



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

制药：中药

王军

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001
(8621) 2032 8310
jun.wang_sh@bocichina.com

焦阳

证券投资咨询业务证书编号：S130051209002
(8621)20328587
yang.jiao@bocichina.com

*寇嘉烨为本报告重要贡献者

以岭药业调研纪要

近日我们调研了以岭药业(002603.CH/人民币 24.30, 未有评级)，与公司管理层就公司经营状况做以交流，纪要如下：

络病学简介

公司坚持“营卫承制调平”的指导思想，强调内外平衡。就治疗领域与治疗效果而言，络病学（脉/气络病学+血络病学）在改善微循环领域有优势。

在心脑血管领域，络病学一方面倾向于“既病防变，减少事件”，如除逐渐清除血管内斑块外，络病用药还可以稳定既有斑块，防止斑块破裂导致的内脂物外流堵塞血管；另一方面在于全面调节，如西医认为离子通道阻滞导致心律异常，但西药往往在打通一类离子通道的同时阻滞另一类离子通道，基于络病学基础的参松养心胶囊则可以同时作用并改善多个离子通道状态，且加入温补成分，不良反应基本为零。络病学在心脑血管线治疗微血管损伤颇有优势，如将心衰解释为血流动力学改变，络病用药通过改善微循环为起点，逐步改善血流动力学，进而改善心肌功能；相比之下，西医治疗则仅能打通主要血管，对微循环作用有限。

循证医学进展

在公司已经完成的芪苈强心胶囊项目中，循证医学显示服用芪苈强心胶囊 12 周显著降低患者 NT-proBNP 水平，大幅改善患者心肌能量供给。

公司在手循证医学项目较为丰富，主要为以下数项：

1. 通心络治疗颈动脉板块项目，起始于 2011 年；考虑到病人观察期长度，我们预计 2013 年年底前可以完成该项目。
2. 参松养心治疗心功能不全项目，于 2012 年 6 月启动，我们预计 2013 年有望完成。
3. 参松养心治疗迟早项目，起始于 2012 年 7 月，我们预计 2013 年有望完成；
4. 养正消积提供肿瘤患者生活状态改善项目，我们预计该项目 2012 年底有望启动。
5. 通心络治疗脑梗死项目，我们预计 2013 年该项目有望启动。

产品状况

受“毒胶囊”事件限制产品上架影响，公司通心络胶囊、参松养心胶囊、莲花清瘟胶囊等主要品种 2012 年 1-9 月皆为同比负增长；9 月情况已经好转，产品上架已基本恢复，“毒胶囊”事件负面影响已经逐渐消化。

我们预计，目前通心络胶囊三大市场终端销售额占比约为 14:3:3，与去年比例相似。我们认为，4 季度农村与城社市场终端销售增速有望先行恢复，加之医院市场终端神内、脑内、老年等科室有望贡献一部分增量，预计 2013 年通心络胶囊销售额有望恢复至 2011 年水平。同时我们估计可预期的政策性降价对该品种影响微弱。

参松养心胶囊与莲花清瘟胶囊学术推广基础良好，适宜基层终端使用，我们预计其有望进入新版国家基药目录。随着循证医学项目的进展及可预期的推广力度的加强，我们看好公司二线品种2013年对业绩的贡献。

三线品种八子补肾胶囊受“毒胶囊”事件及经济下行影响，销售状况并不乐观。但芪苈强心胶囊与津力达胶囊适应症明确，学术推广基础良好，津力达营销队伍已经到位，推广力度不断加强，值得看好。

公司基于络病学的在研品种丰富。我们预计相关糖尿病并发症治疗用药有望未来3年内开始贡献业绩。后续品种有望补充进泌尿、妇科方向治疗用药，届时公司络病治疗用药产品线将进一步丰富。

受“毒胶囊”事件影响，公司2012年业绩处于历史低点，目前股价也处于历史底部，约相当于2012年29倍市盈率，2013年22倍市盈率；但公司成长逻辑并未发生变化，通心络胶囊销售渠道有望持续下沉，二线品种参松养心胶囊与连花清瘟胶囊未来有望受益于基药销售放量，芪苈强心胶囊与津力达胶囊有望成为公司未来业绩的支撑品种，公司特有的络病学的理论与实践研究也将有利于公司产品线持续丰富，13年业绩弹性较大，未来业绩成长的张力较大。我们建议投资者持续关注。

图表1.投资摘要（市场一致预期）

年结日：12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	1,649.32	1,953.21	2,021.88	2,501.85	2,983.08
变动(%)	7.04	18.43	3.52	23.74	19.23
归属母公司的股东净利润(百万元)	315.56	454.07	466.45	597.41	725.94
变动(%)	6.18	43.89	2.73	28.08	21.52
每股收益(元)	0.674	0.822	0.844	1.081	1.314
市盈率(倍)	34.05	29.56	28.78	22.47	18.49
每股经营现金流(元)	0.830	(0.960)	2.195	1.128	1.442

资料来源：公司数据及万得资讯

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371