

2015年08月25日

证券研究报告·2015年中报点评

北陆药业(300016) 医药生物

买入(维持)

当前价: 22.19元

目标价: 一一元



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 主营业务快速增长, 新业务贡献初显现

- **事件:** 2015年上半年公司实现营业收入、扣非后净利润分别为2.7亿元、0.55亿元, 同比增长分别为48%、36%; 2015Q2公司营业收入、扣非后净利润分别为1.6亿元、0.34亿元, 同比增长分别为48%、37%。
- **核心产品收入增长持续, 子公司并表对半年业绩影响大。** 2015年上半年收入增速约为48%, 同比上升约23个百分点。主要原因如下: 1) 对比剂系列产品同比增长32%, 降糖类药物同比增长约51%。对比剂系列在2014年上半年消化发改委调价带来的降价影响, 发货量下降导致基数较低, 与此同时碘克沙醇(100ml:32g规格)获批也贡献了收入增长; 2) 子公司中美康士合并报表, 本期纳入合并范围的营业收入为3542万元, 使得整体收入增加。2015年上半年扣非后净利润同比增长36%, 低于收入增速约12个百分点。主要原因如下: 1) 公司整体毛利率约为73.9%, 同比上升1.6个百分点, 为新并表中美康士导致收入结构发生变化所致; 2) 公司期间费用率约为46.7%, 同比上升约2.7个百分点, 主要为公司研发费用投入较大所致(其中约700多万为中美康士并表导致)。从单季度来看, 2015Q2收入、利润增速分别为48%、37%, 与上半年持平, 具体原因同上。我们认为: 公司在下半年的并表及核心产品低基数因素将消除, 收入增速或放缓, 全年收入预计在30%以上。
- **对比剂、降糖药仍处于较快增长阶段, 中美康士全年业绩或超预期。** (1) 公司对对比剂产品齐全, 储备产品也较多, 目标医院覆盖率高。随着我国CT和MRI保有量增加带来对比剂市场扩容, 公司的对比剂业务将迎来快速增长。我们预计对比剂在2015年实现营收将超过4.2亿元; (2) 公司降糖药有瑞格列奈、格列美脲, 主要采用代理销售模式, 目前已成立了专门的产品组, 协助代理商进行招投标和学术推广工作。降糖药业务目前处于高速增长阶段, 成长空间大, 2015年预计收入将超过3000万元; (3) 子公司中美康士为肿瘤免疫治疗的行业龙头, 在通过收购纽赛尔生物75%的股权获得微移植技术后, 其在血液病和肿瘤免疫治疗领域的竞争力有所加强。目前公司拥有中美康士51%的股权, 其他49%股权中包括了对中美康士团队的股权激励, 因此我们认为公司有足够的动力去实现中美康士净利润承诺(即2015年2600万元、2016年3800万元), 存在超预期可能。
- **盈利预测及评级:** 我们预计2015-2017年的每股收益为0.42元、0.54元、0.64元(原预测为0.49元、0.65元、0.86元, 下调的原因为九味镇心丸增速低于预期), 对应市盈率为53倍、41倍、34倍。我们认为: 由于公司核心产品增速较快, 且通过外延式并购积极布局肿瘤免疫细胞诊疗、基因测序等前沿的生物技术, 前景仍看好, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 药品降价风险、并购企业整合不达预期风险

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	439.9	588.7	750.4	892.8
增长率	32.7%	33.8%	27.5%	18.9%
归属母公司净利润(百万元)	86.8	130.1	167.5	200.5
增长率	31.5%	49.9%	28.7%	19.7%
每股收益EPS(元)	0.28	0.42	0.54	0.64
净资产收益率ROE	14.1%	17.8%	19.6%	20.2%
PE	79	53	41	34
PB	10.4	8.9	7.7	6.7

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 021-68413530

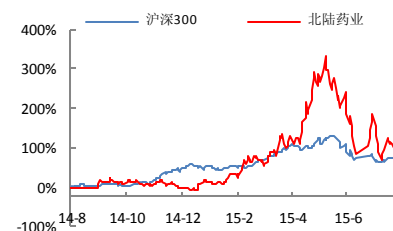
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 何治力

电话: 023-67898264

邮箱: hzl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	3.11
流通A股(亿股)	2.37
52周内股价区间(元)	13.8-66.58
总市值(亿元)	69.04
总资产(亿元)	9.53
每股净资产(元)	2.16

### 相关研究

1. 北陆药业(300016): 碘帕醇注射液获批, 丰富对比剂产品线 (2015-05-27)
2. 北陆药业(300016): 主业高速增长, 基因诊疗前景广阔 (2015-04-01)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	439.98	588.74	750.44	892.82	净利润	94.16	138.08	175.99	209.48
营业成本	120.25	159.37	202.37	249.21	折旧与摊销	13.01	21.47	21.47	21.47
营业税金及附加	4.66	6.24	7.95	9.46	财务费用	-5.60	0.04	0.05	0.06
销售费用	168.17	211.95	270.16	312.49	资产减值损失	3.11	0.00	0.00	0.00
管理费用	38.06	47.10	60.04	71.43	经营营运资本变动	-9.50	-26.96	-55.17	-44.99
财务费用	-5.60	0.04	0.05	0.06	其他	-53.07	-4.40	3.30	2.67
资产减值损失	3.11	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>42.11</b>	<b>128.23</b>	<b>145.64</b>	<b>188.70</b>
投资收益	-0.19	0.00	0.00	0.00	资本支出	-244.66	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	62.94	-0.42	0.10	0.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-181.72</b>	<b>-0.42</b>	<b>0.10</b>	<b>0.02</b>
<b>营业利润</b>	<b>111.14</b>	<b>164.05</b>	<b>209.88</b>	<b>250.18</b>	短期借款	60.06	-60.06	0.00	0.00
其他非经营损益	2.84	2.00	1.98	2.13	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>113.98</b>	<b>166.05</b>	<b>211.86</b>	<b>252.31</b>	股权融资	29.02	0.00	0.00	0.00
所得税	19.81	27.96	35.87	42.83	支付股利	-30.55	-31.12	-53.91	-67.66
净利润	94.16	138.08	175.99	209.48	其他	-19.19	-4.16	-0.05	-0.06
少数股东损益	7.40	8.00	8.50	9.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>39.34</b>	<b>-95.34</b>	<b>-53.96</b>	<b>-67.71</b>
归属母公司股东净利润	86.77	130.08	167.49	200.48	<b>现金流量净额</b>	<b>-100.27</b>	<b>32.48</b>	<b>91.79</b>	<b>121.00</b>
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	145.28	177.76	269.54	390.54	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	176.58	217.26	282.71	338.88	销售收入增长率	32.68%	33.81%	27.47%	18.97%
存货	81.19	107.60	136.63	168.25	营业利润增长率	41.39%	47.61%	27.94%	19.20%
其他流动资产	0.91	1.22	1.56	1.86	净利润增长率	42.73%	46.64%	27.45%	19.03%
长期股权投资	30.68	30.68	30.68	30.68	EBITDA 增长率	46.43%	56.53%	24.70%	17.42%
投资性房地产	19.10	19.52	19.41	19.40	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	196.70	177.62	158.53	139.45	毛利率	72.67%	72.93%	73.03%	72.09%
无形资产和开发支出	236.74	234.78	232.81	230.85	三费率	45.60%	44.01%	44.01%	43.01%
其他非流动资产	19.83	19.40	18.97	18.55	净利率	21.40%	23.45%	23.45%	23.46%
<b>资产总计</b>	<b>907.00</b>	<b>985.83</b>	<b>1150.86</b>	<b>1338.44</b>	ROE	14.13%	17.86%	19.66%	20.20%
短期借款	60.06	0.00	0.00	0.00	ROA	10.63%	10.38%	16.64%	18.24%
应付和预收款项	39.52	48.88	62.51	76.34	ROIC	19.77%	23.67%	28.47%	31.77%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.94%	31.52%	30.83%	30.43%
其他负债	141.10	163.65	192.98	224.92	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>240.67</b>	<b>212.53</b>	<b>255.48</b>	<b>301.25</b>	总资产周转率	57.61%	62.21%	70.24%	71.73%
股本	311.27	311.27	311.27	311.27	固定资产周转率	286.04%	436.95%	648.86%	924.51%
资本公积	99.13	99.13	99.13	99.13	应收账款周转率	333.97%	330.76%	337.46%	321.16%
留存收益	233.64	332.61	446.18	579.00	存货周转率	174.65%	168.84%	165.73%	163.48%
归属母公司股东权益	623.20	722.16	835.74	968.56	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	98.72%	--	--	--
少数股东权益	43.13	51.13	59.63	68.63	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>666.33</b>	<b>773.30</b>	<b>895.37</b>	<b>1037.19</b>	资产负债率	26.53%	21.56%	22.20%	22.51%
负债和股东权益合计	907.00	985.83	1150.86	1338.44	带息债务/总负债	24.95%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.18	3.20	3.44	3.65
					速动比率	1.74	2.51	2.76	2.97
					股利支付率	35.86%	41.45%	40.40%	39.99%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	118.54	185.56	231.40	271.71	每股收益	0.28	0.42	0.54	0.64
PE	79.57	53.07	41.22	34.44	每股净资产	2.14	2.49	2.88	3.33
PB	10.36	8.93	7.71	6.66	每股经营现金	0.14	0.41	0.47	0.61
PS	15.69	11.73	9.20	7.73	每股股利	0.10	0.17	0.22	0.26
EV/EBITDA	56.97	35.87	28.37	23.71					
股息率	0.45%	0.78%	0.98%	1.16%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn