

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)

2014 年一季报快评

推荐

(维持评级)

2014 年 04 月 18 日

处于良性成长通道

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:

公司发布 2014 年一季报。

评论:

■ 14Q1 剔除降价和激励费用影响, 实际快速增长 30%以上

之前已发布 14Q1 预增公告: 收入和净利润均预增 10-20%。

公司一季报收入 0.79 亿元, 同比增长 15%; 营业利润 1752 万元, 增长 12%; 利润总额 1827 万元, 增长 16%; 净利润和归属于母公司净利润 1585 万元, 增长 17%; 扣非后净利润 1521 万元, 增长 12%。考虑到对比剂系列最高零售价降价在 2013 年 2 月, 对 14Q1 同比仍有不少负面影响, 且 14Q1 开始计提激励费用 (预计 14Q1 计提费用影响净利润 200 多万, 减少 14Q1 净利润增速约 15%)。因此: 若不考虑计提费用影响, 则扣非后净利润增长近 30%, 若再不考虑降价影响, 则扣非净利润增长 30%以上。

因降本增效, 毛利率同比提升 1.31pp, 表现优异。经营性现金流历年一季度为负数。

■ “动能”十足, 具备长大的基因

维持 14-18EPS0.25/0.35/0.48/0.63/0.82 元, 同比增 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 14PE36X(不考虑激励费用), 6 个月合理估值 10.7~12.1 元 (14PE38-43X), 15 年合理估值 13.0-15.0 元 (15PE35-40X), 参见深度报告《“动能”十足》20131217。

■ 股价变化的催化因素

➤ 九味镇心颗粒

- ✓ 若进 2014 年全国医保, 则有望快速放量, 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。

➤ 新产品碘克沙醇、瑞格列奈在 14-15 年招标大年, 有望快速上量。

➤ 在研产品碘帕醇、钆贝葡胺、碘克沙醇新规格等获批上市。

➤ 外延式扩张。

表 1: 北陆药业限制性股票激励行权条件 (2014-2016 年) 和国信盈利预测

	2013	2014	2015	2016
行权条件				
收入	332	408	540	729
增速		23%	32%	35%
扣非净利润	63	75	105	139
增速		18%	40%	33%
EPS (最新股本)	0.20	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 (最新股本)	0.20	0.27	0.36	0.45
	2013	2014E	2015E	2016E
国信预测				
收入	332	436	585	766
增速		31%	34%	31%
净利润	66	78	110	148
增速		18%	40%	35%
EPS (最新股本)	0.21	0.25	0.35	0.48
激励费用		11	7	3
净利润(加回激励费用)	66	87	116	150
增速		32%	32%	30%
EPS (最新股本)	0.21	0.28	0.37	0.48

资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所

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	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
一、对比剂	48	54	72	87	105	130	183	252	281	354	464	595	763	973
增长率	20%	12%	33%	22%	20%	24%	41%	37%	12%	26%	31%	28%	28%	28%
毛利率		73.2%	75.8%	77.7%	76.7%	76.9%	75.3%	74.9%	71.8%	72.0%	72.2%	72.4%	72.6%	72.8%
1、碘海醇									163	201	255	316	391	481
增长率										23%	27%	24%	24%	23%
2、钆喷酸葡胺									109	135	172	215	267	330
增长率										24%	28%	25%	24%	23%
3、碘克沙醇									6	12	22	39	64	103
增长率										110%	82%	75%	65%	61%
4、枸橼酸铁铵泡腾颗粒									4	4	5	6	7	9
增长率										19%	17%	20%	19%	19%
5、碘帕醇										2	10	19	34	51
增长率											405%	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	11	19	29	41	55	72
增长率	-2%	21%	5%	13%	3%	15%	-24%	-17%	221%	70%	50%	40%	35%	30%
毛利率		61.4%	58.6%	70.7%	71.0%	76.7%	72.2%	65.6%	70.6%	70.6%	70.6%	70.6%	70.6%	70.6%
三、九味镇心颗粒							6	17	36	59	89	125	168	227
增长率								179%	112%	65%	50%	40%	35%	35%
毛利率								54.2%	65.3%	67.8%	68.8%	69.5%	70.2%	70.9%
四、其他	32	68	156	85	107	46	3	2	3	3	3	5	10	20
增长率	476%	110%	130%	-46%	25%	-57%	-93%	-46%	64%	0%	0%	80%	100%	100%
毛利率		3.5%	2.9%	3.3%	3.3%	4.7%	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	332	436	585	766	997	1292
增长率	71%	50%	85%	-24%	22%	-16%	8%	39%	21%	31%	34%	31%	30%	30%
毛利率		42.6%	35.2%	26.5%	41.8%	40.4%	58.6%	74.7%	74.2%	71.4%	71.5%	71.7%	71.9%	72.4%

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)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	246	262	270	307
应收款项	104	137	183	240
存货净额	57	73	96	114
其他流动资产	9	12	17	22
流动资产合计	416	484	566	683
固定资产	159	183	203	219
无形资产及其他	5	5	5	5
投资性房地产	38	38	38	38
长期股权投资	3	3	3	3
资产总计	621	714	814	948
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	7	9	12	16
其他流动负债	22	30	39	51
流动负债合计	29	39	51	66
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	32	32	32	32
长期负债合计	32	32	32	32
负债合计	61	71	84	99
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	559	643	730	849
负债和股东权益总计	621	714	814	948

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.22	0.25	0.35	0.48
每股红利	0.10	0.05	0.07	0.10
每股净资产	1.83	2.06	2.35	2.73
ROIC	11%	12%	15%	19%
ROE	12%	12%	15%	17%
毛利率	71%	72%	72%	72%
EBIT Margin	22%	20%	21%	22%
EBITDA Margin	24%	22%	23%	24%
收入增长	21%	31%	34%	31%
净利润增长率	5%	18%	40%	35%
资产负债率	10%	10%	10%	10%
息率	1%	1%	1%	1%
P/E	45.1	38.8	27.7	20.5
P/B	5.3	4.7	4.2	3.6
EV/EBITDA	37.5	32.1	22.8	17.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	332	436	585	766
营业成本	95	124	165	215
营业税金及附加	4	5	7	10
销售费用	131	173	233	305
管理费用	29	48	57	68
财务费用	(6)	(8)	(8)	(9)
投资收益	3	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(3)	(3)	(3)	(3)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	79	90	128	174
营业外净收支	0	3	3	3
利润总额	79	93	131	177
所得税费用	13	15	21	29
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	66	78	110	148

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	66	78	110	148
资产减值准备	1	(3)	0	0
折旧摊销	8	11	14	16
公允价值变动损失	3	3	3	3
财务费用	(6)	(8)	(8)	(9)
营运资本变动	(35)	(45)	(61)	(65)
其它	(1)	3	0	0
经营活动现金流	42	47	65	102
资本开支	(25)	(35)	(35)	(35)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(25)	(35)	(35)	(35)
权益性融资	0	21	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(31)	(16)	(22)	(30)
其它融资现金流	22	0	0	0
融资活动现金流	(39)	5	(22)	(30)
现金净变动	(22)	16	7	37
货币资金的期初余额	267	246	262	270
货币资金的期末余额	246	262	270	307
企业自由现金流	9	2	20	57
权益自由现金流	31	8	26	64

相关研究报告:

- 《国信证券-北陆药业-300016-2013 年报及 2014 年一季报预增快评: 实际业绩快速增长表现优异》——20140404
 《国信证券-北陆药业-300016-重大事件快评: 授予完成, 激励十足》——20140127
 《国信证券-北陆药业-300016-深度报告: “动能” 十足》——20131217

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