

2011年07月13日

公司研究

新股研究

建议询价区间: 31.2 -36.4 元

以络病理论为基石，登特色中药之岭峰

——以岭药业(002603)新股研究

核心观点

询价结论:

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.04 元、1.40 元、1.87 元，参考同类中药公司，给予公司 2011 年 30-35 倍 PE 较为合理，建议询价区间为 31.2-36.4 元。

主要依据:

1、独家专利中药产品助推公司主营业务稳定增长。

2010 年公司实现营业收入 16.49 亿元，近 3 年复合增长率为 33%；实现净利润 3.16 亿元，近 3 年复合增长率为 61%。公司业绩稳定增长主要来源于通心络胶囊、参松养心胶囊及连花清瘟胶囊等独家专利中药的销售。公司目前有 6 个专利新药入选 09 版国家医保目录，其中通心络胶囊还入选了国家基本药物目录。公司主导产品均为独家生产的专利中药，进入壁垒较高，主导产品的毛利率均在 62% 以上，保证了公司较高的盈利能力。

2、以络病理论为基石，研发优势突出，营销模式独具特色。

公司是络病理论的首创者和先行者，具备明显的研发优势，且营销模式也独具特色。公司董事长吴以岭院士首次建立了系统的“络病证治”学说，以络病理论为指导带动自主知识产权新药研发，公司现有专利中药 9 个，在研中药 28 个，其中 8 个专利中药获得 SFDA 临床试验批件，已经完成或正在进行临床研究工作，预计 2011 年-2014 年可获得新药证书和生产批件。

同时，公司以络病理论为指导对产品进行专业化的学术推广，以循证医学检验产品疗效，独具特色的营销模式为公司的核心竞争力之一。目前公司产品在全国约 15,000 家医院和 24,000 家零售药店均有销售，并通过商业网络覆盖了 10 余万家基层医疗终端和药店。

3、发行情况及募投项目

公司此次拟发行 65 百万股，发行后总股本为 425 百万股。计划募集资金 16.9 亿元，全部用于主营业务相关的项目，其中公司拟投资 11.72 亿元，用于专利中药生产基地建设项目，项目建设完成后产能规模将新增年产胶囊剂 50 亿粒、颗粒剂 0.9 亿袋、口服液 1 亿支的生产能力。未来达产后，每年新增营业收入 256,272.19 万元。

4、风险因素

中药材价格上涨、药品价格下降、研发进展不达预期等风险

基础数据

总股本(万股)	36000.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	17.71
每股净资产(元)	3.03
建议询价区间(元)	31.2-36.4

财务数据与估值

	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	1649.32	2110.00	2677.00	3351.00
同比增速(%)	1.04%	27.93%	26.87%	25.18%
净利润(百万)	315.56	440.20	596.11	795.32
同比增速(%)	6.18%	39.50%	35.42%	33.42%
EPS(元)	0.74	1.04	1.40	1.87

研究员: 潘蕾

电话: 010-84183157

Email: panlei@guodu.com

执业证书编号: S0940511030001

联系人: 王寅

电话: 010-84183363

Email: wangyin@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	892.83	1446.63	2152.91	3003.25	营业收入	1649.32	2110.00	2677.00	3351.00
现金	403.09	874.67	1154.81	2047.66	营业成本	554.70	706.85	896.80	1115.88
应收账款	167.52	87.84	313.78	192.71	营业税金及附加	22.49	27.72	34.93	44.48
其它应收款	1.24	236.95	105.86	293.12	营业费用	571.39	717.40	910.18	1105.83
预付账款	82.58	223.61	214.38	316.23	管理费用	153.59	158.25	174.01	211.11
存货	210.13	0.00	338.33	102.00	财务费用	6.18	-9.37	-24.53	-42.81
其他	28.26	23.56	25.75	51.53	资产减值损失	-4.74	1.70	0.49	-2.11
非流动资产	878.29	846.17	830.61	959.35	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	533.00	498.34	458.83	518.94	营业利润	345.72	507.44	685.13	918.61
无形资产	246.85	269.42	306.40	358.77	营业外收入	29.10	18.09	21.86	23.02
其他	98.44	78.41	65.38	81.64	营业外支出	6.06	7.56	5.78	6.47
资产总计	1771.11	2292.80	2983.52	3962.59	利润总额	368.76	517.97	701.21	935.16
流动负债	534.10	646.01	743.70	931.33	所得税	53.74	77.70	105.18	140.27
短期借款	160.00	63.33	74.44	99.26	净利润	315.03	440.28	596.03	794.89
应付账款	86.53	56.28	175.36	114.19	少数股东损益	-0.53	0.08	-0.08	-0.44
其他	287.57	526.40	493.90	717.89	归属母公司净利润	315.56	440.20	596.11	795.32
非流动负债	145.98	115.48	112.48	109.03	EBITDA	368.39	571.49	742.55	972.67
长期借款	46.00	36.29	26.71	20.72	EPS（全面摊薄）	0.74	1.04	1.40	1.87
其他	99.98	79.19	85.77	88.31	主要财务比率				
负债合计	680.08	761.50	856.18	1040.37		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0.00	0.08	0.00	-0.44	成长能力				
股本	360	425	425	425	营业收入	1.04%	27.93%	26.87%	25.18%
归属母公司股东权益	1091.03	1531.23	2127.34	2922.67	营业利润	1.79%	46.78%	35.02%	34.08%
负债和股东权益	1771.11	2292.80	2983.52	3962.59	归属母公司净利润	6.18%	39.50%	35.42%	33.42%
现金流量表					获利能力				
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	毛利率	66.37%	66.50%	66.50%	66.70%
经营活动现金流	277.72	619.05	302.25	1042.93	净利率	19.10%	20.87%	22.26%	23.72%
净利润	315.03	440.28	596.03	794.89	ROE	28.87%	28.75%	28.02%	27.20%
折旧摊销	0.00	67.10	71.22	87.02	ROIC	22.55%	24.97%	24.58%	23.98%
财务费用	6.18	-9.37	-24.53	-42.81	偿债能力				
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	38.40%	33.21%	28.70%	26.25%
营运资金变动	-38.41	117.15	-339.56	204.53	净负债比率	18.88%	7.11%	5.19%	4.45%
其它	-5.07	3.89	-0.90	-0.69	流动比率	1.67	2.24	2.89	3.22
投资活动现金流	-293.75	-37.93	-55.00	-215.21	速动比率	1.28	2.24	2.44	3.12
资本支出	271.48	-8.12	-22.83	125.59	营运能力				
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.01	1.04	1.01	0.96
其他	-22.27	-46.05	-77.83	-89.63	应收帐款周转率	9.84	16.53	13.33	13.23
筹资活动现金流	210.61	-109.54	32.88	65.13	应付帐款周转率	5.48	9.90	7.74	7.71
短期借款	160.00	-96.67	11.11	24.81	每股指标(元)				
长期借款	46.00	-9.71	-9.58	-5.99	每股收益	0.74	1.04	1.40	1.87
其他	4.61	-3.17	31.35	46.31	每股经营现金	0.77	1.72	0.84	2.90
现金净增加额	194.58	471.58	280.14	892.85	每股净资产	2.57	3.60	5.01	6.88
					估值比率				
					P/E				
					P/B				
					EV/EBITDA				

资料来源：公司报表、国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com
邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	化工	wangshuang@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			