

2012年08月20日

中药II

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 27.90

以岭药业(002603)

扣非后净利润1.36亿元，同比下降20.39%

◎事项：

医药：俞向兵

执业证书编号：S0890511070001

电话：021-68778227

邮箱：yuxiangbing@cnhbstock.com

医药：曾凤

电话：021-68778272

邮箱：zengfeng@cnhbstock.com

联系人：曾凤

电话：021-68778272

公司基本数据

| | |
|----------------|--------------|
| 总股本(万股) | 55250.00 |
| 流通 A 股/B 股(万股) | 8450.00/0.00 |
| 资产负债率(%) | 10.37 |
| 每股净资产(元) | 6.88 |
| 市净率(倍) | 4.06 |
| 净资产收益率(加权) | 3.76 |
| 12个月内最高/最低价 | 43.57/23.89 |

股价走势图



相关研究报告

◆以岭药业8月17日晚间公布2012年半年报。营业收入为7.03亿元，较上年同期降20.96%；扣非后净利润为1.36亿元，同比下降20.39%；经营活动现金流-4766万元，同比下降279.39%。扣非后EPS为0.25元，同比减少48.14%。扣非后加权平均ROE为3.63%。预计2012年1-9月净利润同比降10%至50%。

◎主要观点：

◆公司主营业务收入7.02亿元，同比下降20.97%。综合毛利率68.33%，比上年同期提升1.54个百分点。三项费用率合计38.55%，比上年同期下降3.65个百分点，其中管理费用提升3.36个百分点，而财务费用下降4.29个百分点。其中心脑血管类营收同比降低27.48%，感冒类同比降低6.64%。占公司销售收入90%以上的产品均为胶囊制剂，“毒胶囊”事件对公司营收带来较严重的影响，致2季度营收较去年同期大幅度下滑。其他产品营收同比增加47.16%，主要是养正消积胶囊、八子补肾胶囊、津力达颗粒等几个品种目前基数还较低，在公司大力销售推广下，同比增幅较大。

◆1季度增速趋缓，2季度“毒胶囊事件”进一步恶化公司业绩。公司2012年1季度实现营收4.40亿元，同比增长4.76%。2季度营收出现大幅下滑，其中心脑血管类产品的营收下滑幅度大于50%。受“毒胶囊事件”影响较大的多为OTC产品，公司感冒类产品的营业收入仅同比下降6.64%，预计还有其他因素影响公司心脑血管类产品的销售。尽管公司心脑血管类产品（通心络胶囊，参松养心胶囊和芪苈强心胶囊）定位于心脑血管大病种领域，且均为独家品种，但市场上心脑血管品种繁多，竞争激烈，可能受到其他品种侵占市场份额。随着“胶囊事件”的褪去，其影响逐渐减小，但公司仍面临激烈的竞争。预计1-9月净利润与上年同期相比，仍然同比下降。

◆盈利预测。我们预计公司2012年-2014年EPS分别为0.81元，1.00元和1.22元，对应目前股价的PE估值分别为34X，28X和23X。

| | 2010A | 2011A | 2012Q2 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 主营收入(百万) | 1649.32 | 1953.21 | 262.63 | 1992.28 | 2390.73 | 2868.88 |
| 同比增速(%) | 1.04 | 18.43 | -40.33 | 2.00 | 20.00 | 20.00 |
| 净利润(百万) | 315.56 | 454.07 | 60.19 | 449.75 | 552.92 | 675.94 |
| 同比增速(%) | 6.18 | 43.89 | -26.24 | -0.95 | 22.94 | 22.25 |
| 毛利率(%) | 66.37 | 68.38 | 66.96 | 68.40 | 68.50 | 68.60 |
| 每股盈利(元) | 0.88 | 1.07 | 0.11 | 0.81 | 1.00 | 1.22 |
| ROE(%) | 28.87 | 12.27 | 1.58 | 10.95 | 12.00 | 12.93 |
| PE(倍) | 0.00 | 0.00 | | 34.27 | 27.88 | 22.80 |

附录：三大报表预测值

资产负债表

| 单位: 百万元 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产 | 3182.60 | 3768.78 | 4017.94 | 4629.77 |
| 现金 | 1962.50 | 2346.98 | 2610.01 | 3037.38 |
| 应收账款 | 184.79 | 428.21 | 169.47 | 352.15 |
| 其它应收款 | 30.64 | 301.41 | 17.36 | 269.53 |
| 预付账款 | 276.64 | 221.43 | 376.25 | 340.97 |
| 存货 | 326.75 | 302.81 | 450.27 | 450.56 |
| 其他 | 401.28 | 167.94 | 394.59 | 179.19 |
| 非流动资产 | 1042.82 | 998.90 | 1114.17 | 1254.18 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 540.22 | 540.04 | 617.11 | 700.43 |
| 无形资产 | 263.81 | 260.58 | 304.29 | 354.13 |
| 其他 | 238.78 | 198.28 | 192.77 | 199.62 |
| 资产总计 | 4225.42 | 4767.68 | 5132.11 | 5883.95 |
| 流动负债 | 373.98 | 523.17 | 394.00 | 530.17 |
| 短期借款 | 155.00 | 180.00 | 120.00 | 120.00 |
| 应付账款 | 72.77 | 179.05 | 68.72 | 218.26 |
| 其他 | 146.21 | 164.12 | 205.28 | 191.91 |
| 非流动负债 | 149.80 | 135.62 | 131.55 | 126.54 |
| 长期借款 | 47.00 | 35.62 | 30.63 | 25.30 |
| 其他 | 102.80 | 100.00 | 100.92 | 101.24 |
| 负债合计 | 523.78 | 658.79 | 525.55 | 656.71 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司股东权益 | 3701.64 | 4108.89 | 4606.56 | 5227.25 |
| 负债和股东权益 | 4225.42 | 4767.68 | 5132.11 | 5883.95 |

利润表

| 单位: 百万元 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 1953.21 | 1992.28 | 2390.73 | 2868.88 |
| 营业成本 | 617.69 | 629.56 | 753.08 | 900.83 |
| 营业税金及附加 | 25.54 | 26.30 | 31.56 | 37.87 |
| 营业费用 | 638.01 | 655.46 | 781.77 | 932.39 |
| 管理费用 | 183.12 | 233.10 | 262.98 | 301.23 |
| 财务费用 | -6.23 | -43.28 | -52.32 | -62.25 |
| 资产减值损失 | 5.49 | 5.58 | 6.69 | 8.03 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 489.59 | 485.56 | 606.97 | 750.78 |
| 营业外收入 | 56.73 | 55.00 | 55.00 | 55.58 |
| 营业外支出 | 13.81 | 13.00 | 13.00 | 13.00 |
| 利润总额 | 532.50 | 527.56 | 648.97 | 793.36 |
| 所得税 | 78.43 | 77.82 | 96.05 | 117.42 |
| 净利润 | 454.07 | 449.75 | 552.92 | 675.94 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司净利润 | 454.07 | 449.75 | 552.92 | 675.94 |
| EBITDA | 545.44 | 528.79 | 647.97 | 793.30 |
| EPS (元) | 1.07 | 0.81 | 1.00 | 1.22 |

主要财务比率

| | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 18.43% | 2.00% | 20.00% | 20.00% |
| 营业利润 | 41.61% | -0.82% | 25.00% | 23.69% |
| 归属母公司净利润 | 43.89% | -0.95% | 22.94% | 22.25% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 68.38% | 68.40% | 68.50% | 68.60% |
| 净利率 | 23.25% | 22.57% | 23.13% | 23.56% |
| ROE | 12.27% | 10.95% | 12.00% | 12.93% |
| ROIC | 10.23% | 9.12% | 10.23% | 11.13% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 12.40% | 13.82% | 10.24% | 11.16% |
| 净负债比率 | 6.70% | 5.48% | 3.50% | 3.01% |
| 流动比率 | 8.51 | 7.20 | 10.20 | 8.73 |
| 速动比率 | 7.64 | 6.62 | 9.06 | 7.88 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.65 | 0.44 | 0.48 | 0.52 |
| 应收账款周转率 | 11.09 | 6.50 | 8.00 | 11.00 |
| 应付帐款周转率 | 7.76 | 5.00 | 6.08 | 6.28 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 1.07 | 0.81 | 1.00 | 1.22 |
| 每股经营现金 | -0.78 | 0.76 | 0.92 | 1.16 |
| 每股净资产 | 8.71 | 7.44 | 8.34 | 9.46 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 0.00 | 34.27 | 27.88 | 22.80 |
| P/B | 0.00 | 3.75 | 3.35 | 2.95 |
| EV/EBITDA | -2.95 | 25.33 | 20.16 | 15.93 |

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，分为以下四级：

敬请参阅报告结尾处免责声明

- 强于大市 A--: 行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上;
- 同步大市 B--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动;
- 弱于大市 C--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下;
- 未评级 N--: 不作为行业报告评级单独使用,但在公司评级报告中,作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内,以股票相对同期行业指数收益率为基准,区分为以下五级:

买入: 相对于行业指数的涨幅在15%以上;

持有: 相对于行业指数的涨幅在5%-15%;

中性: 相对于行业指数的涨幅在-5%-5%;

卖出: 相对于行业指数的跌幅在-5%以上;

未评级: 研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-6877 8081

138 1882 8414

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明:

- ★ 市场有风险,投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息,但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新,也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下,本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下,本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权,任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发,须注明本公司出处,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。