

城乡终端放量明确， 糖尿病产品群值得关注

买入

——以岭药业（002603）调研简报——

投资要点：

- **推荐公司核心逻辑。**我们认为：其一，县级医院及基层终端放量将为公司收入带来大幅增长。公司从 11 年初开始建设基层队伍，当前覆盖约 2300 个县、基层销售队伍约 2500 人（包括编外销售人员）、销售机构设置比较完善，县级医院及基层市场终端放量将势如破竹；其二，糖尿病产品群将强势“粉墨登场”。继心脑血管类产品群后，公司糖尿病类产品群（津力达、周洛通、芪黄明目胶囊）针对降糖及糖尿病综合症将大展拳脚，我们认为：未来 3-5 年糖尿病类药品市场容量将继抗肿瘤、心脑血管、抗感染之后第四大子领域。中药治疗糖尿病并发症将具有无比竞争优势，以岭糖尿病产品群值得期待。
- **公司基药品种具备在县级医院及基层终端放量重要条件。**（1）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超过 90%。我们认为：每个品种都有 20 亿市场空间。（2）新版基药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%）。（3）公司从 11 年初开始建设基层队伍，当前覆盖约 2300 个县、基层销售队伍约 2500 人（包括编外销售人员）、销售机构设置比较完善。我们估计：1-5 月份增加的终端为 3 万多家，其中城乡市场有 18000 多家，主要是县医院（9000 多家）和（乡卫生院 9000 多家）。今年希望覆盖到 2500 家。我们认为：除了“毒胶囊事件”影响逐渐消退外，在县级医院及基层市场也放量明显。上半年销售收入增长超过 50%，全年销售收入有望突破 25 亿。

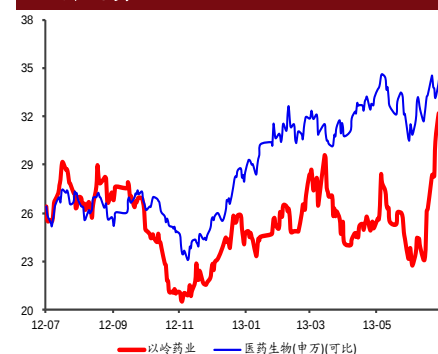
	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1648.68	2143.28	2636.23	3242.57
增长率(%)	-15.59%	30.00%	23.00%	23.00%
归属母公司股东净利润	185.81	403.15	513.33	656.04
增长率(%)	-59.08%	116.97%	27.33%	27.80%
每股收益(EPS)	0.34	0.71	0.90	1.15
销售毛利率	68.21%	69.00%	69.00%	69.40%
市盈率(P/E)	50	39	31	24

股价以 7 月 25 日为准

分析师

朱国广
执业证号：S1250513070001
电话：023-63812537
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(亿股)	5.63
流通 A 股(亿股)	0.85
52 周内股价区间(元)	20.00-34.15
总市值(亿元)	185.80
总资产(亿元)	41.66
每股净资产(元)	6.96
当前价(元)	33.09

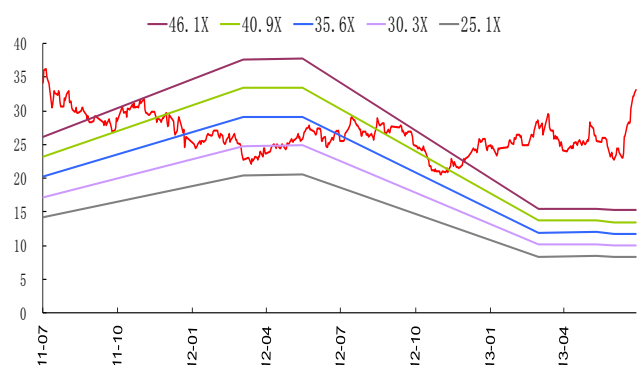
- **糖尿病类产品群市场容量巨大，值得期待。**当前糖尿病市场基本被化药独占，中药寥寥无几。主要有以下几个原因：糖尿病降糖是主流，化药针对降糖具有无比竞争优势；糖尿病并发症没有引起高度重视。我们认为：中药对胰岛素抵抗、糖尿病的周神经病变及视网膜脱落等优势比较明显。公司的津力达针对胰岛素抵抗，即将获批的周洛通及芪黄明目胶囊适应症分别是糖尿病的周神经病变及视网膜脱落。由于化药治疗糖尿病并发症效果比较有限、同时加大对糖尿病产品群循证医学的投入，因此公司糖尿病产品群销售收入很可能成为仅次于心脑血管类产品群。
- **估值分析与投资策略。**预测：2013 年、2014 年、2015 年 EPS 分别为 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。

表 1: 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%
	芪苈强心胶囊(亿)	0.6	0.8	1.28	1.92	2.69
	增长率	---	33%	60%	50%	40%
感染类	连花清瘟胶囊(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 (百万元)

资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E	利润表	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	2012	2013EA	2014E	2015E
少数股东权益	0	0	0	0	经营性现金净流量	114.03	213.71	315.51	410.55
股东权益合计	3845	4248	4762	5418	投资性现金净流量	-404.19	-347.02	-385.61	-448.54
负债和股东权益合计	4166	4751	5204	5996	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

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

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。

西南证券投资评级说明

公司评级	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
行业评级	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

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 3 楼
 邮编：400023
 电话：(023) 63725713
 网站：www.swsc.com.cn

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
 邮箱：research@swsc.com.cn

姓名	电子邮件	研究领域
许维鸿	xwh@swsc.com.cn	业务总监
张仕元	zsy@swsc.com.cn	/宏观研究
刘峰	liufeng@swsc.com.cn	宏观研究
张刚	z_ggg@tom.com	宏观研究
李双武	lsw@swsc.com.cn	首席策略研究
马凤桃	mft@swsc.com.cn	策略研究
匡荣彪	krb@swsc.com.cn	基金研究
李佳颖	lijy@swsc.com.cn	固定收益及衍生品
熊莉	xiongli@swsc.com.cn	固定收益及衍生品
刘浩	liuh@swsc.com.cn	银行业
徐永超	xychao@swsc.com.cn	非银金融行业
贺众营	hzy@swsc.com.cn	建筑建材
朱会振	zhz@swsc.com.cn	建筑建材
王立洲	wanglz@swsc.com.cn	建筑建材
申明亮	shml@swsc.com.cn	房地产业
李慧	lih@swsc.com.cn	有色金属
王恭哲	wgz@swsc.com.cn	交通运输
		电力环保

姓名	电子邮件	研究领域
崔秀红	cxh@swsc.com.cn	副总经理
梁从勇	lcyong@swsc.com.cn	中小市值
蒋卫华	jwh@swsc.com.cn	农林牧渔
朱国广	zhugg@swsc.com.cn	医药行业
李辉	lihui@swsc.com.cn	食品饮料
杨仁眉	ym@swsc.com.cn	食品饮料
潘红敏	phm@swsc.com.cn	食品饮料
刘正	liuzh@swsc.com.cn	餐饮旅游
苏晓芳	sxfang@swsc.com.cn	商贸零售
李孝林	lix@swsc.com.cn	通信行业
纵菲	zfei@swsc.com.cn	电子元器件
文雪颖	wenxy@swsc.com.cn	计算机行业
张延明	zym@swsc.com.cn	计算机行业
商艾华	shah@swsc.com.cn	化工行业
李晓迪	lxdi@swsc.com.cn	化工行业
高翔	gaox@swsc.com.cn	化工行业
李欣	lix@swsc.com.cn	汽车及零部件
		军工行业