



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

制药:化学成药

王军

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001  
(8621) 2032 8310  
jun.wang\_sh@bocichina.com

焦阳

证券投资咨询业务证书编号: S1300512090002  
(8621) 2032 8587  
yang.jiao@bocichina.com

\*寇嘉辉为本报告重要贡献者

## 北陆药业调研纪要

近日我们参加北陆药业(300016.CH/人民币 18.07, 未有评级)投资者交流会, 与公司董事长及一众高管就公司生产经营状况进行交流, 我们看好公司所处对比剂行业的市场空间增长及公司竞争优势, 建议投资者有所关注。

相关纪要如下:

### 1. 2013年工作重点

我们预计在研发方面, 公司将努力争取获得碘帕醇注册批件; 加快推进新产品研发立项工作, 积极开展国际国内合作; 在管理方面, 公司将完善现有管理体系, 加强成本控制, 强化绩效考核, 适时推出股权激励机制。

### 2. 对比剂行业概况及公司竞争策略

我们估计对比剂 2012 年整体市场规模约 40 亿元, 同比增长约 20%。CT 和核磁是两个主要市场。我们预计 CT 增强扫描在医院中所占比重会进一步加大。CT 随着机器的发展已经达到 320 排甚至更高, 扫描速度越来越快, 而与其构成竞争关系的磁共振速度方面则无太大改善, 故部分市场份额将被 CT 替代。另一方面国内对于增强扫描的概念与国外越来越接近; 在一二线城市已与国外差距不大, 在三四线城市尚有较大市场空间, 综合来看国外增强扫描率有 40%, 而国内只有约 20%。对患者而言, 虽然增强扫描的费用较高, 但更好更早诊断疾病可以省去后期很多费用。

根据 IMS 数据, 对比剂国内市场占有率前几名 (按由大到小排列): 拜耳 (25%以上市场份额)、GE (20%)、扬子江 (15%)、意大利博莱科 (12%)、恒瑞医药(600276.CH/人民币 33.02, 未有评级)(7.5%)、北陆(7.02%)等, 这几家市场份额合计在 86%左右。今后 5 年仍将对对比剂的黄金年。

我们认为, 北陆药业可在竞争中寻求差异化战略, 与国外企业比服务, 与国内企业比学术。此外公司和学会、杂志有多年的稳定合作关系。在价格层面, 由于医保预付已经是大趋势, 未来还是有利于性价比高产品, 我们判断这对国产药品构成利好。根据 IMS 资料显示最近 1-2 年, 公司对对比剂市场占有率都是每年均有 1% 的增长。目前公司产品协调性良好, 没有相互替代关系。

IMS 将中国 600 多个城市划分为 5 级, 一级是北上广, 二级城市 12 家、三级城市 27 家、四级城市 49 家、五级城市 567 家, 从药品市场份额来看, 这 5 类城市各占 20%。县级医院更多的是基础设施的提高, 现在县级医院设备都不差, 市场潜力很大。公司策略是大医院要开, 同时利用公司特点增强县级医院的开发; 我们认为县级医院设备不错, 但人员素质和人员诊疗水平相对较差, 通过提升其诊疗水平、规范诊疗流程有利于品种销售。我们预计公司将通过内部提升或外部招聘进一步加强人员投入, 在现有医院提高市场占有率。在医院强化科室渗透, 从 CT 和核磁应用向介入、pet-CT、放疗应用等方向扩展。对于新开发医院, 今年筛选出占市场比重大的医院重点投入。

即将获批的碘帕醇则在某领域可能对在售品种构成替代，但我们认为品种间的协同作用更为重要。目前碘帕醇只有博莱科在销，我们判断公司产品上市后或可在价格方面具有一定优势。同时考虑到在对比剂品种开发医院过程中，一品双规的规定使得碘海醇在医院开发上遇到很大阻力；若碘帕醇上市，则相关阻力将有所弱化。

### 3. 碘海醇

目前低浓度碘海醇（300mg/ml）进入基药目录，高浓度碘海醇（350mg/ml）未进入。

我们判断价格肯定会有下调；实际上相关品种在2月1日的最新调价中已经调整过了，可能进入基药后还要调整。同时按既往经验，一个品规刚开始进入基药，不会有差比联动，在2-3年以后才会有差比联动。

2013年卫生部严格要求二三级医院必须有一定比例使用基药，若按乐观估计可能达到20%。我们预计进基药目录对于品种销量的提升会有一些的帮助，对独家品种存在潜在利好；但对于多家生产的品种则影响比较复杂。目前碘海醇（300mg/ml）已有10多家生产厂家。既往经验中招标分技术标和商务标，其中企业规模分值占比很大；如果新招标规则还是如此，则规模较小的北陆药业处于很不利的地位。

### 4. 碘克沙醇

目我们估计碘克沙醇2012年销售金额约为1.9亿元，占对比剂市场3%-5%。前GE、恒瑞、北陆三家在售，或有新品已经获批但未见销售。公司采取跟随战略，跟着GE走，去年因招标原因销售有限；今年则在力争确保产品100%中标，这方面也匹配了特殊奖励制度和激励政策，我们预计今年或有很好的业绩。

在科室应用角度，目前碘克沙醇应用主要还是在介入领域，包括心脏介入、神经介入、肿瘤介入等。今后希望将其应用市场从介入领域转向CT。碘克沙醇副作用有延迟性的迟发反应，目前在CT领域推广还需要进一步临床研究支持。随着国产碘克沙醇进入市场，预计价格也会不断降低。GE50ml规格碘克沙醇价格也有下降。预期市场接受度会随着教育与价格下降进一步提升。

### 5. 九味镇心颗粒

该品种具有领先、专利、保健等特点，疗效与一线西药相仿，但副作用很小。

该品种源自古方的纯中药制剂，当时医药协会理事长罗志谷教授向王董推荐中国中医药大学教授的方子，SFDA批准的唯一可治疗焦虑症的中成药，申请了20年的专利，以及处方的专利保护。

公司对九味非常看重。我们预计未来一段时间可能在三个方向上加强工作。一是要积极开展临床的推广工作，维持产品高成长性。二是努力争取该品种进入国家医保，考虑到适用症人群的巨大市场容量，如果成功进入医保目录我们预计该品种将获得放量成长机会。三是加强循证医学工作。由于目前西医多是依靠循证医学接受药品，中药精神用药市场教育尚不成熟。这方面公司已在积极准备。包括与华西合作，及开展九味与帕洛西丁作双盲试验。我们预计循证医学的资料获取，将为品种临床推广或未来可能存在的向OTC领域延伸奠定基础。

在营销方面，公司采取“自营+代理”复合模式营销，我们预计今后将会对自营队伍培育有所侧重。截至2011年底，公司自营团队有50多人，我们预计今年还会增加，会拓展新的自营区域省份。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371