

盈利能力不断提升，发展空间广阔

--以岭药业 2011 年三季报点评



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO.,LTD.

主要事件：

公司公布2011年三季报，前三季度实现营业收入13.90亿元，同比增长31.05%，归属于母公司股东的净利润为2.96亿元，同比增长43.10%，每股收益0.79元。

投资要点：

- 在收入利润快速增长的同时，公司的盈利能力和质量不断提升，表现为销售毛利率不断提高，毛利率2008年为59.54%，2011年三季度为67.40%，从2009年到2011年5月中药材价格上涨快速上涨，中成药行业整体毛利率下降，而公司主导毛利率能保持上升，表明公司成本控制能力以及公司产品的竞争力是很强的。
- 公司净利率也不断上升，从2008年的13.03%上升到2011年三季度的21.27%，一直处于不断上升的趋势，表明公司各项费用控制良好，盈利能力不断提升。
- 公司以中医络病理论创新带动产品研发，创建了“理论—科研—新药—生产—营销”五位一体的独特运营模式，以中医络病理论创新指导国家专利新药研发取得了显著成效。
- 中药材价格从2011年5月底开始价格出现回落，我们认为中药材价格连续上涨的趋势得到缓解，中药材价格的下降将有利于降低公司的成本，进一步提高销售毛利率及净利率，提升公司的业绩。
- 预计公司2011年、2012年、2013年营业收入为21.61亿元、28.09亿元、35.95亿元，归属母公司股东净利润为4.32亿元、5.47亿元、7.11亿元，每股收益为1.02元、1.29元、1.67元，给予推荐评级，目标价为42.00元。

风险提示：

产品价格受发改委调控，新产品销售低于预期。

以岭药业 002603

2011-10-28

评级 推荐（首次）

目标价格 42.00

当前价格 37.32

基础数据

总市值(百万) 15861.00

总股本/流通股本(百万) 425.00/52.00

流通市值(百万) 1940.64

每股净资产 8.34

净资产收益率 8.35%

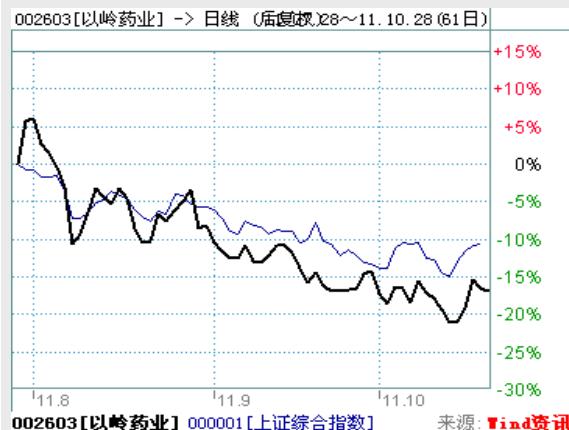
交易数据

52周内股价区间 48.50/34.41

10年市盈率 50.24

市净率 4.47

一年期走势图



联系人：林兴秋

行业研究员：吴正武

证书编号 S0820511030001

电话 021-32229888-3510

E-mail linxingqiu@ajzq.com

相关报告

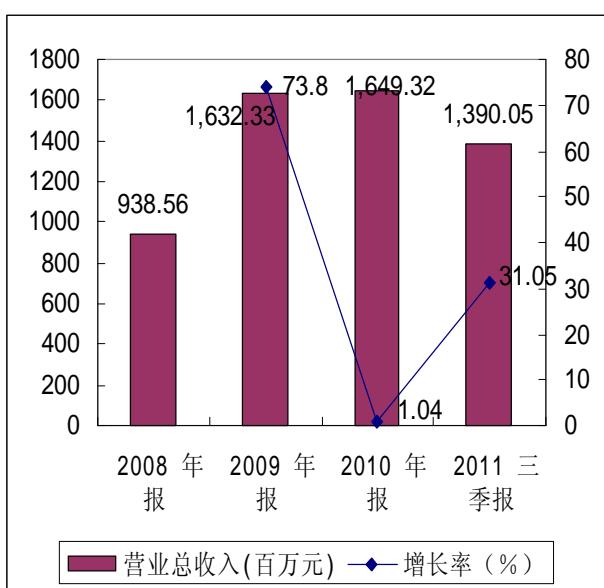
公司研究

一、公司收入利润快速增长，毛利率不断提升

公司公布2011年三季报，前三季度实现营业收入13.90亿元，同比增长31.05%，归属于母公司股东的净利润为2.96亿元，同比增长43.10%，每股收益0.79元。公司以中医络病理论创新带动产品研发，创建了“理论—科研—新药—生产—营销”五位一体的独特运营模式，以中医络病理论创新指导国家专利新药研发取得了显著成效。公司收入主要由通心络、参松养心胶囊以及治疗感冒及流感的连花清瘟胶囊贡献。

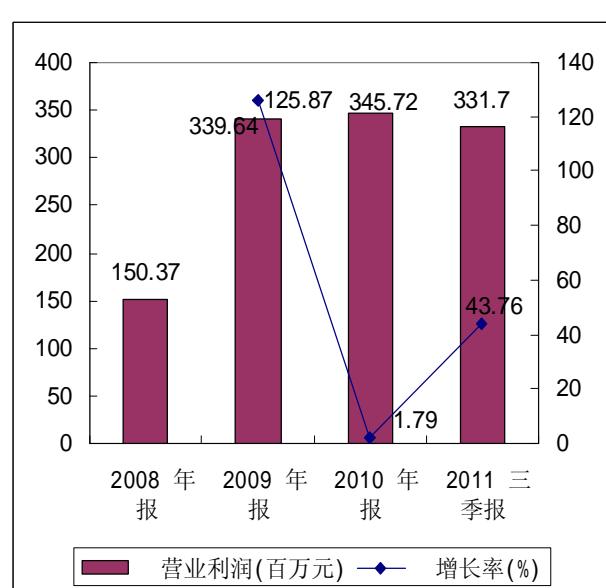
公司营业收入增长态势良好，2010年公司的营业收入与2009年基本持平，微增1%，主要由于2009年甲型H1N1流感在全国范围内流行，作为卫生部推荐的中药治疗甲型H1N1流感诊疗方案的连花清瘟胶囊销量大幅增加，2009年公司的营业收入和营业利润较2008年相比出现73.80%、125.87%的增长。公司2011前三季度的营业收入和营业利润较快增长，分别同比增长31.05和43.76%。

图1：公司营业收入及同比增长率



资料来源：公司公告，爱建证券

图2：公司营业利润及同比增长率



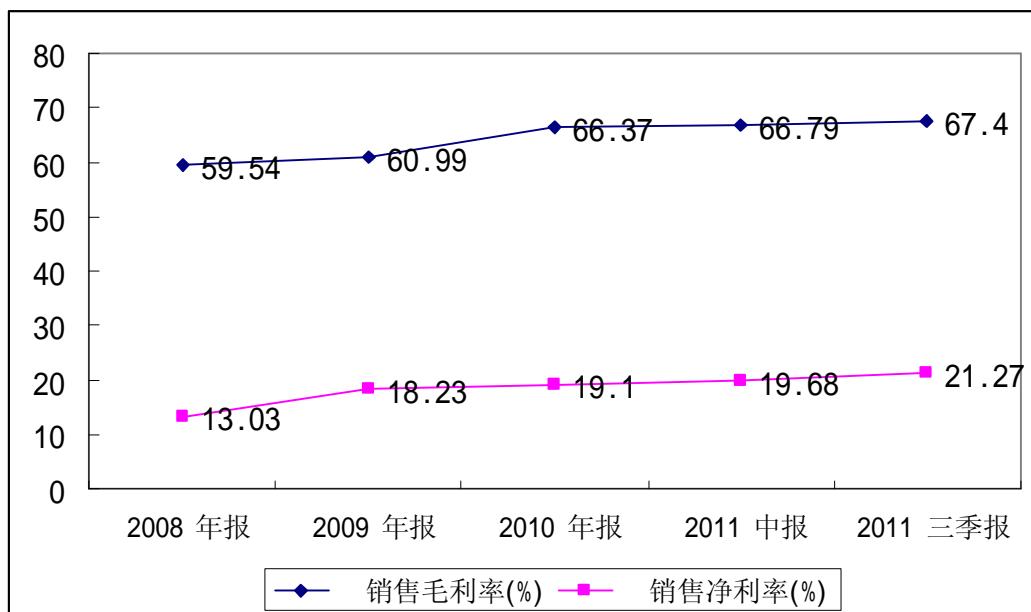
资料来源：公司公告，爱建证券

在收入利润快速增长的同时，公司的盈利能力和质量不断提升，表现为销售毛利率及净利率水平不断提高，毛利率从2008年为59.54%，2009年为60.99%，2010年为66.37%、2011年三季度为67.40%，从2009年到2011年5月中药材价格快速上涨，中成药行业毛利率下降，而公司主导毛利率能保持上升，表明公司成本控制能力以及公司产品的竞争力是很强的。在毛利率上升的同时，净利率也不断上升，从2008年的13.03%上升到2011年三季度的21.27%，一直处于不断上升的趋势，表明公司各项费用控制良好，盈利能力不断提升。

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

图3：公司的销售毛利率及净利率



资料来源：公司公告，爱建证券

二、自主研发能力突出，中药材价格下降带来发展良机

公司以络病理论指导难治性疾病治疗研究，系统研究心脑血管病、感冒呼吸系统疾病、肿瘤、糖尿病及其并发症等多种难治性疾病的防治规律，带动了具有自主知识产权新药研发。以络病理论为指导研发出治疗心脑血管病的通心络胶囊、抗心律失常的参松养心胶囊、治疗慢性心衰的芪苈强心胶囊等系列中药，以及治疗感冒及流感的连花清瘟胶囊、治疗肿瘤的养正消积胶囊、治疗糖尿病的津力达颗粒，络病理论创新带动专利新药研发形成了公司独具优势的科技核心竞争力。募集资金的使用，将进一步提升公司的新药研发实力和营销网络建设，提升公司的竞争力。

中药材价格从2011年5月底开始价格出现回落，成都中药材价格指数从5月底的近130下降到2011年10月24日的113.05，指数连续下降，我们认为中药材价格连续上涨的趋势得到缓解，中药材价格的下降将有利于降低公司的成本，进一步提高销售毛利率及净利率，提升公司的业绩。

三、盈利预测

在收入利润快速增长的同时，公司的盈利能力和质量不断提升，表现为销售毛利率及净利率水平不断提高。公司以络病理论创新带动专利新药研发，公司独具优势的科技核心竞争力，治疗心脑血管病的通心络胶囊、抗心律失常的参松养心胶囊将为公司的稳健增长奠定基础，新产品芪苈强心胶囊、津力达颗粒、养正消积胶囊、连花清瘟胶囊及颗粒进入医保目录后均出现快速成长趋势，将成为未来

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

公司主营业务快速增长的重要推动力。预计公司2011年、2012年、2013年营业收入为21.61亿元、28.09亿元、35.95亿元，归属母公司股东净利润为4.32亿元、5.47亿元、7.11亿元，每股收益为1.02元、1.29元、1.67元，给予推荐评级，目标价为42.00元。

表1：公司盈利预测（单位：百万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1632.33	1649.32	2160.61	2808.79	3595.25
减：营业成本	636.81	554.70	700.04	901.62	1150.48
营业税金及附加	20.20	22.49	29.46	38.29	49.02
营业费用	528.44	571.39	748.52	973.07	1245.53
管理费用	101.91	153.59	201.20	261.56	334.80
财务费用	1.07	6.18	2.90	-8.38	-19.61
资产减值损失	4.27	-4.74	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	339.64	345.72	478.50	642.62	835.03
加：其他非经营损益	14.67	23.04	30.00	0.00	0.00
利润总额	354.31	368.76	508.50	642.62	835.03
减：所得税	56.80	53.74	75.77	96.39	125.26
净利润	297.52	315.03	432.73	546.22	709.78
减：少数股东损益	0.33	-0.53	-0.71	-0.92	-1.20
归属母公司股东净利润	297.18	315.56	432.02	547.15	710.98
每股收益(元)	0.699	0.742	1.016	1.287	1.673

资料来源：公司公告，爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内，公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

I 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐： 预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性： 预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性： 预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

请务必阅读正文之后的重要声明