

分析师：宋颖

执业证书编号：S0270511070001

电话：021-60883485

邮箱：songying@wlzq.com.cn

发布日期：2012年05月31日

## 处于成长期的对比剂龙头企业

——北陆药业（300016）深度报告

### 公司深度报告

增持（维持）

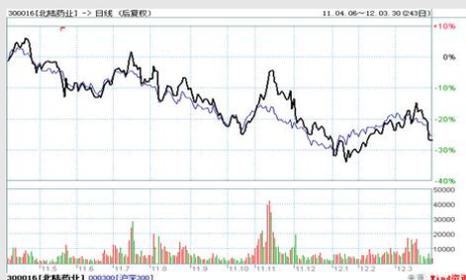
#### 市场数据（2012-05-28）

收盘价（元）	10.30
一年内最高/最低（元）	11.10/7.70
上证指数	2361.37
市净率（倍）	3.34
流通市值（亿元）	8.33

#### 基础数据（2012-03-31）

每股净资产（元）	3.29
每股经营现金流（元）	-0.11
毛利率（%）	72%
净资产收益率（%）	2.18
资产负债率（%）	5.61%
总股本/流通股（亿股）	15275/8070
B股/H股（万股）	/

#### 个股相对沪深300指数表现



研究助理：唐坚

电话：021—60883480

邮箱：tangjian@wlzq.com.cn

地址：上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603室

邮编：200122

#### 报告关键要素：

公司在剥离医药商业业务后，立足对比剂领域，2011年取得大幅增长。2012年新增高端对比剂碘克沙醇，并延续营销策略，做大做强对比剂核心业务。在此基础上，向内分泌、精神领域拓展，瑞格列奈市场前景较好，九味镇心颗粒是目前唯一治疗焦虑障碍的中药制剂。

#### 投资要点：

- **对比剂产品线不断完善：**国内对比剂市场在未来5年内有望继续保持20%的复合增速。公司目前已有碘海醇和钆喷酸葡胺两个主要品种，市场占有率较高；新的高端品种碘克沙醇已获批，今年有望继续获批碘帕醇，产品线有望丰富到5个品种，是国内对比剂产品线最丰富企业。
- **营销变革显成效：**2011年，公司通过营销变革，实行销售与商务分离的营销模式、引进职业经理人、加大营销投入力度，使得主营对比剂业务快速增长，同比上升40%；覆盖全国80%的三甲医院。短期的销售费用大幅增长（2011年同比增长86%）虽然影响了11年净利润增速，但我们认为，2011年只是公司大力投入和建设销售资源的一年，2012年是公司巩固和完善销售渠道并实现较大增长的起步之年，未来几年有望大幅进口替代，实现35%以上高增长。
- **内分泌、精神领域新品投放锦上添花：**在立足对比剂核心业务的同时，向内分泌和精神领域拓展。九味镇心颗粒是国内唯一一个通过SFDA的治疗焦虑障碍的纯中药制剂。降糖药瑞格列奈是非磺酰脲类促胰岛素分泌剂，目前市场增速较快，竞争较小。以上两个品种，都将通过代理来销售，有望为公司发展增添新的动力。
- **盈利预测与投资建议：**我们预测2012-2013年营业收入实现40%左右的高增长，对应EPS分别为0.36、0.49元，按照目前股价对应市盈率分别为27倍、21倍，结合目前化学制剂行业28-30倍平均PE，给予“增持”评级。
- **风险因素：**产品招投标进度低于预期；产品降价风险。

	2010年	2011年	2012E	2013E
营业收入(亿元)	1.82	1.97	2.65	3.87
增长比率(%)	-16.03%	8.05%	34.53%	46.31%
净利润(亿元)	0.43	0.44	0.55	0.75
增长比率(%)	22.31%	3.41%	26.00%	35.00%
每股收益(元)	0.42	0.29	0.36	0.49
市盈率(倍)	45	30	27	21

**投资核心观点**

- **公司整体判断**：北陆药业是对比剂领域的国内企业龙头，随着碘克沙醇的获批以及碘帕醇的即将获批，公司的对比剂产品线达到5个，是国内对比剂产品线最丰富的企业。公司剥离医药商业业务后，聚焦医药工业，力争将对对比剂业务做专做全，以务实的态度，在“小领域”做到最好。同时向内分泌和精神领域拓展，来丰富公司的业务和竞争力。2011年是公司的投入之年，特别是在销售方面加大了投入，扩大销售队伍，覆盖了全国80%的三甲医院；近两年仍以三甲医院为主进行渗透，未来会逐步向基层医院覆盖和扩大。
- **差异化观点**  
公司的对比剂只有钆喷酸葡胺原料药是自己生产，而碘海醇和碘克沙醇均是从外采购；为了避免原料药涨价等受限影响，同时立足做专做强对比剂领域的发展战略，公司未来有可能通过收购上游原料药企业来控制成本，形成对比剂一体化产业链模式。
- **估值和评级**  
我们预测2012-2013年营业收入实现35%-40%左右的高增长，对应EPS分别为0.36、0.49元，按照目前股价对应市盈率分别为27倍、21倍，结合化学制剂行业28-30倍平均PE，给予“增持”评级。
- **股价触发因素**  
碘帕醇和钆贝葡胺如期或提前获批；招标进度好于预期。
- **风险因素**  
产品招投标进度低于预期；产品降价风险。

表 1、盈利假设

分类	2010年	2011年	2012年	2013年
<b>对比剂</b>				
营业收入(万元)	13021.75	18318.95	24730.58	35859.34
收入增速	23.79%	40.68%	35%	45%
毛利率	77%	75%	73%	72%
<b>精神类</b>				
营业收入(万元)	1.00	607.85	1215.7	2188.26
收入增速	0	500%	100%	80%
毛利率	75%	54%	50%	50%
<b>降糖药</b>				
营业收入(万元)	568.03	430.83	517.00	672.09
收入增速	31.85%	-13.45%	20%	30%
毛利率	77%	72%	71%	70%
<b>合计(含其它)</b>				
营业收入(万元)	18205.19	19670.20	26463.28	38719.69
收入增速	-16.03%	8.05%	34.53%	46.31%
综合毛利率	59%	73%	72%	71%

数据来源：WIND 资讯，公司公告，万联证券研究所

目录

1 背景 .....	5
1.1 行业背景 .....	5
1.2 公司背景 .....	6
1.2.1 公司产品介绍 .....	6
1.1.2 2011 年年报分析 .....	6
1.2.3. 聚焦医药工业，剥离医药商业 .....	7
2、产品分析 .....	8
2.1 对比剂 .....	8
2.2.1 碘海醇：X 射线对比剂、市场销售额排名第 1 .....	9
2.2 钆喷酸葡胺注射液：核磁共振对比剂、市场销售额排名第 4 .....	10
2.2.1 临床用途 .....	10
2.2.2 市场竞争格局 .....	10
2.3 枸橼酸铁铵泡腾颗粒 .....	11
2.3.1 临床用途与市场竞争格局 .....	11
2.4 九味镇心颗粒 .....	12
2.4.1 临床用途 .....	12
3. 新获批产品 .....	12
3.1 碘克沙醇 .....	12
3.1.2 市场竞争格局 .....	13
3.2 瑞格列奈 .....	13
3.2.1 临床用途 .....	13
3.2.2 竞争格局 .....	13
4. 在研产品 .....	14
4.1 碘帕醇：X 射线对比剂、临床销售额排名第 3 .....	14
4.1.1 临床用途 .....	14
4.1.2 竞争格局 .....	14
4.2 钆贝葡胺（医保乙类） .....	15
4.2.1 临床用途 .....	15
4.2.2 竞争格局 .....	15
4.3 阿立哌唑(医保乙类) .....	16
4.3.1 临床用途 .....	16
4.3.2 市场竞争格局 .....	16
图 1、样本医院临床造影剂竞争格局 .....	5
图 2、2010 年临床造影剂生产企业市场竞争格局 .....	5
图 3、北陆药业营收与净利润增长变化 .....	7
图 4、2011 年北陆药业产品分类占比（%） .....	7
图 5、2011 年北陆药业区域营业收入占比和增速（%） .....	7
图 6、北陆药业近 4 年对比剂营收变化 .....	8
图 7、北陆药业近 4 年销售费用变化 .....	8
图 8、2006-2010 年样本医院碘海醇竞争格局 .....	9

图 9、2010 年碘海醇生产企业市场竞争格局.....	9
图 10、2006-2010 年样本医院钆喷酸葡胺竞争格局.....	11
图 11、2010 年钆喷酸葡胺生产企业市场竞争格局.....	11
图 12、2006-2010 年样本医院枸橼酸铁铵竞争格局.....	11
图 13、2010 年枸橼酸铁铵生产企业市场竞争格局.....	11
图 14、2009-2010 年样本医院碘克沙醇竞争格局.....	13
图 15、2010 年碘克沙醇生产企业市场竞争格局.....	13
图 16、2009-2010 年样本医院瑞格列奈竞争格局.....	14
图 17、2010 年瑞格列奈生产企业市场竞争格局.....	14
图 18、2006-2010 年样本医院碘帕醇竞争格局.....	15
图 19、2010 年碘帕醇生产企业市场竞争格局.....	15
图 20、2006-2010 年样本医院钆贝葡胺竞争格局.....	15
图 21、2010 年钆贝葡胺生产企业市场竞争格局.....	15
图 22、2006-2010 年样本医院阿立哌唑竞争格局.....	16
图 23、2010 年阿立哌唑生产企业市场竞争格局.....	16
表 1、盈利假设.....	2
表 1、北陆药业产品.....	6

## 1 背景

### 1.1 行业背景

医学影像技术已经由既往“辅助检查手段”转变为现代医学最重要的临床诊断和鉴别诊断方法，使多种疾病的诊断更准确、及时，同时由于介入医学的兴起，医学影像学已经集诊断与治疗为一体，成为与外科手术、内科化学药物治疗并列的现代医学第三大治疗手段，对比剂作为医学影像学科必不可少的诊断与鉴别诊断用药品，市场前景十分广阔。

根据影像诊断手段和仪器的不同，国内对比剂产品主要分为两种：X射线对比剂（主要用于CT 检测）和磁共振对比剂。2008年我国不同种类对比剂产品的销售量（百万支）及占比：核磁共振对比剂1.3（12.38%）和X射线对比剂9.2（87.72%）

近年来，国内对比剂市场销售额以20%以上的年增长率迅速增长（图1），2011年已超过30亿元，预计2015年将超过60亿元。与西方国家相比，国内的对比剂市场远未饱和，未来对比剂市场仍将保持强劲的增长势头。从2010年国内临床对比剂的生产企业所占市场份额来看，外资或合资企业所占市场份额超过60%（图2），国内从事对比剂研发、生产、销售企业并不多，特别是专营对比剂的企业更是很少，未来实现国产化的进口替代前景较大。

从国家近期取消以药养医的制度和决心看，未来医疗机构的检测项目、费用则有可能有较大幅度提高，而作为检测和诊断的对比剂的用量则有望进一步相应提高。具体表现为：1. 基层医院建设的投入加快影像诊断和治疗设备的广泛应用；2. 影像诊断和治疗方法的提高，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；3. 就医观念的改变，医生对仪器诊断的依赖性越来越强。这些都使得对比剂的用量未来仍会逐年上升。

图 1、样本医院临床造影剂竞争格局

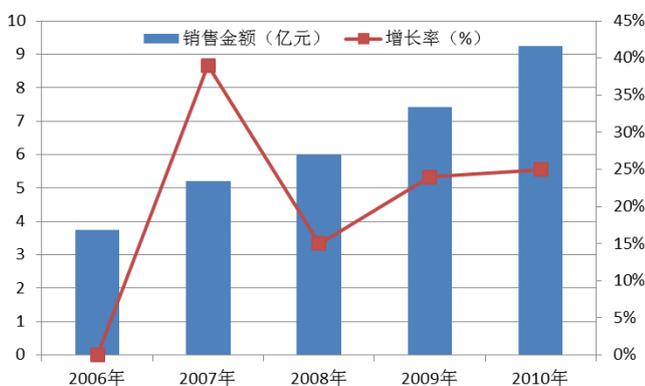
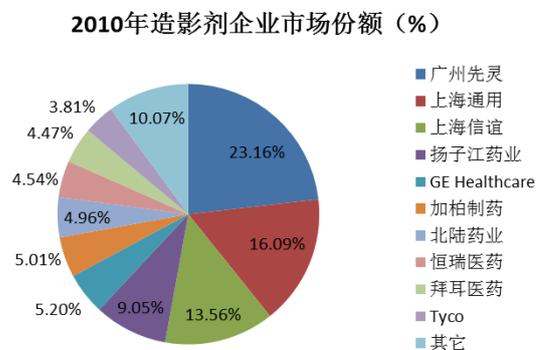


图 2、2010 年临床造影剂生产企业市场竞争格局



资料来源：南方所；万联证券研究所

## 1.2 公司背景

### 1.2.1 公司产品介绍

北陆药业是国内最早研制并首家推出对比剂产品的企业,打破了国外产品的垄断,公司在对比剂领域形成了一定的竞争优势;目前,对比剂系列产品为公司的主导产品,主要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和口服磁共振对比剂枸橼酸铁铵泡腾颗粒。另外公司也正在内分泌和精神神经领域拓展。

表 2、北陆药业产品

产品	类别	目前状态	竞争企业
碘海醇	CT-非离子型	已上市; 医保甲类	通用药业、扬子江药业等
钆喷酸葡胺	磁共振	已上市; 非医保	拜耳医药、康辰药业等
枸橼酸铁铵	磁共振-口服	已上市; 非医保	海王金象、永昇生化
碘克沙醇	CT-非离子型	已获注册批件; 医保乙类	恒瑞医药、GE Healthcare
瑞格列奈	糖尿病	已获注册批件; 医保乙类	诺和诺德、江苏豪森
碘帕醇	CT-非离子型	在研; 医保甲类	信谊药业、Patheon、Bracco
钆贝葡胺	磁共振	在研; 医保乙类	信谊药业、Bracco
阿立哌唑	抗抑郁	在研; 医保乙类	成都康弘、天津大冢、中西药业

数据来源: 公司公告, 南方所, 万联证券研究所

2011年,公司自主开发的新产品瑞格列奈、碘克沙醇两个项目分别在11月和12月获得国家药监局颁发的注册批件。瑞格列奈片是非磺酰脲类促胰岛素分泌剂,已进入医保乙类目录;碘克沙醇获得注册批件后公司对比剂系列增至四个品种,公司在对比剂领域的多品种、专业化发展及整体实力迈上一个新的台阶。

公司已申报立项的研发产品也在按照进度积极推进。其中:对比剂在研项目碘帕醇(医保甲类)已经完成申报生产所需的各项工作,全套申报资料已上报国家药审中心候审;钆贝葡胺(医保乙类)项目基本完成原料、制剂全套申报资料的准备及核查,近期将上报符合CTD要求的申报资料;阿立哌唑(医保乙类)及其片剂项目已经完成原料工艺验证、制剂工艺验证、稳定性研究和申报资料的准备,在符合受理条件后将尽快上报制剂申请资料。

### 1.1.2 2011 年年报分析

2011年度的营业收入为19670.20万元,比上年同期的18205.19万元增长8.05%;利润总额5359.97万元,比上年同期增长7.47%,实现归属于上市公司股东的净利润4421.18万元,比上年同期增长3.36%;营业成本为4984.78万元,比上年同期的7535.09万元减少33.85%;综合毛利率74.66%,与上年同期58.61%相比增长了16.05个百分点。药品生产业务收入较上年同期增长

41.22%，在主营业务收入中的比重由上年75.44%上升到本年99.98%。上述指标变化是公司主动调整策略，大力发展核心业务缩减药品经销业务而导致收入结构发生重大变化取得的结果。

图 3、北陆药业营收与净利润增长变化 (%)

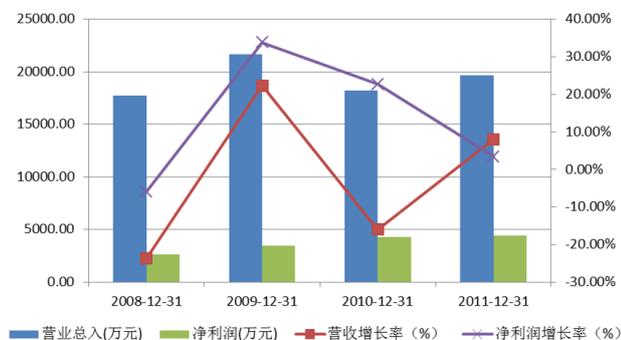
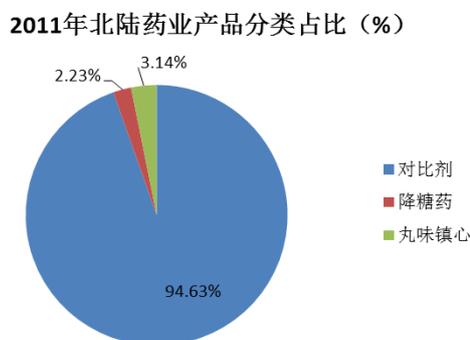


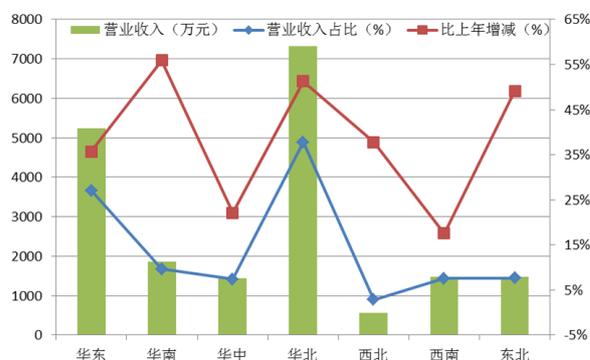
图 4、2011 年北陆药业产品分类占比 (%)



资料来源：WIND；万联证券研究所

公司的营业收入在区域性上有明显的区别，其中华东和华北地区规模较大，同时增速也较快，主要是由于这两个地区经济发达，医学诊断学应用较多有关，同时也与招标的中标省份分布有关；另外东北地区增速也较快。

图 5、2011 年北陆药业区域营业收入占比和增速 (%)



资料来源：WIND；万联证券研究所

2011年公司在保持对比剂主营业务稳定增长的基础上，新产品九味镇心颗粒取得了一定的突破，实现营业收入608万元。

### 1.2.3. 聚焦医药工业，剥离医药商业

公司在2010年剥离医药商业业务后，聚焦医药工业，做大做专对比剂业务，同时向内分泌和精神类领域发展，2011年实现医药生产业务同比增长41.22%，药品生产收入占比达98.41%，已经成为核心业务；2011年综合毛利率也相对上年提升16个百分点，达到74.59%。其中，对比剂业务实现1.83

亿元，同比增长40.68%。

### 销售费用影响净利润增速

2011年由于公司实行了销售与商务分离的专业化营销模式，加强新品种的营销网络建设，销售规模扩大，导致销售该费用达到8408万元，同比增长86.10%，从而影响净利润。目前，公司已有营销队伍140人左右（销售120人，商务20人），覆盖全国三甲医院80%，约2000家左右。预计2012年的销售费用不会有较大增长，基本与2011年持平。

图 6、北陆药业近 4 年对比剂营收变化

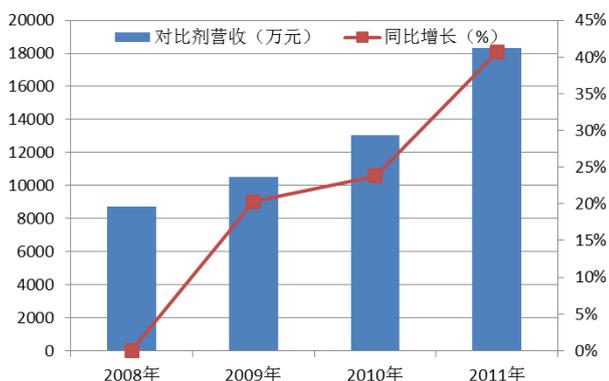
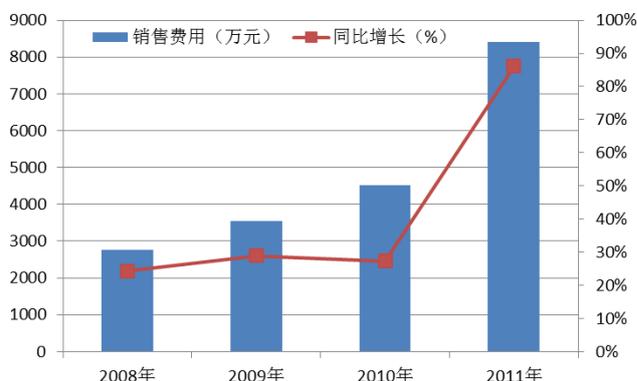


图 7、北陆药业近 4 年销售费用变化



资料来源：WIND；万联证券研究所

**发展战略：**公司将继续秉承“细分市场、最大份额”的经营理念，专注于对比剂、精神神经、内分泌三大产品领域，继续巩固对比剂主要产品的市场领先地位和核心竞争优势。坚持科技创新，加强新药研发的力度，力争推出更新、市场价值更高、生命力更强的新产品，实现品种多元化、高质量和高附加值，做专做强。建立科学高效的运行机制、动力机制和约束机制，打造适合公司发展的企业文化，提升品牌影响力，推动公司快速、健康、高效发展。

## 2、产品分析

### 2.1 对比剂

目前国内市场上的 X 射线对比剂产品主要有离子型和非离子型两种。由于离子型对比剂渗透压高、化学毒性高、带电荷、可产生较多不良反应，应用逐渐减少。相比而言，非离子型对比剂产品的生物学安全性与离子型相比有很大提高，其副反应发生率显著低于离子型产品，已逐渐取代离子型对比剂。对比剂系列产品为公司的主导产品，主要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（甲类医保）和口服磁共振对比剂枸橼酸铁铵泡腾颗粒；以及已经取得注册生产批件的碘克沙醇。

## 2.2.1 碘海醇：X 射线对比剂、市场销售额排名第 1

### 2.2.1.1 碘海醇临床用途

碘海醇（又称碘苯六醇）注射液是一种非离子型碘对比剂，最早由挪威 Nycomed 公司开发上市，是目前世界范围内最广泛使用的非离子型碘对比剂之一，被称为非离子型碘对比剂的“金标准”，也是国内使用最多的碘对比剂。

碘海醇注射液临床主要用于头部及身体CT 增强扫描、血管造影（脑血管造影）、冠状动脉造影、周围及内脏动脉造影、心室造影、静脉尿路造影，亦可进行关节腔造影、内窥镜逆行胰胆管造影、经皮经肝胆管造影、疝或瘘道造影、胃肠道造影、“T”型管道造影等。

1999 年底，北陆药业独立开发的碘海醇注射液上市，为国家四类新药，同年被列入国家级火炬计划，是公司的主导产品之一，近年来的销量迅速增长。

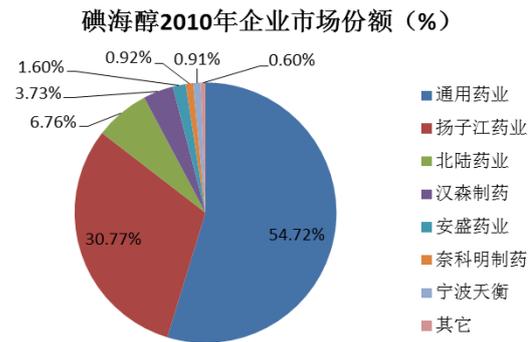
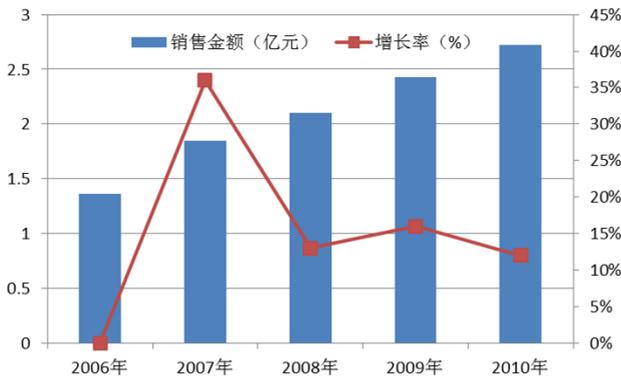
### 2.2.1.2 碘海醇竞争格局（医保甲类）

由于对比剂市场在资金、技术、产品品牌、企业信誉等方面均存在较高壁垒，因此目前该领域属于高度垄断市场。目前国内市场的主要厂商均是在该行业经营多年的国际、国内厂商，国际厂商主要包括：德国先灵公司、美国通用电气（“GE”）公司、意大利博莱科公司，国内厂商主要包括扬子江药业、北陆药业等。2008年排名前五位厂家的合计市场占有率达86.33%，到了2010年排名前五位厂家的合计市场占有率下降到60%左右，主要是由于国内厂商的进入分散了国际厂商的垄断局面。

碘海醇注射液是非离子型碘对比剂中的主要产品之一，2008 年销量占X 线对比剂产品总销量的48%左右。国内碘海醇对比剂市场上主要有美国GE公司所占领，市场份额超过50%，其次是扬子江药业，市场份额达到30%；北陆药业进入该市场虽然相对较晚，但公司凭借过去10 多年来建立的强大的医院营销网络，以及磁共振对比剂产品的品牌及销售带来的协同效应，使得公司的碘海醇注射液无论销量还是市场占有率都在以较快的速度增长，超过了其他竞争厂商以及市场总体的增长率，目前该产品的销售量和市场占有率已跃居市场第三位。并且，该产品在品质及效果上均已达到国外进口产品的水平，且在价格上更为合理，因此在市场上具有较强的竞争力。

图 8、2006-2010 年样本医院碘海醇竞争格局

图 9、2010 年碘海醇生产企业市场竞争格局



资料来源：南方所；万联证券研究所

### 2.2.1.3 产品盈利分析

公司代理经销的产品中包括碘海醇原料药，而碘海醇原料药是公司最重要产品碘海醇注射液的主要原材料。过去三年及一期，公司对该原料药的采购金额占所有产品原料药总采购金额的比例平均为93.90%。由于公司代理经销碘海醇原料药，因此对碘海醇原料药厂商有着很强的价格谈判能力，从而较大程度上降低了公司自身产品碘海醇注射液的生产成本。

截止2011年底公司的碘海醇共进入17个省市招标，2011年底新进入新疆和贵州，共4个品规，20ml/6g：70.66元；100ml/30g：233.45元，价格均低于通用电气药业（原研药厂）和扬子江药业（单独定价品种）。

## 2.2 钆喷酸葡胺注射液：核磁共振对比剂、市场销售额排名第4

### 2.2.1 临床用途

钆喷酸葡胺注射液是一种以金属钆为核心的顺磁性磁共振对比剂，最早由德国先灵公司开发上市，也是世界范围内使用最广的磁共振对比剂之一，该品种用于磁共振检查时的增强扫描，可以获得比普通扫描更多的诊断信息。钆喷酸葡胺可用于中枢神经（脑及脊髓）、腹、胸、盆腔、四肢等人体脏器和组织的磁共振成像。也用于肾功能评估。

公司开发研制的钆喷酸葡胺注射液于1992年成功上市，属国家二类新药，取得了国家级新产品证书，是国内第一个自主研发并获得生产批件的磁共振对比剂。2006-2008年的该产品的市场占有率均超过40%，市场排名第一。

### 2.2.2 市场竞争格局

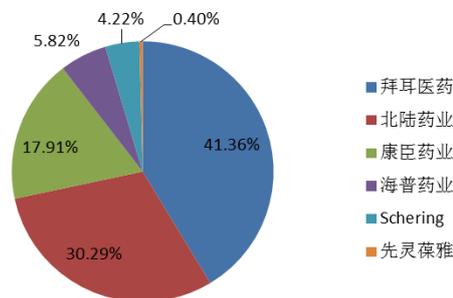
钆喷酸葡胺是磁共振对比剂中最主要的品种，2008年该产品销量占磁共振对比剂总体销量的86%以上。在钆喷酸葡胺注射液领域，公司一直是市场的领先者，多年保持市场占有率前列。国内磁共振对比剂市场上共有5个厂家的产品，其中一家是德国拜耳医药（原研药厂），另外3家均是国内企业，公司是国内首家获得生产批准文号的对比剂生产企业。与进口产品相比，公司的钆喷酸葡胺注射液在质量和效用相同的情况下，价格较进口产品更为合理。

图 10、2006-2010 年样本医院钆喷酸葡胺竞争格局



图 11、2010 年钆喷酸葡胺生产企业市场竞争格局

钆喷酸葡胺 2010 年企业市场份额 (%)



资料来源：南方所；万联证券研究所

截止 2011 年底，北陆药业的钆喷酸葡胺共进入 17 个省市招标目录，2011 年新进入广西省；产品价格 (10ml/4.69g, 87.33 元) 远低于原研企业拜耳医药 (10ml/4.69g, 161.99 元) 以及康臣药业 (10ml/4.69g, 100.92 元)。

## 2.3 枸橼酸铁铵泡腾颗粒

### 2.3.1 临床用途与市场竞争格局

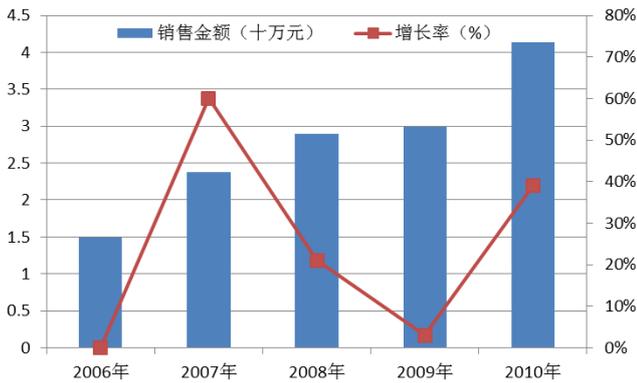
枸橼酸铁铵泡腾颗粒主要用于：1) 增加胃肠道的分辨率，对胃肠道疾病提供新的诊断信息；2) 显示胃肠道的位置，提高胃肠道与临近器官的分辨率；3) 在水成像检查时排除胃肠道的液体干扰，用于磁共振胰胆管造影、磁共振尿路水成像等检查。由于上述检查的总例数在全部检查中比例不高，所以目前枸橼酸铁铵泡腾颗粒的销售量不大。

枸橼酸铁铵泡腾颗粒是公司研发上市的另一款磁共振用铁对比剂，也是目前国内唯一一个口服磁共振对比剂。该产品主要用于上腹部磁共振成像，是公司已有磁共振对比剂产品的辅助产品，目前国内总体使用量较小，市场规模有限。

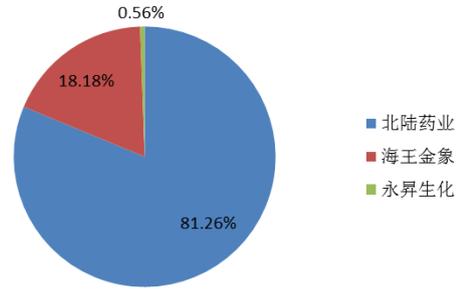
截止 2011 年底，枸橼酸铁铵共进入 10 个省市招标目录，2011 年新进入贵州，广西，北京军区；北陆药业的枸橼酸铁铵是泡腾颗粒剂型，而其他几家厂商均为糖浆剂，产品价格 (50 元左右) 远高于其他厂家价格 (17 元左右)。

图 12、2006-2010 年样本医院枸橼酸铁铵竞争格局

图 13、2010 年枸橼酸铁铵生产企业市场竞争格局



枸橼酸铁铵2010年企业市场份额 (%)



资料来源：南方所；万联证券研究所

## 2.4 九味镇心颗粒

### 2.4.1 临床用途

本公司自主研发的“九味镇心颗粒”，是在宋代传统古方基础上，经过多年临床实践并对古方进行合理改良之后得到的由九味中药组成的抗焦虑复方。通过对该复方进行周密的制剂处方筛选和制备工艺研究以及药理药效学研究，公司最终开发出了国内首个抗焦虑纯中药制剂——九味镇心颗粒。

九味镇心颗粒是由本公司研发成功的国内第一个，也是目前唯一一个被国家药监局批准主治广泛性焦虑症的纯中药制剂。目前国内临床所用的抗焦虑西药普遍存在副反应较多，具有依赖性、戒断症状和停药反跳等比较明显的缺点。而经过临床与主流抗焦虑西药的对比实验表明，九味镇心颗粒疗效显著，副反应轻微、无依赖性和戒断反应、安全性好，具有广阔的市场前景。

目前九味镇心颗粒已经开始临床推广使用，并受到用药专家和医患的关注和认可；由于该产品还未进入医保，因此也导致了市场推广进度较慢。2011年，九味镇心颗粒实现销售收入608万元。公司采用自营和代理两种销售模式，自营和代理的销售价格差异以及其销售比重的变化导致了毛利率与去年相比下降了19.93%。

## 3. 新获批产品

### 3.1 碘克沙醇

#### 3.1.1 临床用途

碘克沙醇注射液是第三代非离子型二聚体X射线对比剂，为医保乙类。适用于心脑血管造影、外周动脉造影、腹部血管造影、尿路造影、静脉造影以及CT增强检查。其作用原理是结合碘在血管或组织内吸收X射线造成影像显示。碘克沙醇对心血管参数以及股血管血流的影响较少，但是对高龄肾功能不全

冠脉介入患者使用时应注意。注射碘克沙醇注射液与其它造影剂比较，对心血管参数，如：LVEDP、LVSP、心率和QT - 时间以及股血管血流的影响较少。该产品在血管内应用时，是唯一与血浆等渗的对比剂，具有更高的安全性，尤其是对肾脏、心脏的毒副作用极小，使患者容易接受。

### 3.1.2 市场竞争格局

目前碘克沙醇基本被通用电气药业所垄断，在全国15个省份销售，是单独定价品种；属于国家医保乙类药物。2011年3月，江苏恒瑞医药进入河南省开始销售；中标价格较高，注射液600元以上（100ml：27g，1瓶/瓶）。目前碘克沙醇的全国市场销售规模在3亿元左右。从临床使用看，肿瘤患者的诊断治疗都在使用碘克沙醇；同时碘克沙醇属于高端品种，已经形成对碘海醇的部分替代使用。

2011年12月，北陆药业开发研制的对比剂新产品碘克沙醇获得国家药监局颁发的注册批件。若公司在2012年取得招标进展突破的话，按照样本医院该药物45%左右的增速，则有望为公司的业绩突破增添动力。公司目前招标品种为单一规格50ml/瓶，价格450元左右；正在准备第二种规格。

图 14、2009-2010 年样本医院碘克沙醇竞争格局

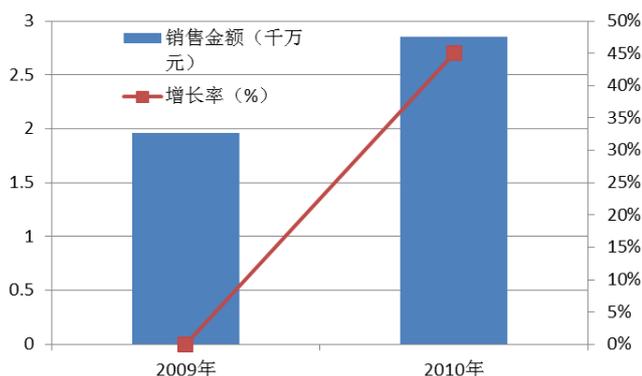
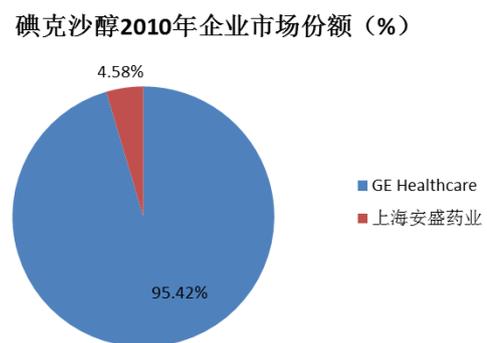


图 15、2010 年碘克沙醇生产企业市场竞争格局



资料来源：南方所；万联证券研究所

## 3.2 瑞格列奈

### 3.2.1 临床用途

瑞格列奈为新型的短效口服促胰岛素分泌降糖药，是非磺酰脲类促胰岛素分泌剂，已进入医保乙类目录；另一种同类药物是那格列奈。适用于饮食控制、降低体重及运动锻炼不能有效控制高血糖的2型糖尿病（非胰岛素依赖型）患者。

### 3.2.2 竞争格局

2010年市场仅有原研厂商丹麦诺和诺德、江苏豪森两家，2011年先后新进入国药控股、勃林格殷格翰两家；国药控股是诺和诺德、勃林格殷格翰的

投标企业，具有渠道优势；江苏豪森已在全国20个省市获得招标，2011年新进入8个省市，增速较快。

北陆药业在进入市场后，预计会遇到豪森和诺和诺德的较大竞争压力。目前新产品的招标工作随着各省的招标安排已经陆续开展，在新疆、沈阳、安徽、山西、江西等地提交资料。在内分泌领域，公司产品的销售则是通过代理来进行。

图 16、2009-2010 年样本医院瑞格列奈竞争格局

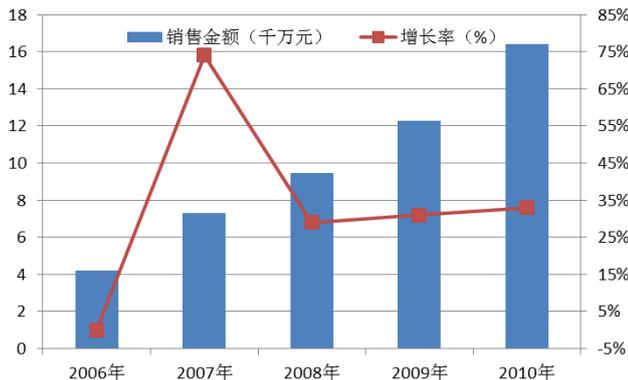
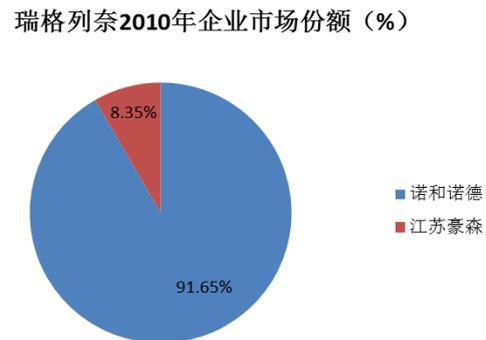


图 17、2010 年瑞格列奈生产企业市场竞争格局



资料来源：南方所；万联证券研究所

## 4. 在研产品

公司已申报立项的研发产品也在按照进度积极推进。其中：对比剂在研项目碘帕醇（医保甲类）已经完成申报生产所需的各项工作，全套申报资料已上报国家药审中心候审；钆贝葡胺（医保乙类）项目基本完成原料、制剂全套申报资料的准备及核查，近期将上报符合CTD要求的申报资料；阿立哌唑（医保乙类）及其片剂项目已经完成原料工艺验证、制剂工艺验证、稳定性研究和申报资料的准备，在符合受理条件后将尽快上报制剂申请资料。

### 4.1 碘帕醇：X 射线对比剂、临床销售额排名第 3

#### 4.1.1 临床用途

碘帕醇在临床中主要用于以下领域：神经放射学：脊髓神经根造影术、脑池造影和脑室造影术；血管造影术：脑血管造影术、冠状动脉造影术、胸主动脉和腹主动脉造影术、心血管造影术、选择性内脏动脉造影术、周末动脉造影术和静脉造影术；泌尿系统造影术：静脉尿路造影术；CT检查中增强扫描；关节造影术；瘘道造影术；数字减影血管造影术。碘帕醇与碘海醇在临床上具有互补性，但对于身体不同部位的使用有一定区别。

#### 4.1.2 竞争格局

目前，碘帕醇基本为博莱科信谊药业所垄断，包括4种规格剂型，价格上也

较碘海醇略高。公司的碘帕醇已经完成申报生产所需的各项工作，全套申报资料已上报国家药审中心候审；如果顺利的话，预计今年能拿到批文，届时将进一步完善公司对比剂的产品线。

图 18、2006-2010 年样本医院碘帕醇竞争格局

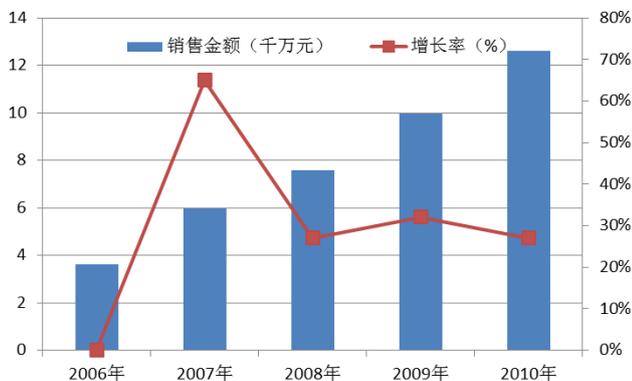
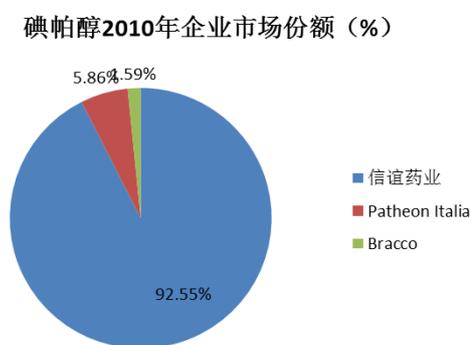


图 19、2010 年碘帕醇生产企业市场竞争格局



资料来源：南方所；万联证券研究所

## 4.2 钆贝葡胺（医保乙类）

### 4.2.1 临床用途

钆贝葡胺是一种适用于肝脏和中枢神经系统的诊断性磁共振成像(MRI)的顺磁性对比剂。肝脏：适用于探测已知或怀疑患有原发性肝癌(例如：肝细胞癌)或转移性癌患者的局灶性肝损伤。中枢神经系统：钆贝葡胺也适用于脑和脊柱的MRI增强检查,可以增强损害的检出,与未增强的磁共振影像相比,可以提供更多的诊断信息。

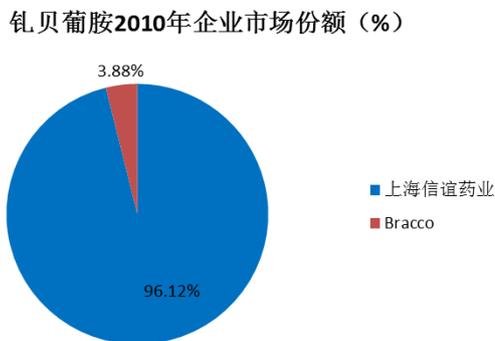
### 4.2.2 竞争格局

目前钆贝葡胺有上海博莱科信谊药业独家垄断，市场总体量不大，估计约 3000万元左右，但样本医院临床使用增速较快，2010年达到50%的增速。公司的钆贝葡胺项目基本完成原料、制剂全套申报资料的准备及核查，近期将上报符合CTD要求的申报资料；如果顺利的话，预计明年能拿到批文。

图 20、2006-2010 年样本医院钆贝葡胺竞争格局



图 21、2010 年钆贝葡胺生产企业市场竞争格局



资料来源：南方所；万联证券研究所

### 4.3 阿立哌唑(医保乙类)

#### 4.3.1 临床用途

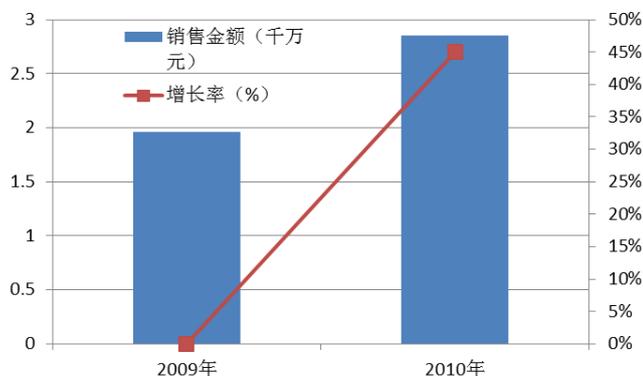
阿立哌唑由美国FDA于2002年11月15日批准上市。为喹啉酮衍生物,属第三代非典型抗精神病药物。阿立哌唑是第一种多巴胺系统稳定剂,对精神分裂症阳性和阴性症状均有显著疗效。用于治疗精神分裂症,能够显著改善这类精神分裂症状,但却没有其他抗精神病药常见的一些副作用,例如体重的增加和非自主性肌肉活动等,但可能会导致头痛、焦虑及失眠等症状。在临床表现中对精神分裂症患者疗效与利培酮相当。

#### 4.3.2 市场竞争格局

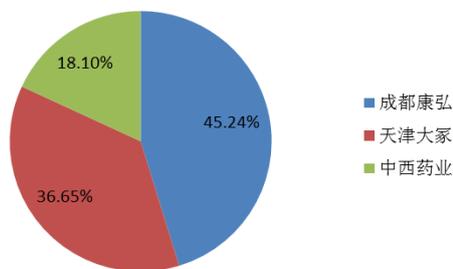
目前阿立哌唑市场主要有大冢制药、成都康弘、中西药业三家瓜分,其中大冢制药为原研企业,价格较高,以片剂剂型为主。而成都康弘的市场份额已经超过大冢,并有多种剂型,如片剂、素片、口腔崩解片、薄膜衣片等。公司的阿立哌唑及其片剂项目已经完成原料工艺验证、制剂工艺验证、稳定性研究和申报资料的准备,在符合受理条件后将尽快上报制剂申请资料。由于国内同时还存在其他企业进入的潜在竞争,预计公司的阿立哌唑上市后面临较大的市场竞争。

图 22、2006-2010 年样本医院阿立哌唑竞争格局

图 23、2010 年阿立哌唑生产企业市场竞争格局



阿立哌唑2010年企业市场份额 (%)



资料来源：南方所；万联证券研究所

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

### 证券分析师承诺

姓名：宋颖

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，以勤勉的执业态度，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。

### 信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

### 免责声明

本报告仅供万联证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

### 万联证券有限责任公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883487 传真：021-60883484

广州 中山二路18号电信广场36层

电话：020-37865161 传真：020-22373718-1008