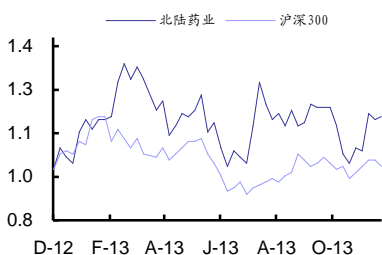


证券研究报告—深度报告
医药保健
制药与生物
北陆药业(300016)
推荐

合理估值: 10.5 元 昨收盘: 7.66 元 (首次评级)

2013年12月17日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	305/243
总市值/流通(百万元)	2,340/1,863
上证综指/深圳成指	2,161/8,273
12个月最高/最低(元)	9.82/6.02

相关研究报告:
证券分析师: 杜佐远

电话: 0755-82130473

E-MAIL: duzyuan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980512070001

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-MAIL: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120026

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

“动能”十足

● “动力”——高管持股+限制性股票激励

医药行业民营细分龙头值得关注。股权结构优化: 民营控股+高管均有持股。

限制性股票激励: 行权条件高, 激励性十足。若公司顺利完成限制性股票激励, 则公司全部高管、中层管理人员、核心技术(业务)人员均有持股。

● “能力”——产品线+营销

产品线: 小企业具备长大的基因。公司上市以来, 产品储备已逐步丰富, 是对比剂行业中品种最齐全的企业, 基本涵盖主要对比剂产品。对比剂行业未来具8倍以上空间, 增速保持在20%, 公司有望超越行业增速保持近30%增速; 同时公司已在神经精神类、糖尿病等大病种领域有所布局和突破。公司神经精神类独家品种——九味镇心颗粒若进2014年全国医保, 则有望再造一个北陆。

营销改革: 效果显现, 市场份额持续提升。2011年初启动营销体系改革: 聘请拜耳医药前事业部总监武瑞华先生担任销售总监; 加大销售投入; 商销分离。营销改革效果显著, 公司对对比剂终端覆盖数和覆盖程度提升, 对比剂收入加速增长, 2011-2013年市场份额以每年0.5-1%的比例提升。我们判断: 公司“现有产品市场继续份额提升”+“新产品上市”推动公司对对比剂整体市场份额将有望从2013年的7.6%提升到2015年的9.2%, 再到2018年的11.4%。

● 风险提示

1) 药品招标降价。关注未来药品招标政策可能变化。2) 新产品销售、在研产品上市时间低于预期。3) 限制性股票未完成授予, 对短期业绩和股价有压制。

● “动能”十足, 5年GAGR有望超30%, 首次给予“推荐”评级

公司“动能”十足, 预计13~18年收入增长18%/32%/33%/31%/30%/29%, 以2013年为基数, 13-18年收入GAGR 31%; 13-18年净利润增长4%/24%/38%/33%/31%/30%, 以2013年为基数, 13-18年净利润GAGR 31%, EPS(14-18年摊薄) 0.22/0.26/0.36/0.48/0.63/0.82元/股。

目前14PE29X, 考虑到未来5年复合增速超30%, 且公司市值小, 具中长线吸引力, 首次覆盖, 给予“推荐”评级, 一年期合理估值9.2-10.5(对应14PE35-40X), 二年期合理估值12.0-13.8(对应15PE33-38X)。

盈利预测和财务指标

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	274	324	426	567
(+/-%)	39.3%	18.2%	31.5%	33.2%
净利润(百万元)	63	66	82	113
(+/-%)	42.6%	4.4%	24.3%	38.5%
摊薄每股收益(元)	0.21	0.22	0.26	0.36
EBIT Margin	24.3%	21.2%	20.2%	21.3%
净资产收益率(ROE)	12.0%	11.4%	12.3%	15.0%
市盈率(PE)	37.1	35.6	29.2	21.1
EV/EBITDA	32.80	32.15	26.06	18.99
市净率(PB)	4.46	4.06	3.60	3.16

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测; 14-18年总股本3.11亿股, 考虑限制性股票590.56万股

投资摘要

估值与投资建议

公司“动能”十足，“动力”来自高管持股（民营控股+高管均持股）+限制性股票激励（行权条件高，激励性十足），“能力”来自公司较为丰富的产品线（使公司具备长大的基因）+营销改革（效果显现，市场份额持续提升）。

公司“动能”十足，预计 13~18 年收入增长 18%/32%/33%/31%/30%/29%，以 2013 年为基数，13-18 年收入 GAGR 31%；13-18 年净利润增长 4%/24%/38%/33%/31%/30%，以 2013 年为基数，13-18 年净利润 GAGR 31%，EPS（14-18 年摊薄）0.22/0.26/0.36/0.48/0.63/0.82 元/股。

目前 14PE29X，考虑到未来 5 年复合增速超 30%，且公司市值小，具中长线吸引力，首次覆盖，给予“推荐”评级，一年期合理估值 9.2-10.5（对应 14PE35~40X），二年期合理估值 12.0-13.8（对应 15PE33~38X）。

核心假设或逻辑

- 对比剂：保持近 30%增速。
- 九味镇心颗粒：保持快速增长，几亿元潜力品种
- 降糖药：随着 14-15 年招标大规模开展，瑞格列奈片有望快速上量。
- 其他：文拉法辛缓释胶囊等神经精神类用药 2016 年开始贡献收入。
- 管理费用率：14-16 年受激励费用影响，不考虑激励费用保持稳定。
- 销售费用率：保持基本稳定。

与市场预期的差异之处

市场认为公司产品单一，所在对比剂行业小。我们认为公司上市以来，产品储备已逐步丰富，是对比剂行业中品种最全的企业，基本涵盖主要对比剂产品，新产品中九味镇心颗粒、碘克沙醇、瑞格列奈也即将构成公司重要增长点。而公司所在的对比剂行业目前市场规模 45 亿元，虽不大、但未来具 8 倍以上空间，增速保持在 20%，已足够公司发展；且公司已在神经精神类、糖尿病等大病种领域有所布局和突破，未来发展值得期待。

对公司业绩达到激励行权条件存疑虑。我们认为公司“动能”十足，2013 年因最高零售价降价影响短期增速，未来 5 年有望重拾高增长。

股价变化的催化因素

- 九味镇心颗粒若进 2014 年全国医保，则有望再造一个北陆。
- 新产品九味镇心颗粒、碘克沙醇、瑞格列奈销售超预期。
- 在研产品碘帕醇、钆贝葡胺、文拉法辛缓释胶囊等获批上市。

核心假设或逻辑的主要风险

- 药品招标降价。关注未来药品招标政策可能变化。
- 新产品销售、在研产品上市时间低于预期。
- 限制性股票激励未完成授予，对短期业绩和股价有压制。

内容目录

“动力”——高管持股+限制性股票激励	5
1、高管持股：民营控股+高管持股.....	5
2、限制性股票激励：行权条件高，激励性十足.....	5
“能力”——产品线+营销	6
产品线：小企业具备长大的基因	6
1、对比剂：有望超越行业增速保持近 30%增速.....	6
2、神经精神类：九味镇心颗粒若进 14 年全国医保，则有望再造一个北陆.....	9
3、降糖药：规模尚小，瑞格列奈片有望快速上量.....	12
营销改革：效果显现，市场份额持续提升	12
盈利预测	13
1、发改委降价影响 13-14Q1 增速.....	13
2、基本假设.....	13
3、预测结果.....	14
核心判断的主要风险	15
附表：财务预测与估值	16
国信证券投资评级	17
分析师承诺	17
风险提示	17
证券投资咨询业务的说明	17

图表目录

表 1: 北陆药业现任高管持股情况	5
表 2: 北陆药业限制性股票激励对象	5
表 3: 北陆药业限制性股票激励行权条件和国信盈利预测	6
表 4: 北陆药业限制性股票激励个人考核条件	6
表 5: 主要 CT 对比剂分类及比较	7
表 6: 发达国家 CT/MRI 设备人均保有量与中国比较 (单位: 台/每百万人口)	7
表 7: 2013 年对比剂行业竞争格局	8
表 8: 对比剂主要品种分析	8
表 9: 对比剂主要品种分析和预测 (单位: 亿元)	9
表 10: 神经精神类疾病分类	10
表 11: 北陆药业在神经精神类领域布局	10
表 12: 九味镇心颗粒与同类产品—乌灵胶囊比较	11
表 13: 九味镇心颗粒与乌灵胶囊收入 (单位: 百万元)	12
表 14: 市场份额前十位糖尿病药物	12
表 15: 公司对比剂收入 (百万元) 及增速 (2013 年受降价影响, 但销量仍增长约 30%)	13
表 16: 2013 年 2 月北陆重点产品价格调整情况	13
表 17: 北陆药业收入-成本拆分及预测 (单位: 百万元)	14
表 18: 北陆药业管理、销售费用率预测	14
表 19: 北陆药业盈利预测及市场重要数据	15

“动力”——高管持股+限制性股票激励

1、股权结构优化：民营控股+高管持股

公司大部分高管早期就进入公司，持有公司股权。只有总经理武瑞华先生 2011 年 3 月从拜耳离职来公司，负责公司销售，未持有股权，但武总已是公司核心人物之一，因此 2013 年 11 月公司出台的限制性股票激励草案，武总获授限制性股票数量最多。若公司顺利完成限制性股票激励，则公司全部高管均有持股。

表 1：北陆药业现任高管持股情况

姓名	职务	截止 13 年中报持股数(百万股)	占总股本比例
王代雪	董事长	64.6	21.1%
段贤柱	副董事长,副总经理	3.2	1.1%
武杰	副总经理	1.0	0.3%
刘宁	副总经理,董事会秘书	0.9	0.3%
李弘	董事,财务总监	0.7	0.2%
武瑞华	总经理	0.0	0.0%

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所

2、限制性股票激励：行权条件高，激励性十足

2013 年 11 月公司公布限制性股票激励（草案），授予价为 3.61 元/股，为草案公告前 20 日均价 50%，授予数量 590.56 万股（最终以实际认购数量为准），占总股本 1.93%。3 位高管和 48 位中层管理人员、核心技术（业务）人员参与。自授予日起 12 个月、24 个月、36 个月后可申请解锁限制性股票总量的 20%、40%、40%。

表 2：北陆药业限制性股票激励对象

序号	姓名	职务	获限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例(%)	占公司总股本的比例(%)
1	武瑞华	董事、总经理	140	23.71%	0.46%
2	段贤柱	副董事长、副总经理	130	22.01%	0.43%
3	李弘	董事、财务总监	50	8.47%	0.16%
4	中层管理人员、核心技术（业务）人员（48 人）		270.56	45.81%	0.89%
合计			590.56	100.00%	1.93%

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所

本次限制性股票激励行权条件高，要求 14-16 年收入不低于 4.08/5.40/7.29 亿元，扣非净利润不低于 0.75/1.05/1.39 亿元（注：若公司发生收购，收购贡献的收入和净利润不计入考核指标）。我们认为公司业绩达到行权条件虽具一定挑战性，但完成的可能性大，对公司、高管、员工激励性十足。

若公司顺利完成限制性股票激励，则公司全部高管、中层管理人员、核心技术（业务）人员均有持股。

表 3: 北陆药业限制性股票激励行权条件和国信盈利预测

	2013E	2014	2015	2016
行权条件				
收入	324	408	540	729
增速		26%	32%	35%
扣非净利润	66	75	105	139
增速		14%	40%	33%
EPS (摊薄)	0.22	0.24	0.34	0.45
激励费用		7	4	2
扣非净利润(加回激励费用)	66	81	108	140
增速		23%	34%	30%
EPS (摊薄)	0.22	0.26	0.35	0.45
国信预测				
收入	324	426	567	741
增速		32%	33%	31%
净利润	66	82	113	151
增速		24%	38%	33%
EPS (摊薄)	0.22	0.26	0.36	0.48
激励费用		7	4	2
净利润(加回激励费用)	66	88	117	152
增速		33%	33%	30%
EPS (摊薄)	0.22	0.28	0.37	0.49

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所（14-16年总股本 3.11 亿股，按发行 590.56 万股限制性股票计算）

表 4: 北陆药业限制性股票激励个人考核条件

等级	A	B	C	D	E
结果	特优	优秀	良好	达标	不达标
分数段	90 分以上	80-90	70-80	60-70	60 分以下
解锁比例	100%		85%	70%	0

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所

“能力”——产品线+营销

产品线：小企业具备长大的基因

1、对比剂：有望超越行业增速保持近 30%增速

➤ 行业：具 8 倍以上空间，未来保持约 20%增速

对比剂是指在影像诊断检查中，为了增强影像对比而给患者使用（一般是血管内注射）的一种对比增强剂，也就是人们平常俗称的造影剂。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 线对比剂（主要用于 CT 检测，产品主要为碘类对比剂）和磁共振对比剂（用于 MRI 设备检测，产品主要为钆类对比剂）。

表 5: 主要 CT 对比剂分类及比较

分类	结构	通用名	全球上市时间	渗透压	特点
第一代	离子型单体	泛影酸	1950s	高渗对比剂	渗透压高，副反应多；目前应用已经很少。
	非离子型单体	碘海醇	1976	次高渗对比剂	
第二代	非离子型单体	碘帕醇	1974	次高渗对比剂	毒性低，渗透压低，机体耐受性好，性能稳定，可高温消毒，临床广泛应用。
	非离子型单体	碘普罗胺	1979	次高渗对比剂	
	非离子型单体	碘佛醇	1982	次高渗对比剂	
第三代	非离子型二聚体	碘克沙醇	1995	等渗对比剂	毒性低；水溶性好；渗透压进一步降低到与人体体液等渗，机体耐受性好，副反应少。 缺点是分子量大，黏稠度较高。 整体上优于非离子型单体，临床应用快速提升。

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所

2013 年对比剂行业终端市场规模约 45 亿元，过去几年年均增长约 20%（数据来源：IMS），其中 CT 对比剂占比近 90%，MRI 对比剂占比 10% 多。我们预计行业具 8 倍以上空间（简单推算：发达国家 CT/MRI 设备人均保有量约为中国的 4 倍，发达国家增强扫描使用比例是中国的 2 倍），未来几年有望保持约 20% 增速，增长来自：

- ✓ **CT 和 MRI 等扫描诊断设备数量增加（发达国家 CT/MRI 设备人均保有量约为中国的 4 倍）。**随着新医改方案的推进，为保证广大百姓都能够及时就医，国家将重点扶持县级医院，提高这些医院的医疗条件，未来 CT 和 MRI 等扫描诊断设备数量将会逐年增加，从而增加未来对比剂的使用量。

表 6: 发达国家 CT/MRI 设备人均保有量与中国比较（单位：台/每百万人口）

	CT 保有量	为中国倍数	MRI 设备保有量	为中国倍数
美国	39.3	4.6	31.5	16.1
日本	99.9	11.6	45.6	23.3
英国	8.3	1.0	6.0	3.0
法国	11.8	1.4	7.0	3.6
澳大利亚	43.0	5.0	5.7	2.9
加拿大	14.2	1.7	8.2	4.2
意大利	31.5	3.7	22.0	11.2
葡萄牙	29.0	3.4	10.0	5.1
韩国	35.3	4.1	19.9	10.2
丹麦	27.6	3.2	16.4	8.4
芬兰	21.1	2.5	18.7	9.5
荷兰	12.3	1.4	12.2	6.2
新西兰	15.6	1.8	10.5	5.4
奥地利	29.8	3.5	18.6	9.5
希腊	34.3	4.0	22.6	11.5
冰岛	37.7	4.4	22.0	11.2
卢森堡	25.6	3.0	13.8	7.0
平均值	30.4	3.5	17.1	8.7
中国	8.6		2.0	

资料来源：OECD、国信证券经济研究所

- ✓ **增强扫描使用比例提高（发达国家 40%；中国 20%）。**为提高确诊率，发达国家医生进行扫描诊断时一般会使用对比剂，而目前国内并不强制患者使用。以前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，因而预计未来几年对比剂的使用量会大大增加。
- ✓ **需要进行诊断扫描的病人数量逐年增加。**1) 随着环境的恶化、社会节奏的加快以

及生活压力的不断加大，人群发病率不断提高，需要进行扫描诊断的病入也日益增多；2）随着人民生活水平的日益提高、新医改方案全民健康保险的推进以及医疗常识的不断普及，广大百姓不仅在看病资费方面有了一定的保障，其健康意识也在不断的增强，人们开始逐渐认识到早期以及正确诊断对于保证身体健康、及早消除疾病以及节约总体医疗费用支出的重要意义。

✓ **技术进步，产品更新换代，定价更高。**

➤ **公司：有望超越行业增速保持近 30%增速**

公司为老牌对比剂企业，对比剂品种最全。公司成立于 1992 年，当年并上市销售对比剂产品，是国内最早从事对比剂研发、生产、销售的企业之一。公司目前生产 4 个品种，加上报生产阶段的 2 个对比剂，合计 6 个品种，是对比剂品种最多的企业，基本涵盖核心对比剂产品。

目前竞争格局：3 家外资+3 家内企主导，已初步实现进口替代。目前 3 家外资（GE、拜耳、博莱科）占比 53%+3 家国内企业（扬子江、恒瑞、北陆）占比 34%，主导市场，合计市场份额 87%，国内企业凭借性价比和本土化的学术营销逐步实现进口替代。**其中北陆药业市场份额约 8%，2011-2013 年市场份额以每年 0.5-1%的比例提升。**

未来竞争格局：整体稳定，国产占比持续提升。从目前来看，除现有 6 个企业主导市场外，未有其他实力雄厚的大厂商准备进入对比剂行业，预计行业格局整体基本稳定，而国内企业通过进口替代和仿制药不断上市，市场份额有望持续提升。

表 7：2013 年对比剂行业竞争格局

企业	市场份额
GE	24%
拜耳	18%
扬子江	15%
恒瑞	12%
博莱科	11%
北陆	8%
其他	13%

资料来源：IMS、国信证券经济研究所

表 8：对比剂主要品种分析

品种	行业全部规格	北陆拥有规格	医保/基药	竞争格局
一、北陆药业已布局对比剂品种				
碘海醇注射液	合计 13 个规格： 10ml:3g(l), 20ml:6g(l), 20ml:7g(l), 50ml:7g(l), 50ml:9g(l), 50ml:12g(l), 50ml:15g(l), 50ml:17.5g(l), 75ml:22.5g(l), 75ml:26.25g(l), 100ml:30g(l), 100ml:35g(l), 200ml:70g(l)	合计 7 个规格： 20ml:6g(l), 20ml:7g(l), 50ml:17.5g(l), 50ml:15g(l), 75ml:22.5g(l), 100ml:30g(l), 100ml:35g(l)	3 个规格进 12 版基药 (20ml:6g(l), 50ml:15g(l), 100ml:30g(l)), 其他规格进甲类医保。	GE (占 45%)、扬子江 (占 35%)、北陆 (占 10%) 等多家。
钆喷酸葡胺注射液	20ml:9.38g, 15ml:7.04g, 12ml:5.63g, 10ml:4.69g	20ml:9.38g, 15ml:7.04g, 12ml:5.63g, 10ml:4.69g	乙类医保	拜耳 (40%)、北陆 (30%)、康臣 (17%)、上海旭东海普 (8%)、上海第一生化 (5%) 共 5 家。
枸橼酸铁铵泡腾颗粒	6g:1.2g, 3g:0.6g	6g:1.2g, 3g:0.6g	湖北地方医保	独家
碘克沙醇注射液	100ml:32g(l), 100ml:27g(l), 50ml:16g(l), 50ml:13.5g(l)	50ml:16g(l), 100ml 规格在申报, 即将获批	乙类医保	GE (60%)、恒瑞 (10 年 11 月获批, 13 年收入 1-2 亿, 占比 40%)、北陆 (11 年 12 月获批, 随着 14-15 年招标大规模开展, 有望快速上量)。

碘帕醇	74g(I)/200ml, 60g(I)/200ml, 9g(I)/30ml, 37g(I)/100ml, 30g(I)/100ml, 18.5g(I)/50ml, 15g(I)/50ml	甲类医保	博莱科 1 家, 北陆 11 年报生产, 即将审评, 预计 14 年首仿上市。
钆贝葡胺	20ml:10.58g, 15ml:7.935g, 10ml:5.290g	乙类医保	博莱科 1 家, 北陆 12 年 11 月报生产, 预计 15 年获批。
二、北陆药业未布局对比剂品种			
碘普罗胺		甲类医保	拜耳
碘佛醇		甲类医保	加拿大万灵科 (30%)、恒瑞 (70%)

资料来源: IMS、国信证券经济研究所

我们对对比剂主要品种进行详细分析和预测, 得出结论: 公司“现有产品市场继续份额提升”+“新产品上市”推动公司整体市场份额将有望从 2013 年的 7.6% 提升到 2015 年的 9.2%, 再到 2018 年的 11.4%。同时下表也是我们对公司对比剂盈利预测的核心假设。

- ✓ 公司现有产品: 碘海醇、钆喷酸葡胺增速保持高于行业。
- ✓ 新品种: 碘克沙醇定位高端, 是对比剂行业的一颗新星, 行业竞争格局好, 公司产品 11 年 12 月获批, 因各省招标进度慢, 仅进入个别省份招标, 随着 14-15 年招标大规模开展, 有望快速上量, 是潜力品种。
- ✓ 在研产品: 碘帕醇、钆贝葡胺预计分别于 2014 年和 2015 年首仿上市。其中碘帕醇市场格局好, 市场规模不错, 是潜力品种。

表 9: 对比剂主要品种分析和预测 (单位: 亿元)

	2013E					2015E					2018E				
	对比剂行业规模	产品规模	产品占行业比例	北陆终端规模	北陆市场份额	对比剂行业规模	产品规模	产品占行业比例	北陆终端规模	北陆市场份额	对比剂行业规模	产品规模	产品占行业比例	北陆终端规模	北陆市场份额
碘海醇	45	19.4	43%	1.9	10%	64	26.8	42%	3.2	12%	108	43.3	40%	6.1	14%
钆喷酸葡胺	45	4.5	10%	1.4	30%	64	7.0	11%	2.2	31%	108	13.0	12%	4.2	32%
枸橼酸铁铵泡腾颗粒	45	0.05	0.1%	0.05	100%	64	0.06	0.1%	0.06	100%	108	0.11	0.1%	0.11	100%
碘克沙醇	45	3.6	8%	0.07	2%	64	7.0	11%	0.3	4%	108	16.2	15%	1.3	8%
碘帕醇	45	4.5	10%	0	0%	64	6.4	10%	0.13	2%	108	10.8	10%	0.65	6%
钆贝葡胺	45	0.45	1%	0	0%	64	1.0	1.5%	0.01	1%	108	2.2	2%	0.11	5%
碘普罗胺	45	5.4	12%	0	0%	64	7.0	11%	0	0%	108	10.8	10%	0	0%
碘佛醇	45	5.4	12%	0	0%	64	7.0	11%	0	0%	108	10.8	10%	0	0%
北陆药业对比剂市场份额					7.6%					9.2%					11.4%

资料来源: IMS、国信证券经济研究所预测; 注: 1、终端规模=不含税出厂价*1.06(配送)*1.17(增值税); 2、对比剂行业 13-18 年复合增长率按 19% 预测

2、神经精神类: 九味镇心颗粒若进 14 年全国医保, 则有望再造一个北陆

➤ 行业: 千亿元大行业, 高增长

神经精神类疾病(神经系统疾病)分为“器质性损伤引起的神经疾病”和“没有器质性损伤但有功能障碍的精神疾病”(见表)。

经济快速发展带来生活和工作压力的加大, 以及人口老龄化, 带来神经系统主要疾病患病率逐年提升。但由于临床诊断与治疗手段的相对落后, 以及患者本身

对该类疾病的认识不足，导致神经系统疾病就诊率、住院偏低。

目前神经精神类药品市场规模已达 1 千亿元，行业增速超 20%，高于药品市场规模增速，占药品市场份额约 10%，与发达国家 20% 的占比仍有不少空间。

表 10: 神经精神类疾病分类

类别	种类	特征
神经疾病	脑血管疾病 (CD)	各种病因导致脑血管发生病变引起脑部疾病的总称，临床上分为急性和慢性两种，急性最常见。急性发病并迅速出现功能障碍的脑血管疾病称为急性脑血管病，也称为脑血管意外、中风或卒中 (Stroke)，包括缺血性脑血管病 (脑梗死 (CI) 和短暂性脑缺血发作 (TIA)) 和出血性脑血管病 (脑出血 (CH) 和蛛网膜下腔出血 (SH))。慢性脑血管病起病隐袭，逐渐发展，如脑动脉硬化症、血管性痴呆 (VD) 等。
	癫痫 (ED)	多种病因导致的慢性脑疾患，特点是大脑神经元反复、过度的超同步化发放脑电波，引起一过性和发作性脑功能障碍。根据病因又可分为原发性和继发性癫痫两大类。
	阿尔茨海默病 (AD)	又称老年性痴呆。由于大脑萎缩、神经元变性导致的慢性、进行性神经系统疾病。
	帕金森病 (PD)	又称震颤麻痹。由于黑质多巴胺能神经元进行性变性、脱失，多巴胺分泌不足，导致的中老年神经系统变性病。
	多发性硬化 (MS)	原发于中枢神经系统的脱髓鞘疾病，发病年龄在 10-50 岁。
	吉兰-巴雷综合征 (GBS)	一种多发性、阶段性、周围神经和神经根的炎性脱髓鞘疾病。
	重症肌无力 (MG)	一种神经肌肉接头处乙酰胆碱受体损伤所致的自身免疫病。
精神疾病	精神分裂症 (Schizophrenia)	一组常见的病因不明的重型精神病。患病率最高，多起病于青壮年，病程多迁延难愈。
	焦虑 (Anxiety)	有现实焦虑和病理性焦虑。现实焦虑是对应激的自然反应；病理性焦虑即焦虑症，又称焦虑性神经症，是焦虑、紧张、恐惧的情绪障碍，伴有植物神经系统症状和运动不安为特征。
	抑郁症 (Depression)	一组以情感 (心境) 低落为基本特征的精神障碍，可伴有思维和行为的改变及躯体症状。按照抑郁严重程度分为：恶劣心境、轻度抑郁、中度抑郁、重度抑郁。

资料来源：市场研究，国信证券经济研究所

► 公司：积极布局神经精神类领域

除 2008 年上市九味镇心颗粒外，公司积极布局了神经精神类药品大品种，包括文拉法辛缓释胶囊 (化药 3.1 类)、瑞替加滨片 (化药 3.1 类)、阿立哌唑片 (化药 6 类)，以首仿为主。

表 11: 北陆药业在神经精神类领域布局

类别	种类	北陆布局	注册分类	所处阶段	分析
神经疾病	脑血管疾病 (CD)				2011 年欧美上市，国内未上市。同时作为钾离子通道的开启者和 γ -氨基丁酸 (GABA) 的增强剂。这项新机制将是间断发作性癫痫治疗的一项潜在的重大进步，同时这也可能是癫痫治疗的一个关键的鉴别因素，是潜在的大品种。
	癫痫 (ED)	瑞替加滨片	化药 3.1 类	药监局审评	
	阿尔茨海默病 (AD)				
	帕金森病 (PD)				
	多发性硬化 (MS)				
	吉兰-巴雷综合征 (GBS)				
	重症肌无力 (MG)				
精神疾病	精神分裂症 (Schizophrenia)	阿立哌唑片	化药 6 类	药监局审评	进口 1 家，国产 2 家。有片剂、胶囊、口腔崩解片三个剂型。美国 2002 年上市，国内 2004 年上市，全球市场规模约 50 亿美元。
	焦虑 (Anxiety)	九味镇心颗粒	中药三类新药	08 年上市，市场推广阶段	独家，几亿元潜力品种，公司有望借其打造“神经精神类药物”专业化营销团队。
	抑郁症 (Depression)	文拉法辛缓释胶囊	化药 3.1 类	药监局审评，报生产	国内已上市片剂 (1 家)、胶囊 (9 家)、缓释片 (成都康弘)、缓释胶囊 (惠氏)。08 年原研厂惠氏该产品全球销售收入近 40 亿美元达到峰值 (08 年专利到期)。国内市场靠缓释剂型取胜：惠氏占 2/3，成都康弘占 1/3，因为双方分别拥有缓释胶囊和缓释片。

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

公司神经精神类重点产品——九味镇心颗粒：几亿元潜力品种，借其打造“神经精神类药物”专业化营销团队

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。与目前市场主流的抗焦虑西药相比，该产品具有疗效显著、毒副作用轻微、无依赖性、无戒断性、可以长期用药等特点，改变了以前抗焦虑中药只是辅助用药的地位，有望成立抗焦虑的一线用药。

九味镇心颗粒 2008 年上市，国家三类新药，独家品种，2013 年收入 3000 万元，公司在九味镇心颗粒上积极投入，稳扎稳打，我们认为若能进入 2014 年国家医保，未来有望是几亿元的大品种。

未来关注四点：

- ✓ **争取进 2014 年全国医保。** 目前已进入北京和山西地方医保，积极推动进入国家医保和其他省医保。若进入 2014 年全国医保，则有望快速上量，成为几亿元大品种。
- ✓ **正申请中药品种保护。** 目前等待国家食品药品监督管理局中药品种保护审评委员会专家评审。
- ✓ 九味镇心颗粒 2014 年将拥有产品上市使用 5 年的安全期数据验证，2014 年计划申请转 OTC，以实现双跨销售。
- ✓ **目前正在进行四期临床，有利于未来做大做强。**

销售模式采取自营+代理，有望借助九味镇心颗粒打造“神经精神类药物”专业化营销团队。 在经济相对发达的重点市场采取自营模式：北京、天津、广东、江苏、浙江、湖北、湖南、山东、四川、辽宁、河南采用自营模式。同时为加快推进，在经济相对落后的非重点市场采用底价招商模式。目前九味镇心颗粒自营营销团队约 50 人，不断扩大中，未来代理占比将越来越低。

与同类产品——乌灵胶囊比较：有望复制乌灵胶囊成长路劲

佐力药业的乌灵胶囊 1999 年上市销售，2005 年之前销售规模不大，公司借助进入 2004 版国家医保和 2005 年转为 OTC 后，才快速上量，2007 年收入过亿，预计 2013 年收入约 4 亿元。

九味镇心颗粒与乌灵胶囊同属于中药神经精神类，若能进入 2014 年全国医保，则有望快速上量，成为几亿元大品种。

表 12：九味镇心颗粒与同类产品——乌灵胶囊比较

	九味镇心颗粒	乌灵胶囊
上市时间	2008 年	1999 年
适应症	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、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。	补肾健脑，养心安神。用于神经衰弱的心肾不交证。症见失眠、健忘、神疲乏力、腰膝酸软、脉细或沉无力等。
主要成分	人参（去芦）、酸枣仁、五味子、茯苓、远志、延胡索、天冬、熟地、黄肉桂。	从乌灵参中分离获得的菌种，经现代生物工程精制而成的纯中药制剂。
医保	北京、山西地方医保	04/09 版国家医保
是否双跨	计划 14 年申请转为 OTC	是，2005 年 12 月转为 OTC
国家新药	三类新药	一类新药
国家中药保护品种	正在申请	二级
13 年收入	0.3 亿元	4 亿元

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所

表 13: 九味镇心颗粒与乌灵胶囊收入 (单位: 百万元)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E
乌灵胶囊收入	104	150	192	233	264	330	412
增速		44%	29%	21%	13%	25%	25%
九味镇心颗粒收入					6	17	31
增速						179%	80%

资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所

3、降糖药: 规模尚小, 瑞格列奈片有望快速上量

我们糖尿病患者人数近 1 亿个, 2013 年糖尿病药物市场规模超 180 亿元, 年均增长超 15%, 未来潜力巨大。

公司降糖药包括格列美脲片和瑞格列奈片。其中格列美脲片因市场竞争激烈, 公司销售规模很小。而瑞格列奈片竞争格局较好, 随着 14-15 年招标大规模开展, 公司有望快速上量。

公司降糖药重点产品——瑞格列奈片: 糖尿病领域大品种

瑞格列奈片由丹麦诺和诺德公司和德国勃林格殷格翰公司联合开发, 是第一个餐时调节体内血糖的新药。2000 年诺和诺德、豪森于国内上市, 北陆药业、天津市康瑞药业、北京万生药业分别于 2011 年 10 月、2012 年、2013 年上市。目前诺和诺德占 90%、豪森 10%, 其他企业量还很少。

瑞格列奈片属于国家乙类医保, 预计 2013 年占糖尿病药物市场份额约 8.5%, 市场规模超 15 亿元, 年增长约 20%。

公司降糖药采取底价代理模式, 随着 14-15 年招标大规模开展, 公司瑞格列奈片有望快速上量。

表 14: 市场份额前十位糖尿病药物

药品名称	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
胰岛素制剂	33.61%	34.78%	35.46%	36.53%	37.75%
阿卡波糖	23.90%	23.85%	22.55%	22.41%	23.37%
瑞格列奈	6.50%	7.01%	7.52%	7.86%	8.07%
二甲双胍	8.48%	8.23%	8.25%	8.26%	7.94%
格列美脲	4.02%	4.53%	4.93%	5.15%	5.73%
吡格列酮	2.58%	2.64%	2.75%	2.84%	3.44%
格列齐特	4.61%	4.31%	3.90%	3.45%	3.38%
那格列奈	1.39%	1.99%	2.47%	2.26%	2.17%
格列吡嗪	3.67%	2.84%	2.44%	2.14%	1.87%
格列喹酮	3.70%	3.06%	2.38%	2.30%	1.85%

资料来源: 南方所、国信证券经济研究所

营销改革: 效果显现, 市场份额持续提升

2011 年销售之前存在的问题: 公司 1992 年进入对比剂领域, 属于对比剂老牌企业, 但是规模一直较小, 2011 年之前收入增速也基本保持与行业同步, 主要原因是公司营销投入不足和营销体系不完善。

2011 年初启动营销体系改革:

- ✓ **聘请拜耳医药前事业部总监武瑞华先生担任销售总监。** 武总之前在拜耳就是从事对比剂销售, 来公司后, 延续公司 5 年的发展规划, 把外企销售管

理模式和经验引入公司，包括学术、市场推广等。(武总简介：1987年7月毕业于西安第四军医大学，1987年-1992年在解放军空军总院血液科工作，1992年-1996年在美国先灵保雅公司工作，先后任医药代表，地区经理；1997年-2011年在拜耳医药保健有限公司，历任大区经理，全国销售经理，事业部经理，事业部总监。2011年3月起任公司副总经理，总经理，董事)。

- ✓ **加大销售投入。**对比剂营销人员从2009年的60多人，增加至2011年的约110人，再到2012年的约150人。抗焦虑药(九味镇心颗粒)营销团队从无到有，2012年已拥有约40名销售人员。销售费用由2010年的4500万元，增加到2012年的1.12亿元，销售费用率大幅提升，2011-2013年销售费用率已稳定在40%。
- ✓ **商销分离。**设立商务中心，专门负责账款回收和招标工作。

营销改革效果显著，对比剂终端覆盖数和覆盖程度提升，公司对对比剂收入加速增长，2011-2013年市场份额以每年0.5-1%的比例提升。

表 15: 公司对对比剂收入(百万元)及增速(2013年受降价影响,但销量仍增长约30%)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E
收入	40	48	54	72	87	105	130	183	252	285
增长率		20%	12%	33%	22%	20%	24%	41%	37%	13%

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所

盈利预测

1、发改委降价影响 13-14Q1 增速

发改委第31次降价，自2013年2月1日开始执行。公司碘海醇注射液4个规格最高零售价降幅15%，钆喷酸葡胺注射液4个规格最高零售价降幅10%，影响公司中标价和出厂价，因此对公司13-14Q1收入增速产生不利影响。考虑到发改委一般3-5年进行一轮降价，下次降价至少要等到2016年以后。

表 16: 2013年2月北陆重点产品价格调整情况

产品	规格	之前最高零售价	最新最高零售价	降价幅度	招标价	加成15%后
碘海醇注射液	30g(I):100ml	284	241	-15%	195.2-245.22	224.48-282
	22.5g(I):75ml	226	193	-15%	152.44-217.6	174.8-250.24
	6g(I):20ml	81	69	-15%	58.72-70.43	67.5-80.99
	17.5g(I):50ml	260			134.83-180	150.05-207
	15g(I):50ml	167	142	-15%	116.6-144.35	134.09-166
	100ml:35g	443			209-289.6	240.35-333.04
钆喷酸葡胺注射液	7g(I):20ml	127			62.87-79.12	72.3-90.99
	20ml:9.38g	199	180	-10%	142.3-173.04	163.65-190
	15ml:7.04g	160	145	-9%	116.89-139.13	134.42-160
	12ml:5.63g	135	122	-10%	94.74-117.39	108.95-135
	10ml:4.69g	117	106	-9%	87.7-113.9	100.89-130.99

资料来源：发改委、国信证券经济研究所

2、基本假设

➤ **对比剂：保持近30%增速。**

- ✓ **现有产品：碘海醇、钆喷酸葡胺增速保持高于行业。**

- ✓ 新品种：碘克沙醇目前仅进入个别省份招标，随着 14-15 年招标大规模开展，有望快速上量，是潜力品种。
- ✓ 在研产品：碘帕醇、钆贝葡胺预计分别于 2014 年和 2015 年首仿上市。其中碘帕醇是潜力品种。
- 九味镇心颗粒：保持快速增长，几亿元潜力品种
- 降糖药：随着 14-15 年招标大规模开展，瑞格列奈片有望快速上量。
- 其他：文拉法辛缓释胶囊等神经精神类用药 2016 年开始贡献收入。
- 管理费用率：14-16 年受激励费用影响，不考虑激励费用保持稳定。
- 销售费用率：保持基本稳定。

表 17：北陆药业收入-成本拆分及预测（单位：百万元）

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
一、对比剂	48	54	72	87	105	130	183	252	285	362	472	605	776	990
增长率	20%	12%	33%	22%	20%	24%	41%	37%	13%	27%	30%	28%	28%	28%
毛利率		73.2%	75.8%	77.7%	76.7%	76.9%	75.3%	74.9%	71.0%	71.5%	71.9%	72.2%	72.4%	72.0%
1、碘海醇									166	206	259	321	398	489
增长率										24%	26%	24%	24%	23%
2、钆喷酸葡胺									109	137	175	219	272	335
增长率										26%	28%	25%	24%	23%
3、碘克沙醇									6	12	23	40	65	105
增长率										110%	85%	75%	65%	61%
4、枸橼酸铁铵泡腾颗粒									4	4	5	6	7	9
增长率										19%	19%	20%	19%	19%
5、碘帕醇										2	10	20	34	52
增长率											414%	90%	75%	53%
6、钆贝葡胺											1	2	4	9
增长率												150%	130%	97%
二、降糖药	3	4	4	5	5	6	4	4	7	12	18	25	34	45
增长率	-2%	21%	5%	13%	3%	15%	-24%	-17%	100%	70%	50%	40%	35%	30%
毛利率		61.4%	58.5%	70.7%	71.0%	76.7%	72.2%	65.6%	59.0%	59.0%	59.0%	59.0%	59.0%	59.0%
三、九味镇心颗粒							6	17	31	50	76	106	143	193
增长率								179%	80%	65%	50%	40%	35%	35%
毛利率							54.2%	65.3%	67.0%	68.0%	69.0%	70.0%	70.0%	70.0%
五、其他	32	68	156	85	107	46	3	2	2	2	2	5	10	20
增长率	476%	110%	130%	-46%	25%	-57%	-93%	-46%	0%	0%	0%	196%	100%	100%
毛利率		3.49%	2.95%	3.33%	3.29%	4.70%	78.5%	78.6%	78.6%	78.6%	78.6%	75.0%	70.0%	70.0%
合计	84	126	232	177	217	182	197	274	324	426	567	741	963	1247
增长率	71%	50%	85%	-24%	22%	-16%	8%	39%	18%	32%	33%	31%	30%	29%
毛利率	42.6%	35.2%	26.5%	41.8%	40.4%	58.6%	74.7%	74.2%	70.4%	70.8%	71.1%	71.4%	71.5%	71.6%

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所预测

表 18：北陆药业管理、销售费用率预测

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
管理费用/营业收入	8.81%	9.63%	7.94%	7.94%	10.10%	8.90%	8.21%	7.94%	7.94%
销售费用/销售收入	24.82%	42.75%	40.98%	40.35%	39.60%	40.00%	40.30%	40.30%	40.00%

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所预测

3、预测结果

根据以上假设,预计 13~18 年收入增长 18%/32%/33%/31%/30%/29%,以 2013 年为基数, 13-18 年收入 GAGR 31%; 13-18 年净利润增长

4%/24%/38%/33%/31%/30%，以 2013 年为基数，13-18 年净利润 GAGR 31%，EPS（14-18 年摊薄）0.22/0.26/0.36/0.48/0.63/0.82 元/股。

表 19: 北陆药业盈利预测及市场重要数据

	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	274	324	426	567	741	963	1,247
(+/-%)	39.3%	18.2%	31.5%	33.2%	30.7%	29.9%	29.5%
净利润(百万元)	63	66	82	113	151	197	257
(+/-%)	42.6%	4.4%	24.3%	38.5%	33.0%	30.7%	30.4%
每股收益(元)	0.41	0.22	0.26	0.36	0.48	0.63	0.82
EBIT Margin	24.3%	21.2%	20.2%	21.3%	22.1%	22.4%	22.8%
净资产收益率 (ROE)	12.0%	11.4%	12.3%	15.0%	17.2%	19.1%	20.7%
市盈率 (PE)	37.2	35.6	29.2	21.1	15.8	12.1	9.3
EV/EBITDA	33.8	32.2	26.1	19.0	14.4	11.2	8.7
市净率 (PB)	4.46	4.06	3.60	3.16	2.73	2.31	1.93

资料来源：公司资料和国信证券预测（14-18 年总股本 3.11 亿股，按发行 590.56 万股限制性股票计算）

核心判断的主要风险

- 药品招标降价。关注未来药品招标政策可能变化。
- 新产品推广、上市时间低于预期。
- 限制性股票激励未完成授予，对短期业绩和股价有压制。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	267	297	393	456	营业收入	274	324	426	567
应收款项	68	81	106	141	营业成本	71	96	125	164
存货净额	63	87	72	87	营业税金及附加	2	3	4	5
其他流动资产	3	4	5	7	销售费用	112	131	169	227
流动资产合计	402	468	576	692	管理费用	22	26	43	51
固定资产	140	134	124	113	财务费用	(7)	(8)	(10)	(13)
无形资产及其他	3	3	3	3	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	35	35	35	35	资产减值及公允价值变动	(2)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	3	3	3	3	其他收入	0	0	0	0
资产总计	584	644	741	846	营业利润	72	76	95	132
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	3	3	3	3
应付款项	9	12	16	21	利润总额	75	79	98	135
其他流动负债	17	22	29	38	所得税费用	12	13	16	22
流动负债合计	26	34	45	59	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	63	66	82	113
其他长期负债	33	33	33	33					
长期负债合计	33	33	33	33	现金流量表 (百万元)				
负债合计	60	67	78	92	净利润	63	66	82	113
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	1	(2)	0	0
股东权益	524	577	663	754	折旧摊销	6	6	9	9
负债和股东权益总计	584	644	741	846	公允价值变动损失	2	2	2	2
					财务费用	(7)	(8)	(10)	(13)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(18)	(31)	(1)	(38)
每股收益	0.41	0.22	0.26	0.36	其它	(1)	2	0	0
每股红利	0.10	0.04	0.05	0.07	经营活动现金流	53	43	91	86
每股净资产	3.43	1.89	2.13	2.42	资本开支	(71)	0	0	0
ROIC	11%	11%	13%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	12%	11%	12%	15%	投资活动现金流	(71)	0	0	0
毛利率	74%	70%	71%	71%	权益性融资	0	0	21	0
EBIT Margin	24%	21%	20%	21%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	26%	23%	22%	23%	支付股利、利息	0	(13)	(16)	(23)
收入增长	39%	18%	32%	33%	其它融资现金流	(34)	0	0	0
净利润增长率	43%	4%	24%	38%	融资活动现金流	(34)	(13)	5	(23)
资产负债率	10%	10%	11%	11%	现金净变动	(52)	30	96	64
息率	0%	1%	1%	2%	货币资金的期初余额	319	267	297	393
P/E	37.2	35.6	29.2	21.1	货币资金的期末余额	267	297	393	456
P/B	4.5	4.1	3.6	3.2	企业自由现金流	(27)	33	79	73
EV/EBITDA	33.8	32.2	26.1	19.0	权益自由现金流	(61)	40	88	84

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郦彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生		马韬	021-60933157		
林虎		孔令超	021-60933159		
固定收益		交通运输		机械及军工	
董德志	021-60933158	郑武	0755-82130422	郑武	0755-82130422
赵婧	021-60875174	岳鑫	0755-82130432	朱海涛	
刘鹏		糜怀清	021-60933167	陈玲	021-60875162
魏玉敏				杨森	0755-82133343
钢铁及新材料		房地产		医药	
郑东	010-66025270	区瑞明	0755-82130678	贺平鸽	0755-82133396
		黄道立	0755-82130685	丁丹	0755-82139908
				杜佐远	0755-82130473
				胡博新	0755-82133263
				刘勍	0755-82133400
电子		计算机		传媒	
刘翔	021-60875160	高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322
陈平	021-60933151			刘明	010-88005319
卢文汉	021-60933164				
零售、纺织服装及快销品		电力及公共事业		银行	
朱元	021-60933162	陈青青	0755-22940855	王婧	
轻工		建筑工程及建材		家电	
邵达	0755-82130706	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
		刘萍	0755-82130678	曾婵	0755-82130646
通信		电力设备		新能源	
程成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张弢	010-88005311
食品饮料		旅游		农业	
龙飞	0755-82133920	曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
		钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163
汽车及零部件		金融工程		基金评价与研究	
黄冲	010-88005315	林晓明	021-60875168	钱晶	021-60875163
		陈志岗	0755-82136165	潘小果	0755-82130843
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617				
陈孜譞	18901140709				