

以岭药业（002603）估值分析报告

（仅供参考）

上市时间	股票代码	股票名称	发行价格 (元)	发行后摊薄 市盈率(倍)	发行后每股 净资产(元)	每股收 益(元)	净资产收益率(%) (2011 年上半年)
2011/07/28	002603	以岭药业	34.56	47.39	7.64	0.73	14.85
发行数量 (万股)	上市数量 (万股)	发行后股 本(万股)	中签率 (%)	主承销商	所属行业	合理估值定位（元）	
6500	5200	42500	1.4544	中信证券	中药材及中 成药加工	32.4-37.8	
公 司 投 资 要 点	公司不仅注重专利创新药物理论与组方研究的原创优势，同时充分吸取了现代制药技术，奠定了现代特色中药研发、生产的基础。建立了通过国家 GMP 认证的胶囊、片剂、颗粒剂、针剂生产线，建立了通过欧盟认证标准的化学药制剂生产车间，具有年产胶囊剂 29 亿粒、片剂 2 亿片、颗粒剂 800 万袋的生产能力。建立了以络病理论学术推广为中心的独特营销模式，形成了遍布全国的营销网络，营造了“为员工谋发展，对社会做贡献”、“以客户为中心，与市场零距离”的企业文化。“以岭及图”商标成为中国驰名商标，根据国家工信部医药行业工业企业的排名，以岭药业 2009 年主营业务收入排名 47 位，利润总额排名 28 位，企业知名度和核心竞争力明显增强。						
	依靠络病理论指导带动自主知识产权新药研发取得了大量的新专利，公司注重知识产权保护，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。针对上市专利产品，还在不断挖掘新的专利发明点。						
	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。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。						
募 集 资 金 投 向	本次公开发行股票募集资金拟用于投资以下项目： 单位：亿元						
	序号	项目名称			总投资	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	-		
	1、专利中药生产基地建设项目						

	本项目建设期 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。 2、以岭医药研究院暨院士工作站（科技创新平台）建设项目 本项目建设包括科技创新平台、专利中药新药研发、循证医学再评价和中药大品种二次开发项目。
估值分析	2011 年上半年，公司营业收入与净利润分别同比增长 34%和 65%。市场预计公司 2011-2013 年摊薄后 EPS 分别为 1.08、1.42、1.9 元，以 2011 年为基期的复合增长率为 32.47%。考虑到近几年公司新药的逐步投入生产，公司未来业绩增长有望持续。参考同行业上市公司估值情况，给予公司 2011 年 30-35 倍 PE，对应公司合理股价为 32.4-37.8 元。
风险提示	1、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力度不断加大，本公司上述品种存在降价风险。 2、原材料供应风险 公司产品的原材料主要为中药材，为了保证原材料的供应与质量，降低采购成本，公司中药材专家组专家与采购人员，通过对气候、环境、历史价格等因素进行综合分析，确定采购区域和采购量，降低采购成本保证原材料质量。但是由于中药材多为自然生长、季节采集，产地分布具有明显的地域性，其生长受到气候、环境、日照等自然因素的影响，上述因素的变化可能影响药材正常生长，自然灾害、经济动荡、市场供求关系等因素变化也会影响原材料的供应，导致本公司产品成本发生变化，从而一定程度上影响公司正常盈利水平。 3、税收优惠的风险 若 2011 年、2012 年公司未被认定为高新技术企业且未取得石家庄市地方税务局同意减按 15%税率征收，则按照新税法规定，将按照 25%的税率缴纳企业所得税，企业所得税税率的变化，将对公司的税后利润产生一定的影响。
综述	参考同行业上市公司估值情况，给予公司 2011 年 30-35 倍 PE，对应公司合理股价为 32.4-37.8 元。

安信证券新股研究组

投资顾问:杨志刚

2011 年 07 月 27 日