

# 收入快速增长，费用投入较大

## 投资要点：

- **2013 年中报：**公司上半年营业收入 11.56 亿元，同比增长 64.53%；归属母公司净利润 1.52 亿元，同比增长 6.97%，扣非后增长 9.79%。实现 EPS 0.27 元。同时公告披露 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度为 20% 至 50%。
- **三大品种实现快速增长。**心脑血管药（通心络、参松养心）上半年收入 7.69 亿元，同比增长 51.53%；感冒药（连花清瘟）受“甲流”、“H7N9”禽流感疫情影响，收入达到 3.11 亿元，同比增长 116.41%；其余品种约 7500 万，同比增长 48%。  
通心络胶囊在上半年恢复性增长，公司也增加了销售人员，以提高基层占有率，目前社区和基层仍有约 50% 的空白市场有待开发。参松养心胶囊，针对心率失常的大市场，几乎无中药竞品，增速高于通心络胶囊。连花清瘟被列入卫计委《人感染 H7N9 禽流感诊疗方案》。前三大品种均进入了国家卫生部颁布的 2012 版《国家基本药物目录》，新版基药全国实施后，将迎来又一次成长机会。
- **二线品种市场开拓势头良好，销售费用剧增影响净利润表现。**二季度芪苈强心胶囊增速明显，循证试验结果被国际心血管领域权威杂志发表，对该产品销售产生了强大推动作用。新产品养正消积胶囊、津力达颗粒市场开拓情况良好，八子补肾胶囊已在全国六千余家药店铺货。公司进入健康饮品领域，怡梦和津力旺于六月上市销售，正在进行销售网络建设。  
由于公司的多个二线品种目前同时进行进新医院和新科室工作，约 8 项新老品种的大型循证医学试验也在开展，以及销售人员增多，导致销售费用率达到 43.58%，同比提高了 10.31 个百分点。我们预计下半年公司的销售费用率将有所降低，净利润增速有较大改善。
- **在研产品丰富，为公司长远发展奠定基础。**下半年，用于治疗失眠多梦、头晕健忘、精神紧张、焦虑的枣椹安神口服液将上市销售，这是中国第一个针对压力紧张综合症的药物；另外，去年获得新药证书，用于治疗轻、中度良性前列腺增生的夏苈芪胶囊也将上市。治疗糖尿病周围神经病变的周络通胶囊、治疗糖尿病视网膜病变的芪黄明目胶囊进入申报生产阶段。柴芩通淋片、连花定喘片等 5 个品种将处于 III 期临床。

## 公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1648.68	2522.47	3481.02	4560.13
增长率(%)	-15.59	53.00	38.00	31.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	185.81	338.46	474.20	630.15
增长率(%)	-59.08	82.16	40.11	32.89
毛利率%	68.21	69.00	69.00	69.00
净资产收益率(%)	4.83	7.99	10.07	11.80
EPS(元)	0.33	0.60	0.84	1.12
P/E(倍)	97.82	53.70	38.33	28.84
P/B(倍)	4.64	4.29	3.86	3.40

**以岭药业**  
(002603.SZ)

分析师：王晓艳

执业证书编号：S0050510120012

Tel : 010-59355907

Email : wangxiaoy@chinans.com.cn

联系人：纪钢

Tel : 010-59355601

Email : jig@chinans.com.cn

联系人：张树声

Tel : 010-59355492

Email : zhangss@chinans.com.cn

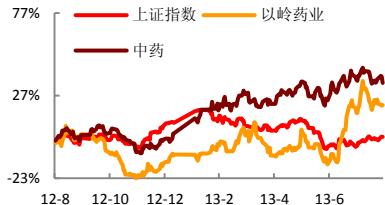
## 投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	首次
目标价格：	

## 市场数据

市价(元)	35.05
上市的流通 A 股(亿股)	0.85
总股本(亿股)	5.63
52 周股价最高最低(元)	36.28-20
上证指数/深证成指	2097.23/8214.49
2012 年股息率	0.33%

## 52 周相对市场改变



## 相关研究

- **学术推广能力扩大竞争优势。**以岭药业拥有自己完备的“络病理论”，不仅带动新药研发快于国内其他中药企业，循证医学评价效果也得到了西医医生广泛认同。国家大力打击药品带金销售，学术推广将成为药品营销的主要途径，公司在循证医学上的大投入正是为未来打好基础，迟早要做。目前，公司的通心络、参松养心正在进行适应症的二次开发，如“通心络胶囊干预颈动脉斑块”、“通心络胶囊治疗缺血性脑卒中”、“参松养心胶囊治疗轻中度收缩性心功能不全伴室性早搏”、“参松养心胶囊治疗窦性心动过缓伴室性早搏”、“养正消积胶囊联合化疗治疗晚期非小细胞肺癌”等，完成后将极大确立产品的竞争优势。
- **盈利预测与投资评级：**产品成长潜力巨大，循证医学及学术推广能力保持产品长期领先性，在高端医院竞争中确立优势，基层的销售队伍也已经基本组建，将迎来基药扩容机遇。由于去年后半程净利润基数较低，今年下半年净利润增速将有提高。预计2013~2015年EPS为0.60、0.84、1.12，目前股价对应PE54、38、39倍，估值偏高，给予“增持”评级。

## 财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	2695	3271	3596	4209	<b>营业收入</b>	1649	2522	3481	4560
现金	1499	2301	2625	3233	营业成本	524	782	1079	1414
应收账款	222	263	257	262	营业税金及附加	21	33	45	59
其他应收款	373	196	193	183	销售费用	737	1022	1410	1847
预付账款	145	41	38	37	管理费用	217	260	359	470
存货	456	470	482	493	财务费用	-44	40	45	50
其他	0	0	0	0	资产减值损失	4	4	5	5
<b>非流动资产</b>	1471	1354	1616	1705	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	0	0	0	0
固定及无形资产	1446	1327	1573	1655	<b>营业利润</b>	188	382	539	716
其他	24	26	42	50	<b>利润总额</b>	216	397	556	739
<b>资产总计</b>	4166	4625	5212	5914	所得税	30	58	82	109
<b>流动负债</b>	<b>130</b>	<b>190</b>	<b>280</b>	<b>344</b>	<b>净利润</b>	186	338	474	630
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	92	135	193	246	<b>归属母公司净利润</b>	186	338	474	630
其他	38	55	88	98	EBITDA	208	489	658	847
<b>非流动负债</b>	191	198	221	229	EPS (元)	0.330	0.601	0.842	1.119
长期借款	47	47	47	47					
其他	144	151	174	182	<b>主要财务比率</b>	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>负债合计</b>	321	389	501	574	<b>成长能力</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	营业收入	-15.59%	53.00%	38.00%	31.00%
归属母公司股东权益	3845	4236	4710	5340	营业利润	<b>-61.56%</b>	<b>102.77%</b>	<b>41.10%</b>	<b>32.95%</b>
<b>负债和股东权益</b>	4166	4625	5212	5914	归属母公司净利润	<b>-59.08%</b>	<b>82.16%</b>	<b>40.11%</b>	<b>32.89%</b>
<b>现金流量表</b>					<b>获利能力</b>				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	毛利率	68.21%	69.00%	69.00%	69.00%
<b>经营活动现金流</b>	177	730	668	812	净利率	11.27%	13.42%	13.62%	13.82%
净利润	186	338	474	630	ROE	4.83%	7.99%	10.07%	11.80%
资产减值损失	4	4	5	5	ROIC	4.86%	16.51%	21.06%	27.03%
折旧摊销	63	67	74	81	<b>偿债能力</b>				
公允价值变动收益	0	0	0	0	资产负债率	7.70%	8.40%	9.62%	9.70%
财务费用	<b>-44</b>	40	45	50	净负债比率	-34.03%	-49.63%	-51.05%	-56.25%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	20.69	17.18	12.83	12.22
营运资本变化	<b>-23</b>	281	85	54	速动比率	17.19	14.71	11.11	10.79
递延税款变化	<b>-10</b>	<b>-2</b>	<b>-15</b>	<b>-8</b>	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	<b>-481</b>	52	<b>-321</b>	<b>-163</b>	总资产周转率	0.40	0.55	0.67	0.77
资本支出	<b>-481</b>	52	<b>-321</b>	<b>-163</b>	应收帐款周转率	7.42	9.61	13.52	17.38
其他投资	0	0	0	0	应付帐款周转率	6.61	8.11	7.28	7.67
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-159</b>	20	<b>-23</b>	<b>-42</b>	<b>每股指标(元)</b>				
短期借款	<b>-160</b>	8	23	8	每股收益	0.330	0.601	0.842	1.119
新发股份	0	108	0	0	每股经营现金	0.13	1.30	1.19	1.44
分红	<b>-43</b>	<b>-55</b>	0	0	每股净资产	6.96	7.53	8.37	9.49
少数股东融资	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
财务费用	44	<b>-40</b>	<b>-45</b>	<b>-50</b>	P/E	97.82	53.70	38.33	28.84
<b>现金净增加额</b>	<b>-463</b>	802	325	608	P/B	4.64	4.29	3.86	3.40
					EV/EBITDA	80.70	33.36	24.40	18.28

数据来源: 贝格数据, 民族证券

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盘古大观 A 座 40 层(100101)