

北陆药业 (300016)

静待新品上量，高成长有望延续

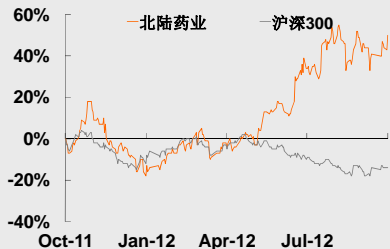
推荐 (首次)

现价: 14.33 元

主要数据

行业	医药生物
公司网址	www.beilu.com.cn
大股东/持股	王代雪/21.13%
实际控制人/持股	王代雪/21.13%
总股本(百万股)	153
流通 A 股(百万股)	81
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	21.89
流通 A 股市值(亿元)	11.56
每股净资产(元)	3.22
资产负债率(%)	5.9

行情走势图



证券分析师

邵青 投资咨询资格编号
S1060511010002
0755-22622740
shaoping001@pingan.com.cn

研究助理

郝淼 一般证券从业资格编号
S1060111060113
0755-22625829
haomiaos62@pingan.com.cn

相关研究报告

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项: 公司公告，前三季度实现营收 2.02 亿元，同比增长 42.4%；归属于上市公司股东的净利润 4,649 万元，同比增长 44.4%；符合市场预期。

■ 碘海醇等品种保持高增长，进口替代仍有较大空间

碘海醇是公司主打对比剂品种 (占营收超 50%)，估计前三季销售同比增速接近 40%。2011 年样本医院碘海醇销售额为 3.1 亿元，同比增长 15%，估计终端市场规模超过 25 亿元，公司市占率约 7%，原研厂家通用电气药业的份额超过 50%，进口替代仍有较大空间。今年公司在青海、陕西、福建、成都军区等地中标，随着营销队伍扩张、渠道下沉、学术推广进一步加强，未来碘海醇有望保持较高增速。

■ 高定价的碘克沙醇一旦上量将显著提升公司盈利能力

碘克沙醇是非离子型二聚体对比剂，性能较碘海醇更为优越，属医保乙类品种。2011 年样本医院销售额为 4600 万元，同比增速高达 62%，有望成为下一个重磅品种。估计终端市场规模接近 4 亿元，几乎被通用电气药业垄断。公司碘克沙醇 (50ml:16g) 于 2011 年底获批，今年重点是中标进医院，目前已在青海、新疆、宁夏等省中标，中标价是碘海醇的近 3 倍。今年受到各地招标和执行进度放缓影响，目前碘克沙醇销售金额还较低。我们预计明后年碘克沙醇有望逐步上量，或将显著提升公司盈利能力。

■ 九味镇心增长较快，降糖药仍需等待

九味镇心颗粒是唯一用于治疗焦虑症纯中药制剂，副作用明显低于西药，是公司重点培育品种，目前已进入北京、山西地方医保。九味去年基数较低 (全年收入 608 万)，估计今年前三季度同比增长超过 70% 以上，还有很大成长潜力。降糖药瑞格列奈、格列美脲潜力较大，目前主要通过经销商销售，短期内尚不是公司重点培育品种。

■ 首次给予“推荐”评级

预计公司 12~14 年的 EPS 分别为 0.41, 0.54 和 0.70 元，对应 10 月 22 日收盘价 14.33 元的 PE 分别为 35, 26 和 21 倍。公司作为对比剂领域龙头，将持续受益于政策对前期诊疗的支持，高定价品种叠加有望延续高成长，九味镇心提供长期想象空间，首次给予“推荐”评级。

■ 风险提示

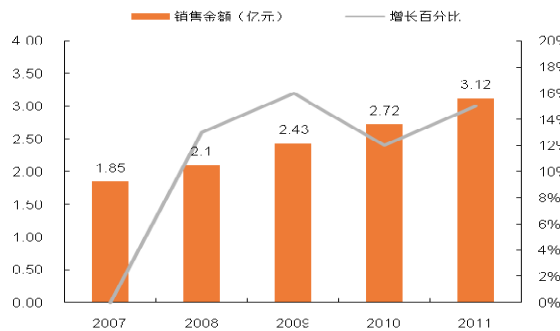
竞争加剧造成价格下降、原料药价格波动、限售股解禁。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	182	197	273	363	468
YoY(%)	-16.0	8.0	38.8	32.9	28.9
净利润(百万元)	43	44	62	83	107
YoY(%)	22.7	3.4	40.6	33.1	29.0
毛利率(%)	58.6	74.7	73.7	75.1	75.9
净利率(%)	23.5	22.5	22.8	22.8	22.8
ROE(%)	9.1	9.0	10.7	12.4	13.8
EPS(摊薄/元)	0.28	0.29	0.41	0.54	0.70
P/E(倍)	51.2	49.5	35.2	26.5	20.5
P/B(倍)	4.7	4.5	3.8	3.3	2.8

一、附录——主要品种

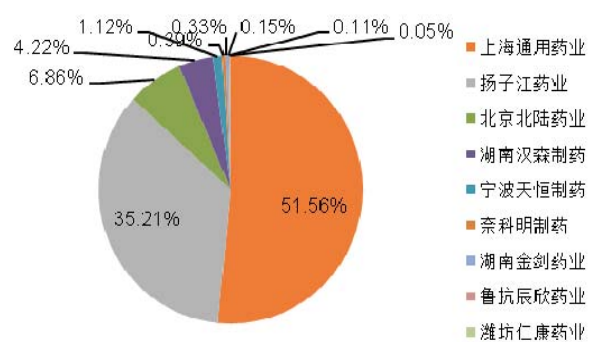
碘海醇注射液是非离子型碘对比剂，与传统的离子型对比剂相比，安全性大大提高，临床反映效果优良。主要用于在临床中进行血管造影、头部及体部 CT 增强造影、静脉尿路造影，体腔造影等。

图表1 样本医院碘海醇销售金额



资料来源：南方所、平安证券研究所整理

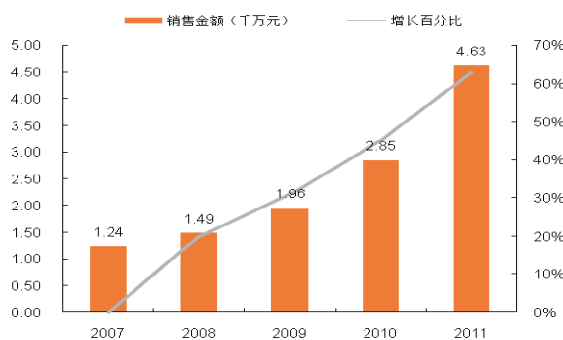
图表2 样本医院碘海醇竞争格局



资料来源：南方所、平安证券研究所整理

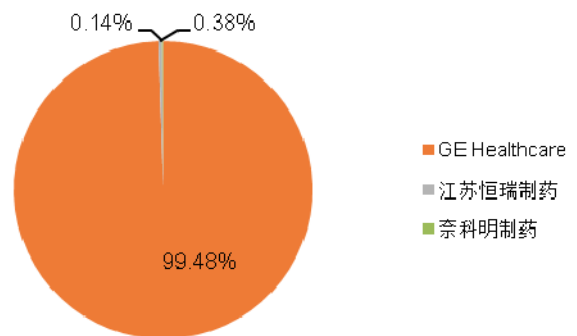
碘克沙醇属于新型的非离子型双聚体碘造影剂，除了具有水溶性好、黏度低等优点外，其注射液的渗透压与血液、脑脊液等渗，毒副作用极少，特别适用于脊髓造影，以及有造影剂反应高危因素病人的造影检查。适应症包括：成人的心血管造影、脑血管造影，外周动脉造影、腹部血管造影，尿路造影，静脉造影以及 CT 增强检查；儿童心血管造影、尿路造影和 CT 增强检查。

图表3 样本医院碘克沙醇销售金额



资料来源：南方所、平安证券研究所整理

图表4 样本医院碘克沙醇竞争格局



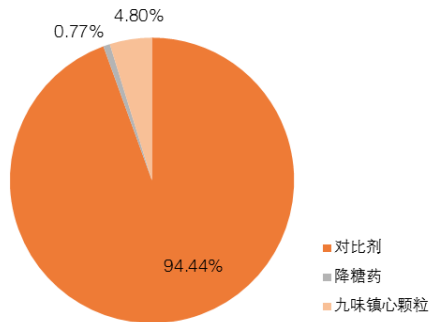
资料来源：南方所、平安证券研究所整理

二、附录——公司简介

2.1 业务概要

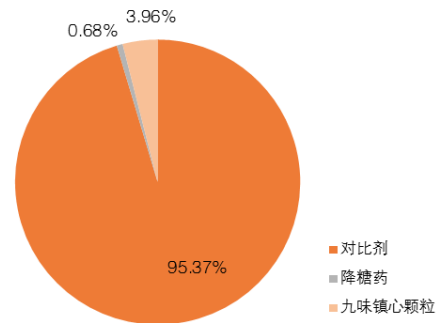
公司是我国对比剂行业的市场领先者，逐步形成了以对比剂系列产品为核心，兼顾降糖类药品和精神类药物的整体业务布局。最新推出的新产品九味镇心颗粒是国内第一个、也是目前唯一一个通过国家药监局批准用于治疗广泛性焦虑症的纯中药制剂，该药疗效确切，副作用轻微，无依赖性，将成为公司未来新的利润增长点。

图表5 2012年上半年收入构成



资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表6 2012年上半年毛利构成



资料来源：公司年报、平安证券研究所

2.2 股权结构

董事长王代雪是公司控股股东、实际控制人，持股 21.13%。

图表7 公司股权结构



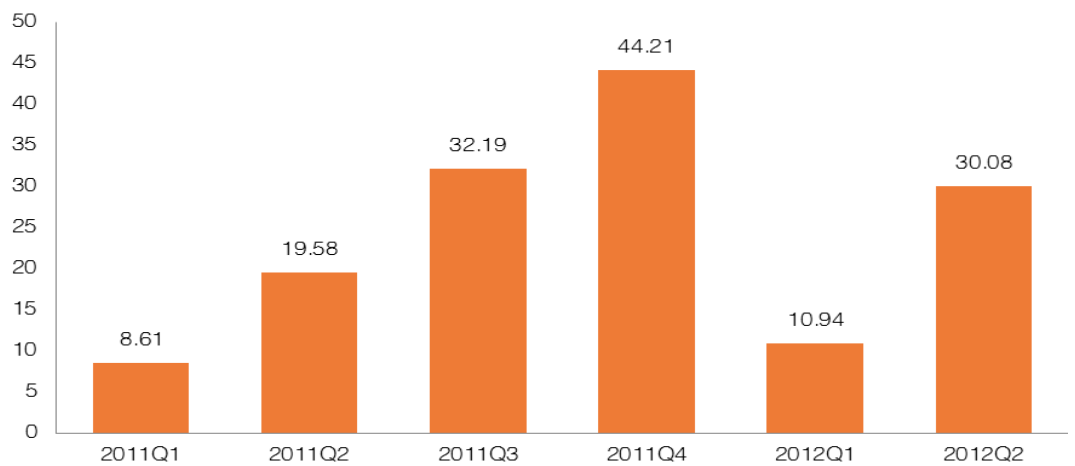
资料来源：Wind资讯，平安证券研究所整理

2.3 历史业绩

2012 年上半年公司营业收入为 1.27 亿元，同比增长 43.0%，净利润 3,008 万元，同比增长 53.6%。

图表8 公司分季度累积净利润

单位：百万元

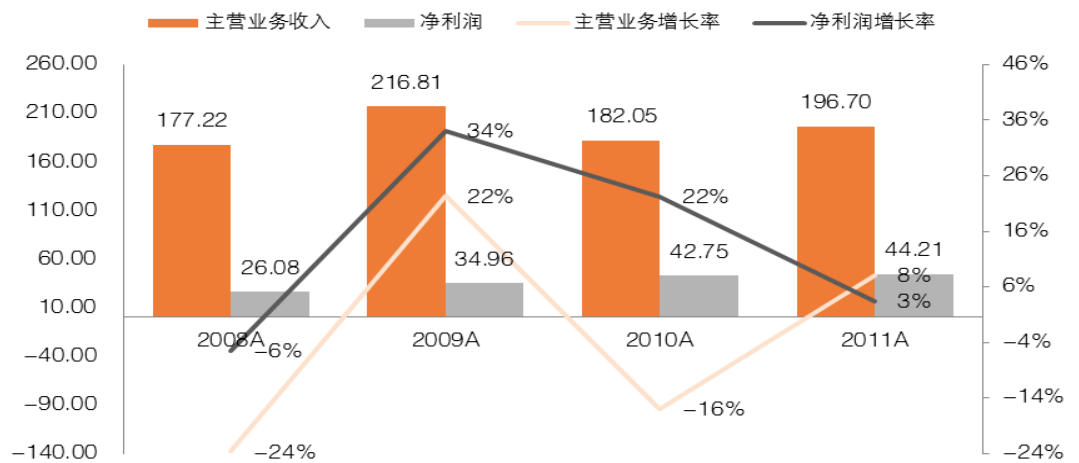


资料来源：公司资料、平安证券研究所

2010 年开始公司主动调整策略，缩减药品经销业务、聚焦医药工业，收入结构发生明显变化。2011 年加速的营销改革逐步显效，2012 年公司业绩重新回到快速增长的轨道。

图表9 公司年度营收和业绩情况

单位：百万元



资料来源：公司资料，平安证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	416	531	702	891	营业收入	197	273	363	468
现金	319	409	544	702	营业成本	50	72	90	113
应收账款	49	68	91	117	营业税金及附加	2	3	4	5
其他应收款	2	3	4	5	营业费用	84	116	152	196
预付账款	23	14	18	11	管理费用	19	25	33	42
存货	24	36	45	56	财务费用	-7	-9	-6	-4
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	0	1	2	3
非流动资产	108	134	151	145	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	61	109	129	130	营业利润	48	66	87	113
无形资产	4	3		3	营业外收入	6	8	10	13
其他非流动资产	41	22	22	11	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	525	665	852	1035	利润总额	54	74	97	126
流动负债	19	72	167	233	所得税	9	12	15	19
短期借款	0	57	150	214	净利润	44	62	83	107
应付账款	2	3	4	5	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	17	12	13	15	归属母公司净利润	44	62	83	107
非流动负债	14	10	20	30	EBITDA	47	66	95	125
长期借款	0	10	20	30	EPS (元)	0.29	0.41	0.54	0.70
其他非流动负债	14	0	0	0					
负债合计	33	82	187	263					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	153	153	153	153	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
资本公积	229	229	229	229	成长能力				
留存收益	110	239	321	428	营业收入	8.0%	38.8%	32.9%	28.9%
归属母公司股东权益	491	582	665	772	营业利润	0.4%	37.8%	32.4%	28.9%
负债和股东权益	525	665	852	1035	归属于母公司净利润	3.4%	40.6%	33.1%	29.0%
					获利能力				
					毛利率(%)	74.7%	73.7%	75.1%	75.9%
					净利率(%)	43.8%	22.5%	22.8%	22.8%
					ROE(%)	9.0%	10.7%	12.4%	13.8%
					ROIC(%)	6.9%	7.3%	8.3%	9.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	6.3%	12.4%	22.0%	25.4%
					净负债比率(%)	0.00%	81.78%	90.86%	92.63%
					流动比率	21.97	7.34	4.20	3.82
					速动比率	20.71	6.84	3.93	3.58
					营运能力				
					总资产周转率	0.39	0.46	0.48	0.50
					应收账款周转率	4	5	5	5
					应付账款周转率	25.95	31.37	27.88	27.71
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.29	0.41	0.54	0.70
					每股经营现金流(最新)	0.30	0.13	0.37	0.59
					每股净资产(最新摊薄)	3.22	3.81	4.35	5.05
					估值比率				
					P/E	49.51	35.22	26.46	20.51
					P/B	4.45	3.76	3.29	2.84
					EV/EBITDA	40	28	19	15

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	46	20	56	90
净利润	44	62	83	107
折旧摊销	6	9	13	16
财务费用	-7	-9	-6	-4
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-2	-25	-34	-29
其他经营现金流	4	-17	0	0
投资活动现金流	-18	-35	-30	-10
资本支出	32	60	30	10
长期投资	0	-24	0	0
其他投资现金流	14	1	0	0
筹资活动现金流	-20	106	109	78
短期借款	0	57	93	64
长期借款	0	10	10	10
普通股增加	-30	43	0	0
资本公积增加	-51	0	0	0
其他筹资现金流	60	-5	6	4
现金净增加额	8	90	135	157

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257