

北陆药业 (300016)

证券研究报告

2017年02月28日

16 年年报低于预期，17 年轻装上阵

年报略低于预期，中美康士全部计提完成

16 年营收、净利润、扣非后净利润分别为 4.99 亿、0.16 亿、0.84 亿，同比增长 1.51%、-49.72%、181.30%，EPS0.05 元，略低于预期 0.18 元。每 10 股派发现金红利 0.10 元（含税）。前三季度净利润增长 0.41%、3.09%、9.91%，四季度同比亏损扩大 42.81%，前三季度增速缓慢的原因是公司对比及毛利率出现阶段性下滑。四季度大幅亏损的原因是扣除中美康士可收回金额与账面价值的差额 7989.59 万（扣税后 6791.15 万），如除此原因净利润为 8429.10 万，同比增长 158.72%（15 年计提部分中美康士减值致基数低）。15 年、16 年同时去除中美康士影响净利润分别增长 2.54%、4.04%。**对比剂增长稳定，但毛利率出现下滑。**

对比剂、九味镇心、降糖药、细胞治疗业务营收分别为 3.98 亿、0.29 亿、0.42 亿、0.24 亿，同比增长 12.96%、-24.29%、37.43%、-63.65%，对比剂和降糖药保持稳定增长。但是对比剂由于原材料、辅料等不断上涨，尤其是钆喷酸葡胺注射液，导致对比剂综合毛利率下降 3.8%，降至 67.62%。

目前公司对对比剂主要产品是钆喷酸葡胺和碘海醇，随着招投标工作的推进，碘克沙醇和碘帕醇销售将逐步放量，带动对比剂实现持续稳定的增长。降糖药目前中标多个省份，未来有望继续保持高速增长。

九味镇心颗粒虽然进入国家医保，但是两年内对净利润影响不大

九味镇心颗粒是国内第一个和唯一一个获 CFDA 批准的治疗焦虑障碍的纯中药制剂。2000 例 IV 临床试验的结果证明疗效及安全性，目前已经进入 17 版国家医保目录乙类，但是目前公司处于投入产出效益与单一产品推广基础资源配置需求之间进行平衡的阶段，仅保持推广基础，15 年、16 年同比下滑 22.82%、24.29%；目前公司精神产品线的瑞替加滨、盐酸维拉佐酮、阿立哌唑处于临床阶段，预计 19 年上市，届时与九味镇心形成协同，公司将加大销售投入，带动整个精神产品线增长。

精准医疗持续布局，肿瘤个性化产品线持续丰富

公司持有世和 22.73% 股权，世和引领中国肿瘤 NGS 和 ctDNA 的发展，累计检测 4 万余例样本，服务近 2 万例临床患者，开展 200 余项临床合作项目，完成超 400 项技术优化项目，积累中国最大的 NGS 肿瘤数据库，与全国 350 多家三甲医院和肿瘤专科医院开展合作，目前已经开始盈利。持有芝友医疗 10% 股权，芝友拥有循环肿瘤细胞捕获仪和相关 10 个试剂盒的生产资质，并有 3 个获欧盟认证。公司将继续积极探索加快医学影像、基因测序和肿瘤细胞个性化治疗产业链条整合。

估值评级

预计公司对对比剂业务明年保 25-30% 的增长，肿瘤诊疗服务发展可期。预计 17-19 年 EPS 为 0.96（包括营业外收入 2.4 亿，基础业务 EPS0.33 元）、0.40、0.47 元，对应 PE 分别为 18 倍、45 倍、37 倍，维持增持评级。

风险提示：对比剂增长低于预期

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	17.76 元
目标价格	20 元
上次目标价	17.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	325.99
流通 A 股股本(百万股)	254.23
A 股总市值(百万元)	5,789.64
流通 A 股市值(百万元)	4,515.20
每股净资产(元)	2.77
资产负债率(%)	5.69
一年内最高/最低(元)	27.46/15.57

作者

肖汉山 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090001
xiaohanshan@tfzq.com

杨烨辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《北陆药业-首次覆盖报告:对比剂替代升级提振业绩，看好肿瘤诊疗服务布局》 2017-01-18

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	491.43	498.86	581.47	705.09	866.18
增长率(%)	11.69	1.51	16.56	21.26	22.85
EBITDA(百万元)	66.12	36.70	133.82	162.98	199.76
净利润(百万元)	32.58	16.38	313.17	134.98	161.75
增长率(%)	(62.45)	(49.72)	1,811.98	(56.90)	19.84
EPS(元/股)	0.10	0.05	0.96	0.40	0.47
市盈率(P/E)	177.71	353.47	18.49	44.82	37.40
市净率(P/B)	6.50	6.42	4.94	4.63	4.16
市销率(P/S)	11.78	11.61	9.96	8.58	6.98
EV/EBITDA	173.84	156.26	39.15	33.85	27.45

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	268.42	86.27	355.82	330.10	356.96	营业收入	491.43	498.86	581.47	705.09	866.18
应收账款	190.38	144.42	241.36	201.82	342.62	营业成本	131.13	154.45	173.76	210.29	258.03
预付账款	5.42	2.47	10.63	2.98	13.46	营业税金及附加	5.42	6.17	6.59	8.17	10.19
存货	82.48	104.82	104.04	152.71	158.42	营业费用	180.84	186.62	215.14	260.88	320.49
其他	1.28	59.02	27.01	29.11	42.15	管理费用	63.92	58.25	63.96	77.56	95.28
流动资产合计	547.98	397.00	738.85	716.71	913.61	财务费用	1.71	(0.74)	(1.85)	(2.87)	(2.88)
长期股权投资	29.62	60.19	60.19	60.19	60.19	资产减值损失	62.70	(0.86)	2.00	2.00	2.00
固定资产	188.42	200.75	235.07	279.99	318.28	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	50.12	55.12	69.07	89.44	83.67	投资净收益	(1.05)	(77.74)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
无形资产	51.83	43.47	40.39	37.31	34.23	其他	2.11	155.47	2.00	2.00	2.00
其他	182.05	199.57	193.74	194.50	195.06	营业利润	44.65	17.22	120.87	148.07	182.07
非流动资产合计	502.04	559.09	598.46	661.43	691.43	营业外收入	5.01	5.99	245.31	6.00	3.00
资产总计	1,050.02	956.09	1,337.31	1,378.14	1,605.04	营业外支出	1.65	1.01	1.58	1.41	1.33
短期借款	31.90	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	48.00	22.21	364.59	152.65	183.73
应付账款	28.88	14.28	107.83	27.75	112.19	所得税	17.09	6.70	54.69	22.90	27.56
其他	17.37	15.12	21.33	18.09	19.32	净利润	30.92	15.51	309.90	129.75	156.17
流动负债合计	78.15	29.40	129.17	45.83	131.51	少数股东损益	(1.66)	(0.87)	(3.27)	(5.22)	(5.58)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	32.58	16.38	313.17	134.98	161.75
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.10	0.05	0.96	0.40	0.47
其他	39.24	25.00	39.73	34.66	33.13						
非流动负债合计	39.24	25.00	39.73	34.66	33.13						
负债合计	117.39	54.40	168.90	80.49	164.64						
少数股东权益	41.47	0.00	(3.11)	(8.24)	(13.70)	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
股本	330.51	325.99	325.99	340.62	340.62	成长能力					
资本公积	328.67	317.56	317.56	317.56	317.56	营业收入	11.69%	1.51%	16.56%	21.26%	22.85%
留存收益	576.96	575.70	845.52	965.27	1,113.48	营业利润	-59.83%	-61.42%	601.71%	22.50%	22.96%
其他	(344.98)	(317.56)	(317.56)	(317.56)	(317.56)	归属于母公司净利润	-62.45%	-49.72%	1811.98%	-56.90%	19.84%
股东权益合计	932.63	901.69	1,168.41	1,297.65	1,440.40	获利能力					
负债和股东权益总	1,050.02	956.09	1,337.31	1,378.14	1,605.04	毛利率	73.32%	69.04%	70.12%	70.18%	70.21%
						净利率	6.63%	3.28%	53.86%	19.14%	18.67%
						ROE	3.66%	1.82%	26.73%	10.34%	11.12%
						ROIC	5.47%	1.78%	16.43%	19.90%	19.69%
						偿债能力					
						资产负债率	11.18%	5.69%	12.63%	5.84%	10.26%
						净负债率	3.35%	-20.29%	-2.73%	-14.51%	-17.36%
						流动比率	7.01	13.50	5.72	15.64	6.95
						速动比率	5.96	9.94	4.91	12.31	5.74
						营运能力					
						应收账款周转率	2.79	2.98	3.01	3.18	3.18
						存货周转率	6.01	5.33	5.57	5.49	5.57
						总资产周转率	0.50	0.50	0.51	0.52	0.58
						每股指标(元)					
						每股收益	0.10	0.05	0.96	0.40	0.47
						每股经营现金流	0.25	0.23	1.14	0.17	0.27
						每股净资产	2.73	2.77	3.59	3.83	4.27
						估值比率					
						市盈率	177.71	353.47	18.49	44.82	37.40
						市净率	6.50	6.42	4.94	4.63	4.16
						EV/EBITDA	173.84	156.26	39.15	33.85	27.45
						EV/EBIT	247.90	347.82	44.01	38.00	30.61

现金流量表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	30.92	15.51	313.17	134.98	161.75
折旧摊销	21.57	21.75	14.80	17.78	20.57
财务费用	3.80	0.71	(1.85)	(2.87)	(2.88)
投资损失	1.05	77.74	1.00	1.00	1.00
营运资金变动	(61.54)	(102.89)	46.65	(91.82)	(86.61)
其它	85.06	63.36	(3.27)	(5.22)	(5.58)
经营活动现金流	80.85	76.17	370.50	53.84	88.26
资本支出	25.76	(60.43)	45.26	85.08	51.53
长期投资	(1.05)	30.56	0.00	0.00	0.00
其他	(177.82)	(173.84)	(106.26)	(166.08)	(102.53)
投资活动现金流	(153.11)	(203.70)	(61.00)	(81.00)	(51.00)
债权融资	31.90	0.00	1.38	0.46	0.61
股权融资	251.61	1.41	1.85	17.50	2.88
其他	(88.11)	(56.02)	(43.19)	(16.52)	(13.88)
筹资活动现金流	195.40	(54.62)	(39.96)	1.44	(10.39)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	123.14	(182.15)	269.54	(25.72)	26.86

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 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com