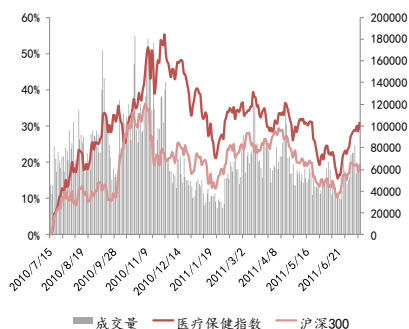


合理价格区间

31.5-36.8 元

行业走势情况



公司基本情况

发行日期	2011-7-19
发行后总股本 (万股)	42,500
发行数量 (万股)	6,500
网上发行 (万股)	5,200
网下发行 (万股)	1,300
第一大股东	以岭集团
第一大股东持股比 例 (发行前/后)	40%/33.88%
发行前每股净资产	3.03
发行前资产负债率	38.40%

研发部

邵明慧¹

SAC 执业证书编号: S1340510120001

联系电话: 010-68858138

Email: songkai@cnpsec.com

研发优势明显，产品竞争力强

——以岭药业（002603）新股定价报告

摘要：

● 公司发行前总股本为 3.60 亿股，控股股东为以岭医药集团，持有公司 40% 的股权，实际控制人为吴以岭先生，他持有以岭医药集团 100% 股权；吴相君和田书彦等 118 名自然人持有公司其余 60% 股权。本次公司发行 A 股 6500 股，发行后公司总股本扩张为 4.25 亿股，以岭集团的持股比例下降为 33.88%，其余自然人持股比例下降为 50.83%，社会公众股比例为 15.29%。发行后吴以岭依然为公司的实际控制人。

● **学术出身的吴以岭董事长是公司的核心。**吴以岭先生学术出身，教授，博士生导师，中国工程院院士，他首次系统构建“络病证治”理论体系和络病学说，为络病学学科建立奠定了理论基础。他建立的络病专家门诊长期坚持临床一线诊治患者，以络病理论为指导，开辟冠心病、心律失常、慢性心衰治疗新途径，明显提高了临床疗效。吴以岭教授创立了“理论—临床—教学—新药—产业”一体化发展模式，在提高临床疗效和促进新药研发方面贡献突出。

● **主打产品竞争力强。**公司主打药品具有较强的竞争力，是各自市场的主流用药。公司目前的主打产品包括心脑血管用药——通心络胶囊和参松养心胶囊，以及抗感冒药连花清瘟。公司产品在高端市场具有较高的市场份额，其中通心络胶囊在国内几个省会城市的二三级医院的口服心脑血管中成药市场份额排名第一，高于银杏叶片和复方丹参滴丸；公司的参松养心胶囊市场份额排名第六。在全国市场范围，通心络胶囊的市场份额排名第三，低于复方丹参滴丸和步长脑心通胶囊，参松养心胶囊的市场份额更低。公司的抗感冒中药连花清瘟胶囊是国内中成药感冒药的主流用药之一，在竞争激烈的感冒药市场中占有一席之地，其终端市场份额排名第五。该药物在 2009 年甲流疫情中爆发增长，导致公司当年业绩大幅增长，2010 年失去疫情刺激，销售额萎缩，使公司业绩增速下滑。

● **募投项目助力公司长远发展。**公司此次发行 6500 万股 A 股，募集资金主要用于产能扩张、研发基地建设和销售队伍建设。项目投产后，公司各剂型产能将有大幅提升，其中胶囊剂产能将由 29 亿粒上升到 50 亿粒，颗粒剂产能将由 800 万袋上升到 9000 万袋。公司的核心竞争力体现在研发，公司未来将进一步加大对科研的投入，保障公司在中药理论研究和新药研发领域的优势。同时加强公司特色的络病理论学术推广，销售队伍将有较大扩张。

● **盈利预测与估值。**我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.05 元、1.35 元和 1.70 元，参考目前 A 股市场中药行业平均估值情况，我们认为上市估值在 30-35 倍之间，对应合理发行价在 31.5-36.8 元之间。

● **风险提示。**新产品营销风险；中药材涨价导致盈利能力下降风险；新药研发风险。

¹报告贡献人：宋凯

目录

1. 国内医药工业百强企业之一.....	4
1.1 公司简介.....	4
1.2 公司股权结构.....	4
1.3 董事长吴以岭是公司的核心.....	5
2. 业绩高速增长，甲流导致波动.....	6
2.1 主导产品受益甲流，导致业绩波动.....	6
2.2 心脑血管和抗感冒用药挑公司大梁.....	6
2.3 华东华北地区市场占据公司半壁江山.....	7
3. 产品颇具竞争力，第二梯队产品潜力大.....	8
3.1 占据心脑血管药物高端市场，基层市场有待深入开发.....	9
3.2 抗感冒用药波动较大.....	11
3.3 第二梯队产品潜力巨大.....	12
3.3.1 慢性心衰药物——芪苈强心胶囊.....	12
3.3.2 抗肿瘤用药——养正消积胶囊.....	12
3.3.3 糖尿病用药——津力达颗粒.....	13
4. 募投项目分析.....	14
5. 盈利预测与估值.....	16
5. 风险提示.....	17

图表目录

图表 1：公司主要产品.....	4	
图表 2：公司股权结构和旗下资产.....	5	
图表 3：公司旗下子公司业绩和简介.....	5	
图表 4：公司近年收入情况	图表 5：公司近年净利润情况.....	6
图表 6：公司主要药物种类的收入和增速.....	7	
图表 7：公司销售区域分布情况.....	7	
图表 8：我国城市和农村疾病死亡率排名.....	8	
图表 9：我国心脑血管药物整体规模和中成药市场情况.....	9	
图表 10：我国抗感冒药市场规模和中成药市场情况.....	9	
图表 11：国内口服心脑血管中成药高端市场份额	图表 12：国内心脑血管中成药整体市场份额.....	10
图表 13：通心络胶囊收入增长情况	图表 14：参松养心胶囊收入增长情况.....	11
图表 15：连花清瘟收入增长情况.....	11	
图表 16：2009-2010 年抗感冒中成药零售市场排名.....	12	
图表 17：芪苈强心胶囊收入和增速情况.....	12	
图表 18：2003-2009 年中国抗肿瘤药物销售规模与市场增长率.....	13	
图表 19：2005-2009 年全球糖尿病市场规模与增速	图表 20：2001-2009 年我国糖尿病市场规模与增速...	14
图表 21：公司募投项目情况.....	14	
图表 22：公司中药材提取能力情况.....	14	
图表 23：公司主要剂型产能情况.....	15	
图表 24：公司主要产品盈利预测情况.....	16	
图表 25：以岭药业盈利预测表（单位：万元）.....	16	

1. 国内医药工业百强企业之一

1.1 公司简介

公司是国内医药工业百强企业之一，根据 sfda 南方所公布的信息，2009 年，公司在国内医药工业百强排名中，名列第 48 位，是国内中药细分行业领域中的龙头企业之一。

公司主要致力于中成药的研发、生产与销售。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 1：公司主要产品

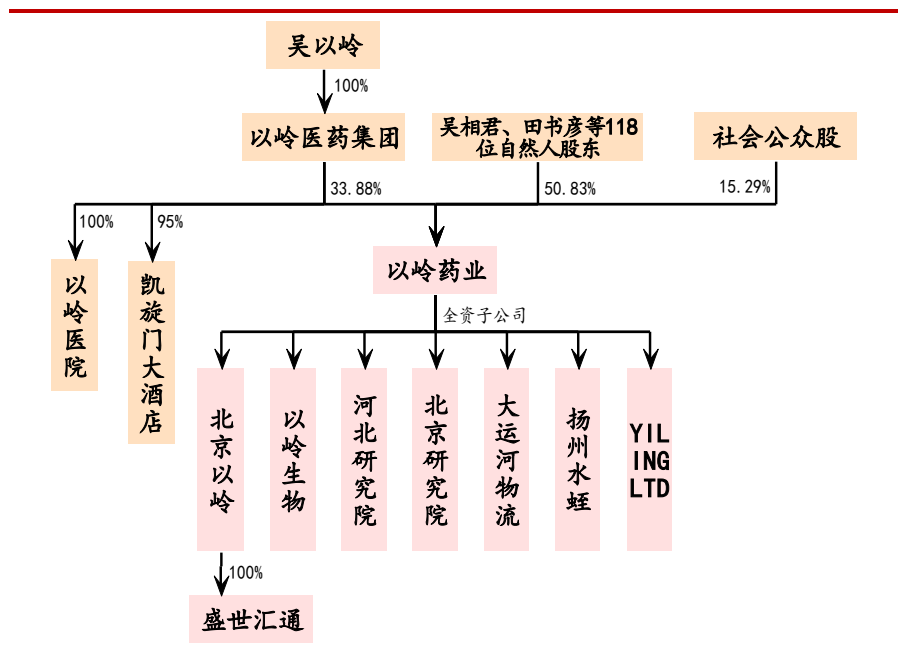


数据来源：公司公告，中邮证券研发部

1.2 公司股权结构

公司发行前总股本为 3.60 亿股，控股股东为以岭医药集团，持有公司 40% 的股权，实际控制人为吴以岭先生，他持有以岭医药集团 100% 股权；吴相君和田书彦等 118 名自然人持有公司其余 60% 股权。本次公司发行 A 股 6500 股，发行后公司总股本扩张为 4.25 亿股，以岭集团的持股比例下降为 33.88%，其余自然人持股比例下降为 50.83%，社会公众股比例为 15.29%。发行后吴以岭依然为公司的实际控制人。

图表 2：公司股权结构和旗下资产



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

北京以岭是公司的中药生产基地之一；河北以岭是公司的核心研发中心，公司主要产品通心络、参松养心、连花清瘟、芪苈强心等均为河北研究院研发成果或在河北研究院做后续研发；扬州水蛭主要负责公司主要原料水蛭的研发、养殖、收购、加工和销售等工作；以岭生物主要从事激素药物的研发，目前以岭生物还未进入盈利状态。

图表 3：公司旗下子公司业绩和简介

序号	子公司	2010 年净利润（万元）	简介
1	北京以岭	1,538	生产基地
2	以岭生物	-1,259.30	高端化学药研发
3	河北研究院	-53.74	核心研发中心
4	北京研究院	-3.47	技术咨询与转让
5	大运河物流	-2.73	药品批发
6	扬州水蛭	457.47	水蛭研发、养殖、收购、加工和销售
7	盛世汇通	16.30	药品批发和咨询
8	YILING LTD		国外非专利药销售

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

1.3 董事长吴以岭是公司的核心

吴以岭学术出身，教授，博士生导师，中国工程院院士，在我国的中医学界颇具影响力。他首次系统构建“络病证治”理论体系和络病学说，为络病学学科建立奠定了理论基础。他建立的络病专家门诊长期坚持临床一线诊治患者，以络病理论为指导，开辟冠心病、心律失常、慢性心衰治疗新途径，明显提高了临床疗效。吴以岭教授创立

了“理论—临床—教学—新药—产业”一体化发展模式，在提高临床疗效和促进新药研发方面贡献突出。

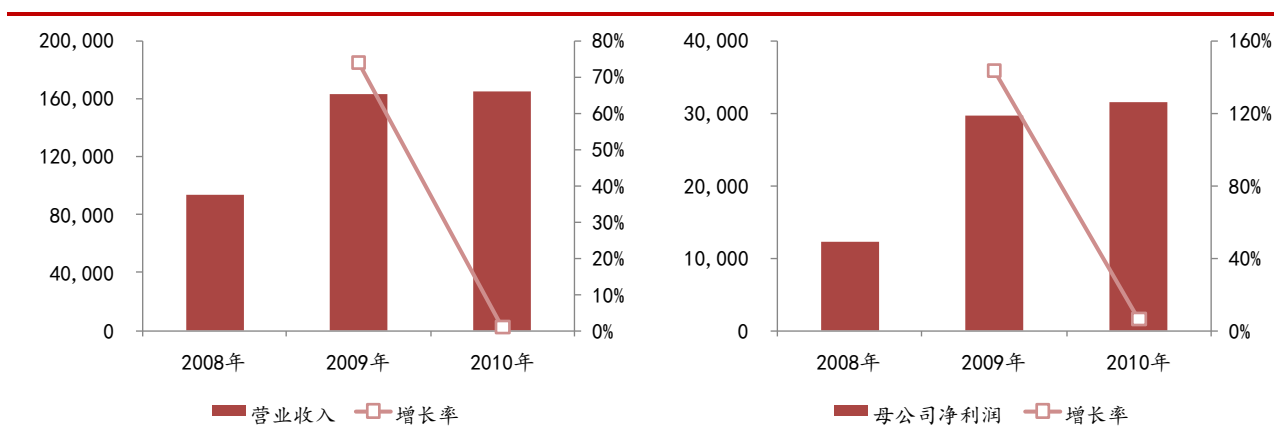
2. 业绩高速增长，甲流导致波动

2.1 主导产品受益甲流，导致业绩波动

2008-2010 年公司业绩实现了大幅增长，2010 年公司实现营业收入 16.49 亿元，归属于母公司净利润 3.16 亿元，年均复合增速分别达到 32.56% 和 60.75%。公司 2009 年业绩大幅增长，主要受益于当年甲流疫情的爆发，公司的连花清瘟实现了爆发式增长，导致当年业绩大幅提升，2010 年该因素消除，尽管公司通心络和参松养心高速增长，但未能平抑连花清瘟营业收入大幅下滑的影响，使业绩仅有小幅增长。

图表 4：公司近年收入情况

图表 5：公司近年净利润情况



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

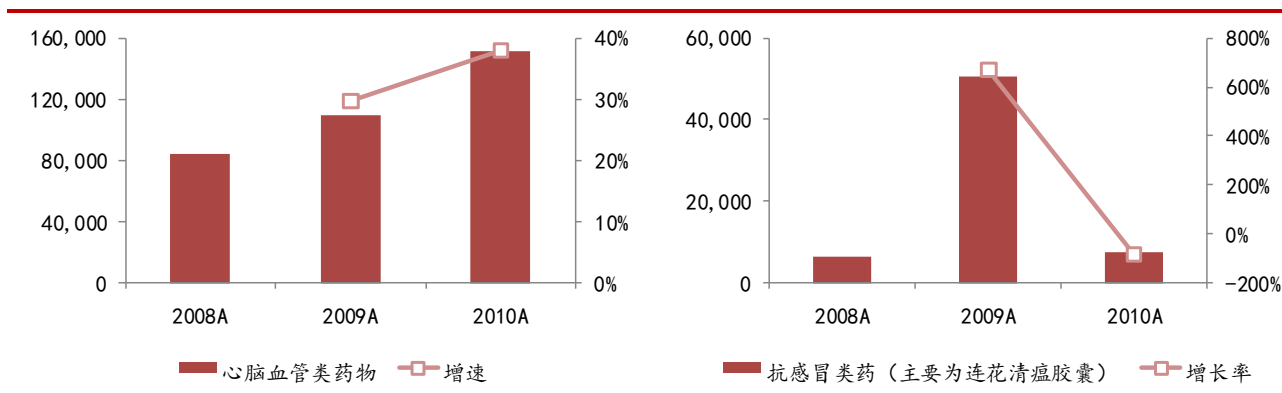
2.2 心脑血管和抗感冒用药挑公司大梁

心脑血管用药和感冒用药是公司主要涉及的医药领域，公司主要产品通心络、参松养心和连花清瘟的营业收入占公司总收入的 96% 左右，是公司的支柱产品。

公司心脑血管类药物 2008 年的营业收入为 8.47 亿元，2010 年达到 15.14 亿元，年均复合增速达到了 33.70%，远高于我国心脑血管药物行业的平均增速。

公司抗感冒药物由于受益于 2009 年的甲流疫情，得到了爆发式增长，当年收入达到了 5.06 亿元，同比增长了将近 7 倍，2010 年恢复到正常水平。

图表 6：公司主要药物种类的收入和增速

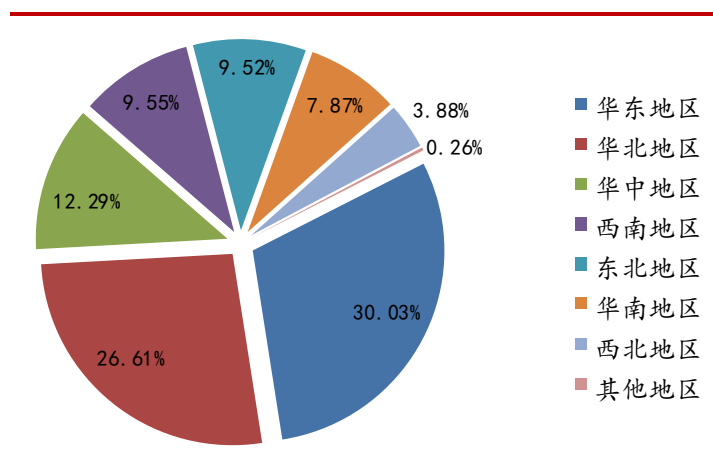


数据来源：公司公告，中邮证券研发部

2.3 华东华北地区市场占据公司半壁江山

公司产品销售主要集中在华东和华北地区，这两个区域的销售收入分别占公司总收入的 30%和 27%。

图表 7：公司销售区域分布情况



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

在营销上，公司的营销手段按照终端推广特点来划分，分为处方药学术推广和零售市场专业化推广两种主要的推广模式，两者大约分别占营销金额的 80%和 20%。

公司的处方药学术推广主要包括经销商模式和终端开拓模式。公司的经销商管理模式是与各省的一级经销商建立战略合作关系，签订年度经销协议，约定全年销售目标、销售区域、销售方式、销售价格、佣金及奖励等具体内容，并依托其网络辐射能力与各二级经销商建立分销关系，再由这些经销商向医院、药店及诊所等销售终端供货，最后由公司的医药代表进行终端推广维护。目前公司有 100 多家一级经销商，这些经销商有完善的经销网络，市场辐射能力较强。同时公司与近千家二级经销商和数十家

大型连锁药店企业建立了良好合作关系，整体上已经建成较完善的针对心脑血管领域的市场销售网络。

公司的终端开拓模式是指公司通过各省市招标、挂网等政府集中采购程序使公司产品进入采购目录，在当地选择商业配送公司并签订合作协议，公司的医药代表以学术会议和小型推广会议等形式将药品的学术内容传达给医生，医生在充分了解相关信息后对药品进行处方。

3. 产品颇具竞争力，第二梯队产品潜力大

公司目前主导产品集中在心脑血管和抗感冒药物领域，这是国内市场规模较大的两个用药领域。根据卫生部的统计，心脑血管疾病和呼吸系统疾病是我国城市和农村最主要的疾病死亡原因之一。

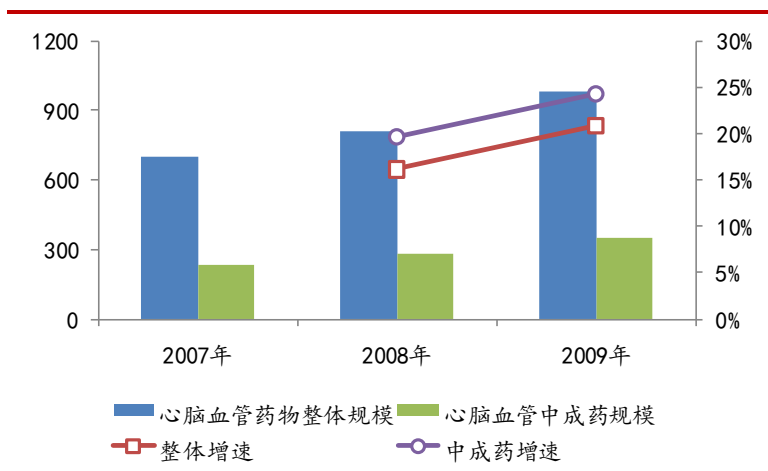
图表 8：我国城市和农村疾病死亡率排名

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	损伤及中毒	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

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

2007-2009 年，我国心脑血管药物整体市场规模由 700 亿元增长到 983 亿元，年均复合增速 18.50%。其中中成药药物占比较低，但是增速较高，市场规模由 2007 年的 234 亿元增长到 2009 年的 348 亿元，年均复合增速为 21.95%，高于心脑血管药物整体市场规模的增速。

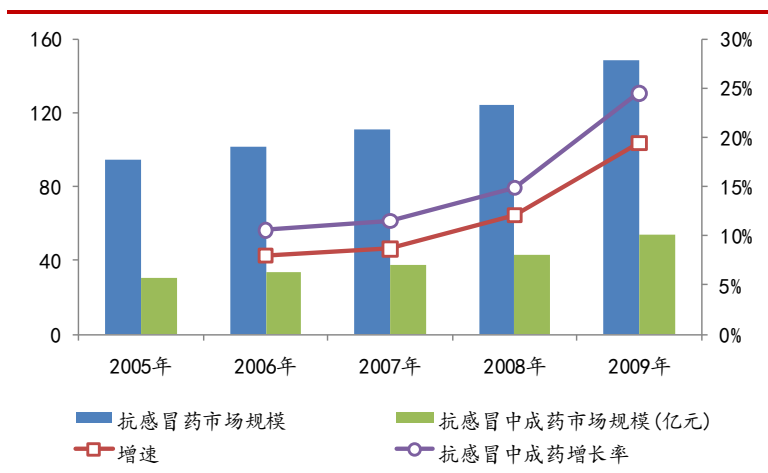
图表 9：我国心脑血管药物整体规模和中成药市场情况



数据来源：sfda 南方所，中邮证券研发部

我国的抗感冒药市场规模在 150 亿元左右，与心脑血管药物市场相似，中成药市场规模不及西药，但是增速较快。2005-2009 年，抗感冒药市场规模复合增速为 11.94%，其中中成药的复合增速为 15.21%。

图表 10：我国抗感冒药市场规模和中成药市场情况



数据来源：sfda 南方所，中邮证券研发部

3.1 占据心脑血管药物高端市场，基层市场有待深入开发

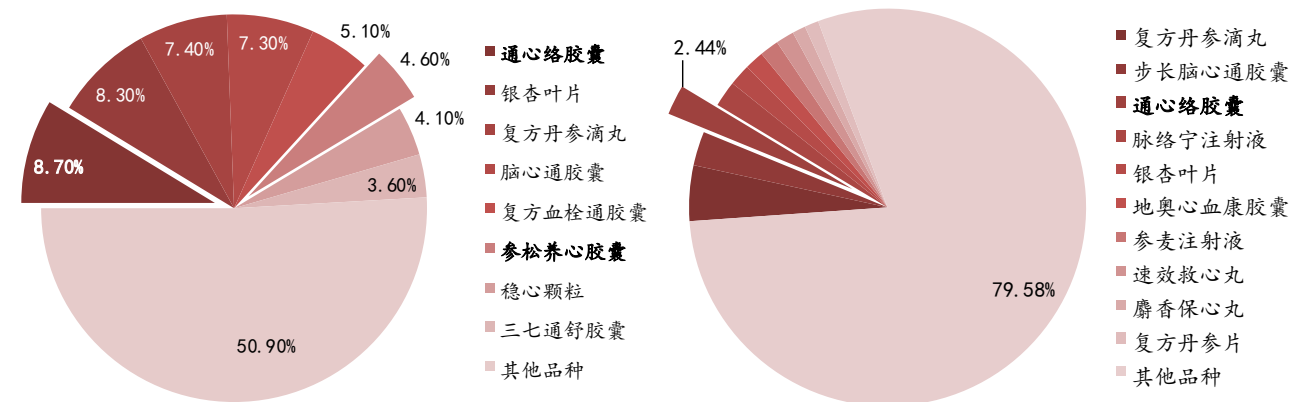
通心络胶囊是公司最大的单个品种，是治疗冠心病、脑梗死、糖尿病所致微血管病变的专利新药，其组方原创研究获 2000 年国家科技进步二等奖，理论研究获 2006 年国家科技进步二等奖，虫类药超微粉碎工艺提升获 2007 年国家技术发明二等奖。

通心络胶囊自上市起主要定位于高端市场，该药物在国内高端医院的市场份额排名第一。根据 sfda 南方所的统计，2008-2010 年，在 9 个样本城市（省会城市）二、三级

医药口服心脑血管中成药品种销售额的统计中，公司的通心络胶囊市场份额一直位列第一。虽然公司的市场占有率由 2008 年的 12.10% 下降到 2010 年的 8.70%，并且与第二位的银杏叶片市场份额差距缩小，但是考虑到公司产品为独家品种，银杏叶片生产厂家众多，以及公司另一产品参松养心胶囊市场份额由 2008 年的 1.70% 上升到 4.60%，公司通心络胶囊和心脑血管药物在国内高端市场依然占据着制高点。

图表 11：国内口服心脑血管中成药高端市场份额

图表 12：国内心脑血管中成药整体市场份额



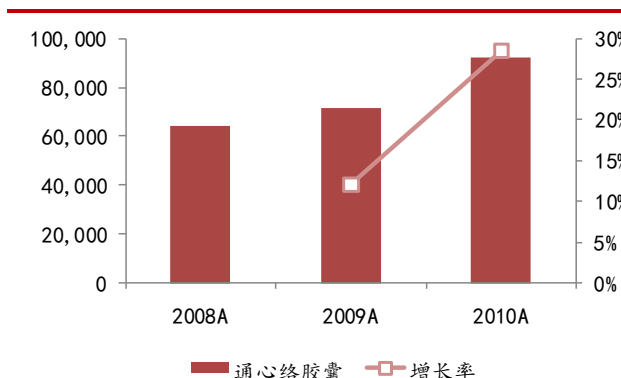
数据来源：sfda 南方所，中邮证券研发部

在全国整体市场中，通心络胶囊的市场份额排名较低。这是由于产品上市之初公司主要瞄准高端市场，基层市场的营销相对较弱。而公司主要竞争对手，如天士力和步长，其产品在基层市场占有率较高。2009 年，国内整体中成药心脑血管用药市场中，前十大品种的市场份额总量仅为 20.42%，公司通心络胶囊市场份额为 2.44%，排名第三。

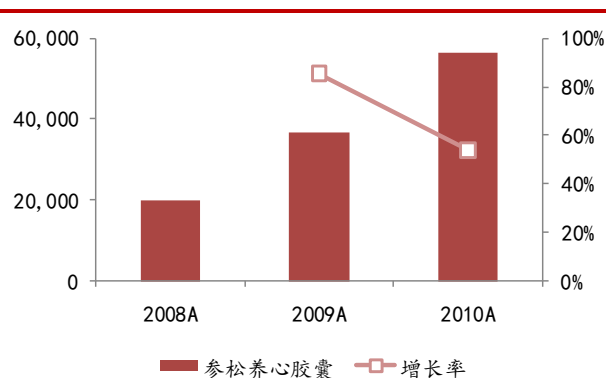
公司通心络胶囊 2009 年进入了国家基本药物目录。作为中药独家品种，进入基药目录后，营业收入增长明显。2008-2010 年，该产品收入分别为 6.40 亿元、7.17 亿元和 9.21 亿元，增长率分别为 12.05% 和 28.46%，平均增速 19.96%。

公司的参松养心胶囊主治心律不齐，目前市场规模虽然不及通心络胶囊，但是该药物在 2009 年的国家医保目录中由乙品种类调整为甲类品种，并进入了 10 余个省的基药目录，市场前景广阔。该药物 2008-2010 年的收入分别达到了 1.98 亿元、3.66 亿元和 5.64 亿元，增速分别为 85.50% 和 53.97%，平均增速 68.77%。

图表 13: 通心络胶囊收入增长情况



图表 14: 参松养心胶囊收入增长情况



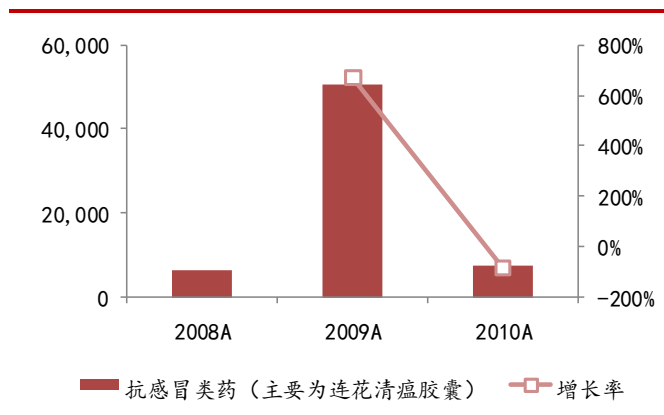
数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

3.2 抗感冒用药波动较大

连花清瘟作为抗感冒用药, 目前是公司的第三大产品。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。

2009 年由于甲流疫情的爆发, 该产品出现爆发式增长, 收入增长将近 7 倍, 收入比重由不到 10% 增长到了超过 30%。2010 年甲流疫情消退, 产品收入恢复常态。

图表 15: 连花清瘟收入增长情况



数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

连花清瘟胶囊不仅可以有效治疗甲型流感, 同时也可以治疗其他病毒感染以及病毒变异引起的各种流感, 对普通感冒的发烧、嗓子痛等症状治疗也有良好作用。

根据 sfda 南方所的统计,在样本城市的监测中,连花清瘟胶囊在抗感冒中成药零售市场的份额由 2009 年上半年的 0.06% 上升到 2010 年上半年的 1.59%, 市场份额排名第 5 位。

图表 16: 2009-2010 年抗感冒中成药零售市场排名

排名	抗感冒中成药	生产企业	2009H1	2009H2	2010H1
1	999 感冒灵颗粒	华润三九	3.34%	2.91%	2.86%
2	双黄连口服液	三精制药	3.50%	3.50%	2.56%
3	抗病毒口服液	广州香雪制药	2.14%	4.01%	2.26%
4	清开灵软胶囊	石家庄神威药业	1.81%	2.48%	2.02%
5	连花清瘟胶囊	石家庄以岭药业	0.06%	0.22%	1.59%
6	藿香正气口服液	太极集团涪陵制药厂	1.11%	2.27%	1.58%
7	清热解毒口服液	三精制药	2.40%	2.17%	1.54%
8	牛黄解毒片	北京同仁堂集团	0.07%	0.05%	1.42%
9	板蓝根颗粒	广州白云山制药	2.08%	2.04%	1.22%
10	感冒清热颗粒	北京同仁堂集团	1.97%	1.21%	1.14%
总计			18.48%	20.86%	18.19%

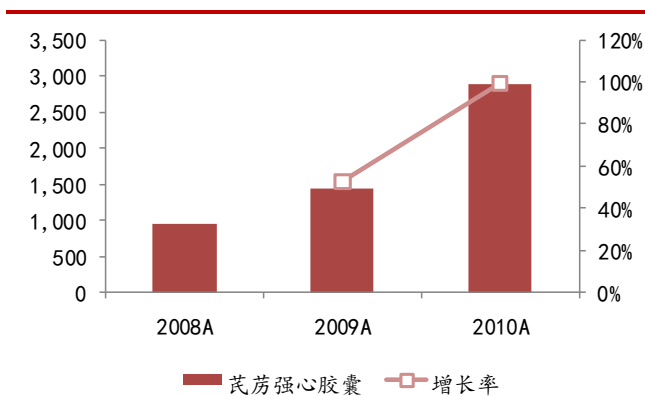
数据来源: sfda 南方所, 中邮证券研发部

3.3 第二梯队产品潜力巨大

3.3.1 慢性心衰药物——芪苈强心胶囊

芪苈强心胶囊属于心脑血管用药, 主治慢性心衰, 医保乙类药物。芪苈强心胶囊目前收入占比较低, 但是增长潜力较大, 2010 年收入为 2882 万元, 同比翻番。

图表 17: 芪苈强心胶囊收入和增速情况



数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

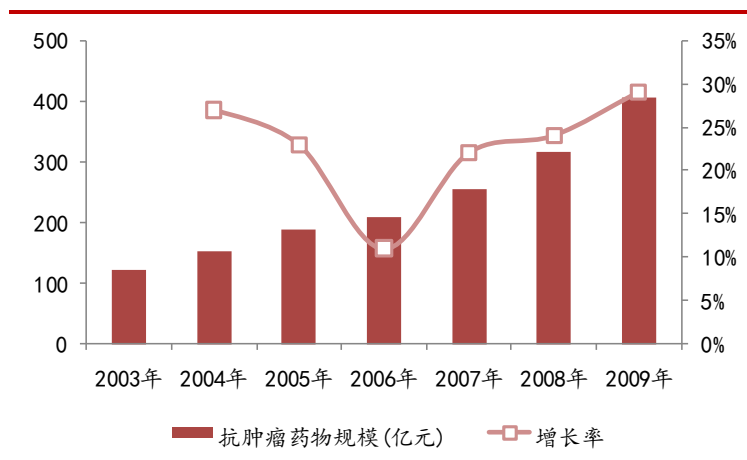
3.3.2 抗肿瘤用药——养正消积胶囊

肿瘤已逐渐取代心脑血管疾病成为全球头号杀手, 2007 年全球有 760 万人死于恶性肿瘤。恶性肿瘤也是我国的头号杀手, 中国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有 288.5 万人，其中，恶性肿瘤患者约 148.5 万人。

抗肿瘤药自从 2007 年超越降血脂药后，一直是全球医药市场的领头羊，2009 年的销售额达到了 523.72 亿美元，预计 2012 年全球市场规模将达到 800 亿美元。中国市场抗肿瘤药 2009 年销售额达到了 405 亿元，同比增长了 28.57%。

图表 18：2003-2009 年中国抗肿瘤药物销售规模与市场增长率



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

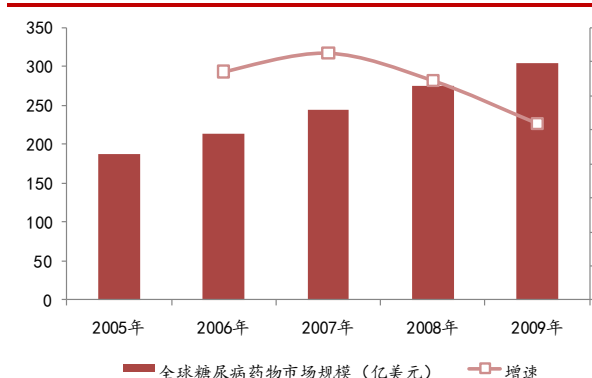
公司产品主要用于肿瘤的辅助治疗，与化疗药合用有助于提高化疗疗效，明显改善腹胀满、纳减食少、形体消瘦、神疲乏力等证候，减低化疗药骨髓抑制，扶助脾肾先后天之本，以提高生存质量为目的。养正消积胶囊配合介入治疗原发性肝癌在增效减毒、增强免疫、改善证候、提高生存质量方面疗效显著。

3.3.3 糖尿病用药——津力达颗粒

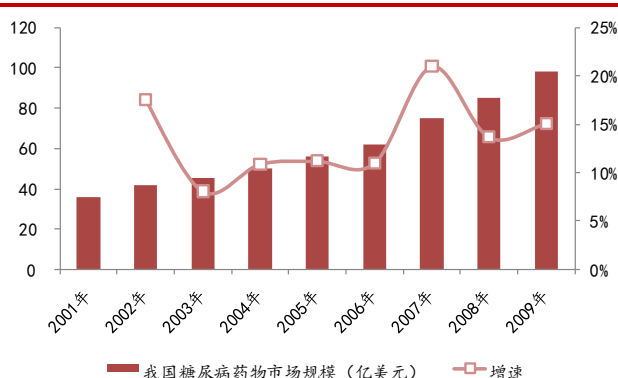
据 IMSHealth 统计，全球糖尿病市场规模由 2004 年的 167.98 亿美元到 2009 年突破 300 亿美元，达到 304.06 亿美元，年复合增长率达到 12.6%，在全球药品市场中排第 4 位。越来越多的糖尿病患者和不断出现的新药将推动糖尿病类药物市场的持续增长，预计未来每年将以 10-15% 的速度增长。

公司的专利新药津力达颗粒主治 II 型糖尿病，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。此外公司的两个糖尿病周围神经病变药物已经完成了国内的三期临床，上市时间不远。

图表 19：2005-2009 年全球糖尿病市场规模与增速



图表 20：2001-2009 年我国糖尿病市场规模与增速



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

4. 募投项目分析

公司拟向社会公开发行不超过 6,500 万股普通股股票，募集资金将全部用于公司主营业务相关的项目。

图表 21：公司募投项目情况

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	

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

公司拟募集资金 16.9 亿元，其中 11.72 亿元用于公司专利中药生产基地的建设项目。公司目前产能为年产胶囊剂 29 亿粒、片剂 2 亿片、颗粒剂 800 万袋。项目建设完成后产能规模将达到年产胶囊剂 50 亿粒、颗粒剂 0.9 亿袋、口服液 1 亿支的生产能力，为未来公司发展和市场扩张打下良好的基础。

目前公司面临着重要提取能力不足和制剂产能瓶颈问题。2010 年公司中药材提取产能利用率达到了 128.17%。公司主要剂型胶囊剂和片剂产能也趋于饱和。

图表 22：公司中药材提取能力情况

年度	提取 (吨)	产能	产量	产能利用率
2008	提取 (吨)	1,000	1,209	120.90%
2009	提取 (吨)	2,400	2,905	121.04%
2010	提取 (吨)	2,400	3,076	128.17%

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 23：公司主要剂型产能情况

年度	剂型	产能	产量	产能利用率
2008 年	胶囊剂（亿粒）	17	15.11	88.90%
	片剂（亿片）	2	1.82	91%
2009 年	胶囊剂（亿粒）	29	32.55	112.20%
	片剂（亿片）	2	1.53	76.50%
2010 年	胶囊剂（亿粒）	29	28.25	97.40%
	片剂（亿片）	2	2.36	117.93%

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

研发一直是公司的核心竞争力，此次公司拟投资 3.7 亿元进行以岭医药研究员暨院士工作站建设项目。为进一步提升公司产品的学术内涵和市场声誉，带动市场销售，公司将实施主导产品的循证医学再评价项目，主要内容包括通心络胶囊治疗急性脑梗死、芪苈强心胶囊对慢性心衰患者长期预后评价、参松养心胶囊治疗伴窦性心动过缓的室性早搏患者临床疗效和养正消积胶囊改善恶性肿瘤患者生活质量的循证医学研究。

公司将继续强化与军事医学科学院、中国医学科学院、上海中医药大学等外部科研机构开展项目合作，并通过对外收购进一步丰富公司的产品线和产品储备。

公司拟投资 0.97 亿元用于专利中药营销网络的建设。随着后续专利新产品陆续进入市场，以及原有产品产能的扩张，公司现有的营销网络已不能满足未来市场的需求。公司计划针对专利新产品和专利 OTC 中药产品两个方向实施营销网络扩建计划。

在专利新产品方面，通过抗肿瘤药物（养正消积胶囊）、糖尿病治疗药物（津力达颗粒、周络通胶囊、芪黄明目胶囊）、呼吸系统治疗药物（连花清瘟胶囊/颗粒、连花定喘片、连花急支片）三个新产品组营销网络建设项目，进一步加强营销网络和营销队伍的建设力度，将专业学术营销网络全面覆盖三级医院和二级医院。公司计划在全国省会及重点城市增设销售办事处，并配备业务推广人员，加大产品市场覆盖的深度和广度，确保项目给公司带来稳定收益。三个产品线各配备 100-300 名业务推广人员，到 2013 年，三个产品组计划共计新增 600 名业务推广人员。

在专利 OTC 中药产品营销网络建设方面，公司计划以广州、北京、上海、福州、大连、青岛、西安等 16 个城市作为一级销售城市，覆盖区域内的 80 个中等城市作为二级销售城市。人员编制从目前的 200 人增加到 300 人，销售人员直接覆盖药店从目前的 24,000 家增加至 36,000 家。通过加强零售网络渠道建设的投入，拓展 OTC 产品的覆盖网络，提升零售终端的单位产出能力。

5. 盈利预测与估值

我们对公司主要产品通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊和连花清瘟的销售情况进行了预测。

图表 24：公司主要产品盈利预测情况

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
心脑血管类药	84,707	109,809	151,435	191,023	233,463	278,824
增长率		29.63%	37.91%	26.14%	22.22%	19.43%
毛利率	60.28%	61.91%	67.39%	66.50%	66.00%	66.00%
通心络胶囊	64,006	71,722	92,137	115,172	138,206	161,010
增长率		12.05%	28.46%	25.00%	20.00%	16.50%
参松养心胶囊	19,752	36,640	56,415	70,519	86,033	103,240
增长率		85.50%	53.97%	25.00%	22.00%	20.00%
芪苈强心胶囊	949	1,447	2,882	5,332	9,224	14,574
增长率		52.46%	99.14%	85.00%	73.00%	58.00%
抗感冒类药	6,552	50,600	7,520	12,880	19,273	28,257
增长率		672.34%	-85.14%	71.27%	49.64%	46.61%
毛利率	57.45%	60.30%	62.78%	62.00%	62.00%	62.00%
连花清瘟胶囊（24粒）	6,552	50,479	7,295	11,380	16,273	22,457
增长率		670.49%	-85.55%	56.00%	43.00%	38.00%
连花清瘟 （12粒及连花清瘟颗粒）		121	226	1,500	3,000	5,800
增长率			86.09%	565.19%	100.00%	93.33%
主要产品总收入	91,259	160,410	158,955	203,903	252,737	307,081
增长率		75.77%	-0.91%	28.28%	23.95%	21.50%
公司总收入	93,856	163,233	164,932	209,203	262,837	322,881
增长率		73.92%	1.04%	26.84%	25.64%	22.84%
毛利率	59.54%	60.99%	66.37%	67.00%	66.50%	66.00%

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

我们预计公司 2011-2013 年公司每股收益为 1.05 元、1.35 元和 1.70 元，目前 A 股市场中中药行业的平均估值水平在 40 倍左右，我们认为公司上市发行价合理估值在 30-35 倍之间，对应发行价格在 31.5-36.8 元之间。

图表 25：以岭药业盈利预测表（单位：万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	163,233	164,932	209,203	262,837	322,881
增长率	73.92%	1.04%	26.84%	25.64%	22.84%
营业成本	63,681	55,470	69,037	88,050	109,780
毛利率	60.99%	66.37%	67.00%	66.50%	66.00%
营业税金及附加	2,020	2,249	2,852	3,584	4,402
销售费用	52,844	57,139	70,083	86,447	103,419
管理费用	10,191	15,359	15,125	18,688	22,053
财务费用	107	618	-1,046	-2,287	-2,454
期间费用率	38.68%	44.33%	40.23%	39.13%	38.10%
资产减值损失	427	-474	650	700	800
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	33,964	34,572	52,501	67,655	84,882
增长率	125.87%	1.79%	51.86%	28.86%	25.46%
加：营业外收入	1,838	2,910	0	0	0
减：营业外支出	370	606	0	0	0
其中：非流动资产处置净损失	99	73	0	0	0
利润总额	35,431	36,876	52,501	67,655	84,882
增长率	145.65%	4.08%	42.37%	28.86%	25.46%
减：所得税	5,680	5,374	7,875	10,148	12,732
所得税率	16.03%	14.57%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	29,752	31,503	44,626	57,507	72,149
增长率	143.36%	5.89%	41.66%	28.86%	25.46%
减：少数股东损益	33	-53	15	17	20
归属于母公司所有者的净利润	29,718	31,556	44,611	57,490	72,129
增长率	143.36%	6.18%	41.37%	28.87%	25.47%
基本每股收益(元)	0.90	0.94	1.05	1.35	1.70

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

5. 风险提示

新产品营销风险；

中药材涨价导致盈利能力下降风险；

新药研发风险。

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。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。