

证券研究报告—深度报告

医药保健
中药

以岭药业(002603)

合理价位: 28.28-30.30 元 发行价: 元

2011年7月14日

股票数据

总股本 (百万股) 425.0/65.0
 总市值 (百万元)
 沪深 300/深圳成指 2,795.48/12,479.15
 12个月最高/最低 (元)

相关研究报告:

新股询价报告

心脑血管中成药的行业翘楚

● 致力于中医络病理论下的创新中药开发

公司创始人、董事长吴以岭院士是中医络病学理论的创建者,公司结合络病理论和现代中药技术开发了一系列创新专利中成药。目前已上市的专利品种 9 个,覆盖心脑血管药物、抗感冒药、抗肿瘤药、糖尿病药、安神药、补肾药领域。其中,10 年公司心血管药物贡献总收入、毛利润的 92%、93%,是主要业绩来源。

● 心脑血管口服中成药优势明显, 其他领域产品有望迎来收获期

公司是心脑血管口服中成药领域的翘楚,拥有两个过 5 亿大品种: 10 年通心络销售额 9.2 亿、参松养心 5.6 亿,合计贡献总收入的 90%。通心络进入 09 版国家基本药物目录,参松养心在 09 年医保目录中由乙类调入甲类。此外,覆盖感冒类、心脑血管、抗肿瘤、糖尿病等多个领域的 5 个专利中药新进 09 版国家医保目录乙类。连花清瘟在经历 09-10 年甲流带来的巨大波动后 11 年有望步入正常增长轨道。公司在研品种丰富,处于二期临床后的产品近 10 个。产品线逐步完善下,有望依靠自身较强的营销能力推动公司业绩持续增长。

● 募集资金主要用于扩产、研发、销售和信息化建设

公司拟发不超过 6500 万股,计划募资 16.9 亿元,用于专利中药生产基地、以岭医药研究院、中药营销网络和企业信息化平台 4 个项目。

● 风险提示

1) 二线产品推广低于预期; 2) 新产品研发和上市进度迟于预期。

● 建议询价区间 28.28~30.30 元

公司在心脑血管中成药领域已形成品牌优势,未来两年随着二线产品和新产品的上量,将有望逐渐改变目前仅依靠通心络和参松养心 2 个产品的较单一格局。预计 11~13 年净利润增长 36%、27%、21%, 11~13EPS (按发行后股本摊薄) 1.01、1.28、1.56 元/股。目前 A 股主要中药类上市公司平均估值水平为 11PE32X,我们建议询价区间 28.28~30.30 元/股,相当于 11 PE28~30X。

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

证券分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120006

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,632.33	1,649.32	2,038	2,522	3,061
(+/-%)	73.92%	1.04%	23.6%	23.7%	21.4%
净利润(百万元)	297.18	315.56	428	545	662
(+/-%)	143.36%	6.18%	35.6%	27.4%	21.4%
每股收益 (元)	3.72	0.88	1.01	1.28	1.56
EBIT Margin	21.13%	21.05%	23.2%	23.5%	23.8%
净资产收益率 (ROE)	37.73%	28.92%	12.6%	14.3%	15.2%
市盈率 (PE)					
EV/EBITDA					
市净率 (PB)					

内容目录

发行概况	4
公司简况	4
发行简况	4
公司主营业务分析	4
立足心脑血管药物，拓展其他治疗领域.....	4
心脑血管药物	6
大容量市场持续增长	6
公司心脑血管产品拥有专利保护，保持较快成长	6
感冒呼吸病药物.....	8
市场上传统中医药的治疗地位持续上升	8
莲花清瘟系列感冒药品牌和疗效具备优势.....	8
其他药物（糖尿病、抗肿瘤、失眠、补肾等）	9
糖尿病药物市场：口服剂型药物主导，中药产品容量有限	9
肿瘤药物市场：整体持续高成长，中成药以辅助治疗为主	9
镇静催眠类药物市场：整体增长空间大，中成药应用有望上升	10
补肾类用药市场：品牌繁多、竞争充分	10
公司以上治疗领域品种丰富、规模尚小、有望进医保后放量.....	11
在研产品：巩固优势领域、拓宽至新领域.....	11
盈利预测及估值	11
募集资金主要用于专利中药生产基地和科技创新平台建设	11
询价建议区间 28.28~32.32 元.....	12
附表 1：财务预测与估值	15
国信证券投资评级	16
风险提示	16
证券投资咨询业务的说明.....	16

图表目录

图 1: 以岭药业发行后股权结构	4
图 2: 以岭药业收入构成——按产品	5
图 3: 以岭药业毛利构成——按产品	5
图 4: 以岭药业近 3 年收入、净利润及增速	6
图 5: 以岭药业近 3 年毛利率及净利率	6
图 6: 07-09 年, 我国心脑血管用药市场规模 (亿元)	6
图 7: 07-09 年, 我国心脑血管用药市场集中度	6
图 8: 全球糖尿病药物市场规模及增长率 (单位: 亿美元)	9
图 9: 我国糖尿病药物市场规模及增长率 (单位: 亿元)	9
图 10: 我国抗肿瘤药销售规模与增长率 (单位: 亿元)	10
图 11: 我国镇静催眠药市场规模与增长率 (单位: 亿元)	10
表 1: 公司主要产品	5
表 2: 9 城市样本医院口服心脑血管中成药品种销售金额统计	7
表 3: 心脑血管药物前 10 大品种统计	7
表 4: 2009-2010 年抗感冒中成药零售市场排名	8
表 5: 公司主要在研产品梯队	11
表 6: 公司募投项目简介	12
表 7: 以岭药业产品盈利预测 (百万元)	12
表 8: A 股主要中药上市公司估值表	14

发行概况

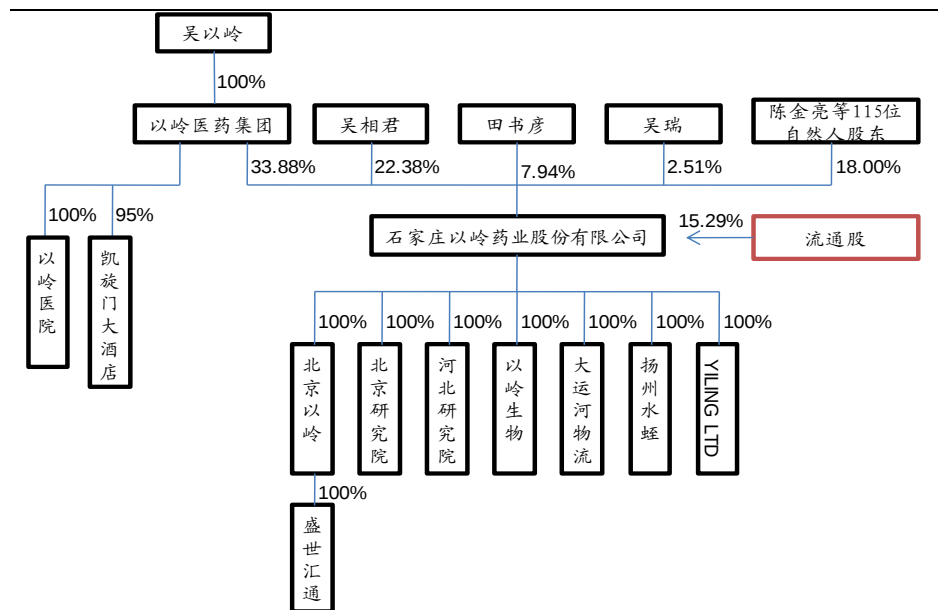
公司简况

石家庄以岭药业股份有限公司前身为 1994 年 5 月设立的石家庄开发区医药研究所下属单位——黄帝制药厂，1996 年 12 月改制为以岭药业有限公司，2001 年 8 月整体变更为以岭药业股份有限公司。公司主要致力于中成药的研发、生产和销售，产品覆盖心脑血管疾病、感冒呼吸疾病、恶性肿瘤疾病、糖尿病等治疗领域，是国家高新技术企业。

发行简况

本次发行前，公司总股本为 36000 万股，吴以岭教授通过以岭医药集团持有公司 40% 股权，为公司实际控制人，其子吴相君、其女吴瑞分别持有 26.42% 和 2.97% 的股份。本次发行 6500 万股，发行后总股本 42500 万股，发行后第一大股东仍为吴以岭教授，持有 33.88%。本次发行新股占发行后总股本的 15.29%。

图 1：以岭药业发行后股权结构



资料来源：招股书，国信证券经济研究所

公司主营业务分析

立足心脑血管药物，拓展其他治疗领域

公司主要从事创新专利中药的研发、生产和销售，以心脑血管、感冒类创新中药为主导，并不断扩大肿瘤、糖尿病等领域创新中药的投入。目前主要产品包括心脑血管领域的通心络、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊，抗感冒药物连花清瘟胶囊，

抗肿瘤药物养正消积胶囊，糖尿病用药津力达颗粒、补肾药八子补肾胶囊，失眠药物枣椗安神口服液，泌尿系统用药前列疏胶囊等。2009 年基本药物目录中，通心络作为中药独家品种入选，另有 7 个仿制中成药和 19 个化学药进入基本药物目录。2009 年医保目录中，公司 9 个中成药独家品种（含剂型）+1 个化学药新药列入医保目录，另外 14 个中成药仿制药+25 个化学药仿制药进入医保目录。

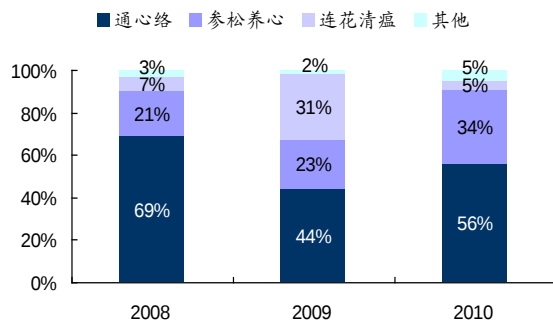
表 1: 公司主要产品

药品名称	适应症	规格	医保情况	是否处方药	是否专利药
通心络(心脑血管)	益气活血，通络止痛。用于冠心病心绞痛属气虚乏、血瘀络阻证，症见胸部憋闷，刺痛、绞痛，固定不移，心悸自汗，气短乏力，舌质紫暗或有瘀斑，脉细涩或结代。亦用于气虚血瘀络阻型中风病，症见半身不遂或偏身麻木，口舌歪斜，言语不利	0.26g* 30 粒	医保甲类	处方药	专利产品
参松养心胶囊(心脑血管)	益气养阴，活血通络，清心安神。用于治疗气阴两虚，心络瘀阻引起的冠心病室性早搏，症见心悸不安、气短乏力，动则加剧，胸部闷痛，失眠多梦，盗汗，神倦懒言等	0.4g* 36 粒	医保甲类	处方药	专利产品
芪苈强心胶囊(心脑血管)	益气温阳，活血通络，利水消肿。用于冠心病、高血压病所致轻、中度充血性心力衰竭证属阳气虚乏，络瘀水停者，症见心慌气短，动则加剧，夜间不能平卧，下肢浮肿，倦怠乏力，小便短少，口唇青紫，畏寒肢冷，咳吐稀白痰等	0.3g* 36 粒	医保乙类	处方药	专利产品
连花清瘟胶囊/颗粒(抗感冒)	清瘟解毒，宣肺泄热。用于治疗流行性感冒属热毒袭肺证，症见：发热或高热，恶寒，肌肉酸痛，鼻塞流涕，咳嗽，头痛，咽干咽痛，舌偏红，苔黄或黄腻等	0.35g*12 粒*2 板/ 6g*10 袋	医保乙类	OTC/处方药	专利产品
养正消积胶囊(抗肿瘤)	健脾益肾、化瘀解毒。适用于不宜手术的脾肾两虚、瘀毒内阻型原发性肝癌辅助治疗，与肝内动脉介入灌注加栓塞化疗合用，有助于提高介入化疗疗效。减轻对白细胞、肝功能、血红蛋白的毒性作用，改善患者生存质量、改善腹腔胀满、纳呆食少、神疲乏力等症状	0.39g* 36 粒	医保乙类	处方药	专利产品
津力达颗粒(糖尿病)	益气养阴，健脾运津。用于 II 型糖尿病气阴两虚证等。，症见：口渴多饮，消谷易饥，尿多，形体渐瘦，倦怠乏力，自汗盗汗等。	9g* 9 袋	医保乙类	处方药	专利产品

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所

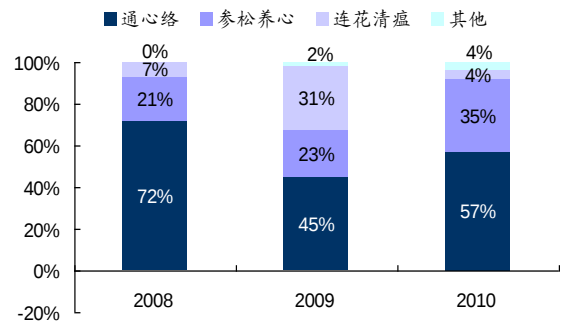
公司心脑血管领域品种丰富，拥有冠心病和中风专利药通心络、心律失常专利药参松养心胶囊和心衰专利药芪苈强心胶囊。2010 年以上心脑血管产品收入和毛利率分别为 15.14 亿和 67.39%，占总收入和总毛利比重分别为 92.26%和 93.64%，为公司主要盈利品种，其中通心络胶囊的收入 9.2 亿，松参养心胶囊收入 5.6 亿。2010 年，以连花清瘟胶囊为主的抗感冒药物收入和毛利率分别为 7520 万和 62.78%，占总收入的 4.58%和总毛利的 4.63%，为公司第二大产品类，尤其 2009 年的甲流疫情中，连花清瘟胶囊的收入爆发式的成长到 5.06 亿，经过 2010 年的去库存后，2011 年有望恢复正常的成长轨道。2010 年抗肿瘤、糖尿病等其他产品总计收入 5184 万，占总收入的 3.16%。

图 2: 以岭药业收入构成——按产品



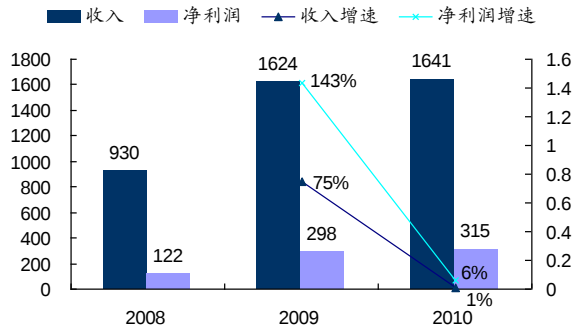
资料来源：招股书，国信证券经济研究所

图 3: 以岭药业毛利构成——按产品



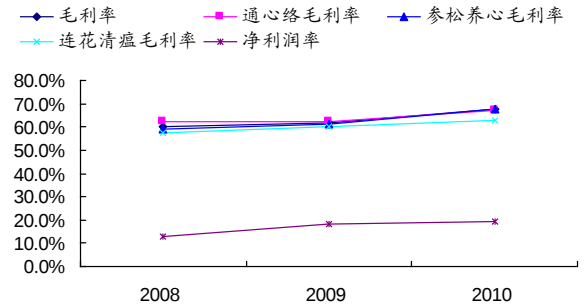
资料来源：招股书，国信证券经济研究所

图 4：以岭药业近 3 年收入、净利润及增速



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所

图 5：以岭药业近 3 年毛利率及净利润率



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所

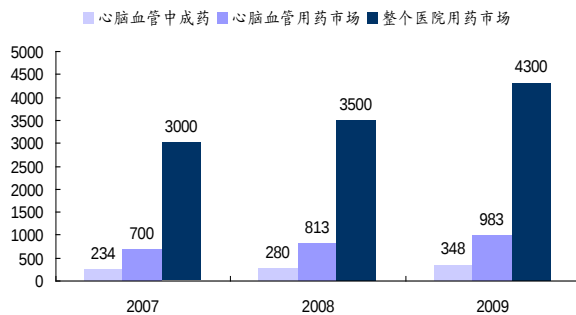
心脑血管药物

大容量市场持续增长

心脑血管药物是全球第一大类药物，约占药品规模的 20%；该类药物在我国排名第二，占比超过 20%。2007-2009 年，心脑血管药物的市场规模分别为 700 亿、813 亿、983 亿，复合增长率 18.6%。南方所标点信息的数据显示，2007-2009 年，心脑血管中成药的市场规模分别为 234 亿、280 亿、348 亿，年复合增长率 21.9%，高于心脑血管药物市场整体的增速。

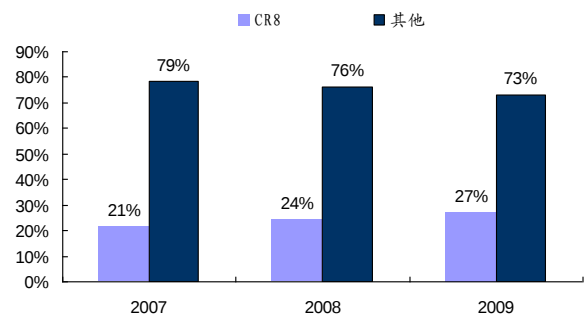
心脑血管疾病以老年人为主，并且呈现发病率年轻化的趋势。我国从 1999 年进入老龄化社会，2001-2020 年，是快速老龄化的阶段，年均老年人口增加 596 万，2020 年将达到 2.48 亿。老龄人口的上升，必将导致心脑血管疾病用药的持续增长。

图 6：07-09 年，我国心脑血管用药市场规模（亿元）



资料来源：招股书，国信证券经济研究所

图 7：07-09 年，我国心脑血管用药市场集中度



资料来源：招股书，国信证券经济研究所

公司心脑血管产品拥有专利保护，保持较快成长

目前在市场上销售额排名前十的产品均是拥有市场影响力的知名品牌，除了公司的通心络胶囊外，还有天津天士力的复方丹参滴丸、陕西咸阳步长制药的步长脑

心通胶囊等品牌，市场占有率比较高，年销售额均超过 7 亿元。但同时心脑血管中成药的市场集中度较低，前十大品牌 2009 年的市场销售额虽然都超过了 3 亿元，但市场份额之和不足 21%。目前市场上用于心脑血管疾病的中成药有几百种，市场竞争比较激烈。

公司心脑血管领域拥有通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊三个创新专利中药，治疗范围分别涵盖心脑血管疾病中缺血（冠心病和中风等）、心律失常、心衰三个最常见的适应症：

- 拳头产品通心络胶囊是治疗冠心病、脑梗死、糖尿病所致微血管病变的专利药。
- 第二大产品参松养心胶囊是经循证研究证实既能治疗室性早搏，防治阵发性房颤，又能治疗缓慢性心律失常，具有多离子通道阻滞与非离子通道干预的整合调节作用的专利药。
- 潜力品种芪苈强心胶囊在改善心衰症状、特别是抑制心室重构方面疗效显著，未来有望成为心衰市场的主力用药。

根据南方医药经济研究所统计，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中，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 年升至第六位，显示了公司在心脑血管中成药一线城市二、三级医院市场中的竞争地位。

表 2：9 城市样本医院口服心脑血管中成药品种销售金额统计

排名	心脑血管中成药	2008	2009	20101-11 月
1	通心络胶囊	12.1%	10.3%	8.7%
2	银杏叶片	9.3%	9.5%	8.3%
3	复方丹参滴丸	9.9%	8.3%	7.4%
4	脑心通胶囊	6.4%	6.8%	7.3%
5	复方血栓通胶囊	5.2%	5.6%	5.1%
6	参松养心胶囊	1.7%	3.6%	4.6%
7	稳心颗粒	3.4%	3.4%	4.1%
8	三七通舒胶囊	2.2%	3.2%	3.6%
	合计	52.2%	50.7%	49.1%

资料来源：招股书、国信证券经济研究所

南方所的另一统计口径显示（包括前述的一线城市二、三级医院市场，也包括一般医院市场和零售药店市场；既包括口服中成药市场，也包括中药注射液市场），公司的通心络胶囊位列复方丹参滴丸和脑心通胶囊之后，表明后两者在除一线城市二、三级医院市场之外的其他市场领先于通心络胶囊。公司有望通过加大中低端市场的覆盖和营销力度，推动公司产品的持续增长。

表 3：心脑血管药物前 10 大品种统计

排名	产品	生产企业	2009 年份额
1	复方丹参滴丸	天津天士力制药	4.52%
2	步长脑心通胶囊	陕西咸阳步长制药	2.77%
3	通心络胶囊	以岭药业	2.44%
4	脉络宁注射液	南京金陵药业	2.11%
5	银杏叶片	扬子江药业集团	1.75%

6	地奥心血康胶囊	成都地奥集团	1.57%
7	参麦注射液	石家庄神威药业	1.55%
8	速效救心丸	天津中新药业	1.49%
9	麝香保心丸	上海和黄药业	1.08%
10	复方丹参片	广州白云山和记黄埔中药	1.14%
合计			20.42%

资料来源：招股书、国信证券经济研究所

感冒呼吸病药物

市场上传统中医药的治疗地位持续上升

根据南方医药经济研究所统计, 2007-2009 年我国感冒药总体市场规模分别为 113 亿、124 亿、141 亿, 近五年复合增长率为 10.06%。随着流感发生频率的上升及我国医疗卫生体系的完善, 预计 2010-12 年我国感冒药物市场将保持 13% 的增长率, 2012 年市场规模将达到 210 亿。

目前临床的抗感冒病毒化学药物主要有金刚烷胺和神经氨酸酶抑制剂两类, 这两类药物的缺点是流感病毒易快速产生耐药性或副作用明显。传统中医药在感冒和呼吸道疾病方面的治疗上表现出一定的优势, 且副作用小, 价格便宜, 市场前景广阔。

莲花清瘟系列感冒药品牌和疗效具备优势

莲花清瘟系列主要包括胶囊 (24 粒和 12 粒规格) 和颗粒剂型, 其中 24 粒规格莲花清瘟胶囊是利润的主要来源。2008-2010 年收入分别为 6550 万、5 亿和 7300 万, 2009 年由于甲流疫情的爆发, 公司感冒药物的销售激增, 2010 年经历经销商去库存后, 2011 年有望重回正常销售轨道。

在感冒药市场上, 中成药毒副作用更小, 广大消费者认可度较高, 中药感冒药有望成为今后市场消费的重点。国内感冒药市场目前已经形成了较多的知名品牌, 2009 年前十大品牌的销售额均超过 1.5 亿元。前十大品牌中西药有 6 个, 中成药 2 个, 中西结合药 2 个。同时我国感冒药市场集中度比较低, 前十大品牌的市场份额总和不足 40%, 单一品牌的市场占有率均不超过 10%, 竞争比较激烈。南方医药经济研究所数据显示, 莲花清瘟胶囊在抗感冒中成药零售市场的占有率从 2009 年上半年的 0.06% 上升到 2009 年下半年的 0.22%, 2010 年上半年进一步上升到 1.59%, 呈快速上升趋势, 市场排名也跃居第 5 位。

表 4: 2009-2010 年抗感冒中成药零售市场排名

抗感冒中成药	2009 年上半年	2009 年下半年	2010 年上半年
999 感冒灵颗粒	3.34%	2.91%	2.86%
三精双黄连口服液	3.50%	3.50%	2.56%
香雪制药抗病毒口服液	2.14%	4.01%	2.26%
神威清开灵软胶囊	1.81%	2.48%	2.02%
以岭药业莲花清瘟胶囊	0.06%	0.22%	1.59%
太极集团藿香正气口服液	1.11%	2.27%	1.58%
清热解毒双黄连口服液	2.40%	2.17%	1.54%

同仁堂牛黄解毒片	0.07%	0.05%	1.42%
白云山制药板蓝根颗粒	2.08%	2.04%	1.22%
同仁堂感冒清热颗粒	1.97%	1.21%	1.14%
合计	18.48%	20.86%	18.19%

资料来源：招股书、国信证券经济研究所

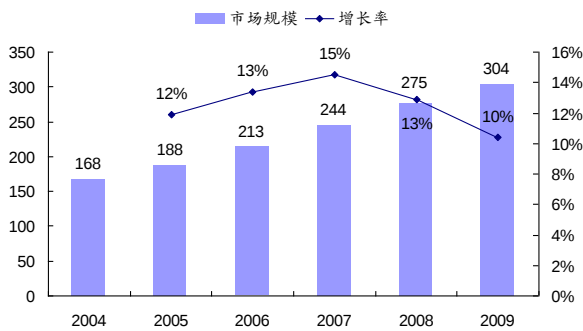
其他药物（糖尿病、抗肿瘤、失眠、补肾等）

糖尿病药物市场：口服剂型药物主导，中药产品容量有限

IMS 统计，全球糖尿病市场由 2004 年的 168 亿美元上升到 2009 年的 304 亿美元，年复合增长率 12.6%，排全球药品市场规模第 4 位，预计未来将保持 10-15% 的增长速度。南方医药经济研究所数据显示，我国糖尿病口服药物占 74.4% 的市场份额，居于主导地位，其中磺酰脲类占 21.9%， α -葡萄糖苷酶抑制剂占 16.8%，中成药占 15.3%。《中国卫生产业》2010 年 07 期资料显示，2009 年重要糖尿病市场容量在 20 亿，目前我国口服降糖中成药产品主要是消渴丸、金芪降糖片、参芪降糖片等。

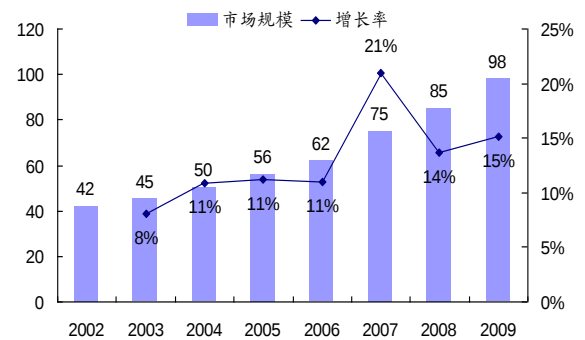
公司已上市产品津力达颗粒是治疗 2 型糖尿病的专利药，可降低患者血糖和糖化血红蛋白、调节血脂、增加胰岛素敏感指数。同时，公司针对糖尿病周围神经病变开发了周络通胶囊，针对糖尿病眼底病变开发了芪黄明目胶囊，目前均已完成三期临床。

图 8：全球糖尿病药物市场规模及增长率（单位：亿美元）



资料来源：招股书、国信证券经济研究所

图 9：我国糖尿病药物市场规模及增长率（单位：亿元）



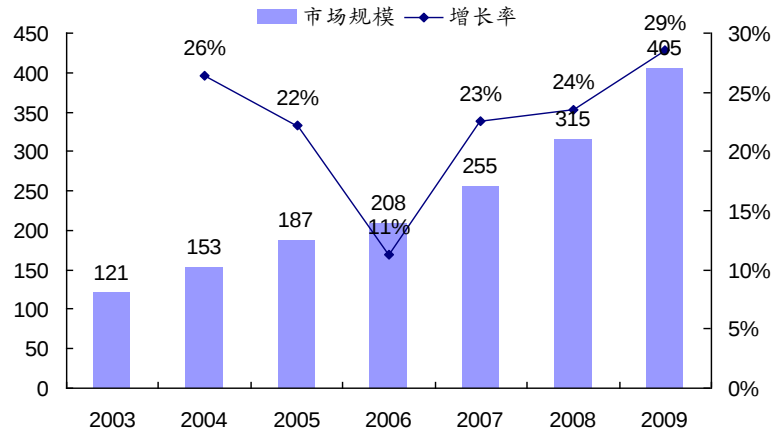
资料来源：招股书、国信证券经济研究所

肿瘤药物市场：整体持续高成长，中成药以辅助治疗为主

根据卫生部的统计资料表明，目前中国每年新生肿瘤患者总数约 212.7 万人，其中恶性肿瘤新生患者约 106 万人；同时，全国现有肿瘤患者约 288.5 万人，其中恶性肿瘤患者 148.5 万人。城市化进程导致的环境恶化，压力增加等都在继续抬高中国肿瘤病发生率。

在国内抗肿瘤药物市场中成药占 23%；并持续增长。公司已上市产品养正消积胶囊主要用于肿瘤的辅助治疗，有增效减毒作用，能提升化疗药的抗肿瘤疗效。是公司 11 年开始大力推广的潜力品种。

图 10: 我国抗肿瘤药销售规模与增长率 (单位: 亿元)

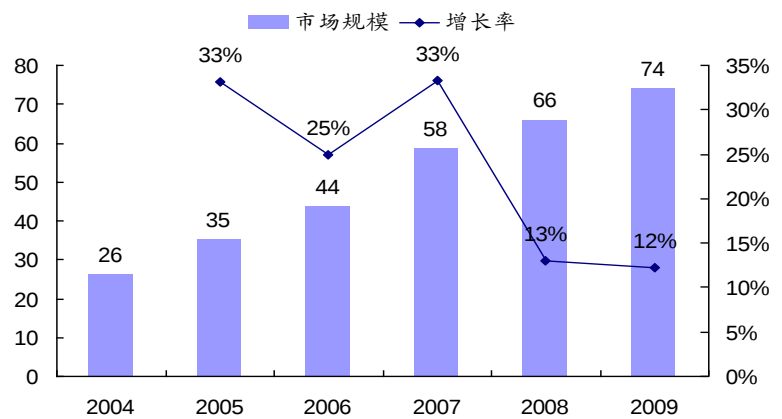


资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所

镇静催眠类药物市场: 整体增长空间大, 中成药应用有望上升

WHO 在 14 个国家的调查显示, 27% 的人有睡眠问题, 我国的失眠症的发病率在 10-20% 之间。失眠患者中, 只有 20% 的人到医院就诊, 镇静催眠药市场有非常大的潜力。2009 年, 我国镇静催眠药市场销售额为 73.9 亿元, 同比增长 12.3%。治疗上, 过往通常给予西药安眠药物治疗。中药类治疗药物副作用相对较小, 市场需求呈现上升趋势, 其中以夜舒宁、脑乐静、解郁安神颗粒和安神补脑液等为主。公司产品枣椋安神口服液依据“心血亏少、肾精不足”病机特点进行组方, 可长期服用, 改善失眠、健忘等症状, 未来公司将加大推广力度。

图 11: 我国镇静催眠药市场规模与增长率 (单位: 亿元)



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所

补肾类用药市场: 品牌繁多、竞争充分

2008 年, 全国补肾药零售市场规模为 37 亿元, 占当年零售药店收入的 2.53%; 2009 年上半年, 全国补肾药零售规模达到 28 亿, 同比增长 5%。趋势看, 补肾药物市场比较平稳。公司的八子补肾胶囊是专利产品, 可用于亚健康人群消除疲劳、补肾益精; 老年人改善肾虚不足等症状, 也是公司 11 年开始重点推广的品种。

公司以上治疗领域品种丰富、规模尚小、有望进医保后放量

随着公司上述领域的多个专利药物 2009 年进入国家医保目录，2010 和 2011 年随着各个省份陆续开始执行，有望快速增长，在 3-5 年出现新的过亿元品种。

此外，公司获得生产批文并且列入基本药物和医保药物的品种丰富，如中药的复方丹参片、护肝片、消炎利胆片、感冒清毒颗粒、银翘解毒颗粒、板蓝根颗粒、三七片等；化学药的厄贝沙坦片、二甲双胍等几十个品种。2010 年，这些产品总体占收入比重 3% 左右。

在研产品：巩固优势领域、拓宽至新领域

近 3 年，公司研发支出占当期营业收入的比重保持在 4% 左右，2010 年为 6700 多万元。在研产品中，心脑血管、呼吸系统等传统优势领域储备了若干品种，同时在糖尿病、泌尿生殖系统、神经精神系统也有若干产品储备，未来产品线将进一步丰富。

表 5：公司主要在研产品梯队

在研品种	适应症	注册分类	目前进度
心脑血管类			
通心络胶囊滴丸	冠心病、脑梗	中药六类	申报临床
吡哒帕胺口崩片	高血压	化药五类	等待试验药品，10 月开展
非诺贝特片	高血脂	化药六类	重新进行样品检测
呼吸系统药			
连花定喘平	支气管哮喘	中药六类	二期临床筹备
连花急支片	急性支气管炎	中药六类	二期临床筹备
糖尿病类			
周络通胶囊	糖尿病周围神经病变	中药六类	已结束三期临床
芪黄明目胶囊	糖尿病视网膜病变	中药六类	三期临床数据统计
津力糖平片	胰岛素抵抗与糖耐量异常者	中药八类	申请临床
泌尿生殖系统药			
前列舒胶囊	前列腺增生	中药六类	通过药审中心审评，将上市
柴苓通淋片	下尿路感染	中药六类	结束二期临床
红藤止痛胶囊	习惯性流产	中药六类	临床前研究
盐酸特拉唑嗪口崩片	前列腺增生	化药五类	等待试验药品
神经精神系统			
解郁除烦胶囊	轻中度抑郁症	中药六类	二期临床数据统计
百灵安神片	失眠症	中药六类	二期临床筹备
补肾益气方	运动神经元病	中药六类	临床前研究
其他			
甲亢平片	甲亢	中药六类	申请临床
络痹通片	类风湿性关节炎	中药六类	临床前研究
复方蟬花片	间质性肾炎	中药六类	临床前研究

资料来源：招股书、国信证券经济研究所

盈利预测及估值

募集资金主要用于专利中药生产基地和科技创新平台建设

公司本次拟募集资金 16.90 亿元，募集所得资金主要用于专利中药生产基地建

设项目 11.72 亿、以岭医药研究院暨院士工作站（科技创新平台）建设项目 3.70 亿、专利中药营销网络建设项目 0.97 亿、企业信息化平台建设项目 0.51 亿。

表 6：公司募投项目简介

项目名称	投资总额 (亿元)	建设周期	说明
专利中药生产基地建设项目	11.72	2 年	项目主要针对通心络、参松养心、芪苈强心、连花清瘟、养正消积、津力达、八子补肾、枣椹安神口服液等扩大生产能力。项目计算期 15 年，达产后，每年新增营业收入 25.6 亿，税后内部收益率为 35.43%，税后投资回收期为 4.94 年。项目达成后产能将在 2010 年的胶囊剂 29 亿粒产能基础上增加 50 亿粒，颗粒剂将在 800 万袋基础上增加 0.9 亿，口服液新增产能 1 亿支。
以岭医药研究院暨院士工作站（科技创新平台）建设项目	3.70	2 年	项目建设包括科技创新平台（新建研发大楼）、新药研发（在研中药 28 个，8 个已获得临床批件）、循证医学再评价（对已上市的通心络、芪苈强心等进行循证医学再评价）、大产品二次开发（改造参松养心、连花清瘟的技术工艺）
专利中药营销网络建设项目	0.97	3 年	专利新产品营销网络（建立抗肿瘤、糖尿病、呼吸系统三个新产品组的销售队伍，覆盖三级、二级医院，每个组 100-300 人）、专利 OTC 中药营销网络（建立八子补肾、连花清瘟、枣椹安神口服液的 OTC 队伍，覆盖 16 个城市为主的一级市场和周围 80 多个二线城市，人员从 200 增加到 300，覆盖药店由 24000 增加到 36000）
企业信息化平台建设项目	0.51	3 年	建设信息化平台网络、信息化平台应用系统。为员工和合作伙伴提供协同高效的软环境，建立 SOP 等提高供应链反应速度，为公司经营决策提供数据支持，为公司新产品业务等开展提供解决方案
合计	16.90		

数据来源：招股说明书，国信证券经济研究所

询价建议区间 28.28~32.32 元

公司在心脑血管中成药领域已形成品牌优势，未来两年随着二线产品和新产品的上量，将有望逐渐改变目前仍依靠通心络和参松养心 2 个产品的较单一格局。预计 11~13 年净利润增长 36%、27%、21%，11~13EPS（按发行后股本摊薄）1.01、1.28、1.56 元/股。（细分产品预测参见表 7）

目前 A 股主要中药类上市公司平均估值水平为 11PE32X，我们建议询价区间 28.28~30.30 元/股，相当于 11 PE28~30X。

表 7：以岭药业产品盈利预测（百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、心脑血管药物						
收入	847	1,098	1,514	1794	2087	2391
同比增长		30%	38%	18%	16%	15%
毛利率	60.28%	61.91%	67.39%	67.2%	67.2%	67.2%
通心络胶囊						
收入	640	717	921	1035	1148	1274
同比增长		12.1%	28.5%	12%	11%	11%
毛利率	62.5%	62.2%	67.2%	66.9%	66.9%	66.9%
其中：30 粒--收入	576	618	787	875	962	1059
40 粒--收入	64	99	134	160	185	215
参松养心胶囊						
收入	198	366	564	700	837	974
同比增长		85%	54%	24%	20%	16%
毛利率	59.1%	61.0%	67.7%	67.4%	67.3%	67.3%
其中：24 粒--收入	77	74	75	74	74	74
36 粒--收入	120	293	489	625	763	900

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

芪苈强心胶囊						
收入	9	14	29	60	102	143
同比增长		52%	99%	108%	70%	40%
毛利率		73%	68%	70%	70%	70%
二、抗感冒药物						
收入	66	506	75	154	205	260
同比增长		672%	-85%	105%	33%	27%
毛利率	57%	60%	63%	63%	63%	63%
其中：连花清瘟胶囊(24粒)						
收入	66	505	73	144	185	230
同比增长		670%	-86%	97%	28%	25%
连清 12 粒规格+颗粒剂型						
收入	0	1.2	2.3	10	20	30
同比增长			86%	343%	100%	50%
三、其他药物						
收入	17.5	19.8	51.8	90	230	410
同比增长		13%	162%	74%	156%	78%
毛利	5	5	22	43	133	249
毛利率	28.67%	25.57%	42.61%	47.3%	57.8%	60.8%
特色专利中药（以下 4 个二线品种）						
收入	na	na	na	30.0	140.0	280.0
同比增长					367%	100%
毛利率				70%	70%	70%
养正消积胶囊						
收入	na	na	na	10.0	40.0	80.0
同比增长					300%	100%
毛利率						
津力达颗粒						
收入	na	na	na	10.0	40.0	80.0
同比增长					300%	100%
毛利率						
枣椹安神口服液						
收入	na	na	na	5.0	30.0	60.0
同比增长					500%	100%
毛利率						
八子补肾胶囊						
收入	na	na	na	5.0	30.0	60.0
同比增长					500%	100%
毛利率						
普药						
收入	na	na	na	30.0	50.0	70.0
同比增长					67%	40%
毛利率				42%	42%	42%
国际制剂						
收入	na	na	na	30.0	40.0	60.0
同比增长					33%	50%
毛利率				30%	35%	40%
主营业务合计						
收入	930.0	1624	1641	2038	2522	3061
同比增长		75%	1%	24%	24%	21%
毛利率	59.5%	61.0%	66.4%	66.0%	66.0%	66.0%
其他业务收入						
收入	8.5	8.4	7.9	0	0	0
营业总收入						
收入	938.6	1632.3	1649.3	2038.3	2522.1	3061.5
同比增长		74%	1%	24%	24%	21%
毛利率	59.5%	61.0%	66.4%	66.0%	66.0%	66.0%

数据来源：招股书、国信证券经济研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

表 8: A 股主要中药上市公司估值表

股票代码	公司简称	股价	总市值	EPS (元)				P/E				PB	EV/EBITDA	ROE
		2011-7-13	亿元	10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E			10A
品牌中药														
000538	云南白药	59.74	415	1.33	1.77	2.26	2.90	45	34	26	21	9	38	21%
000423	东阿阿胶	44.22	289	0.89	1.30	1.69	2.10	50	34	26	21	10	38	21%
600085	同仁堂	16.36	213	0.26	0.31	0.36	0.41	62	53	45	39	7	30	11%
600436	片仔癀	66.40	93	1.39	1.64	1.89	2.17	48	40	35	31	9	36	18%
600332	广州药业	16.14	131	0.33	0.42	0.50	0.58	49	38	32	28	4	23	8%
600993	马应龙	19.58	65	0.37	0.55	0.73	0.92	53	36	27	21	6	36	12%
600329	中新药业	12.31	91	0.40	0.53	0.71	0.88	31	23	17	14	5	16	16%
品牌中药 平均值			185					48	37	30	25	7	31	15%
现代中药														
600535	天士力	42.94	222	0.87	1.30	1.60	2.00	49	33	27	21	6	30	14%
600252	中恒集团	19.85	217	0.37	0.79	0.94	1.17	54	25	21	17	15	41	30%
600557	康缘药业	15.08	64	0.43	0.57	0.73	0.90	35	26	21	17	5	27	15%
600518	康美药业	14.40	317	0.33	0.45	0.57	0.71	44	32	25	20	4	26	15%
600594	益佰制药	20.44	72	0.55	0.72	0.92	1.14	37	28	22	18	8	26	23%
000919	金陵药业	9.09	46	0.38	0.40	0.44	0.49	24	23	21	19	2	12	10%
600422	昆明制药	13.83	43	0.27	0.43	0.61	0.78	51	32	23	18	6	27	12%
600479	千金药业	12.88	39	0.28	0.45	0.57	0.66	45	29	23	20	4	25	10%
600750	江中药业	26.35	82	0.84	1.00	1.34	1.70	31	26	20	16	5	20	15%
000650	仁和药业	15.90	100	0.35	0.50	0.63	0.79	46	32	25	20	11	31	25%
现代中药 平均值			122					42	29	23	19	7	27	17%
全部平均值			147					44	32	26	21	7	28	44

数据来源: Wind、国信证券研究所。注: 按现有股本摊薄; 绿色阴影部分为国信暂未覆盖公司, 盈利预测取 wind 预测中值

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	403	2327	2134	2232	营业收入	1649	2038	2522	3061
应收款项	197	279	380	503	营业成本	555	694	858	1042
存货净额	210	207	265	332	营业税金及附加	22	26	33	40
其他流动资产	83	163	202	245	销售费用	571	683	842	1016
流动资产合计	893	2977	2981	3312	管理费用	154	163	197	233
固定资产	623	791	1342	1669	财务费用	6	(12)	(30)	(29)
无形资产及其他	247	237	227	217	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	9	9	9	9	资产减值及公允价值变动	5	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1771	4013	4559	5207	营业利润	346	485	622	759
短期借款及交易性金融负债	160	0	0	0	营业外净收支	23	18	18	18
应付款项	87	104	127	152	利润总额	369	503	640	777
其他流动负债	288	381	468	562	所得税费用	54	75	96	117
流动负债合计	534	485	595	715	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	46	46	46	46	归属于母公司净利润	316	428	545	662
其他长期负债	100	100	100	100					
长期负债合计	146	146	146	146	现金流量表 (百万元)				
负债合计	680	631	741	860		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	(1)	(1)	(2)	净利润	316	428	545	662
股东权益	1091	3383	3819	4349	资产减值准备	0	0	0	0
负债和股东权益总计	1771	4013	4559	5207	折旧摊销	0	42	59	82
					公允价值变动损失	(5)	0	0	0
					财务费用	6	(12)	(30)	(29)
					营运资本变动	(21)	(49)	(87)	(113)
					其它	(1)	(1)	(1)	(1)
					经营活动现金流	289	420	516	630
					资本开支	(142)	(200)	(600)	(400)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(142)	(200)	(600)	(400)
					权益性融资	43	1950	0	0
					负债净变化	46	0	0	0
					支付股利、利息	(5)	(86)	(109)	(132)
					其它融资现金流	(81)	(160)	0	0
					融资活动现金流	45	1704	(109)	(132)
					现金净变动	192	1924	(193)	97
					货币资金的期初余额	211	403	2327	2134
					货币资金的期末余额	403	2327	2134	2232
					企业自由现金流	134	194	(125)	189
					权益自由现金流	99	44	(99)	214

关键财务与估值指标				
	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.88	1.01	1.28	1.56
每股红利	0.01	0.20	0.26	0.31
每股净资产	3.03	7.96	8.99	10.23
ROIC	29%	24%	21%	21%
ROE	29%	13%	14%	15%
毛利率	66%	66%	66%	66%
EBIT Margin	21%	23%	23%	24%
EBITDA Margin	21%	25%	26%	27%
收入增长	1%	24%	24%	21%
净利润增长率	6%	36%	27%	21%
资产负债率	38%	16%	16%	16%
息率	0.0%	0.8%	1.0%	1.2%
P/E	34.2	29.8	23.4	19.3
P/B	9.9	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	33.1	26.0	20.7	16.8

资料来源：国信证券经济研究所预测。EPS 按当期股本。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	0755-82131528			秦 波	010-66026317
				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323	胡博新	0755-82133263
				刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311			谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513		
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
				余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	郑 云	021-60875163
		刘 洋	0755-82150566	毛 甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165		
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397		
		袁 剑	0755-82139918		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 骝	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	