

北陆药业(300016)

公司研究/简评报告

营销变革，对比剂大幅增长

民生精品---简评报告/医药行业

2011年07月26日

一、事件概述

我们近期去北陆药业进行了调研，并就我们关注的问题与公司高管进行了深入交流。

二、分析与判断

► 营销改弦更张，对比剂实现放量增长

今年起，公司调整营销策略，通过引进人才、完善网络、加大市场投入、加强学术推广等手段，继续扩大对比剂的销售，对比剂营销范围从一线城市的二甲以上医院向二三线城市扩张，同时该产品专属的营销团队从原来的70多人增加到现在的110多人，公司还计划到年底时将人员扩充到150人。通过市场扩张和人员建设实现快速增长，具体表现在：2011年H1，对比剂销售收入就实现同比增长35.01%，远高于去年同期22.12%的增长率，也高于整个对比剂市场20%左右的平均增速。今后三年，预计对比剂销售收入会达到37%、30%、28%。

► 调整新产品营销策略，未来值得期待

为加快九味镇心颗粒的市场推广，今年起公司调整销售模式，采取直销和代理二种方式开发市场，渐显成效，与去年同期相比已有较大幅度增长。此外公司还加大了学术推广力度，逐渐树立九味镇心颗粒这一品牌形象。随着九味镇心颗粒先后进入山西省、北京医保，并且进入到各医院，我们预计2011年九味镇心颗粒的销售有望较大突破。

► 今年下半年销售费用率仍将维持高位，明年起逐年下降

公司今年采取了扩张型营销策略，销售费用大幅增长，今年上半年销售费用率为41.34%，同比上升24.32个百分点。今年下半年，公司基本保持这一水平的销售费用率水平，全年销售费用率应该在42%左右。随着公司销售团队筹建的逐步完善，我们预计，公司的销售费用率会有所下降。

三、盈利预测与投资建议

基于上述假设，我们预测2011-2013年公司分别实现EPS 0.26元、0.34元和0.45元，以2011年7月26日10.75元的收盘价计算，对应动态市盈率分别为41倍、32倍和24倍，我们看好公司对对比剂业务的市场前景，给以“谨慎推荐”的投资评级。未来6个月目标价为12.0-13.5元。

四、风险提示：

销售费用率持续居高不下的风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	182.05	189.07	247.15	318.81
增长率(%)	-16.03%	3.86%	30.71%	29.00%
归属母公司股东净利润(百万元)	42.77	39.75	51.21	69.13
增长率(%)	22.69%	-7.08%	28.83%	35.01%
每股收益(元)	0.280	0.260	0.335	0.453
PE	38.39	41.31	32.07	23.75
PB	3.51	3.46	3.40	3.31

资料来源：民生证券研究所

谨慎推荐

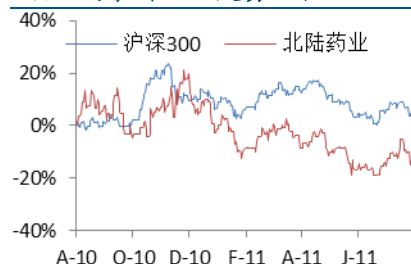
首次评级

合理估值：12.0—13.5元

交易数据(2011-07-26)

收盘价(元)	10.75
近12个月最高/最低	23.23/10.11
总股本(百万股)	152.75
流通股本(百万股)	80.70
流通股比例%	52.83%
总市值(亿元)	1642.05
流通市值(亿元)	867.50

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：李平祝

执业证书编号：S0260511020019

电话：(8610)85127808

Email: lipingzhu@mszq.com

分析师：练乐尧

执业证书编号：S0100108110693

电话：(8610)85127656

Email: lianyueyao@mszq.com

联系人：吴晓雯

Email: wuxiaowen@mszq.com

相关研究

一、营销改弦更张，对比剂实现放量增长

今年起，公司调整营销策略，通过引进人才、完善网络、加大市场投入、加强学术推广等手段，继续扩大对比剂的产品销售。今年上半年对比剂产品销售实现了快速放量增长，表现在：2011 年 H1，对比剂销售收入增长 35.01%，远高于去年同期 22.12% 的增长率，也高于整个对比剂市场 20% 左右的平均增速。**我们预计 2011-2013 年，对比剂销售收入增速分别为 37%、30%、28%，对应毛利率为 75%、74%、74%。**

在市场范围上，公司的对比剂市场原来主要集中在一线城市的大医院，主要是三甲医院，部分是二甲医院，今年起销售范围扩大，向二、三线城市推广，这一营销方向刚好与十二五规划中“加强城乡医疗服务体系建设，加强以县医院为龙头、乡镇卫生院和村卫生室为基础的农村三级医疗卫生服务网络建设，完善以社区卫生服务为基础的新型城市医疗卫生服务体系，新增医疗卫生资源重点向农村和城市社区倾斜”的政策相吻合，属于政策扶持方向。

另外，公司增加了对比剂产品的销售人员，从原来的 70 多人增加到现在的 110 多人，公司还计划到年底时将人员扩充到 150 人。公司将通过市场扩张和人员建设实现高速增长。

除上述两个因素之外，对比剂应用领域的拓宽，产品出口远销约旦、伊朗等发展中国家也是较好的催化剂，不过目前这两块业务所占比重还非常小。

综合而言，上述几个催化因素可维持公司 2011-2013 年保持较高速增长，不过考虑到对比剂整个市场的规模较小（2008 年市场规模只有 28 亿元）、市场竞争较为激烈（2008 年，国内对比剂市场占有率前 5 名分别为德国拜耳先灵 26.56%、美国通用电气 23.29%、扬子江药业 16.65%、意大利博莱特 11.78%、北陆药业 8.04%；且恒瑞医药等企业近年也在不断抢占市场，提高市场占有率）等因素，我们认为公司 2011-2013 年对比剂收入增速应较为稳健，分别为 37%、30%、28%。

毛利率方面，对公司生产成本影响较大的主要是碘海醇的原材料（如表 1），该原材料成本较高，不过公司与供应商签订了长期合作协议，锁定了原材料价格，成本较为稳定。而且，公司产品暂时不会降价。因此，毛利率应该会比较稳定。不过由于今年上半年对比剂收入的增长主要来自碘海醇，且当前正在扩张的二三线城市市场使用 CT 更多一些，今后三年毛利率还会轻微下降，因此，我们认为 2011-2013 年，对比剂毛利率为 75%、74%、74%。

表 1：2011 年 H1 公司产对比剂收入构成及毛利率情况

2011 年 H1	碘海醇注射液	钆喷酸葡胺注射液
占对比剂收入比	>60%	<40%
毛利率	60%左右	80%左右

资料来源：民生证券研究所

二、新产品积极调整营销，未来值得期待

公司的新产品抗焦虑症中药九味镇心颗粒是公司计划做大做强的另一主要品种。九味镇心颗粒是公司自主研发的国内首个抗焦虑纯中药制剂。也是目前唯一一个被国家药监局批准主治广泛性焦虑症的纯中药制剂。目前国内临床所用的抗焦虑西药普遍存在副反应较多，具有依赖性、戒断症状和停药反跳等比较明显的缺点。而经过临床与主流抗焦虑西药的对比实验表明，九味镇心颗粒疗效显著，副反应轻微、无依赖性和戒断反应、安全性好，具有广阔的市场前景。

九味镇心颗粒今年起采取直销和代理的销售模式开发市场，渐显成效。与去年同期相比已有较大幅度增长。此外公司还加大了学术推广力度，逐渐树立九味镇心颗粒这一品牌形象。随着九味镇心颗粒先后进入山西省、北京医保，并且进入到各医院，我们预计 2011 年九味镇心颗粒的销售有望较大突破。

不过增加代理的直接后果就是毛利率下降，值得市场关注。

三、在研产品仍在积极推进

虽然公司的阿戈美拉汀项目因技术转让方未按协议约定取得临床批件而终止，但是公司还是积极储备了一些后续产品。主要在研产品有碘克沙醇注射液、碘帕醇注射液、钆贝葡胺及其注射液、瑞格列奈及其片剂、文拉法辛缓释胶囊、阿立哌唑。其中，瑞格列奈仍在排队等候审批，不过审批通过时间尚不确定。

四、今年下半年销售费用率仍维持高位，明年起逐年下降

公司今年采取了扩张型营销策略，销售费用大幅增长，今年上半年销售费用率为 41.34%，同比上升 24.32 个百分点。今年下半年，公司会基本会保持这一水平的销售费用率水平，全年销售费用率应该在 42% 左右。随着公司销售团队筹建的完善，公司的销售费用率会有所下降。

五、盈利预测与投资评级

表 2: 分产品收入毛利预测表

单位: 百万元	2009	2010	2011H1	2011E	2012E	2013E
医药工业合计	110.11	137.07	86.59	189.02	247.15	318.81
YOY	19.43%	24.49%	34.72%	37.84%	30.75%	29.00%
毛利率	76.41%	76.90%	74.95%	74.23%	73.10%	72.88%
其中: 对比剂	105.19	130.22	82.96	178.40	231.92	296.85
YOY	20.32%	23.79%	35.01%	37.00%	30.00%	28.00%
毛利率	76.66%	76.93%	75.47%	75.00%	74.00%	74.00%
降糖药	4.92	5.68	2.12	5.70	5.87	6.05
YOY	3.12%	15.53%	-13.76%	0.35%	3.00%	3.00%
毛利率	71.03%	76.65%	66.85%	65.00%	65.00%	65.00%
其它	0.00	1.17	1.52	4.92	9.36	15.91
YOY	0.00%	-	257.65%	300.00%	90.00%	70.00%
毛利率	0.00%	74.13%	57.93%	57.00%	56.00%	55.00%
医药商业	105.48	44.56	0.04	0.05	0	0
YOY	24.79%	-57.75%	-99.90%	-99.89%	-100.00%	-
毛利率	2.38%	2.28%	5.53%	5.60%	-	-
其他	1.22	0.05	-	-	-	-
YOY	146.84%	-54.92%	-	-	-	-
毛利率	81.46%	100.00%	-	-	-	-
合计	216.81	181.69	86.64	189.07	247.15	318.81
YOY	22.34%	-16.20%	-20.38%	4.06%	30.71%	29.00%
毛利率	40.42%	58.60%	74.92%	74.21%	73.10%	72.88%

资料来源: 民生证券研究所

基于上述假设, 我们预测 2011-2013 年公司分别实现 EPS 0.26 元、0.34 元和 0.45 元, 以 2011 年 7 月 26 日 10.75 元的收盘价计算, 对应动态市盈率分别为 41 倍、32 倍和 24 倍, 我们看好公司对比剂业务的市场前景, 给以“谨慎推荐”的投资评级。

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	182.05	189.07	247.15	318.81
减：营业成本	75.35	48.76	66.47	86.46
营业税金及附加	1.51	2.08	2.47	3.19
销售费用	45.18	79.41	98.86	121.15
管理费用	16.37	17.58	22.74	29.01
财务费用	-5.22	-6.62	-4.73	-3.43
资产减值损失	1.10	1.10	1.10	1.10
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	47.76	46.76	60.24	81.33
加：营业外收支净额	2.11	0.00	0.00	0.00
三、利润总额	49.87	46.76	60.24	81.33
减：所得税费用	7.12	7.01	9.04	12.20
四、净利润	42.75	39.75	51.21	69.13
归属于母公司的利润	42.77	39.75	51.21	69.13
五、基本每股收益 (元)	0.280	0.260	0.335	0.453

主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	15.89	15.69	12.89	8.74
成长能力:				
营业收入同比	-16.03%	3.86%	30.71%	29.00%
营业利润同比	28.61%	-2.92%	28.83%	35.01%
净利润同比	22.31%	-7.04%	28.83%	35.01%
营运能力:				
应收账款周转率	4.41	4.33	3.65	4.20
存货周转率	3.41	7.91	2.03	4.84
总资产周转率	0.39	0.39	0.50	0.62
盈利能力与收益质量:				
毛利率	58.61%	74.21%	73.10%	72.88%
净利率	23.48%	21.02%	20.72%	21.68%
总资产净利率 ROA	9.00%	8.28%	11.29%	15.25%
净资产收益率 ROE	9.15%	8.37%	10.59%	13.94%
资本结构与偿债能力:				
流动比率 (倍)	51.13	33.27	30.98	18.17
资产负债率	1.58%	2.10%	1.67%	2.93%
长期借款/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
每股指标 (元)				
每股收益	0.280	0.260	0.335	0.453
每股经营现金流量	0.246	0.431	0.060	0.704
每股净资产	3.061	3.107	3.166	3.246

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	311.42	280.07	140.78	163.80
应收票据	0.52	0.00	0.00	0.00
应收账款	41.01	43.63	67.68	75.91
预付账款	1.30	4.01	3.22	6.19
其他应收款	6.24	4.16	9.43	8.10
存货	22.39	6.17	32.77	17.87
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	382.87	338.03	253.88	271.87
长期股权投资	3.00	3.00	3.00	3.00
固定资产	60.85	51.48	102.41	185.34
在建工程	0.00	67.00	110.00	30.00
无形资产	3.62	4.01	4.32	4.53
其他非流动资产	24.78	21.25	18.21	16.00
非流动资产合计	92.24	146.74	237.94	238.88
资产总计	475.11	484.78	491.82	510.74
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2.14	3.00	2.33	6.15
预收账款	0.62	-0.45	0.67	-0.38
其他应付款	1.19	1.19	1.19	1.19
应交税费	2.69	3.00	2.00	3.00
其他流动负债	0.85	3.41	2.00	5.00
流动负债合计	7.49	10.16	8.19	14.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	7.49	10.16	8.19	14.96
股本	101.83	152.75	152.75	152.75
资本公积	279.55	228.64	228.64	228.64
留存收益	86.24	93.23	102.24	114.40
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	467.62	474.62	483.62	495.78
负债和股东权益合计	475.11	484.78	491.82	510.74

现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	37.52	65.83	9.17	107.57
投资活动现金流量	-51.61	-68.00	-111.00	-31.00
筹资活动现金流量	-8.83	-26.13	-37.47	-53.55
现金及等价物净增加	-22.92	-28.30	-139.29	23.03

分析师与联系人简介

李平祝，北京大学药理学硕士，具有证券投资咨询执业资格。3年证券从业经验，2011年3月加入民生证券。

练乐尧，四川大学卫生经济学博士，具有证券投资咨询执业资格。4年医药行业从业经验，先后从事过临床医生、卫生经济与卫生政策研究等工作。2008年加盟民生证券研究所，从事医药行业与上市公司研究，对医药行业有较深入的见解和认识，熟悉上市公司盈利模式和核心竞争力的分析。研究范围覆盖中药、原料药等。

吴晓雯，北京大学金融信息工程硕士，北京大学生物医学英语学士。2011年4月加盟民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 518040

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 200120

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。