

新股分析
信邦制药 (002390)
信邦制药：蒸蒸日上中成药优势企业
新股分析报告
报告关键点：

- 📖 管理层持股的民营企业
- 📖 高成长的产品梯队是公司现有业务最大的优势
- 📖 一类新药人参皂苷-Rd或成为公司业绩爆点
- 📖 建议询价区间：23.5-26.8元

报告摘要：

- **药学专业背景管理团队带领的民营企业。**公司的控股股东和实际控制人均为张观福，持股数占公司总股本的53.55%，现任公司董事长兼总经理。他在制药行业的从业经历超过20年，拥有丰富的生产、营销、研发和管理经验，对医药行业有着深刻的理解。
- **高成长的产品梯队是公司现有业务最大的优势。**目前，公司主导产品银杏叶片、六味安消胶囊、护肝宁片均为优质优价产品，尤其六味安消胶囊和护肝宁片更是全国独家优质优价产品。优质优价产品在药品招标过程中与其他药品分开招标，享受单独定价。因此，优质优价政策使公司的主导产品摆脱了低价竞争的恶性循环，提升了公司产品的市场竞争地位。公司另一主导产品益心舒胶囊则为全国独家生产品种，未来成长性良好。
- **一类新药人参皂苷-Rd或成为公司业绩爆点。**目前公司的一类新药人参皂苷-Rd已经完成3期临床试验，目前公司正在准备向国家药监局申请新药证书及生产批准文号，公司方面预计该产品将在2011年获批并上市。该产品的主要作用是对急性缺血性脑卒中病人的缺氧脑神经细胞起到保护，防止细胞过早凋亡，因此能够有效改善急性缺血性脑卒中病人的预后情况。该药顺利投产后，凭借公司的营销优势、处方药营销经验以及良好的信誉，预计市场前景广阔。
- **募集资金致力于产能扩张。**公司此次拟发行不超过2,170万股，占发行后总股本比例为25%。募集资金将投资于固体制剂GMP生产线建设、植物提取物GMP生产线建设工程和药物制剂中试生产基地建设三个项目，项目投资总额19,600万元。三个项目均围绕主营业务进行，主要为生产设施的建设。
- **建议询价区间23.5-26.8元。**预计公司未来2010-2012年营业收入分别同比增长20%、35%、30%，2010-2012年摊薄后EPS分别为0.67元、0.84元和1.22元，净利润同比增长52.0%、31.6%、22.7%。目前A股市场中成药行业的2010年平均市盈率为40倍PE，同时参考中成药行业近期发行的四家公司精华制药、上海凯宝、福瑞股份、众生药业平均发行市盈率37倍PE。则按照公司2010年摊薄后业绩0.67元给予公司40-45倍PE，则永安药业上市首日定价区间为26.8-30.2元/股，给予35-40倍的PE参与询价，则询价区间建议为23.5-26.8元/股。

建议询价区间：

23.5-26.8 元

上市首日定价区间：

26.8-30.2 元

报告日期： 2010-03-31

发行数据

总股本(万股)	6,510
发行数量(万股)	2,170
网下发行(万股)	434
网上发行(万股)	1,736
保荐机构	民生证券有限责任公司
发行日期	2010-04-06
发行方式	网下询价，上网定价

股东信息

张观福	53.55%
中国长城资产管理公司	31.64%
深圳市经济合作发展基金管委员	3.84%
会办公室	
张侃	3.23%
吕玉涛	3.23%
杜健	3.23%
何文均	1.29%
张观福	53.55%
中国长城资产管理公司	31.64%
深圳市经济合作发展基金管委员	3.84%
会办公室	

研究员

洪露	首席行业分析师
021-68766073	honglu@essence.com.cn
执业证书编号	S1450210010306

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	274.7	336.7	404.0	545.4	709.1
Growth(%)	26.2%	22.5%	20.0%	35.0%	30.0%
净利润	33.6	46.4	57.9	72.9	105.8
Growth(%)	12.7%	38.0%	24.0%	25.9%	45.2%
毛利率(%)	68.9%	69.3%	69.0%	68.0%	69.0%
净利率(%)	12.3%	13.9%	14.3%	13.4%	14.9%
每股收益(元)	0.04	0.05	0.67	0.84	1.22
每股净资产(元)	0.24	0.29	3.83	4.67	5.89
市盈率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率	-	-	-	-	-
净资产收益率(%)	16.2%	18.4%	17.4%	18.0%	20.7%
ROIC(%)	12.6%	14.6%	17.3%	18.6%	20.9%
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
股息收益率	-	-	-	-	-

1. 公司概况

1.1. 药学专业背景管理团队带领的民营企业。

信邦制药为一家管理层持股的民营企业。公司的控股股东和实际控制人均为张观福，持有股数占公司总股本的 53.548%，现任公司董事长兼总经理。张观福 1965 年出生，高级工程师，贵阳医学院药学学士，中欧国际工商管理学院 EMBA。曾就职于贵州省中药研究所、贵州省医药管理局，1995 年 1 月至 2000 年 2 月任贵州信邦制药有限责任公司董事长、总经理，2000 年 1 月至今任公司董事长、总经理，任期至 2012 年 4 月。现兼任贵州信邦药业有限公司董事长、贵州信邦药物研究开发有限公司董事。在制药行业，他拥有丰富的生产、营销、研发和管理经验，对医药行业有着深刻的理解。

其他自然人股东杜健、吕玉涛、张侃、何文均分别持有公司 3.226%，3.226%，3.226% 和 1.290% 的股份，四人现在公司分别担任副董事长、董事、董事和监事会主席的职务。公司核心管理团队成员的平均年龄 46 岁，主要业务主管均为药学专业毕业，团队成员知识、才能、技能和专业形成很好的互补。

1.2. 发行前后股本变化及子公司情况

在本次发行前，公司董事长张观福先生持有公司 53.548% 的股份，为公司第一大股东和实际控制人。中国长城资产管理有限公司持有公司 31.644% 的股份，为公司的第二大股东。本次计划发行不超过 2,170 万股，占发行后总股本的比例为 25%。届时张观福先生的持股比例将下降至 40.161%，长城公司的持股比例将下降至 23.733%。

表 1：本次发行前后公司股本结构变化

股东名称	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
一、有限售条件流通股	6,510.00	100.00%	6,510.00	75.00%
张观福	3,486.00	53.548%	3,486.00	40.161%
中国长城资产管理有限公司	2,060.00	31.644%	2,060.00	23.733%
深圳市经济合作发展基金管理委员会办公室	250.00	3.840%	250.00	2.880%
杜健	210.00	3.226%	210.00	2.419%
吕玉涛	210.00	3.226%	210.00	2.419%
张侃	210.00	3.226%	210.00	2.419%
何文均	84.00	1.290%	84.00	0.968%
二、本次发行流通股			2,170.00	25.00%
合 计	6,510.00	100.00%	8,680.00	100.00%

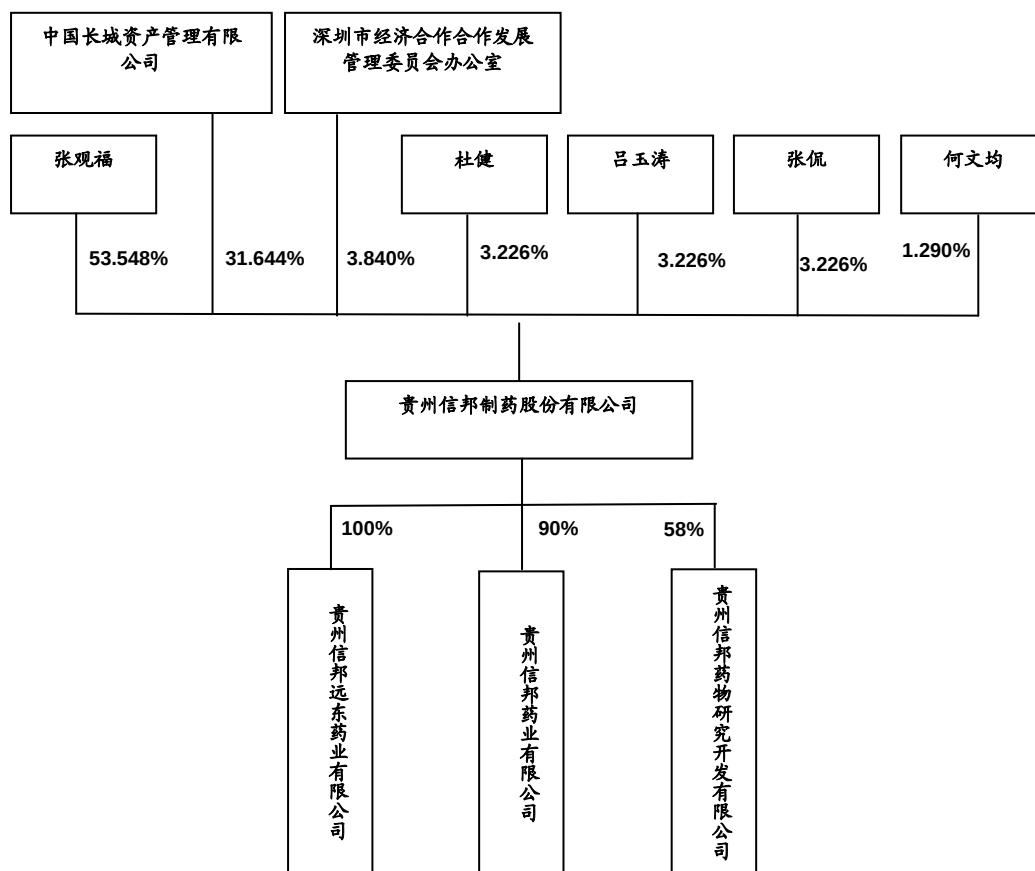
数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

公司目前下设三个子公司，分别为贵州信邦远东药业有限公司、贵州信邦药物研究开发有限公司、贵州信邦药业有限公司，公司持股比例分别为 100%、58%、90%。

表 2：公司控股子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	经营范围
贵州信邦远东药业有限公司	100%	3000 万元	主营业务为自产自销大容量注射剂、小容量注射剂、冻干粉针剂、粉针剂、原料药（甘草酸二铵）。
贵州信邦药物研究开发有限公司	58%	500 万元	主营业务为技术开发、推广、新药研究；成果转让；中药材品种改良；健康产业规划；技术投资。
贵州信邦药业有限公司	90%	100 万元	主要业务是代理其他品牌的医疗器材、药品在贵州市场的销售，不经销信邦制药生产的药品。

图 1：信邦制药发行后股权结构图



数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

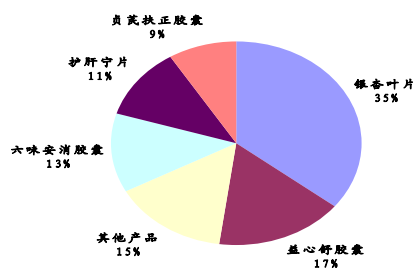
1.3. 中成药优势企业

公司主要从事纯天然植物类中成药的研发、生产和销售，为一家中成药优势企业。公司主导产品中，银杏叶片、六味安消胶囊、护肝宁片为优质优价产品，益心舒胶囊为独家产品。并且公司拥有持续的创新能力和国家一类新药人参皂苷-Rd 注射液等丰富的在研新药储备。公司营销能力强大，经过多年培育、筛选后拥有了一支 400 多人的专业化、职业化营销队伍。

2. 主要业务分析

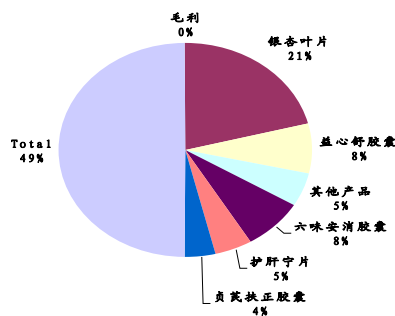
本公司主要从事纯天然植物类中成药的研发、生产和销售。目前公司主要产品集中在心脑血管、消化系统两大类，共有国家药品批准文号品种 44 个，国家医保目录品种 24 个。现有主要产品为银杏叶片、六味安消胶囊、贞芪扶正胶囊（目前已停产）、护肝宁片、益心舒胶囊等，上述产品 2009 年占公司营业收入的比例分别为 35.44%，12.64%，8.90%，11.36%，16.70%，占公司毛利的比例分别为 42.04%，15.40%，7.59%，9.61%，15.15%。

图 2: 公司 2009 年各产品收入占比



数据来源: 公司招股意向书、安信证券研究中心

图 3: 公司 2009 年各产品毛利占比



数据来源: 公司招股意向书、安信证券研究中心

2.1. 中成药行业竞争激烈，优势企业逐步取得竞争优势

公司主导产品均为中成药，属于中药范畴。近年来，我国中成药行业竞争激烈，虽然销售收入历年来都实现了上升，但是盈利能力却呈现下滑趋势。尤其是 2007 年 2 月国家发改委对 278 种中成药内科用药的零售价格进行调整，约 70% 的剂型规格品价格进行了下调，平均降价幅度 15%，中成药中小企业面临着较大的生存压力。2009 年 1-11 月，全国中成药行业的产品销售收入和利润总额分别为 1,699 亿元和 626 亿元，同比分别增长 19.65% 和 18.50%。

但是国家长期以来一直将中药行业定性为“国家战略行业”，势必会加大对于中药行业尤其中药行业的优秀企业的扶持力度。例如对部分药材好、质量优、工艺先进的品种给予较高的价格，从而使得优势企业享受产品质量高标准的溢价，这必将提升优势企业在行业的竞争地位。行业内优势企业竞争地位上升，为研发实力强、生产规范、拥有优质优价产品的企业提供了更大的市场份额和发展机遇。

2.2. 优质优价：主导产品竞争优势明显

我们认为，高成长的产品梯队是公司现有业务最主要的竞争优势。目前，公司的四个主导产品（贞芪扶正胶囊目前已停产）中有三个产品为优质优价产品，分别是银杏叶片、六味安消胶囊、护肝宁片，其中六味安消胶囊和护肝宁片更是全国独家优质优价产品。公司另一主导产品益心舒胶囊则为全国独家产品。

表 3: 公司主要产品竞争优势明显

产品名称	市场占有率情况	产品概况	主治病症
银杏叶片	11.8%，排名第二	优质优价品种，国家基本药物目录品种	用于淤血阻络引起的胸痹心痛、中风、半身不遂、舌强语蹇；冠心病稳定型心绞痛、脑梗死等症状者
六味安消胶囊	83.5%，排名第一	优质优价品种，国家中药保护品种，国家基本药物目录品种	主治胃痛胀满，消化不良，便秘，痛经
护肝宁片	70.6%，排名第一	优质优价品种，国家基本药物目录品种	用于急性肝炎及慢性肝炎
益心舒胶囊	100.0%，全国独家	国家中药保护品种，国家基本药物目录品种	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

数据来源: 公司招股意向书、安信证券研究中心

《药品政府定价办法》第六条中明确规定：“区别 GMP 与非 GMP 药品、原研制与仿制药品、新药和名优药品与普通药品定价，优质优价。”优质优价政策是国家发改委为鼓励药品生产企业改进生产工艺、提高药品质量、保证人民用药安全而制定的优惠政

策。只有品质优良、疗效显著的药品才能获此政策奖励。

国家在药品招标政策的制定上，对列为优质优价的中成药采取了价格保护政策，将其等同为专利药品，在招标过程中优质优价产品在药品招标过程中与其他药品分开招标，享受单独定价。优质优价政策使公司的主导产品摆脱了低价竞争的恶性循环，提升了公司产品的市场竞争地位，保证了公司营业收入和盈利能力的持续增长。

银杏叶片：

公司生产的银杏叶片为国家基本药物目录品种、优质优价产品。根据抽样数据，公司生产的银杏叶片的市场份额为 11.8%，位居第二。

银杏叶片系心脑血管用药，上市时间较长，生产厂家较多，加之目前该产品在全国共有 6 家优质优价产品，竞争格局相对激烈。虽然公司方面表示未来该产品销售收入可望增加到 3 亿元，但我们对此持保守态度，认为未来不太可能出现较大增长。

六味安消胶囊：

公司生产的六味安消胶囊为国家基本药物目录品种、国家中药保护品种、优质优价品种。根据抽样数据，公司生产的六味安消胶囊的市场份额为 83.5%，位居第一。

公司生产的六味安消胶囊为全国独家优质优价产品，在招标过程中单独议价，不仅帮助公司确立了产品的优势地位，而且缓解了招标过程中低价竞争带来的风险。因此，我们预期该药品在未来增长势头良好。

护肝宁片：

公司生产的护肝宁片为国家基本药物目录品种、优质优价品种。根据抽样数据，公司生产的护肝宁片的市场份额为 50.02%，位居第一。

公司生产的护肝宁片同样为全国独家优质优价产品，基于同样的原因。我们也看好护肝宁片未来的增长趋势。

益心舒胶囊：

公司生产的益心舒胶囊被列为国家中药保护品种、国家基本药物目录品种，且该产品为国内独家生产品种该产品主治冠心病引起的胸闷、胸痛等实症，对伴随的气短、心悸、出汗、口干、头晕乏力等虚症也有明显疗效，虚实同治、全面提高患者生活质量。

公司从 2006 年开始重点推广该品种，近年来销售收入增长迅速。2009 年，益心舒胶囊实现销售收入 5624 万元，同比增长 49%。公司方面预计 2011 年该产品将成为上亿品种。考虑到该产品全国独家的性质，我们认为这是一个可以达到的目标。

脉血康胶囊：

脉血康胶囊系心血管用药，适应症较为广泛，也是公司近年来努力推介的品质。2009 年，该品种实现大约 2,000 万元的销售收入。我们预计，该产品 10 年，11 年销售收入将分别达到 4,000 万元和 7,000 万元，我们看好该品种的成长性。

3. 一类新药人参皂苷-Rd 或成公司业绩爆点

目前公司的一类新药人参皂苷-Rd 已经完成 3 期临床试验，目前公司正在准备向国家药监局申请新药证书及生产批准文号，公司方面预计该产品将在 2011 年获批并上市。我们认为，该药的市场前景广阔，未来极有可能带动公司业绩出现爆发式增长。

八十年代，现代医学研究发现，脑缺血/再灌注损伤引起的脑组织损害与脑组织细胞内、外钙离子 Ca^{++} 水平的高低有关。而三七总皂苷可以特异阻断受体操纵 Ca^{++} 通道。在上述研究基础上，对三七总皂苷中特异性阻断 ROC 的有效单体进行分离、鉴定；最终研究证实三七总皂苷中具有特异性阻断 ROC 作用的单体为人参皂苷-Rd。而公司的人参皂苷-Rd 注射液正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。

公司产品与其他同类上市产品的作用机理有着较大的不同。公司产品的主要作用是对急性缺血性脑卒中病人的缺氧脑神经细胞起到保护，防止细胞过早凋亡，因此能够有效改善急性缺血性脑卒中病人的预后情况。而同类产品作用机理则相对不明确，通常只是对脑卒中的症状进行治疗，并没有对脑神经细胞起到保护作用。

因此，我们认为，人参皂苷-Rd 顺利投产后，在其质量优势的基础上，凭借公司的营销优势、处方药营销经验以及良好的信誉，预计市场前景广阔。公司计划该产品上市四年内将分别实现 1 亿元、3 亿元、5 亿元、7 亿元的销售收入。

4. 公司财务状况分析

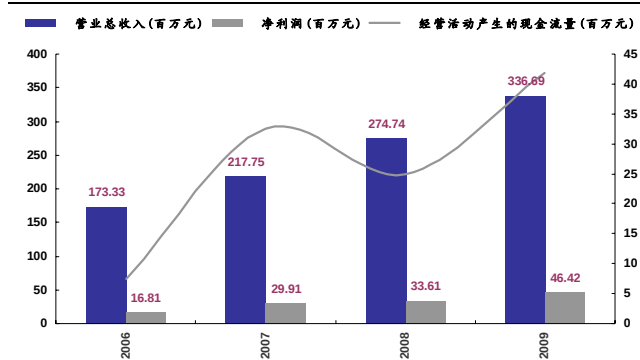
2006-2009 年，公司营业收入和净利润稳健增长，过去 5 年公司收入和净利润的复合增长率为 20%。同时毛利率和净利率稳定提升，毛利率从 2006 年的 64.06% 提高到了 2009 年的 69.29%，净利率从 2006 年的 11.09% 提高到了 2009 年的 19.81%，净资产收益率从 2006 年的 9.7% 提高到了 2009 年的 13.79%，显示公司盈利能力增长稳步提高。

由于公司的主要处方药产品在医院终端进行销售，因此销售费用率较高，期间费用率控制在 50% 左右，这个指标复合处方药企业的特点。公司自己的销售队伍将逐步扩大，进一步加强产品在医院终端的销售。

公司财务风格稳健，2006-2009 年资产负债率逐步下降，使公司具有较强的长期偿债能力提高。同时公司流动比率和速动比率逐步提升，短期偿债能力正在加强。

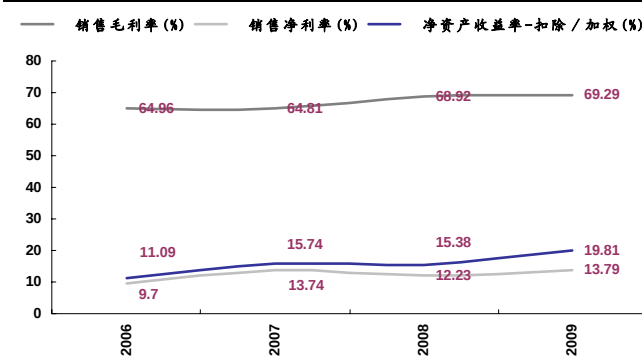
公司营运能力正在不断提高，应收帐款周转天数从 2006 年的 142 天降低到了 2009 年的 83 天，显示公司的回款速度正逐步提高，但公司的存货周转速度仍有待进一步提升。

图 4：公司近年收入、利润及经营性现金流状况



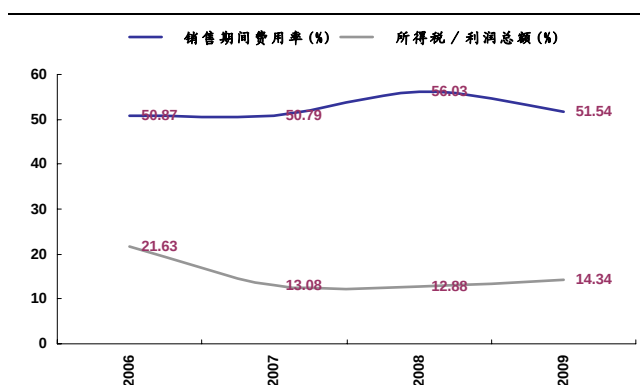
数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

图 5：公司近年盈利能力指标



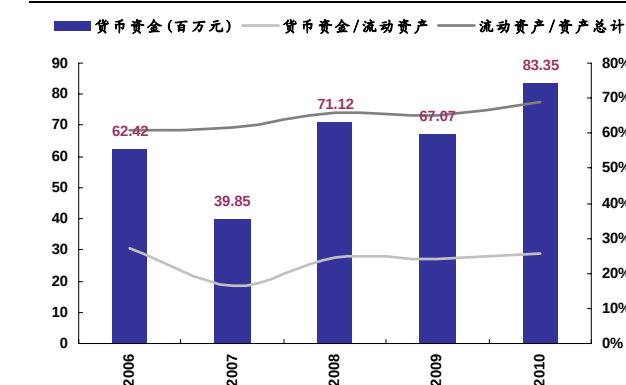
数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

图 6：公司近年期间费用率和所得税率



数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

图 7：公司近年现金状况及资产结构



数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

表 4： 公司近年资本结构、偿债能力和营运能力

主要指标	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
资本结构				
资产负债率 (%)	62	55.49	53.09	46.25
流动资产 / 总资产 (%)	60.95	61.48	65.84	68.92
流动负债 / 负债合计 (%)	87.54	86.59	97.46	98.38
偿债能力				
流动比率	1.12	1.28	1.27	1.51
速动比率	0.96	1.1	1	1.21
息税折旧摊销前利润 / 负债合计	0.11	0.23	0.24	0.31
经营活动产生的现金流量净额 / 负债合计	0.03	0.15	0.11	0.19
营运能力				
营业周期 (天)	340.78	279.6	300.99	306.44
存货周转天数 (天)	198.86	159.73	203.53	223.12
应收账款周转天数 (天)	141.92	119.87	97.46	83.33
存货周转率 (次)	1.81	2.25	1.77	1.61
应收账款周转率 (次)	2.54	3	3.69	4.32
流动资产周转率 (次)	0.75	0.92	1.03	1.09
固定资产周转率 (次)	2.55	2.62	2.76	3.49
总资产周转率 (次)	0.46	0.57	0.66	0.74

数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

5. 研发能力和营销能力突出

贵州信邦药物研究开发有限公司为公司主要的研发平台。药研公司在职新药研究与开发的中高级研究人员 26 人，下设中药研究室、药物合成研究室、液体制剂研究室、固体制剂研究室、分析室等五个研究室，具备制剂工艺、质量检测、天然产物提取等条件。药研公司还与国内部分大专院校、科研院所、临床医院建立了长期稳固的合作关系，在技术和信息方面实现了资源共享、优势互补，及时掌握了国内外新产品技术研究的发展动态。

在研发成果方面，公司目前已有一个一类新药人参皂苷-Rd 和其他四个品种完成临床试验，另有 4 个品种正在进行临床试验。公司目前拥有发明专利 6 项，另有 35 项专利申请已经被国家知识产权局初审合格或受理，其中 12 项已进入了实质审查阶段。

营销方面，公司有着先进的营销管理体系和专业的营销团队。

公司目前的营销体系以营销部、商务部和品牌事业部为主要构架。在专业明确的分工定位下，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。上述三个部门独立运作、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。

销售队伍方面，公司经过多年培育、筛选后拥有了一支 400 多人的专业化、职业化营销队伍。公司持续对营销人员进行包括公司管理、文化及产品疗效、安全性、临床表现以及药品推广技能的培训。

6. 募集资金致力于产能扩张

公司此次拟发行不超过 2,170 万股，占发行后总股本比例为 25%。募集资金将投资于固体制剂 GMP 生产线建设、植物提取物 GMP 生产线建设工程和药物制剂中试生产基地建设三个项目，项目投资总额 19,600 万元。这三个项目均围绕主营业务进行，主要为生产设施的建设，为未来公司的发展奠定了坚实的基础。

表 5: 募集资金项目基本情况

序号	项目名称	项目内容	投资金额 (万元)	建设 周期
1	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	9,600	18个月
2	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
3	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
4	合计		19,600	

数据来源: 公司招股意向书、安信证券研究中心

固体制剂 GMP 生产线建设项目:

公司采用以销定产的生产模式, 报告期所有产品的综合产销率均达 100%。因此, 公司急需通过新建固体制剂 GMP 生产线才能缓解产能不足的矛盾, 保证公司经营的持续增长能力。

本次募集项目实施后, 公司产能将在现在的片剂 2.2 亿片、胶囊剂 2.015 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, 将彻底解决公司目前产能不足的瓶颈。

植物提取物 GMP 生产线建设工程项目:

公司现有的中药提取车间设计产能年处理中药材 700 吨, 可生产植物提取物 110 吨, 平均收率为 15.75%。尽管公司不断通过技改、新技术以及添加新设备等方式将年处理中药材的产能实际扩大到了 1,180 吨, 2008 年折合处理中药材量 980 多吨, 银杏叶提取物 10.69 吨需全部外购, 如果银杏叶提取物全部自己提取, 产能缺口 65%。根据公司 2009 年生产预算预计年需要各种植物提取物 175.33 吨, 合计折合处理中药材量 2,113 吨, 中药提取产能缺口近 79%。

而随着一类新药人参皂苷—Rd 的投产, 对所需植物提取物的需求将进一步增加。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年中药材处理能力 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。

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。

中试是中间性试验的简称, 是科技成果向生产力转化的必要环节。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%。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, 为新产品的工业化生产, 新技术、新工艺的应用, 提高产品质量提供更可靠的保证。

7. 风险因素

7.1. 新药市场开发风险

公司累计投资于人参皂苷—Rd 的金额达到 6,593.36 万元, 占公司 2009 年 6 月 30 日资产总额的 15.49%。该一类新药尚未在国内上市销售, 尽管公司拥有较强的营销优势, 积累了丰富的处方药营销经验, 但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, 从而存在达不到预期销售增长的可能。

7.2. 优质优价政策风险

公司主要产品银杏叶片、六味安消胶囊、贞芪扶正胶囊 (2009 年已暂停生产) 和护

肝宁片同时被列入优质优价产品，确立了公司产品的价格优势和市场优势。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。

7.3. 贞芪扶正胶囊停产风险

贞芪扶正胶囊是公司依法取得并合法生产经营的中药产品，由于另有一家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，药监局自2008年12月31日起，暂停贞芪扶正胶囊的生产，但此前“已经生产的产品，在有效期内可继续销售使用”。2009年上半年公司贞芪扶正胶囊销售收入为1,185.8万元，占比当期销售收入8.07%，实现毛利741.77万元，占当期公司毛利总额7.16%。2009年上半年末该产品尚有部分存货，预计2009年末销售完毕，对2009年及以后年度的业绩产生一定影响。尽管目前公司已经暂停生产贞芪扶正胶囊，但不排除有异议方继续申诉，从而在一定程度上影响公司的正常工作安排。

8. 盈利预测与估值

盈利预测假设：

- 1、公司现有主打产品销售收入将在未来三年保持18%的复合增长率；
- 2、脉血康胶囊2010年实现销售收入4,000万元，2011年实现销售收入7,000万元；
- 3、2011年新药人参皂苷-Rd上市后将实现7,000-8,000万元的销售收入。

我们预测公司未来2010-2012年营业收入分别同比增长20%、35%、30%，2010-2012年摊薄后EPS分别为0.67元、0.84元和1.22元，净利润同比增长52.0%、31.6%、22.7%。

表6：新发行的中成药企业市盈率比较

证券代码	证券简称	2009年预测市盈率(PE)	2010年预测市盈率(PE)
600285.SH	羚锐制药	86.7487	69.3989
002349.SZ	精华制药	81.7604	61.7394
300039.SZ	上海凯宝	78.8519	55.4082
300049.SZ	福瑞股份	77.0881	48.9462
002317.SZ	众生药业	63.8834	48.3222
002118.SZ	紫鑫药业	45.5281	42.2889
002107.SZ	沃华医药	54.1706	39.1883
000650.SZ	仁和药业	47.8102	37.6038
000538.SZ	云南白药	48.1371	34.7042
600351.SH	亚宝药业	47.4145	33.3213
002275.SZ	桂林三金	40.1927	33.436
600557.SH	康缘药业	40.056	32.3209
600750.SH	江中药业	49.1857	31.887
600479.SH	千金药业	42.075	31.8819
600329.SH	中新药业	35.7378	30.5835
600535.SH	天士力	38.7251	31.1425
600594.SH	益佰制药	39.6454	30.1576
000919.SZ	金陵药业	28.7581	25.3999
平均值		55.0658	39.8739

数据来源：wind、安信证券研究中心

目前A股市场中成药行业的2010年平均预测市盈率为40倍PE，同时参考中成药行业近期发行的四家公司精华制药、上海凯宝、福瑞股份、众生药业平均发行市盈率约37倍PE。

则按照公司 2010 年摊薄后业绩 0.67 元给予公司 40-45 倍 PE, 则永安药业上市首日定价区间为 26.8-30.2 元 / 股, 给予 35-40 倍的 PE 参与询价, 则询价区间建议为 23.5-26.8 元/股。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-3-31	
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	274.7	336.7	404.0	545.4	709.1	成长性						
减: 营业成本	85.4	103.4	125.2	174.5	219.8	营业收入增长率	26.2%	22.5%	20.0%	35.0%	30.0%	
营业税费	2.8	3.7	4.0	5.5	7.1	营业利润增长率	17.3%	61.8%	25.0%	26.3%	45.7%	
销售费用	120.8	140.2	168.1	226.4	290.7	净利润增长率	12.7%	38.0%	24.0%	25.9%	45.2%	
管理费用	23.9	27.0	32.3	43.6	56.7	EBITDA 增长率	12.7%	36.0%	23.2%	24.7%	40.1%	
财务费用	9.2	6.3	7.4	7.6	7.8	EBIT 增长率	13.0%	41.3%	24.2%	23.9%	42.2%	
资产减值损失	-0.3	3.4	0.5	3.9	4.6	NOPLAT 增长率	9.8%	24.4%	24.0%	23.6%	41.7%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	7.6%	4.5%	15.0%	26.5%	21.0%	
投资和汇兑收益	-	0.6	0.1	0.1	0.1	净资产增长率	19.3%	21.7%	31.5%	21.9%	26.1%	
营业利润	32.9	53.3	66.6	84.1	122.5	利润率						
加: 营业外净收支	5.7	0.9	1.0	1.0	1.0	毛利率	68.9%	69.3%	69.0%	68.0%	69.0%	
利润总额	38.6	54.2	67.6	85.1	123.5	营业利润率	12.0%	15.8%	16.5%	15.4%	17.3%	
减: 所得税	5.0	7.8	9.7	12.2	17.7	净利润率	12.3%	13.9%	14.3%	13.4%	14.9%	
净利润	33.6	46.4	57.9	72.9	105.8	EBITDA/营业收入	17.8%	19.8%	20.3%	18.8%	20.2%	
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	15.3%	17.7%	18.3%	16.8%	18.4%	
货币资金	71.1	83.4	90.3	61.7	67.5	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	131	103	97	94	87	
应收帐款	88.8	97.9	113.8	153.7	199.8	流动营业资本周转天数	259	234	216	198	197	
应收票据	19.3	35.5	38.7	52.3	68.0	流动资产周转天数	348	329	306	261	243	
预付帐款	50.1	41.3	51.4	65.3	82.9	应收帐款周转天数	97	86	86	80	81	
存货	62.1	66.1	78.9	105.2	120.4	存货周转天数	63	69	65	61	57	
其他流动资产	-0.0	-0.0	-9.8	-9.8	-9.8	总资产周转天数	546	488	447	381	346	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	448	388	355	318	302	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	16.2%	18.4%	17.4%	18.0%	20.7%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.6%	9.9%	10.9%	11.7%	14.3%	
固定资产	101.0	91.7	126.7	157.9	183.0	ROIC	12.6%	14.6%	17.3%	18.6%	20.9%	
在建工程	39.7	41.2	25.3	15.8	10.1	费用率						
无形资产	9.4	11.6	11.6	11.7	11.8	销售费用率	44.0%	41.7%	41.6%	41.5%	41.0%	
其他非流动资产	1.1	1.5	6.6	7.0	7.2	管理费用率	8.7%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	
资产总额	442.7	470.3	533.6	620.7	740.9	财务费用率	3.3%	1.9%	1.8%	1.4%	1.1%	
短期债务	173.9	151.9	151.3	151.2	151.1	三费/营业收入	56.0%	51.5%	51.4%	50.9%	50.1%	
应付帐款	18.0	20.5	24.4	34.0	42.8	偿债能力						
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	53.1%	46.2%	37.7%	34.7%	31.0%	
其他流动负债	37.2	41.6	23.9	33.0	43.5	负债权益比	113.2%	86.0%	60.5%	53.1%	44.9%	
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.27	1.51	1.82	1.96	2.23	
其他非流动负债	6.0	3.5	1.5	-2.7	-7.7	速动比率	1.00	1.21	1.42	1.48	1.72	
负债总额	235.0	217.5	201.2	215.4	229.7	利息保障倍数	4.58	9.51	10.05	12.12	16.75	
少数股东权益	1.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	分红指标						
股本	65.1	65.1	86.8	86.8	86.8	DPS(元)	-	-	-	-	-	
留存收益	141.4	188.1	246.0	318.9	424.7	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
股东权益	207.7	252.8	332.4	405.3	511.2	股息收益率						
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
净利润	33.6	46.4	57.9	72.9	105.8	EPS(元)	0.04	0.05	0.67	0.84	1.22	
加: 折旧和摊销	7.6	7.6	8.1	10.7	13.1	BVPS(元)	0.24	0.29	3.83	4.67	5.89	
资产减值准备	-0.3	3.4	0.5	3.9	4.6	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-	
财务费用	9.4	9.4	6.5	7.4	7.6	P/FCF	-	-	-	-	-	
投资收益	-	-0.6	-0.1	-0.1	-0.1	P/S	-	-	-	-	-	
少数股东损益	-0.2	-0.3	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-	
营运资金的变动	-19.0	-10.1	-36.7	-83.2	-84.8	CAGR(%)	29.4%	31.6%	36.2%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	24.9	41.8	37.1	11.8	46.4	PEG	-	-	-	-	-	
投资活动产生现金流量	-2.0	-3.2	-31.1	-32.0	-32.0	ROIC/WACC	2.5	2.8	3.4	3.6	4.1	
融资活动产生现金流量	8.4	-26.4	-8.3	-7.7	-7.9	REP	-	-	-	-	-	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 推荐 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034