



渠道下沉初显成效，增速或前低后高

——以岭药业(002603)2012年1季报点评——

买入

事件：

公司12年1季度营业收入、净利润分别为4.4亿、0.82亿，同比增长分别为4.7%、14.69%；基本EPS为0.19元，略低于我们预期。

点评：

- 1季报财务概况。**1)1季度营业收入与净利润分别为4.4亿、0.82亿，同比增长分别为4.7%、14.69%。公司净利润增长率远超过营业收入增速的主要原因为：公司1季度综合毛利率为69%，同比提高4个百分点。毛利率的上升的原因是：一方面是除水蛭外其它原材料的价格有所下降，另外一方面是公司超微粉碎技术等的使用，使成本下降；由于超募资金弥补流动资金短缺，使公司财务费用下降；管理费用较为稳定，其费用率低于净利润的增速。2)公司现金流较紧。1季度经营活动产生现金流净额为-0.86亿，同比下降76%，但相对11年3、4季度的经营活动现金流净额有所收窄。应收账款也出现大幅度的增长，值得投资者关注。
- 2012年核心看点。**1)受益于基药推广，有利于公司销售渠道下沉。随着国家基药政策对县级、乡镇医院与村卫生室的推广，从而有利的医药行业政策为公司销售渠道下沉提供“政策东风”。11年公司在基层实现的销售额约占总收入的20%，近4亿。由于公司现行基药推广模式较为成功，12年公司将持续的重视与投入，在基层销售收入有望继续快速增长；2)09版基药目录调整是市场一致预期，尤其是专科药很有可能进基药。公司的参松养心胶囊与芪苈强心胶囊或许进基药，从而实现销售额快速放量；3)在本年度，公司的络通胶囊与芪黄明目胶囊有望获批；4)子公司北京以岭通过新版GMP，有利于后期生产销售。

盈利预测表

	2009	2010	2011	2012	2013
营业收入(百万)	1632	1649	1953	2304	2719
增长率(%)	74	1	18	18	18
净利润(百万)	297	315	454	567	709
增长率(%)	43	6	43	25	25
每股收益(元)	0.60	0.89	1.07	1.33	1.66
市盈率	---	36	30	24	19

股价以4月24日收盘价为准

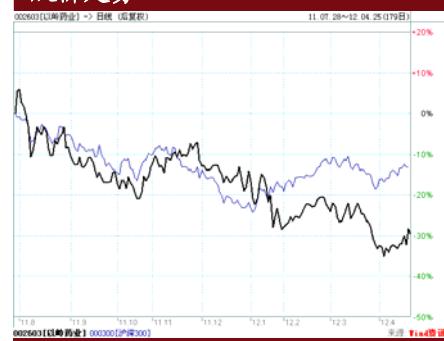
分析师

梁从勇
执业证号：S1250511110003
电话：010-57631180
邮箱：lcyong@swsc.com.cn

联系人

朱国广
电话：023-63812537
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(亿股)	4.25
流通A股(亿股)	0.65
52周内股价区间(元)	28.4-48.5
总市值(亿元)	136
总资产(亿元)	42.25
每股净资产(元)	8.71
当前价(元)	32
6个月	35
目标价	37
12个月	37

相关报告

《独具资源禀赋，颇具“天士力”属性》
2012年4月5日

- **公司拥有丰富的产品线。**现有三个产品梯队：1) 一线产品是通心络胶囊（为基药产品）。该产品的销售额占公司营业收入的 50%；2) 两线产品是参松养心胶囊与芪苈强心胶囊。11 年参松养心胶囊销售额约 6.5 亿，增长率为 18%、芪苈强心胶囊销售额约 5700 万，增长率为 96%；3) 处于培育期产品主要有八子补肾胶囊与前列舒胶囊。这两个产品是公司非常看好的产品，经过 2 年培育期后有望实现快速增长。另外，公司利用超募资金战略收购国家一类化学新药。

表 1：公司储备产品分布

项目名称	临床前研究	申报临床	临床批件技术审评	获得临床批件	I 期临床	II 期临床	III 期临床	生产批件技术审评	生产现场检查	取得生产批件与新药证书	GMP 认证与生产上市
八子补肾胶囊	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
前列舒胶囊	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
周络通胶囊	*	*	*	*	*	*	*	*	*		
芪黄明目胶囊	*	*	*	*	*	*	*	*			
柴芩通淋片	*	*	*	*	*	*	*	*			
解郁除烦胶囊	*	*	*	*	*	*	*				
百灵安神片	*	*	*	*	*	*					
连花急支片	*	*	*	*	*	*					
连花定喘片	*	*	*	*	*	*					
津力糖平片	*	*									

数据来源：公司公告、西南证券研究发展中心

- **估值与投资策略。**据我们对核心产品的预测，2011 年、2012 年、2013 年对应的 EPS 分别为 1.17 元、1.45 元、1.80 元，对应 PE 分别为 30X、24X、19X，类似公司（天士力、金陵药业、昆明制药、华神集团）2011 年 PE 平均值为 27.61X，公司相对于其类似公司估值基本持平。但考虑到的无形资产（如核心产品都是专利、独家产品）与品牌价值，现公司略凸显估值优势。投资策略：随着公司通心络胶囊基层医院放量与芪苈强心胶囊快速增长，公司将会实现稳定增长；12 年药品降价对公司影响较小，主要原因是：一方面，公司是独家产品降价可能小、即使降价 5%，对公司核心产品通心络胶囊基本没有影响；另外一方面，由于通心络胶囊是基药、参松养心胶囊是国家医保甲类、芪苈强心胶囊与连花清瘟胶囊等是国家医保乙类，即使降价，但有利于公司产品的放量。维持“买入”评级。

表 2：类似公司估值分布

公司名称	现股价	2011EPS	2012EPS	2013EPS	2011PE	2012PE	2013PE
天士力 (600535)	36.86	1.18	1.39	1.67	31.24	26.52	22.07
昆明制药 (600422)	14.97	0.41	0.59	0.79	36.51	25.37	18.95
金陵药业 (000919)	9.82	0.33	0.47	0.54	29.76	20.89	18.19
益佰制药 (600594)	16.61	0.75	0.91	1.15	22.15	18.25	14.44
均值					29.91	22.76	18.41

数据来源：西南证券研究发展中心（股价以 4 月 24 日收盘价为准）

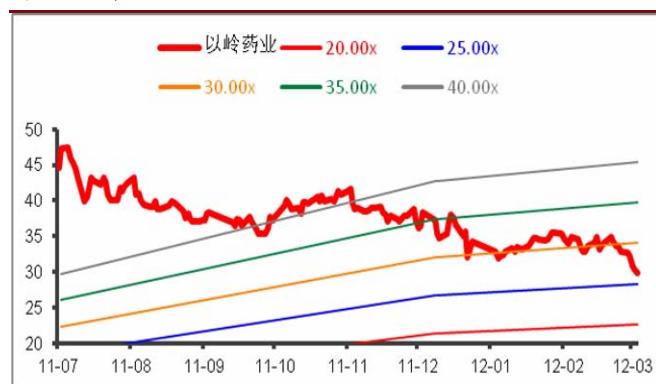
- **风险提示:** 1) 水蛭 (现水蛭的自给率约 30%) 等中药材价格波动, 对公司毛利率产生不良影响; 2) 如果心脑血管药品降价幅度较大, 对公司部分产品影响较为明显, 但销售量又没有及时放大, 从而影响公司净利润。

表3: 核心产品增速预测

独家品种	药品名称	2010	2011	2012E	2013E
1	通心络胶囊/片(亿)	9.21	9.3	10.23	11.46
	增长率	28%	2%	10%	12%
2	参松养心胶囊 (亿)	5.64	6.44	7.47	8.66
	增长率	55%	15%	16%	16%
3	芪苈强心胶囊 (亿)	0.29	0.57	1.03	1.85
	增长率	37.25%	96%	80%	80%
4	八子补肾胶囊 (亿)	--	--	0.50	0.75
	增长率	--	--	--	50%
5	连花清瘟胶囊 (亿)	0.75	3.00	3.60	4.32
	增长率	--	300%	20%	20%
6	前列舒胶囊 (亿)	--	--	0.20	0.50
	增长率	--	--	--	150%
7	津力达胶囊 (亿)	0.27	0.32	0.38	0.44
	增长率	15%	18%	18%	18%

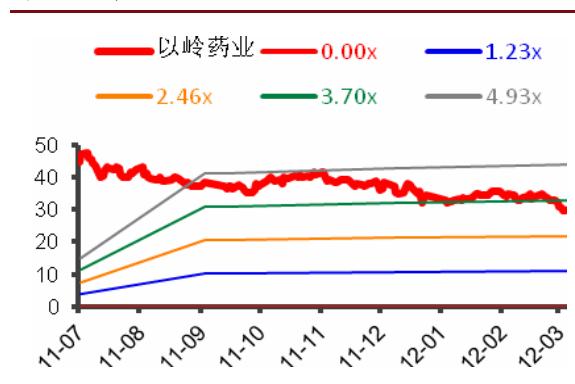
数据来源: 西南证券研究发展中心

图1: 公司 PE-Band



数据来源: wind、西南证券研究发展中心

图2: 公司 PB-Band



数据来源: wind、西南证券研究发展中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：(010) 57631234 (总机)

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://www.swsc.com.cn/>