

以岭药业(002603)

领先的中成药生产企业

合理估值区间

32.1-37.4 元/股

主要数据

所属行业	中药材及中成药加工
公司网址	www.yiling.cn
实际控制人/持股	吴以岭、吴相君和吴瑞/69.39%
总股本(百万股)	360
发行量(百万股)	65
筹资额(亿元)	-
社会公众股占比(%)	15.29%
每股净资产(元)	2.57
净资产收益率(%)	28.9%
资产负债率(%)	38.4%

证券分析师

凌 军 S1060209110193
0755-22624694
lingjun004@pingan.com.cn

投资要点

■ 具有强大研发能力的中成药生产企业

公司是一家致力于中成药研发、生产与销售的国家高新技术企业，拥有国家五部委认定的企业技术中心。公司多次承担国家“973”、“863”专项和国家科技攻关、支撑及生物医药重大专项等国家及省部级重大项目，获科技奖励 20 余项，已经获得授权的国内发明专利及实用新型专利 29 项、国际发明专利 2 项、已授权外观设计专利 17 项。

■ 人口、经济结构变化，医药产业市场巨大

2009 年，我国医药卫生总费用已超过 17,000 亿元，达到当年 GDP 比重的 5.13%。由于未来国内和国际市场对药品的需求继续增加以及医改等相关政策因素，将使得我国医药行业在国民经济中的地位进一步提高。

■ 传统中医药与高科技完美结合，产品布局独具特色

公司拥有符合欧盟标准的生产车间，实施药品 GMP 管理确保产品安全、有效。公司研发的专利新药主要分布在发病率高、市场用量大的心脑血管病、肿瘤、感冒呼吸系统疾病、糖尿病及其并发症等领域，并有多款专利药被列入国家医保目录和国家基本药物目录。

■ 多因素驱动公司未来成长

随着新医改带来的药物需求的提升、募投项目的建设及基本医药目录的完善所带来的产品需求的快速增长，公司未来几年都将保持快速的增长。

■ 估值区间为 32.1-37.4 元/股

我们看好公司的后续发展，但出于谨慎考虑，我们给予 2011 年 PE 估值区间为 30-35 倍，预计 2011-2013 年全面摊薄后的 EPS 为 1.07, 1.41 和 1.87 元，合理估值区间为 32.1-37.4 元/股，对应 2010-2013 年动态 PE 为 43-56, 30-35, 23-27 和 17-20 倍。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,632.33	1,649.32	2,125.00	2,720.00	3,575.00
YoY(%)	-	1.04%	28.84%	28.00%	31.43%
净利润(百万元)	297.52	315.03	456.19	597.95	793.85
YoY(%)	-	5.89%	44.81%	31.07%	32.76%
毛利率(%)	61.0%	66.4%	66.5%	66.5%	66.8%
净利率(%)	18.2%	19.1%	21.4%	22.0%	22.2%
ROE(%)	37.7%	28.9%	12.8%	14.4%	16.0%
EPS(摊薄/元)	0.70	0.74	1.07	1.41	1.87

正文目录

一、估值分析及投资风险提示	4
1.1 估值分析：估值区间为 32.1-37.4 元/股	4
1.2 投资风险提示	5
二、公司概况	6
2.1 有现代特色的中成药研发企业	6
2.2 营业收入高速增长，市场份额不断扩大	6
2.3 股权结构较为集中，利于持续稳健发展	7
三、医药行业发展迅速，中药行业保持快速增长	8
3.1 行业发展概况	8
3.2 影响行业发展的有利因素	8
四、公司核心竞争优势	10
4.1 中医学术创新与现代高新技术充分结合	10
4.2 产品布局独具特色	10
4.3 保护知识产权，维护公司的产品独特性	12
4.4 多项产品列入基本药物和医保目录	13
4.5 国际接轨的质量控制与生产工艺	13
五、财务指标分析	14
5.1 盈利能力分析	14
5.2 费用分析	15
5.3 偿债能力分析	15
5.4 运营能力分析	16
5.5 现金流量分析	16
六、募投项目及盈利预测	17
6.1 募投项目分析	17
6.2 收入与业绩预测	17
6.3 盈利预测汇总	19

图表目录

图表 1	主要参比公司 PE 估值水平	4
图表 2	估值参数设定 (WACC 与永续增长率)	4
图表 3	公司估值敏感性分析	5
图表 4	2010 年公司主营业务收入构成	6
图表 5	公司科技亮点	6
图表 6	公司近年业绩持续增长	7
图表 7	公司处于领先地位的心脑血管病中成药的市场份额	7
图表 8	发行前后主要股权结构	7
图表 9	2007-2009 年公司主要产品市场规模	8
图表 10	2001-2008 年我国居民医疗保健消费支出	9
图表 11	1990-2008 年中国城市与农村居民主要疾病死亡率排序	9
图表 12	公司围绕络病理论取得的成就	10
图表 13	公司科研队伍组成	10
图表 14	心脑血管系列专利新药	11
图表 15	感冒呼吸疾病领域专利新药	11
图表 16	糖尿病及其并发症领域专利新药	11
图表 17	公司肿瘤领域专利新药	12
图表 18	公司精神神经系统和泌尿系统用药系列专利新药	12
图表 19	公司产品专利保护期限	13
图表 20	公司承担的生产工艺课题列表	13
图表 21	近年公司毛利率水平	14
图表 22	2008 到 2010 年同行业可对比上市公司毛利率	14
图表 23	公司的期间费用与营业收入的关系趋势	15
图表 24	公司资产负债率	15
图表 25	公司流动比率和速动比率	16
图表 26	公司运营能力指标	16
图表 27	公司现金流量情况	16
图表 28	募集资金项目	17
图表 29	公司营业收入预测	18
图表 30	公司盈利预测汇总表	19

一、估值分析及投资风险提示

1.1 估值分析：估值区间为 32.1-37.4 元/股

■ 相对估值：估值区间为 32.1-37.4 元/股

根据我们的业绩预测模型，预计 2011-2013 年营业收入分别为 21.25，27.20 和 35.75 亿元，未来三年营业收入复合增长率约为 29.71%，归属母公司所有者净利润分别为 4.56，5.97 和 7.93 亿元，年复合增长率为 31.87%。

公司的主营业务为中成药的研发、生产和销售，属于中药材及中成药生产企业。在同行业可比上市公司中，云南白药、天士力、中恒集团、同仁堂、广州药业、仁和药业和江中药业均属于中成药生产企业。因此，我们选取以上七家对以岭药业进行相对估值分析。

图表1 主要参比公司PE估值水平

	股价(元) (7/11)	每股收益/EPS (元)				市盈率/PE (倍)			
		2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
云南白药	60.10	1.33	1.78	2.33	3.00	45.19	33.76	25.79	20.03
天士力	41.50	0.87	1.24	1.54	1.93	47.70	33.47	26.95	21.50
中恒集团	19.63	0.37	0.82	1.12	1.44	53.05	23.94	17.53	13.63
同仁堂	41.14	0.66	0.80	1.00	1.22	62.33	51.43	41.14	33.72
广州药业	16.50	0.33	0.41	0.51	0.64	50.09	40.24	32.35	25.78
仁和药业	15.75	0.35	0.50	0.63	0.80	45.00	40.24	32.35	25.78
江中药业	25.30	0.84	1.01	1.35	1.69	30.14	24.95	18.73	14.99
平均						47.64	34.18	26.78	21.33

资料来源：wind 资讯、平安证券研究所

以 2011 年 7 月 11 日的收盘价为基准，7 家参比上市公司 2011 年的平均动态 PE 为 34.18 倍。我们看好公司的后续发展，但出于谨慎考虑，我们给予 2011 年 PE 估值区间为 30-35 倍，预计 2011-2013 年全面摊薄后的 EPS 为 1.07，1.41 和 1.87 元，合理估值区间为 32.1-37.4 元/股，对应 2010-2013 年动/静态 PE 为 43-56，30-35，23-27 和 17-20 倍。

■ 绝对估值：估值为 30.9-34.9 元/股

图表2 估值参数设定 (WACC与永续增长率)

贝塔值 (β)	0.826	股权资本成本 (Ke)	12.96%
无风险利率 (%)	3.25%	债务成本Kd (%)	5.10%
市场收益率 (%)	15.00%	所得税税率(%)	25.00%
WACC	12.84%	永续增长率(%)	1.00%

资料来源：平安证券研究所

在以上参数条件和我们的预测模型假设下，DCF 估值模型计算出公司的估值为 32.80 元/股，在 WACC±0.5%后 (12.34%-13.34%)，DCF 估值区间为 30.9-34.9 元/股。

图表3 公司估值敏感性分析

		永续增长率 (g)				
		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
WACC	11.84%	35.20	36.17	37.22	38.37	39.65
	12.34%	33.12	33.97	34.90	35.91	37.02
	12.84%	31.22	31.98	32.80	33.69	34.66
	13.34%	29.49	30.16	30.88	31.67	32.52
	13.84%	27.89	28.49	29.13	29.83	30.58

资料来源：平安证券研究所

■ 估值结论：估值区间为 32.1-37.4 元/股

综合相对估值和 DCF 估值，基于谨慎原则，我们认为公司的合理估值区间为 32.1-37.4 元/股，对应 2010-2013 年动/静态 PE 为 43-56，30-35，23-27 和 17-20 倍。

1.2 投资风险提示

■ 药品降价的风险

国家发改委制定的《药品政府定价办法》规定，国家对药品价格进行政府管制，将药品区别原研制与仿制药品、新药和名优药品与普通药品进行定价，实行优质优价，凡进入《医保目录》的药品实施政府定价，由价格主管部门制定最高零售价。本公司生产的通心络胶囊已列入《国家基本药物目录》与国家医保甲类目录、参松养心胶囊已列入国家医保甲类目录，芪苈强心胶囊、养正消积胶囊、津力达颗粒及连花清瘟胶囊、颗粒、片剂均已列入《医保目录》，由政府统一定价。随着国家推行药品降价措施的力度不断加大，本公司上述品种存在降价风险。

■ 核心技术失密风险

公司主要产品为通心络胶囊、参松养心胶囊、连花清瘟胶囊、芪苈强心胶囊，其中公司主导产品——通心络胶囊其组方原创研究获 2000 年国家科技进步二等奖，理论研究获 2006 年国家科技进步二等奖，工艺提升获 2007 年国家技术发明二等奖，是国内获得三项国家重大成果的中成药。公司主要产品均为国家专利品牌中药，为公司独家使用，其中通心络胶囊为国家中药保护品种，销售势头良好，市场占有率高。但是，一旦公司的重要技术被窃取，公司的生产经营将会受到一定影响。

■ 募集资金投资项目风险

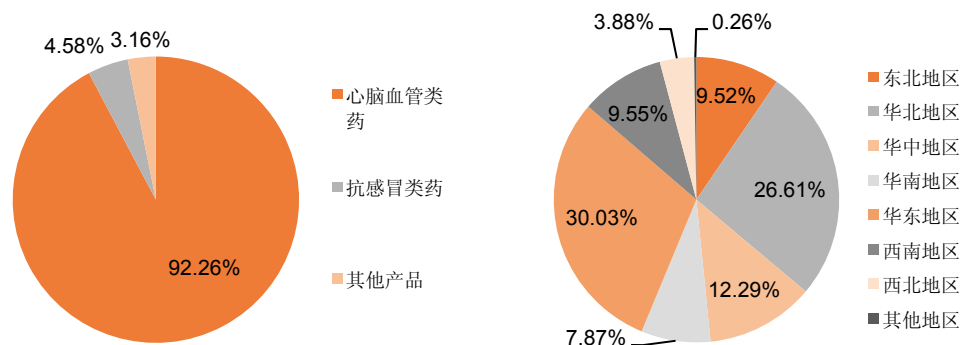
本次募集资金项目拟投资总额为 16.9 亿元，项目建设投产后，将对本公司发展战略的实现、科技核心竞争力的增强、经营规模的扩大和业绩水平的提高产生重大影响。但是，本次募集资金投资项目的建设计划能否按时完成、项目的实施过程和实施效果等存在着一定的不确定性。虽然本公司对募集资金投资项目在工艺技术、设备选型、工程建设方案等方面经过细致分析和遴选，但在项目实施过程中，可能存在因工程进度、工程质量、投资成本发生变化而引致的风险；同时，宏观经济形势的变动以及竞争对手产品工艺的发展、产品价格的变动、市场容量的变化、新的替代产品的出现、销售渠道、营销力量的配套等因素也会对项目的投资回报和本公司的预期收益产生影响。

二、公司概况

2.1 有现代特色的中成药研发企业

以岭药业主要致力于中成药的研发、生产与销售，是国家高新技术企业、拥有国家五部委认定的企业技术中心，根据国家工信部医药行业工业企业的排名，公司 2009 年主营业务收入排名 47 位，利润总额排名 28 位。公司拥有通过 GMP 认证的胶囊、片剂、颗粒剂、针剂生产线，以及通过欧盟认证的化学药制剂车间。公司拥有年产胶囊剂 29 亿粒、片剂 2 亿片、颗粒剂 800 万袋的生产能力，专利产品覆盖心脑血管疾病、感冒呼吸疾病、恶性肿瘤疾病、糖尿病等大病种领域。

图表4 2010年公司主营业务收入构成



资料来源：公司资料、平安证券研究所

公司收入主要来源于具有自主知识产权的新药，共自主研发完成新药 17 个，其中具有自主知识产权新药 9 个，主要产品通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊、连花清瘟胶囊等均为业内著名的创新品牌中药。

图表5 公司科技亮点

公司亮点	内容
1	2001年1月3日“通心络胶囊治疗冠心病的研究”获国家科技进步二等奖
2	2007年2月11日“络病理论及其应用研究”获2006年国家科技进步二等奖
3	2007年12月11日“虫类药超微粉碎（纳米）技术及应用”获2007年国家技术发明二等奖
4	2009年12月23日“参松养心胶囊治疗心律失常应用研究”获国家科技进步二等奖

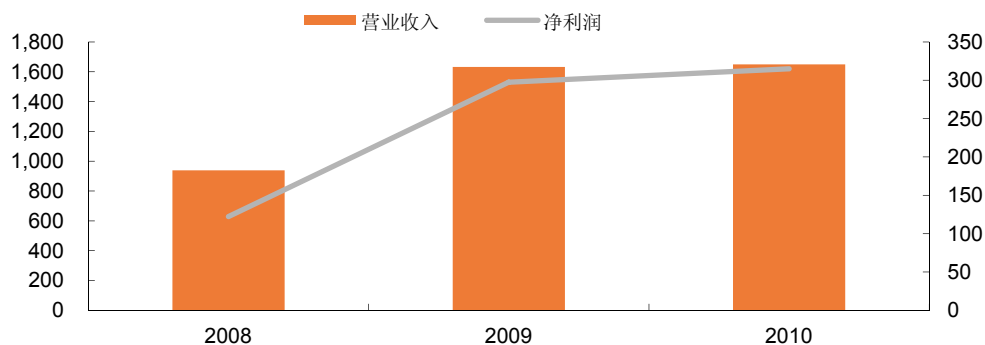
资料来源：公司资料、中国医药商业协会、平安证券研究所

2.2 营业收入高速增长，市场份额不断扩大

2008 年和 2009 年公司的营业收入分别较上年同期增长 22.91%和 73.92%。2010 年公司主营业务收入为 16.4 亿元，较 2009 年增长 1.08%；归属母公司净利润为 3.16 亿元，08-10 年年复合增长率为 60.75%。

图表6 公司近年业绩持续增长

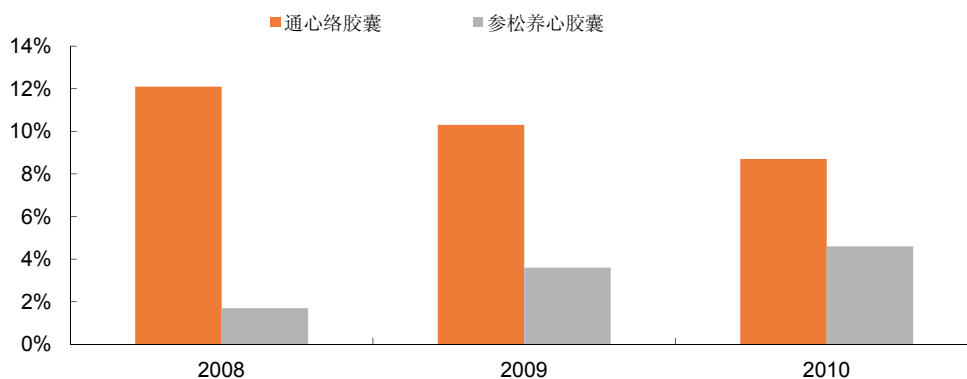
单位: 百万元



资料来源: 公司资料、平安证券研究所

根据 SFDA 南方医药经济研究所心脑血管中成药监测数据库, 在监测北京、哈尔滨、沈阳、南京、西安、广州、成都、重庆、郑州等 9 个一线城市二、三级医院口服心脑血管中成药品种销售金额后经过统计比较显示, 在上述医院心脑血管口服中成药市场, 公司的通心络胶囊位居市场前列, 参松养心胶囊的市场占有率自 2009 年以来也升至第六位。

图表7 公司处于领先地位的心脑血管病中成药的市场份额



资料来源: 公司资料、平安证券研究所

2.3 股权结构较为集中, 利于持续稳健发展

图表8 发行前后主要股权结构

单位: 股

股东名称	持股量	发行前 持股比例	持股量	发行后 持股比例
以岭药业集团	143,999,999	40.00%	143,999,999	33.88%
吴相君	95,120,203	26.42%	95,120,203	22.38%
田书彦	33,731,978	9.37%	33,731,978	7.94%
吴瑞	10,682,969	2.97%	10,682,969	2.51%
社会公众股	-	-	65,000,000	15.29%
合 计	360,000,000	100%	425,000,000	100%

资料来源: 公司资料、平安证券研究所

公司控股股东及实际控制人为以岭药业集团、吴相君和吴瑞，其中以岭药业集团由吴以岭 100%控股。三大股东合计持有公司 249,803,171 股股份，占发行前总股本的 69.39%，为公司的实际控制人。本次发行 65,000,000 股后，以岭药业集团和吴相君持股占总股本比例为 58.77%。控股权的集中为公司未来发展奠定了稳定基础。

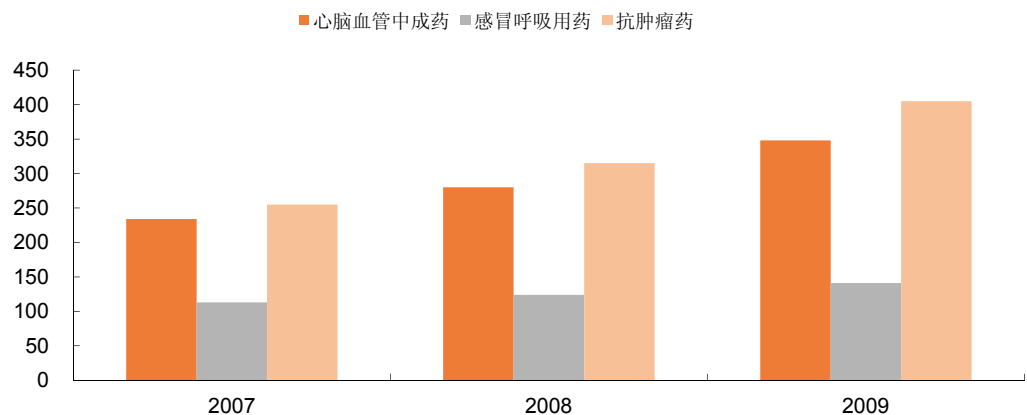
三、 医药行业发展迅速，中药行业保持快速增长

3.1 行业发展概况

随着经济发展和居民生活水平提高，我国医药行业发展迅速，卫生总费用及其占 GDP 的比重不断上升。2009 年，我国医药卫生总费用已超过 17,000 亿元，达到当年 GDP 比重的 5.13%。由于未来国内和国际市场对药品的需求继续增加以及医改等相关政策因素，将使得我国医药行业在国民经济中的地位进一步提高。

图表9 2007-2009年公司主要产品市场规模

单位：亿元



资料来源：公司资料，平安证券研究所

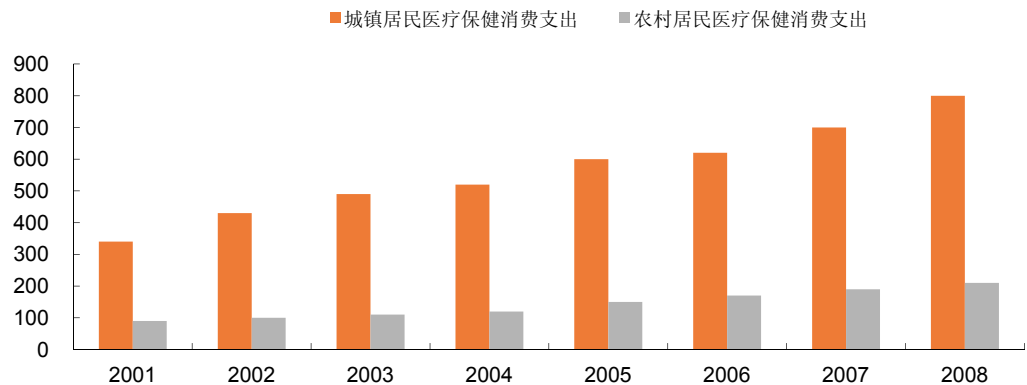
3.2 影响行业发展的有利因素

■ 随着人均可支配收入的提高，医疗需求将逐步增加

随着经济的增长，我国城乡居民收入增长迅速，改革开放以来，我国城镇居民人均可支配收入增长了约 30 倍，2009 年达到 17,175 元；农村居民人均可支配收入增长了约 24 倍，到 2009 年达到 5,153 元。医疗保健作为人类一种基本需求，具有一定的刚性特征，随着收入的增加，人民生活水平相应提高，会直接引致居民保健意识提升，医疗保健需求上升，从而拉动药品需求。从 2001 年到 2007 年，居民人均医疗保健支出翻了一番。

图表10 2001-2008年我国居民医疗保健消费支出

单位：亿元



资料来源：公司资料，平安证券研究所

■ 随着人口老龄化趋势加快，治疗老年病药物市场快速增长

中国是世界上老年人口最多的国家，占全球老年人口总量的五分之一。从2001到2020年是快速老龄化阶段，这一阶段，中国平均每年将增加596万老年人口。随着老龄化社会的到来，心脑血管、肿瘤、糖尿病等老年性疾病的发病率日趋增加，治疗这类老年病的药物，特别是疗效确切、毒副作用低、特色突出的中成药更会受到老年患者的欢迎，因此这类药物具有更大的市场空间。

■ 随着城镇化水平提高，药品消费水平快速增长

随着经济的发展，城镇化在全国范围逐步展开。根据国家统计局数据：至2006年底，我国城市人口为5.77亿，农村人口为7.37亿，城镇化水平为44%；2009年城镇人口与农村人口约比4.4：5.6；若平均以每年1.2%的速度推进城镇化进程，到2020年将达到6：4。从历年的城乡用药费用对比来看，城市总体药品消费水平约是农村的4倍。

■ 随着疾病谱变化，心脑血管病、肿瘤、糖尿病治疗药物市场快速增长

根据发达国家的经验和我国过去20年疾病谱的变化，可以看出：肿瘤、心脑血管疾病、糖尿病等疾病发病率将持续上升，而传染病等原来处于前列的疾病位次将下移。由于发病率增加的病种多属于慢性病、常见病、富贵病，病程长，并发症多，须长期、持续、规范用药，因此可以预见，医疗总需求势必不断扩大。

图表11 1990-2008年中国城市与农村居民主要疾病死亡率排序

城市			农村		
1990年	2000年	2008年	1990年	2000年	2008年
恶性肿瘤	恶性肿瘤	恶性肿瘤	呼吸系统	呼吸系统	恶性肿瘤
脑血管	脑血管	心脏病	恶性肿瘤	脑血管	脑血管
心脏病	心脏病	脑血管	脑血管	恶性肿瘤	呼吸系统
呼吸系统	呼吸系统	呼吸系统	心脏病	心脏病	心脏病
损伤和中毒	损伤和中毒	损伤和中毒	损伤和中毒	损伤和中毒	损伤及中毒
消化系统	内分泌和代谢	内分泌和代谢	消化系统	消化系统	消化系统
内分泌和代谢	消化系统	消化系统	新生儿病	泌尿生殖系统	内分泌和代谢
泌尿生殖系统	其他疾病	泌尿生殖系统	肺结核	肺结核	泌尿生殖系统
新生儿病	泌尿生殖系统	神经系统	传染病	新生儿病	神经系统
其他疾病	传染病	精神障碍	泌尿生殖系统	内分泌和代谢	精神障碍

资料来源：公司资料，平安证券研究所

■ 政府完善医疗保障制度和国家产业支持

随着新医改政策的全面展开和全面建设小康社会的战略目标的实施，健康和民生成为国家政策重点倾斜的领域，医药行业可望在不断改善的市场环境下迎来新的发展机遇。

四、 公司核心竞争优势

4.1 中医学术创新与现代高新技术充分结合

公司在继承了前人对络病研究成果基础上，按照中医学术自身发展规律对络病学说进行了全面系统研究，初步建立“络病证治”体系，首次形成系统络病理论，建立了络病学新学科。创新络病理论是中医药发展历史上的一个里程碑，创新络病理论对指导心脑血管病、肿瘤、感冒呼吸系统疾病、糖尿病及其并发症等重大疾病具有非常重要的临床应用价值，为指导新药研发和市场营销提供了强大的理论支撑，以络病理论为指导带动特色新药开发使以岭药业形成了独特的核心科技竞争力。

图表12 公司围绕络病理论取得的成就

成就	数量
国家科学技术进步二等奖	3
国家科学技术发明二等奖	1
国内发明专利及实用型专利	29
国际发明专利	2
外观专利	17

资料来源：公司资料、平安证券研究所

公司建立了以院士为学术带头人，以归国专家、外籍专家及博士等高层次人才为科技骨干的高素质研发和管理团队，形成了由中医学、药理学、药代动力学、病理学、生物化学、中药学等多学科人才组成的科研队伍，构成一支年龄结构、知识结构、学缘结构合理，学术水平较高的科研管理团队。

图表13 公司科研队伍组成

技术骨干	数量
中国工程院院士	1
享受国务院津贴的专家	4
高级职称	65
博士	15

资料来源：公司资料、平安证券研究所

4.2 产品布局独具特色

■ 心脑血管领域

公司拥有通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊三个创新专利中药，治疗范围涵盖了心脑血管疾病中缺血、心律失常、心衰三个最常见的适应症，其中通心络胶囊、参松养心胶囊已经成为我国

心脑血管病医院用药市场的主导产品。芪苈强心胶囊在研发阶段就被列为国家“863”重大专项、国家“十一五”支撑计划项目，该药在改善心衰症状、特别是抑制心室重构方面疗效显著，目前市场上缺乏服用安全、疗效显著的治疗心衰的理想药物，未来必将成为心衰市场的主导用药。

图表14 心脑血管系列专利新药

序号	产品名称	临床适用症	当前状态	批准文号	专利号
1	通心络胶囊	冠心病、脑梗塞	已上市	国药准字Z19980015	ZL01131203.3 ZL200410048292.2
2	参松养心胶囊	心律失常	已上市	国药准字B20030058	ZL02146572.X
3	芪苈强心胶囊	慢性心衰	已上市	国药准字Z20040141	ZL02146573.8

资料来源：公司资料、平安证券研究所

■ 感冒呼吸疾病领域

针对感冒呼吸系统疾病，公司已成功上市治疗普通感冒和病毒性流感的专利新药连花清瘟胶囊，该产品不仅对甲型流感 H1N1、H3N2 病毒具有杀灭作用，而且对其他流感病毒如副流感、SARS、禽流感、手足口、疱疹等病毒均有明显抑制作用，同时可抑制病毒感染后引起的细菌交叉感染，增强人体免疫功能，抗炎退热，止咳化痰。连花清瘟胶囊这种广谱抗病毒、抑菌消炎的良好作用，成为历次治疗流感病毒类呼吸道疾病的代表药物之一。治疗急性支气管炎的连花急支片和慢性支气管炎的连花定喘片也已经获得 SFDA 的临床研究批件，正在进行二期临床研究，批准上市后，在感冒呼吸疾病领域公司将形成三个系列专利新药。

图表15 感冒呼吸疾病领域专利新药

序号	产品名称	临床适用症	当前状态	批准文号	专利号
1	连花清瘟胶囊	感冒	已上市	国药准字Z20040063	ZL03143211.5
2	连花急支片	急性支气管炎	二期临床	-	-
3	连花定喘片	慢性支气管炎	二期临床	-	-

资料来源：公司资料、平安证券研究所

■ 糖尿病及其并发症领域

公司已成功上市治疗 II 型糖尿病的专利新药津力达颗粒，津力达颗粒可明显降低血糖，改善糖耐量，明显增加肝细胞膜胰岛素受体数目，降低患者血糖和糖化血红蛋白，调节血脂，增加胰岛素敏感指数，改善临床症状。在糖尿病并发症的治疗方面，通心络胶囊对糖尿病所致血管病微血管病变取得显著的临床疗效，同时，针对糖尿病周围神经病变开发了周络通胶囊，针对糖尿病眼底病变开发了芪黄明目胶囊，目前都已经完成三期临床，即将向 SFDA 申请新药证书和生产文号。

图表16 糖尿病及其并发症领域专利新药

序号	产品名称	临床适用症	当前状态	批准文号	专利号
1	津力达颗粒	II 型糖尿病	已上市	国药准字 Z20050845	ZL02146570.3
2	周络通胶囊	糖尿病周围神经病变	完成三期临床	-	ZL200510055258.2
3	芪黄明目胶囊	糖尿病眼底病变	完成三期临床	-	ZL200510055257.8

资料来源：公司资料、平安证券研究所

■ 肿瘤用药领域

在肿瘤用药领域公司已经上市了养正消积胶囊，主要用于肿瘤的辅助治疗，与化疗药合用有助于提高化疗疗效，明显改善脘腹胀满、纳减食少、形体消瘦、神疲乏力等证候，减低化疗药骨髓抑制，扶助脾肾先后天之本，以提高生存质量为目的，体现了中医“以人为本”的治疗观。养正消积胶囊配合介入治疗原发性肝癌在增效减毒、增强免疫、改善证候、提高生存质量方面疗效显著。

图表17 公司肿瘤领域专利新药

序号	产品名称	临床适用症	当前状态	批准文号	专利号
1	养正消积胶囊	肿瘤辅助用药	已上市	国药准字Z20040095	ZL200410012347.4
2	参灵蓝胶囊	肿瘤辅助用药	已上市	国药准字B20020400	ZL02146571.1

资料来源：公司资料、平安证券研究所

■ 其他领域

此外，公司在精神神经系统、泌尿系统也开发成功和正在研发系列产品，使公司专利新药系列越来越齐全，为市场开发提供专利产品支撑。

图表18 公司精神神经系统和泌尿系统用药系列专利新药

序号	产品名称	临床适用症	当前状态	批准文号	专利号
1	枣椗安神口服液	失眠	已获得生产文号	国药准字 B20020867	ZL02146606.8
2	百灵安神片	失眠	二期临床	—	—
3	解郁除烦胶囊	抑郁症	二期临床	—	ZL200610000657.3
4	前列疏胶囊	前列腺增生	申请生产文号	—	ZL200410091455.5
5	柴芩通淋片	泌尿系统感染	三期临床	—	ZL200510056716.4
6	复方蝉花片	间质性肾炎	完成临床前研究	—	—

资料来源：公司资料、平安证券研究所

4.3 保护知识产权，维护公司的产品独特性

公司组建了专业的知识产权管理部门，制定了有关知识产权、公司科技秘密的管理制度及维权应对方案。已经获得授权的国内发明专利及实用新型专利 29 项、国际发明专利 2 项、已授权外观设计专利 17 项。

图表19 公司产品专利保护期限

序号	产品名称	母专利保护期限	后续子专利申请数量	最终可能保护期限
1	通心络	2001.8.31-2021.8.30	61	2030 年 10 月 28 日
2	参松养心	2002.10.24-2022.10.23	32	2030 年 9 月 2 日
3	养正消积	2004.6.17-2024.6.16	5	2030 年 4 月 7 日
4	芪苈强心	2002.10.24-2022.10.23	13	2029 年 10 月 12 日
5	连花清瘟	2003.07.01-2023.06.30	25	2030 年 9 月 3 日
6	津力达	2002.10.24-2022.10.23	4	2029 年 1 月 18 日
7	八子补肾	2002.10.24-2022.10.23	2	2028 年 5 月 21 日
8	参灵蓝	2002.10.24-2022.10.23	暂无	-
9	枣椹安神	2002.10.28-2028.10.28	暂无	-

资料来源：公司资料、平安证券研究所

4.4 多项产品列入基本药物和医保目录

截至 2010 年 12 月 31 日，公司有 9 个独家中成药品种（包括剂型）列入医保目录，1 个化学药新药列入医保目录；另外有中药仿制品种 14 个、化药仿制品种 25 个列入医保目录中。产品列入医保目录，尤其是独家专利品种进入医保目录意味着企业的产品将获得大量、稳定的订单。

4.5 国际接轨的质量控制与生产工艺

公司通过实施药品 GMP 管理，在人员、厂房及设施、设备、物料、卫生、文件等方面得到规范化管理，从而保证公司质量管理体系持续、稳定。公司以 GMP 标准为基础，主动提升标准，借鉴 cGMP 的先进控制理念和方法，在厂房设计、设备选型、生产管理、质量控制等方面与国际接轨，建造符合欧盟标准的生产车间，并在生产过程中始终紧跟中药现代化的发展趋势，持续开发和应用中药生产先进技术和工艺，建立完善的质量保证体系，确保产品安全、有效。

图表20 公司承担的生产工艺课题列表

序号	项目名称	项目类别	立项时间	立项编号	验收时间
1	年产14亿粒通心络胶囊 高技术产业化项目	2001年国家高技术产 业发展项目	2001 年	计高技 [2001]2172 号文	2004.4.28
2	超微粉碎技术应用示范 研究	“十五”国家科技攻关重 大项“中医药现代化研 究与产业化开发”课题	2001 年	2001BA701 A06	2005.8.31
3	通心络胶囊超微粉碎技 术应用开发研究	通心络胶囊超微粉碎 技术应用开发研究	2005 年	-	2006.5.23
4	抗心律失常中药参松养 心胶囊生产工艺优化关 键技术研究	国家重大新药创制十 一五专项	2009 年	2009ZX09 504-003	-
5	陶瓷膜超滤除杂技术在 中药生产中的应用	国家十一五支撑计划 中医药项目	2006 年	2006BAI0 9B07-07	2010.6.26
6	抗心律失常中药参松养 心胶囊生产工艺优化关 键技术研究	国家重大新药创制十 一五专项	2009 年	2009ZX09 504-003	-
7	抗心律失常中药参松养 心胶囊生产工艺优化关 键技术研究	国家重大新药创制十 一五专项	2009 年	2009ZX09 504-003	-

资料来源：公司资料、平安证券研究所

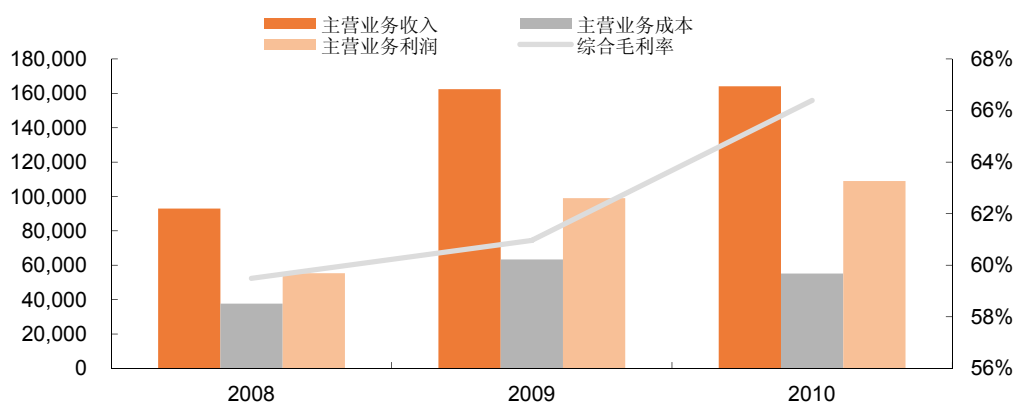
五、 财务指标分析

5.1 盈利能力分析

2008 年度、2009 年度及 2010 年度心脑血管类药物销售收入占主营业务收入的比例分别 91.08%、67.62%及 92.26%。与此同时这三年心脑血管类药物销售毛利率分别 60.28%、61.91%及 67.39%，维持在较高水平，心脑血管类药物销售收入占主营业务收入的比例较高，推动了本公司主营业务综合毛利率的快速上升。

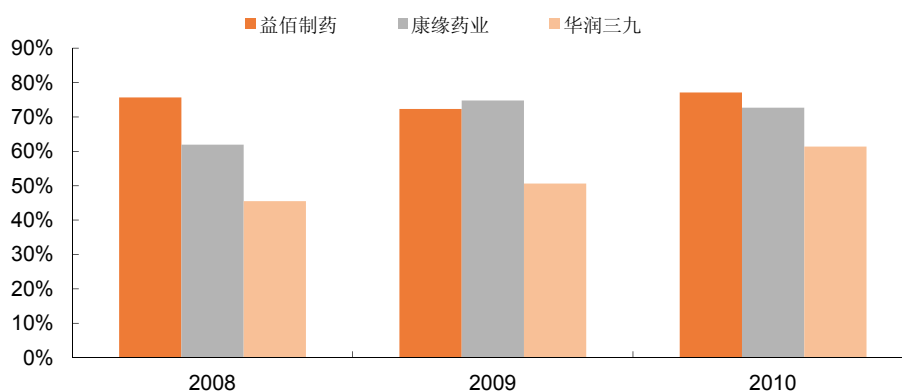
图表21 近年公司毛利率水平

单位：万元



资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表22 2008到2010年同行业可对比上市公司毛利率



资料来源：公司资料、平安证券研究所

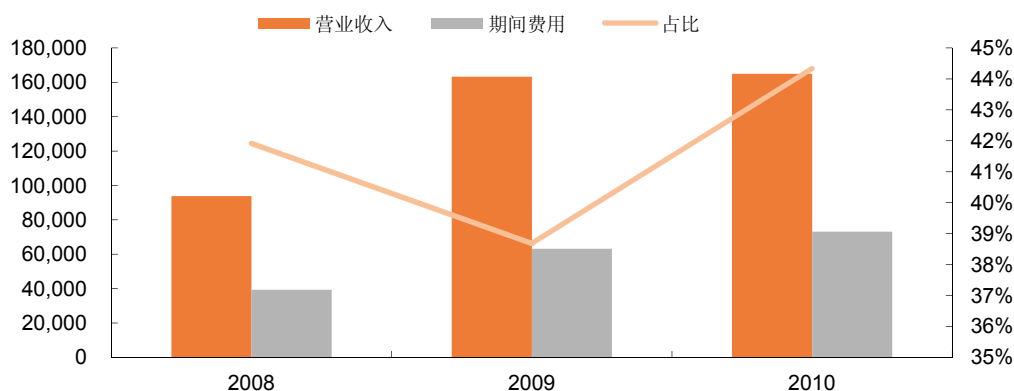
最近三年公司的毛利率接近同行业可比上市公司的平均水平，体现了公司产品技术含量及管理运作能力。由于国家对自主知识产权产品实行单独定价，因此随着市场销售的增长，销售利润也会同步增加。

5.2 费用分析

2008-2010 年，公司的期间费用率分别为 5.08%、4.43%、4.15%，呈逐年下降趋势，体现了公司良好的费用控制能力。公司主要通过编制合理的预算，并对影响费用的各因素进行分析研究，制定出一套适应公司具体情况的费用控制制度，将各项经济指标层层细化，分解到各责任部门。随着公司经营规模的扩大，期间费用的规模效应逐渐显现。

图表23 公司的期间费用与营业收入的关系趋势

单位：万元

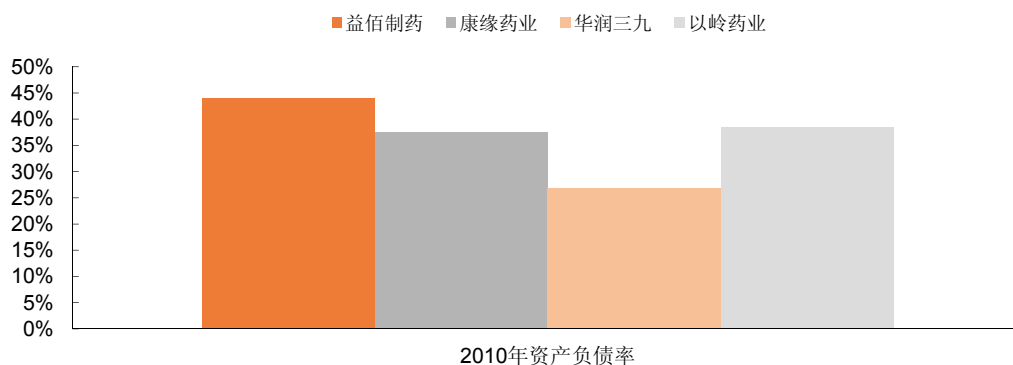


资料来源：公司资料、平安证券研究所

5.3 偿债能力分析

2008-2010 年末，公司的资产负债率分别为 41.82%、47.63%和 38.40%。伴随公司业务的快速发展，公司负债总额增长较快。2009 年末资产负债率较 2008 年末有所上升，主要系 2009 年末公司应付账款、预付账款、应交税费及其他应付款余额较 2008 年末大幅度增加所致。公司的资产负债率接近同行业可比上市公司平均水平。

图表24 公司资产负债率

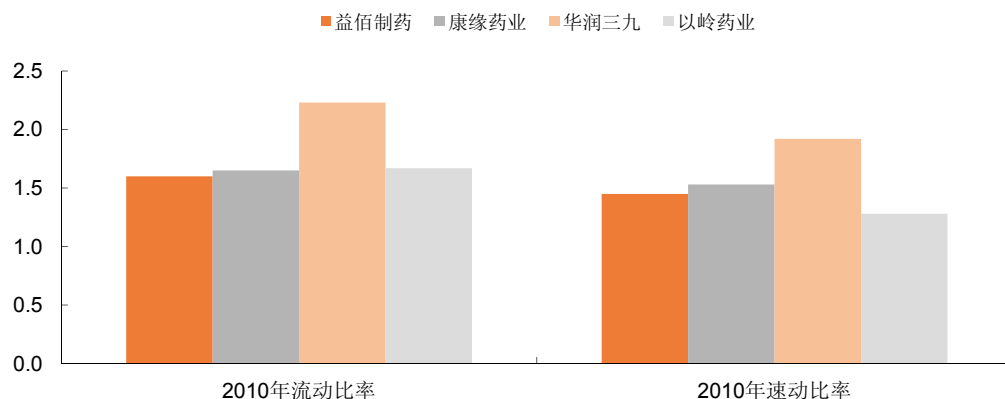


资料来源：公司资料、平安证券研究所

2008 年到 2010 年公司的流动比率分别为 1.55、1.45 及 1.67，主要系公司近年来经营规模不断扩大，现金及应收账款大幅增加所致。2010 年的流动比率及速动比率接近于同行业可比上市公司平均水平。此外，公司在银行的借款信誉良好，从未发生逾期偿还借款的情况，管理层认为公司偿债压力较小、风险较低。

图表25 公司流动比率和速动比率

单位：倍



资料来源：公司资料、平安证券研究所

5.4 运营能力分析

公司 2008 年度、2009 年度应收账款周转率稳定，三年平均应收账款周转率为 12.65，2010 年度应收账款周转率为 9.84，较以往年度有所降低，主要原因是 2009 年末应收账款余额较 2008 年末增幅较大，而 2010 年末应收账款余额与 2009 年末基本持平，即平均应收账款余额较以往年度增大，以上因素导致了公司 2010 年度应收账款周转率较以往年度暂时性偏低。

图表26 公司运营能力指标

	2008 年	2009 年	2010 年
应收账款周转率（次）	9.84	13.63	14.48
存货周转率（次）	3.13	6.00	5.32

资料来源：公司资料、平安证券研究所

公司 2008 年及 2009 年，公司的营业收入分别较上年同期增长 22.91%及 73.92%，在收入急剧增长的情况下，公司通过调控销售策略，组织专人进行控制和清理销售回款等措施，加大了应收账款催收力度，使得公司的应收账款周转率保持在较好的水平。2008 年度、2009 年的存货周转率平稳，各期存货的期末余额与营业成本的增长趋势较为配比。公司存货周转率保持在较好的水平，有利于公司的资金循环，降低公司运营成本。

5.5 现金流量分析

图表27 公司现金流量情况

单位：万元

	2008	2009	2010
经营活动产生的现金流量净额	21,017.77	31,821.13	29,971.78
投资活动产生的现金流量净额	-12,807.71	-2,1056.99	-30,715.32
筹资活动产生的现金流量净额	-1,923.85	-2,293.52	19,969.04
现金及现金等价物净增加额	6,286.21	8,470.62	19,225.50

资料来源：公司资料、平安证券研究所

2008 到 2010 年经营活动产生的现金流量净额与公司业务规模增长相适应，处于稳定状态。公司投资活动现金流量变动趋势与公司生产规模扩大一致，预计未来几年内公司将继续加大投资力度进一步扩大产能。2008 年，公司的筹资活动净现金流为负主要系公司当期分配股利及偿还借款的现金流出；2009 年，公司筹资活动净现金流为负主要系公司偿还银行借款的现金流出；2010 年度，公司筹资活动净现金流为正主要系公司增加银行借款所致。

六、募投项目及盈利预测

6.1 募投项目分析

随着近年公司业务规模的不断扩大，现有的仓储能力已逐渐达到饱和状态。公司拟募集资金投资新建济南药品现代物流基地，扩建烟台药品现代物流基地。

图表28 募集资金项目

单位：亿元

序号	项目名称	投资总额	建设周期	项目备案情况
1	专利中药生产基地建设项目	11.72	2 年	已经石家庄高新区管委会石高管发改投资备字[2010]44号及扬州市宝应县发改委宝发改备[2010]48号备案
2	以岭药业研究所 院士工作站 (科技创新平台)建设项目	3.70	2 年	已经石家庄高新区管委会石高管发改投资备字[2010]45号备案
3	专利中药营销网络建设项目	0.97	3 年	已经石家庄高新区管委会石高管发改投资备字[2010]46号备案
4	企业信息化平台建设项目	0.51	3 年	已经石家庄高新区管委会石高管发改投资备字[2010]47号备案

资料来源：公司资料、平安证券研究所

本次募集资金的运用全部围绕公司现有主营业务来进行，项目的建设完成对公司的积极影响主要体现在：1、专利中药生产基地建设项目的实施将扩大公司现有主要生产产品的生产能力，可以进一步降低生产成本，提高产品质量，从而扩大市场占有率，增强产品竞争优势。2、以岭医药研究院暨院士工作站（科技创新平台）建设项目将进一步提升公司的技术实力，提高新药开发能力，丰富公司的产品线，增强公司的核心竞争力，为公司的可持续发展奠定坚实的基础。3、专利中药营销网络建设项目的实施，将进一步完善销售渠道和销售网络，为公司在国内市场打造产品的品牌、扩大销售量、增强产品的影响力起到关键作用。4、企业信息化平台建设项目将大大提高公司的信息化水平，增强信息化平台对公司运营和决策的支持力度，提高公司运营效率，降低决策风险。

6.2 收入与业绩预测

公司主要财务优势

- 公司主营业务突出、盈利能力强、抵御风险能力强。公司主营业务为中成药的研发、生产与销售，主导产品通心络胶囊、参松养心胶囊、连花清瘟胶囊最近三年的合计销售收入均占营业收入的 95%以上，2010 年公司专利药物芪苈强心胶囊、津力达颗粒、养正消积胶囊、连花清瘟

颗粒进入国家医保目录，明年起将出现快速增长。通过自主研发，公司已形成分布于心脑血管病、感冒呼吸病、肿瘤及糖尿病重大疾病领域的专利产品集群，不存在依赖单一产品的情形，抵御风险能力较强。

- **资产负债结构合理，周转较快。**报告期内，公司资产负债结构合理、公司的应收账款周转率优于同行业可比上市公司平均值，在保持一定水平毛利率的基础上，提升公司的净资产回报率。
- **财务风险和经营风险较低。**按照公司制定的销售管理制度，将经销商的销售政策、营销人员的薪酬考核与应收账款的回款结合起来，公司近年来应收账款均能回款及时，不存在发生大额坏账损失的风险；公司经营活动产生的现金流量能够满足公司日常经营的需要；公司制定并严格执行对外担保制度，尚不存在对其他企业进行担保的情况。上述制度及措施有效地控制了公司的财务风险和经营风险。

可能面临的财务困难

- **公司现有产能不足。**公司现有各主要产品的生产能力已经不能满足日益增长的市场需求，公司急需新建专利中药生产线，扩大生产能力。为丰富产品结构，确保未来盈利能力的持续性和稳定性，公司急需加大重点新产品的生产和市场推广。作为医药企业，研究开发能力是未来核心竞争力的重要体现，为进一步提高公司在新产品创新方面的能力和水平，公司需要进一步加大研发投入。
- **原材料价格大幅度波动将影响公司盈利能力。**公司主导产品通心络胶囊、参松养心胶囊、连花清瘟胶囊的主要原材料为金银花、人参、水蛭等种植养殖的中药材，受气候因素、自然灾害、市场供求关系等因素变化的影响，对公司原材料供应和成本产生一定影响，在一定程度上会影响公司盈利水平。为保证主要原药材供应的稳定性和降低成本，公司将投资主要中药材的种植养殖，以降低原材料供应和价格风险。
- **融资渠道单一影响公司的发展。**公司目前处于快速发展期，产品生产能力急待提高，新产品研发和市场营销网络建设均需要投入大量资金，自有资金和银行贷款较难满足公司全方位资金需求。如果公司通过公开发行股票并上市直接融资，有效解决融资渠道单一的问题，可以改善公司资本结构、降低经营风险，最终实现股东利益的最大化。

因此，我们认为，在以上因素的驱动下，2011 年公司业绩将继续保持高速增长。预计公司 2011-2013 年营业收入分别为 21.25、27.20 和 35.75 亿元，未来三年营业收入复合增长率约为 29.71%；归属母公司所有者净利润分别为 4.56、5.97 和 7.93 亿元，净利润复合增长率为 31.87%。

图表29 公司营业收入预测

单位：百万元

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
心脑血管类药	847	1,097	1,514	1,795	2,093	2,424
YOY (%)	-	29.52	38.01	18.56	16.60	15.81
呼吸系统用药	66	506	75	215	317	446
YOY (%)	-	666.67	-85.18%	186.67	47.44	40.69
其他专利药	-	-	-	30	160	480
YOY (%)	-	-	-	-	433.33	200.00
普药	-	-	-	40	60	90
YOY (%)	-	-	-	-	50.00	50.00
国际制剂	-	-	-	45	90	135
YOY (%)	-	-	-	-	100.00	50.00

资料来源：公司资料、平安证券研究所

6.3 盈利预测汇总

图表30 公司盈利预测汇总表

单位: 百万元

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,632.33	1,649.32	2,125.00	2,720.00	3,575.00
营业成本	1,292.69	1,303.60	1,607.16	2,037.47	2,600.97
营业税金及附加	20.20	22.49	28.97	37.08	48.74
销售费用	528.44	571.39	711.88	897.60	1,172.60
销售费用率	32.37%	34.64%	33.50%	33.00%	32.80%
管理费用	101.91	153.59	148.75	190.40	250.25
管理费用率	6.24%	9.31%	7.00%	7.00%	7.00%
财务费用	1.07	6.18	5.00	4.00	4.00
利润总额	354.31	368.76	536.70	703.48	933.94
所得税	56.80	53.74	80.50	105.52	140.09
所得税率	16.03%	14.57%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	297.52	315.03	456.19	597.95	793.85
少数股东损益	0.33	-0.53	0.54	0.70	0.93
归属于母公司所有者的净利润	297.18	315.56	455.66	597.25	792.91
每股收益(摊薄, 元)	0.70	0.74	1.07	1.41	1.87
同比	-	6.18%	44.40%	31.07%	32.76%

资料来源: 公司资料、平安证券研究所

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E					
流动资产	893	2,575	2,738	3,823					
现金	403	2,044	2,054	2,932					
应收账款	168	216	276	363					
其他应收款	1	0	0	0					
预付账款	83	107	137	178					
存货	210	178	228	297					
其他流动资产	28	30	43	54					
非流动资产	878	1,471	2,011	1,857					
长期投资	0	0	0	0					
固定资产	533	1,167	1,720	1,572					
无形资产	247	245	243	241					
其他非流动资产	98	58	48	44					
资产总计	1,771	4,046	4,749	5,680					
流动负债	534	349	448	588					
短期借款	160	0	0	0					
应付账款	87	107	137	178					
其他流动负债	288	242	311	410					
非流动负债	146	135	141	138					
长期借款	46	46	46	46					
其他非流动负债	100	89	95	92					
负债合计	680	484	588	726					
少数股东权益	0	1	1	2					
股本	360	425	425	425					
资本公积	59	2,009	2,009	2,009					
留存收益	672	1,128	1,725	2,518					
归属母公司股东权	1,091	3,562	4,159	4,952					
负债和股东权益	1,771	4,046	4,749	5,680					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E					
经营活动现金流	300	494	716	928					
净利润	315	456	598	794					
折旧摊销	5	91	163	202					
财务费用	6	5	4	4					
投资损失	-0	0	0	0					
营运资金变动	-14	-55	-57	-73					
其他经营现金流	-12	-4	8	1					
投资活动现金流	-307	-703	-703	-47					
资本支出	285	703	703	47					
长期投资	1	-0	0	0					
其他投资现金流	-21	0	0	0					
筹资活动现金流	200	1,850	-3	-3					
短期借款	160	-160	0	0					
长期借款	46	0	0	0					
普通股增加	280	65	0	0					
资本公积增加	-17	1,950	0	0					
其他筹资现金流	-270	-5	-3	-3					
现金净增加额	192	1,641	10	878					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E					
营业收入	1,649	2,125	2,720	3,575					
营业成本	555	713	911	1,187					
营业税金及附加	22	29	37	49					
营业费用	571	712	898	1,173					
管理费用	154	149	190	250					
财务费用	6	5	4	4					
资产减值损失	-5	-0	-2	-1					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	0	0	0	0					
营业利润	346	518	683	914					
营业外收入	29	24	26	25					
营业外支出	6	5	5	5					
利润总额	369	537	703	934					
所得税	54	81	106	140					
净利润	315	456	598	794					
少数股东损益	-1	1	1	1					
归属母公司净利润	316	456	597	793					
EBITDA	356	614	850	1120					
EPS (元)	0.74	1.07	1.41	1.87					

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	1.0%	28.8%	28.0%	31.4%
营业利润	1.8%	49.8%	31.8%	33.9%
归属于母公司净利润	6.2%	44.4%	31.1%	32.8%
获利能力				
毛利率(%)	66.4%	66.5%	66.5%	66.8%
净利率(%)	19.1%	21.4%	22.0%	22.2%
ROE(%)	28.9%	12.8%	14.4%	16.0%
ROIC(%)	31.6%	26.9%	26.0%	36.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	38.4%	12.0%	12.4%	12.8%
净负债比率(%)	30.29%	9.51%	7.82%	6.33%
流动比率	1.67	7.39	6.11	6.50
速动比率	1.28	6.88	5.60	5.99
营运能力				
总资产周转率	1.01	0.73	0.62	0.69
应收账款周转率	9.40	11	10	11
应付账款周转率	5.48	7.37	7.48	7.54
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.74	1.07	1.41	1.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	1.16	1.68	2.18
每股净资产(最新摊薄)	2.57	8.38	9.79	11.65
估值比率				
P/E				
P/B				
EV/EBITDA				

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257