

立足对比剂，向精神类及糖尿病类药物拓展

——北陆药业(300016)调研简报

核心观点

1. 对比剂市场增长平稳，国产化仍在进行。随着新医改的推进和居民医疗保障水平的提高，扫描诊断的病人数量逐年增加，由此带动对比剂市场的稳定扩容。由于价格及认知度的不足，国内使用对比剂进行增强扫描的比率远低于发达国家。未来对比剂市场增长的空间非常广阔。根据 SFDA 南方所统计，2008 年外资仍占据对比剂半壁江山，其中碘克沙醇、碘帕醇等新一代对比剂基本为外资所垄断，对比剂的国产化仍在进行。

2. 立足对比剂，开拓新市场。公司依靠对比剂起家，拥有碘海醇与钆喷酸葡胺两大核心品种。借助募投资金，公司加强营销网络建设。目前对比剂销售队伍已发展到 100 多人，年底计划扩大到 130 人。随着销售队伍的扩大，公司对目标的医院的覆盖率提升。2010 年对比剂的增速提升到 20% 以上，较 2009 年有一定的提高。

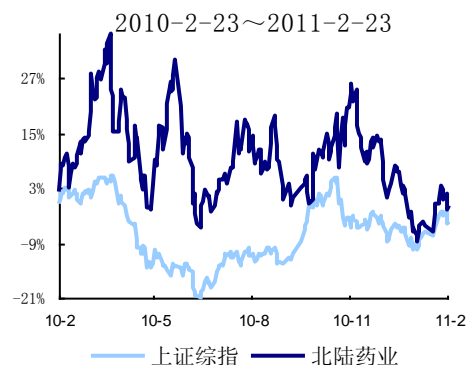
3. 对比剂毛利率保持相对稳定。虽然每年对比剂的出厂价格都在小幅调整，但毛利率总体稳定。公司自产钆喷酸葡胺的原料药，注射剂的毛利率稳定在 80% 以上，虽然公司需要外购碘海醇原料药，但上游供应商较多，而公司的用量较大，具有一定的价格话语权。

4. 九味镇心颗粒有望取得突破。由于市场接受度的问题，2010 年九味镇心颗粒销售并没有达到公司的预期。今年公司已经就销售模式和销售队伍进行了调整。在北京、山东、浙江三地，产品交由代理商负责销售推广，公司配合学术营销。在销售队伍调整上，公司从外部招聘两名具有精神类药物销售经验的经理人负责产品销售。在山西省，九味镇心颗粒已纳入医保目录。北京市医保目录虽然尚未公布，但进入的可能较大。我们预计 2011 年九味镇心颗粒的销售将有较大突破。

5. 新品种陆续上市，三大治疗领域齐发展。从 2011 年起，公司在研的品种将陆续上市。促胰岛素分泌剂瑞格列奈片有望最先获批。届时公司糖尿病药物产品线扩大至两个。碘克沙醇也可能在今年获批。抗抑郁药物文拉法辛缓释胶囊已经报技术审批。阿戈美拉汀准备申报临床。公司新产品开发仍将继续围绕对比剂、精神类药物和糖尿病类药物三大治疗领域，同时公司也在积极探索对外合作模式，引入新品种。

6. 盈利预测与投资评级。我们预计公司 2010-2012 年的每股收益分别 0.42 元、0.54 元和 0.72 元，对应的市盈率为 43 倍、34 倍和 25 倍。公司立足对比剂领域，通过向精神类药物和糖尿病类药物延伸拓宽成长，未来成长空间广阔，给予公司“短期_推荐，长期_A”评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	10183.27
流通A股(万股)	5379.85
52周内股价区间(元)	16.25-38.1
总市值(亿元)	18.58
总资产(亿元)	4.68
每股净资产(元)	4.51

目标价	6个月
	12个月

相关报告

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	217	181	207	243
同比增速(%)	22.34	-16.35	14.01	17.46
净利润(百万)	35	43	55	74
同比增速(%)	34.05	22.37	28.66	33.61
EPS(元)	0.34	0.42	0.54	0.72
P/E	53	43	34	25

研究员：徐昊
 电话：010-84183293
 Email: xuhao@guodu.com
 执业证书编号：S0940510120004

联系人：胡博新
 电话：010-84183363
 Email: huboxin@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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。

表 1：公司分产品收入预测：

单位万元	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
对比剂	7172	8743	10519	13044	16305	20381
增长率		21.90%	20.32%	24.00%	25.00%	25.00%
药品经销	15542	8453	10548	4430	2215	0
增长率		-45.61%	24.79%	-58.00%	-50.00%	-100.00%
降糖药	423	477	492	516	1136	2272
增长率		12.60%	3.12%	5.00%	120.00%	100.00%
其他	71	49	122	146	1022	1636
增长率		-30.61%	146.85%	20.00%	600.00%	60.00%

资料来源：公司公告、国都证券研究所

表 2：北陆药业盈利预测表：

单位：百万	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	177	217	181	207	243
增长率(%)	-23.64	22.34	-16.35	14.01	17.46
营业成本	103	129	76	70	62
毛利率(%)	41.84	40.42	57.91	66.23	74.66
营业税金及附加	1	1	1	1	1
资产减值准备	0	(0)	1	1	1
销售费用	28	35	43	54	70
管理费用	14	13	15	19	23
财务费用	0	(0)	(3)	(0)	(0)
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	30	38	48	62	86
增长率(%)	-5.90	24.79	26.44	29.61	38.30
期间费用率(%)	23.84	22.42	30.60	35.30	38.40
加：营业外收入	1	4	2	2	0
减：营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	31	42	50	65	86
增长率(%)	-8.24	35.23	20.20	28.96	33.77
减：所得税	5	7	7	10	13
实际税负比率(%)	15.38	16.11	14.60	14.80	14.90
净利润	26	35	43	55	74
增长率(%)	-5.51	34.05	22.37	28.66	33.61
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
属于母公司的净利润	26	35	43	55	74
同比增长	-5.84	33.81	22.68	28.66	33.61
每股收益(元)	0.26	0.34	0.42	0.54	0.72
市盈率(倍)	71	53	43	34	25

资料来源：公司公告、国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuwei hong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			