

日期: 2009年9月29日

行业: 化学药



医药行业研究小组 赵冰
021-53519888*1902
Zhaobing1704@hotmail.com

对比剂为核心, 兼顾中西药

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	232.09	177.22	201.25	225.77
年增长率 (%)	84.59%	-23.64%	13.56%	12.18%
归属于母公司的净利润	27.67	26.05	36.00	43.26
年增长率 (%)	125.14%	-5.85%	38.21%	20.15%
(发行后摊薄)每股收益 (元)	0.41	0.38	0.53	0.64

注: 有关指标按最新总股本为 67.89 百万股计算

■ 公司概况:

1、主攻对比剂领域

公司是我国对比剂行业的市场领先者, 长期专注于对比剂系列产品的研发、生产及销售, 并形成了在对比剂领域独有的核心竞争优势, 在我国放射界及相关领域拥有较高知名度和市场影响力。公司控股股东为董事长王代雪。08年, 公司实现销售收入 1.17 亿元, 实现净利润 0.17 亿元。

2、兼顾降糖类和神经类中西药开发的整体业务布局

公司逐步形成了以开发、生产对比剂系列产品为核心, 兼顾开发研制降糖类药品和精神类药物等其它中西药的整体业务布局。最新推出的新产品九味镇心颗粒是国内第一个、也是目前唯一一个通过国家药监局批准用于治疗广泛性焦虑症的纯中药制剂, 该药疗效确切, 副作用轻微, 无依赖性, 将成为公司未来新的利润增长点, 已获国家专利局颁发的专利证书, 并于 2007 年 10 月被列入北京市火炬计划。

■ 募项目:

IPO 计划项目对公司的中长期业绩贡献显著

本次 IPO 计划实施三个募集资金项目 (表 1), 主要用于对比剂技术及九味镇心颗粒的研发、生产和销售。项目的实施有助于巩固公司在对比剂领域的领先地位和产品品牌形象, 提升公司核心竞争力; 有助于为公司未来发展创造新的利润增长点; 此外, 研发中心的建设还将进一步增强公司研发实力, 支持公司长期持续发展。

IPO 询价区间 RMB 15.90-18.02
首日定价区间 RMB 24.57-26.90

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 17
发行后总股本 (百万股) 67.89
发行方式 网下询价配售 20%
网上定价发行 80%
保荐机构 瑞银证券

主要股东 (IPO 前)

王代雪 28.19%
北京科技风险投资股份有限公 22.63%
重庆三峡油漆股份有限公司 18.86%
盈富泰克创业投资有限公司 14.74%

收入结构 (MRQ)

药品 54.4%
对比剂 42.84%
降糖药 2.07%

报告编号: ZB09-NSP07

表 1 公司募集资金的项目计划概况

序号	项目名称	投资额 (万元)
1	对比剂生产线技术改造与营销网络建设项目	4,413
2	九味镇心颗粒生产线扩建改造与营销网络建设项目	10,882
3	新建研发中心与新产品开发项目	2,976
合计		18,271

表 2 募集资金投资项目投资计划

序号	项目名称	总投资额 (万元)	募集资金拟投 资额 (万元)	投资计划 (万元)			
				2009	2010	2011	2012
1	对比剂生产线技术改造与营销网络建设项目	4,413	4,413	1,024	3,049	340	-
2	九味镇心颗粒生产线扩建改造与营销网络建设项目	10,882	5,000	1,544	4,563	4,775	-
3	新建研发中心与新产品开发项目	2,976	2,976	307	587	1,882	200
合计		18,271	12,389	2,875	8,199	6,997	200

■ 业务结构

公司主业突出，对比剂系列是公司主导产品

公司主营业务为药品生产以及药品经销，其中药品生产包括对比剂系列产品、降糖类药物和抗焦虑类中药等产品的生产及销售。公司主营业务毛利主要来源于药品生产。近年来，药品生产的主营业务毛利占比均超过 90%。

对比剂系列产品为公司的主导产品，主要包括磁共振对比剂钆喷酸葡胺注射液、非离子型碘对比剂碘海醇注射液和口服磁共振对比剂枸橼酸铁铵泡腾颗粒。对比剂系列 06-08 年及 09 年上半年的销售收入占公司同期主营收入比例分别为 42.83%、30.91%、53.56%、49.33% 和 42.84%，；报告期内，对比剂产品的毛利率同样维持在 75% 左右的水平，波动不大。对比剂产品毛利率绝对值水平较高的主要原因是公司对比剂是高新技术产品，享有较高毛利率，同时本公司产品相对于同类进口产品具有成本优势。公司降糖药产品的毛利率则呈上升趋势，09 年中报显示其毛利率为 71.95%，这主要是随着公司销售量的上升，单位成本逐渐下降所致。

■ 产品市场

1、对比剂市场的广阔前景为公司带来高成长性

过去三年，全国对比剂市场销售额年复合增长率达到 18.32%，增长势头强劲。随着我国医疗改革的不断深入、国人健康意识的提高、医学影像诊断技术水平的不断发展以及影像诊断技术在各个医疗领域更广泛深入的应用，对比剂市场未来仍将保持强劲的增长势头，预

计 2013 年全国市场的销售额将达到 68 亿元，年复合增长率达 18.92%。我国对比剂行业广阔的市场前景为公司未来持续快速的增长奠定了坚实的基础。作为国内对比剂领域的市场领先者，公司将在我国持续快速增长的对比剂市场中保持优势竞争地位，并从中受益。

2、九味镇心颗粒拥有巨大的上升空间和市场潜力

近年来，随着经济的飞速发展、人口数量的增加，社会竞争不断加剧，就业、入学、生活等压力不断增大，患焦虑症的人群日益扩大。抗焦虑药物也因此而具有巨大的市场潜力。目前市场上已有的抗焦虑类药物大多具有依赖性强、副作用大等缺点，因而具有显著疗效、毒副作用轻微、无依赖性、可以长期安全用药的替代药物将能更好地满足市场需求。

公司最新推出的抗焦虑中药九味镇心颗粒与目前市场上主流的抗焦虑西药相比，具有疗效显著、毒副作用轻微、无依赖性、无戒断性、可以长期用药等特点，改变了以前抗焦虑中药只是辅助用药的地位，成为抗焦虑的一线用药，因而拥有广阔的市场空间和良好的盈利前景。

■ 竞争能力

1、对比剂领域领先的市场地位和影响力

通过十多年的发展，公司逐步形成了对比剂系列产品专业生产企业的优势。公司产品以稳定可靠的产品质量、合理的价格和优质的售后服务，赢得了广大客户的信任和支持，公司的钆喷酸葡胺注射液过去三年市场占有率始终保持在 40% 以上，市场排名第一；碘海醇注射液目前销售量和市场占有率已跃居第三位。

2、具有丰富行业经验的核心管理团队

公司的核心管理团队在公司的平均任职年限在 10 年以上，均拥有丰富的医药行业及企业管理实际经验。长期以来，公司的核心管理团队结构稳定、风格稳健，强调公司可持续发展，注重核心竞争力的提升，并结合企业特点，形成了系统的、行之有效的经营管理模式。

3、专业的销售团队

公司自 1992 年第一个产品上市以来一直致力于专业销售团队的建设以及终端市场的维护开发，注重对每个销售人员的专业知识培训，提高销售人员的服务水平，以求更好地服务于医生与病患。公司的销售团队稳定，销售人员在公司的任职年限平均在 5 年以上，人员流动性明显低于同业。

4、高效灵活的研发机制

公司自成立以来一直着眼于持续性发展的思路,高度重视对产品研发的投入和自身研发综合实力的提高。公司通过购买、移植、委托开发、CRO 等多种方式,将科研人才、技术、信息、资金、机制等要素以最有效的方式整合并迅速实现科技成果转化,加快了企业的发展,实现了产、学、研的有机结合。近年来公司已有包括国家二类、三类、四类新药等在内的多个产品上市并迅速形成公司主打品种。

■ 财务分析

1、经营稳健,产品盈利能力突出

公司的收入主要来源于药品的生产和经销。报告期内,对比剂产品的收入占药品生产收入的比例均接近 95%,是公司药品生产收入的主要来源。其中,药品生产的收入主要来源于对比剂产品的销售,包括碘海醇、钆喷酸葡胺以及枸橼酸铁铵。公司 2008 年度主营业务收入比 2007 年度降低了 23.63%,主要是受到 2008 年度药品经销收入下降的影响,对公司主要从事的药品生产的发展并无直接影响。

与可比公司相比,公司的流动比率及速动比率均远高于可比公司,而资产负债率远低于同业可比公司,公司的偿债能力较强。公司的应收账款周转率略低于可比公司平均水平,主要是因为公司药品生产的客户大多为与本公司长期合作且信用良好的经销商,一直以来应收账款回收状况良好,因此公司奉行了较为宽松的信用政策。而存货周转率高于同业则体现出公司主营业务中药品经销的特点,因此存货周转速度较快。综合来看,公司的盈利能力较强,净资产收益率和每股收益均高于同行,且每股净资产也远高于可比公司,这主要是因为公司的主要产品对比剂是高新技术产品,享有较高毛利率,因此盈利能力高于同行业上市公司的平均水平。

2、今明两年稳步增长,未来增长取决于公司的市场开拓能力

公司的长期成长性将源自募集资金项目的投产达产。初步预计 09-10 年归属于母公司的净利润将实现年递增 38.21%和 20.15%,相应的稀释后每股收益为 0.53 元和 0.64 元。

■ 风险分析

1、主导产品价格下降的风险

公司的主导产品钆喷酸葡胺注射液和碘海醇注射液均列入了医保目录,由政府有关部门统一制定最高零售价格。随着对比剂产品市场竞争的加剧以及医院药品采购招标方式的进一步推广和改革,也使公司未来面临产品价格下降的风险,从而可能会导致公司产品利润水平下降。

2、药品经销收入波动较大的风险

药品经销收入是本公司主营业务收入来源之一。由于药品经销毛利率低，其对公司利润的贡献很小（过去三年对公司的平均毛利贡献仅为 4.44%），因而该业务收入波动对于公司利润的影响有限。但由于药品经销营业收入较大，一旦发生重大经营亏损，也可能对公司利润情况产生较大影响。

3、新产品的市场开拓风险

尽管九味镇心颗粒拥有良好的市场前景，但新产品的市场开拓存在一定的不确定性，如推广计划、产品定价、营销团队经验素质、市场接受程度等因素变化均可能导致项目的实际收益未达到公司预期，从而对公司的业绩造成一定影响。

■ 估值基准

基于已公布的 08 年业绩和 09、10 年预测业绩的均值以及相关公司平均动态 PE 值 40.64 倍，我们认为公司作为化学药细分子行业的龙头企业应能获得相对可比公司平均至少 10% 的估值溢价。公司合理的 PE 估值区间为 42-46 倍，上市 6 个月内的估值区间为 24.57-26.90 元。

表 3 相关公司的 EPS 及化学药行业估值水平

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			08A	09E	10E	08A	09E	10E
信立泰	002294	75.00	1.38	1.58	2.12	54.35	47.44	35.36
仁和药业	000650	18.10	0.32	0.62	0.86	56.56	29.36	21.13
恩华药业	002262	14.85	0.40	0.34	0.47	37.13	43.47	31.66
海南海药	000566	17.35	0.21	0.41	0.56	84.63	42.30	30.91
可比公司平均值						58.17	40.64	29.77
化药行业中值						-	32.95	29.95

数据来源：WIND，上海证券研究所整理

■ 定价结论

综合考虑公司的基本面和目前市场行情，以及化学药行业经营稳定、抗周期能力强的特点，我们建议询价区间为 09 年摊薄后每股收益（0.53 元）的 30-34 倍 PE，即 15.90-18.02 元。

附表 1 北陆药业赢利预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	232.09	177.22	201.25	225.77
减: 营业成本	199.77	146.81	158.89	174.88
营业税金及附加	0.84	1.04	0.95	1.20
减: 销售费用	22.15	27.53	32.20	38.38
管理费用	4.29	14.50	16.10	20.32
财务费用	0.92	0.22	2.01	2.26
资产减值损失	0.96	0.45	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	32.32	30.41	41.58	50.08
营业外收入、支出净额	1.26	0.40	0.77	0.81
利润总额	33.58	30.82	42.36	50.89
减: 所得税费用	5.99	4.74	6.35	7.63
归属于母公司所有者的净利润	27.67	26.05	36.00	43.26
总股本 (百万股)	50.89	50.89	67.89	67.89
摊薄 EPS (元)	0.41	0.38	0.53	0.64

数据来源: 公司定期报告, 上海证券研究所整理

附表 2 北陆药业收入构成及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2007A	2008A	2009E	2010E
药品	155.42	84.53	84.53	84.53
增长率	132%	-46%	0%	0%
对比剂	71.72	87.43	109.29	131.15
增长率	33%	22%	25%	20%
降糖药	4.23	4.77	5.96	7.16
增长率	5%	13%	25%	20%
其它	0.68	0.49	1.47	2.94
增长率	-16%	-28%	200%	100%

数据来源: WIND, 上海证券研究所整理;

附表 3 北陆药业历年财务指标

指标名称	2006 年	2007 年	2008 年
盈利能力			
销售毛利率 (%)	35.18	26.49	41.84
销售净利率 (%)	9.62	11.89	14.71
总资产收益率 (%)	14.85	25.55	20.54
净资产收益率-摊薄 (%)	17.14	29.31	19.6
偿债能力			
流动比率 (倍)	1.42	2.05	4.34
速动比率 (倍)	1.29	1.79	3.8
资产负债率 (%)	42.83	33.52	16.6
发展能力			
主营业务收入增长率 (%)	49.78	84.6	-23.64
净利润增长率 (%)	51.95	106.36	8.63
总资产增长率 (%)	17.55	12.73	12.3
营运能力			
应收账款周转率 (次)	3.48	5.37	3.9
存货周转率 (次)	12.96	18.01	7.88
总资产周转率 (次)	1.08	1.73	1.17

数据来源：WIND，上海证券研究所整理；

分析师承诺

分析师 郭昌盛，赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。