

行业高级分析师：陈翀

执业证书编号：S1220210100002

联系人：蒯学章 李 宇

TEL: (8610) 68584823

E-mail: kuaixuezhang@foundersc.com

TEL: (8610) 68584859

E-mail: liyu0@foundersc.com

历史表现



相关研究

事件：我们调研了北陆药业，与公司管理层就经营问题进行交流

投资要点

※2011 年上半年业绩同比下降

2011 年上半年，公司实现销售收入 8871.42 万元，同比增 18.52%；归属母公司净利润 1958.29 万元，同比降低 13.36%；基本每股收益 0.13 元。销售收入降低系公司压缩低毛利率的药品经销业务所致，药品经销收入较上年同期降低 99.91%。药品生产收入占比已达到 99.95%，主营产品对比剂系列实现收入 8296 万元，同比增幅 35%，较往年有较大提高。但销售费用同比大幅提升 97.89%至 3667 万元，使公司上半年净利润同比下降。

※对比剂加大销售投入，销售增速有望继续保持较高水平

上半年，公司对比剂销售收入 8296 万，同比增速达到 35%，为历年来新高，主要由于公司销售投入增加，销售人员扩充，同时强化学术会议推广的结果开始显现。比剂类产品行业增速 20%且较为稳定，公司产品在行业内有很好的品牌认知，我们认为公司对比剂产品增速提升将有望维持在 35%至 40%的较高水平。

※销售投入增加导致短期阵痛，长期看好

公司强化医药工业尤其是优势品种对比剂产品，销售投入增加使销售费用大幅提升 97.89%至 3667 万元，主要体现在人员增加，学术会议推广频次增加。费用高企侵蚀利润，同时销售投入产出的滞后性，短期内公司将承受压力，但长期看，公司加强销售渠道，聚焦优势产品的策略符合规律，有利于培养核心优势，有利于公司长期发展。

预计公司 2011 年至 2013 年 EPS 分别为 0.26、0.36、0.47 元，7 月 20 日收盘价为 11.43，对应 PE 分别为 43.21x、32.06x、24.08x，首次覆盖暂无评级。

※盈利预测与估值

项目(百万元/元/%)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	182.05	184.55	247.73	333.21
YoY(%)	-16.0%	1.4%	34.2%	34.5%
归属母公司净利润	42.77	40.40	54.46	72.49
YoY(%)	33.8%	-5.5%	34.8%	33.1%
综合毛利率(%)	58.49%	74.56%	74.51%	74.50%
摊薄后 EPS(元)	0.28	0.26	0.36	0.47
P/E(x)	40.82	43.21	32.06	24.08
P/B(x)	3.73	3.41	3.05	2.68

数据来源：方正证券研究所 股价为 2011 年 7 月 20 日收盘价 11.43 元

调研纪要

Q: 对比剂销售增速提高明显, 原因? 能否维持?

A: 对比剂销售同比增速35%, 比以前20%多点有较大提高。主要由于我们年初就加强了销售的管理, 加大了推广会的宣传力度, 要求每个销售人员每周至少要有两次, 以前没有过这方面要求。同时我们对比剂销售人员一直在扩充, 从70多人增加到130多人, 预计年底可达到150多人。

由于销售投入由一个滞后期, 一般6-9个月才能见到效益, 因而下半年以及未来对比剂的收入增速很可能会继续提升, 保持较高水平。

Q: 公司对比剂产品结构? 分产品毛利率问题?

A: 目前公司对比剂还是钆喷酸葡胺注射液和碘海醇注射液, 但是碘海醇占比达到6成, 自从碘海醇原料解决了之后, 公司碘海醇对比剂一直销售增速较高。碘海醇毛利率65%以下, 相对来说, 钆喷酸葡胺毛利率较高, 因此公司也注意到了这个问题, 下半年要求钆喷酸葡胺也要有较高增长。

Q: 商务中心的概念?

A: 从前公司销售人员除了负责销售, 诸如医院开发, 推广, 维护等工作外, 还需要负责监督回款, 招标等工作。公司设立商务中心, 专门负责回款与招标, 这样可以让销售人员更加专注与销售工作, 不分他们的心。

Q: 公司的销售重点?

A: 目前基本上还是大城市, 二线城市也慢慢有涉及但不多, 由于CT和MRI主要的客户还是在大中城市, 我们将此作为开发的重点, 主要是二甲以上医院。2008以前, 碘海醇原料药价格太高, 公司未大力发展, 导致优势集中在钆喷酸葡胺, 因而对拥有磁共振医院的覆盖较好, 而CT医院较差, 此次投入后将有所改善, 这也是碘海醇增长较快的原因

Q: 上半年销售费用高，原因？

A: 上半年费用很高，主要是销售改革所致，要求销售人员多开学术会议，会议费增大较多。同时我们扩充人员也会增加费用。

Q: 未来销售费用的趋势，如何考虑如此投入与产出不匹配造成利润下降的状况？

A: 加大销售投入是目前公司的战略，短期肯定是阵痛，但是公司做好了这方面的准备，销售投入也会继续下去。下半年费用应该会和上半年趋势一致，公司上半年经营业绩在公司的规划之内，的武瑞华武总也强调增加销售投入重要性，公司不会改变销售投入的既定策略。

Q: 药品降价压力？原料成本控制？

A: 招标情况看降价压力不大。原料采购我们都是用长期合同锁定价格，因此原料采购成本大幅波动的风险较小。

Q: 对比剂出口实现零突破？

A: 公司上半年对比剂出口接近 70 万，主要还是约旦、伊朗等发展中国家，这些国家有需求，我们也看到了，公司已安排有专人开展国外药品批文的申报，短期内对公司贡献小。

Q: 糖尿病药品情况介绍一下？

A: 降糖药这块公司没有专门的销售队伍去做，只是在销售其他产品的时候顺道销售，目前规模也还小，今年销售应该和去年差不多。(注：2010 年销售 568 万)。

Q: 九味振心颗粒目前销售情况？

A: 九味这块公司还是很重视，其实也聘请了一位销售总监专门负责九味的销售，此人也是行业内资深人士。公司九味之前一直自己做营销，但是医保没进也没有品牌，自己做很难。因此公司转而考虑代理，多个省市已经找好代理商。九

味今年上半年 100 多万的规模，已经超过去年全年，增长还是很快。目前进了山西和北京的医保目录，其他的省也在做。

Q: 股权激励?

A: 会考虑做，但目前时机不成熟。

收入与盈利预测

图表 1 公司分产品营业收入预测

项目 单位: 百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
对比剂	105.19	130.22	175.79	237.32	320.38
增长率	20.32%	23.79%	35.00%	35.00%	35.00%
毛利率	76.66%	76.93%	75.00%	75.00%	75.00%
降糖药	4.92	5.68	5.68	5.79	5.91
增长率	3.12%	15.53%	0.00%	2.00%	2.00%
毛利率	71.03%	76.65%	70.00%	70.00%	70.00%
其他	1.22	1.23	3.08	4.61	6.92
增长率	146.83%	0.82%	150.00%	50.00%	50.00%
毛利率	81.46%	75.29%	58.00%	55.00%	55.00%
药品经销	105.48	44.56	-	-	-
增长率	24.79%	-57.75%	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!
毛利率	2.38%	2.28%	-	-	-
营业收入合计	216.81	182.05	184.55	247.73	333.21
增长率	22.34%	-16.03%	1.37%	34.23%	34.51%
综合毛利率	40.42%	58.49%	74.56%	74.51%	74.50%

数据来源: 方正证券研究所

图表 3 公司盈利预测表

项目 单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	182.05	184.55	247.73	333.21
营业成本	75.35	46.94	63.14	84.98
营业税金及附加	1.51	1.20	1.66	2.39
销售费用	45.18	75.67	99.09	133.29
管理费用	16.37	16.61	22.30	29.99
财务费用	-5.22	(3.00)	(2.00)	(2.00)
资产减值损失	1.1	1.00	1.00	1.00
营业利润	47.76	46.13	62.53	83.57
加: 营业外收入	2.62	1.00	1.00	1.00
减: 营业外支出	0.5	0.00	0.00	0.00
利润总额	49.87	47.13	63.53	84.57
减: 所得税	7.12	6.73	9.07	12.07
净利润	42.75	40.40	54.46	72.49

减：少数股东损益	-0.02	0.00	0.00	0.00
归母公司净利润	42.77	40.40	54.46	72.49
全面摊薄 EPS(元)	0.28	0.26	0.36	0.47

数据来源：方正证券研究所

风险因素

- 1，销售投入与产出继续不匹配的风险
- 2，药品降价，原料药成本上升侵蚀利润

附表 公司财务报表预测与重要指标

利润表:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	现金流量表:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	182	185	248	333	净利润	43	40	54	72
营业成本	75	47	63	85	资产减值损失	1	1	1	1
营业税金及附加	2	1	2	2	折旧与摊销	5	6	6	6
销售费用	45	76	99	133	财务费用	(5)	(3)	(2)	(2)
管理费用	16	17	22	30	存货变动	(1)	(1)	(2)	(9)
财务费用	(5)	(3)	(2)	(2)	经营性应收变动	(1)	(1)	(17)	(23)
资产减值	1	1	1	1	经营性应付变动	(10)	1	3	4
营业利润	48	46	63	84	经营活动现金流	38	43	44	50
利润总额	50	47	64	85	投资活动现金流	(52)	(2)	(2)	(3)
减: 所得税	7	7	9	12	筹资活动现金流	(9)	0	0	0
净利润	43	40	54	72	现金净变动额	(23)	41	42	47
少数股东损益	(0)	0	0	0	期初货币资金	334	311	352	394
归母公司净利润	43	40	54	72	期末货币资金	311	352	394	441
资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务比率	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	311	352	394	441	成长能力(YoY)				
应收账款	41	42	56	76	营业收入	-16.03%	1.37%	34.23%	34.51%
预付款项	1	2	2	3	营业利润	25.85%	-3.41%	35.56%	33.64%
存货	22	23	25	34	归属母公司净利润	22.69%	-5.54%	34.80%	33.11%
其他	7	7	9	12	盈利能力				
流动资产合计	383	426	486	565	销售毛利率	58.61%	74.56%	74.51%	74.50%
长期股权投资	3	3	3	3	销售净利率	23.48%	21.89%	21.98%	21.76%
固定资产	61	63	65	68	ROE	9.14%	7.89%	9.52%	11.14%
无形资产	4	4	4	4	ROIC	8.03%	7.31%	9.17%	10.84%
其他	25	24	25	25	偿债能力				
非流动资产合计	92	94	97	100	资产负债率	1.58%	1.57%	1.88%	2.24%
资产总计	475	520	583	665	流动比率	51.12	52.26	44.40	37.98
短期借款	0	0	0	0	速动比率	47.23	48.55	41.27	34.88
应付账款	2	5	7	9	营运能力				
预收账款	1	0	0	0	资产周转率	0.38	0.35	0.42	0.50
其他	5	3	4	6	存货周转率	3.37	2.00	2.50	2.50
流动负债合计	7	8	11	15	应收账款周转率	4.44	4.41	4.41	4.41
长期借款	0	0	0	0	每股指标				
其他	0	0	0	0	每股收益	0.28	0.26	0.36	0.47
非流动负债合计	0	0	0	0	每股经营现金流	0.25	0.28	0.29	0.33
负债合计	7	8	11	15	每股净资产	3.06	3.35	3.74	4.26
股本	102	153	153	153	每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
资本公积	280	229	229	229	估值指标				
留存收益及其他	86	130	191	269	PE	40.82	43.21	32.06	24.08
所有者权益合计	468	512	572	650	PB	3.73	3.41	3.05	2.68
负债和权益合计	475	520	583	665	EV/EBITDA	23.46	23.08	17.12	13.08

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com