

专注创新的中药企业

事件：信邦制药首次发行 2170 万股。

研究结论

● 合理价格区间为 27.6-31.1 元

根据我们的盈利预测，公司 2010、2011、2012 年实现摊薄后每股收益 0.69 元、0.91 元、1.24 元。以 2010 年的预测市盈率的 40-45 倍间计，合理价格区间为 27.6-31.1 元。

● 公司实际控制人为张观福先生

公司控股股东及实际控制人为公司董事长兼总经理张观福，持有本公司 3,486 万股股份，占本次发行前总股本的 53.55%，本次拟发行 2,170 万股，发行后占总股本的 40.16%。

● 公司立足于纯天然植物提取药

公司主营业务为中成药的开发、生产和销售。产品主要集中在心脑血管类、消化类两大系列，有国家中药保护品种 4 个、优质优价产品 4 个、独家品种 2 个。公司现有主要产品为银杏叶片、六味安消胶囊、护肝宁片、益心舒胶囊等，占公司销售收入的 80% 以上。

● “独家品种”与“优质优价”铸就竞争优势

独家品种能够保证该品种的药品批准文号全国仅此一家，而优质优价政策可让产品享受单独定价的待遇，从而获得高于市场平均价格的溢价。公司产品在这双重保护下能够有效规避价格恶性竞争，市场优势竞争地位相对绝缘。

● 募集资金项目分析

预计此次募集资金 19,600 万元，主要用于现有产品的 产能扩大。

● 风险分析

新产品研发风险、政策风险



东方证券
ORIENT SECURITIES

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

发行概况

本次发行股数（万股）	2170
发行后总股本（万股）	8680
行业	医药
报告日期	2010 年 3 月 31 日

财务预测

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	337	416	553	746
同比(%)	23%	24%	33%	35%
归属母公司净利润	47	60	79	108
同比(%)	38%	27%	33%	36%
毛利率(%)	69.3%	69.9%	70.2%	70.0%
ROE(%)	18.4%	19.0%	20.2%	21.5%
每股收益(元)	0.54	0.69	0.91	1.24

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

1、合理价格区间为 27.6-31.1 元	3
2 盈利预测	3
3 公司简介	5
3.1 公司立足于纯天然植物提取药	5
3.2 公司实际控制人为张观福先生	5
4 业务分析	6
4.1 公司主营业务增长迅速	7
3.2 拳头产品销售过亿，产品梯队完备	7
3.3 毛利率逐年提升，净利率基本稳定	8
5 产品市场竞争力分析	9
5.1 心脑血管用药市场	9
● 中药制剂渐入佳境	10
● 银杏叶片：生产历史悠久、军队系统用药独家中标	10
● 益心舒胶囊：独家生产、潜伏多年的战略品种	11
● 脉血康胶囊：未来黄金品种	11
5.2 消化系统用药市场	12
● 六味安消胶囊：同类药龙头地位	12
● 护肝宁片：质优价廉	12
5.3 人参皂苷-Rd：未来的重磅明星产品	13
● 市场先行者已攫取高额回报	13
● 疗效显著、静待上市	14
6 募集资金项目分析	14
7 风险提示	15

1 合理价格区间为 27.6-31.1 元

根据我们的盈利预测，公司 2010、2011、2012 年实现摊薄后每股收益 0.69 元、0.91 元、1.24 元。以 2010 年的预测市盈率的 40-45 倍间计，合理价格区间为 27.6-31.1 元。

2 盈利预测

主要假设：

- 2010-2012 年实现营业收入 415.97、552.85、745.75 百万元，同比增长 23.55%、32.91%、34.89%；
- 综合毛利率维持在 70%左右；营业费用率维持在 42%左右，管理费用率维持在 8%左右，财务费用逐年增加；
- 公司 09-11 年享受 15%的税率优惠、假定公司 12 年后将继续能继续享受西部大开发税收优惠政策或者高新技术企业税收优惠政策；
- 分产品预测表中，其他产品类包括公司未来重点发展的品种脉血康胶囊，其增长率和毛利率显著提升主要源自于该产品的有力推动；

表 1：公司各产品销售收入预测表

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入总额	217.75	274.74	336.69	415.97	552.85	745.75
同比增长		26.17%	22.55%	23.55%	32.91%	34.89%
毛利率	64.80%	68.92%	69.29%	69.89%	70.17%	70.04%
银杏叶片	79.16	101.74	119.31	145.56	174.67	209.60
同比增长		28.52%	17.27%	22.00%	20.00%	20.00%
毛利率	74.53%	81.62%	82.20%	82.20%	83.00%	83.00%
益心舒胶囊	20.39	37.75	56.24	101.23	161.97	259.15
同比增长		85.14%	48.98%	80.00%	60.00%	60.00%
毛利率	61.66%	63.58%	62.85%	62.85%	62.85%	63.00%
六味安消胶囊	43.05	34.78	42.55	48.93	53.83	59.21
同比增长		-19.21%	22.34%	15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	84.51%	85.72%	84.44%	84.50%	84.50%	84.50%
护肝宁片	21.72	30.82	38.23	49.70	63.61	79.52
同比增长		41.90%	24.04%	30.00%	28.00%	25.00%
毛利率	63.29%	65.44%	58.64%	62.00%	65.00%	62.00%
其他产品	31.10	39.63	50.39	70.55	98.76	138.27
同比增长		27.43%	27.15%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利率	28.68%	39.24%	47.25%	50.00%	55.00%	62.00%

资料来源：公司数据，东方证券研究所

根据以上假设，我们预计 2010-2012 年公司实现归属于母公司股东的净利润为 6000 万元、7900 万元、10800 万元，同比增长 27%、33%、36%。实现摊薄后每股收益为 0.69 元、0.91 元、1.24 元。

表 2：公司盈利预测表

利润表	单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	337	416	553	746
营业成本	103	125	165	223
营业税金及附加	4	4	6	8
营业费用	140	173	230	311
管理费用	27	33	44	60
财务费用	6	12	17	21
资产减值损失	3	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	53	67	90	122
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	54	68	91	124
所得税	8	9	13	17
净利润	46	59	79	107
少数股东损益	-0	-0	-0	-1
归属于母公司净利润	47	60	79	108
EBITDA	60	91	124	163
EPS（元）	0.54	0.69	0.91	1.24

资料来源：东方证券研究所

3 公司简介

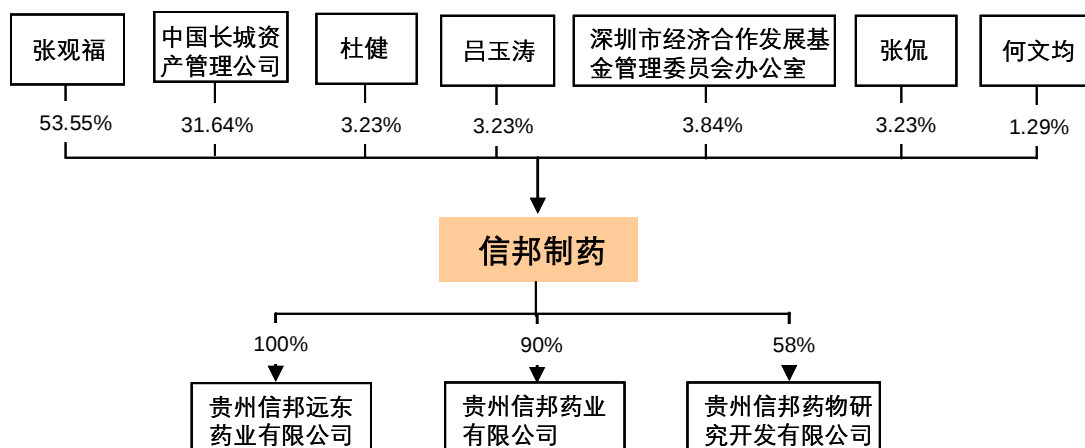
3.1 公司立足于纯天然植物提取药

公司成立于 2000 年 2 月 2 日，注册资本 6510 万元，前身为贵州信邦制药有限责任公司，法定代表人为张观福先生。

公司主营业务为中成药的开发、生产和销售。产品主要集中在心脑血管类、消化类两大系列，有国药准字品种 44 个、国家医保目录品种 24 个、国家中药保护品种 4 个、优质优价产品 4 个、独家品种 2 个。公司现有主要产品为银杏叶片、六味安消胶囊、护肝宁片、益心舒胶囊等。

目前公司正在研发的产品有 11 种，其中国家一类新药人参皂苷-Rd 是一种单体化合物，其制剂主要用于治疗急性缺血性脑卒中病，目前已经完成 I 期、II 期、III 期临床试验研究，公司近期正在积极筹备向国家药品监督管理部门申请新药证书和生产批准文号工作。

图 1：公司 IPO 前股权结构图



资料来源：公司招股书，东方证券研究所

3.2 公司实际控制人为张观福先生

公司控股股东及实际控制人为公司董事长兼总经理张观福，持有本公司 3,486 万股股份，占本次发行前总股本的 53.55%，本次拟发行 2,170 万股，发行后占总股本的 40.16%。

表 3：公司 IPO 前后股本变化

股东	发行前股本结构		发行后股本结构	
	股数（万股）	比例（%）	股数（万股）	比例（%）
张观福	3,486.00	53.55	3,486.00	40.16
中国长城资产管理公司	2,060.00	31.64	2060.00	23.73
深圳市经济合作发展基金管委员会办公室	250.00	3.84	250.00	2.88
杜 健	210.00	3.23	210.00	2.42
吕玉涛	210.00	3.23	210.00	2.42
张 侃	210.00	3.23	210.00	2.42
何文均	84.00	1.29	84.00	0.97
社会公众股	-	-	2,170.00	25.14
合计	6,510.00	100.00	8,680.00	100.00

资料来源：公司招股书

4 业务分析

公司产品主要为纯天然植物类中成药，覆盖心脑血管、消化系统两大用药领域，共有国家药品批准文号品种 44 个，国家医保目录品种 24 个，主要的特色品种包括：

- 优质优价产品：银杏叶片、六味安消胶囊、贞芪扶正胶囊、护肝宁片；
- 国家中药保护品种：六味安消胶囊、益心舒胶囊、参苏胶囊、脉血康胶囊；
- 国内独家品种：益心舒胶囊、参苏胶囊；

其中，公司主导产品为银杏叶片、六味安消胶囊、护肝宁片、益心舒胶囊，在历年公司总营业收入中的比例稳定在 80%以上。

表 4：主要产品功能及主治领域

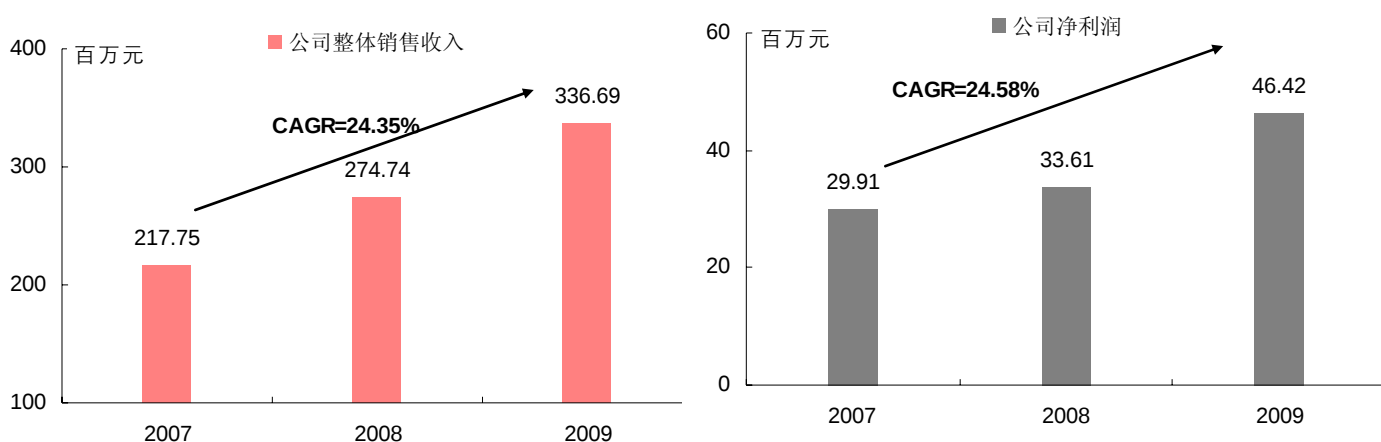
药品名称	功能	主治病症
银杏叶片	活血化瘀通络	用于淤血阻络引起的胸脾心痛、中风、半身不遂、舌强语謇；冠心病稳定型心绞痛、脑梗死等症状者
六味安消胶囊	和胃健脾，导滞消积，行血止痛	主治胃痛胀满，消化不良，便秘，痛经
护肝宁片	清热利湿，益肝化瘀，舒肝止痛；退黄，降低丙氨酸转氨酶	用于急性肝炎及慢性肝炎
益心舒胶囊	益气复脉，活血化瘀，养阴生津	用于气阴两虚，心悸脉结代，胸闷不适、胸痛及冠心病心绞痛等症状者

资料来源：招股说明书

4.1 公司主营业务增长迅速

公司 2007 到 2009 年分别实现销售收入 2.18 亿元、2.74 亿元和 3.37 亿元，年复合增长率为 24.35%。实现净利润 2991 万元、3361 万元和 4642 万元，年复合增长率为 24.58%，公司整体业绩增长迅速，体现出较好的成长性和持续性。其中 09 年实现销售收入同比增长 22.5%，净利润同比增长 33.81%，体现出盈利能力的显著增强。

图 2：公司经营业绩增长情况

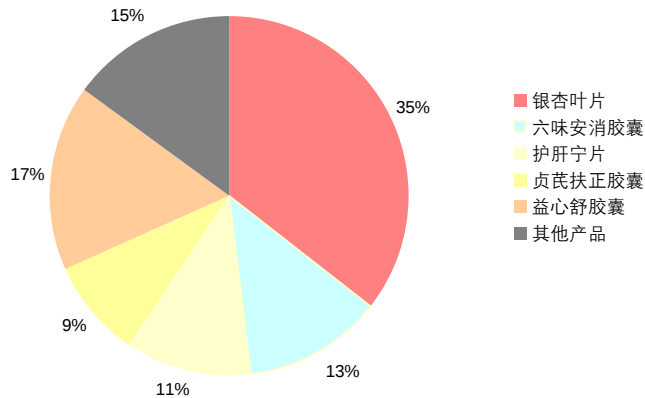


资料来源：招股说明书

3.2 拳头产品销售过亿，产品梯队完备

公司主要产品为银杏叶片、六味安消胶囊、贞芪扶正胶囊、护肝宁片、益心舒胶囊等，上述产品 2007 年、2008 年、2009 年营业收入分别占当年营业收入的 85.71%、85.58%、85.03%，其中银杏叶片是公司唯一一个过亿品种，2009 年实现销售收入 1.19 亿元，占公司总体业务的 35.44%。其他几大产品跨度从两千万到六千万，形成完整的产品梯队。

另外由于贞芪扶正胶囊的批准文号受另一家医药公司异议，国家食品药品监督管理局要求暂停该产品的生产。2009 年贞芪扶正胶囊销售收入占比 8.93%，毛利占比 7.59%，随着 2010 年该产品停产，公司的未来业绩会受到一定影响。

图 3：公司 2009 年分产品收入构成


资料来源：招股说明书

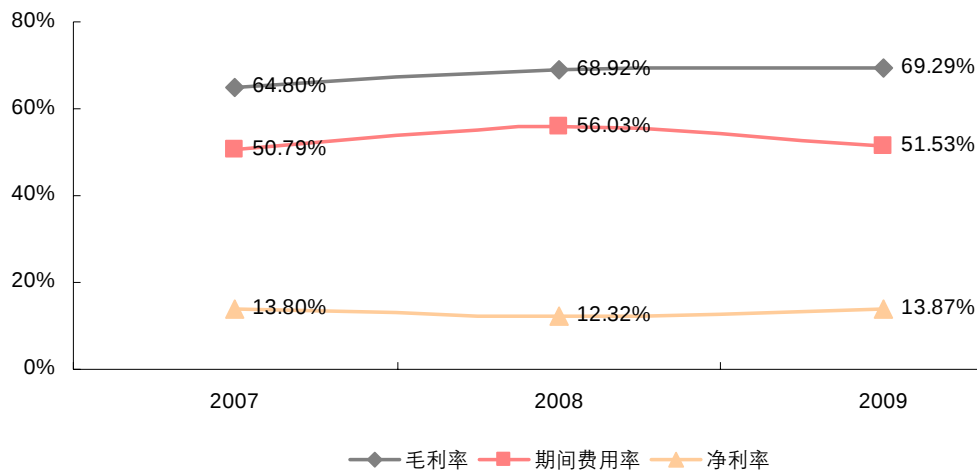
3.3 毛利率逐年提升，净利率基本稳定

公司综合毛利率 09 年为 69.29%，同比 07 年增加了 4.49 个百分点，高于同类医药类企业平均毛利率水平 57.17%。毛利率水平的提升主要得益于公司主导产品处于国家优质优价政策覆盖范围内，这可使公司产品享受单独定价的优势，同时可有效避免同行业内的恶价格竞争。2007 年以来进入国家优质优价目录的市场销售价格稳定，并呈逐渐上升趋势，尤其是银杏叶片、护肝宁片、六味安消胶囊增幅较大，银杏叶片从 2007 年的 21.73 元/每盒升高到 23.11 元/每盒，六味安消胶囊从 2007 年的 10.95 元/每盒升高到 12.31 元/每盒，护肝宁片从 2007 年的 15.29 元/每盒升高到 17.43 元/每盒。价格的稳中有升促进了公司毛利率水平的上扬，并有效消化了近年来原材料价格波动带来的压力。

公司期间费用率在 08 年达到高点，相对于 07、09 年都有明显的上升，这主要源于公司销售费用和管理费用的大幅提升。公司 08 年加大 OTC 营销力度，通过广告宣传提升品牌形象，通过营销网络建设来覆盖更广区域，从而导致广告费用和办公费用分别提升 143.05%和 92.02%，另外公司 08 年将公司发展部移至北京、启动上市工作、08 年初受南方雪灾影响公司在贵阳市区临时租用宾馆集中办公等事件造成公司管理费用的攀升。随着 09 年公司调整销售策略并将重点放在处方用药市场上，用于 OTC 营销的广告费用显著降低，从而带动整个期间费用率的下降。

预计未来两三年内公司将加大益心舒胶囊和脉血康胶囊的推广力度，同时启动新药人参皂苷-Rd 注射液上市，公司期间费用率将会维持在 09 年水平上。

公司净利率历年来基本保持稳定，09 年为 13.87%，08 年期间费用率的大幅提升在毛利率同时升高的反作用下影响较小，体现出公司良好的成本控制能力。

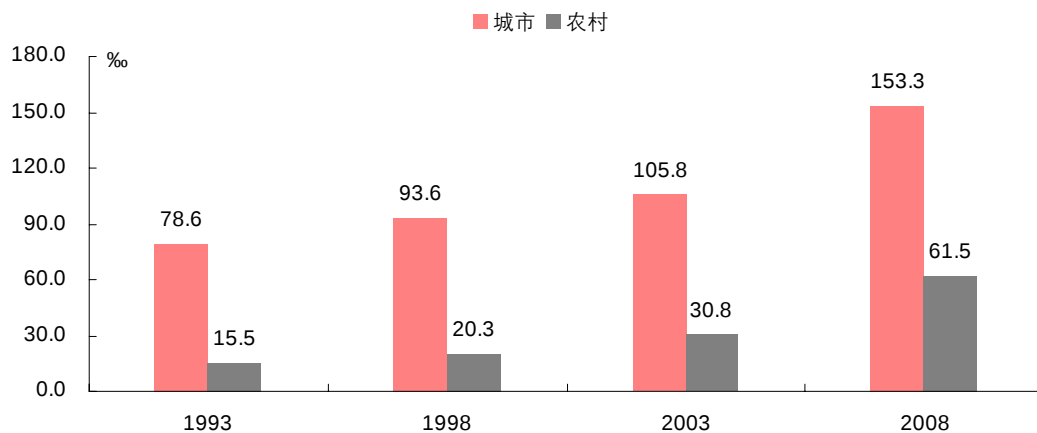
图 4：公司净利润变化分析


资料来源：招股说明书

5 产品市场竞争力分析

5.1 心脑血管用药市场

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 年以来的十五年间，我国居民心脑血管疾病患病率呈现快速增长之势，年平均增长率达到 8.37%。以 2008 年人口总数 13.3 亿推算，2008 年经医生明确诊断的心脑血管疾病例数由 1993 年的 0.37 亿增加到 1.14 亿。2008 年卫生部印发《血脂异常与心肌梗死和脑血栓防治知识宣传要点》显示，目前我国约有 1.6 亿人患血脂异常，成人血脂异常总患病率为 18.6%。血脂异常是心肌梗死和脑血栓的重要危险因素，我国每年死亡人数约有 40% 死于心血管疾病。

图 5：1993-2008 年我国居民心脑血管疾病发病率变化


资料来源：国家卫生部

如此庞大的患病人数催生出一个持续扩容的大市场。据统计，从 2006 年至 2008 年，我国心脑血管用药市场由 2006 年的 608.40 亿元上升至 2008 年的 819.66 亿元，其复合年均增长率为 16.07%，整体保持较快增长，心脑血管药已经属于我国第二大类药，约占 2008 年全国药品销售总额的 17.41%

● 中药制剂渐入佳境

由于心脑血管疾病中多数病种为长期慢性病，需要长期服用，因此具有副作用较小、活血化瘀疗效显著并且价格合理等优点的中药制剂在我国心脑血管病药物市场占据了重要位置。从下表中可以看出，中药类心血管病制剂已明显压倒西药成为四大城市的主要用药品种，其他地区的心血管病制剂销售情况应该差别不大。另外心脑血管疾病也成为了中药发挥作用的重要领域，该类用药占中药注射剂总体市场金额的 58.1%。

表 5：2008 年我国四大城市心血管病治疗剂分类比较

城市	中药类治疗剂	西药类治疗剂
上海	86%	14%
北京	68%	32%
天津	72%	28%
广州	82%	18%

资料来源：南方医药经济研究所

公司中药产品包括银杏叶片、益心舒胶囊、脉血康胶囊以及正在研发的国家一类新药人参皂苷-Rd 注射液等均属于心脑血管类药品。

● 银杏叶片：生产历史悠久、军队系统用药独家中标

银杏是一种历史悠久的植物，其果实和叶片具有很高的药用价值，其中银杏叶片用药始见于明朝初期的《本草品汇精要》，有“敛肺气，平喘咳，止带浊”等记载。20 世纪 60 年代起，银杏叶片开始被开发成为治疗心脑血管疾病用药，目前，世界银杏叶片相关产品年销售额达到 200 亿美元，在我国大约有 30 余家企业生产银杏制剂。我国 2005 年银杏叶制剂的销售额估计在 18 亿~ 20 亿元，稳居中药心脑血管病治疗剂前列。虽然目前我国中药类心脑血管病治疗剂至少有 300 种以上，但银杏叶制剂则占其中近 30% 的份额。

同类产品在全国共有 6 家优质优价企业，除本公司外其他五家包括江苏扬子江药业、浙江康恩贝、法国博福-益福生制药有限公司、德国威玛舒培博士药厂、广东深圳海王，均为公司产品的主要竞争对手。

公司生产银杏叶片已有 13 年历史，该产品被列为国家基本药物目录品种、首批国家医保目录品种，被国家发改委核定为优质优价产品。在中国医药协会对全国 359 家医院 2007 年度的抽样分析调查中，公司产品占整个银杏制剂用药份额的 11.8%。公司产品的相对竞争优势体现在几个方面：

- 产品在上海、哈尔滨、西安、郑州、石家庄等城市占据 20% 以上市场份额，而在北京、天津等地份额低于 5%，考虑到上海等地招标相对北京对产品要求高、进入壁垒较高，上述情况说明公司产品已经形成一定的地域临床认同感；

- 2008 年、2009 年在全军统筹药材网上集中采购中，公司产品成为全国军队系统医院范围内独家中标品种，说明产品的质量和疗效得到高度认可；
- 公司的银杏叶片 19.2mg 规格为国内首家研制的品种，具有疗效显著、与同类产品相比日均治疗费用低、用药量少（一日 3 粒、其他产品多为一日 6-12 粒）等优点；

银杏叶片 07-09 年复合增长率 22.73%，由于产品所处市场竞争激烈、公司产品本身已经成为过亿品种上升空间较小，我们预计未来三年维持 20% 的增长幅度将成为其发展主旋律。

● 益心舒胶囊：独家生产、潜伏多年的战略品种

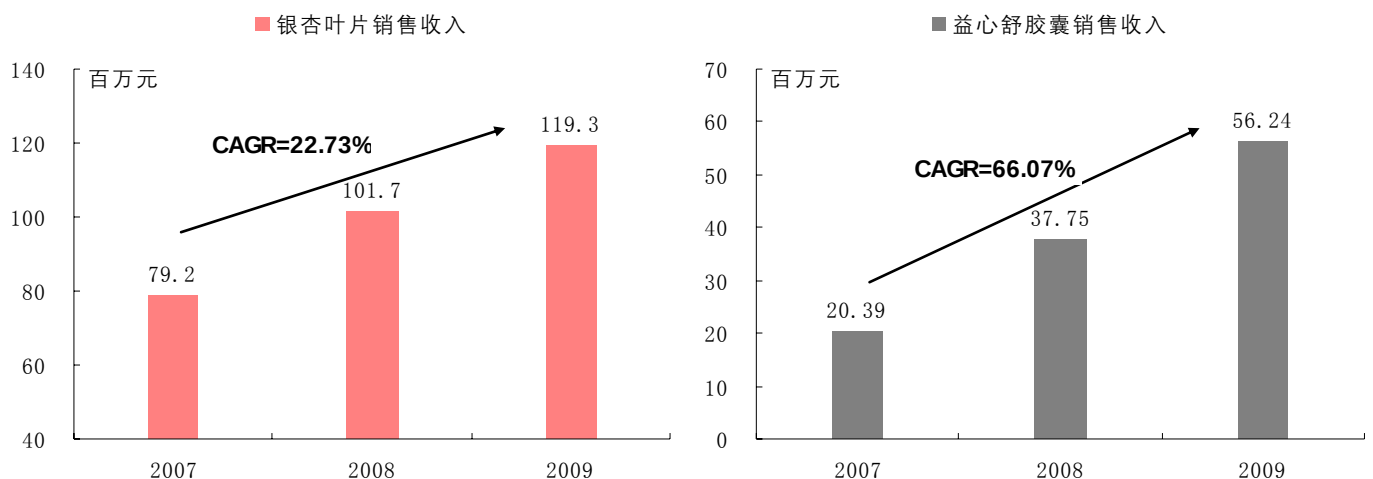
益心舒胶囊由人参、丹参、黄芪、麦冬、川芎、五味子、山楂七味药组成，起源于由宋代李杲著《内外伤辨惑论》的生脉饮（人参、麦冬、五味子），在此基础上又加了黄芪、丹参、川芎和山楂四味药而成。

公司产品益心舒胶囊是国内独家生产品种，被列为国家中药保护品种、国家医保目录品种、国家基本药物目录品种。2008 年，益心舒胶囊治疗冠心病的多中心临床研究和推广项目获得科技部颁发的“华夏创新奖一等奖”。公司产品的相对竞争优势体现在几个方面：

- 产品为国内独家生产并被列入中药保护品种，为其树立了良好的品牌优势，形成了竞争对手难以威胁的市场地位；
- 日均治疗费用在同类药品中最低，随着品牌影响力的进一步强化，产品存在提价空间。

公司益心舒早在 1996 年就获得批准文号，但限于公司当时尚不完善的营销网络一直没有大力宣传，随着 06 年公司营销网络的逐步完善，益心舒胶囊作为公司隐藏多年的重磅炸弹，走上了快速增长的轨道。07-09 年复合增长率为 66.07%，我们预计 2010 年将实现 1 亿元销售收入，11、12 年将有望保持 60% 的增长速度。

图 6：公司主要心脑血管类产品销售增长情况



资料来源：招股说明书

● 脉血康胶囊：未来黄金品种

脉血康胶囊是从日本水蛙研制而成的中成药，其活性成分是水蛙素，在治疗冠心病方面有显著疗效，公司产品为国家中药二级保护品种，目前增长势头强劲，09 年实现销售收入 2000 万，07-09 年保持平均增长速度 90%以上 预计未来三年仍将保持 60%以上的增长速度，2012 年实现产品销售收入过亿。

5.2 消化系统用药市场

随着人们学习、工作、生活的日益忙碌以及心理压力的不断增大，我国消化系统疾病的发病率呈逐年递增的趋势，2007 年中国消化系统疾病平均发病率已经上升为 20.18%，北京、上海等经济发达地区由于竞争较激烈、工作压力较大，消化系统疾病的发病率更是高达 33%。2009 年上半年全国 22 个城市典型医院用药的金额达 300 亿元，同比增长 18.7%，其中消化系统药物用药金额增速高于平均增长率 3 个百分点，达到 21.6%。预计 2010 年我国消化系统用药市场在 350 亿元左右，整体保持较快增长。

● 六味安消胶囊：同类药龙头地位

六味安消胶囊来自蒙、藏族经典验方，组方奇特，可用于全面调理胃、肠功能。公司产品被列为国家基本药物目录品种、国家首批 OTC 甲类药物、国家中药保护品种、国家医保目录品种。在全国 359 家医院 2007 年度的抽样分析调查中，公司产品市场占有率为 83.5%，依据“海虹医药电子商务平台”1300 余家入网样本医院数据，2008 年公司六味安消胶囊占同名药品医院购药总额的 73.57%，位列第一。

为了进一步挖掘 OTC 产品六味安消胶囊的增长潜力，公司曾于 07-08 年尝试加大广告费用投入来大力推广该产品，但受限于国内同类产品同质化现象严重、中药产品品牌难以突出宣传等原因，实际效果并不理想，为此公司逐步降低 OTC 产品的开发力度，实现向处方用药的营销重点转移。因此我们预计六味安消胶囊未来几年销售收入将以 10%-15%速度缓慢提升。

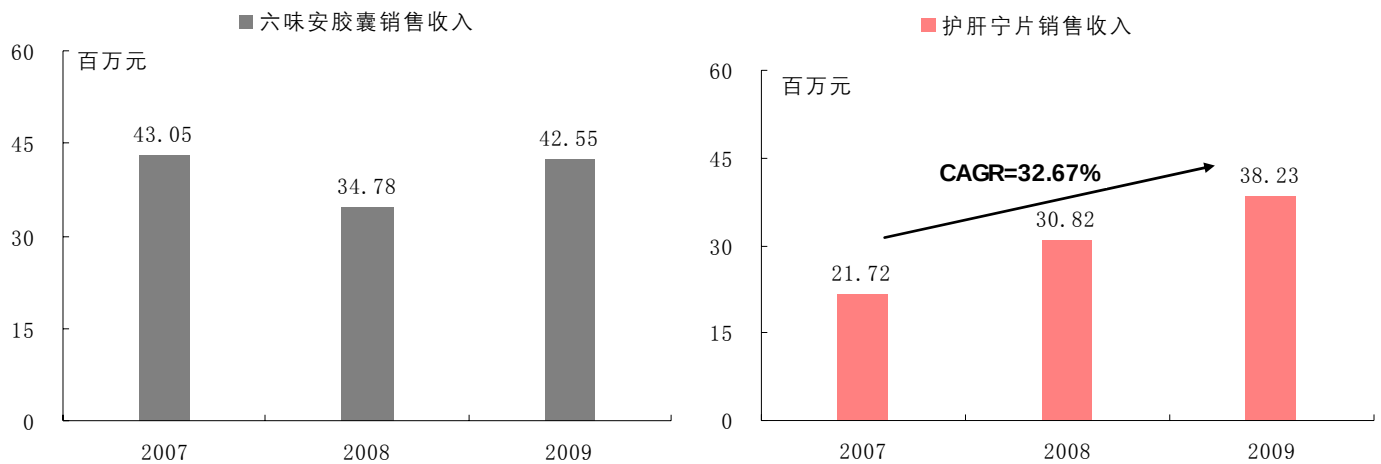
● 护肝宁片：质优价廉

护肝宁片是由灵芝、垂盆草、丹参、虎杖四味药物组成，可用于急性肝炎及慢性肝炎。公司产品为国家基本药物目录品种、国家医保目录品种和独家中成药优质优价品种。依据“海虹医药电子商务平台”1300 余家入网样本医院数据，2008 年度公司护肝宁片占同名药品医院购药总额的 50.02%，位序第一。

目前该产品的市场竞争对手主要包括吉林天强制药、上海玉安药业、吉林紫鑫药业、天津飞鹰制药、黑龙江珍宝岛制药和宝鸡秦昆制药等。公司产品的相对竞争优势体现在几个方面：

- 产品为独家品种，难以复制，在北京、沈阳等大中型城市具有绝对竞争优势，市场竞争地位有很强的绝缘性；
 - 日均治疗费用在同类药品中最低，随着品牌影响力的强化和优质优价权的保护，产品存在提价空间；
- 产品 07-09 年复合增长率为 32.67%，预计未来两年内将继续维持 30%左右的增速

图 7：公司主要消化系统类产品销售增长情况



资料来源：招股说明书

5.3 人参皂苷-Rd：未来的重磅明星产品

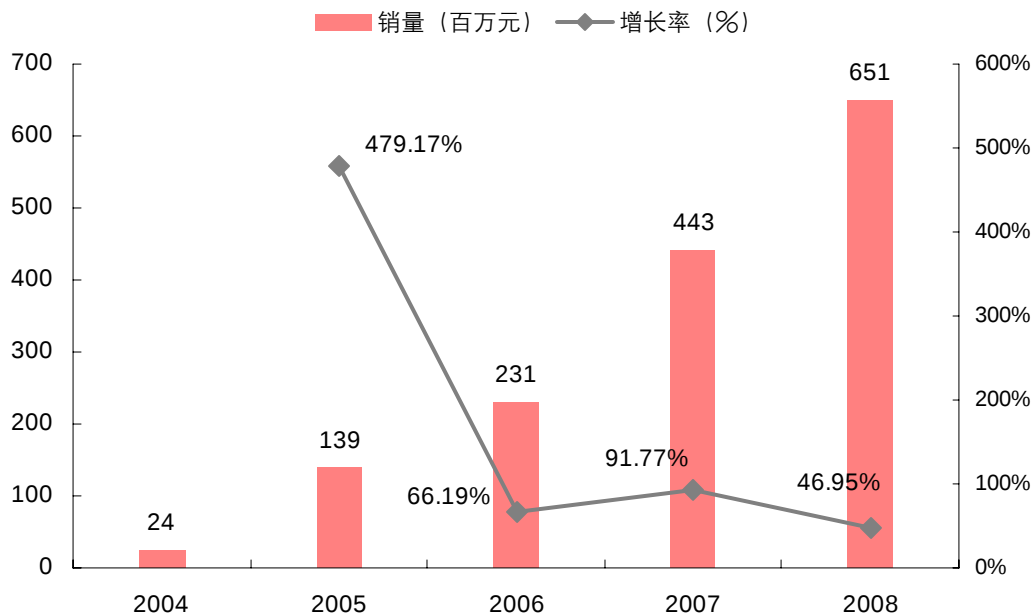
公司研发的一类新药人参皂苷-Rd 注射液已经完成 I 期、II 期和 III 期临床试验，目前公司即将开始向国家药监局申请新药生产，预计 2012 年上市。作为国家中药一类新药，人参皂苷-Rd 是从中药三七中经多步分离而获取的一种单体化合物，主要用于急性缺血性脑卒中的治疗，对脑缺血有明显的保护与治疗作用，能明显降低脑卒中自发性高血压的中风率和死亡率。

● 市场先行者已攫取高额回报

目前国内缺血性脑中风治疗领域中处领先位置的药品为江苏先声药业生产的“必存”（依达拉奉注射液）。依达拉奉是治疗急性脑梗塞的急救药物，也是目前全球范围内唯一明确作用机理和靶标为治疗脑梗塞的氧自由基清除剂，临床上用于改善急性脑梗塞所致的神经症状、日常生活活动能力和功能障碍。

该药 2002 年在日本研发成功首次上市，上市 13 个月销售额就突破 400 亿日元，但未来中国申请专利保护。因此先声药物与中国药科大学合作开发并于 2004 年成功上市“必存”，成为中国第一家、世界第二家依达拉奉注射液的生产厂家。依达拉奉产品 2008 年为先声药业贡献了 6.51 亿元的销售收入，同比增长 46.95%，2004-2008 年 CAGR 高达 93.5%，成为先声药业业绩增长的主推动力。

图 8：先声药业产品依达拉奉销售增长情况



资料来源：先声药业年报

● 疗效显著、静待上市

目前人参皂苷-Rd 注射液已顺利完成 III 期临床试验，试验结果表明公司产品在疗效方面优于依达拉奉，公司目前正在申请新药生产批文，相应的 GMP 生产线也已基本完工，获得批文后即可迅速投产上市。预计该产品将在 2012 年开始投产并贡献利润，从而推动公司销售收入与利润的大幅增长，复制先声药业依达拉奉的神话。

6 募集资金项目分析

公司本次公开发行人民币普通股（A 股）2,170 万股，预计募集资金 19,600 万元。本次募集资金投资项目全部用于公司主营业务，其中生产线项目用于现有产品的产能扩大，募集所得资金将按照轻重缓急顺序分别投入以下三个项目：

表 6：公司募集资金项目情况（万元）

序号	项目名称	拟投入资金（万元）
1	固体制剂 GMP 生产线建设项目	9600
2	植物提取物 GMP 生产线建设工程项目	6500
3	药物制剂中试生产基地建设项目	3500
合计		19600

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

➤ **固体制剂 GMP 生产线建设项目**：该项目拟在信邦罗甸生产基地新建一条片剂生产线、二条胶囊剂

生产线和一条颗粒剂生产线，项目建设周期为 18 个月。目前公司产销情况非常好，产能利用率几乎都达到了满负荷，建设新的生产线对公司的成长来说非常必要。项目完成后，将形成年产片剂 2 亿片，胶囊剂 3 亿粒，颗粒剂 0.5 亿袋的生产能力。

- **植物提取物 GMP 生产线建设工程项目：**该项目拟依托贵州丰富的中药材资源，投资 6,500 万元建设植物提取物 GMP 标准生产线，项目建设周期 18 个月，项目建成后将达到年处理中药材 6,500 吨的规模。该项目属于公司药品生产过程中的配套项目，主要是为满足公司药品生产的需要，解决公司现有产能的严重不足。
- **药物制剂中试生产基地建设项目：**该项目旨在建立医药研发及中试平台，建设符合 SFDA 标准的中试车间，定位为集新药研发、中药二次开发、仿创结合于一体的新型释药系统及其新剂型研究与中试平台。本项目的建成将促进公司新产品的开发，提高研发水平，加快研究成果的转化。科技成果经过中试，产业化成功率可达 80%；而未经过中试，产业化成功率只有 30%。

7 风险提示

新产品研发的风险

公司一类新药人参皂苷-Rd 已经完成 I 期、II 期和 III 期临床试验，基本证明该药是安全、有效的，目前公司正在准备向国家药监局申请新药生产。但取得新药证书和生产批准文号尚需一系列的审批程序，申请过程中仍然存在由于政策变化等因素延误审批进程甚至被退审的风险。

此外，该产品未来的市场认可程度、市场推广方式以及市场推广力度等都将影响其实际销售状况，目前还存在不确定性。

政策风险

公司的银杏叶片、六味安消胶囊、贞芪扶正胶囊和护肝宁片均被列为优质优价产品，在逐步推行的优质优价产品分类招标体系中享有产品的价格优势和市场优势。2007、2008 以及 2009 年度上述四个产品销售收入合计分别占公司当期销售收入的 76.35%、71.84% 和 68.33%，对公司利润贡献较大。如果未来国家药品优质优价采购模式产生变化，将会对公司产品竞争优势地位造成影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	324	425	546	735	营业收入	337	416	553	746
现金	83	112	136	182	营业成本	103	125	165	223
应收账款	84	111	143	194	营业税金及附加	4	4	6	8
其它应收款	14	23	29	40	营业费用	140	173	230	311
预付账款	41	64	80	107	管理费用	27	33	44	60
存货	66	80	108	144	财务费用	6	12	17	21
其他	35	36	50	68	资产减值损失	3	1	1	1
非流动资产	146	235	290	278	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	92	202	269	263	营业利润	53	67	90	122
无形资产	12	12	12	12	营业外收入	1	2	2	2
其他	43	21	10	4	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	470	660	836	1013	利润总额	54	68	91	124
流动负债	214	339	438	509	所得税	8	9	13	17
短期借款	152	230	316	370	净利润	46	59	79	107
应付账款	13	29	38	51	少数股东损益	-0	-0	-0	-1
其他	49	80	84	87	归属于母公司净利润	47	60	79	108
非流动负债	4	9	7	6	EBITDA	60	91	124	163
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.54	0.69	0.91	1.24
其他	4	9	7	6	主要财务比率				
负债合计	218	348	445	515	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	-0	-1	-1	-2	成长能力				
股本	65	87	87	87	营业收入	22.5%	23.5%	32.9%	34.9%
资本公积	31	9	9	9	营业利润	61.8%	25.2%	34.3%	36.5%
留存收益	157	216	296	403	归属于母公司净利润	38.0%	27.4%	33.2%	35.7%
归属母公司股东权益合计	253	313	392	500	获利能力				
负债和股东权益	470	660	836	1013	毛利率	69.3%	69.9%	70.2%	70.0%
现金流量表					净利率	13.9%	14.3%	14.3%	14.4%
单位:百万元					ROE	18.4%	19.0%	20.2%	21.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	17.8%	17.4%	18.0%	20.3%
经营活动现金流	42	63	31	24	偿债能力				
净利润	46	59	79	107	资产负债率	46.2%	52.7%	53.3%	50.9%
折旧摊销	0	13	18	20	净负债比率				
财务费用	6	12	17	21	流动比率	1.51	1.25	1.25	1.44
投资损失	-1	0	0	0	速动比率	1.21	1.02	1.00	1.16
营运资金变动	0	-27	-86	-129	营运能力				
其它	-10	7	3	5	总资产周转率	0.74	0.74	0.74	0.81
投资活动现金流	-3	-103	-75	-10	应收账款周转率	4	4	4	4
资本支出	7	105	70	5	应付账款周转率	9.94	6.02	4.94	5.00
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	3	2	-5	-5	每股收益	0.54	0.69	0.91	1.24
筹资活动现金流	-26	68	69	32	每股经营现金流	0.48	0.73	0.35	0.28
短期借款	-22	78	86	54	每股净资产	2.92	3.60	4.52	5.76
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	22	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0	-22	0	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-4	-10	-17	-22	EV/EBITDA	2	1	1	1
现金净增加额	12	28	24	46					

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

李淑花：医药行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn