

## 以络病理论为指导 长期发展看好

以岭药业 (002603.SZ)

**谨慎推荐** 首次评级

### 投资要点:

#### 1. 事件

近期,我们对公司的情况进行了跟踪。

#### 2. 我们的分析与判断

##### (一)、络病理论是公司的核心竞争力,围绕络病理论开发产品公司有巨大发展空间

公司创始人及董事长吴以岭院士是中医络病学理论的创建者,公司结合络病理论和现代中药技术开发了一系列创新专利中成药,络病理论是公司的核心竞争力。目前已上市的专利品种 9 个,覆盖心脑血管药物、抗感冒药、抗肿瘤药、糖尿病药、安神药、补肾药领域。

公司是国内以络病理论为指导的唯一生产企业,络病理论的推广直接决定了公司的生存空间。在中华中医药学会络病分会的主持下,全国许多省市建立了络病研究分会,并且在全国几十所高校开展了络病学课程。

公司的营销模式也是以络病理论学术推广为中心,通过络病分会举办会议进行产品宣传。目前销售人员已增至近 3000 人。营销中心的医院部负责推广处方药。

##### (二)、毛利率水平略有提升

2010 年公司主要产品毛利率较 09 年有大幅提升,主要是因为公司采用了一种超微粉碎技术,可以极大降低颗粒直径,提高产品的吸收度,因此可以降低原材料用量。公司今年在生产工艺方面并无重大改进。公司主要产品都是大复方,每个都涉及十几味药材,从目前的情况来看,有涨也有跌,预计毛利率水平会略有提升。

在成本控制方面,公司目前在扬州拥有水蛭的养殖基地,每六个月能收一次,自给率达到 40%,预计明年水蛭养殖基地募投项目达产后能进一步提高自给率。此外,公司还有可能规划一些种植基地。

##### (三)、心脑血管用药是公司的重点领域

心脑血管领域是公司的重点领域,主要产品通心络胶囊有通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊。

**通心络胶囊** 2010 年收入 9.2 亿元,主要终端分布在二三级医院。今年年初出厂价上调后致使上半年销量放缓,预计下半年增速会逐步恢复,全年收入可达 10.6 亿元。该产品过去在基层销售占比很小,09 年进入基本药物后,虽然在部分地区基层销售有起色,但整体来看没有明显的放量。公司目前配备了 500 多人的团队专攻基层市场,未来基层市场的拓展将带动增速。

#### 分析师

**陈雷** 行业分析师

✉: chenlei\_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020010

特此鸣谢

**黄国珍** ☎: ((8621)20252 609

✉: huangguozhen@chinastock.com.cn

**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 2011.09.29
A 股收盘价(元)	38.15
A 股一年内最高价(元)	48.50
A 股一年内最低价(元)	36.61
上证指数	2365.34
市净率	14.86
总股本(万股)	42500.00
实际流通 A 股(万股)	5200.00
限售的流通 A 股(万股)	37300.00
流通 A 股市值(亿元)	19.84

**参松养心胶囊**主要用于心律失常的治疗，2010 年销售收入超过 5.6 亿元。鉴于心律失常领域的竞争产品较少（主要有西安步长的稳心颗粒），我们预计该产品未来几年还能保持 20% 的增速，今年收入有望超过 6.7 亿元。

**芪苈强心胶囊**用于治疗慢性心衰，2010 年贡献收入 2800 万元，是公司今年主推的产品。考虑到该产品已经进入 09 版医保乙类目录，以及慢性心衰治疗领域竞品较少，我们预计今年收入可达 7000 万元，并且很快就会成为过亿品种。

#### （四）、感冒呼吸疾病领域：莲花清瘟系列将恢复正常水平

**莲花清瘟系列**分为颗粒（OTC）和胶囊（处方药），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，莲花清瘟系列的收入将恢复到正常水平，预计全年可超过 3 亿元。

#### （五）、以络病理论为指导布局多个领域

**糖尿病领域：**公司的 II 型糖尿病专利新药津力达颗粒今年上市，是公司力推的产品之一。该产品临床结果不错，现已进入医保乙类，预计今年收入将超过 500 万元。此外，公司围绕糖尿病的相关并发症正在开发多个产品，如针对糖尿病周围神经病变研发了周络通胶囊，针对糖尿病眼底病变研发了芪黄明目胶囊，目前两者均已完成三期临床。

**肿瘤辅助用药领域：**养正消积胶囊主要用于肿瘤的辅助治疗，与化疗药合用有助于提高化疗疗效，明显改善脘腹胀满、纳减食少、形体消瘦、神疲乏力等证候。2010 年收入只有几十万元，今年公司加强了对该产品的运作，预计会有不错的销量。

公司在**精神神经系统、泌尿系统**等领域也开发成功和正在研发系列产品，枣椗安神口服液、夏荔芪胶囊等均是潜力品种。

### 3. 投资建议

我们看好公司以络病理论为指导开发产品，并结合络病理论进行学术营销的发展模式。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 2011~2013 年 EPS 分别为 1.01 元、1.30 元和 1.70 元，首次给予“谨慎推荐”评级。

表 1: 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	2366	1999	2314	营业收入	1632	1649	2260	2908	3703
应收票据	19	28	39	50	63	营业成本	637	555	751	965	1199
应收账款	168	168	230	295	376	营业税金及附加	20	22	31	40	50
预付款项	195	83	112	144	179	销售费用	528	571	783	1008	1283
其他应收款	192	1	2	2	3	管理费用	102	154	210	271	345
存货	144	210	284	365	454	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	487	630	830
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	4464	5027	5757	税前利润	354	369	502	645	845
短期借款	0	160	160	160	160	所得税	57	54	73	94	123
应付票据	0	0	0	0	0	净利润	298	315	429	551	722
应付账款	116	87	117	151	187	归属母公司净利润	297	316	429	551	722
预收款项	61	45	62	80	102	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	1.01	1.30	1.70
应交税费	111	143	143	143	143	摊薄每股收益	3.72	0.88	1.01	1.30	1.70
其他应付款	338	64	64	64	64	<b>财务指标</b>					
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%	37%	29%	27%
长期应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	124%	1%	40%	29%	32%
专项应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	143%	6%	36%	29%	31%
其他非流动负债	76	99	99	99	99	盈利能力					
负债合计	719	680	729	784	847	毛利率	61%	66%	67%	67%	68%
所有者权益合计	791	1091	3735	4243	4910	净利率	18%	19%	19%	19%	20%
<b>现金流量表</b>						EBITDA/营业收入	23%	24%	24%	24%	25%
净利润	298	315	429	551	722	ROE	38%	29%	11%	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	354	481	665	估值指标					
投资活动现金流	0	0	(604)	(805)	(295)	PE	55	51	38	29	22
融资活动现金流	0	0	2212	(43)	(55)	P/S	2	8	7	6	4
净现金流	299	312	1963	(367)	315	P/B	4	13	4	4	3
期初现金余额	126	211	403	2366	1999	EV/EBITDA	8	34	26	21	15
期末现金余额	425	523	2366	1999	2314	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。

**陈雷，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](http://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