

基药、县级医院或成就其二次起飞

买入

——以岭药业（002603）2012 年报点评——

事件：

- 2012 年公司实现销售收入、净利润分别为 16.49 亿、1.86 亿，同比增长分别为-15.59%、-59.08%（扣非后净利润为 1.62 亿，同比增长-61.12%）；12 年第 4 季度销售收入、净利润分别为 5.86 亿、2.53 亿，同比增长分别为 3.98%（受特殊事件影响）、-84%；12 年度分配预案：向全体股东每 10 股派发现金红利 1.00 元（含税）、送红股 0 股（含税）、不以资本公积金转增股本。

点评：

- 财报概要。**2012 年公司实现销售收入、净利润分别为 16.49 亿、1.86 亿，同比增长分别为-15.59%、-59.08%，净利润增速跑输营业收入增速的主要原因是：12 年公司综合毛利率为 68.21%，同比下降 0.17 个百分点；12 年销售费用、管理费用分别为 7.37 亿、2.16 亿，同比增长分别为 16%、18%，其中科研费为 1.11 亿，同比增长 35.36%（其占销售收入的百分比相对于 11 年提高 2.53 个百分点）；12 年政府补助净收入 2800 万，同比增长-35%。我们估计：12 年心脑血管类销售收入 12.3 亿，同比下降 21.87%，其中通心络、参松养心胶囊销售收入同比下降分别 30%、17%。芪苈强心胶囊销售额约 8000 万，增速约 33%，低于预期主要原因是：其循证医学结果公布前增速较慢。连花清瘟胶囊与去年收入基本持平。
- 13 年业绩前瞻。**基层终端市场放量值得期待。公司 3 个重磅产品通心络胶囊、参松养心胶囊、连花清瘟胶囊进入新版基药目录，它们占公司收入比例约 90%，我们认为：公司从 11 年初开始建设基层队伍，当前覆盖约 2000 个县、基层销售队伍约 1800 人（包括编外销售人员）、销售机构设置比较完善、同时要求基药在不同的医院终端强制使用（如县级医院使用量、金额占药品收入的比重不低于 40-50%，改革中的县级医院要求更高；3 级医院基药销售量、金额占药品收入的比例不低于 20-30%），因此，在内外因的共同推动下基层终端有望大幅放量；循证医学结果公布刺激其增长。12 年芪苈强心胶囊循证医学结果公布后终端开发数量及上货量明显增长、通心络胶囊针对颈动脉斑块的 1400 个病例的循证医学结果将在 14 年公布。

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1648.68	2143.28	2636.23	3242.57
增长率(%)	-15.59%	30.00%	23.00%	23.00%
归属母公司股东净利润	185.81	403.15	513.33	656.04
增长率(%)	-59.08%	116.97%	27.33%	27.80%
每股收益(EPS)	0.34	0.71	0.90	1.15
销售毛利率	68.21%	69.00%	69.00%	69.40%
市盈率(P/E)		39	31	24

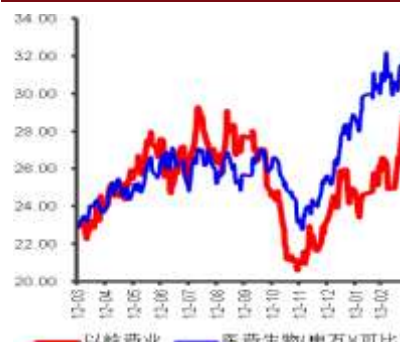
分析师

许维鸿
执业证号：S1250512050001
电话：023-63812537
邮箱：xwh@swsc.com.cn

研究助理

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)	5.53
流通 A 股(亿股)	0.85
52 周内股价区间(元)	20.00-28.39
总市值(亿元)	152.08
总资产(亿元)	41.66
每股净资产(元)	6.96
当前价(元)	27.50
目标价	6 个月 ---
	12 个月 33

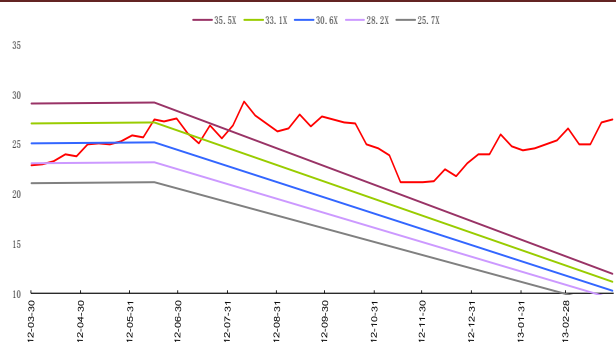
- **中长期核心看点。**（1）一线产品的二次开发推动其成长。通心络胶囊针对颈动脉斑块、急性脑梗做循证医学；参松养心胶囊针对窦缓性室早、心衰伴早搏做的循证医学，循证医学结果的公布后将有利于其二次增长。（2）独家储备产品丰富。夏芪蒺胶囊获得新药证书；针对糖尿病并发症的周络通胶囊、芪黄明目胶囊已报批，年内有望获批；柴芩通淋片、百灵安神片正在进行临床3期等。（3）县级医院及其以下终端为类空白市场，随着3个重磅产品进入新版基药使基层终端想象空间巨大。我们估计：通心络胶囊、参松养心胶囊、莲花清瘟胶囊销售额有望分别做到20亿、20亿、10亿。（4）公司通过络病学、循证医学对医生具有权威的教育权。
- **估值分析与投资策略。**预测：2013年、2014年、2015年EPS分别为0.71元、0.90元、1.15元，对应的EPS分别为39倍、31倍、24倍。我们认为：公司估值相对于其它公司估值溢价率在收窄，同时考虑到基层市场终端想象空间，建议投资者持续关注，维持给予“买入”评级。
- **风险提示。**1) 如果中药材价格大幅上涨将对公司综合毛利率产生冲击；2) 基药推广进度可能低于预期。

核心产品预测表

产品分类	药品名称	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
心脑血管类	通心络(亿)	9	6.6	8.58	10.3	12.36
	增长率	---	-27%	30%	20%	20%
	参松养心胶囊(亿)	6	5	6.5	8.13	10.16
	增长率	---	-17%	30%	25%	25%
感染类	芪蒺强心胶囊(亿)	0.6	0.8	1.28	1.92	2.69
	增长率	---	33%	60%	50%	40%
	莲花清瘟胶囊(亿)	3.1	3	3.76	4.69	5.86
	增长率	---	-3%	25%	25%	25%
抗肿瘤类	养正消积胶囊(亿)	---	0.1	0.5	1	1.5
	增长率	---	---	400%	100%	50%
肾病类	八字补肾胶囊	---	0.1	0.3	0.6	1
	增长率	---	---	200%	100%	67%
内分泌类	津力达胶囊(亿)	---	0.2	0.75	1.5	2.25
	增长率	---	---	275%	100%	50%
其它类	其它	0.22	0.23	0.26	0.29	0.32
	增长率	16%	5%	10%	10%	10%
综合销售收入			16.98	21.91	26.88	33.00
增长率				29%	23%	23%

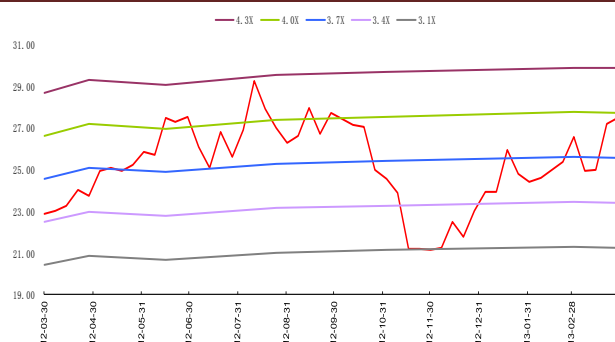
数据来源：西南证券研究发展中心

图 1: 历史 PE-Pand



数据来源: 西南证券研究发展中心

图 2: 历史 PB-Pand



数据来源: 西南证券研究发展中心

附表: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	1499	1633	1258	1676	营业收入	1648.68	2143.28	2636.23	3242.57
应收和预付款项	740	994	1183	1422	减: 营业成本	524.04	664.42	817.23	992.23
存货	456	345	707	542	营业税金及附加	21.20	27.71	34.02	41.88
其他流动资产	0	0	0	0	营业费用	737.32	782.30	922.68	1102.47
长期股权投资	0	0	0	0	管理费用	216.97	257.19	316.35	389.11
投资性房地产	1	1	1	1	财务费用	-43.52	-29.75	-28.04	-24.07
固定资产和在建工程	1086	1284	1484	1702	资产减值损失	4.45	5.90	7.19	8.88
无形资产和开发支出	341	408	481	566	加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	43	32	38	36	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	4166	4697	5154	5944	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0	78	39	58	营业利润	188.22	435.51	566.80	732.07
应付和预收款项	121	223	193	299	加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	47	52	59	70	利润总额	216.24	470.97	598.54	765.67
其他负债	0	23	12	17	减: 所得税	9.00	10.00	11.00	12.00
负债合计	321	503	443	578	净利润	185.81	403.15	513.33	656.04
股本	553	553	553	553	减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	2022	2022	2022	2022	归属母公司股东净利	185.81	403.15	513.33	656.04
留存收益	1270	1673	2186	2842					
归属母公司股东权益	3845	4248	4762	5418	现金流量表				
少数股东权益	0	0	0	0		2012	2013EA	2014E	2015E
股东权益合计	3845	4248	4762	5418	经营性现金净流量	114.03	213.71	315.51	410.55
负债和股东权益合计	4166	4751	5204	5996	投资性现金净流量	-404.19	-347.02	-385.61	-448.54
					筹资性现金净流量	-199.96	67.60	-5.24	55.52
					现金流量净额	-490.11	134.29	-375.34	417.53

数据来源: 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，仅限内部使用，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

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 7 楼

邮编：400023

电话：(023) 63725713

北京

地址：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

主要研究人员联系方式

姓名	电子邮件	研究领域	姓名	电子邮件	研究领域
许维鸿	xwh@swsc.com.cn	业务总监	徐永超	xychao@swsc.com.cn	建筑建材
崔秀红	cxh@swsc.com.cn	副总经理	贺众营	hzy@swsc.com.cn	建筑建材
张仕元	zsy@swsc.com.cn	宏观研究	申明亮	shml@swsc.com.cn	有色金属
刘峰	liufeng@swsc.com.cn	宏观研究	梁从勇	lcyong@swsc.com.cn	农林牧渔
张刚	z_ggg@tom.com	首席策略研究	李辉	lihui@swsc.com.cn	食品饮料
马凤桃	mft@swsc.com.cn	基金研究	潘红敏	phm@swsc.com.cn	餐饮旅游
李慧	lih@swsc.com.cn	交通运输	苏晓芳	sxfang@swsc.com.cn	通信行业