

业绩符合预期，看好长期发展

以岭药业 (002603.SZ)

谨慎推荐 维持评级

投资要点：

1. 事件

公司发布 2011 年业绩快报：报告期内，公司实现营业收入总额 19.5 亿元，同比增加 18.43%；归属于上市公司股东的净利润 4.54 亿元，同比增加 43.89%，基本每股收益 1.17 元。符合我们的预期。

2. 我们的分析与判断

(一) 大产品维持稳定增长，二线产品快速成长

报告期内，公司收入同比增加 18.43%，主要是公司产品销售势头良好，连花清瘟、芪苈强心胶囊较同期都有大幅增长。

我们认为，公司两大主力产品通心络胶囊和参松养心胶囊由于基数较大，未来难以再现高速增长；但通过适应症拓展、基层市场开发等手段仍可维持 10-20%的增速。二线产品中，芪苈强心胶囊由于竞品较少，将继续保持快速增长的势头，预计很快就能过亿。莲花清瘟在经过 2010 年的消化库存后，销量已经恢复稳定增长，预计 12 年增速在 25% 左右。

(二) 毛利率提升贡献利润

报告期内，公司整体毛利率的提升增强了公司的盈利能力，其中前三季度综合毛利率同比上升了 1.28 个百分点，

我们认为公司毛利率上升的主要原因有：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；3) 从 2011 年 5 月底开始中药材价格开始出现回落。

我们认为，公司注重产品工艺的提升以及二次开发，近几年产品毛利率持续提升，且未来仍有上升空间。

(三) 产品体系不断完善保障长期发展

公司在心脑血管领域以及呼吸系统用药领域已经树立了良好的口碑；同时，在络病学理论的指导下，公司还在不断向其他领域拓展产品线。公司已经积极的在糖尿病、肿瘤辅助用药、精神神经等领域进行产品开发，并且布局销售网络。公司产品体系的不断完善将保障长期发展。

3. 投资建议

我们认为，在络病理论指导下，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 2012~2013 年 EPS 分别为 1.40 元、1.80 元，维持“谨慎推荐”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 2012.02.27
A股收盘价(元)	35.43
A股一年内最高价(元)	38.87
A股一年内最低价(元)	29.01
上证指数	2447.06
市净率	13.80
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)	23.03

表1：以岭药业（002603.SZ）财务报表预测

资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
	货币资金	应收票据	应收账款	预付款项	其他应收款		营业收入	营业成本	营业税金及附加	销售费用	管理费用
货币资金	403	2472	2207	2586	3417	营业收入	1649	1953	2416	3082	3479
应收票据	28	34	41	53	60	营业成本	555	611	707	906	1023
应收账款	168	199	245	313	353	营业税金及附加	22	27	33	42	47
预付款项	83	91	105	135	152	销售费用	571	668	814	1017	1148
其他应收款	1	1	2	2	3	管理费用	154	167	193	247	278
存货	210	232	268	343	387	财务费用	6	2	(1)	(1)	(3)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
固定资产净值	533	531	1072	1779	1950	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	42	600	800	290	0	投资收益	0	0	0	0	0
无形资产净值	247	246	245	244	243	营业利润	346	489	675	876	990
递延所得税资产	7	7	7	7	7	营业外净收入	23	40	20	20	20
资产总计	1771	4461	5040	5800	6620	税前利润	369	532	695	896	1010
短期借款	160	160	160	160	160	所得税	54	78	101	131	147
应付票据	0	0	0	0	0	净利润	315	456	593	766	863
应付账款	87	95	110	141	160	归属母公司净利润	316	456	593	766	863
预收款项	45	54	66	85	95	少数股东损益	(1)	0	0	0	0
应付职工薪酬	21	24	28	32	37	基本每股收益	0.94	1.17	1.40	1.80	2.03
应交税费	143	143	143	143	143	摊薄每股收益	0.88	1.07	1.40	1.80	2.03
其他应付款	64	64	64	64	64	财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
一年内到期的非	0	0	0	0	0	成长性					
长期借款	46	46	46	46	46	营业收入增长率	1%	19%	23%	28%	13%
长期应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	1%	42%	36%	30%	13%
专项应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	6%	44%	30%	29%	13%
其他非流动负债	99	99	99	99	99	盈利能力					
负债合计	680	699	730	784	818	毛利率	66%	69%	71%	71%	71%
所有者权益合计	1091	3762	4310	5016	5803	净利润率	19%	23%	25%	25%	25%
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	EBITDA/营业收入	24%	28%	30%	31%	32%
净利润	315	456	593	766	863	ROE	29%	12%	14%	15%	15%
折旧与摊销	0	50	65	99	125	ROIC	23%	11%	13%	14%	14%
经营活动现金流	312	460	584	732	909	估值指标					
投资活动现金流	0	(604)	(805)	(295)	(5)	PE	48	33	25	20	17
融资活动现金流	0	2212	(45)	(58)	(73)	P/S	8	8	6	5	4
净现金流	312	2069	(265)	379	831	P/B	12	4	3	3	3
期初现金余额	211	403	2472	2207	2586	EV/EBITDA	32	24	18	13	11
期末现金余额	523	2472	2207	2586	3417	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。本报告清晰准确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提供。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。

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