

慢性病大品种，适应症拓展将注入新动能

投资要点：

1. 事件

近日，我们对公司的情况进行了跟踪。

2. 我们的分析与判断

(一)、以心脑血管用药为主，背靠大市场

以岭药业主要从事中成药的研发、生产和销售，其产品治疗领域主要覆盖心脑血管、感冒领域，并不断向糖尿病、肿瘤等治疗领域渗透。

心脑血管用药是公司的核心领域，主要产品有通心络胶囊、参松养心胶囊（抗心律失常）和芪苈强心胶囊（治疗慢性心衰），2010 年共收入 15.14 亿，贡献了超过 90% 的销售收入。目前我国心脑血管药物在我国药品市场规模中仅次于抗感染药物，超过全国药品销售总额的 20%。据 SFDA 南方医药经济研究所数据，我国心脑血管中成药 2007~2009 年的市场规模分别为 234 亿元、280 亿元、348 亿元，其年均复合增长率为 21.94%。公司在心脑血管领域均是治疗慢性病的大品种，有望充分分享市场成长带来的空间。

此外，公司还拥有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。

表 1: 公司 2010 年收入构成

项目	2010 年度收入（万元）	占收入比重
心脑血管类药	151,434	92.3%
通心络胶囊	92,137	56.1%
参松养心胶囊	56,415	34.4%
芪苈强心胶囊	2,800	1.7%
其他	82	0.1%
抗感冒类	7,520	4.6%
连花清瘟胶囊	7,520	4.6%
其他产品	5,183	3.2%
合计	164,139	100.0%

资料来源：公司招股说明书 中国银河证券研究部

以岭药业（002603.SZ）

谨慎推荐 维持评级

分析师

黄国珍 行业分析师

☎：（8621）2025 2609

✉：huangguozhen@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511100004

特此鸣谢

郭思捷 ☎：（8610）8357 4110

✉：guosijie@chinastock.com.cn

对此报告编制提供信息

市场数据	时间 2011.11.29
A 股收盘价(元)	41.57
A 股一年内最高价(元)	48.50
A 股一年内最低价(元)	34.40
上证指数	2412.39
市净率	16.19
总股本（万股）	42500.00
实际流通 A 股（万股）	6500.00
限售的流通 A 股（万股）	36000.00
流通 A 股市值(亿元)	27.02

(二)、通心络胶囊：慢性病大品种，适应症拓展将注入新动能

通心络胶囊是公司的核心产品，2010 年贡献收入占比达到 56%，适用于治疗冠心病、脑梗死及糖尿病所致微血管病变，同类竞品主要有复方丹参滴丸、脑心通胶囊等（表 2）。

表 2: 通心络胶囊及主要竞品对比

品名	生产商	主要成分	规格	适应症	用法用量	终端价格	日服用费用	政策
通心络胶囊	以岭药业	人参、水蛭、全蝎、	30 粒	益气活血，通络止痛。用于冠心	口服，一次 2~4 粒，	24	4.8	基本药物、
		土鳖虫、蜈蚣、蝉蜕、	/盒	病心绞痛证属心气虚乏、血瘀络阻者。症见胸部憋闷，刺痛、绞痛，气短乏力，心悸自汗，舌质紫暗或有瘀斑，脉细涩或结代。	一日 3 次、四周为一疗程			医保甲类
复方丹参滴丸	天津天士力制药	丹参、三七、冰片。	150 粒/盒	活血化瘀、理气止痛，用于胸中憋闷、心绞痛。	口服或舌下含服，一次 10 丸，一日 3 次，4 周为一个疗程；或遵医嘱。	18.9	3.8	基本药物、医保甲类
脑心通胶囊	陕西咸阳步长制药	黄芪、丹参、桃仁、红花、乳香、地龙、全蝎等十六味。	36 粒/盒	益气活血、化瘀通络。用于中风所致半身不遂、肢体麻木、口眼歪斜、舌强语蹇及胸痹所致胸闷、心悸、气短等。	口服，一日 3 次，每次 4 粒，或遵医嘱。	26	8.7	医保乙类
银杏叶片	扬子江药业集团	银杏叶提取物	24 片/盒	活血化瘀通络，用于瘀血阻络引起的胸痹心痛、中风、半身不遂、舌强语蹇；冠心病稳定型心绞痛、脑梗死见上述证候者。	口服，一次 2 片，一日 3 次；或遵医嘱。	24	6.0	医保乙类
地奥心血康胶囊	成都地奥集团	每粒含甾体总皂苷 100mg	20 粒/盒	活血化瘀，行气止痛，扩张冠脉血管，改善心肌缺血。用于预防和治疗冠心病，心绞痛以及瘀血内阻之胸痹、眩晕、气短、心悸、胸闷或痛等。	口服，一次 1~2 粒，一日 3 次	8.4	1.3	基本药物、医保甲类
速效救心丸	天津中新药业	川芎、冰片	60 粒*2 瓶	行气活血，祛瘀止痛，增加冠脉血流量，缓解心绞痛。适用于冠心病，心绞痛。	含服，一次 4-6 粒，一日 3 次；急性发作时，一次 10-15 粒	20	2.0	基本药物、医保甲类

资料来源：中国银河证券研究部

尽管通心络收入已经达到 10 亿元，但其主要销售仍集中在心内科，在神经内科以及内分泌科还未重点推广。在糖尿病并发症的治疗方面，通心络对糖尿病所致血管病微血管病变取得显著的临床疗效；公司还将进行通心络治疗急性脑梗死的询证医学研究。我们认为，随着中药制剂在西医中的接受程度不断提高，通心络胶囊在神经内科、内分泌科的应用有望得到推广，从而带动产品实现二次增长。

(三)、二线品种持续快速增长

参松养心胶囊主要用于心律失常的治疗，对快速心率失常、缓慢性心率失常、快慢综合征均具有良好疗效，2010 年销售收入超过 5.6 亿元。公司于 2008 年启动了全国大规模、多中心循证医学研究，并在 2009 年发布结果。参松养心胶囊具有快慢兼治、整合调节的特色。我们认为，尽管所处细分领域市场容量有限，但由于竞品较少（表 3），该产品有望保持高速增长。

表 3: 参松养心胶囊及主要竞品对比

品名	生产商	主要成分	规格	适应症	用法用量	终端价格	日服用费用	政策
参松养心胶囊	以岭药业	人参、麦冬、山茱萸、	36 粒	益气养阴，活血通络，清心安神。用于治疗气	口服，一次 2~4	31	2.6	医保甲类
		黄、丹参、炒酸枣	/盒	阴两虚，心络瘀阻引起的冠心病室性早搏，症	粒，一日 3 次。四			
		仁、桑寄生、赤芍、土鳖虫、甘松等		见心悸不安、气短乏力，动则加剧，胸部闷痛，失眠多梦，盗汗，神倦懒言等。	周为一疗程，或遵医嘱。			
步长稳心颗粒	山东步长制药有限公司	党参、黄精、三七、琥珀、甘松。	9 袋/盒	益气养阴，定悸复脉，活血化瘀。主治气阴两虚兼心脉瘀阻所致的心悸不宁，气短乏力，头晕心烦，胸闷胸痛。适用于各种原因引起的早搏、房颤、窦性心动过速等心律失常。	开水冲服，一次一袋，一日三次，疗程四周，或遵医嘱。	27.5	9.2	医保乙类

资料来源:中国银河证券研究部

芪苈强心胶囊用于治疗慢性心衰，该药在改善心衰症状、特别是抑制心室重构方面疗效显著。公司还将展开该产品对慢性心衰患者长期预后评价的循证医学研究。由于该领域目前尚无理想的治疗药物，若能推广得当，将成为公司又一主力品种。

连花清瘟胶囊(OTC)2010 年收入 7500 万元，同比下降 85%。下降的主要原因是 2009 年甲流爆发，经销商大量进货，渠道囤积了大量产品，以至于 2010 年基本都是在消化库存。我们认为今年库存已经基本清空，该产品收入将恢复到正常水平，预计全年可超过 3 亿元。此外，公司于 2010 年 9 月取得**连花清瘟颗粒(处方药)**的生产批文，颗粒剂相对胶囊有易于服用、适用人群广等特点，并且两者渠道侧重也不尽相同（高端医院渠道、OTC 渠道）。我们认为颗粒剂的推出进一步拓展了连花清瘟系列的渠道，带动销售。

(四)、毛利率有望继续提升

今年前三季度，公司整体毛利率相比去年同期上升 1.28 个百分点，主要是因为：1) 公司在年初小幅上调了通心络胶囊的出厂价；2) 超微粉碎技术地大范围使用在一定程度上提高诸如水蛭等主要原材料的利用率，减少了用量。此外，从 2011 年 5 月底开始中药材价格开始出现回落，我们认为未来中药材价格继续走高的可能性不大，公司的整体毛利率有望继续提升。

3. 投资建议

我们认为，公司已经在心脑血管用药领域树立了良好品牌，并不断向感冒用药、抗肿瘤及糖尿病用药等领域拓展。预计 2011~2013 年 EPS 分别为 1.07 元、1.35 元和 1.73 元，维持“谨慎推荐”评级。

表 4: 以岭药业 (002603.SZ) 财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	211	403	2414	2082	2409	营业收入	1632	1649	2178	2755	3511
应收票据	19	28	37	47	60	营业成本	637	555	709	897	1133
应收账款	168	168	221	280	357	营业税金及附加	20	22	30	38	48
预付款项	195	83	105	133	169	销售费用	528	571	740	937	1194
其他应收款	192	1	2	2	3	管理费用	102	154	185	234	298
存货	144	210	268	340	429	财务费用	1	6	3	(0)	(0)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	4	(5)	(5)	(5)	(5)
固定资产净额	406	533	531	1072	1779	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	58	42	600	800	290	投资收益	0	0	0	0	0
无形资产净值	91	247	246	245	244	营业利润	340	346	516	655	843
递延所得税资产	3	7	7	7	7	营业外净收入	15	23	15	15	15
资产总计	1509	1771	4480	5056	5794	税前利润	354	369	531	670	858
短期借款	0	160	160	160	160	所得税	57	54	77	98	125
应付票据	0	0	0	0	0	净利润	298	315	454	573	733
应付账款	116	87	111	140	177	归属母公司净利润	297	316	454	573	733
预收款项	61	45	60	76	96	少数股东损益	0	(1)	0	0	0
应付职工薪酬	16	21	24	28	32	基本每股收益	3.72	0.88	1.07	1.35	1.73
应交税费	111	143	143	143	143	摊薄每股收益	3.72	0.88	1.07	1.35	1.73
其他应付款	338	64	64	64	64	财务指标					
一年内到期的非	0	0	0	0	0	成长性					
长期借款	0	46	46	46	46	营业收入增长率	74%	1%	32%	27%	27%
长期应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	124%	1%	48%	26%	29%
专项应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	143%	6%	44%	26%	28%
其他非流动负债	76	99	99	99	99	盈利能力					
负债合计	719	680	720	769	831	毛利率	61%	66%	67%	67%	68%
所有者权益合计	791	1091	3760	4287	4963	净利率	18%	19%	21%	21%	21%
现金流量表						EBITDA/营业收入	23%	24%	26%	26%	27%
净利润	298	315	454	573	733	ROE	38%	29%	12%	13%	15%
折旧与摊销	0	0	50	65	99	ROIC	37%	23%	11%	12%	14%
经营活动现金流	299	312	402	518	679	估值指标					
投资活动现金流	0	0	(604)	(805)	(295)	PE	59	56	39	31	24
融资活动现金流	0	0	2212	(45)	(57)	P/S	2	9	8	6	5
净现金流	299	312	2011	(332)	327	P/B	4	14	5	4	4
期初现金余额	126	211	403	2414	2082	EV/EBITDA	8	38	28	22	17
期末现金余额	425	523	2414	2082	2409	股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

黄国珍，行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn