

成长性良好的中药企业，人参皂苷-Rd值得期待

信邦制药（002390）

建议询价区间：26.2-29.7 元

新股定价报告

2010 年 3 月 31 日 星期三

医药化工研究小组

屈昶、袁舰波
021-50586660-8643
qy@longone.com.cn
医药行业/医疗服务

联系人：顾颖

021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

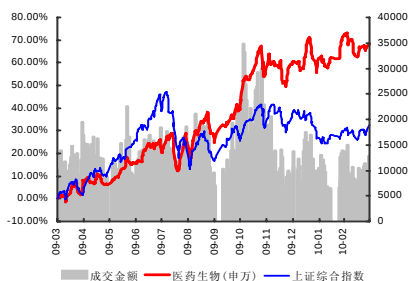
发行数据

发行前总股本(万股)	6510
本次发行股数(万股)	2170
发行后总股本(亿股)	8680

发行后股权结构

张观福	39.34%
长城资产管理公司	23.25%
其他老股东	10.88%
社会公众股	26.52%

医药行业相对上证综指走势图



投资要点

- 公司主要从事中药处方药的开发、生产和销售。本次公开发行 2170 万股，上市后总股本 8680 万股。上市后公司董事长兼总经理张观福先生仍将持有本公司 39.34% 的股份，仍为公司第一大股东。
- 公司最值得期待的产品是国家一类新药人参皂苷-Rd。人参皂苷-Rd 是一种从三七中提取的单体化合物，制剂主要用于治疗急性缺血性脑卒。目前已经完成了Ⅲ期临床试验研究，正在筹备申请新药证书和生产批准文号工作。我们认为受益于脑血管药物庞大的市场空间及人参皂苷-Rd 本身的显著疗效，人参皂苷-Rd 在 2011 上市后有望快速成为重磅产品，预计 2011 年即能实现约 8000-10000 万的销售收入。
- 公司在心脑血管、消化系统的主要品种包括银杏叶片、六味安消胶囊、护肝宁片、益心舒胶囊等。其中银杏叶片享受优质优价，在细分领域具有较强的市场竞争优势。益心舒胶囊是公司的独家品种，受益于心脑血管药物的广阔市场及公司推广力度的加大，收入也将快速突破亿元大关。其他品种如六味安消胶囊、脑脉康胶囊等的成长性也非常好。
- 公司本次 IPO 计划公开发行人民币普通股（A 股）不超过 2,170 万股，预计募集资金 19,600 万元，用于固体制剂 GMP 生产线建设、植物提取物 GMP 生产线建设工程、药物制剂中试生产基地建设三个项目。如果募集资金量超过 19,600 万元，则超过部分用于补充公司流动资金。
- 我们预测公司 2010-2011 年的 EPS 分别为 0.70 元和 0.88 元。综合考虑公司基本面及可比公司的估值，我们建议询价区间为 26.2-29.7 元之间，对应公司 2010 年及 2011 年 EPS 的市盈率分别为 37-42 倍和 30-34 倍。

1、公司基本情况

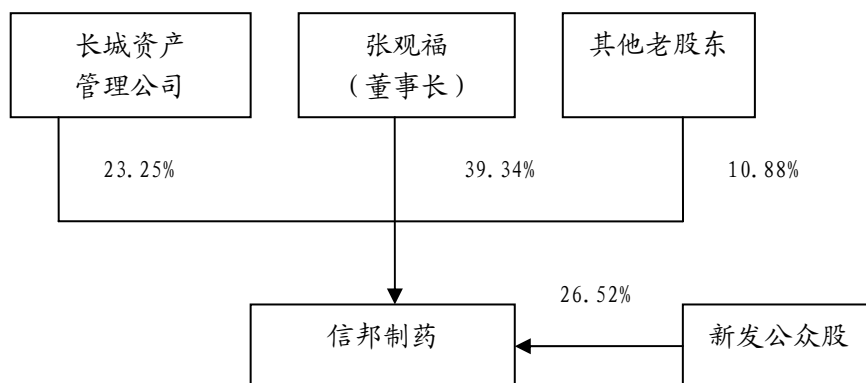
1.1 公司股权结构

信邦制药是贵州省的一家民营中药企业。公司 IPO 前股本 6510 万股，此次拟发行 2170 万股，上市后总股本 8680 万股。

公司 IPO 前的实际控制人为公司董事长兼总经理张观福先生，持有本公司 3486 万股股份，占 IPO 前公司股本的 53.55%。

本次公开发行人 2170 万股后，张观福先生仍将持有本公司 39.34% 的股份，仍为公司第一大股东。

图 1: IPO 后信邦制药股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

1.2 公司主营业务

本公司主要从事中药处方药的研发、生产和销售。目前公司主要产品集中在心脑血管、消化系统两大类，共有国家药品批准文号品种 44 个，国家医保目录品种 24 个。现有主要产品为银杏叶片、益心舒胶囊、六味安消胶囊、护肝宁片等。

公司研发的新产品中包括一个国家一类新药人参皂苷 - Rd，目前已经完成了 III 期临床试验研究，预计于 2011 年上市。

2、公司行业背景

2.1 心脑血管用药市场情况

心脏病和脑血管病已经成为我国目前最常见的两种疾病，不仅发病率高，而且居于致死疾病病因排行榜的前列。据卫生部统计，城市患病率前五位依次为高血压、糖尿病、脑血管病、缺血性心脏病、慢性胃肠炎；2006 年城市居

民死亡率前五位依次为恶性肿瘤、脑血管病、心脏病、呼吸系统疾病、损伤和中毒，农村居民依次为恶性肿瘤、脑血管病、呼吸系统疾病、心脏病、损伤和中毒；最近几年城乡居民死因结构不会有大的变化，高血压、糖尿病、心脑血管病、恶性肿瘤等慢性病成为城乡居民主要发病和死亡原因。

由于心脑血管系统疾病是一个相当大的病种，治疗心脑血管疾病的药物近年来也层出不穷。

2006 年我国药品销售收入为 3,012.7 亿元，其中心脑血管用药约占整个药品收入的 16.8%，约为 506.1 亿元。

2.2 消化系统用药市场情况

消化系统疾病是一种较常见的多发病之一，包括急性胃炎、慢性胃炎、消化道溃疡、功能性消化不良等。消化系统疾病属常见病、多发病，涉及多个学科。发病率较高的糖尿病、心脏病和肾脏病等常常伴有消化系统疾病，它既可以是原发性疾病，也可以是继发性疾病。2006 年 12 月，中国医药商业协会对 70 家 158 个品种典型调查数据显示，我国药品消费从药品类别构成比例大致为：抗生素抗感染药占 158 个品种的典型调查总额的 35.78%，消化系统用药占 11.43%，解热镇痛药占 8.17%，循环系统用药占 7.70%，非抗生素抗感染药占 5.49%。

2006 年我国消化系统药约占整个药品收入的 13%，约为 391.7 亿元。

3、公司竞争力分析

3.1 创新优势

公司是全国 30 家医药创新型试点企业之一，拥有发明专利 6 项，另有 37 项专利正在申请，在心脑血管、消化系统药物领域拥有较强的创新优势。公司研发的新产品中尤以国家一类新药人参皂苷-Rd 最受关注。

人参皂苷-Rd 是一种从三七中提取的单体化合物，其制剂主要用于治疗急性缺血性脑卒，能明显降低脑卒中自发性高血压的中风率和死亡率。目前已经完成了 III 期临床试验研究，正在筹备申请新药证书和生产批准文号工作。

我们认为受益于脑血管药物庞大的市场空间及人参皂苷-Rd 本身的显著疗效，人参皂苷-Rd 未来上市后有望成为公司最受瞩目的重磅产品，预计 2011 年即能实现约 8000-10000 万的销售收入。

3.2 产品优势

公司在心脑血管、消化系统的主要品种包括银杏叶片、六味安消胶囊、护肝宁片、益心舒胶囊等。其中银杏叶片等一线品种在细分领域具有较强的市场竞争优势，二线品种益心舒胶囊、脑脉康胶囊等的成长性非常好。

表 1：公司主导产品的市场份额

产品名称	抽样销售	信邦制药销售	比例	数据来源
银杏叶片	15,581.5	1,844.4	11.8%	359家样本医院
六味安消胶囊	1,090.9	911.7	83.5%	359家样本医院
护肝宁片	726.7	513.2	70.6%	南方医药经济研究所
益心舒胶囊	2,038.59	2,038.6	100%	信邦制药

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

银杏叶片目前是公司主要的盈利品种，07-09 年收入占比分别为 36.35%、37.03%、35.44%。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。据统计 2008 年公司银杏叶片占同名药品医院购药总额的 8.67%，位列第二。我们认为银杏叶片的平稳增长是公司业绩的安全边际。

益心舒胶囊是公司独家生产品种。07-09 收入占比分别为 9.36%、13.74%、16.7%。该产品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”。益心舒胶囊 09 年实现销售收入 5624 万元，同比增长 49%，我们认为该产品是公司主导产品中成长性最好的品种，有望一到两年即成为亿元大品种。

六味安消胶囊能够全面调整胃肠功能，疗效较显著。09 年公司的六味安消胶囊共销售 4255 万元，同比增长 22%，是公司消化系统领域成长性最好的品种。

护肝宁片 09 年贡献收入 3823 万元，同比增长 24%。中药护肝药物的优势在于恢复肝功能、调节免疫和抗肝纤维化方面，产品目前也处于成长期。

3.3 营销优势

公司建设了以营销部、商务部和品牌事业部为架构的营销体系，其中营销部主要负责营销策略及大中城市的销售；品牌事业部主要负责地县城市、城镇社区和 OTC 的销售；商务部主要负责签订合同、物流配送、货款回收和客户资信管理等工作。三个部门独立运作、专业化分工，共同完成公司产品的销售、推广及市场宣传工作。

公司还拥有一支 400 多人的专业化营销队伍，未来随着公司产能释放、新产

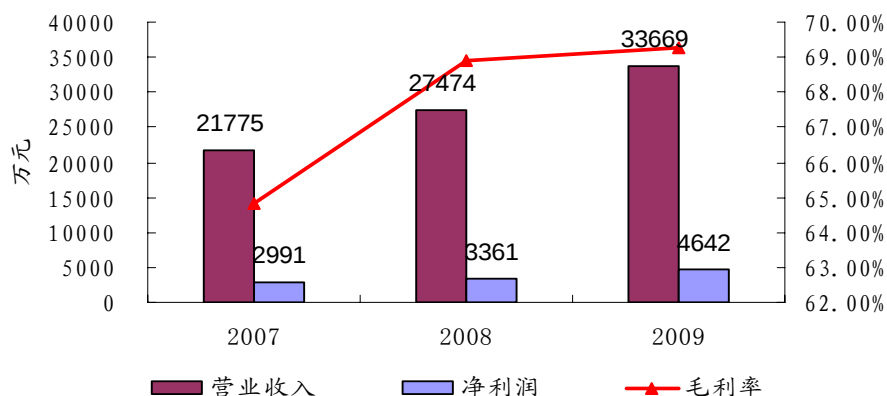
品上市，公司的营销团队还将快速扩大。

4、公司财务分析

从下图可以看出，公司近几年的营业收入和净利润复合增长率分别约 25%和 40%，主营业务增速比较快。这主要是因为公司的产品梯队建设良好，在一线产品稳健增长的同时，二线产品的成长性也非常好。

公司毛利率水平逐年上升已经接近 70%，这主要是因为公司的主要产品优质优价或者独家，毛利率水平比较高。我们判断随着公司一类新药的上市，公司的毛利率水平还有提升空间。

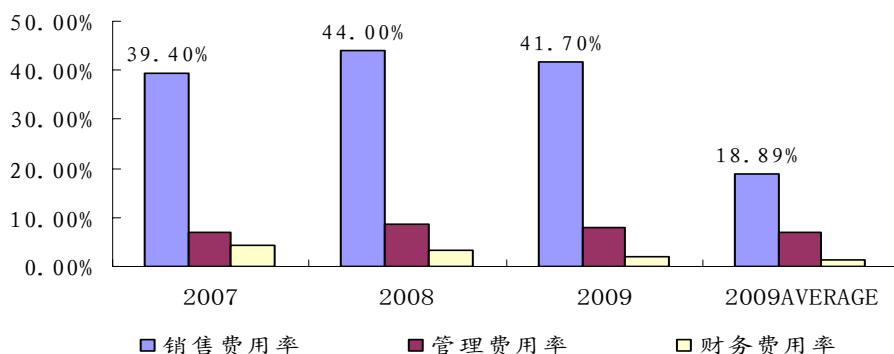
图 2：公司收入、净利润、毛利率情况



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

公司 2007-2009 的三项费用率逐年比较稳定，分别为 50.70%、56.00%、51.60%。公司的销售费用率同比中药上市企业的平均销售费用率要高得多，这主要是由于公司自主营销的营销模式决定的。

图 3：公司费用率情况



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

公司 2007-2009 年末的资产负债率分别为 55.48%、53.0866%和 46.24%，资产负债率逐年下降，长期偿债能力也较好。

表 2：公司其他财务指标

主要财务指标	2007	2008	2009
流动比率	1.28	1.27	1.51
速动比率	1.09	1.00	1.20
应收账款周转率	3.00	3.69	4.32
存货周转率	2.25	1.76	1.61
每股经营活动产生的现金流量(元)	0.50	0.38	0.64
资产负债率	55.48%	53.08%	46.24%
每股净资产(元)	2.67	3.19	3.89

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

5、公司主要风险

5.1 新产品研发风险

国家一类新药人参皂苷-Rd 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。一旦该新药研发失败，本公司将承受 80%已付技术转让费即 2,152 万元的损失。

5.2 贞芪扶正胶囊的停产风险

由于另有一家我国医药生产企业对国家药监局批准的公司贞芪扶正胶囊批准文号存有异议，根据 SFDA 下发的《关于暂停贵州信邦制药股份有限公司生产贞芪扶正胶囊的通知》，自 2008 年 12 月 31 日起，发行人暂停贞芪扶正胶囊的生产，这将对 2010 及以后年度的业绩产生一定影响。

5.3 药品限价风险

公司部分主导产品受优质优价政策的保护，短期内不会因降价而影响利润，但随着医疗体制改革的深入，不排除存在国家继续扩大降价药品范围的可能性，从而影响医药生产企业的盈利能力。

5.3 募投项目风险

本次募投项目正式投产后相关产品的总体产能将扩大一倍以上，不排除在后期经营过程中，存在由于市场需求变化而导致产品销售增长不能达到预期的

风险。

6、募集资金投向

公司本次 IPO 计划公开发行人民币普通股（A 股）不超过 2,170 万股，预计募集资金 19,600 万元，用于固体制剂 GMP 生产线建设、植物提取物 GMP 生产线建设工程、药物制剂中试生产基地建设三个项目。如果募集资金量超过 19,600 万元，则超过部分用于补充公司流动资金。

表 3：募集资金投向

项目名称	项目内容	投资额(万元)	建设期
固体制剂 GMP 生产线建设项目	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	9600	18 个月
植物提取物 GMP 生产线建设工程项目	建设年处理中药材 6,500 吨的植物提取物 GMP 标准生产线	6,500	18 个月
药物制剂中试生产基地建设项目	建立医药研发及中试平台，建设符合 SFDA 标准的中试车间	3,500	12 个月
合计		19,600	

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

6.1 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。本次募集项目实施后，公司产能将在现在的片剂 2.4 亿片、胶囊剂 2.418 亿粒、颗粒剂 1800 万袋的基础上，新增片剂 2 亿片、胶囊剂 3 亿粒、颗粒剂 5000 万袋的产能。募投项目投产后增加的产能将有效缓解公司现有产能严重不足的问题。

表 4：固体制剂生产线项目新增产能情况

生产线	产品	目前产能	新增产能	项目达产后产能
片剂 (万片)	银杏叶片	12,000.00	5,000.00	17,000.00
	护肝宁片	12,000.00	15,000.00	27,000.00
	合计	24,000.00	20,000.00	44,000.00
胶囊剂 (万粒)	六味安消胶囊	8,000.00	15,000.00	23,000.00
	贞芪扶正胶囊*	3,800.00	0	
	益心舒胶囊	7,500.00	5,000.00	12,500.00

	其他	4,880.00	10,000.00	18,680.00
	合计	24,180	30,000.00	54,180.00
颗粒剂 (万袋)		1,800.00	5,000.00	6,800.00

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

6.2 植物提取物 GMP 生产线建设工程项目

如果本次募投项目固体制剂 GMP 生产线投产，公司各种产品产能将增加 2 倍以上；如果近期一类新药人参皂苷—Rd 研发成功并投产后，将进一步增加对所需植物提取物的需求。为保障产品的生产，在进一步扩大产品产能的同时，必须相应扩大所需半成品植物提取物的生产能力。

本募投项目投产后将新增中药材处理能力 6500 吨，同固体制剂 GMP 生产线建设项目相配套，能够保证新增产能的正常生产。

6.3 药物制剂中试生产基地建设项目

项目内容主要包括建设 1,500 m²的研发实验楼，配备相应的科研设备设施，形成药物制剂工程技术研究平台；建设 2,500 m²符合 GMP 标准的中试车间等。本项目的建设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。

7、估值与市场定价

7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设：

- 1、2010-2011 年销售收入同比增长 21.50%和 37.56%；
- 2、发行 2170 万股，每股收益按照发行后总股本 8680 万股计算；
- 3、公司综合企业所得税率为 15%。

在上述假设下，我们预测公司 2010-2011 年 EPS（摊薄）分别为 0.70 元和 0.88 元。

表 5：信邦制药盈利预测

盈利预测及市场重要数据	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(万元)	21,775	27,474	33,669	40,907	56,271
增长率	25.6%	26.2%	22.5%	21.5%	37.6%
营业利润(万元)	2,807	3,292	5,325	7,071	8,951
增长率	32.7%	17.3%	61.8%	32.8%	26.6%
净利润(万元)	3004	3384	4669	6046	7654

增长率	72.1%	12.7%	38.0%	29.5%	26.6%
每股净资产（元）	2.65	3.17	3.89	3.61	4.50
每股收益（元）	0.46	0.52	0.72	0.70	0.88

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

7.2 上市定价

我们认为公司在心脑血管药、消化系统中药领域的优势明显，产品梯队较为完善，形成了银杏叶片平稳增长；益心舒胶囊、六味安消胶囊等潜力品种加速增长的良好势头。加上公司 IPO 后产能瓶颈的解决、人参皂苷-Rd 的即将上市，预计公司业绩近两年将保持较高的增速。

考虑到公司未来的成长性较好，再综合中药版块可比公司的估值水平，我们认为公司的合理价位在 24.5-28.0 左右，对应公司 2010-2011 的 EPS 市盈率分别为 35-40 倍。考虑到市场对新股的热情，我们建议询价区间为 26.2-29.7 元之间，对应公司 2010 年及 2011 年 EPS 的市盈率分别为 37-42 倍和 30-34 倍。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122