

# 北陆药业 (300016)

证券研究报告

2017年01月18日

## 对比剂替代升级提振业绩，看好肿瘤诊疗服务布局

### 计提中美康士对16年业绩影响较大，对比剂稳定增长

公司发布16年业绩预告，营收4.42-4.9亿较上年同期增长-10%-0%，归母净利润977.38-1954.75万，同比下降40-70%；对比剂、降糖类保持持续增长，九味镇心颗粒收入下滑；其中计提中美康士对业绩冲击较大。

### 申请解除中美康士转让协议，17年轻装上阵

由于中美康士14年、15年未达承诺净利润，且15年亏损2855万元，15年计提4069万后账面长期股权剩余1.63亿，除待处理的有价资产外，预计剩余值全部在16年计提完。目前公司已申请北京三中院强制执行解除与李晓祥签订的《关于转让深圳市中美康士生物科技有限公司33.5%股权的协议》，退还2.04亿元并支付违约金3680万元，如果顺利完成，将在17年产生损益2.41亿。

### 主营产品对比剂产品升级替代，17年招标放量可期

公司主打品种为造影剂，15年营收3.52亿，预计16年同比增长为10%，净利润约1亿，主要在售品种碘海醇、碘克沙醇和钆喷酸葡胺在新一轮的招标中中标绝大多数省份；15年获批的新品种碘帕醇在新一轮招标中已经中标重庆、广东、天津、山西、福建、山东、湖北、广西8个省份，由于碘帕醇的清晰度高于碘海醇，且对肾脏的损伤低于碘海醇，将具有逐步的替代作用；以同等碘量计，碘帕醇中标价格高25%左右。预计17年对比剂业务增长25-30%。降糖类的瑞格列奈和格列美脲已经具有全国扩展趋势，新一轮招标中至少有一个品种中标每个省，且多在基药和低价药，目前降糖类整体营收较低增速快，15年3080万，预计16年、17年增速为50%、70%。九味镇心颗粒预计16年收入2600万，17年保持平稳。

### 转型肿瘤诊疗服务，世和基因价值凸显

近几年公司重点布局肿瘤个性化诊疗产业链，目前持有世和基因22.73%股权(拥有全国最大的肿瘤NGS基因数据库，>40000份样本，已与250多家三级甲等医院和肿瘤专科医院开展合作，完成超过15000例组织样本和5000例ctDNA样本的高通量测序)和武汉芝友医疗10%股权(已上市的6个分子检测试剂盒与循环肿瘤细胞检测设备已陆续进入150余家大中型医院，其中循环肿瘤细胞检测设备为国内首台获CFDA注册证产品)。预计公司后续将持续丰富布局产业链。

### 估值评级

预计公司对比剂业务明年保持25-30%的增长，肿瘤诊疗服务发展可期。预计2016-18年EPS分别为0.05元、0.96元(包括营业外收入2.4亿，基础业务EPS0.35元)和0.47元，对应PE分别为305倍、17倍和34倍，参考同类公司估值，给予公司2017年50倍估值，目标价17.50元，首次给予增持评级。

**风险提示：**对比剂增长低于预期

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	439.98	491.43	490.01	608.30	764.31
增长率(%)	32.68	11.69	(0.29)	24.14	25.65
EBITDA(百万元)	118.19	66.12	31.00	162.45	203.50
净利润(百万元)	86.77	32.58	17.55	332.91	163.68
增长率(%)	31.52	(62.45)	(46.14)	1,797.41	(50.83)
EPS(元/股)	0.27	0.10	0.05	0.96	0.47
市盈率(P/E)	60.90	162.20	305.35	16.81	34.18
市净率(P/B)	8.48	5.93	5.82	4.71	4.26
市销率(P/S)	12.01	10.75	10.93	9.20	7.32
E/EBITDA	38.46	173.84	162.34	31.98	25.01

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/化学制药
6个月评级	增持(首次评级)
当前价格	16.65元
目标价格	17.50元

### 基本数据

总股本(百万股)	325.99
流通股本(百万股)	254.36
总市值(百万元)	5,427.79
流通A股市值(百万元)	4,235.05
每股净资产(元)	2.96
资产负债率(%)	6.08
一年内最高/最低(元)	29.60/15.57

### 作者

**肖汉山** 分析师  
 SAC执业证书编号：S1110516090001  
 xiaohanshan@tfzq.com  
**王金成** 联系人  
 wangjincheng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	145.28	268.42	325.19	404.55	511.08
应收账款	162.32	190.38	109.04	248.57	200.76
预付账款	3.46	5.42	9.70	5.41	12.41
存货	81.19	82.48	107.10	93.47	160.68
其他	11.71	1.28	9.38	6.18	11.93
<b>流动资产合计</b>	<b>403.96</b>	<b>547.98</b>	<b>560.41</b>	<b>758.18</b>	<b>896.85</b>
长期股权投资	30.68	29.62	29.62	29.62	29.62
固定资产	153.82	188.42	222.57	268.19	307.68
在建工程	42.88	50.12	66.07	87.64	82.59
无形资产	42.07	51.83	48.26	44.70	41.14
其他	233.60	182.05	177.34	175.96	173.74
<b>非流动资产合计</b>	<b>503.05</b>	<b>502.04</b>	<b>543.87</b>	<b>606.12</b>	<b>634.76</b>
<b>资产总计</b>	<b>907.00</b>	<b>1,050.02</b>	<b>1,104.28</b>	<b>1,364.30</b>	<b>1,531.62</b>
短期借款	60.06	31.90	0.00	0.00	0.00
应付账款	95.95	28.88	78.09	61.66	111.12
其他	29.70	17.37	22.56	23.45	22.60
<b>流动负债合计</b>	<b>185.70</b>	<b>78.15</b>	<b>100.65</b>	<b>85.11</b>	<b>133.72</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	54.97	39.24	42.19	45.47	42.30
<b>非流动负债合计</b>	<b>54.97</b>	<b>39.24</b>	<b>42.19</b>	<b>45.47</b>	<b>42.30</b>
<b>负债合计</b>	<b>240.67</b>	<b>117.39</b>	<b>142.84</b>	<b>130.58</b>	<b>176.02</b>
少数股东权益	43.13	41.47	41.61	45.25	43.43
股本	311.27	330.51	330.51	345.14	345.14
资本公积	99.13	328.67	328.67	328.67	328.67
留存收益	332.78	576.96	589.31	843.33	967.03
其他	(119.98)	(344.98)	(328.67)	(328.67)	(328.67)
<b>股东权益合计</b>	<b>666.33</b>	<b>932.63</b>	<b>961.43</b>	<b>1,233.72</b>	<b>1,355.59</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>907.00</b>	<b>1,050.02</b>	<b>1,104.28</b>	<b>1,364.30</b>	<b>1,531.62</b>

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	94.16	30.92	17.55	332.91	163.68
折旧摊销	13.01	21.57	13.46	16.38	19.13
财务费用	0.23	3.80	(1.73)	(3.75)	(4.71)
投资损失	0.19	1.05	1.00	1.00	1.00
营运资金变动	(48.61)	(61.54)	105.03	(129.76)	16.28
其它	(16.88)	85.06	0.15	3.70	(1.86)
<b>经营活动现金流</b>	<b>42.11</b>	<b>80.85</b>	<b>135.44</b>	<b>220.48</b>	<b>193.53</b>
资本支出	276.08	25.76	57.05	76.73	53.17
长期投资	27.57	(1.05)	0.00	0.00	0.00
其他	(485.37)	(177.82)	(118.05)	(157.73)	(104.17)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(181.72)</b>	<b>(153.11)</b>	<b>(61.00)</b>	<b>(81.00)</b>	<b>(51.00)</b>
债权融资	64.18	31.90	1.38	1.83	1.07
股权融资	13.77	251.61	18.04	18.38	4.71
其他	(38.62)	(88.11)	(37.09)	(80.33)	(41.78)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>39.34</b>	<b>195.40</b>	<b>(17.68)</b>	<b>(60.12)</b>	<b>(36.00)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(100.27)</b>	<b>123.14</b>	<b>56.76</b>	<b>79.36</b>	<b>106.53</b>

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>439.98</b>	<b>491.43</b>	<b>490.01</b>	<b>608.30</b>	<b>764.31</b>
营业成本	120.25	131.13	155.70	166.64	209.21
营业税金及附加	4.66	5.42	5.56	6.69	8.51
营业费用	168.17	180.84	176.40	212.90	267.51
管理费用	38.06	63.92	58.80	73.00	91.72
财务费用	(5.60)	1.71	(1.73)	(3.75)	(4.71)
资产减值损失	3.11	62.70	75.00	2.00	2.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.19)	(1.05)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
其他	0.38	2.11	2.00	2.00	2.00
<b>营业利润</b>	<b>111.14</b>	<b>44.65</b>	<b>19.28</b>	<b>149.82</b>	<b>189.08</b>
营业外收入	4.94	5.01	3.80	248.00	3.00
营业外支出	2.10	1.65	1.66	1.80	1.70
<b>利润总额</b>	<b>113.98</b>	<b>48.00</b>	<b>21.41</b>	<b>396.02</b>	<b>190.37</b>
所得税	19.81	17.09	3.72	59.40	28.56
<b>净利润</b>	<b>94.16</b>	<b>30.92</b>	<b>17.69</b>	<b>336.61</b>	<b>161.82</b>
少数股东损益	7.40	(1.66)	0.15	3.70	(1.86)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>86.77</b>	<b>32.58</b>	<b>17.55</b>	<b>332.91</b>	<b>163.68</b>
每股收益(元)	0.27	0.10	0.05	0.96	0.47

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>					
营业收入	32.68%	11.69%	-0.29%	24.14%	25.65%
营业利润	41.39%	-59.83%	-56.82%	677.17%	26.20%
归属于母公司净利润	31.52%	-62.45%	-46.14%	1797.41%	-50.83%
<b>获利能力</b>					
毛利率	72.67%	73.32%	68.23%	72.61%	72.63%
净利率	19.72%	6.63%	3.58%	54.73%	21.42%
ROE	13.92%	3.66%	1.91%	28.01%	12.47%
ROIC	30.39%	5.47%	2.24%	20.88%	19.85%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	26.53%	11.18%	12.94%	9.57%	11.49%
净负债率	-27.67%	3.35%	-19.03%	-14.89%	-20.35%
流动比率	2.18	7.01	5.57	8.91	6.71
速动比率	1.74	5.96	4.50	7.81	5.51
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.32	2.79	3.27	3.40	3.40
存货周转率	6.39	6.01	5.17	6.07	6.01
总资产周转率	0.58	0.50	0.45	0.49	0.53
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.27	0.10	0.05	0.96	0.47
每股经营现金流	0.13	0.25	0.42	0.68	0.59
每股净资产	1.91	2.73	2.78	3.44	3.80
<b>估值比率</b>					
市盈率	60.90	162.20	305.35	16.81	34.18
市净率	8.48	5.93	5.82	4.71	4.26
EV/EBITDA	38.46	173.84	162.34	31.98	25.01
EV/EBIT	43.07	247.90	286.86	35.57	27.60

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com