

固收点评 20201207

北陆转债：对比剂行业的龙头企业，持续布局精准医疗领域

2020年12月07日

事件

- **北陆转债(123082.SZ)于12月7日开始网上申购**：总发行规模为5.00亿元，所募集资金扣除相关发行费用的资金净额后将用于沧州固体制剂新建车间项目、高端智能注射剂车间建设项目、研发中心建设项目、营销网络建设项目和补充流动资金。
- **北陆转债条款中规中矩；上市价格预计在113-127元之间**：转债存续期为6年，联合评级为A+/A+，初始转股价为11.41元/股。下修条款为“15/30、85%”，有条件赎回为“15/30、130%”，有条件回售为“30、70%”，条款中规中矩。以6年A+中债企业债到期收益率9.1406%(12/4)计算，纯债价值为73.12元，债底保护性一般。按照12月4日北陆药业的收盘价为11.68元，转换平价为102.16元，平价溢价率为-2.11%。参考相似转债，我们预计北陆转债转股溢价率为15%-20%左右，继而根据相对价值法估计上市价格在113-127元之间，建议投资者积极参与。

观点

- **公司深耕医学影像领域，是国内对比剂龙头企业之一**。经过二十多年的行业探索，公司积累了丰富的销售经验并确立了独特的品牌优势，现在已成为国内拥有品种最多、品规最全的对比剂产品研发生产企业，目前共计拥有六个品种、二十一个品规。公司内生性增长和外延式布局并举，逐步实现向上游原料药供应商以及横向拓宽公司业务的布局。公司在主导产品销售逐年上升的背景下，新增了对海昌药业的投资，提高对主导产品原料药的把控力度；同时实施了对友芝友医疗和铱础医疗的股权投资，持续布局精准医疗领域。
- **中国已成全球第二大制药市场，行业需求增长有必然性**。2018年，中国已成为继美国之后，全球第二大制药市场，根据IQVIA咨询的预测，2018-2022年，中国的医药销售规模复合增长率为5%~8%，预计到2022年中国药品支出将突破4万亿人民币。化学药品制剂行业是医药制造业最重要的分支之一，是居民日常生活中使用最广泛的类别，人口基数、人口结构老龄化、人均收入提升、医疗保险扩容等因素，共同奠定了中国医药制造业，尤其是化学药品制剂行业的需求刚性和未来需求增长的必然性。
- **对比剂行业属于优质赛道，增长前景广阔**。根据IMS数据统计，2012年至2019年，全国对比剂市场销售额年复合增长率为15.65%，销售数量年复合增长率为16.46%，表现出良好的增长势头。与发达国家相比，我国CT和MRI等设备的每百万人保有量仍有较大提升空间，预计未来对比剂行业仍将保持15%左右的增速，行业增长前景广阔，目前市场集中度高且竞争格局稳定，看好公司对对比剂业务长期发展。
- **“原材料+制剂+医疗服务”一体化布局逐渐完善，盈利能力有望进一步增长**。公司通过逐步向中枢神经类和内分泌类药物领域延伸，实现产品多元化；通过控股碘对比剂原材料厂家海昌药业，实现了向对比剂产品上游产业链的整合；通过参股世和基因、友芝友医疗和铱础医疗，持续布局精准医疗领域。世和基因作为国内NGS测序市场的龙头企业，预计将充分享受国内肿瘤检测市场迅速增长的红利；友芝友医疗和铱础医疗在心血管基因检测产品和人工智能影像诊断等领域的业务不断扩展，企业估值正逐步提升，预计将为公司带来可观的投资收益；公司的盈利能力有望实现进一步增长。
- **风险提示**：市场竞争加剧、医药政策变动、在研产品失败的风险。

证券分析师 李勇

执业证号：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《固收周报 20201206：本周股市整体回暖，关注转债投资机会》2020-12-06
- 2、《固收周报 20201206：利率债周报：经济回暖趋势不变，宽松政策继续推行（2020年第46期）》2020-12-06
- 3、《固收点评 2020：超声转债：PCB领域优质企业，多方面竞争优势彰显发展潜力》2020-12-06
- 4、《固收周报 20201206：【东吴固收李勇·信用债周报】信用债收益率总体下降，信用利差收窄》2020-12-06
- 5、《固收周报 20201206：政府雇佣收缩过快，非农环比持续钝化》2020-12-06

内容目录

1. 转债信息	3
2. 基本面分析	5
3. 风险提示	8

图表目录

图 1: 我国化学药品制剂行业主营业务收入 (单位: 亿元)	6
图 2: 我国各类别对比剂销售量 (万升)	6
图 3: 12-20Q1-3 营业收入及同比增速 (单位: 亿元)	7
图 4: 12-20Q1-3 归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)	7
图 5: 12-20Q1-3 销售毛利率和净利率水平	8
图 6: 12-20Q1-3 三费率水平	8

表 1: 北陆转债发行认购时间表	3
表 2: 北陆转债基本条款	3
表 3: 募集资金用途 (单位: 万元)	4
表 4: 债性和股性指标	4
表 5: 相对价值法预测北陆转债上市价格 (单位: 元)	5

1. 转债信息

表 1: 北陆转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2020 年 12 月 3 日 (周四)	刊登《募集说明书》及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》、《募集说明书提示性公告》
T-1	2020 年 12 月 4 日 (周五)	原股东优先配售股权登记日 网上路演
T	2020 年 12 月 7 日 (周一)	刊登《可转债发行提示性公告》 原股东优先配售认购日 (缴付足额资金) 网上申购 (无需缴付申购资金) 确定网上申购中签率
T+1	2020 年 12 月 8 日 (周二)	刊登《网上发行中签率及优先配售结果公告》 网上申购摇号抽签
T+2	2020 年 12 月 9 日 (周三)	刊登《中签号码公告》 网上中签缴款日 (投资者确保资金账户在 T+2 日日终有足额的转债认购资金)
T+3	2020 年 12 月 10 日 (周四)	保荐机构 (主承销商) 根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4	2020 年 12 月 11 日 (周五)	刊登《发行结果公告》 保荐机构 (主承销商) 扣除相应发行费用将募集资金划至发行人账户

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

表 2: 北陆转债基本条款

转债名称	北陆转债	正股名称	北陆药业
转债代码	123082.SZ	正股代码	300016.SZ
发行规模	5.00 亿元	正股行业	医药生物—化学制药
存续期	6 年 (2020/12/7-2026/12/6)	主体评级/债项评级	A+/A+
转股价	11.41 元/股	转股期	6 个月 (2021/6/11-2026/12/6)
票面利率	0.50%、0.70%、1.20%、1.80%、2.50%、3.00%		
向下修正条款	存续期, 15/30, 85%		
赎回条款	(1) 到期赎回: 到期后五个交易日内, 按债券面值 115% (含最后一期利息) 的价格全部赎回 (2) 提前赎回: 转股期内, 15/30, 130%; 未转股余额不足 3000 万元		
回售条款	(1) 有条件回售: 最后两个计息年度, 连续 30 个交易日收盘价低于转股价 70%		

(2) 附加回售：投资项目实施情况出现重大变化，且被证监会认定为改变募集资金用途

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表 3：募集资金用途（单位：万元）

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
沧州固体制剂新建车间项目	10664.51	9600.00
高端智能注射剂车间建设项目	17535.05	12100.00
研发中心建设项目	8830.50	8700.00
营销网络建设项目	4805.49	4600.00
补充流动资金	15000.00	15000.00
合计	56835.55	50000.00

数据来源：募集说明书，东吴证券研究所整理

表 4：债性和股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
纯债价值	72.89 元	转换平价（以 12/4 收盘价）	102.37 元
纯债溢价率 （以面值 100 计算）	37.19%	平价溢价率（以面值 100 计算）	-2.31%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

转债存续期为 6 年，联合评级为 A+/A+，初始转股价为 11.41 元/股。下修条款为“15/30、85%”，有条件赎回为“15/30、130%”，有条件回售为“30，70%”，条款中规中矩。以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 9.1406%（12/4）计算，纯债价值为 72.89 元，债底保护性一般。按照 12 月 4 日北陆药业的收盘价为 11.68 元，转换平价为 102.37 元，平价溢价率为 -2.31%。

表 5: 相对价值法预测北陆转债上市价格 (单位: 元)

转股溢价率/正股价		15%	16.25%	17.50%	18.75%	20.00%
-10%	10.51	105.95	107.10	108.25	109.40	110.56
-5%	11.10	111.84	113.05	114.27	115.48	116.70
12/4 收盘价	11.68	117.72	119.00	120.28	121.56	122.59
5%	12.26	123.61	124.95	126.29	127.64	128.98
10%	12.85	129.49	130.90	132.31	133.72	135.12

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

根据 2020 年 12 月 4 日北陆药业收盘价 11.68 元计算, 初始转换平价 102.37 元。综合考虑公司基本面、信用评级以及可比转债转股溢价率情况, 我们估计北陆转债的转股溢价率在 15%到 20%之间。根据相对价值法估计北陆转债上市价格约 113 元到 127 元之间。

2. 基本面分析

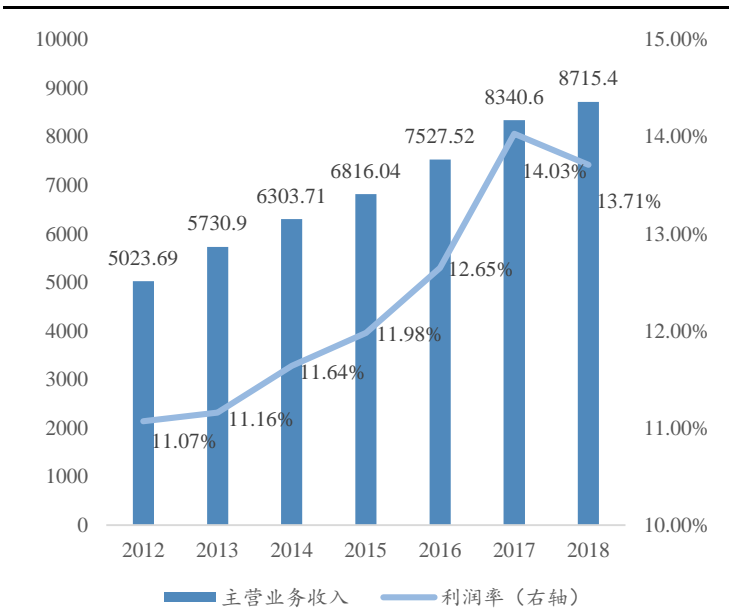
公司深耕医学影像领域, 是国内对比剂龙头企业之一。经过二十多年的行业探索, 公司积累了丰富的销售经验并确立了独特的品牌优势, 现在已成为国内拥有品种最多、品规最全的对比剂产品研发生产企业。公司内生性增长和外延式布局并举, 逐步实现向上游原料药供应商以及横向拓宽公司业务的布局。公司在主导产品销售逐年上升的背景下, 新增了对海昌药业的投资, 提高对主导产品原料药的把控力度, 同时实施了对友芝友医疗和铱砷医疗的股权投资, 持续布局精准医疗领域。

中国已成全球第二大制药市场, 行业需求增长有必然性。2018 年, 中国已成为继美国之后, 全球第二大制药市场, 根据 IQVIA 咨询的预测, 2018-2022 年, 中国的医药销售规模复合增长率为 5%-8%, 预计到 2022 年中国药品支出将突破 4 万亿人民币。化学药品制剂行业是医药制造业最重要的分支之一, 是居民日常生活中使用最广泛的类别。人口基数、人口结构老龄化、人均收入提升、医疗保险扩容等因素, 共同奠定了中国医药制造业, 尤其是化学药品制剂行业的需求刚性和未来需求增长的必然性。

对比剂行业属于优质赛道, 增长前景广阔。根据 IMS 数据统计, 2012 年至 2019

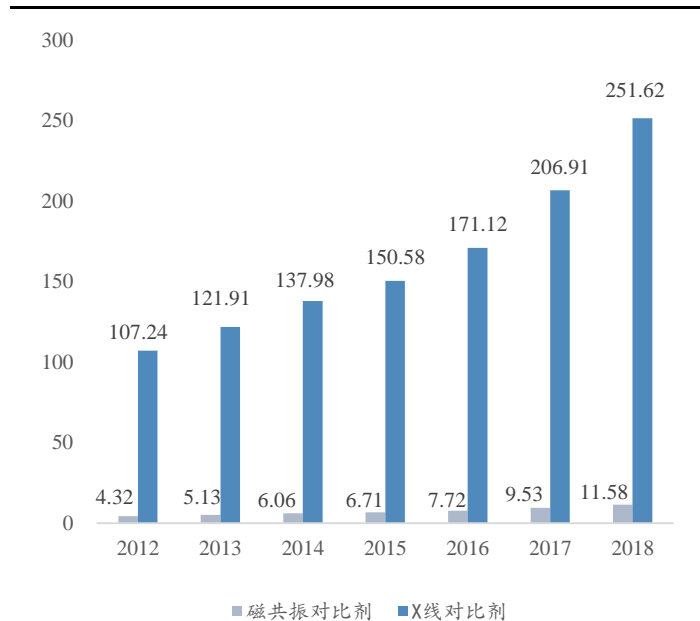
年，全国对比剂市场表现出良好的增长势头，销售额年复合增长率为 15.65%；销售数量年复合增长率为 16.46%。其中 X 线对比剂市场的销售额年复合增长率达到 17.34%；磁共振对比剂市场的销售额年复合增长率达 19.03%。与发达国家相比，我国 CT 和 MRI 等设备的每百万人保有量仍有较大提升空间，预计未来对比剂行业仍将保持 15%左右的增速，行业增长前景广阔，市场集中度高且竞争格局稳定，看好公司对对比剂业务长期发展。

图 1: 我国化学药品制剂行业主营业务收入 (单位: 亿元)



数据来源: 南方所, 东吴证券研究所

图 2: 我国各类别对比剂销售量 (万升)



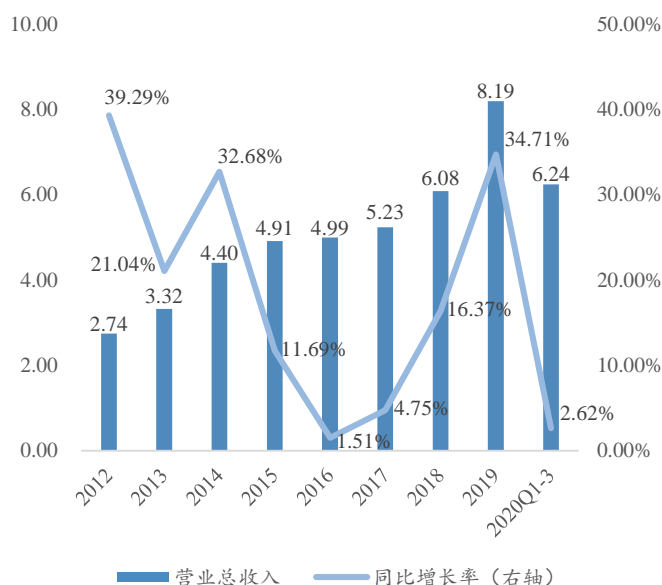
数据来源: IMS, 东吴证券研究所

“原材料+制剂+医疗服务”一体化布局逐渐完善，盈利能力有望进一步增长。公司通过逐步向中枢神经类和内分泌类药物领域延伸，实现产品多元化；通过控股碘对比剂原材料厂家海昌药业，实现了向对比剂产品上游产业链的整合；通过参股世和基因、

友芝友医疗和敏碁医疗，持续布局精准医疗领域。CIC 预计到 2030 年，我国早期肿瘤检测市场规模有望达到 289 亿美元，世和基因作为国内 NGS 测序市场的龙头企业，将充分享受国内市场迅速增长的红利。随着市场需求的增长，友芝友医疗和敏碁医疗在心血管基因检测产品和人工智能影像诊断等精准医疗领域的业务不断扩展，企业估值正逐步提升，预计将为公司带来可观的投资收益。随着“原材料+制剂+医疗服务”一体化布局的逐渐完善，公司的盈利能力有望实现进一步增长。

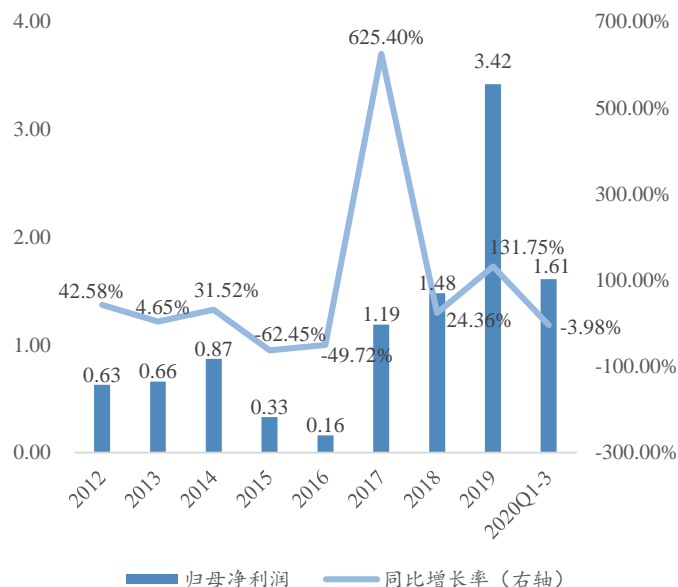
19 年业绩大幅增长，20 年前三季度受疫情影响降幅较大。2019 年公司实现营业收入 8.19 亿元，同比增长 34.71%，归母净利润为 3.42 亿元，同比增长 131.75%。20 年前三季度营业收入为 6.24 亿元，同比增长 2.62%，归母净利润为 1.61 亿元，同比减少 3.98%。2012-2017 年我国化学药品制剂企业收入总额的年复合增长率达 10.56%，为公司主营业务收入持续增长提供了良好的外部环境；2020 年 1-6 月公司主营业务收入和归母净利润降幅较大，主要系受疫情影响，国内医药行业除少数疫控产品外，普遍存在生产、销售活动受限情况，市场需求收缩，导致公司产品销量下降所致；随着国内疫情形势逐步好转、市场需求回暖，2020 年 Q3 收入及净利润逐步回升，反弹幅度较大，整体上 2020 前三季度实现了营业收入同比正增长，体现了较大的修复能力。未来随着国内疫情缓解，患者阶段性推后的就医需求逐步释放，公司未来业绩有望进一步增长。

图 3: 12-20Q1-3 营业收入及同比增速 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

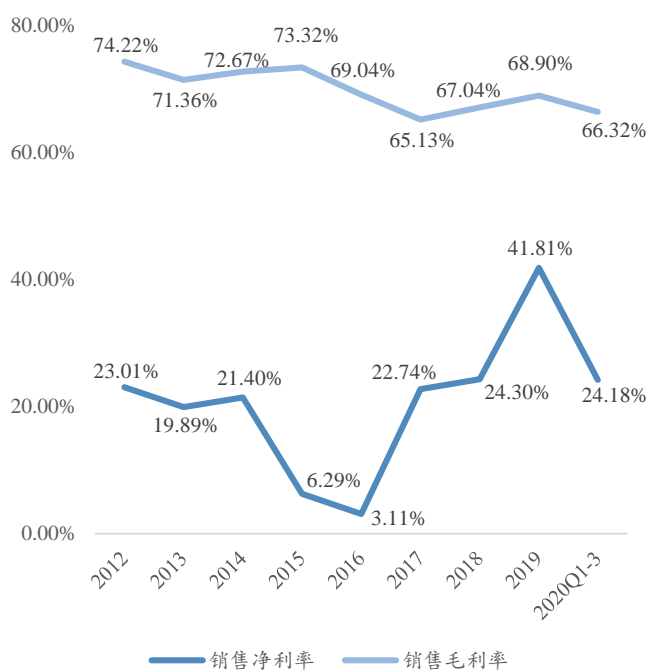
图 4: 12-20Q1-3 归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

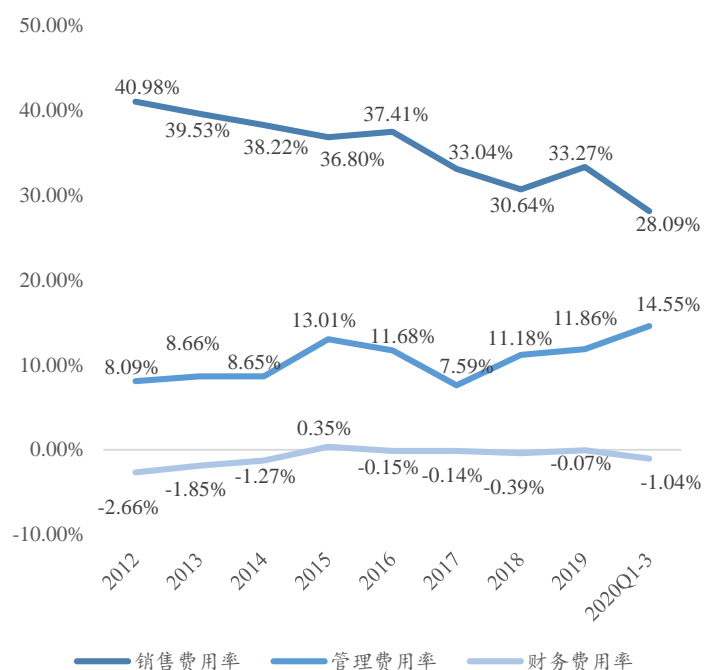
毛利率保持高增长态势，净利率有望进一步提升，销售费用逐渐下降，盈利能力稳定。自 2018 年毛利率大幅上升，主要得益于：高毛利品种增速加快，收入占比上升；公司在控股上游原材料厂商海昌药业后议价能力大大提升，未来毛利率有望保持高增长态势并实现进一步增长。2020 年 1-6 月受疫情影响，公司毛利率略有下降，但是对比剂的需求相对刚性，随着医院诊疗秩序逐渐恢复，就医需求逐步释放，公司的收入和毛利正逐渐回升，全年受疫情影响的程度有限。目前，管理费用在 2020Q1-3 大幅增长，主要来自于合并资产折旧摊销、股权激励和中介机构费用；销售费用整体呈下滑趋势，主要是由于公司初步形成了华北、华东等 8 个大区的营销网络，迅速反应客户需求，提前进行市场的营销布局。未来随着公司的研发项目不断推进和销售布局的逐渐完善，预期净利润会进一步提升。公司毛利率长期保持在 65% 以上的超高水平，整体盈利能力稳定，我们看好公司长期发展前景。

图 5：12-20Q1-3 销售毛利率和净利率水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：12-20Q1-3 三费率水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 风险提示

市场竞争加剧；疫情反复；对比剂被纳入集采，药品降价幅度超过预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

