

建议申购

估值区间: 31.50~36.75

2011年7月13日

营销模式独特的现代中药企业

以岭药业IPO投资价值分析报告

发行数据

发行前总股本(万)	36000
本次发行股数(万)	6500
发行后总股本(万)	42500
发行价(元)	
发行市盈率(倍)	
发行日期	2011/07/19
上市日期	

发行后主要股东

	持股比例
以岭医药集团	33.88%
吴相君	22.38%
田书彦	7.94%
吴瑞	2.51%

行业指数



资料来源: 招商证券

李珊珊, CPA

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090511040046

研究助理:

徐列海

0755-83271609
xuliehai@cmschina.com.cn

廖星昊, CIIA

0755-83271617
liaoxxh@cmschina.com.cn

以岭药业主要生产心脑血管类口服中成药, 拥有通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊等专利品种。公司通过络病理论专业化学术营销模式, 经过国际公认的循证医学评价方法对产品临床疗效做出权威评价, 从而推动处方销量的快速增长。按 2011 年 EPS 1.05 元给予 30~35 倍预测 PE, 我们认为公司合理估值区间为 31.50~36.75 元, 建议积极申购。

- **业绩快速增长的国家级高新技术企业。**公司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。2008~2010 年, 公司营业收入分别为 9.39 亿元、16.32 亿元和 16.49 亿元, 年复合增长率为 33%; 归属母公司所有者净利润分别为 1.22 亿元、2.97 亿元、3.16 亿元, 年复合增长率为 61%。
- **心脑血管类口服中成药是公司的主打产品。**公司学术带头人、董事长吴以岭院士提出络病学说, 首次建立“络病证治”体系, 开发出独家专利创新药通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊等药物, 主导产品通心络胶囊是国内获得三项国家重大成果的中成药, 2009 年占据心脑血管中成药药物市场约 2.44% 份额, 2010 年销售额达 9.21 亿元。参松养心胶囊 2010 年销售额也突破 5 亿元。
- **独特的络病理论专业化学术营销模式。**公司创立了“理论+临床+新药”独有营销发展模式, 核心竞争力在于络病理论指导下的专业化学术推广模式。公司的专利产品经过国际公认的循证医学评价方法对其临床疗效做出权威评价, 同时借助多种形式的学术会议, 使络病理论及专利产品的特色优势为临床医生普遍认可, 从而带来处方销量的快速增长。
- **给予 2011 年 30~35 倍预测 PE, 公司合理估值 31.50~36.75 元, 建议积极申购。**我们预计 2011~2013 年公司营业收入同比增长 26%、26% 和 34%, 净利润增长 41%、30% 和 37%, 实现摊薄后 EPS 1.05 元、1.36 元和 1.85 元。公司成长性好, 研发实力雄厚, 专利产品潜力巨大, 募投项目为公司未来发展提供了可靠的保障, 给予 2011 年 30~35 倍预测 PE, 我们认为公司合理估值 31.50~36.75 元, 建议积极申购。主要风险为国家强制性产品降价和新产品研发进度低于预期。

主要财务数据

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	1632	1649	2072	2612	3493
同比增长	74%	1%	26%	26%	34%
营业利润(百万元)	340	346	509	669	923
同比增长	126%	2%	47%	32%	38%
净利润(百万元)	297	316	445	577	788
同比增长	143%	6%	41%	30%	37%
每股收益(元)	0.70	0.74	1.05	1.36	1.85
ROE	38%	29%	13%	15%	18%

资料来源: 招商证券研发中心

正文目录

一、公司概况.....	4
二、发行简况.....	4
三、募集资金投向.....	6
四、心脑血管类口服中成药是公司的主导产品.....	6
1、通心络胶囊.....	7
2、参松养心胶囊.....	8
3、芪苈强心胶囊.....	9
五、国内心血管中成药市场概况.....	10
1、中成药行业保持快速增长.....	10
2、我国心脑血管患病人数快速增长.....	11
3、心脑血管中成药风景独好.....	12
4、市场集中度逐渐提高.....	12
六、完善的市场网络与独特的营销模式.....	13
七、业绩预测与估值.....	14

图表目录

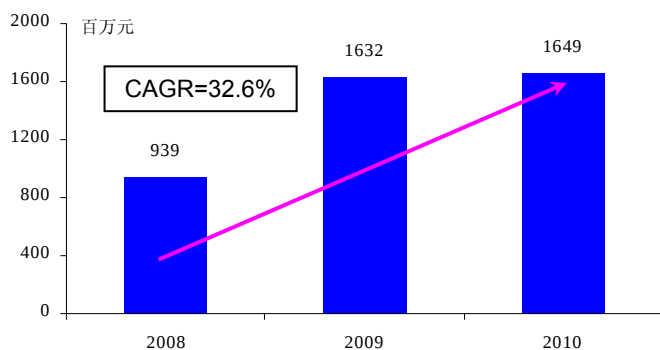
图 1: 公司营业收入快速增长.....	4
图 2: 公司净利润快速增长	4
图 3: 发行前公司的股权结构.....	5
图 4: 公司 2010 年收入构成.....	7
图 5: 公司 2010 年毛利润构成	7
图 6: 公司通心络胶囊的销售收入	8
图 7: 公司通心络胶囊的毛利率	8
图 8: 公司参松养心胶囊的销售收入.....	8
图 9: 公司参松养心胶囊的毛利率	8
图 10: 公司芪苈强心胶囊的销售收入及增长率.....	9
图 11: 2000~2010 年中成药工业销售收入及利润总额	11
图 12: 1993~2008 年我国居民心脑血管疾病患病率	11
图 13: 1982~2008 年我国 65 岁以上人口比例迅速提高.....	11
图 14: 2006~2009 年心脑血管用药及中成药市场规模.....	12
图 15: 2007~2009 年心脑血管中成药 CR4.....	13
图 16: 2007~2009 年心脑血管中成药 CR8.....	13
图 17: 公司独特的营销手段是业绩快速增长的保证	14
图 18: 医药行业历史 PEBand	15
图 19: 医药行业历史 PBBand	15
表 1: 发行前后公司股权结构的变化情况.....	5
表 2: 募集资金投向	6
表 3: 心脑血管类中成药是公司的主导产品	7
表 4: 9 城市样本医院心脑血管口服中成药市场份额.....	10
表 5: 2009 年心脑血管中成药前十大品种的市场占有率情况	10
表 6: 以岭药业分产品销售收入预测.....	15

一、公司概况

以岭药业股份有限公司是一家以中医学术创新带动中医药产业化的实践者，前身系1994年5月6日设立的医药研究所下属单位——黄帝制药厂，黄帝制药厂于1996年12月23日改制设立为以岭有限，并于2001年8月28日整体变更为以岭药业股份有限公司，注册资本3.6亿元。

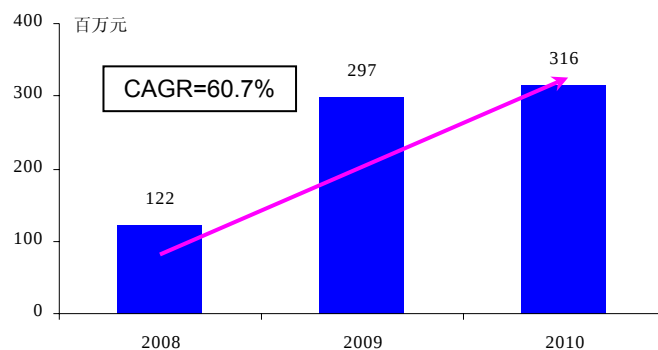
公司主要致力于中成药的研发、生产与销售，是国家高新技术企业、拥有国家五部委认定的企业技术中心，根据国家工信部医药行业工业企业的排名，公司2009年主营业务收入排名47位，利润总额排名28位。公司拥有通过GMP认证的胶囊、片剂、颗粒剂、针剂生产线，以及通过欧盟认证的化学药制剂车间。公司拥有年产胶囊剂29亿粒、片剂2亿片、颗粒剂800万袋的生产能力。2008~2010年营业收入分别为9.39亿、16.32、16.49亿元，归属于母公司所有者的净利润分别为1.22亿、2.97亿、3.16亿元。

图 1：公司营业收入快速增长



资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

图 2：公司净利润快速增长



资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

公司学术带头人、董事长吴以岭院士提出络病学说的核心理论——“营卫承制调平”，在两千年中医学术发展史上首次建立“络病证治”体系，总结出心脑血管病、心律失常、慢性心力衰竭中医病机特点与用药规律，开发出独家专利创新药通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊等药物，主导产品通心络胶囊是国内获得三项国家重大成果的中成药，2009年占据心脑血管中成药药物市场约2.44%份额，2010年销售额达9.21亿元。

吴以岭院士创立了中华中医药学会络病分会，创建了国家中医药管理局中医络病学重点学科。先后承担国家“973”、“863”、国际科技合作计划、“十五”攻关、“十一五”科技支撑、国家重大新药创制专项、高技术产业化示范工程等国家级重大项目10余项，获得国家科技进步二等奖3项，国家技术发明二等奖1项，国家专利新药9个，覆盖心脑血管疾病、感冒呼吸疾病、肿瘤、糖尿病及其并发症等发病率与死亡率均居前列的重大疾病领域，络病理论创新带动专利新药研发形成了公司独具优势的核心竞争力。

二、发行简况

本次发行前公司董事长吴以岭教授通过持有以岭医药集团100%股权间接持有公司40%股权，吴相君先生和吴瑞女士分别持有以岭药业26.42%和2.97%的股权，三人合计持有2.498亿股，占公司股权比例为69.39%，为公司实际控制人。

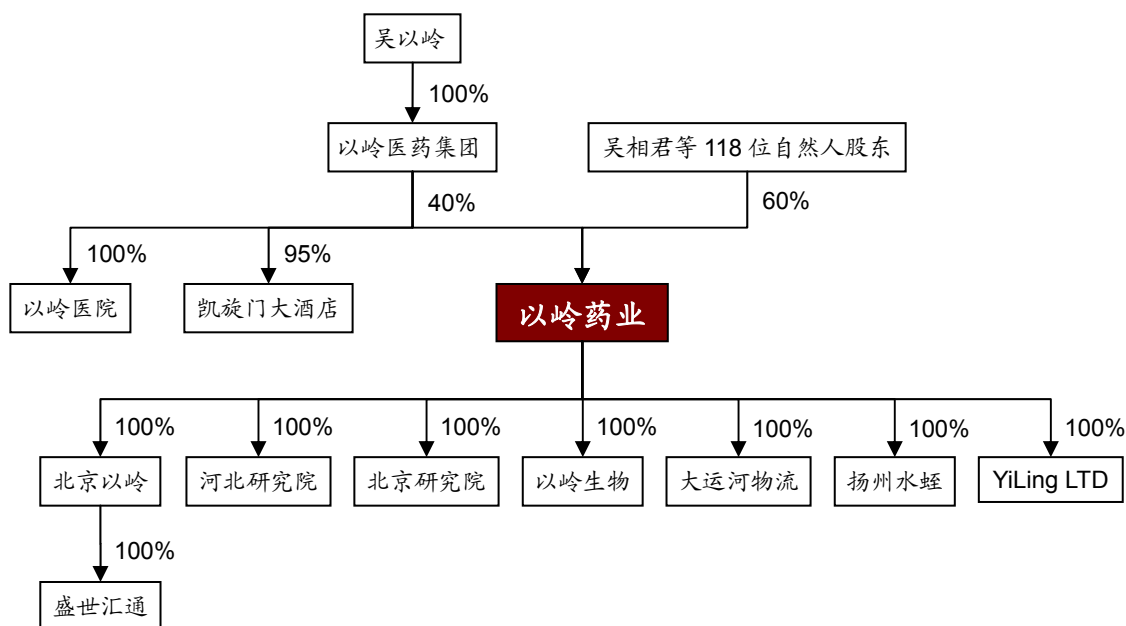
表 1: 发行前后公司股权结构的变化情况

序号	股东名称	任职情况	发行前		发行后	
			持股数 (股)	持股比例	持股数 (股)	持股比例
1	以岭医药集团	董事长	143,999,999	40.00%	143,999,999	33.88%
2	吴相君	董事、副总经理	95,120,203	26.42%	95,120,203	22.38%
3	田书彦	董事	33,731,978	9.37%	33,731,978	7.94%
4	吴瑞	副总、董秘	10,682,969	2.97%	10,682,969	2.51%
5	陈金亮		6,193,583	1.72%	6,193,583	1.46%
6	张庆昌		4,936,580	1.37%	4,936,580	1.16%
7	吴以池		4,678,773	1.30%	4,678,773	1.10%
8	吴相锋		4,452,247	1.24%	4,452,247	1.05%
9	玉兰芬		4,221,461	1.17%	4,221,461	0.99%
10	吴以红		4,079,760	1.13%	4,079,760	0.96%
11	其他 109 位自然人股东		47,902,447	13.31%	47,902,447	11.27%
12	社会公众股		0	0.00%	65,000,000	15.29%
合计			360,000,000	100.00%	425,000,000	100.00%

资料来源: 招股意向书, 招商证券研发中心

公司本次发行前的总股本为 36,000 万股, 本次拟发行 6,500 万股, 占发行后总股本的比例为 15.29%。本次发行完成后, 实际控制人仍为公司董事长吴以岭教授, 副总吴相君先生和吴瑞女士, 三人合计持有 58.77% 的股权。

图 3: 发行前公司的股权结构



资料来源: 招股意向书, 招商证券研发中心

三、募集资金投向

公司已研发出 9 个国家专利新药、8 个专利中药新药已经完成或正在进行二期、三期临床，产品覆盖了心脑血管病、肿瘤、呼吸系统、糖尿病等多个治疗领域，形成了持续的新药研发能力，已成为河北省中药新药的重要开发基地之一。

随着公司产品市场需求的增长和专利新药的陆续投产，现有生产能力已饱和。2010 年公司胶囊剂产能 29 亿粒，实际产量已达到 28.25 亿粒；颗粒剂产能仅有 800 万袋，无法满足公司未来颗粒剂的生产需要，公司迫切需要扩大生产能力、提高产能、扩大规模。以企业为主体的综合创新体系对促进新药研发作用日显突出，公司已具备建立综合性创新药物研发体系的能力，建立以岭医药研究院（院士工作站）未来以在新药研发方面突出络病理论特色，进行创新药、循证医学再评价、大品种二次开发，保持公司的核心竞争力。

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股不超过 6,500 万股，不超过发行后总股本的 15.29%，实际募集资金主要投资于专利中药生产基地、以岭医药研究院暨院士工作站（科技创新平台）建设项目，解决产能瓶颈，提升中药现代化水平，以及络病理论支撑的创新药开发。

表 2：募集资金投向

序号	项目名称	投资总额（亿元）	建设周期
1	专利中药生产基地建设项目	11.72	2 年
2	以岭医药研究院暨院士工作站（科技创新平台）建设项目	3.7	2 年
3	专利中药营销网络建设项目	0.97	3 年
4	企业信息化平台建设项目	0.51	3 年
合计		16.9	-

资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

专利中药生产基地建设项目盈利预测：

项目计算期 15 年，其中包括建设期 2 年。未来达产后，每年新增营业收入 256,272.19 万元，税后财务内部收益率为 35.43%，税后投资回收期 4.94 年（含建设期 2 年），总投资收益率 45.57%，以生产能力利用率表示达产年的盈亏平衡点为 34.64%，经济效益良好。

四、心脑血管类口服中成药是公司的主导产品

以岭药业以发展创新中医药为主题，在创新络病理论指导下，围绕心脑血管病、肿瘤、感冒呼吸系统疾病、糖尿病及其并发症等发病率高、市场用药量大的四大类国家重点防治的重大疾病，开发系列特色专利中药，在医药行业形成了独具特色的产品布局优势，其中心脑血管和感冒呼吸系统疾病用药领域已经处于行业领先地位。

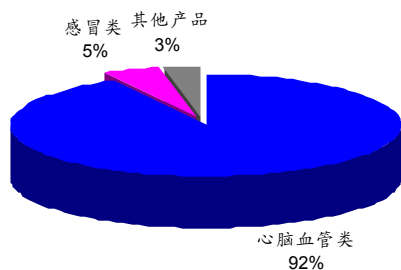
表 3: 心脑血管类中成药是公司的主导产品

药品类别	药品名称	适应症	2010 年销售收入 (亿元)	处方药/OTC	基本药物	医保目录
心脑血管用药	通心络胶囊	冠心病、脑梗塞	9.21	处方药	国家基本药物	甲类
	参松养心胶囊	心律失常	5.64	处方药	12 省基本药物	甲类, 由乙类调入
	芪苈强心胶囊	慢性心衰	0.29	处方药		乙类, 新进
感冒类用药	连花清瘟胶囊	感冒	0.73	OTC	15 省基本药物	乙类, 新进
	连花清瘟颗粒	感冒	0.02	处方药		乙类, 新进
抗肿瘤用药	养正消积胶囊	肿瘤辅助用药	-	处方药		乙类, 新进
糖尿病用药	津力达颗粒	II 型糖尿病	-	处方药		乙类, 新进
安神药	枣椹安神口服液	失眠	-	OTC		
补肾药	八子补肾胶囊	肾虚	-	OTC		

资料来源: 招股意向书, 招商证券研发中心

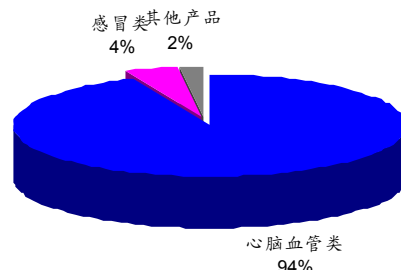
公司收入和利润的主要来源于通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊等心脑血管类用药, 2010 年收入达到 15.1 亿元, 毛利润 10.2 亿元, 分别占公司总收入和总毛利的 92% 和 94%。

图 4: 公司 2010 年收入构成



资料来源: 招股意向书, 招商证券研发中心

图 5: 公司 2010 年毛利润构成



资料来源: 招股意向书, 招商证券研发中心

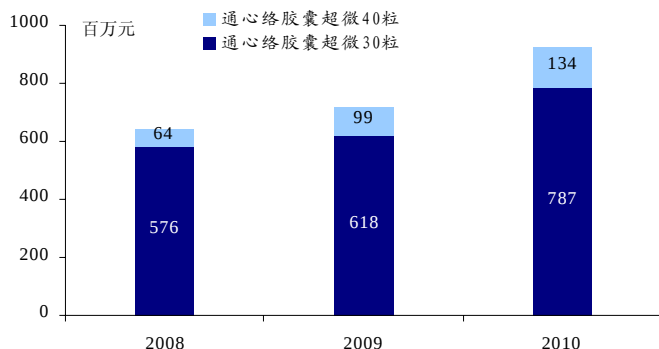
1、通心络胶囊

通心络胶囊是在创新的络病理论指导下研制而成的专利新药, 具有显著的市场竞争优势。经循证医学研究表明, 通心络胶囊对防治冠心病、脑梗死等缺血性心脑血管病具有良好的疗效; 通心络胶囊以其组方独特、疗效显著荣获 2000 年国家科技进步二等奖, 以其理论创新荣获 2006 年国家科技进步二等奖, 以其超微粉生产工艺提升荣获 2007 年国家技术发明二等奖; 通心络胶囊为《国家医保目录 (2009 版)》甲类品种、国家基本药物目录品种、国家中药保护品种、全国中医院急救必备品种。

通心络胶囊治疗动脉硬化, 稳定易损斑块、防治急性心梗、脑梗的实验研究, 被《美国生理学杂志》刊载并伴发编辑部评论, 指出“该产品为未来可能发展成冠心病事件的患者点燃了希望之灯”。由北京阜外心血管医院主持的随机双盲多中心循证医学证实, 该

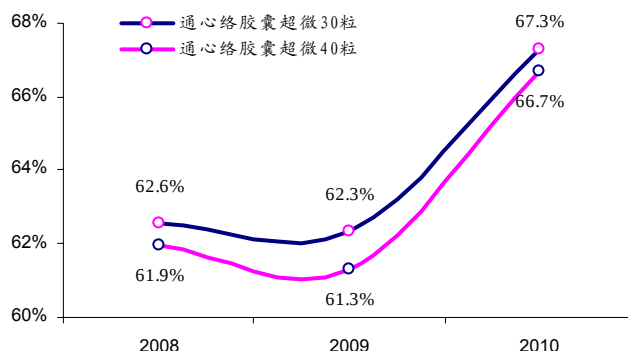
药可明显减少急性心梗介入后心肌无复流，改善心功能。国内外各类医学期刊发表通心络研究论文 1000 余篇，显示了通心络确切的临床疗效，促进了市场销售的快速发展，成为心脑血管病中成药市场主导品牌产品，2010 年销售收入达到 9.21 亿元，2008~2010 年三年间 CAGR 达到 20%，毛利率超过 66%。

图 6：公司通心络胶囊的销售收入



资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

图 7：公司通心络胶囊的毛利率

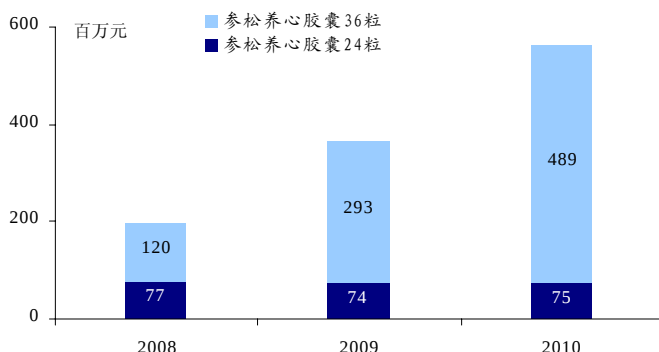


资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

2、参松养心胶囊

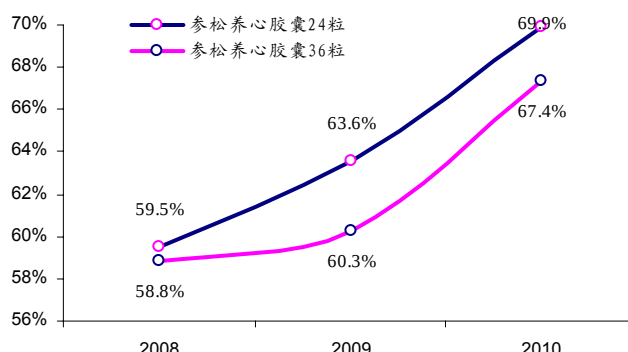
参松养心胶囊是在创新的络病理论指导下研制而成的专利新药，经全国大规模、多中心开展的治疗心律失常循证医学临床研究证实，参松养心胶囊对快速心率失常、缓慢性心率失常、快慢综合症均具有良好疗效，同类竞争品种很少。参松养心胶囊以其理论创新、疗效确切、快慢兼治的显著特点，荣获 2009 年国家科学技术进步二等奖，并列入国家医保甲类品种，在 12 个省进入国家基本药物目录。

图 8：公司参松养心胶囊的销售收入



资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

图 9：公司参松养心胶囊的毛利率



资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

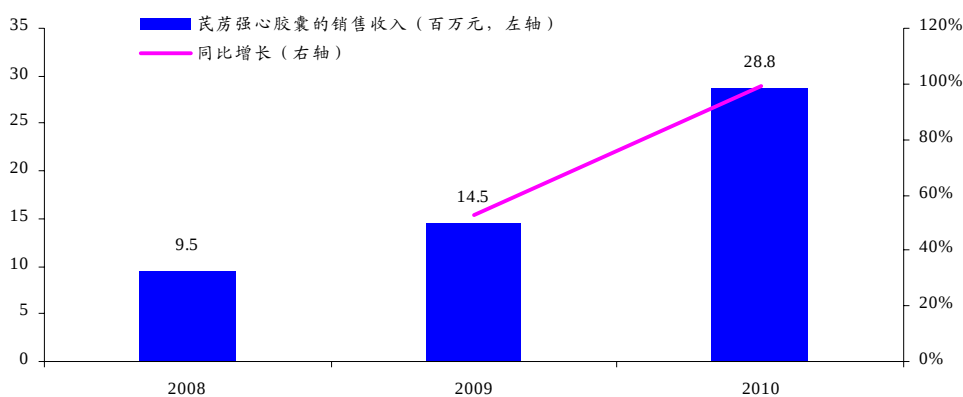
参松养心胶囊治疗心律失常研究获 2009 年国家科技进步二等奖，该研究提出“整合调节一心律失常药物干预新策略”，由北京阜外医院、北京朝阳医院、南京医科大学一附院牵头的 32 家大型综合性三甲医院开展的临床循证医学研究证实：该药治疗室性早搏明显优于西药的慢心律、治疗阵发性房颤疗效与心律平相当，但改善症状明显优于心律平，对目前尚无针对性治疗药物的缓慢性心律失常疗效确切，可明显提高心室率，填补了该类心律失常长期药物治疗的空白，这种临床“快慢兼治”的特色优势使该药不仅疗效确切且无心脏不良反应。实验研究证实该药同时具有多离子通道阻滞与非离子通道干

预的整合调节作用，用药安全性高，特色优势明显。产品在 2009 年进入国家医保目录，受到广大临床医师和患者的欢迎，曾获国家科技部创新基金资助项目“参松养心胶囊治疗心律失常应用研究”。近年来该产品的销售增长较快，2008 年、2009 年、2010 年参松养心胶囊的销售收入分别较上年同期增长了 52.1%、85.5%、54.1%。

3、芪苈强心胶囊

芪苈强心胶囊为国家“863”专项重大成果，该药标本兼治慢性心衰，既可强心利尿扩血管、改善心衰症状，又可抑制心室重构，改善心衰的病理基础。实验研究证实该药强心作用与西药强心药地戈辛疗效相当，抑制 RAS 系统疗效优于西药雷米普利，利尿作用与西药口服速尿疗效相当，抑制心室重构作用优于西药美托洛尔，单一中药疗效与西药一线、二线四类药物治疗相当或具有一定优势，该药的显著疗效为慢性心衰患者提供了新的治疗方法，已列入国家医保目录，具有广阔的市场前景。

图 10：公司芪苈强心胶囊的销售收入及增长率



资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

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，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 4：9 城市样本医院心脑血管口服中成药市场份额

序号	心脑血管口服中成药	2008 年	2009 年	2010 年 1~11 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%
总计		52.2%	50.7%	49.1%

资料来源：SFDA 南方所，招商证券研发中心

此外根据 SFDA 南方医药经济研究所的统计结果，在心脑血管中成药前十大品种中，公司主导产品通心络胶囊 2009 年的市场占有率为 2.44%，居第三位。

表 5：2009 年心脑血管中成药前十大品种的市场占有率情况

序号	产品	生产商	2009 年
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：SFDA 南方所，招商证券研发中心

五、国内心血管中成药市场概况

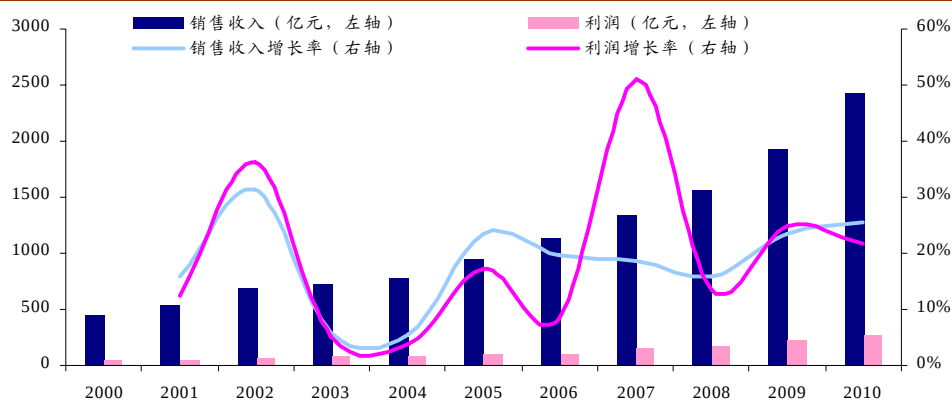
1、中成药行业保持快速增长

作为民族工业瑰宝的中成药工业，受国家实施中药现代化、人口老龄化、新医改等因素的驱动，近几年在我国医药工业所占的比重均保持在 20%以上。2010 年中成药工业总产值 2587.05 亿元，同比增长 25.83%，过去 10 年的复合增长率超过 17%。

近十年，我国中成药工业保持 10%的盈利空间。南方所提供的数据显示，产品销售收入由 2000 年的 453.65 亿元上升至 2010 年的 2429.49 亿元，年复合增长率为 18.3%。利润总额增长了 4.6 倍，2009 年达到了 221.93 亿元，十年复合增长率 18.4%。

Wind 提供的数据显示：2011 年 1~5 月份，中成药工业销售收入达 1142.96 亿元，同比增长 32.46%。利润总额 112.64 亿元，同比增长 31%，保持快速增长。

图 11：2000~2010 年中成药工业销售收入及利润总额



资料来源：SFDA 南方所，招商证券研发中心

2、我国心脑血管患病人数快速增长

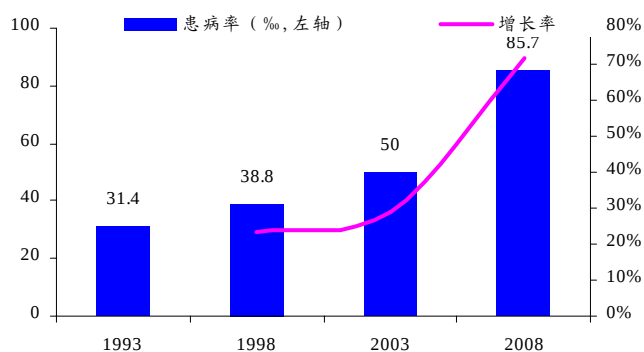
据 WHO 预计，心脑血管疾病每年至少造成 1200 万人死亡，已成为威胁人类健康的头号敌人。在中国，每年大约有 260 万人、每天大约有 7000 人死于心脑血管疾病。

心脑血管患病人群多为老年人，2011 年 4 月，国家统计局最新公布的第六次全国人口普查结果显示，我国 60 岁及以上人口突破 1.77 亿人，占人口总量的 13.26%，其中 65 岁及以上人口接近 1.2 亿人，占 8.87%，与 2000 年第五次全国人口普查相比，60 岁及以上人口的比重上升 2.93 个百分点，65 岁及以上人口的比重上升 1.91 个百分点。据中国老龄办预测，2001-2020 年中国处于快速老龄化阶段，2020 年老龄化率将达到 17.2%，而 2050 年将达到 30% 以上。

据我国 2008 年第四次《国家卫生服务研究》统计调查数据显示：从 1993 年至 2008 年，15 年间，我国居民心脑血管疾病患病率呈现了快速增长之势，年均增长率达到了 8.37%。按 2008 年人口总数 13.3 亿推算，我国经医生明确诊断的心脑血管疾病例数由 1993 年的 0.37 亿人增加到 2008 年 1.14 亿人。

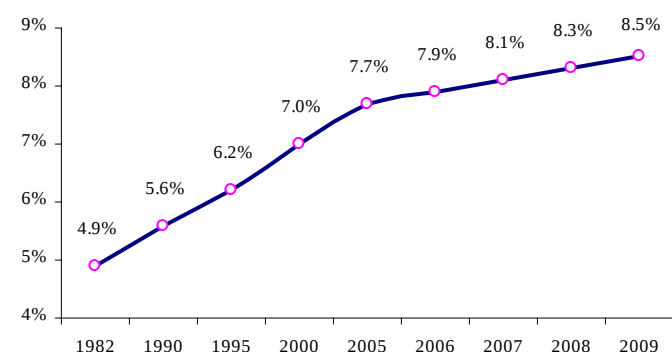
可见，随着老龄化进程的加快，心脑血管疾病已经成为影响我国居民健康的主要问题。

图 12：1993~2008 年我国居民心脑血管疾病患病率



资料来源：中国卫生统计年鉴，招商证券研发中心

图 13：1982~2008 年我国 65 岁以上人口比例迅速提高



资料来源：中国卫生统计年鉴，招商证券研发中心

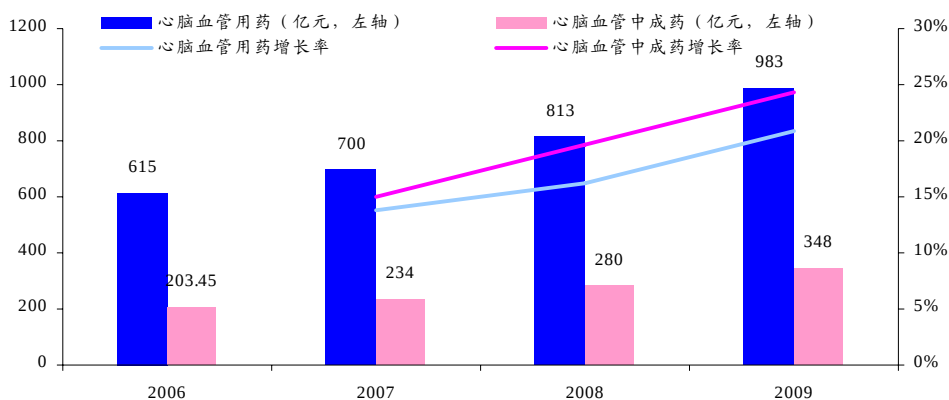
3、心脑血管中成药风景独好

心脑血管药物在全球范围内是第一大类药物，约占药品总规模的 20%；而在我国，心脑血管药虽属于第二大类药物，但却超过全国药品销售总额的 20%。

目前我国心脑血管药物在我国药品市场规模中仅次于抗感染药物，位居第 2 位，2007 年市场规模达到了 700 亿元，2008 年为 813 亿元，2009 年上升至 983 亿元，市场总体发展非常成熟。近 3 年的市场规模年均复合增长率达到 18.55%，市场成长性较好。

南方医药经济研究所数据显示，我国心脑血管中成药 2007~2009 年的市场规模分别为 234 亿元、280 亿元、348 亿元，其年均复合增长率为 21.94%，高于心脑血管总体用药市场及整个医院用药市场的年均复合增长率。

图 14：2006~2009 年心脑血管用药及中成药市场规模



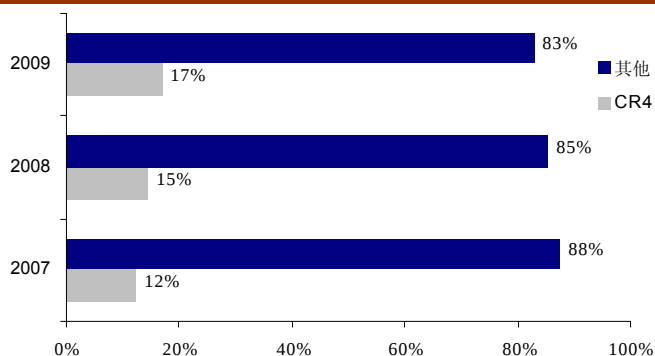
资料来源：南方医药经济研究所，招商证券研发中心

4、市场集中度逐渐提高

据南方所标点信息九城市样本医院数据库数据显示，从 2007~2009 年心脑血管疾病用药的品牌市场集中度看，采购额排名前 4 位合计（CR4）的市场份额依次为 12.36%、14.56%和 17.14%，前 8 位品牌合计（CR8）的市场份额依次为 21.40%、23.96%和 27.10%，根据市场集中度指数 CR8 判断值： $20\% \leq CR8 < 40\%$ ，可判断出我国心脑血管疾病用药中成药市场的市场集中度属于低集中竞争型，其市场竞争较激烈。

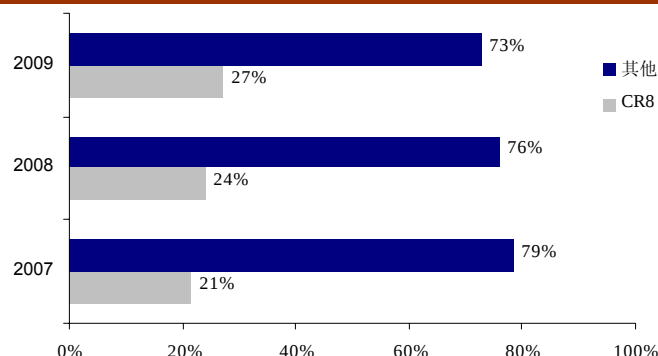
同时，从 2007~2009 年心脑血管疾病用药前 4 位品牌和前 8 位品牌的市场集中度看，市场集中度呈现逐年上升态势，市场正逐步走向集中，大品牌在医院市场逐渐获得更多的市场份额。

图 15: 2007~2009 年心脑血管中成药 CR4



资料来源: SFDA 南方所, 招商证券研发中心

图 16: 2007~2009 年心脑血管中成药 CR8



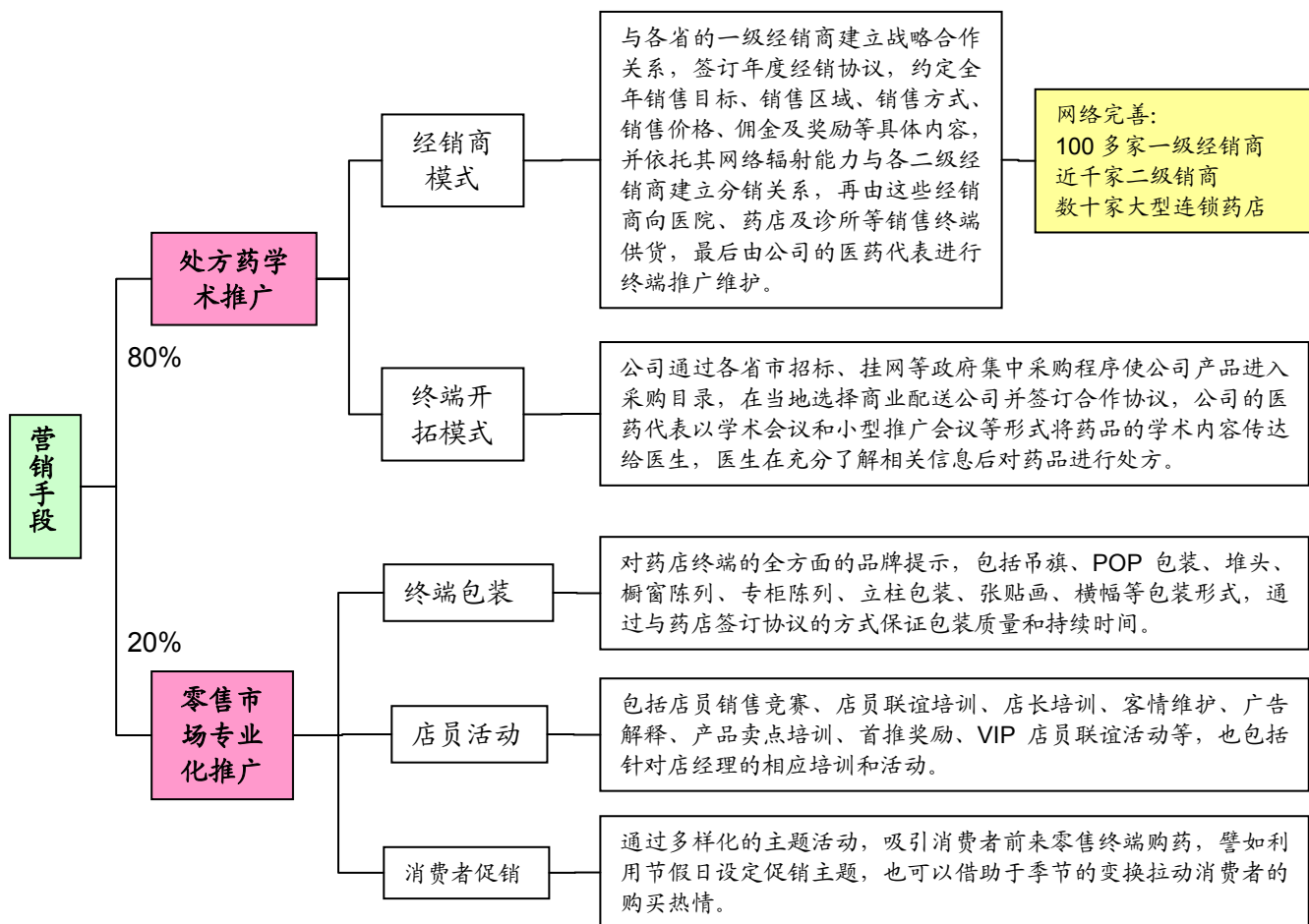
资料来源: SFDA 南方所, 招商证券研发中心

六、完善的市场网络与独特的营销模式

公司创立了“理论+临床+新药”独有营销发展模式,以学术创新为主导,以临床实践为基础,以创新药物为依托,创造性地发展了制药业营销模式。公司的营销模式已经从产品经营跨越性地发展到了品牌经营模式,近年又发展成为络病理论营销模式。

公司营销模式的核心竞争优势在于络病理论指导下的专业化学术推广模式。络病理论是公司的核心竞争力之一,具有很强的差异化优势,能大幅提高专业客户对产品的认知度。本公司的销售人员通过其对产品的深入认知和专业的推广经验开展终端推广。公司的专利产品均为络病理论指导下研发的新产品,络病理论为中医药学术理论体系的重要组成部分,专利新药因络病理论指导的组方特色、疗效特色而具备确切的临床疗效,公司的专利产品经过国际公认的循证医学评价方法对其临床疗效做出权威评价,从而形成学术推广的独特优势,同时,借助多种形式的学术会议,使络病理论及专利产品的特色优势为临床医生普遍认可,从而带来处方销量的快速增长。

图 17：公司独特的营销手段是业绩快速增长的保证



资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

七、业绩预测与估值

我们预计 2011~2013 年公司营业收入同比增长 26%、26%和 34%，净利润增长 41%、30%和 37%，实现摊薄后 EPS 1.05 元、1.36 元和 1.85 元。公司成长性好，研发实力雄厚，专利产品潜力巨大，募投项目为公司未来发展提供了可靠的保障，给予 2011 年 30~35 倍预测 PE，我们认为公司合理估值 31.50~36.75 元，建议积极申购。主要风险为国家强制性产品降价和新产品研发进度低于预期。

表 6: 以岭药业分产品销售收入预测

(百万元)		2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
心血管用药	收入	847.1	1098.1	1514.3	1756.6	2055.3	2425.2
	同比增长 (%)		29.63%	37.91%	16.00%	17.00%	18.00%
	毛利率 (%)	60.28%	61.91%	67.39%	67.50%	68.00%	68.00%
感冒用药	收入	65.5	506.0	75.2	195.5	293.3	410.6
	同比增长 (%)		672.34%	-85.14%	160.00%	50.00%	40.00%
	毛利率 (%)	57.45%	60.30%	62.78%	63.50%	63.50%	63.50%
其他产品	收入	26.0	28.2	59.8	119.5	263.0	657.5
	同比增长 (%)		8.72%	111.69%	100.00%	120.00%	150.00%
	毛利率 (%)	38.87%	36.42%	45.60%	50.00%	55.00%	60.00%
合计	收入	938.6	1632.3	1649.3	2071.7	2611.6	3493.3
	同比增长 (%)		73.92%	1.04%	25.61%	26.06%	33.76%
	毛利率 (%)	59.49%	60.97%	66.39%	66.11%	66.19%	65.97%

资料来源: 招股意向书, 招商证券研发中心

图 18: 医药行业历史PEBand

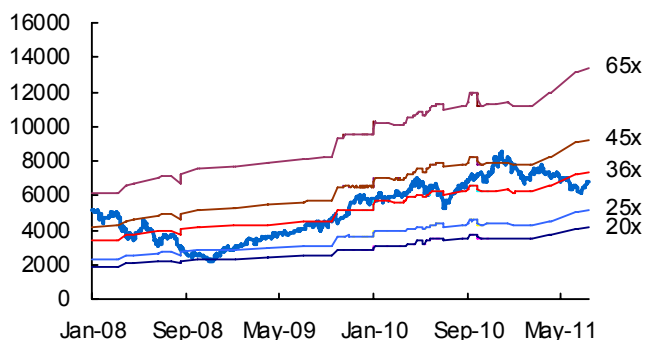
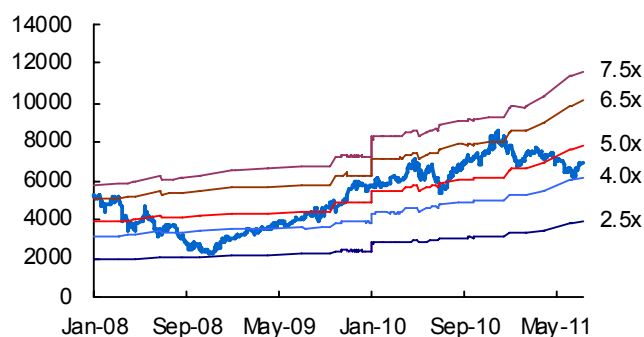


图 19: 医药行业历史PBBand



- 说明: 1、资料来源于招商证券研发中心、港澳资讯;
2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数;
3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和;
4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	929	893	2267	1625	2412
现金	211	403	1703	915	1459
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	19	28	37	47	63
应收款项	168	168	200	252	337
其它应收款	192	1	10	13	17
存货	144	210	211	265	357
其他	195	83	105	132	178
非流动资产	581	878	1743	2828	2667
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	406	533	1024	1731	1785
无形资产	91	247	222	200	180
其他	84	98	497	897	702
资产总计	1509	1771	4009	4452	5078
流动负债	641	534	373	412	485
短期借款	0	160	30	30	30
应付账款	116	87	112	141	190
预收账款	61	45	56	71	95
其他	464	242	175	170	170
长期负债	78	146	148	148	148
长期借款	0	46	46	46	46
其他	78	100	102	102	102
负债合计	719	680	521	560	633
股本	80	360	425	425	425
资本公积金	75	59	2079	2079	2079
留存收益	632	672	984	1388	1939
少数股东权益	3	0	0	1	2
母公司所有者权益	788	1091	3487	3891	4443
负债及权益合计	1509	1771	4009	4452	5078

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	318	300	477	689	890
净利润			445	577	788
折旧摊销			134	215	266
财务费用			3	4	5
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(106)	(110)	(174)
其它			2	3	6
投资活动现金流	(211)	(307)	(997)	(1300)	(105)
资本支出			(1000)	(1300)	(105)
其他投资			3	0	0
筹资活动现金流	(23)	200	1820	(177)	(241)
借款变动			(130)	0	0
普通股增加			65	0	0
资本公积增加			2020	0	0
股利分配			(133)	(173)	(236)
其他			(2)	(4)	(5)
现金净增加额	85	192	1300	(788)	544

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1632	1649	2072	2612	3493
营业成本	637	555	702	883	1189
营业税金及附加	20	22	29	37	49
营业费用	528	571	663	810	1048
管理费用	102	154	166	209	279
财务费用	1	6	3	4	5
资产减值损失	4	(5)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	340	346	509	669	923
营业外收入	18	29	20	15	10
营业外支出	4	6	5	5	5
利润总额	354	369	524	679	928
所得税	57	54	79	102	139
净利润	298	315	445	577	789
少数股东损益	0	(1)	0	1	1
母公司所有者净利润	297	316	445	577	788
EPS (元)	0.70	0.74	1.05	1.36	1.85

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	74%	1%	26%	26%	34%
营业利润	126%	2%	47%	32%	38%
净利润	143%	6%	41%	30%	37%
获利能力					
毛利率	61.0%	66.4%	66.1%	66.2%	66.0%
净利率	18.2%	19.1%	21.5%	22.1%	22.6%
ROE	37.7%	28.9%	12.8%	14.8%	17.7%
ROIC	36.2%	23.2%	12.2%	14.4%	17.4%
偿债能力					
资产负债率	47.6%	38.4%	13.0%	12.6%	12.5%
净负债比率	0.0%	11.6%	1.9%	1.7%	1.5%
流动比率	1.4	1.7	6.1	3.9	5.0
速动比率	1.2	1.3	5.5	3.3	4.2
营运能力					
资产周转率	1.1	0.9	0.5	0.6	0.7
存货周转率	6.0	3.1	3.3	3.7	3.8
应收帐款周转率	13.6	9.8	11.3	11.5	11.8
应付帐款周转率	7.8	5.5	7.1	7.0	7.2
每股资料(元)					
每股收益	0.70	0.74	1.05	1.36	1.85
每股经营现金	0.75	0.71	1.12	1.62	2.09
每股净资产	1.85	2.57	8.21	9.16	10.45
每股股利	0.00	0.00	0.31	0.41	0.56
估值比率					
PE	48.8	46.0	32.6	25.1	18.4
PB	18.4	13.3	4.2	3.7	3.3
EV/EBITDA	56.8	55.0	30.0	21.8	16.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李珊珊 CPA，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5年证券从业经验，注册会计师（CPA）。2010年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009年加入招商证券，任医药行业分析师。

廖星昊 CIIA，上海财经大学金融数学与金融工程硕士，武汉大学生命科学与技术基地班学士，1年股权投资经验，注册国际投资分析师（CIIA）。2010年加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。