

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09月12日

布局细胞免疫治疗，肿瘤领域再布新棋

证券分析师：张其立

0755-82139908

zhangqil@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514070004

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：

日前，公司已与李晓祥签署《关于转让深圳市中美康士生物科技有限公司 10%股权的协议》，以 4,000 万元自有资金收购了中美康士 10%的股权，此投资事项无须提交董事会和股东大会审议批准。公司以自有资金 3,000 万元向中美康士增资，认购其增资后 7.5%的股权，并于增资后以自有资金 13,400 万元收购李晓祥所持中美康士 33.5%的股权，收购完成后，公司所持中美康士的股权比例为 51%。本事项已提交董事会审议通过，其中以自有资金 13,400 万元收购李晓祥所持中美康士 33.5%的股权尚须提交公司股东大会审议批准。

评论：

■ 标的公司成长性好，收购价格合理

中美康士是一家立足于肿瘤生物治疗技术领域，从事技术研发、技术推广、医院技术合作、国际与国内患者服务的国家级高新技术企业。公司已在哈尔滨、沈阳、北京、济南、石家庄、西安、兰州、武汉、长沙、广州、佛山、福州、南京、杭州、上海建立了 15 个办事处（运营中心），19 个实验室，并与约 40 家三甲医院肿瘤科建立了战略合作关系。

中美康士承诺 2014—2016 年度实现的实际净利润分别不低于人民币 2,000 万元、2600 万元和 3,800 万元，这对应 2014-2016 收购 PE 分别为 20/15.4/10.5X。中美康士作为肿瘤生物治疗领域的高科技企业，我们认为收购价格合理。

■ 细胞免疫治疗是新的肿瘤治疗模式，中美康士是行业较早进入者

肿瘤细胞免疫治疗是一种新兴的肿瘤治疗模式，是依靠自身免疫抗癌的新型治疗方法，作为一种安全而有效的治疗手段，在肿瘤综合治疗中的作用越来越突出，已逐步发展为继手术、化疗和放疗之后的第四大治疗方法。与传统肿瘤治疗方法相比，细胞免疫治疗具有安全性、靶向性、无耐药性以及适应症广等特性。

中美康士是国内最早一批从事免疫细胞治疗的公司，目前产品主要包括 CIK、DC 瘤苗、DC-CIK、CTL 细胞，技术储备包括 NK 细胞、TIL 细胞、多靶点 CTL 细胞、微移植、Car-T、免疫细胞分泌 PD1 抗体等。收购世和基因与中美康士，表明了公司进军肿瘤科技前沿的决心，有利于提高公司盈利能力，实现多元化发展。

■ 对比价稳定增长，九味镇心全力冲刺新版医保目录

①对比剂稳定增长，期待碘克沙醇非基药中标：碘海醇是收入贡献主体，碘克沙醇受全国非基药招标滞后影响收入规模有限，随着非基药招标陆续启动，未来有望高速增长，新产品碘帕醇快的话今年可能获批；②九味镇心颗粒低基数上实现高速增长，销售区域以北京、山西为主，已被 CFDA 列为中药保护品种，正全力准备进入新版国家医保目录。

■ 风险提示

碘海醇进入基药后招标大幅降价的风险；碘帕醇未获得 CFDA 批准的风险；九味镇心颗粒未能进入新版国家医保目录的风险。

■ 公司“动能”十足，维持“推荐”评级

我们认为公司碘克沙醇、九味镇心颗粒均具备大品种的市场潜力，参股世和基因、收购中美康士标志着公司正式进军肿

瘤高科技前沿领域。公司“动能”十足，是难得的有业绩、有催化剂的医药小盘股，业绩和市值具备长大基因。我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.26/0.35/0.47 元，目前股价 15.20 元，对应 PE 分别为 55/41/30x，维持“推荐”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	761	1572	1840	2171
应收款项	116	134	151	164
存货净额	1111	1284	1438	1563
其他流动资产	257	297	333	363
流动资产合计	2244	3287	3762	4261
固定资产	1742	1790	1818	1787
无形资产及其他	239	231	223	215
投资性房地产	377	361	338	303
长期股权投资	39	39	39	39
资产总计	4642	5708	6179	6605
短期借款及交易性金融负债	343	300	300	300
应付款项	1667	1928	2158	2346
其他流动负债	829	962	1079	1173
流动负债合计	2839	3190	3537	3820
长期借款及应付债券	67	67	67	67
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	67	67	67	67
负债合计	2906	3257	3604	3887
少数股东权益	17	17	18	18
股东权益	1719	2434	2557	2700
负债和股东权益总计	4642	5708	6179	6605

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.38	0.38	0.45	0.52
每股红利	0.14	0.23	0.27	0.31
每股净资产	3.07	3.57	3.76	3.96
ROIC	17%	20%	25%	31%
ROE	12%	11%	12%	13%
毛利率	18%	18%	18%	18%
EBIT Margin	3%	3%	3%	3%
EBITDA Margin	5%	4%	4%	5%
收入增长	17%	16%	12%	9%
净利润增长率	24%	22%	19%	16%
资产负债率	63%	57%	59%	59%
息率	1%	2%	3%	3%
P/E	30.2	30.2	25.4	21.9
P/B	3.7	3.2	3.1	2.9
EV/EBITDA	19.6	21.2	19.6	18.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	10096	11688	13103	14259
营业成本	8264	9556	10698	11630
营业税金及附加	65	76	85	92
销售费用	1102	1234	1379	1520
管理费用	376	456	510	520
财务费用	25	23	20	20
投资收益	12	0	0	0
资产减值及公允价值变动	1	1	1	1
其他收入	0	0	0	0
营业利润	274	341	410	475
营业外净收支	25	5	3	3
利润总额	299	346	413	478
所得税费用	85	87	103	119
少数股东损益	1	1	1	1
归属于母公司净利润	213	259	309	357

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	213	259	309	357
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	190	156	152	149
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	25	23	20	20
营运资本变动	83	137	121	104
其它	0	0	1	1
经营活动现金流	487	553	582	611
资本开支	(168)	(154)	(128)	(66)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(108)	(154)	(128)	(66)
权益性融资	0	611	0	0
负债净变化	(172)	0	0	0
支付股利、利息	(80)	(156)	(185)	(214)
其它融资现金流	250	(43)	0	0
融资活动现金流	(254)	413	(185)	(214)
现金净变动	124	811	269	331
货币资金的期初余额	636	761	1572	1840
货币资金的期末余额	761	1572	1840	2171
企业自由现金流	391	413	468	559
权益自由现金流	470	365	467	561

相关研究报告:

- 《北陆药业-300016-2014年半年报点评: 参股圣和基因, 进军肿瘤专科》 —— 2014-08-22
- 《北陆药业-300016-重大事项快评: 大股东股权质押增持, 彰显对未来发展强烈信心》 —— 2014-06-30
- 《北陆药业-300016-重大事项快评: 九味获批国家中药保护品种, 放量更具基础》 —— 2014-05-14
- 《北陆药业-300016-2014年一季度报点评: 良性成长》 —— 2014-04-18
- 《北陆药业-300016-2013年报及2014年一季度报预增快评: 实际业绩快速增长表现优异》 —— 2014-04-04

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