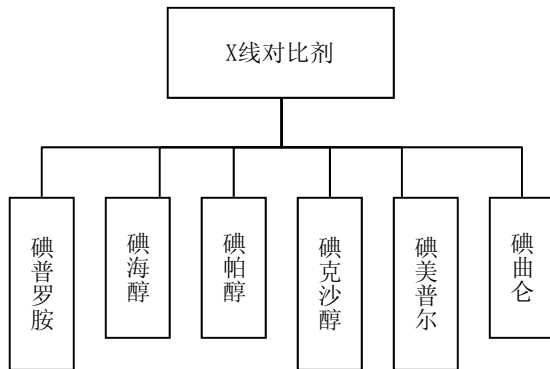
对比剂是医学造影中，为增强影响观察效果而注入（或服用）到人体组织或器官的化学制品。根据影响诊断手段和仪器的不同，可分类为 X 线对比剂（主要用于 CT 检查）、磁共振(MRI)对比剂和超声对比剂（用于超声波检查）。

磁共振对比剂主要为含钆类对比剂，目前主要品种为钆喷酸葡胺，下一代品种包括钆贝葡胺，钆特酸葡胺等。磁共振口服对比剂主要为含铁对比剂。

X线对比剂主要包括碘对比剂和钡对比剂，其中碘对比剂用于介入式诊疗（注射等），钡对比剂用于胃肠道造影（口服或灌肠）。

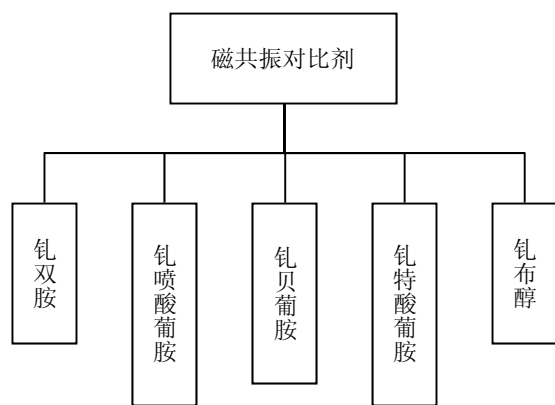
碘对比剂可分为离子型和非离子型，离子型以泛影葡胺为代表，毒性较大；非离子型主要品种包括碘普罗胺，碘海醇，碘帕醇等；下一代品种包括等渗对比剂碘曲仑，碘克沙醇。非离子对比剂生物学安全性和副反应发生率显著低于离子型对比剂，临床上已逐渐取代后者。

图 6： 国内市场 X 线非离子碘对比剂



资料来源：华泰联合证券研究所

图 7： 国内市场主要磁共振对比剂



资料来源：华泰联合证券研究所

目前国内对比剂市场集中度较高，且国外原研药厂商如德国先令，GE 医疗，意大利博莱科等占主导地位。主要国内厂商包括扬子江药业和北陆药业。

表格 2：国内市场对比剂主要厂商产品品种及市场占有率

厂商	品种	市场占有率
拜耳先灵	碘普罗胺、碘海醇、碘佛醇、碘曲仑、钆喷酸葡胺、钆布醇	26.56%
GE 药业	碘海醇、碘克沙醇、钆双胺	23.29%
扬子江药业	碘海醇	16.65%
博莱科	碘帕醇、碘美普尔、钆贝葡胺	11.78%
北陆药业	碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇、钆喷酸葡胺	8.04%
其他厂商		13.67%

资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

注：市场占有率为 2008 年数据，有滞后性

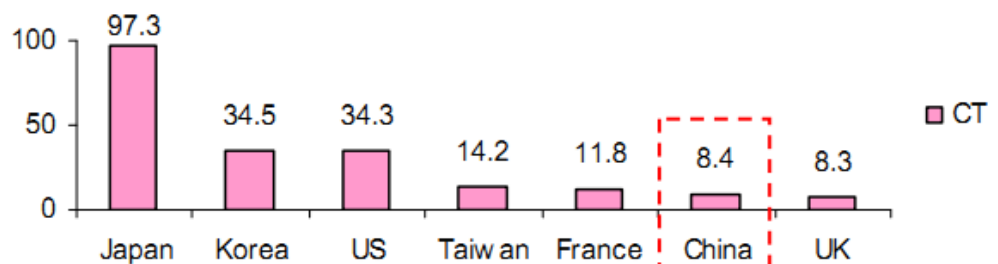
对比剂市场增长的驱动因素包括两点：

一是 CT、磁共振等医学造影设备保有量的增加；随着我国经济水平的提高和医疗保障制度的完善，医学造影设备的临床普及率得到很大提高。磁共振（MRI）设备 2000 年国家卫生资源配置标准为 0.3 台/百万人，2011 年底，实际普及率已达 2.9 台/百万人。CT 设备普及率有 2001 年低于 4.7 台/百万人增长至 8.4 台/百万人。

我们预计未来几年我国医院医学造影设备保有量仍将持续增长，原因在于：1、从客观上说，我国医学造影设备的普及率较多数发达国家仍有差距。2、由于医疗设备条件与医院评级挂钩，从主观上说，医院具有采购大型造影设备的意愿。

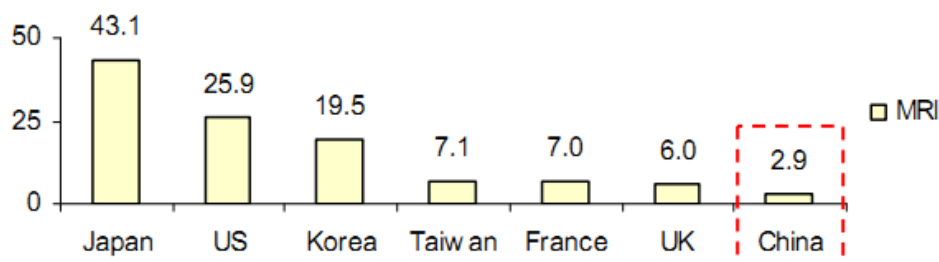
图 8： 各国 CT 设备普及率（台/百万人）





资料来源：花旗银行，华泰联合证券研究所

图 9： 各国磁共振设备普及率（台/百万人）



资料来源：花旗银行，华泰联合证券研究所

**二是对对比剂扫描使用频率的提高。**过去对比剂主要用于脏器的增强扫描，现在应用领域已经大大扩展，如磁共振的“造影剂增强血管成像”（CE-MRA）、心血管的介入检查等新的检查方法就是近年来随着设备的提高发展起来的。目前，各地医保已经基本覆盖了医学扫描和对比剂使用费用。一次平扫加一次增强构成一次完整检查的观念，已经为医生和患者所广泛接受。

受益于医学造影设备保有量的增加以及诊疗中对对比剂使用习惯的强化和应用范围的拓展，我们预计未来几年对比剂行业仍将保持较高速增长。

### 产品结构日趋完善，龙头地位不断强化

公司是中国第一家成功研制并生产对比剂的企业，公司市场占有率稳居行业前茅，已涵盖了全国主要城市及各地有影响力的大型三甲医院，形成很高的知名度，市场占有率逐年提高。2008 年公司在磁共振对比剂和 X 光对比剂的市场份额分居第一和第三位。2009-2011 年，公司对比剂销售收入年均复合增长率达 32.4%，远高于行业平均水平。

公司目前对比剂主要产品包括钆喷酸葡胺注射液和碘海醇注射液，分别为磁共振和 X 光对比剂市场主流产品。

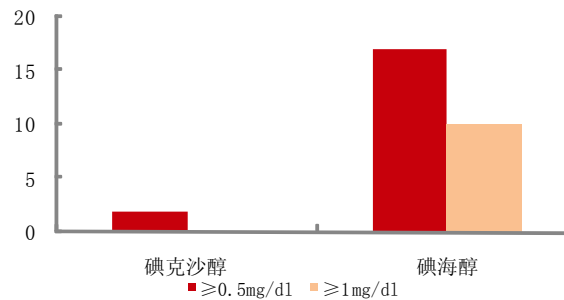
**新药研发取得关键成果：**2011 年 12 月，公司碘克沙醇注射液获得国家药监局药品注册批件；截至 2011 年报日，公司碘帕醇新药已上报国家药审中心候审；钆贝葡胺新药已基本完成原料、制剂全套申报资料，已上报至国家药审中心。

我们认为：新对比剂产品的相继推出使公司对比剂产品结构更为完整，分享新产品快速增长的市场蛋糕。另一方面，公司下一代对比剂产品如碘克沙醇，钆贝葡胺的上市，能够使公司在产品的更新换代中始终保持领先优势，保持并巩固公司在对比剂行业的领先地位。



碘克沙醇是下一代非离子等渗对比剂。研究表明，碘克沙醇应用于高危患者后对比剂肾病（CIN）发生率显著低于碘海醇，具有更高的安全性。（N Engl J Med; 348:491; February 6, 2003）。碘克沙醇在国内除原研药企 GE 医药外，目前只有江苏恒瑞一家生产商。2010 年，碘克沙醇被列入全国医保药品目录，这将对其市场增长产生巨大的推动作用。

图 10： 注射后血清肌酐含量对比：碘克沙醇 VS 碘海醇



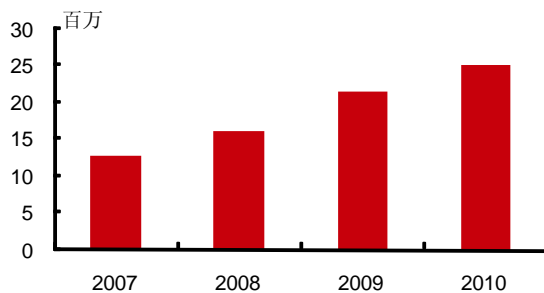
资料来源：N Engl J Med，华泰联合证券研究所

注 1：总有效样本 129 人

注 2：血清肌酐血液浓度是判断肾损伤程度的指标

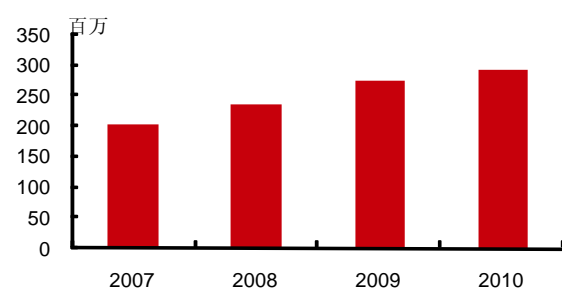
碘帕醇是与碘海醇相近的非离子相对低渗对比剂，近年来国内市场规模快速增长。目前，国内市场仅有原研药企意大利博莱科的进口药及其国内合资药厂博莱克信谊的碘帕醇产品。

图 11： 2007-2010 年碘克沙醇国内市场规模



资料来源：华泰联合证券研究所

图 12： 2007-2010 年碘帕醇国内市场规模



资料来源：华泰联合证券研究所

钆贝葡胺是比钆喷酸葡胺安全性更高，且检测效果更好的磁共振对比剂。钆贝葡胺对病灶检测的敏感性高达 93%-100%，高于其含钆类造影剂 65%-73%，有望替代钆喷酸葡胺成为下一代主流磁共振对比剂之一，钆贝葡胺目前已列入各地医保药品目录。目前，国内市场钆贝葡胺仅有原研药企意大利博莱科的进口药及其国内合资药厂博莱克信谊产品。

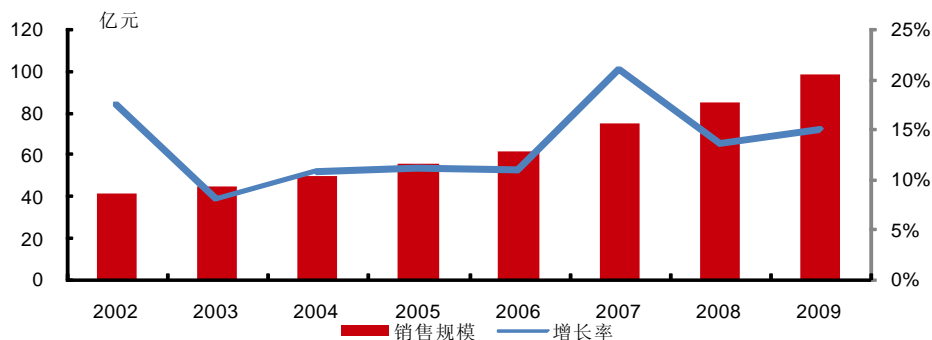
我们预计，未来几年，公司对比剂业务一方面将受益于行业快速增长，另一方面，凭借新产品的推出，专业化的研发战略和多年的营销网络优势，将以高于行业水平的速度持续增长。

## 降糖药业务——新产品，新机会

### 糖尿病药物市场——全国医疗总开支的 13%

2010 年中国糖尿病患者人数达到了 9240 万，成为世界糖尿病患者最多的国家。中国糖尿病导致的直接医疗开支占全国医疗总开支的 13%，达到 1734 亿人民币（250 亿美元）。

图 13： 国内糖尿病药物市场规模



资料来源：SFDA 南方医药经济研究所，华泰联合证券研究所

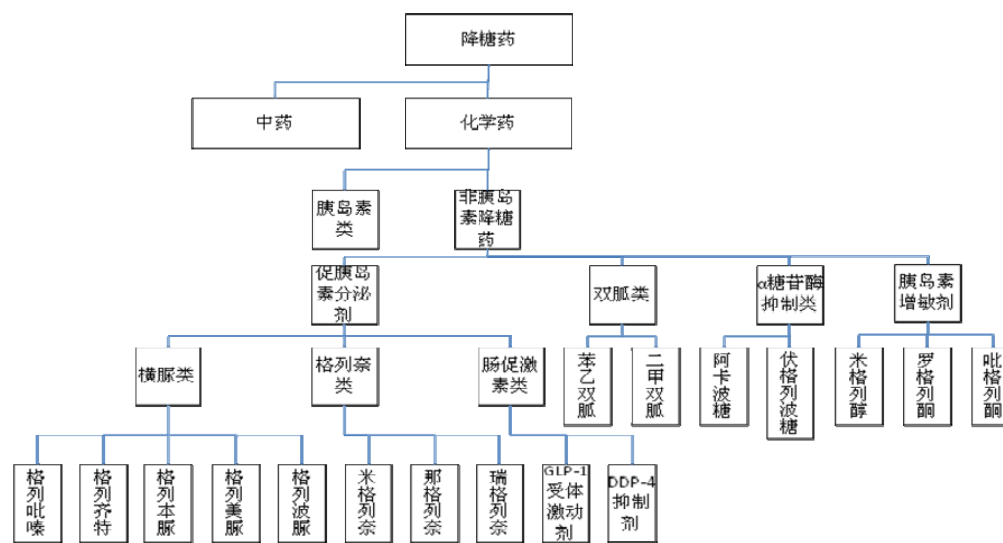
糖尿病可分为 1 型、2 型、其他特殊类型及妊娠糖尿病 4 种。其中，1 型和 2 型是最主要的两种类型。

1 型糖尿病又被称为胰岛素依赖型糖尿病，由于胰岛  $\beta$  细胞被破坏，需要终身依赖外源性胰岛素补充以维持生命。2 型糖尿病曾称为非胰岛素依赖型糖尿病，临床表现为机体对胰岛素不够敏感，即胰岛素抵抗 (Insulin Resistance, IR)。

在糖尿病患者中，2 型糖尿病所占的比例约为 95%。2 型糖尿病患者可以通过使用胰岛素以外的药物进行治疗和控制。

降糖药物可以分为中药降糖药和化学降糖药。化学降糖药主要分为胰岛素，双胍类、促胰岛素分泌剂（磺脲类、格列奈类、肠促胰素类）、胰岛素增敏剂类（噻唑烷二酮类）、 $\alpha$  糖苷酶抑制剂类。

图 14： 糖尿病药物分类



资料来源：SFDA 南方医药经济研究所，华泰联合证券研究所

我国糖尿病药物市场基本为外国厂商占据。2009 年国内市场排名前十的厂商分享了 86% 的糖尿病药物市场份额。其中前 9 家均为外国厂商，仅北京万辉双鹤药业一家国内厂商位居第 10 名，且其主打产品格列喹酮片（糖适平）是与德国柏林格-殷格翰公司合作开发。

表格 3：国内市场糖尿病药物主要厂商产品品种及市场占有率

厂商	2009 年市场占有率
丹麦诺和诺德	28.38%
德国拜耳先灵	18.96%
法国赛诺菲-安万特	9.07%
美国礼来	7.04%
百时美施贵宝	6.28%
葛兰素史克	4.16%
浙江杭州中美华东制药有限	3.94%
法国施维雅制药	3.21%
北京诺华制药	2.40%
北京万辉双鹤药业	2.38%

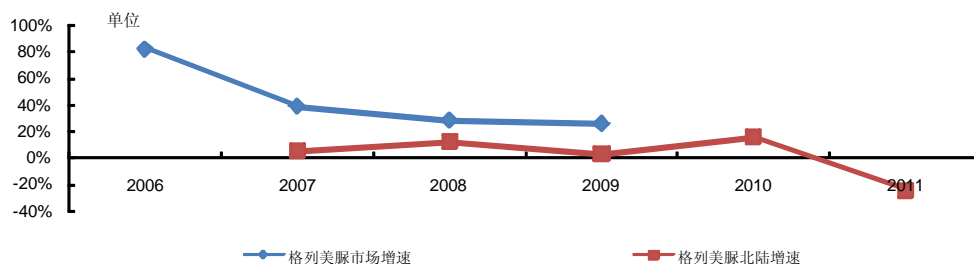
资料来源：SFDA 南方医药经济研究所，华泰联合证券研究所

### 瑞格列奈将成为降糖药业务主要增长点

北陆药业 2002 年进入降糖药市场。2011 年，公司降糖药产品实现销售收入 430 万元，同比下降 24%；2011 年以前，北陆药业的降糖药品种仅格列美脲一种。

格列美脲近年来市场规模增长较快。2009 年，我国瑞格列奈市场规模 7.37 亿元，约占糖尿病药物市场份额 4.98%。但北陆药业的格列美脲片产品 2002 年开发上市，2006 年以来销售规模增长一直较缓。

图 15： 公司降糖药销售增速一直低于市场增速



资料来源：华泰联合证券研究所

我们认为，进口药的强势和国内仿制药的激烈竞争是公司降糖药业务发展缓慢的主要原因。格列美脲市场主要为原研药厂商赛诺菲-安万特占据，2009年，赛诺菲-安万特的格列美脲片“亚莫利”国内市场份额达77.16%。格列美脲国内仿制药厂商较多，目前有约20家药厂具有生产资质，竞争较为分散，除江苏万邦外，市场份额均较低。

2011年11月，北陆药业的瑞格列奈片剂获得国家药监局药品注册批件，从而成为国内第二家获得瑞格列奈片剂生产资质的药企。

瑞格列奈是一种非磺脲类促胰岛素分泌剂，是目前最有效的餐后血糖控制剂，可明显提高血浆胰岛素水平，且集中于早相分泌，服用后一小时内胰岛素水平即达到峰值。相关临床试验表明，瑞格列奈的餐后血糖控制显著优于北陆药业现有的降糖药品品种格列美脲，且由于其集中于早相分泌的特性，能够在餐前随时服用，为患者提供灵活的生活方式。

图 16： 瑞格列奈胰岛素集中于早相分泌

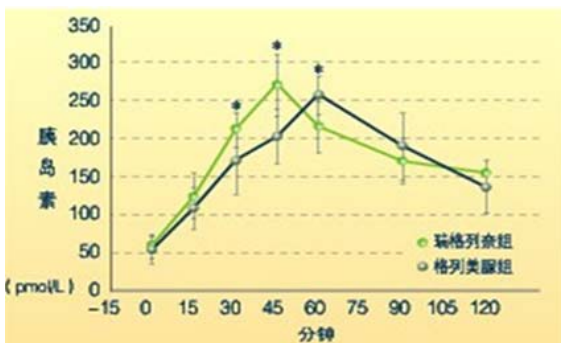
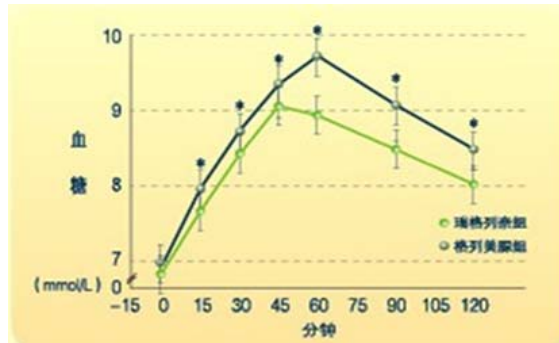


图 17： 瑞格列奈的餐后血糖控制优于格列美脲



资料来源：MR Rizzo et al. Diabetes Metab 2004;30:81-89 华泰联合证券研究所

瑞格列奈 2009 年市场规模约为 8.09 亿元，在所有糖尿病治疗药物中仅次于胰岛素制剂、阿卡波糖和二甲双胍。

目前我国瑞格列奈市场绝大部分为原研药厂商诺和诺德的产品诺和龙占据。豪森药业早在诺和诺德进入中国市场前，抢先获得药监局注册批件，从而在长达 8 年的行政保护期内成为国内唯一的瑞格列奈片剂生产商。本次北陆药业的瑞格列奈片剂，是在诺和龙行政保护期过后，国内第一个获批的瑞格列奈片剂产品。

我们认为，瑞格列奈拥有优异的疗效和较大且快速增长的市场规模，且目前市场竞争程度较低；此外，北陆药业已积累了长达十年的降糖药销售渠道，能够缩短瑞格列奈的营销渠道铺设期。我们预计，在未来几年，瑞格列奈产品将成为北陆药业降糖药产品的主要增长点。

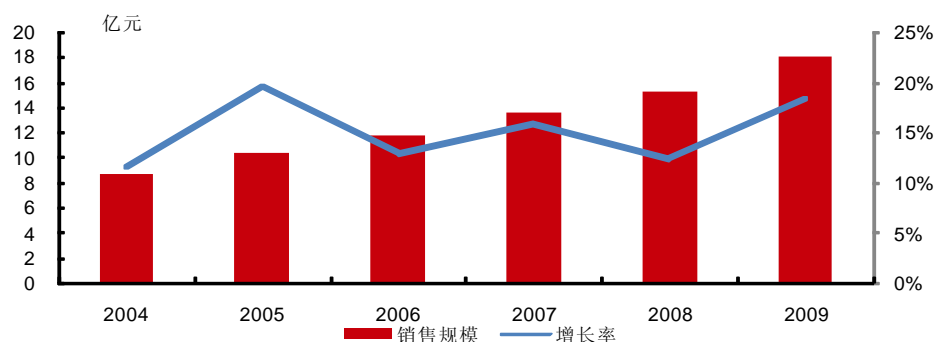
## 抗抑郁药业务：九味镇心颗粒，业绩贡献有限

### 中枢神经类药物市场分析

中枢神经类疾病包括抑郁症、精神分裂症、神经焦虑症及睡眠障碍。这个领域在欧美国家占有巨大市场，其年总销售在千亿美元以上。

在中国,这一领域同样拥有非常巨大的疾病人群,就抑郁症而言,中国的患者数量就高达 2,600 万,而其中只有少于 10%的患者得到了较正规的药物治疗。我国抗抑郁药物市场近十年来以 15%-40%的速度持续增长,目前市场规模估计为 20-30 亿元。

图 18: 国内抗抑郁药物市场规模

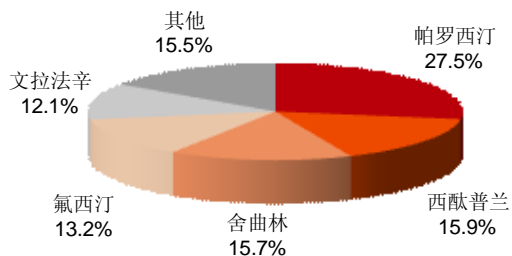


资料来源: SFDA 南方医药经济研究所, 华泰联合证券研究所

目前我国最畅销的抗抑郁药物包括帕罗西汀、西酞普兰、舍曲林、氟西汀、文拉法辛。这五种药物合计占据了接近抗抑郁药市场 80% 的市场份额。

我国抗抑郁药主要为跨国医药企业占据,主要厂商包括: 葛兰素史克、礼来、辉瑞等大型跨国药企。市场份额排名前 5 的厂商占据了 70% 以上的市场份额。

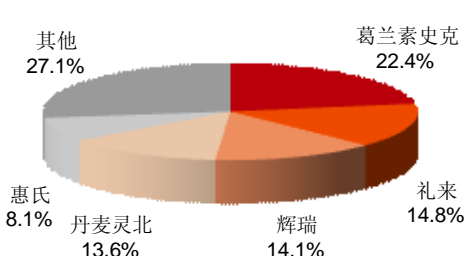
图 19: 国内抗抑郁药市场主要品种市场份额



资料来源: SFDA 南方医药经济研究所, 华泰联合证券研究所

注: 图为 2009 年数据

图 20: 国内抗抑郁药市场主要厂商



资料来源: SFDA 南方医药经济研究所, 华泰联合证券研究所

注: 图为 2009 年数据

精神分裂症在中国同样存在广大的患者人群。据不完全统计，在中国，每 250 人中就有一个病人患有不同程度的精神分裂症，治疗精神分裂症的药品市场规模大约为每年 20 亿人民币左右。

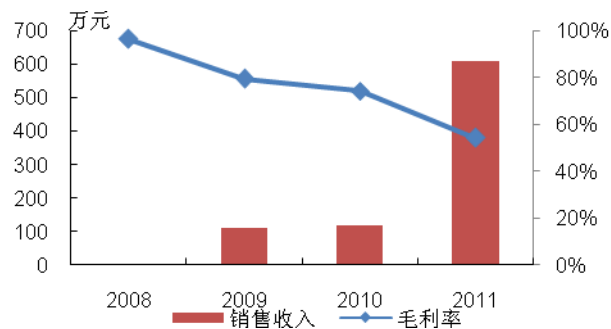
### 九味镇心：12 年产能受限，长期医保是关键

公司自主研发的九味镇心颗粒是国内第一个、也是目前唯一一个通过国家食品药品监督管理局批准治疗焦虑障碍的纯中药制剂。2011 年公司九味镇心颗粒实现销售收入 608 万元，同比净增长 417%。首次超过降糖药成为公司第二大药种。

九味镇心颗粒是公司 IPO 主要募投项目之一，并拥有国内唯一纯中药抗焦虑药概念，曾被公司和资本市场寄予厚望。但由于抗焦虑药与公司此前产品的跨度较大，需新建营销网络，且九味为处方药，不能进行大规模宣传，致使营销推广的进程慢于预期。

2011 年，公司九味镇心业务采取自营+代理模式，营销渠道建设初见成效，目前中标省份达 16 个，其中自营省份 7 个，代理区域 9 个。但由于代理模式的毛利率远低于自营，2011 年九味镇心颗粒的毛利率下降 22 个百分点。

图 21： 九味镇心颗粒收入及毛利率



资料来源：华泰联合证券研究所

九味镇心颗粒治疗广泛性焦虑症疗效确切，同时，作为纯中药制剂，副反应轻微，无戒断性，可长期用药。与目前市场上主流抗焦虑西药相比，有着明显的差异化竞争优势，市场潜力巨大。

但九味镇心颗粒在大多数省份尚未进入医保药品名录，属于自费药，而其零售价格较高（约 161 元/6 天剂量），较大程度上限制了患者的购买意愿。因此，九味镇心进入更多省份医保名录，是其市场潜力得到释放的关键点。

此外，九味镇心颗粒被列为处方药，公司暂不能在公开媒体上进行产品营销，这对九味镇心颗粒的推广带来一定不利因素。

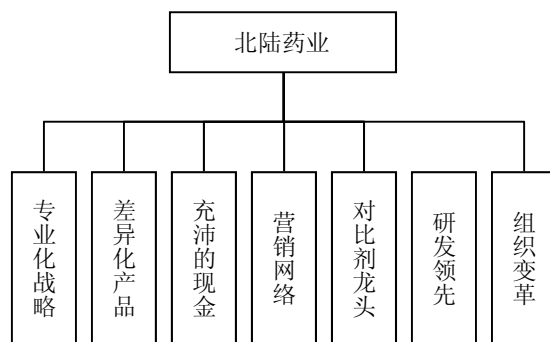
从供给面看，目前九味镇心颗粒年产能约 500 万袋，产能较小。根据我们初步测算，2011 年公司九味镇心粒生产线的产能利用率超过 80%。而其新建年产 5000 万袋生产线预计投产时间为 2013 年 6 月。故此，我们判断短时间公司九味镇心颗粒短时间内可能会存在产能限制。



总体而言，我们认为，由于九味镇心颗粒尚处于投入期，营销和渠道建设费用在 2-3 年内将保持较高水平，产品净利率较低，且进入各地医保药品名录也需要一个较长期的渐进式进程。我们预计在 2-3 年内，九味镇心颗粒对公司的业绩的贡献有限。

## 核心竞争优势

图 22： 北陆药业的核心优势



资料来源：华泰联合证券研究所

### 专业化和市场导向战略

我们认为，公司的战略和产品策略，是决定其成败的先决条件。尤其是对于中小型药企来说，聪明的配置其有限的资源，对其在能否在巨头林立的医药市场中生存和发展至关重要。

回顾公司的产品历程：1992 年公司成为国内第一家对比剂生产企业。2002 年，公司格列美脲上市，正式进入降糖药市场，2009 年，九味镇心颗粒上市，开始进入抗抑郁药市场。

2011 年，公司正式提出“将在精神类药物、影像诊断造影剂、心血管/代谢类疾病三大疾病领域加大研发力度，逐步建立自己的企业特色”的发展战略。这三大领域药物市场有着共同特点：**即广阔且快速成长的市场空间。**

从具体的产品策略看，公司的主要产品的也均为该领域的主流药品，市场规模增长迅速，**且公司进入该市场时，国内竞争者较少。**尤其是九味镇心颗粒作为目前 SFDA 批准的唯一纯中药抗焦虑药，拥有专利权，属典型的蓝海市场。且直接避免了与跨国药企的正面竞争，是典型的差异化竞争。

我们看好公司正确的战略选择，我们认为公司将长期受益于市场的快速增长和专业化优势。

### 对比剂领域优势地位无可撼动

公司在目前在对对比剂领域的领导地位已基本确立，磁共振对比剂产品多年来稳居市场首位。X 线对比剂产品 2008 年市场份额居第三位，且近年来市场份额不断上升。对比剂产品目前已基本覆盖全国所有县级以上医院。利用募投资金开展的营销网络建设已经在全国各地设立办事处。



从产品结构看，随着碘帕醇，碘克沙醇，钆贝葡胺等新药的上市和即将上市，公司对比剂已形成非常完善的产品梯队。品类之丰富不仅在国内同侪中独树一帜，即使与国际巨头相比亦不遑多让。这能够使公司在产品的更新换代中始终保持领先优势。

我们认为，未来公司对比剂行业的领导地位将保持和强化。

### 领先一步的研发优势

公司钆喷酸葡胺 1992 年上市，是全国市场第一个产品；碘海醇 1998 年上市，仅晚于扬子江药业（1997 年）；格列美脲 2001 年上市，仅晚于四川普渡制药（但同年有多家药企获得格列美脲批文）；碘克沙醇 2011 年获批，此前仅江苏恒瑞一家获得批文。

此外，公司待批和在研药物碘帕醇和钆贝葡胺目前国内市场均只有国外原研药厂商的同类产品。

一款仿制药，从研发到最终获得注册批件一般需要 2 年左右的时间，先进入的厂商具有充足时间构建自身的先发优势。

由于处方药行业终端（医生）粘性相当大，先发优势极端重要。一旦先进入者完成渠道建设，则能够给后进入者造成较高的壁垒。

### 经营多年的营销网络

公司在对比剂领域经营了 20 年，产品已基本覆盖全国所有县级以上医院；在降糖药市场经营了 10 年，产品已覆盖 11 个省份；抗焦虑药九味镇心颗粒 2008 年上市，根据公司 2011 年报，已覆盖了 16 个省份。

2009 年上市后，公司 2.72 亿元募集资金中约 1 亿元用于产品的营销网络建设。重点用于在各地设立销售办事处，以及开展学术营销活动。目前，公司已在全国范围内建立了强大的学术推广队伍和专业化的医学药学专家队伍。

我们预计公司强大的营销网络建成后，将促使主力产品销售快速增长，并缩短新产品推广的渠道铺设期、降低边际销售费用，为未来销售和业绩的增长提供强大支撑。

### 充沛的现金为公司价值和公司发展提供强力支撑

公司目前账上现金约 3.2 亿元，无任何金融性负债。平均每股含净现金 2.1 元。当前股价扣除每股净现金后，对应 2012 年 PE 约 18 倍。

### 组织变革将为公司战略发展提供支撑

2011 年公司设立了影像诊断事业部、中枢神经事业部和商务中心。影像诊断事业部、中枢神经事业部主要负责市场推广和产品销售，商务中心负责招投标管理、客户管理、发货、贷款回收等业务。

事业部制的专业分工更加适合公司现阶段发展的专业营销模式，能够为公司未来以对比剂、精神类药物、心血管和代谢类药物为核心的发展战略提供强有力的支撑。

## 盈利预测与估值讨论

### 关键假设

**对比剂产品：** 考虑公司对比剂市场的行业增速、公司对比剂业务的历史增速、碘克沙醇和碘帕醇新药上市的带动作用以及募投项目中营销渠道建设成果，我们预测 2012-2014 年公司对比剂产品销售收入增速为 38%，35%，30%，毛利率维持稳定。

**降糖药产品：** 考虑瑞格列奈新药上市的拉动作用，我们预测 2012-2014 年公司降糖药产品销售收入增速为 20%，20%，20%，毛利率维持稳定。

**精神类药物：** 综合考虑九味镇心颗粒产能释放进程，较大的市场潜力和进入各地医保的进程，采取代理模式对毛利带来的影响、以及文拉法辛和阿立哌唑研发上市进程。我们预测公司精神类药物 2012-2014 年产品销售收入增速为 20%，100%，60%。毛利率保持在较低水平。

**销售费用率：** 2011 年开始，公司进入销售渠道建设的高投入期，销售费用率大幅提高至 43%，主要用于建立各地的销售网络以及开展学术营销。同年，公司正式提出“将在精神类药物、影像诊断造影剂、心血管/代谢类疾病三大疾病领域加大研发力度，逐步建立自己的企业特色”的发展战略。我们认为，为了配合公司发展战略，为公司在三大领域中脱颖而出夯实基础，未来几年年仍将是营销费用的高投入期。

因此，我们预测 2012-2014 年公司销售费用率将保持在较高水平，但稳中有降。

表格 4：北陆药业分产品收入预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
对比剂收入	105.19	130.22	183.19	252.80	341.28	453.91
YOY		23.79%	40.68%	38.00%	35.00%	33.00%
毛利率	76.66%	76.93%	75.33%	75.00%	75.00%	75.00%
降糖药收入	4.92	5.68	4.31	5.17	6.20	7.44
YOY		15.53%	-24.15%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	71.03%	76.65%	72.17%	72.17%	72.17%	72.17%
精神类药物收入	1.10	1.18	6.08	7.90	15.80	25.29
YOY		7.37%	416.79%	30.00%	100.00%	60.00%

资料来源：华泰联合证券研究所

我们预测公司 2012~2014 年营业收入分别为 2.66 亿元、3.63 亿元和 4.87 亿元，同比增长 35%、37%、34%，归属上市公司净利润分别为 5580 万、8110 万和 1.17 亿元，同比增长 26%、45%、45%，对应 PE 24.09、16.57、11.45 倍。

公司目前估值与行业基本持平，考虑到其行业龙头地位，良好的成长性和充沛的现金。我们给予公司一定溢价，首次推荐给予增持评级。

表格 5：可比公司估值

	股价	2011PE	2012PE	2013PE	2014PE
华润双鹤	14.77	16	13	11	11

人福医药	18.73	31	24	18	14
海正药业	25.62	26	20	16	13
恒瑞医药	27.04	35	27	22	18
现代制药	11.12	26	25	17	12
华海药业	12.88	31	22	17	14
白云山 A	12.07	21	16	13	13
山大华特	13.48	26	20	16	13
华邦制药	38.73	21	21	16	13
海翔药业	20.09	30	20	16	12
恩华药业	19.05	41	30	22	16
信立泰	28.80	26	19	15	13
永安药业	10.28	28	18	14	12
亚太药业	8.49	40	26	21	25
誉衡药业	17.72	42	24	20	18
金达威	33.89	23	16	14	16
海思科	17.70	23	19	15	11
莱美药业	13.48	33	22	17	14
华仁药业	10.14	25	19	13	9
翰宇药业	30.05	38	28	20	16
雅本化学	18.20	37	25	18	16
尔康制药	17.87	35	24	18	13
可比公司平均	19.51	30	22	17	14
北陆药业	8.88	30	24	17	11

资料来源：IFind，华泰联合证券研究所

## 风险提示

公司主要竞争对手为大型跨国医药企业，存在一定的市场竞争风险。

公司 2011 年销售费用率较高，如销售费用不得到合理控制，则可能显著影响公司业绩。

九味镇心颗粒的进入更多地区医保目录的进程存在不确定性，可能是产品销售增速慢于预期。

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	416	388	441	529	<b>营业收入</b>	197	266	363	487
现金	319	269	288	336	营业成本	50	69	95	128
应收账款	42	41	49	66	营业税金及附加	2	3	4	5
其他应收款	4	6	2	0	营业费用	84	114	145	180
预付账款	4	1	23	21	管理费用	19	26	36	48
存货	22	22	24	32	财务费用	-7	-6	-7	-8
其他流动资产	26	48	56	74	资产减值损失	0	0	1	1
<b>非流动资产</b>	108	149	173	196	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	3	3	3	3	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	61	108	140	153	<b>营业利润</b>	48	60	89	132
无形资产	4	3	3	3	营业外收入	6	6	6	6
其他非流动资产	41	35	26	36	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	525	537	614	724	<b>利润总额</b>	54	66	95	138
<b>流动负债</b>	19	11	15	20	所得税	9	10	14	21
短期借款	0	0	0	0	净利润	44	56	81	117
应付账款	2	2	3	4	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	17	9	12	16	归属母公司净利	44	56	81	117
<b>非流动负债</b>	14	14	14	14	EBITDA	52	65	97	140
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.29	0.37	0.53	0.77
其他非流动负	14	14	14	14	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	33	26	30	34	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
股本	153	153	153	153	营业收入	8.0%	35.2%	36.6%	34.0%
资本公积	229	229	229	229	营业利润	0.4%	24.4%	49.9%	47.7%
留存收益	110	130	203	308	归属母公司净利	3.4%	26.2%	45.3%	44.7%
归属母公司股	491	511	584	690	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权</b>	525	537	614	724	毛利率(%)	74.7%	74.2%	73.9%	73.7%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	0.0%	30.6%	0.0%	22.5%
单位: 百万元					ROE(%)	9.0%	10.9%	13.9%	17.0%
<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	ROIC(%)	21.1%	19.5%	23.4%	28.3%
<b>经营活动现金</b>	40	30	52	85	<b>偿债能力</b>				
净利润	44	56	81	117	资产负债率(%)	6.3%	4.8%	4.8%	4.8%
折旧摊销	6	6	8	10	净负债比率(%)	6.8%	5.0%	5.1%	5.0%
财务费用	-7	-6	-7	-8	流动比率	21.97	33.73	28.71	26.14
投资损失	0	0	0	0	速动比率	20.71	30.91	25.83	23.21
营运资金变动	-16	-17	-19	-19	<b>营运能力</b>				
其他经营现金	0	-0	-0	-0	总资产周转率	0.39	0.50	0.63	0.73
<b>投资活动现金</b>	-19	-50	-32	-32	应收账款周转率	4	5	5	5
资本支出	-19	-50	-32	-32	应付账款周转率	25.95	33.87	33.95	33.60
长期投资	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
其他投资现金	0	0	0	0	每股收益(最新)	0.29	0.37	0.53	0.77
<b>筹资活动现金</b>	-13	-30	-1	-4	每股经营现金流	0.26	0.19	0.34	0.56
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最	3.22	3.35	3.82	4.52
长期借款	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	51	0	0	0	P/E	30.85	24.45	16.82	11.62
资本公积增加	-51	0	0	0	P/B	2.78	2.67	2.34	1.98
其他筹资现金	-13	-30	-1	-4	EV/EBITDA	26	21	14	10
<b>现金净增加额</b>	8	-50	19	48					

数据来源: 华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

**股票评级**

买入 股价超越基准 20%以上  
增持 股价超越基准 10%-20%  
中性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减持 股价弱于基准 10%-20%  
卖出 股价弱于基准 20%以上

**行业评级**

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

**深圳**

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**免责声明**

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。