

评级：强烈推荐（首次）
化学制药
公司深度报告

证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003

联系人 阳来军 S1080111070012

电话：0755-82485137

邮件：yanglaijun@fcsc.cn

北陆药业(300016)

——对比剂龙头，一线用药分外红

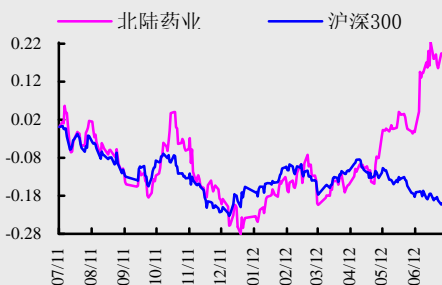
交易数据

上一日交易日股价(元)	12.46
总市值(百万元)	1,903
流通股本(百万股)	81
流通股比率(%)	52.83

资产负债表摘要(03/12)

股东权益(百万元)	502
每股净资产(元)	3.29
市净率(倍)	3.79
资产负债率(%)	5.61

公司与沪深300指数比较



相关报告

核心观点:

- 对比剂面临5年黄金发展期，我们预计市场容量将从2011年的31亿元左右扩容到100亿元。公司是国内对比剂的龙头公司，拥有齐全的产品线和丰富的在研品种，以及完善的营销网络和销售队伍。我们认为，随着公司营销改革进行、新产品上市以及新车间投产，依托对比剂行业的黄金发展期，实现业绩高速增长。此外，公司拥有国家药监局批准的一个用于治疗广泛性焦虑症的纯中药制剂九味镇心颗粒，具有疗效与西药相近而副反应少的优势，处于起步成长阶段，未来发展前景看好。

投资要点:

- **对比剂面临5年黄金发展期：**对比剂是大型医学影像设备CT和磁共振等的日常耗材，用来做增强扫描。我们预计对比剂市场容量将从2011年的31亿元左右扩容到100亿元。首先，需要进行扫描诊断的患者数量逐年增加，扫描诊断设备的数量仍然有3-5年的快速增长期；其次，新的检查方法也不断出现，病人的设备利用率仍有提高空间；第三，扫描诊断患者中使用对比剂进行增强的比例也将不断提高。公司2011年对比剂销售收入1.8亿元，目前基数小，预计未来三年销售增速均在30%以上。
- **公司是国内对比剂领域龙头：**产品线方面，公司目前拥有磁共振增强对比剂钆喷酸葡胺和CT增强对比剂碘海醇，2011年市场占有率分别为第一和第三，均是该领域的一线用药品种。在研品种方面，2011年12月公司获得碘克沙醇批文、碘帕醇2011年1月申报生产、钆贝葡胺近期申报。我们认为公司现有产品和新产品互为补充，覆盖高端和一线用药，将给公司提供持续发展的动力。
- **给予“强烈推荐”评级：**我们认为公司是对比剂龙头，在对比剂领域有完善的营销网络和销售队伍，随着公司营销改革进行、新产品上市以及新车间投产，将能抓住对比剂的黄金发展机遇，实现业绩高速增长。我们还看好公司治疗广泛性焦虑症的独家品种九味镇心颗粒。预计公司2012-2014年利润增速分别为34%、29%和30%，EPS分别为0.38、0.50和0.65元/股，对应EPS的相对估值为33、25、19倍。



- **风险提示:** 新药产品的开发、市场推广进度低于预期; 主要产品降价风险。

单位:百万元

主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	196.7	250.9	346.9	463.5
收入同比(%)	8.0%	27.6%	38.3%	33.6%
归属母公司净利润	44.2	58.0	76.8	99.7
净利润同比(%)	3%	31%	32%	30%
毛利率(%)	74.7%	74.9%	75.1%	74.9%
ROE(%)	9.0%	11.2%	13.6%	15.7%
每股收益(元)	0.29	0.38	0.50	0.65
P/E	43	33	25	19
P/B	3.9	3.7	3.4	3.0
EV/EBITDA	34	26	19	14

数据来源:公司公告、第一创业证券研究所



目 录

1	公司介绍：主打产品对比剂，精神类和降糖药为辅	6
1.1	公司产品介绍	6
1.2	公司主营情况	7
1.3	公司股权结构	8
2	对比剂面临 5 年黄金发展期，行业龙头将受益	9
2.1	受益设备保有量增加和增强扫描率提高，对比剂面临 5 年黄金发展期	10
2.2	营销配合，龙头公司北陆药业最受益行业发展	21
2.3	碘克沙醇获批和在研对比剂，持续发展的动力	26
3	精神类用药和降糖药领域是公司另两大战略方向	30
3.1	精神神经类用药前景广阔	30
3.2	借助抗焦虑中药九味镇心颗粒布局精神类大领域	31
3.3	公司主打降糖药为促胰岛素分泌剂	34
4	盈利预测与投资评级	39
4.1	盈利预测假设	39
4.2	给予“强烈推荐”投资评级	40
4.3	风险提示	41



图表目录

图表 1: 公司主要产品列表.....	6
图表 2: 2011 年公司产品收入构成.....	7
图表 3: 2011 年公司营业收入构成.....	7
图表 4: 2011 年公司毛利构成.....	7
图表 5: 公司股权结构.....	8
图表 6: 平扫、增强、血管造影.....	9
图表 7: 卫生部关于乙类大型医用设备配置的相关文件.....	10
图表 8: 国际 CT 配置情况.....	11
图表 9: 国际 MRI 配置情况.....	11
图表 10: 国际 CT 利用率.....	11
图表 11: 国际 MRI 利用率.....	11
图表 12: CT 机及其增强对比图像.....	13
图表 13: 常用碘对比剂的分类和理化性质.....	14
图表 14: 三代碘对比剂的结构比较.....	14
图表 15: 2006-2011 样本医院 X 射线对比剂.....	15
图表 16: 2011 年样本医院 X 射线对比剂构成.....	15
图表 17: MRI 仪及其增强对比图像.....	16
图表 18: 2006-2011 样本医院磁共振对比剂.....	17
图表 19: 2011 年样本医院磁共振对比剂构成.....	17
图表 20: 2012 年医院平扫和增强扫描的价格.....	18
图表 21: 2008 年样本医院磁共振对比剂构成图.....	20
图表 22: 2011 年样本医院磁共振对比剂构成.....	20
图表 23: 2006-2011 年公司对比剂销售情况.....	21
图表 24: 2011 年样本医院对比剂厂家竞争格局.....	21
图表 25: 钆喷酸葡胺成药及分子式结构.....	22
图表 26: 2006-2011 样本医院钆喷酸葡胺用药情况.....	23
图表 27: 2011 年样本医院钆喷酸葡胺竞争格局.....	23
图表 28: 2006-2011 样本医院碘海醇用药情况.....	23
图表 29: 2011 年样本医院碘海醇竞争格局.....	23
图表 30: 国家药监局的碘海醇批文.....	24
图表 31: 常用对比剂价格.....	26
图表 32: DSA 机及其血管造影图像.....	27
图表 33: 2006-2011 样本医院碘克沙醇用药情况.....	27
图表 34: 2011 年样本医院碘克沙醇竞争格局.....	27
图表 35: 2006-2011 年样本医院碘帕醇用药情况.....	28
图表 36: 2006-2011 样本医院精神障碍的用药情况.....	31
图表 37: 2011 年样本医院精神障碍用药构成.....	31
图表 38: 2006-2011 样本医院抗焦虑药的用药情况.....	32
图表 39: 2011 年样本医院抗焦虑药的用药构成.....	32
图表 40: 公司过去几年九味镇心颗粒销售情况.....	33
图表 41: 2006-2011 样本医院阿立哌唑的用药情况.....	34
图表 42: 2011 年样本医院阿立哌唑的竞争格局.....	34
图表 43: 2006-2011 样本医院胰岛素用药情况.....	35



图表 44: 2011 年样本医院胰岛素用药构成.....	35
图表 45: 2006-2011 样本医院口服降糖药用药情况.....	36
图表 46: 2011 年样本医院口服降糖药用药构成.....	36
图表 47: 公司过去六年格列美脲售情况.....	37
图表 48: 2006-2011 样本医院瑞格列奈用药情况.....	38
图表 49: 2011 年样本医院瑞格列奈竞争格局.....	38



1 公司介绍：主打产品对比剂，精神类和降糖药为辅

1.1 公司产品介绍

公司成立于 1992 年 9 月，主要从事医药产品的研发、生产及销售，目前主要产品为对比剂、精神神经类和降糖类产品。其中对比剂系列为公司的主导产品，包括钆喷酸葡胺、碘海醇和碘克沙醇。

公司钆喷酸葡胺注射液于 1992 年首仿上市，属国家二类新药。通过十多年的发展，公司逐步形成了对比剂系列产品专业生产和销售的优势，成为对比剂领域的龙头企业。目前公司钆喷酸葡胺市场占有率超过 40%，碘海醇市场占有率第三。

精神类方面，公司拥有国内唯一的一个用于治疗广泛性焦虑症的纯中药制剂——九味镇心颗粒，该药具有疗效确切，副作用轻微，无依赖性的特点，目前正在大力推广中。

2011 年的 11 月和 12 月，公司分别获得瑞格列奈和碘克沙醇的注册批件，有望成为公司未来新的利润增长点。

图表 1：公司主要产品列表

大类	通用名	商品名	适应症	医保
对比剂	碘海醇 碘海醇注射液	双北	X 射线造影剂： 1). 血管内应用：用于成人及儿童的尿路造影和心血管造影，以及成人的大脑血管造影，外周及各种动脉造影、静脉造影、数字减影和 CT 增强扫描。 2). 蛛网膜下应用：用于成人及儿童的脊髓造影，以及应用于蛛网膜下注射后进行脑池 CT 扫描检查。 3). 体腔内应用：用于各种体腔检查，包括口服。如关节造影；内窥镜逆行胰胆管造影（ERCP）；疝囊造影；尿路造影；子宫输卵管造影；涎管造影以及各种使用口服水溶造影剂进行的胃肠道检查等。	甲类
	碘克沙醇注射液	--	X 射线造影剂： 用于成人的心血管造影、脑血管造影（常规与 i. a. DSA），外周动脉造影（常规与 i. a. DSA）、腹部血管造影（常规与 i. a. DSA），尿路造影，静脉造影以及 CT 增强检查；儿童心血管造影、尿路造影和 CT 增强检查。	乙类
	钆喷酸葡胺 钆喷酸葡胺注射液	磁显葡 胺	磁共振造影剂： 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。	乙类
	枸橼酸铁铵泡腾颗粒	复锐明	磁共振造影剂： 用于磁共振腹部成像，对消化道（胃、十二指肠及空肠）进行造影。	--
降糖药	瑞格列奈 瑞格列奈片	--	糖尿病： 主要用于饮食控制、减轻体重及运动锻炼不能有效控制其高血糖的 2 型糖尿病（非胰岛素依赖型）患者	乙类
	格列美脲 格列美脲片	迪北	糖尿病： 用于节食，体育锻炼及减肥均不能满意控制血糖的 2 型糖尿病。	乙类



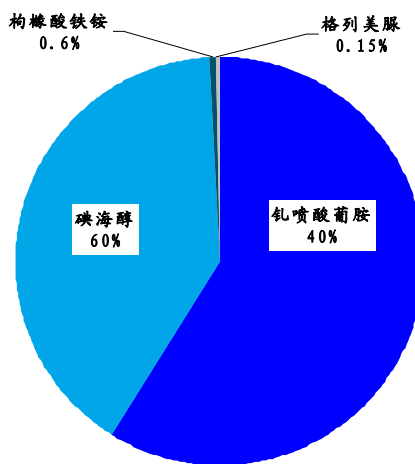
精神类	九味镇心颗粒	--	抗焦虑: 养心补脾, 益气安神。用于广泛性焦虑症心脾两虚证, 症见善思多虑不解、失眠或多梦、心悸、食欲不振、神疲乏力、头晕、易汗出、善太息、面色萎黄、舌淡苔薄白、脉弦细或沉细。	地方乙类
-----	--------	----	--	------

数据来源: 招股说明书, 药品说明书, 第一创业证券研究所

1.2 公司主营情况

2011年, 公司营业收入为 1.97 亿元, 净利润 4421 万元, 综合毛利率 74.66%。公司营业收入和毛利都主要来自对比剂, 占比都在 95%左右。公司的对比剂核心产品为磁共振对比剂钆喷酸葡胺和 X 射线对比剂碘海醇。

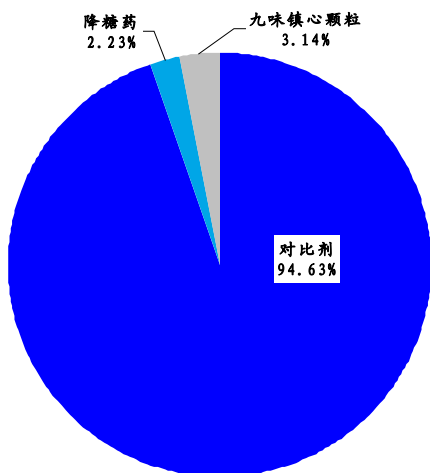
图表 2: 2011 年公司产品收入构成



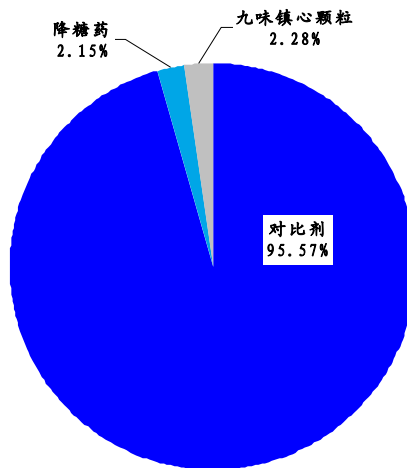
数据来源: 第一创业证券研究所

2011 年公司对比剂、降糖药和九味镇心颗粒的毛利率分别为 75.33%、72.17%和 54.20%。九味镇心颗粒毛利率较低的原因是目前销售基数小, 以及公司在部分地区通过代理的方式销售。

图表 3: 2011 年公司营业收入构成



图表 4: 2011 年公司毛利构成



数据来源: 公司公告、PDB、第一创业证券研究所



2011年，公司的营业收入中还有极少量的药品经销业务收入（4.34万元），占营业总收入的0.02%。

药品经销业务曾经在公司营业收入中占有重要比例（2009年占比48.65%），但由于公司药品经销业务毛利低，约2.3%，对净利润贡献很少，且主要为抗生素产品，因此2010年以来公司主动调整策略，重点发展核心的对比剂生产业务、缩减药品经销业务。

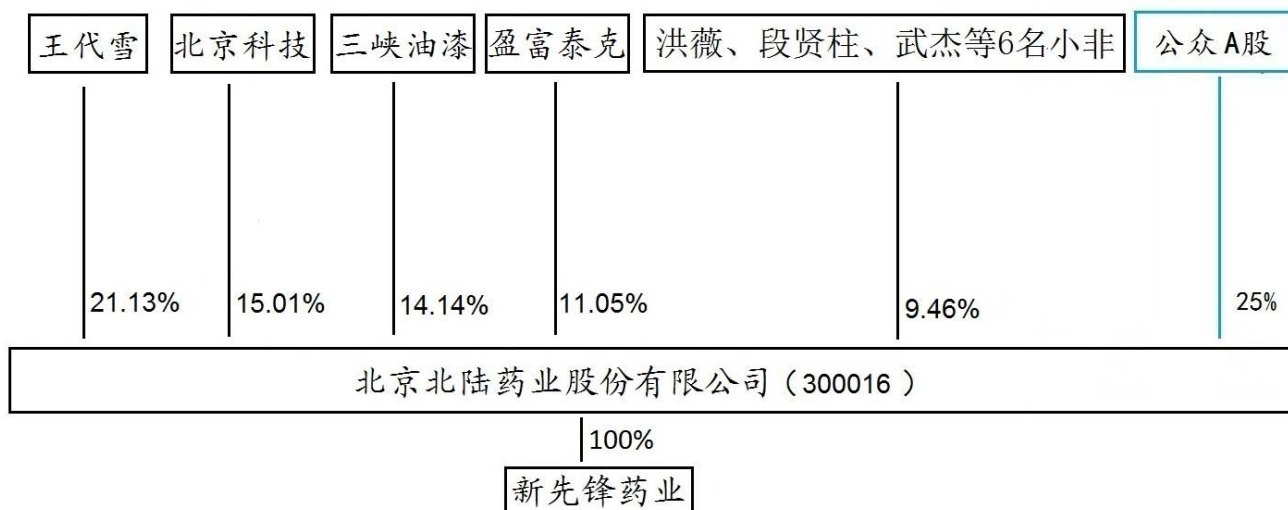
公司药品经销业务的营业收入由2009年的10548.8万元降至2010年的4457.2万元，2011年再降至4.34万元，净利润分别为50.83万元、-48.65万元、-50.69万元，药品经销业务收入降低并未对公司整体盈利能力造成重大影响。

1.3 公司股权结构

公司的前身为北京北陆医药化工公司，1992年8月由王代雪出资30万元组建。经过数次增资扩股，1999年9月成立北京北陆药业有限公司，2000年9月整体变更为北京北陆药业股份有限公司，2006年8月在深圳证券交易所代办股份转让系统挂牌（新三板，股票代码430006），2009年10月登陆深圳中小板（股票代码300016）。

公司控股股东、实际控制人和董事长为王代雪，洪薇、段贤柱、武杰、刘宁、李弘等5名自然人分别为公司董事或高级管理人员，公司上述股东于2009年8月31日签署了《一致行动人协议》，成为一致行动人。

图表 5：公司股权结构



数据来源：招股说明书、公司公告、第一创业证券研究所

北京新先锋药业有限公司（新先锋药业）作为公司医药流通业务领域（药品经销）的控股子公司，前身是北京陆青药业有限公司，成立于1999年5月6日。新先锋药业的药品经销业务主要是作为药品批发商，从药品生产厂家处购买药品，并批发给医药公司。

2 对比剂面临 5 年黄金发展期，行业龙头将受益

对比剂(contrast medium, 又称造影剂)是指以医学成像为目的将某种特定物质引入人体内, 以改变机体局部组织的影像对比度, 这种被引入的物质称为“对比剂”。

增强扫描是指在人体器官和结构缺乏自然对比的情况下, 将对比剂引入器官内部或其周围后再进行扫描, 使病变组织与邻近正常组织间的密度差增加, 从而提高病变显示率。

平扫(不使用对比剂)虽然能够发现一些病变, 甚至可以诊断一些疾病, 但平扫不能或不易发现某些病变(如血管畸形、早期癌症和转移瘤等), 平扫也不能反映病变血液供应的情况, 对某些恶性病变不能准确地判断病灶的范围和分期情况。因此, 为了提高病变的显示率, 发现平扫时未发现的等密度病变, 更好地明确病变的性质, 确定病灶的范围和临床分期, 为临床合理治疗提供依据, 增强扫描是不可或缺的手段。

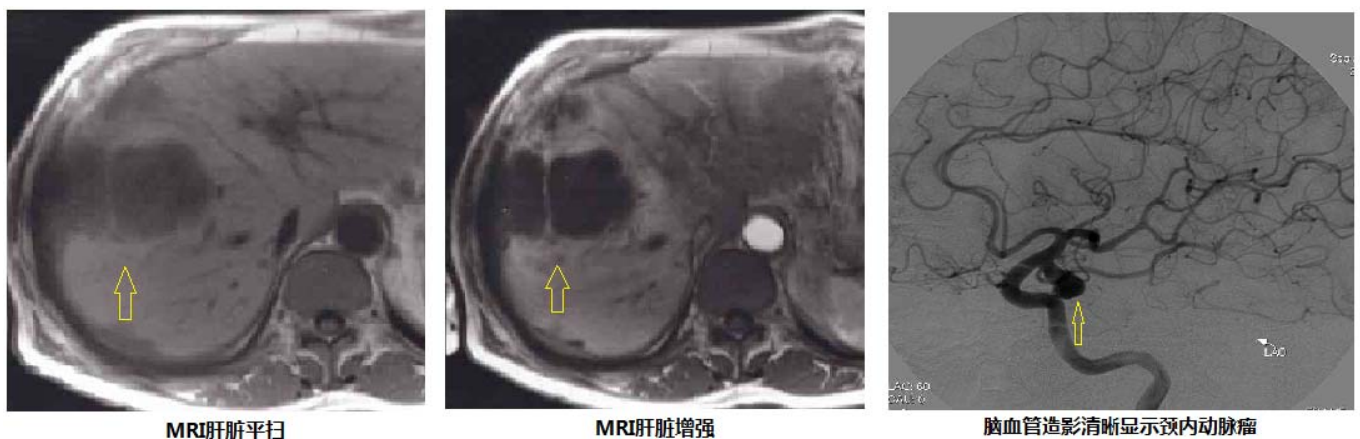
对比剂的使用具有重要意义: (1) 提高对病灶尤其是小病灶的检出率; (2) 提高对病灶的定性能力; (3) 提高诊断精度, 可提高肿瘤分期的准确性; (4) 为鉴别诊断提供依据, 对于血管性病变的诊断和显示, 动态增强扫描更是必不可少的。

自 1924 年美国用 50% 的碘化钠成功地作了第一例股动脉造影以来, 对比剂产品不断的更新换代, 种类多种多样。对比剂按作用机理和使用仪器可分为三种:

- (1). X 射线对比剂, 主要用于 CT 机;
- (2). 磁共振对比剂, 主要用于 MRI 仪;
- (3). 超声对比剂, 主要用于超声仪。

对比剂按原子量和比重可分为两类: (1) 阳性对比剂: 原子量高、比重大的物质, 如硫酸钡和碘制剂等; (2) 阴性对比剂: 原子量小、比重低的物质, 如空气、二氧化碳、氧气等各种气体。

图表 6: 平扫、增强、血管造影



数据来源: 网络教学、第一创业证券研究所



2.1 受益设备保有量增加和增强扫描率提高，对比剂面临 5 年黄金发展期

我们认为，虽然过去几年对比剂市场发展迅速，但是目前中国的对比剂市场还远未饱和。首先，需要进行扫描诊断的患者数量逐年增加，扫描诊断设备的数量仍然有 3-5 年的快速增长期；其次，新的检查方法也不断出现，病人的设备利用率仍有提高空间；第三，扫描诊断患者中使用对比剂进行增强的比例也将不断提高。我们预计对比剂市场容量将从 2011 年的 31 亿元左右扩容到 100 亿元。

2.1.1 设备保有量、病人利用率增加和增强扫描率提高

设备保有量增加：X 射线电子计算机断层扫描仪（CT）、医用磁共振成像仪（MRI）属乙类大型医用设备。国家对乙类大型医用设备一直实行严格执行的阶梯配置政策，导致我国大型医用设备配置指标紧张，一定程度影响医院的发展和病人的诊断治疗。但随着社会经济快速增长和人民医疗保健需求不断提高，新医改实施以来，乙类大型医用设备的配置条件逐渐放宽。

图表 7：卫生部关于乙类大型医用设备配置的相关文件

英文通用名	中文通用名
《大型医用设备配置与使用管理办法》（卫规财发〔2004〕474 号）	大型医用设备的管理实行配置规划和配置证制度。甲类大型医用设备的配置许可证由国务院卫生行政部门颁发；乙类大型医用设备的配置许可证由省级卫生行政部门颁发。
《2009 年-2011 年全国乙类大型医用设备配置规划指导意见》	CT、MRI 和 LA 等 3 类设备按临床实用、临床研究和科研临床 3 类逐级阶梯分型。各地审批配置时应按照功能定位、技术水平、学科发展和群众健康需求等因素明确医疗机构装备以上机型类别。省级及以上区域内具有较高水平的三级甲等医院方可配置科学研究型设备，原则上县级医疗机构不得配置临床研究型设备。
《今后五年（2011-2015）乙类大型医用设备配置规划》	<p>加强引导医疗机构配置功能适用、技术适宜、节能环保的乙类大型医用设备，注重资源共享，杜绝盲目攀比和闲置浪费，满足科学发展需要。X 线电子计算机断层扫描仪（CT）、医用磁共振成像设备（MRI）和医用直线加速器（LA）配置规划要单列临床实用型机型，明确规划数量和配置要求。</p> <p>支持非公立医疗机构按照批准的执业范围、医院等级、服务人口数量等，合理配置大型医用设备。配置规划要充分考虑本地区非公立医疗机构的发展需要，合理预留空间。</p>

数据来源：卫生部、第一创业证券研究所

我国目前县级及以上医院的 CT 和 NMR 配置率仍较低，仍有较高的增长需求。以 2010 年四川抽样调查为例，县级及以上的 56 家医疗单位中，乙类设备中有 27 家单位有 CT，10 家单位有 MRI，5 家单位有 DSA；县级以下的 35 家单位中只有 2 家单位有 CT，MRI 和 DSA 都没有。

自 90 年代磁共振设备问世以来，装机量逐步增加，2005 年全球装机量约为 3.2 万台，2009 年核磁共振设备的装机量已经达到 10.67 万台左右。我国 2005 年核磁共振设备装机容量大致为 740 台左右，2009 年底装机容量达到 3733 台左右。2010 年我国 CT

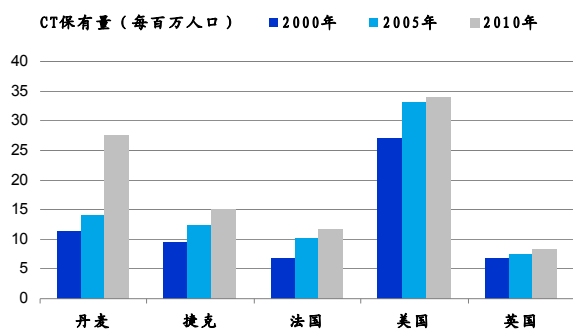


机拥有量为 11242 台，每百万人口 CT 机的拥有量从 2006 年的 5.5 台增加到 2010 年的 8.6 台。与国际平均相比，我国扫描诊断设备仍有约 1 倍的增长空间。可以预见，我国扫描诊断设备的数量仍然有 3-5 年的快速增长期。

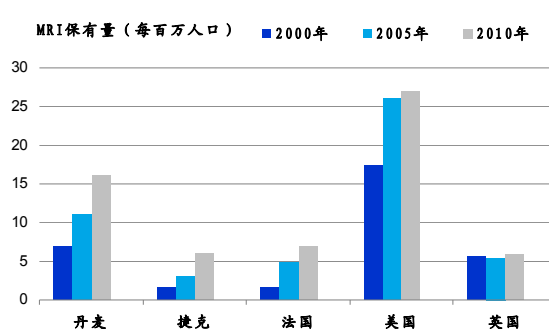
新医改的重点之一是加强基层医疗卫生机构建设。2011 年，发改委、卫生部启动了健全农村医疗卫生服务体系建设，计划在 3 年内安排投资 360 亿元重点支持全国 2176 所县级医院建设，使每个县至少有 1 所县级医院基本达到标准化水平。

卫生部颁发的《二级综合医院评审标准（2012 年版）》的影像诊断学部分，对“县医院”的评审明确要求具备 CT 检查及诊断能力。2010 年我国三级医院 1284 个(其中三甲医院 813 个)，二级医院 6472 个。

图表 8: 国际 CT 配置情况



图表 9: 国际 MRI 配置情况

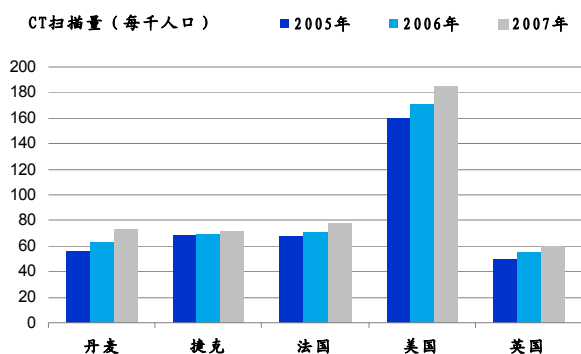


数据来源: OECD、第一创业证券研究所

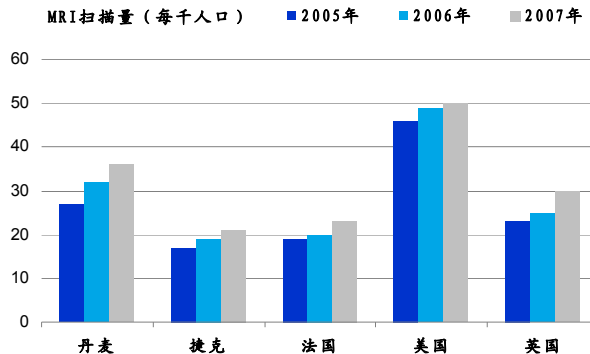
病人利用率增加: 根据采样医院调查, 2005-2009 年, 住院病人的 CT、NMR、DSA 设备利用比例大大提高。CT 利用次数占住院人次数的比例由 38.49% 增至 49.86%, CT 已经成为住院病人常规检查项目之一; MRI 利用比例分别由 11.36% 增加到 16.05%。

2005-2009 年, CT、NMR、DSA 设备虽然在门诊中的利用率增速很高, 但总体利用率很低, 有较大提高空间。门急诊 CT 检查人次占门急诊病人总人次比例由 2.29% 增长到 3.29%; MRI 利用比例由 0.40% 增长到 0.62%。

图表 10: 国际 CT 利用率



图表 11: 国际 MRI 利用率



数据来源: OECD、第一创业证券研究所



增强扫描使用量的提高: 为提高确诊率,发达国家医生进行扫描诊断时一般均会使用对比剂,CT 和 NMR 的使用比例都达到 40%左右。而目前国内并不强制患者使用,病人在做检查的时候,大多是采用平扫的方式,并不需要使用大量对比剂,而平扫在检查时误差性较大,有时无法发现病变,或者即使发现了病变也无法对其定性。

随着新医改方案的逐渐推进,医生的整体素质、诊断方式及用药的规范性和合法性会大大提高,越来越多的医生会了解到增强扫描的必要性,并建议病人采用这一检查方式,预计未来几年对比剂的使用量会大大增加。

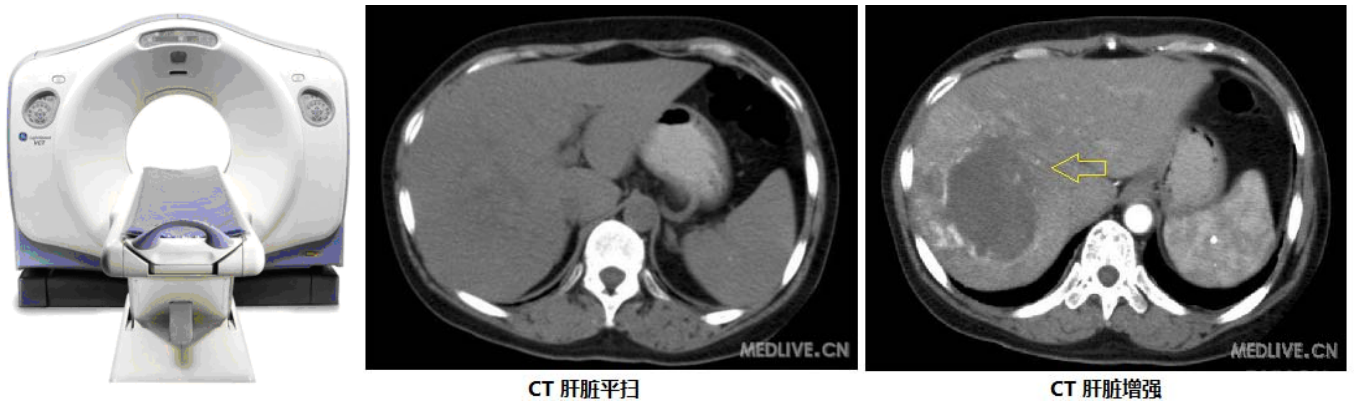
2.1.2 X 射线对比剂

将能吸收 X 线的物质人工引入体内，改变组织和器官与邻近组织的对比度，以显示其形态和功能的检查方法叫 X 射线造影检查。因为人体的许多组织结构在 X 光片上是不显像的，只能通过使用对比剂来"加深"显示它们，有些 X 线检查技术，如血管造影等，离开对比剂将不能进行。

X 射线对比剂分为：(1)钡类对比剂：硫酸钡混悬剂；(2)碘类对比剂：按在溶液中是否分解为离子，又分为离子型对比剂和非离子型对比剂；按分子结构分为单体型对比剂和二聚体型对比剂，按渗透压分为高渗对比剂、低渗对比剂和等渗对比剂；(3)CO₂ 对比剂。

随着影像技术的不断发展，碘对比剂被广泛地应用于临床，如介入治疗、血管造影、CT 增强扫描等。CT 对比剂增强的目的是增加病灶与周围正常组织的对比，以利于发现病灶，更清楚地显示病灶范围，明确病变性质。有利于病变的定位、定性及鉴别诊。

图表 12：CT 机及其增强对比图像



数据来源：MEDLIVE、第一创业证券研究所

对比剂团注射的动力学特征决定了实质脏器的强化特点：1) 脏器的供血动脉及其分支强化显影，称为动脉期；2) 接着脏器均匀强化，实质内结构可辨，称为实质期；3) 由于新的血液流入，使脏器强化减弱，只有静脉保持轻度强化，称为静脉期；4) 最后血液和脏器的造影剂浓度基本一致，称为平衡期。为取得良好的增强效应，提高病变的检出率及鉴别诊断的能力，CT 扫描应在实质期或静脉期之前完成。

碘对比剂的注射速度为 2.0-4.0mL/s，剂量按照 1.5-2mL/kg 身体质量，总量根据检查部位不同采用 60-100mL。对比剂进入血液循环后，很少与血浆蛋白结合，也很少进入细胞内。对比剂与不含造影剂的血液混合，迅速通过毛细血管壁弥散到细胞外间隙，使血管内浓度迅速下降。

20 世纪 50 年代，著名的泛影酸 (Diatrizoic acid) 被发现，这是现代造影剂史上的第一个飞跃，目前仍在使用的离子型造影剂的

碘成分几乎全是由它衍生出来的。随着对比剂的大规模使用,对比剂的安全性备受关注。离子型造影剂不良反应率较非离子型高,而且离子型造影剂中渗透压越高、黏稠度越大的,发生不良反应的概率越大、程度越重。

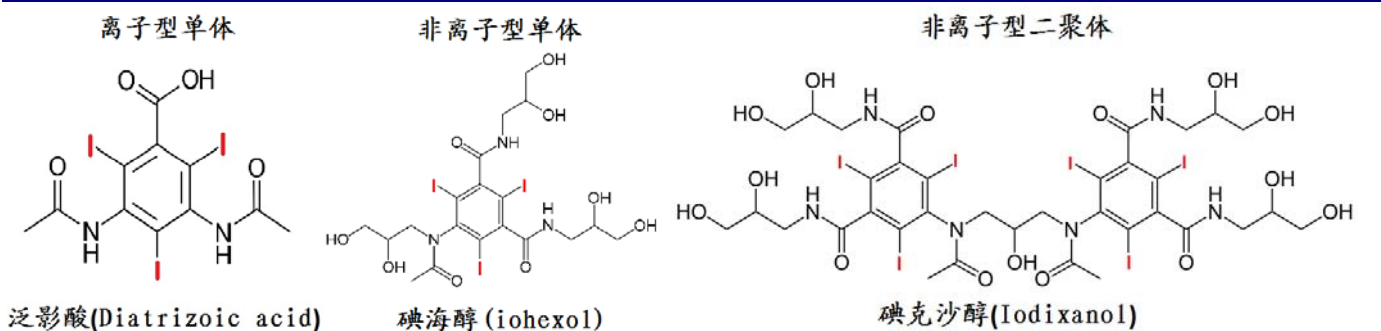
图表 13: 常用碘对比剂的分类和理化性质

分类	结构	代表产品	渗透压 (mOsm/kg)	原研厂 (商品名)	优缺点
第一代 (高渗对比剂)	离子型单体	泛影葡胺(Meglumine diatrizoate)	1550	Bayer Schering (安其格纳芬)	渗透压高、副反应多;应用较少。
第一代 (低渗对比剂)	非离子型单体	碘海醇(Iohexol)	680	GE Healthcare (欧乃派克)	渗透压低、耐受性好等特点;性质稳定,可高温消毒;应用广泛。
		碘帕醇(Iopamidol)	680	Bracco (碘必乐)	
		碘普罗胺(Iopromide)	590	Bayer Schering (优维显)	
		碘佛醇(Ioversol)	710	Mallinckrodt (安射力)	
第一代 (等高渗对比剂)	非离子型二聚体	碘克沙醇(Iodixanol)	290	GE Healthcare (威视派克)	水溶性好;与体液等渗,耐受性很好。缺点是分子量大,黏稠度较高。应用的新趋势。
		碘曲仑(Iotrolan)	300	(伊索显)	
	离子型二聚体	碘克沙酸(Ioxaglic Acid)	600	GUERBET (海赛显)	副反应多,机体耐受性差;应用较少。

数据来源: IMS、第一创业证券研究所

近年来使用的新型水溶性碘造影剂--非离子型造影剂,去除了羧基,同时连有许多亲水的羟基,多个羟基的侧链使空间分布对称,这些亲水基团有效地遮盖疏水区域并减少了它与生物大分子的结合,降低了造影剂的生物活性,屏蔽了化学毒性,使其亲水性、水溶性、黏滞性均有了极大的改变,具有低渗透性、低张力,在溶液中不会分解出离子,具有低渗性、低神经毒性等优点,使其不良反应大为降低,扩大了临床应用范围。

图表 14: 三代碘对比剂的结构比较



数据来源: 第一创业证券研究所

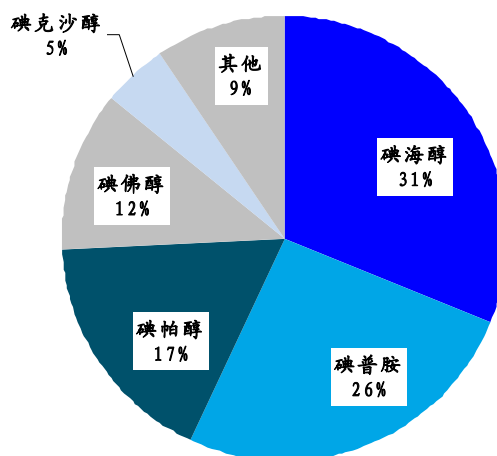
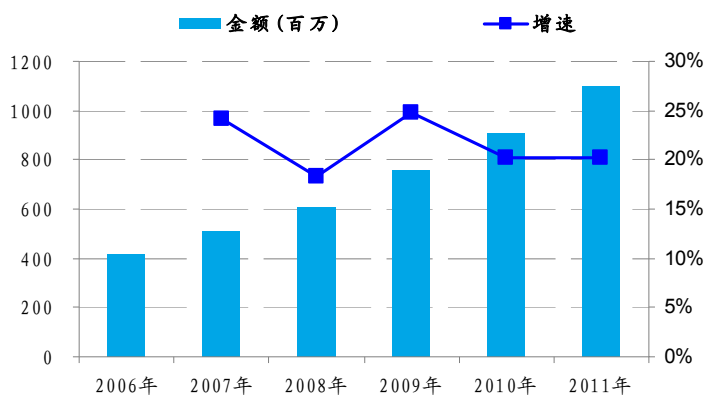
近五年来 X 射线对比剂呈现稳定增长的趋势,增速在 20-25% 之间。2011 年样本医院 X 射线对比剂金额为 11 亿元,较上年增加 20%,推算国内整体 X 射线对比剂金额约为 27.5 亿元。其中



碘海醇、碘普胺和碘帕醇占据了绝大部分市场份额。我们预计未来三年 X 射线对比剂增速 20%。

图表 15: 2006-2011 样本医院 X 射线对比剂

图表 16: 2011 年样本医院 X 射线对比剂构成



数据来源: PDB、第一创业证券研究所



2.1.3 磁共振对比剂

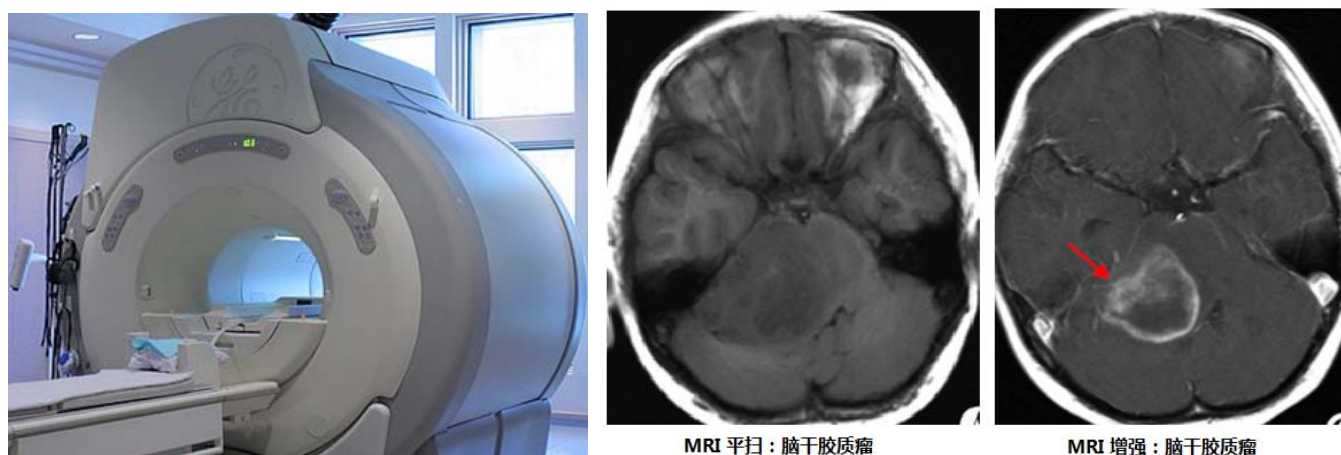
磁共振成像(MRI)是以人体在核磁共振过程中所散发的电磁波以及与这些电磁波有关的参数,如质子密度、弛豫时间等作为成像参数进行成像。

氢核是多种组织的 MRI 信号源,对比剂本身不产生信号,它主要影响组织内氢核系统的弛豫时间,从而与周围组织形成对比。MRI 对比剂是磁性物质,能同氢核发生磁性的相互作用,主要是通过影响 T1、T2 来改变信号强度。

MRI 对比剂有几种分类方法,其中较常用的有按 MR 图像信号的改变划分为阳性、阴性对比剂;根据 MR 特性区分为顺磁性、铁磁性和超顺磁性对比剂;还有依据对比剂主要影响 T1 或 T2,简单分为 T1 增强剂和 T2 增强剂。

MRI 对比剂根据使用方式分为:(1)静脉内使用:钆类对比剂、锰类对比剂、铁类对比剂;(2)胃肠道内使用:铁类对比剂。

图表 17: MRI 仪及其增强对比图像



数据来源: FIMMU、第一创业证券研究所

MRI 具有以下优点: ①无电离辐射; ②可实现多核、多参数成像; ③无需改变体位便可施行任意方位层面的扫描; ④较高的空间分辨率和对比度,且无骨质伪影; ⑤能反映被检测组织水质子周围环境并获取有关生理生化信息,可提高对心脏、大血管形态和功能的诊断。

磁共振对比剂的应用可以极大地提高 MRI 对各种病变的检测率及定位、定性诊断的准确性和可靠性。

目前使用的磁共振对比剂大部分是钆螯合物。含钆造影剂于 1976 年进行动物实验, 1988 年经 FDA 批准后在美国正式投入使用。钆喷酸葡胺是第一个应用于临床的含钆造影剂, 其他类型的含钆造影剂还有: 钆双铵、钆贝葡胺、钆特醇、钆特酸葡胺等, 含钆造影剂分为离子型和非离子型, 一般认为非离子型渗透压较低, 安全系数更高。

钆的螯合物具有亲水性, 注入血管内后迅速向血管外间隙弥散, 分布于组织间质间隙, 不进入细胞内、不与血清蛋白质结合, 不透过

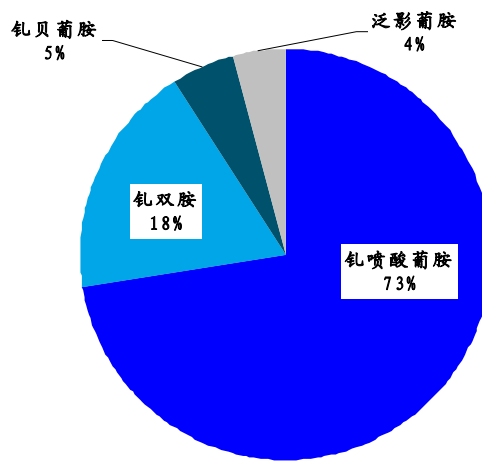
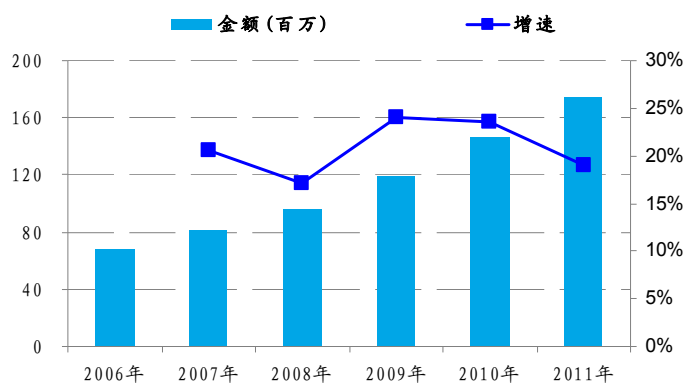


正常血-脑屏障，无特殊靶器管作用，在体液内结构稳定，在组织内的分布量取决于组织的血液供应、微血管的通透性以及细胞外间隙的容量。根据扫描部位不同，成人按 0.2-0.4 mL/kg 药量注射对比剂，注射速度 3mL/s，常规使用剂量为 30mL。

近五年来磁共振对比剂呈现稳定增长的趋势，增速在 20-25%之间。2011 年样本医院磁共振对比剂金额为 1.75 亿元，较上年增加 19%，推算国内整体磁共振对比剂金额约为 3.5 亿元，其中钆喷酸葡胺占据了绝大部分市场份额（73%金额）。我们预计未来三年磁共振对比剂增速 20%。

图表 18: 2006-2011 样本医院磁共振对比剂

图表 19: 2011 年样本医院磁共振对比剂构成



数据来源: PDB、第一创业证券研究所



2.1.4 CT 增强与 MRI 增强的异同

MRI 与 CT 增强并不相同，其增强原理不一样，CT 增强主要是引入高密度类造影剂，分为离子型或高渗造影剂和非离子型或低渗造影剂。而 MRI 增强是通过顺磁性物质影响 T1、T2 弛豫时间而达到增强效果。

MRI 图象采集是在同一时间，增强后各部位强化的时间是一致的，但是 CT 不同，CT 的图象采集是分层扫描，依据扫描顺序，先扫到的部位和后扫到的部位强化时间有一定差异，随着多排螺旋 CT 的发展，这种差别在缩小。

虽然 CT 和 MRI 强化原理不同，但是结果是相同的，都反应病变的血供情况。MRI 具有多方位成像，解剖结构细节显示更好；对软组织敏感；对组织结构的细微病理变化更敏感(如骨髓的浸润，脑水肿)及由信号强度可以确定组织的类型(如脂肪、血液和水)，且组织对比也优于 CT。在实际应用中，MRI 检查费用高于 CT 检查。

在发改委 2009 年下发的《改革药品和医疗服务价格形成机制的意见》中，总体思路为在规范医疗服务价格项目的基础上，适当提高临床诊疗、护理、手术以及其他体现医务人员技术劳务价值的医疗服务价格，同时降低大型医用设备检查和治疗价格。而实际上，近年来各省均不同幅度的降低了大型医用设备尤其是 MRI 和 CT 的检查治疗价格。我们认为检查费用的下降有利于设备利用率的增加和增强扫描使用量的提高。

由于对比剂的毛利率相对药品较低，用药也相对规范很多，在医院属于小众药品，因此近年来没有太大降价压力，部分产品价格随着国产化有所降低。

图表 20: 2012 年医院平扫和增强扫描的价格

扫描方式	扫描类型	扫描费用 (每部位)	对比剂	对比剂费用 (北陆产品)	总费用	对比剂占比
平扫	CT (A 等)	150 元	--	--	150 元	--
	MRI (> 1.5T)	650 元	--	--	650 元	--
增强	CT (A 等)	210 元	碘海醇 (15g/50ml)	140 元	350 元	40%
	MRI (> 1.5T)	760 元	钆喷酸葡胺 (7.0g/15ml)	160 元	920 元	17%

(每增加一个部位加收 50%；平扫后马上又做增强扫描的加收 40%，各地价格略有不同)。

数据来源：各省中标数据、第一创业证券研究所



2.1.5 对比剂使用特点决定一线用药分外红

理想对比剂应当具有下列有点：1. 无毒性、不引起副反应；2. 对比强、显影清楚；3. 使用方便、价格低廉；4. 易于吸收和排出；5. 理化性能稳定、久储不变。

由于对碘对比剂用量大，各品种的渗透压、水溶性、电荷等化学毒性各不相同，目前使用的碘对比剂的应用可产生下列不良反应：

1). 轻度不良反应：咳嗽、喷嚏、一过性胸闷、结膜炎、鼻炎、恶心、全身发热、荨麻疹、瘙痒、血管神经性水肿等；

2). 重度不良反应：喉头水肿、反射性心动过速、惊厥、震颤、抽搐、意识丧失、休克等，甚至死亡或其他不可预测的不良反应；

3). 迟发性不良反应：注射碘对比剂 1 h 至 1 周内也可能出现各种迟发性不良反应，如恶心、呕吐、头痛、骨骼肌肉疼痛、发热等。

对比剂的不良反应可分为特异质反应及物理-化学反应。前者与对比剂的结构和患者本身的体质相关，而后者则与对比剂的剂量和理化性质相关。特别是在 CT 增强和 CTA 以及 DSA 反复多次应用对比剂，对比剂用量大，注射速度快，造成造影剂反应的可能性加大。

碘造影剂副反应发生的机制与原因主要为：(1)给药方式：造影剂的浓度、剂量、速度和注入部位与反应的发生有关。(2)对比剂本身的原因，与其离子化、渗透压、黏稠度以及毒性有关。(3)患者体质：过敏体质、高龄以及有无慢性疾病乃至精神状态都与不良反应的发生有重要关系。

对比剂的使用还可导致另一个严重副反应，对比剂肾病 (Contrast-Induced Nephropathy, CIN)。对比剂肾病是指排除其他原因的情况下，血管内途径应用对比剂后 3 d 内肾功能与应用对比剂前相比明显降低，判断标准为血清肌酐升高至少 $44 \mu\text{mol/L}$ (5g/L) 或超过基础值 25%。

正是由于对比剂使用存在潜在副反应，而大量临床实践表明，非离子型造影剂反应的总发生率及重度反应的发生率均明显低于离子型造影剂，非离子型二聚体造影剂则安全性更高。高渗对比剂的渗透压是血液渗透压的 5~7 倍，很易产生不良反应，而低渗或等渗对比剂渗透压对机体的影响较小。

因此，对比剂的使用集中度很高，集中于安全性有效性得到验证、性价比高的产品，以及获得临床指南推荐的产品。例如磁共振对比剂约 75% 的份额被钆喷酸葡胺占据，且 2008 年和 2011 年的占比变化不大。而 X 射线对比剂则被碘海醇、碘普胺和碘帕醇 3 强占据大部分市场份额。上述产品无疑是对比剂用药领域的一线品种，未来对比剂市场扩容舞台的当红主角。

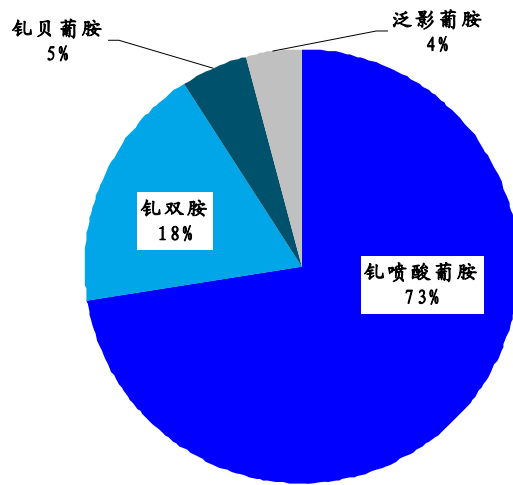
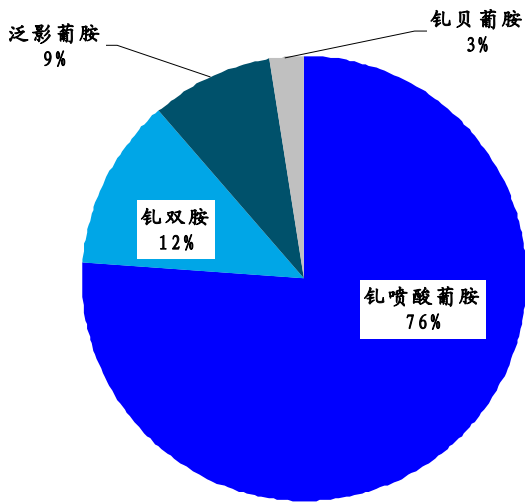
另一方面，符合理想对比剂要求的新产品开发困难，更加有利



于现有一线产品的巩固和扩大市场地位。

图表 21: 2008 年样本医院磁共振对比剂构成图

图表 22: 2011 年样本医院磁共振对比剂构成图



数据来源: PDB, 第一创业证券研究所

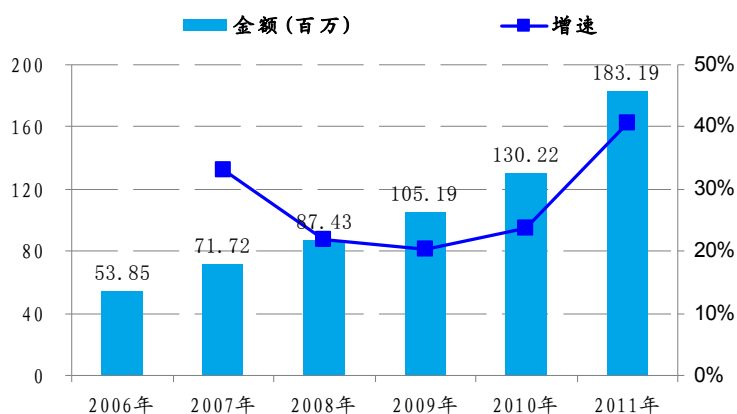


2.2 营销配合，龙头公司北陆药业最受益行业发展

2.2.1 公司是对比剂领域龙头

我国 1985 年引进第 1 台核磁共振机，公司的首仿对比剂钆喷酸葡胺注射液 1992 年上市。得益于对比剂产品上市时间早，公司逐步形成了对比剂系列产品专业生产和销售的优势，成为对比剂领域的龙头企业。

图表 23: 2006-2011 年公司对比剂销售情况



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

目前公司拥有销售人员 120 多人，覆盖医院超过 1500 家。产品方面，公司钆喷酸葡胺市场占有率超过 40%，碘海醇市场占有率第三。2011 年 12 月公司获得等渗对比剂碘克沙醇注射液生产批文，碘帕醇 2011 年 1 月申报生产，钆贝葡胺近期申报。

图表 24: 2011 年样本医院对比剂厂家竞争格局

磁共振对比剂			X 射线对比剂		
厂家	金额占比	主要产品	厂家	金额占比	主要产品
拜耳公司	29.25%	钆喷酸葡胺	先灵(广州)药业	21.22%	碘普胺
北陆药业	22.65%	钆喷酸葡胺	上海通用药业	16.74%	碘海醇
GE Healthcare	17.05%	钆双胺	上海博莱科信谊	16.46%	碘帕醇
广州康臣药业	13.89%	钆喷酸葡胺	扬子江药业	10.21%	碘海醇
上海旭东海普药业	7.15%	钆喷酸葡胺、泛影葡胺	恒瑞医药	7.07%	碘佛醇、碘克沙醇
上海博莱科信谊	4.96%	钆喷酸葡胺、钆贝葡胺	GUERBET LAB)	4.82%	碘比醇
			GE Healthcare	4.81%	碘克沙醇
			Tyco Healthcare	4.05%	碘佛醇
			拜耳公司	3.39%	碘普胺
			北陆药业	2.48%	碘海醇

数据来源：PDB，第一创业证券研究所



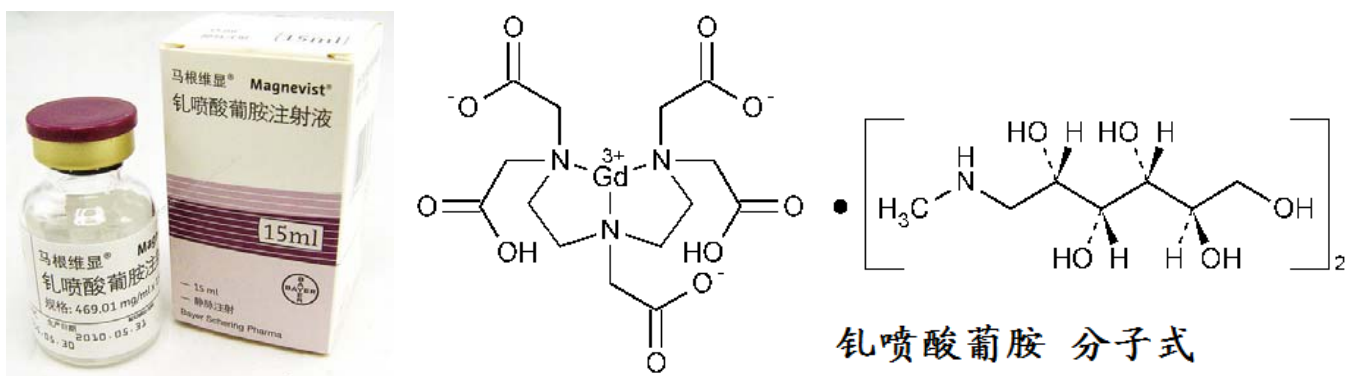
2.2.2 钆喷酸葡胺

钆喷酸葡胺 (Dimeglumine Gadopentetate, GD-DTPA) 是一种用于磁共振成像的顺磁性造影剂，由德国先灵开发，1987 年 FDA 批准在美国使用，商品名“Magnevist”。钆喷酸葡胺 1988 年获得进口批准，商品名“马根维显”。

钆喷酸葡胺是一种用于磁共振成像的顺磁性造影剂，进入体内后能缩短组织中质子的 T1 及 T2 弛豫时间，从而增强图像的清晰度和对比度，提高病变检出率。钆喷酸葡胺增强扫描可为脑、脊髓及中枢神经系统的病变定位、定性诊断提供了比平扫更多具有诊断价值的信息，同时也用于腹、胸、盆腔、四肢等人体组织的磁共振成像及肾功能的全面性评估。

钆喷酸葡胺已被广泛应用于 MRI 增强检查。近年来有一些学者将其作为含碘造影剂的替代剂用于 X 线血管造影检查及介入治疗，也取得良好效果。钆喷酸葡胺用于 X 线血管造影及介入治疗的适应证包括：(1)患者对碘剂过敏；(2)慢性肾功能不全；(3)肾移植术后患者仍然需要使用免疫抑制剂；(4)严重的甲状腺功能亢进等。

图表 25：钆喷酸葡胺成药及分子式结构



资料来源：Realcan、第一创业证券研究所

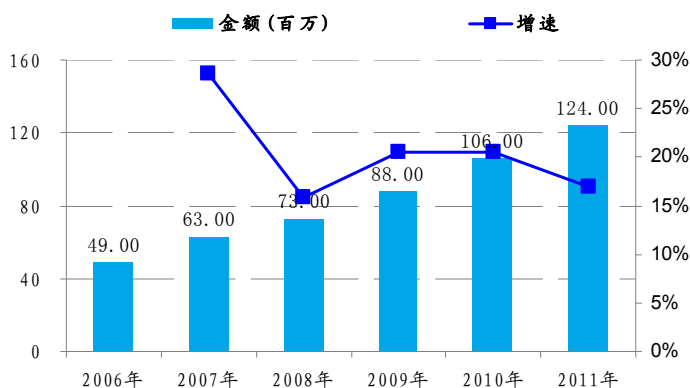
钆喷酸葡胺在我国研制的较早，1992 年北京公司获得国家二类新药证书及试生产批文。1993 年广州康臣药业获得国家二类新药证书及试生产批文。目前钆喷酸葡胺国内生产企业有：北京北陆药业（原料+制剂）、广州康臣药业（原料+制剂）、上海新华联制药（原料）、河南平原制药（原料）、上海徐东海普药业（制剂）、上海第一生化药业（制剂）。进口企业仅有拜耳一家（先灵 2007 年被拜耳收购），审评中心新申报企业仅有 Insight 公司申报进口。从已有批文和申报受理分析，钆喷酸葡胺竞争格局稳定。

钆喷酸葡胺目前是应用最广泛的磁共振成像增强对比剂，最近几年以 15-20% 左右的速度增长，2011 年样本医院用药达到了 1.2 亿元，推算总体用药金额约 3.6 亿元。我们预计未来三年钆喷酸葡胺的总体市场增速为 18% 左右。2011 年公司钆喷酸葡胺样本医院金额占比 31%，由于公司产品单价较外资企业低，实际市场份额

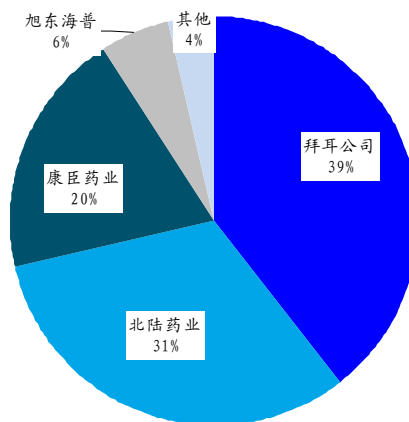


约 45%。我们预计公司随着营销改革进行，未来三年公司钆喷酸葡胺的市场增速为 20%，市场份额将稳步小幅上升。

图表 26: 2006-2011 样本医院钆喷酸葡胺用药情况



图表 27: 2011 年样本医院钆喷酸葡胺竞争格局



资料来源: PDB、第一创业证券研究所

2.2.3 碘海醇

碘海醇 (Iohexol) 是一种非离子型 X 射线不透性对比剂，属于第二代非离子型单体对比剂。1982 年 Nycomed 公司开发，首先在挪威、瑞典上市，商品名“Omnipaque”，1985 通过美国 FDA 批准。1995 年我国批准进口，商品名“欧乃派克”。

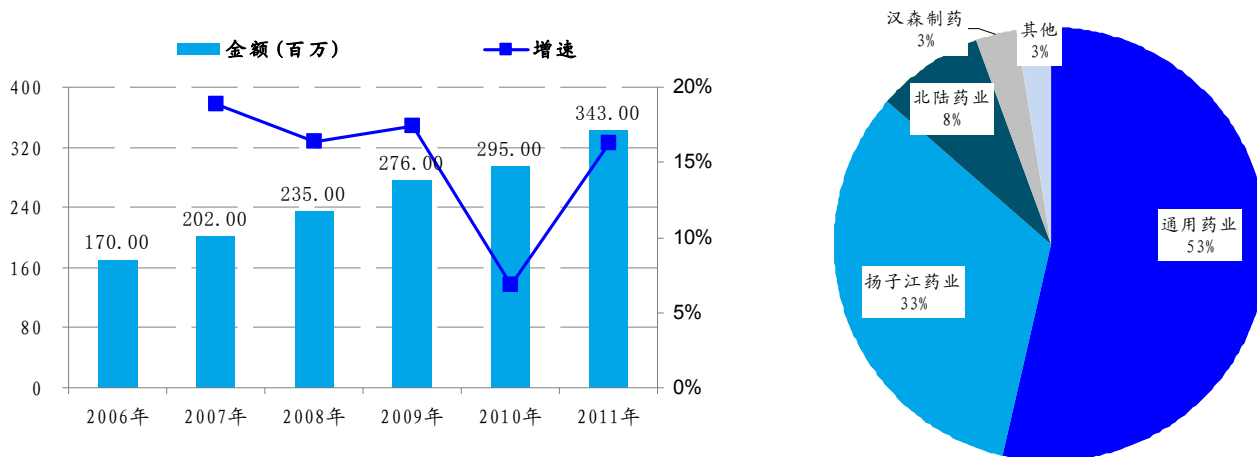
碘海醇作为单环非离子型水溶性的 X 射线对比剂，其渗透压低 (680 mOsm/kg)，对神经系统毒性较低，广泛用于血管造影、蛛网膜下腔造影、冠状动脉造影、脊髓及股关节、泌尿系统造影、CT 增强扫描，具有造影密度低，耐受性好等优点，是目前最好的造影剂之一，发达国家已完全用它取代了离子型造影剂。经过 20 多年的推广使用，碘海醇已成为业界评估各种 X 线造影剂所依据的金标准药物。

碘海醇目前是应用最多的 X 射线对比剂，迄今已在全球 110 多个国家推广使用。我国样本医院最近几年以 15-20% 左右的速度增长，2011 年样本医院用药达到了 3.4 亿元，推算总体用药金额约 13 亿元。我们预计，随着 CT 设备保有量的快速增加和增强扫描比率的提高，未来三年碘海醇的总体市场增速为 20% 左右。

公司进入碘海醇市场的时间较晚，且在该产品上市初期，由于原料药价格昂贵，产品的利润率不高，因此公司早期对该产品的市场投入不大，目前市场占有率较低，样本医院 2011 年金额占比 8%。但随着碘海醇注射液产销量的提高和生产成本的降低，公司开始加大市场推广力度，我们预计公司随着营销改革进行，未来三年公司碘海醇的市场增速为 30%，市场份额将上升较快。

图表 28: 2006-2011 样本医院碘海醇用药情况

图表 29: 2011 年样本医院碘海醇竞争格局



资料来源：PDB、第一创业证券研究所

国家药监局批准碘海醇厂家较多，但是由于没有销售渠道的关系，大部分厂家没有实际销售。审评中心也没有新报厂家，目前碘海醇竞争格局稳定。

图表 30：国家药监局的碘海醇批文

国产		进口	
厂家	类型	厂家	类型
北京北陆药业	原料+制剂	GE healthcare	原料+制剂
上海通用电气药业	制剂	Nycomed Imaging	原料+制剂
湖南汉森制药	制剂		
上海旭东海普药业	制剂		
宁波天衡制药	制剂		
扬子江药业	制剂		
山东洁晶药业	制剂		
辰欣药业	制剂		
潍坊仁康药业	制剂		
浙江天瑞药业	制剂		
贵州百灵企业	制剂		
湖南金健药业	制剂		
江苏晨牌药业	制剂		
浙江司太立制药	原料		
浙江海神制药	原料		
浙江海昌药业	原料		
浙江昂立康制药	原料		
贵州西创制药	原料		

数据来源：CDE、SFDA、第一创业证券研究所

2.2.4 营销改革助力，公司最受益行业发展



公司经过十多年的发展，已经建立起覆盖全国的营销网络。目前公司拥有对比剂销售人员 120 多人（另外有九味镇心颗粒等营销约 40 人），近年来业务的快速发展和对比剂市场的快速增长，公司规划增加销售人员进一步加大市场开发和扩大销售网络，预计今年规划做到 150 人。

公司销售网络 2009 年覆盖医院超过 1500 家，上市后公司运用募集资金加强营销网络建设，在上海、广州、沈阳、济南、郑州、成都六个城市设置办事处，以便于销售业务和销售人员的管理；在过去常规市场活动之外，将重点支持学术活动。具体包括国内会议、国际会议和各类推广会三种形式。

随着公司缩减药品经销业务，大力拓展对比剂营销，目前已经取得初步成果，2010 年和 2011 年公司对比剂销售收入分别同比增长 24% 和 41%。由于公司已经在对比剂领域完成产品布局和营销改革，我们预计公司将能把握住对比剂领域的 5 年黄金发展期，实现公司业绩的快速发展。



2.3 碘克沙醇获批和在研对比剂，持续发展的动力

2011年12月公司获得等渗对比剂碘克沙醇注射液生产批文，碘帕醇2011年1月申报生产，钆贝葡胺近期申报。我们认为公司现有产品和新产品互为补充，产品布局合理，将给公司提供持续发展的动力。

公司现有产品为体量大、性价比高的一线用药，而新产品则提供了疗效和安全性更优的选择，价格较贵，但代表了发展方向。

图表 31：常用对比剂价格

药品	规格	国产（元）		进口（元）	
		厂家	中标价格	厂家	中标价格
碘海醇	30G/100 ml	北陆药业	205	通用电气药业	310
碘帕醇	30G/100 ml	无仿制	--	博莱科信谊	300
碘普胺	30G/100 ml	无仿制	--	拜耳医药	322
碘克沙醇	32G/100 ml	恒瑞医药	720	通用电气药业	750
钆喷酸葡胺	4.69g/10ml	北陆药业	90	拜耳医药	140
钆贝葡胺	5.29g/10ml	无仿制	--	博莱科信谊	190

数据来源：各省中标数据、第一创业证券研究所

2.3.1 碘克沙醇

碘克沙醇（Iodixanol）是一种新型的非离子型、等渗的双体含碘造影剂，由Nycomed公司开发，1995年率先在德国上市，1996年获FDA批准，商品名“Visipaque”。2001年进口国内，商品名“威视派克”。

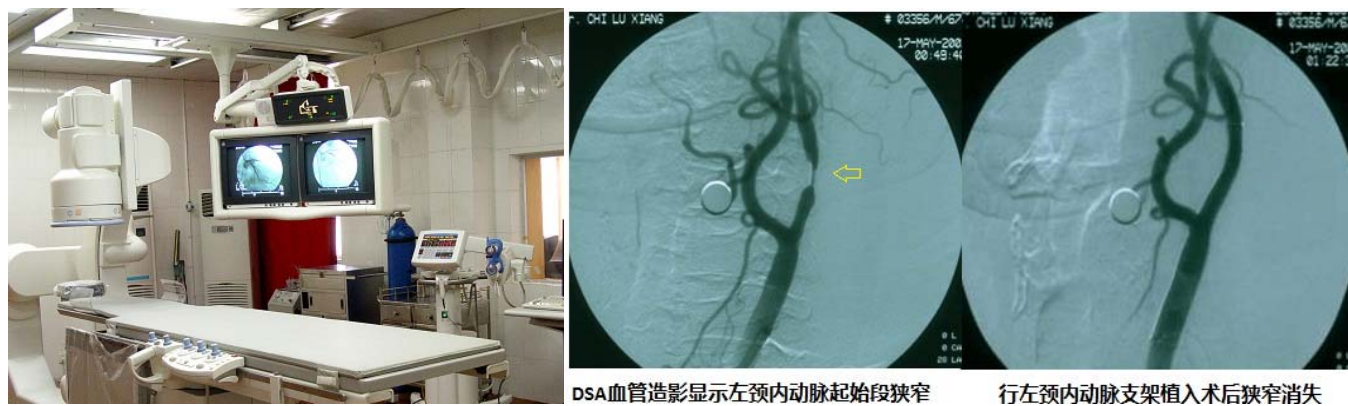
碘克沙醇的碘浓度320mg/ml，渗透压为290 mOsm/kg水，与血浆等渗，总体毒性低于低渗型造影剂。国外研究表明，碘克沙醇可明显降低已有肾损伤和糖尿病高危患者发生造影剂肾病的危险性，在低危患者中使用碘克沙醇与低渗造影剂造成的肾病无明显差异。另外数据显示，除了能够有效减少CIN的发生外，在临床不良反应中，碘克沙醇在患者的疼痛感和严重的灼热感发生率上较之其他产品显著偏低。因此，碘克沙醇在安全性上具有显著优势。

碘克沙醇可用于成人的心血管造影、脑血管造影（常规的与i.a.DSA），外周动脉造影（常规的与i.a.DSA）、腹部血管造影（常规的与i.a.DSA），尿路造影，静脉造影以及CT增强检查；儿童心血管造影、尿路造影和CT增强检查。

碘克沙醇被权威心血管学术组织ACC/AHA（2009）在临床指南中认定为最高推荐级别Ia：如果需要冠脉造影或行PCI术，等渗对比剂继续被作为Ia类证据推荐给慢性肾脏病患者使用，除此之外其他低渗对比剂被增加到推荐中，即也可以选择除碘海醇和碘

克酸盐之外的低渗对比剂，作为 Ib 类的证据。

图表 32: DSA 机及其血管造影图像

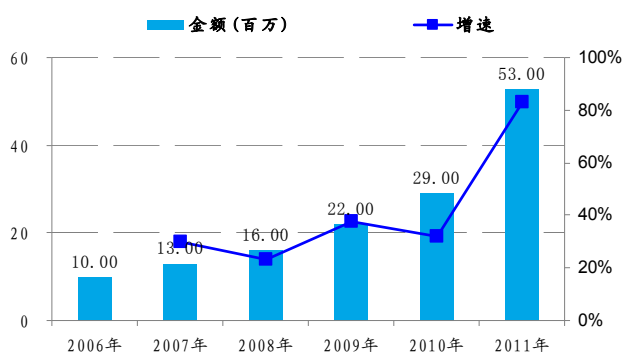


数据来源：网络、第一创业证券研究所

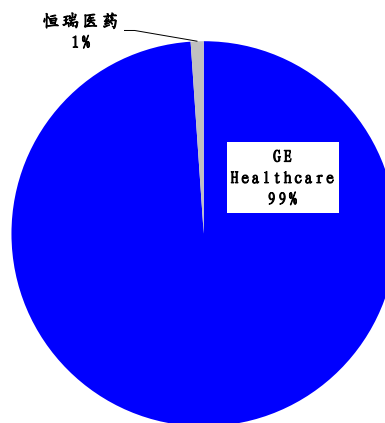
碘克沙醇 2001 年进口我国，虽然具有安全性好的显著优势，但由于价格较贵，2010 年之前市场容量和增长速度一般。碘克沙醇入选 2009 版国家医保乙类药物后，开始加速增长，最近 3 年增长速度分别为 38%、32%和 83%，2011 年样本医院用药达到了 5300 万元，推总全国用药金额约为 1.5 亿元。我们预计未来三年碘克沙醇的市场增速都在 50%以上。

恒瑞医药的碘克沙醇 2010 年 11 月获国家局批准，但 2011 年销量微乎其微。公司于 2011 年 12 月获得碘克沙醇生产批文，目前已在 新疆、青海等地中标，我们预计公司可凭借销售网络优势快速切入碘克沙醇的巨大市场，预计 2012-2014 年销售额分别为 300 万、3000 万和 5000 万。

图表 33: 2006-2011 样本医院碘克沙醇用药情况



图表 34: 2011 年样本医院碘克沙醇竞争格局



资料来源：PDB、第一创业证券研究所

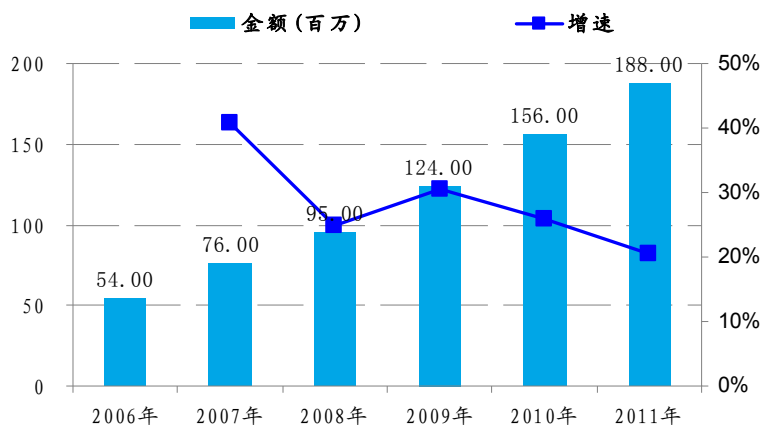


2.3.2 碘帕醇

碘帕醇（Iopamidol）是最早推出的第二代非离子型单体造影剂，由意大利 Bracco 公司开发，1981 年首次在意大利上市，商品名“Iopamiro”。国内商品名“典比乐”。

碘帕醇的特点是含碘量高，渗透压低（680 mOsm/kg）、耐受性好、性能稳定等优点，具有很好的显影作用，对血管壁及神经组织毒性低，性质稳定，适用与各种血管造影、CT 增强扫描、泌尿道造影以及蛛网膜下腔应用的脊髓造影、脑池造影等。

图表 35：2006-2011 年样本医院碘帕醇用药情况



数据来源：PDB、第一创业证券研究所

目前国内碘帕醇仅有上海博莱科信谊的产品，无国产仿制品种上市。近三年增速为 31%、26%、和 21%，2011 年样本医院用药金额 1.9 亿，推总 8 亿元。与碘海醇类似，我们预计，随着 CT 设备保有量的快速增加和增强扫描比率的提高，未来三年碘帕醇的总体市场增速为 25% 左右。

公司的碘帕醇 2011 年 1 月申报生产，我们预计 2013 年上半年获批。

2.3.3 钆贝葡胺

钆贝葡胺（Gadobenate dimeglumine, Gd-BOPTA）由意大利 Bracco 公司开发，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。

钆贝葡胺的结构和钆喷酸葡胺类似，差别是钆喷酸葡胺的一个乙酰基被替换苯氧甲基，苯氧甲基增加了钆贝葡胺的亲脂性，使其 2% -4% 可被有功能的肝细胞选择性地摄取，经胆道排泄。所以，通过钆贝葡胺可以获得肝脏的延迟强化图。钆贝葡胺做肝脏增强扫描时，不仅能显示肿瘤血供特点而且其延迟相能反映肿瘤细胞特征。



钆贝葡胺的优势是良好的安全性及耐受性，一次注射能同时得到肝脏动态和延迟图像，有利于肝脏病灶的检出和定性，在肝脏的MR检查上较有优势。钆贝葡胺和传统的细胞外间隙对比剂一样，都可使缺乏血脑屏障的正常脑组织、轴外肿瘤和血脑屏障已被破坏的区域出现信号增强。钆贝葡胺的优点在于其弛豫率比传统的细胞外间隙对比剂高出近1倍。

由于钆贝葡胺适应症领域较小，定位于肝脏和中枢神经系统，目前市场容量较小，国内仅有博莱科信谊的产品，商品名“莫迪司”。2011年样本医院钆贝葡胺用药金额860万元。公司的钆贝葡胺已经完成申报所需资料，将于近期申报。



3 精神类用药和降糖药领域是公司另两大战略方向

因生活方式改变和城市化水平提高，以及人口老年化进程加快，心脑血管、肿瘤、内分泌(糖代谢和骨代谢)、精神病等需要长期用药的慢性病和高费用疾病的发病率将大幅提高，该疾病谱变化带来的投资机遇无疑医药行业黄金十年的重头投资方向。

公司 2010 年开始进行战略调整，削减药品经销业务，专注于对比剂，在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的情况下，将精神神经、内分泌两大领域归为公司战略方向，储备并立项了一些具有国际先进水平或国内领先的品种。

我们认为公司的战略定位契合了医药行业发展方向和公司自身的特点，我们看好公司的发展。

目前公司在病领域拥有国内唯一的一个用于治疗广泛性焦虑症的纯中药制剂九味镇心颗粒，治疗精神分裂症的大品种阿立哌唑则处于准备申报阶段。

内分泌领域，公司拥有老品种磺酰脲类促胰岛素分泌剂格列美脲，非磺酰脲类促胰岛素分泌剂瑞格列奈。

3.1 精神神经类用药前景广阔

3.1.1 精神类用药是未开发的金矿

精神病指严重的心理障碍，患者的认识、情感、意志、动作行为等心理活动均可出现持久的明显的异常；不能正常的学习、工作、生活；动作行为难以被一般人理解；在病态心理的支配下，有自杀或攻击、伤害他人的行为。

精神病包括精神分裂症、躁狂症、焦虑症、抑郁症等。随着我国城市化进程的快速推进，人们的生活压力随着生活方式的改变和生活节奏的加快而与日俱增，精神障碍疾病的发病率大幅增加。据中国疾控中心精神卫生中心 2009 年初公布的数据，我国各类精神病患者人数在 1 亿以上，其中重性精神病患者人数超过 1600 万。公众对精神病的知晓率不到 50%，就诊率更低。

精神病已经成为困扰社会和家庭的一大难题。减少精神病的发病率、复发率和安全有效地治疗精神病患者已经成为社会各界关注的一个热点。目前，精神障碍疾病的防治在我国保障还不完善。精神疾病用药有费用高、用药时间长的特点，精神病的治疗通常对患者的沉重经济负担。我国目前对精神病治疗费用的报销并没有统一的办法，仅有部分省市如将上海、武汉、北京等将精神疾病的治疗费用纳入医保的门诊特殊病范围。

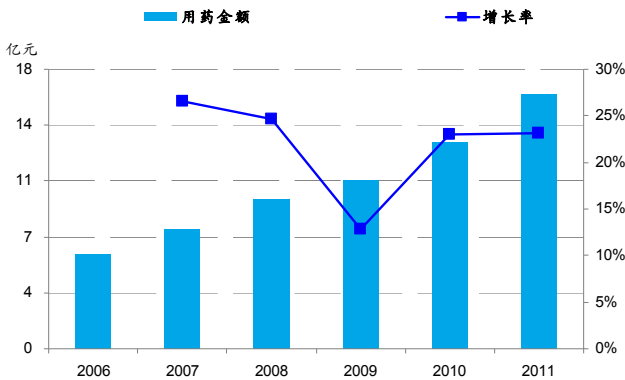
随着社会对精神病防治认识的提高，精神疾病报销体系将逐步完善，这将会对精神类药物的用药需求其巨大推动作用。近年来我



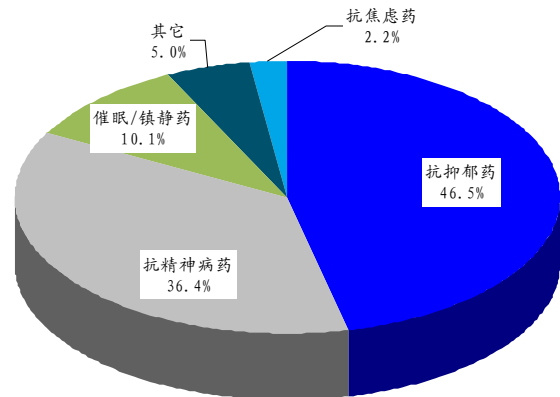
国精神障碍病人就诊率、诊断率和治疗率逐渐提升，给精神障碍用药领域带来了广阔的市场前景。

近五年来精神障碍用药年均复合增速约为 21%。2011 年样本医院精神障碍用药金额为 16.4 亿元，较上年增加 23%。我们预计未来三年精神障碍药的增长速度为 25%。

图表 36：2006-2011 样本医院精神障碍的用药情况



图表 37：2011 年样本医院精神障碍用药构成



资料来源：PDB、第一创业证券研究所

3.2 借助抗焦虑中药九味镇心颗粒布局精神类大领域

焦虑是指一种缺乏明显客观原因的内心不安或无根据的恐惧，是人们遇到某些事情如挑战、困难或危险时出现的一种正常的情绪反应。当焦虑的严重程度和客观事件或处境明显不符，或者持续时间过长时，就变成了病理性焦虑，称为焦虑症。若长期不对焦虑症进行治疗，有 40-50% 的患者可能会演变成抑郁症。

焦虑症又称焦虑性神经症，是以广泛性焦虑症(慢性焦虑症)和发作性惊恐状态(急性焦虑症)为主要临床表现，常伴有头晕、胸闷、心悸、呼吸困难、口干、尿频、尿急、出汗、震颤和运动性不安等症状。

焦虑症是人群中最常见的情绪障碍，世界卫生组织的研究表明，人群中焦虑症的终身患病率为 13.6%-28.8%。我国缺乏全国性的焦虑症调查资料，河北、浙江等几个省的调查显示：焦虑症的患病率在 5%-7%，据此估计全国约有 5000 万以上。

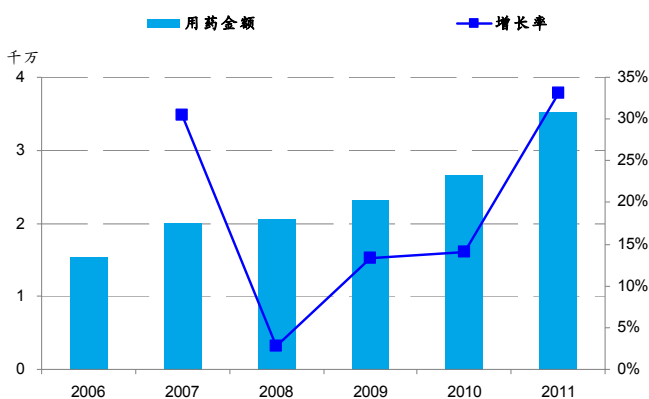
20 世纪 50 年代以前，临床上主要应用巴比妥类镇静催眠药治疗焦虑症，但不良反应较严重。20 世纪 60 年代以后，苯二氮卓类药物取代巴比妥成为一线抗焦虑症药。氯硝西洋、地西洋、阿普唑仑、劳拉西洋等有显著的抗焦虑和催眠作用，且起效快、安全性较高，对伴有躯体症状的焦虑症特别有效。总显效率为 41-59% 上的焦虑症患者。但此类药物除了抗焦虑作用外，还有中枢镇静、肌松、致遗忘、焦虑反跳、耐受性、成瘾性等不良反应，不宜作为一线药物长期使用。



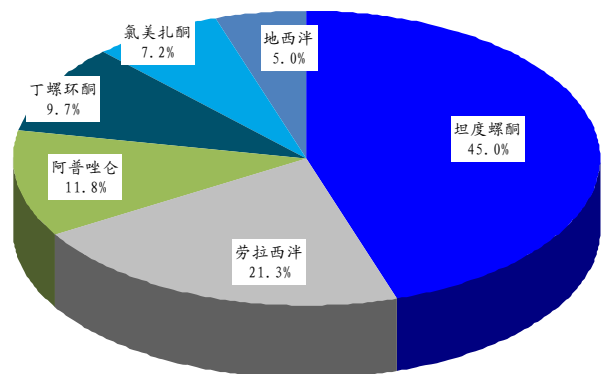
20 世纪 80 年代，具有选择性的抗焦虑药丁螺环酮问世，该药是一种非苯二氮卓类的新型氮杂螺环癸烷酮抗焦虑药。其抗焦虑作用机制与 5-羟色胺受体部分激动有关。是目前治疗焦虑症的长期首选西药。近年来，又出现了氮杂酮衍生物类新型抗焦虑药坦度螺酮。此外，部分抗抑郁药物如帕罗西汀和文拉法辛等也被批准用来治疗焦虑症。

近年来，样本医院抗焦虑药的增速波动较大，但基本维持了 15% 以上的增速，2011 年样本医院用药金额为 3500 万，坦度螺酮和劳拉西洋排在前两位。我们预计未来三年抗焦虑药的增长速度为 20%。

图表 38：2006-2011 样本医院抗焦虑药的用药情况



图表 39：2011 年样本医院抗焦虑药的用药构成



资料来源：PDB、第一创业证券研究所

3.2.1 国内唯一抗焦虑中药：九味镇心颗粒

九味镇心颗粒是国内唯一的一个用于治疗广泛性焦虑症的纯中药制剂，该药具有疗效确切，副作用轻微，无依赖性的特点。九味镇心颗粒由人参（去芦）、酸枣仁、五味子、茯苓、远志、延胡索、天冬、熟地黄、肉桂制备。

九味镇心颗粒于 2002 年获准进行临床研究，于 2002 年 7 月至 2004 年 8 月进行了临床试验。临床试验均采用平行对照、随机、双盲双模拟、多中心临床试验设计方法，观察了九味镇心颗粒用于广泛性焦虑症心脾两虚证的有效性和安全性，对照药为盐酸丁螺环酮片。纳入病例为广泛性焦虑症患者，中医辨证为心脾两虚证。II 期临床试验共观察 227 例，其中，九味镇心颗粒组 114 例，对照组 113 例。III 期临床试验共观察 447 例，其中，九味镇心颗粒组 336 例，对照组 111 例。用药方法为：两组均为口服。九味镇心颗粒组，一次 1 袋九味镇心颗粒，一日 3 次，同时服盐酸丁螺环酮片模拟剂，一次 1 片，一日 3 次；对照组，一次 1 片盐酸丁螺环酮片，一日 3 次，同时服九味镇心颗粒模拟剂，一次 1 袋，一日 3 次。观察疗程为 4 周。主要疗效观察指标为汉密尔顿焦虑量表（HAMA）总分、HAMA 因子（包括精神性焦虑因子与躯体性焦虑因子）得分及疗效分级评定、中医证候总分及疗效分级评定。



试验结果显示: II 期临床试验, 九味镇心颗粒组组内治疗前后比较, HAMA 总分、HAMA 精神性焦虑因子得分、HAMA 躯体性焦虑因子得分、中医证候总分变化疗后有改善, 差异有统计学意义 ($P < 0.01$)。盐酸丁螺环酮片组对 HAMA 总分、HAMA 精神性焦虑因子得分、HAMA 躯体性焦虑因子得分、中医证候总分的改善有同样的结果。组间比较, 差异无统计学意义。III 期临床试验的疗效结果与 II 期临床试验相同。(该产品用法用量为: 温开水冲服。早、中、晚各服 1 袋, 一日 3 次)

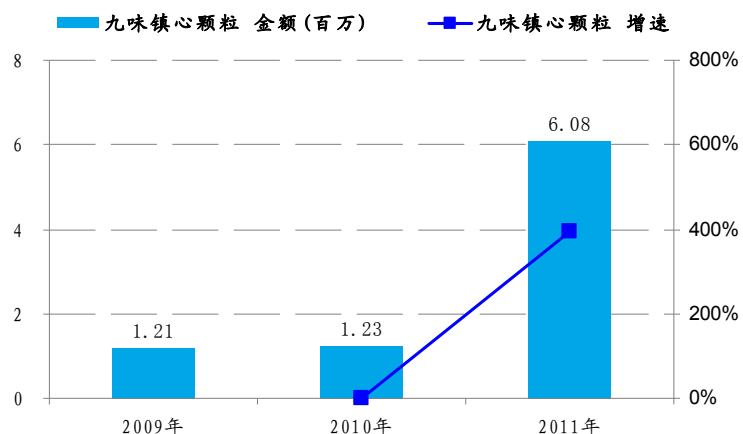
九味镇心颗粒是在宋代传统古方基础上, 经过多年临床实践并对古方进行合理改良之后得到的由九味中药组成的抗焦虑复方, 是国家药监局批准的唯一的一个用于治疗广泛性焦虑症的纯中药制剂。近年也有一些中成药有改善睡眠缓解焦虑的作用, 但是在临床应用上只是辅助用药, 且国家药监局批复的适应症也并非用于治疗焦虑症。

我们认为, 与西药相比, 抗焦虑中药具有明显的比较优势: (1) 疗效与西药相近的情况下副反应少; (2) 国人向来忌讳精神病, 中药制剂较好的满足了治疗需要; (3) 该产品为目前唯一的抗焦虑中药, 公司拥有该产品的组合无专利(专利号 ZL03153205.5)。

公司重新战略定位后, 对九味镇心颗粒寄予厚望。学术方面有“九味镇心颗粒四期临床研究”; 营销方面, 公司通过增加营销人员(目前约 40 人), 通过自营与招商并举, 努力扩大市场知名度和销售。此外, 公司还积极推动九味镇心颗粒进入各省医保, 目前进入北京和山西的增补目录, 6g*10 规格的产品中标价约为 60 元。

我们认为, 公司的九味镇心颗粒仍处于销售推广期, 并且没有大规模进入各省医保, 我们预计 2012-2014 年销售额 1000 万、1500 万、3000 万; 我们预计未来三年仍将是九味镇心颗粒的培育期, 销售费用较高, 近期不会给公司带来重要收益, 但该产品将来有望给公司带来重要利润。

图表 40: 公司过去几年九味镇心颗粒销售情况



数据来源: 公司公告、第一创业证券研究所

3.2.2 后续大品种: 阿立哌唑



阿立哌唑（Aripiprazole）是一个具有全新作用机制的非典型抗精神病药物，抗精神病的药效作用可能与 D2 受体及 5-HT_{1A} 受体的部分拮抗作用和 5-HT_{2A} 受体拮抗作用有关，它是 D2 受体部分激动剂、D1 受体激动剂。

阿立哌唑是第一个多巴胺系统稳定剂，它对精神分裂症阳性、阴性症状和焦虑、抑郁、认知功能都有明显的疗效，而安全性更高，因此其临床上的优势明显，市场前景广阔，有人甚至称之为“第 3 代抗精神病药”。

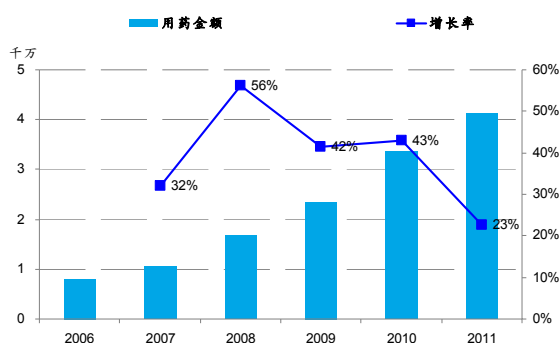
多巴胺系统稳定剂是指它能在 DA 能神经传递水平降低时增强神经传递，而在亢进时降低神经传递功能。在治疗精神分裂症时，它能下调亢进的 DA 活性，改善阳性症状；上调低兴奋状态的 DA 神经元，改善阴性症状和认知功能；同时维持正常的 DA 生理功能，不影响运动功能和催乳素水平。

阿立哌唑由大冢制药和 BMS 公司联合开发，于 2002 年 11 月获 FDA 批准治疗精神分裂症，2004 年 9 月批准用于治疗急性双相性躁狂症，包括双相情感障碍相关躁狂和混合性发作。2011 年全球销售额约 45 亿美元。

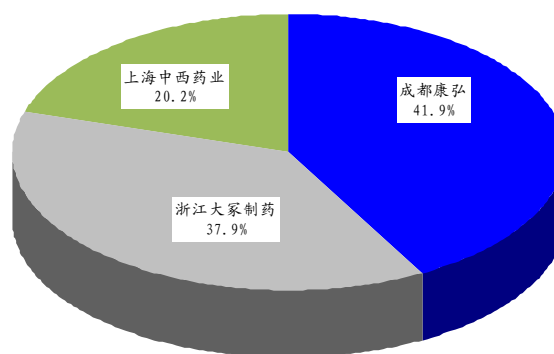
阿立哌唑近五年样本医院复合增速 38%，2011 年样本医院销售 4100 万元，比上一年增加 23%。我们预计未来三年阿立哌唑的市场增速为 25%。大冢制药、成都康弘和上海中西药业平分了市场份额。

公司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。我们预计公司将于 2014 年左右能获得阿立哌唑批文，届时将与公司九味镇心颗粒业务形成良性互动。

图表 41：2006-2011 样本医院阿立哌唑的用药情况



图表 42：2011 年样本医院阿立哌唑的竞争格局



资料来源：PDB、第一创业证券研究所

3.3 公司主打降糖药为促胰岛素分泌剂

糖尿病(Diabetes, DM)是与环境、遗传因素、病毒感染和自家



免疫有关的严重危害人类健康的常见内分泌疾病,是由于胰岛索绝对或相对缺少而引起并以糖代谢障碍为主的疾病,病人不仅出现多食、多饮、多尿、体重减少(三多一少)的症状,还常并发心脑血管、神经、眼等疾病,严重者可危机生命。

糖尿病可分为 1 型糖尿病、2 型糖尿病、妊娠糖尿病及其他特殊类型的糖尿病,其中 2 型糖尿病所占的比例约为 90%:

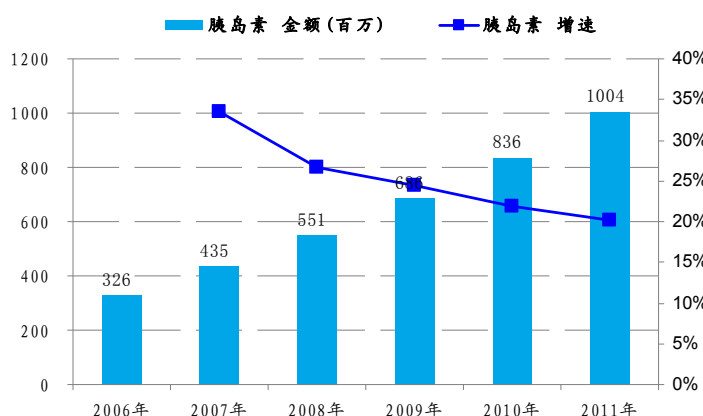
1 型糖尿病: 患者有胰岛 β 细胞破坏,引起胰岛素绝对缺乏,有酮症酸中毒倾向。可发生于任何年龄,但多见于青少年。起病急。代谢紊乱症状明显,患者需注射胰岛素以维持生命。

2 型糖尿病: 患者大部分超重或肥胖,也可发生于任何年龄,但多见于成年人。以胰岛素抵抗为主伴胰岛素分泌不足,或胰岛素分泌不足为主伴或不伴胰岛素抵抗。患者在疾病初期大多不需要胰岛素治疗。

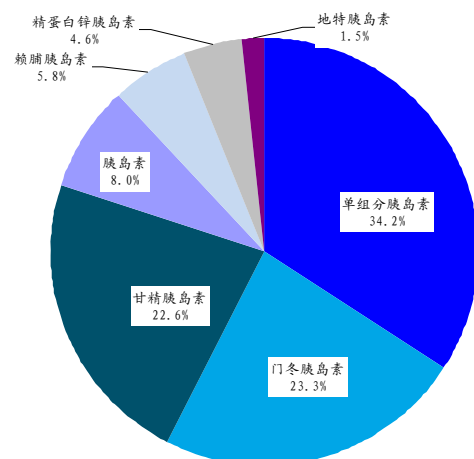
对于早期 2 型糖尿病患者,可通过运动、饮食控制病情。随着病情的加重,则需要通过口服降糖药甚至注射胰岛素制剂来控制血糖。口服降糖药根据作用机理的不同,可分为胰岛素促分泌剂、胰岛素增敏剂、α-糖苷酶抑制剂以及中药制剂等。目前全球糖尿病药物中,口服降糖药所占的比例略高于胰岛素类似药物,2007 年约占 60%。2011 年我国样本医院口服降糖药金额占比 63%。

糖尿病是仅次于心血管疾病、恶性肿瘤的第三大世界性高发疾病。根据国际糖尿病联盟 (IDF) 的研究报告指出,目前全世界范围内有超过 2.46 亿成年糖尿病患者,到 2025 年这一数字有可能被改写为 3.8 亿,其中绝大多数分布在发展中国家。2004 年以来,全球糖尿病用药市场处于稳定增长态势,年增长率超过 10%;2007 年的市场规模为 241 亿美元,在全球药品市场排第 5 位。

图表 43: 2006-2011 样本医院胰岛素用药情况



图表 44: 2011 年样本医院胰岛素用药构成



资料来源: PDB、第一创业证券研究所

按照 IDF 公布的资料,2007 年我国糖尿病的患病率为 4.3%,估计糖尿病总人数为 3980 万。预计到 2025 年,我国糖尿病的患病率为 5.6%,估计糖尿病总人数为 5900 万。我国糖尿病患者人

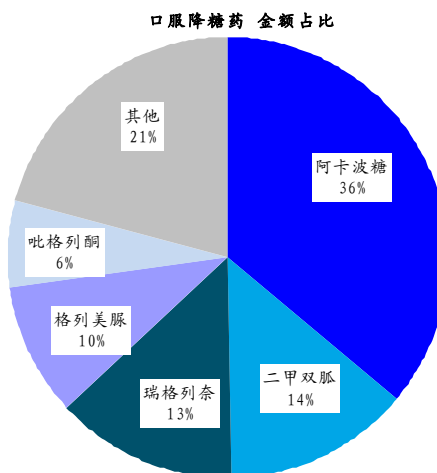
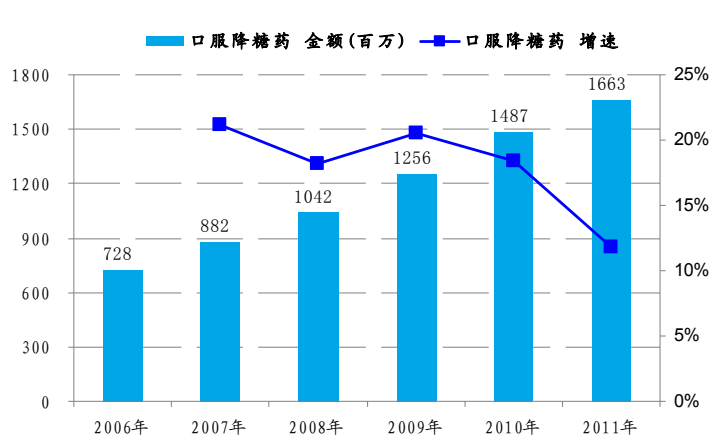


数随着经济发展水平、居民饮食结构和生活方式快速增长。

最近五年，样本医院胰岛素的用药金额增速为 20-30%，2011 年样本医院用药达到了 10 亿元，推总全国用药金额约为 60-70 亿元。主要品种为单组份及各种混合胰岛素、胰岛素类似物如甘精胰岛素（长效）和门冬胰岛素（速效）。我们预计未来三年胰岛素的 市场增速为 25%。

图表 45：2006-2011 样本医院口服降糖药用药情况

图表 46：2011 年样本医院口服降糖药用药构成



资料来源：PDB、第一创业证券研究所

最近五年，样本医院的口服降糖药的用药金额增速约为 20%，2011 年由于产品价格下降，增速较低，样本医院用药达到了 16.6 亿元，推总全国用药金额约为 90-100 亿元。主要品种为阿卡波糖、二甲双胍、瑞格列奈、格列美脲和吡格列酮。我们预计未来三年口服降糖药的市场增速为 20%。

3.3.1 磺酰脲类促胰岛素分泌剂：格列美脲

格列美脲(Glimepiride)是新一代长效磺脲类口服降糖药物，由德国 Hoechst 开发，1995 年首先在瑞典上市，商品名“Amaryl”。我国于 2001 年进口，商品名“亚莫利”。

格列美脲是第三代磺酰脲类口服降血糖药，其降血糖作用的主要机理是刺激胰岛β细胞分泌胰岛素，部分提高周围组织对胰岛素的敏感性。主要用于节食，体育锻炼及减肥均不能满意控制血糖的 2 型糖尿病。

格列美脲与其他磺脲类药物相比，具有较少升高血浆胰岛素水平，较强胰岛外作用，起效快，作用时间长，药物剂量小，耐受性好，每日只需服用一次等特点。

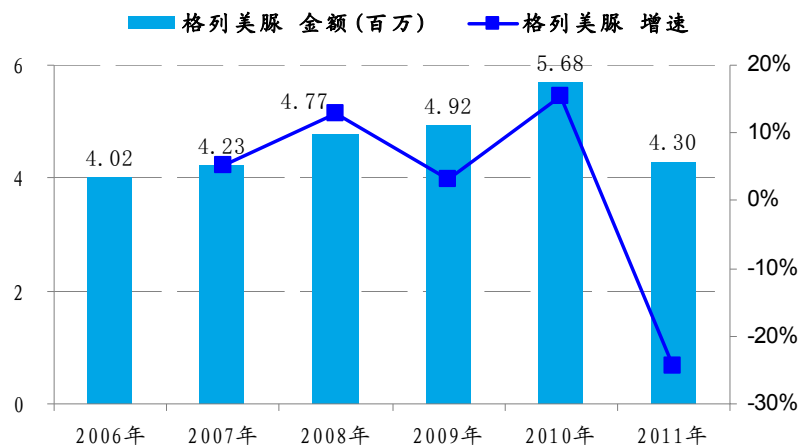
格列美脲近三年以接近 20-30%左右的速度增长，2011 年样本医院用药达到了 1.62 亿元。格列美脲生产厂家众多，但是 2011 年赛诺菲占据了近 86%的样本医院用药金额，第二名为国产厂家江苏万邦，仅占据 4.7%份额。1mg*15 规格的格列美脲，赛诺菲中标价约 51 元，北陆药业中标价约 15 元。江苏万邦 1mg*24 规



格的中标价约为 30 元。

我们预计未来三年格列美脲的市场增速为 25%，2012-2014 年公司格列美脲的销售额均为 400 万左右。

图表 47：公司过去六年格列美脲售情况



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

3.3.2 非磺酰脲类促胰岛素分泌剂：瑞格列奈

瑞格列奈（Repaglinide）是第一个非磺酰脲类降糖药，由勃林格殷格翰和诺和诺德公司共同研制开发，于 1998 年获得 FDA 批准上市，商品名“NovoNorm”。1999 年进口到中国，2000 年国产产品上市，商品名“诺和龙”。

瑞格列奈用于饮食控制及运动锻炼不能有效控制高血糖的 2 型糖尿病（非胰岛素依赖性）患者。瑞格列奈片可与二甲双胍合用。与各自单独使用相比，二者合用对控制血糖有协同作用。

非磺脲类促胰岛素分泌剂，又称“餐时血糖调节剂”，能够快速促进胰岛素分泌，降低 2 型糖尿病患者的糖化血红蛋白和餐后血糖，尤其适用于孤立性餐后高血糖者、胰岛素分泌第一时相障碍者和饮食不规律者。非磺酰脲类降糖药除了瑞格列奈外，还有安斯泰来的那格列奈和日本橘生的米格列奈。

2009 年瑞格列奈的全球销售额为 4.96 亿美元。此后，诺和诺德公司还开发了瑞格列奈/二甲双胍复方制剂，于 2009 年在美国上市。目前瑞格列奈进入国家医保乙类。

瑞格列奈的降糖作用与磺脲类相当，但可显著降低严重低血糖的发生率，另外肾功能不全的患者也可应用。瑞格列奈优势明显，最近几年以接近 20-30% 左右的速度增长，2011 年样本医院用药达到了 2.23 亿元，目前样本医院仅有原研厂诺和诺德及国产厂家豪森药业，其中诺和诺德占绝对优势，占用药金额 92%。我们预

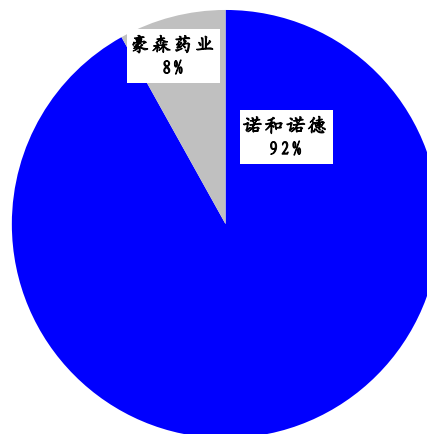
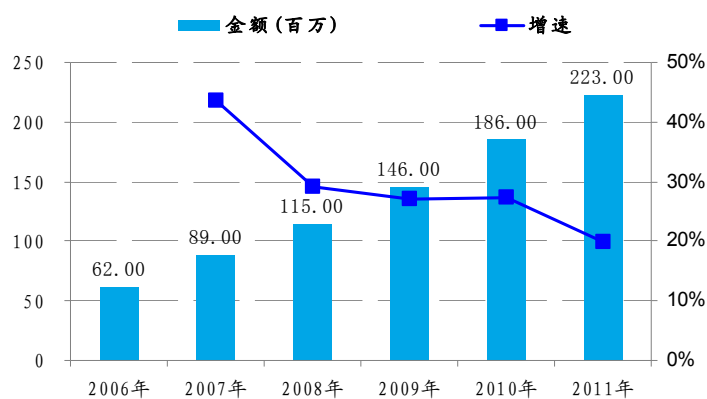


计未来三年瑞格列奈的市场增速为 25%。2012 年 3 月天津康瑞药业获得片剂生产批文。1mg*30 规格的瑞格列奈，诺和诺德中标价约 81 元，豪森药业中标价约 48 元。

公司于 2011 年 11 月获得瑞格列奈的片剂和原料生产批文，公司主要通过招商代理销售，我们预计 2012-2014 年销售额分别为 200 万、500 和 900 万。

图表 48：2006-2011 样本医院瑞格列奈用药情况

图表 49：2011 年样本医院瑞格列奈竞争格局



资料来源：PDB、第一创业证券研究所



4 盈利预测与投资评级

4.1 盈利预测假设

(1) 钆喷酸葡胺 2012-2014 年收入保持年均 20% 增速，碘海醇 2012-2014 年收入保持年均 30% 增速，毛利率保持稳定。

(2) 碘克沙醇 2012-2014 年分别实现收入 300 万元、3000 万元和 5000 万元。对比剂的总体毛利率随新产品上市略有增加。

(3) 九味镇心颗粒推广顺利，2012-2014 年分别实现收入 1000 万元、1500 万元和 3000 万元，毛利率稳定。

公司药品收入及盈利预测 (万元)：

项目类别	2010	2011	2012E	2013E	2014E
对比剂	130.22	183.19	234.93	322.94	420.54
收入增长	23.80%	40.68%	28.24%	37.46%	30.22%
毛利率 (%)	76.93%	75.33%	75.80%	76.00%	76.20%
毛利	100.18	138.00	178.08	245.44	320.45
降糖药	5.68	4.30	6.00	9.00	13.00
收入增长	15.45%	-24.30%	39.53%	50.00%	44.44%
毛利率 (%)	76.65%	72.17%	74.00%	76.00%	80.00%
毛利	4.35	3.10	4.44	6.84	10.40
九味镇心颗粒	1.23	6.08	10.00	15.00	30.00
收入增长	1.65%	394.31%	64.47%	50.00%	100.00%
毛利率 (%)	74.13%	54.20%	55.00%	55.00%	55.00%
毛利	0.91	3.30	5.50	8.25	16.50
主营业务收入	137.13	193.57	250.93	346.94	463.54
增长率		41.16%	29.63%	38.26%	33.61%
主营业务毛利	105.45	144.40	188.02	260.53	347.35
增长率		36.94%	30.21%	38.56%	33.33%
主营业务毛利率	76.89%	74.60%	74.93%	75.09%	74.93%

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所



4.2 给予“强烈推荐”投资评级

对比剂面临 5 年黄金发展期:对比剂是大型医学影像设备 CT 和磁共振等的日常耗材,用来做增强扫描。我们预计市场容量将从 2011 年的 31 亿元左右扩容到 100 亿元。首先,需要进行扫描诊断的患者数量逐年增加,扫描诊断设备的数量仍然有 3-5 年的快速增长期;其次,新的检查方法也不断出现,病人的设备利用率仍有提高空间;第三,扫描诊断患者中使用对比剂进行增强的比例也将不断提高。北陆药业 2011 年对比剂销售收入 1.8 亿元,目前基数小,预计未来三年销售增速均在 30%以上。

公司是国内对比剂领域龙头:公司首仿对比剂钆喷酸葡胺注射液 1992 年上市。得益于进入对比剂较早,公司逐步形成了对比剂系列产品专业生产和销售的优势,成为对比剂领域的龙头企业。

产品线方面,公司目前拥有磁共振增强对比剂钆喷酸葡胺和 CT 增强对比剂碘海醇,2011 年市场占有率分别为第一和第三,均是该领域的一线用药品种。在研品种方面,2011 年 12 月公司获得碘克沙醇批文,碘帕醇 2011 年 1 月申报生产,钆贝葡胺近期申报。我们认为公司现有产品和新产品互为补充,覆盖高端和一线用药,将给公司提供持续发展的动力。

对比剂为主,精神类和降糖药为辅的战略定位:我们认为公司的战略定位契合了医药行业发展方向和公司自身的特点,我们看好公司的发展。目前公司在病领域拥有国内唯一的一个用于治疗广泛性焦虑症的纯中药制剂九味镇心颗粒,治疗精神分裂症的大品种阿立哌唑则处于准备申报阶段。内分泌领域,公司拥有老品种磺酰脲类促胰岛素分泌剂格列美脲,非磺酰脲类促胰岛素分泌剂瑞格列奈。

给予“强烈推荐”评级:我们认为公司是对比剂领域的龙头,拥有完善的营销网络和销售队伍,随着公司营销改革进行、新产品上市以及新车间投产,将能抓住对比剂的黄金发展机遇,实现业绩高速增长。我们还看好公司治疗广泛性焦虑症的独家品种九味镇心颗粒。预计公司 2012-2014 年利润增速分别为 34%、29%和 30%,EPS 分别为 0.38、0.50 和 0.65 元/股,对应 EPS 的相对估值为 33、25、19 倍。

可比公司估值情况:

证券代码	证券简称	市值(亿)	最新股价	2011PE	2012PE	2013PE	2014PE
600079.SH	人福医药	109	22.11	36	28	21	17
300199.SZ	翰宇药业	33	16.60	41	31	23	18
300204.SZ	舒泰神	79	59.03	75	52	39	28
000661.SZ	长春高新	66	50.30	60	38	29	23
002262.SZ	恩华药业	58	24.93	56	40	29	21
	算术平均	69	34.59	54	38	28	22
300016.SZ	北陆药业	19	12.46	43	33	25	19

资料来源: Wind (2012-07-26)、第一创业证券研究所



4.3 风险提示

- (1) 新药产品开发失败的风险：新药的研发是一项周期长、风险高的投资，存在开发失败的风险。
- (2) 新药产品（碘克沙醇、九味镇心颗粒等）推广缓慢的风险：新药推向市场并被市场所接受和认同需要一定的时间过程，存在推广缓慢的风险。
- (3) 药品降价风险：虽然对比剂产品总体毛利率较低，降价风险小，但公司产品仍存在价格下降风险。



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
流动资产	416	450	504	581	营业收入	197	251	347	464
现金	319	339	374	427	营业成本	50	63	86	116
应收账款	49	56	71	87	营业税金及附加	2	2	4	5
其他应收款	2	2	3	4	营业费用	84	105	146	195
预付账款	23	25	26	29	管理费用	19	24	33	44
存货	24	25	26	29	财务费用	-7	-8	-8	-9
其他流动资产	0	3	3	5	资产减值损失	0	1	1	1
非流动资产	108	102	96	89	公允价值变动收益	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	63	61	57	营业利润	48	63	86	113
无形资产	4	3	3	2	营业外收入	6	5	5	5
其他非流动资产	41	34	30	27	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	525	553	600	670	利润总额	54	68	90	117
流动负债	19	20	21	22	所得税	9	10	14	18
短期借款	0	0	0	0	净利润	44	58	77	100
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	17	18	18	归属于母公司净利润	44	58	77	100
非流动负债	14	14	14	14	EBITDA	47	62	83	110
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.29	0.38	0.50	0.65
其他非流动负债	14	14	14	14					
负债合计	33	34	35	36	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	153	153	153	153	成长能力				
资本公积	229	229	229	229	营业收入	8.0%	27.6%	38.3%	33.6%
留存收益	110	138	184	253	营业利润	0.4%	32.4%	34.8%	31.6%
归属于母公司股东权益	491	519	565	634	归属于母公司净利润	3.4%	31.1%	32.4%	29.9%
负债和股东权益	525	553	600	670	获利能力				
					毛利率(N)	74.7%	74.9%	75.1%	74.9%
现金流量表					净利率(N)	22.5%	23.1%	22.1%	21.5%
					ROE(%)	9.0%	11.2%	13.6%	15.7%
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	ROIC(%)	21.0%	28.2%	36.7%	45.1%
经营活动现金流	46	43	58	75	偿债能力				
净利润	44	58	77	100	资产负债率(N)	6.3%	6.1%	5.8%	5.4%
折旧摊销	6	6	6	6	净负债比率(N)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-7	-8	-8	-9	流动比率	21.97	23.04	24.44	26.45
投资损失	0	0	0	0	速动比率	20.71	21.75	23.18	25.13
营运资金变动	-2	-14	-18	-23	营运能力				
其他经营现金流	4	1	1	1	总资产周转率	0.39	0.47	0.60	0.73
投资活动现金流	-18	-0	-0	-0	应收账款周转率	4	4	5	5
资本支出	32	0	0	0	应付账款周转率	25.95	32.63	33.84	33.54
长期投资	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	14	-0	-0	-0	每股收益(最新摊薄)	0.29	0.38	0.50	0.65
筹资活动现金流	-20	-23	-22	-21	每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.28	0.38	0.49
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.22	3.40	3.70	4.15
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	51	0	0	0	P/E	43.36	33.07	24.97	19.22
资本公积增加	-51	0	0	0	P/B	3.90	3.69	3.39	3.02
其他筹资现金流	-20	-23	-22	-21	EV/EBITDA	34	26	19	14
现金净增加额	8	20	35	53					

数据来源:公司公告、第一创业证券研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135