

**证券研究报告—动态报告/公司快评**
**医药保健**
**制药与生物**
**北陆药业（300016）**
**重大事件快评**
**推荐**

（维持评级）

2014年01月27日

# 授予完成，激励十足

**证券分析师：杜佐远**

0755-82130473

duzyuan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980512070001

**证券分析师：贺平鸽**

0755-82133396

hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120026

## 事项：

北陆药业确定授予日为2014年1月23日，向49名激励对象授予577.56万股限制性股票，授予价3.61元。跟草案（修订稿）相比，激励对象由51人调整为49人，授予的限制性股票数量由590.56万股调整为577.56万股，因股价上涨，初步估算总激励费用由1270.18万元上升到2105.22万元（若577.56万股全部解锁），其他不变。

## 评论：

2013年12月17日，国信发布公司深度报告《动能十足》，目前限制性股票已授予，短期股价压制因素消除。因股价上涨导致激励费用上升，微调13-18EPS至0.22/0.25/0.35/0.47/0.62/0.81元，同比增4%/18%/40%/35%/32%/30%，不考虑激励费用，14-16年为0.28/0.37/0.48元，同比增32%/32%/30%。公司“动能”十足，5年GAGR超30%，是难得的有业绩、有催化剂、估值相对其他创业板医药公司并不贵的小盘股，具备长大的基因。目前14PE33X（不考虑激励费用），给予6个月合理估值9.7~11.1元（14PE35-40X），15年合理估值12.2-14.0元（15PE33-38X）。

**2014年业绩达到行权条件具一定压力，激励性十足。**按照最新预估的激励费用，2014年公司若要达到行权条件，实际扣非净利润需增长超过30%，我们认为公司业绩达到行权条件虽具一定挑战性，但若医药行业政策不发生重大变化，完成的可能性仍较大，对公司、高管、员工激励性十足。

### 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。
- ✓ 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。
- ✓ 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。

#### ➤ 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、钆贝葡胺等获批上市。

#### ➤ 外延式扩张。

**表 1: 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
<b>行权条件</b>				
收入	324	408	540	729
增速		26%	32%	35%
扣非净利润	63	75	105	139
增速		19%	40%	33%
EPS (摊薄)	0.21	0.24	0.34	0.45
激励费用		11	7	3
扣非净利润(加回激励费用)	63	84	111	142
增速		33%	31%	28%
EPS (摊薄)	0.21	0.27	0.36	0.45
	2013E	2014E	2015E	2016E
<b>国信预测</b>				
收入	324	426	567	741
增速		32%	33%	31%
净利润	66	77	109	146
增速		18%	40%	35%
EPS (摊薄)	0.22	0.25	0.35	0.47
激励费用		11	7	3
净利润(加回激励费用)	66	87	115	149
增速		32%	32%	30%
EPS (摊薄)	0.22	0.28	0.37	0.48

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 577.56 万股限制性股票计算)

**表 2: 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
<b>一、对比剂</b>	<b>48</b>	<b>54</b>	<b>72</b>	<b>87</b>	<b>105</b>	<b>130</b>	<b>183</b>	<b>252</b>	<b>285</b>	<b>362</b>	<b>472</b>	<b>605</b>	<b>776</b>	<b>990</b>
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%
<b>二、降糖药</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>12</b>	<b>18</b>	<b>25</b>	<b>34</b>	<b>45</b>
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%
<b>三、九味镇心颗粒</b>							<b>6</b>	<b>17</b>	<b>31</b>	<b>50</b>	<b>76</b>	<b>106</b>	<b>143</b>	<b>193</b>
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%
<b>五、其他</b>	<b>32</b>	<b>68</b>	<b>156</b>	<b>85</b>	<b>107</b>	<b>46</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>10</b>	<b>20</b>
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%
<b>合计</b>	<b>84</b>	<b>126</b>	<b>232</b>	<b>177</b>	<b>217</b>	<b>182</b>	<b>197</b>	<b>274</b>	<b>324</b>	<b>426</b>	<b>567</b>	<b>741</b>	<b>963</b>	<b>1247</b>
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

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	267	267	270	277
应收款项	68	81	106	141
存货净额	63	85	69	82
其他流动资产	3	4	5	7
<b>流动资产合计</b>	<b>402</b>	<b>437</b>	<b>450</b>	<b>507</b>
固定资产	140	196	245	288
无形资产及其他	3	3	3	3
投资性房地产	35	35	35	35
长期股权投资	3	3	3	3
<b>资产总计</b>	<b>584</b>	<b>675</b>	<b>736</b>	<b>837</b>
短期借款及交易性金融负债	0	31	0	0
应付款项	9	12	15	20
其他流动负债	17	21	29	37
<b>流动负债合计</b>	<b>26</b>	<b>65</b>	<b>44</b>	<b>57</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	33	33	33	33
<b>长期负债合计</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>33</b>
<b>负债合计</b>	<b>60</b>	<b>98</b>	<b>77</b>	<b>90</b>
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	524	577	659	746
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>584</b>	<b>675</b>	<b>736</b>	<b>837</b>

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.41	0.22	0.25	0.35
每股红利	0.10	0.04	0.05	0.07
每股净资产	3.43	1.89	2.12	2.40
ROIC	11%	10%	11%	15%
ROE	12%	11%	12%	15%
毛利率	74%	70%	71%	71%
EBIT Margin	24%	22%	20%	21%
EBITDA Margin	26%	24%	23%	24%
收入增长	39%	18%	32%	33%
净利润增长率	43%	4%	18%	40%
资产负债率	10%	15%	10%	11%
息率	2%	1%	1%	2%
P/E	22.3	42.7	37.0	26.3
P/B	2.7	4.9	4.3	3.8
EV/EBITDA	20.2	37.5	30.2	21.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>274</b>	<b>324</b>	<b>426</b>	<b>567</b>
营业成本	71	96	125	164
营业税金及附加	2	3	4	5
销售费用	112	130	168	225
管理费用	22	25	46	53
财务费用	(7)	(7)	(7)	(8)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(2)	(2)	(2)	(2)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	72	76	89	127
营业外净收支	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	<b>75</b>	<b>79</b>	<b>92</b>	<b>130</b>
所得税费用	12	13	15	21
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>63</b>	<b>66</b>	<b>77</b>	<b>109</b>

现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
<b>净利润</b>	<b>63</b>	<b>66</b>	<b>77</b>	<b>109</b>
资产减值准备	1	(2)	0	0
折旧摊销	6	8	14	18
公允价值变动损失	2	2	2	2
财务费用	(7)	(7)	(7)	(8)
营运资本变动	(18)	(30)	0	(37)
其它	(1)	2	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>53</b>	<b>45</b>	<b>92</b>	<b>92</b>
资本开支	(71)	(63)	(63)	(63)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(71)</b>	<b>(63)</b>	<b>(63)</b>	<b>(63)</b>
权益性融资	0	0	21	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(31)	(13)	(15)	(22)
其它融资现金流	27	31	(31)	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(34)</b>	<b>18</b>	<b>(26)</b>	<b>(22)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(52)</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>7</b>
货币资金的期初余额	319	267	267	270
货币资金的期末余额	267	267	270	277
企业自由现金流	(27)	(27)	20	19
权益自由现金流	0	10	(5)	25

## 相关研究报告:

《国信证券-北陆药业-300016-深度报告：“动能”十足-131217》

## 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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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