

信邦制药 (002390)

2010-04-08

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

踏实创新的中药新势力

——信邦制药上市定价

投资要点:

- 贵州信邦制药股份有限公司是一家成立于2000年,地处贵州罗甸县,主要从事中成药开发、生产和销售。公司在本世纪初期,国家新药审批体制混乱时期,不随波逐流,坚持真正的创新,我们认为它是一家脚踏实地,专注创新的民营中药企业。
- 公司产品治疗领域主要涉及心脑血管、消化类两大领域。心血管的主要产品为:银杏叶片、益心舒胶囊、脉血康胶囊、人参皂苷-Rd(在研)等,消化类的主要产品为六味安消胶囊、护肝宁片等。09年心血管类疾病的治疗药品的销售收入占主营业务收入的55%,随着在研产品:一类新药人参皂苷-Rd未来的生产和销售,心血管类疾病治疗药品的销售收入占比将进一步提高。
- 从募投的三个项目分布看,公司此次募集资金主要将围绕着中药主业,提升产能。募投项目投产后,对比2007年公司实际产能,片剂产能将增加1倍、胶囊剂增加1.5倍、颗粒剂增加2.7倍。新投产的六种药品和公司原有的老品种将共同消化募投项目的新增产能。我们初步预计该项目达产后,将给公司新增销售收入4亿左右。
- 我们预测公司2010年—2012年每股收益分别为0.69元、0.94元和1.11元。基于目前中成药子行业2010年平均35倍的动态市盈率。我们认为公司的一类新药人参皂苷-Rd注射液在未来有爆发增长的可能,故给予公司高于行业平均的35倍—40倍动态市盈率,合理价格区间为24—28元之间;由于公司发行价定在33元,综合近期上市的医药股表现,我们预计公司上市首日价格区间为46—55元之间,对应发行价的溢价空间在40%—65%之间。

风险提示:

- 人参皂苷-Rd注射液推迟或无法上市的风险。
- 国家继续降价部分药品价格,将对公司经营产生风险。

请务必阅读正文之后的重要声明

医药生物行业

合理价值区间: 24—28 元

上市首日定价区间: 46—55 元

发行数据

总股本(万股)	8,680
发行数量(万股)	2,170
每股净资产(元)	3.89
网下发行(万股)	1,736
网上发行(万股)	6,510
上市日期	2010-04
发行方式	网下询价,网上定价

发行前股东信息

张观福	53.55%
中国长城资产管理公司 SLS	31.64%
深圳市经济合作发展基金	3.84%
杜健	3.23%
吕玉涛	3.23%
张侃	3.23%
何文均	1.29%
合计	100%

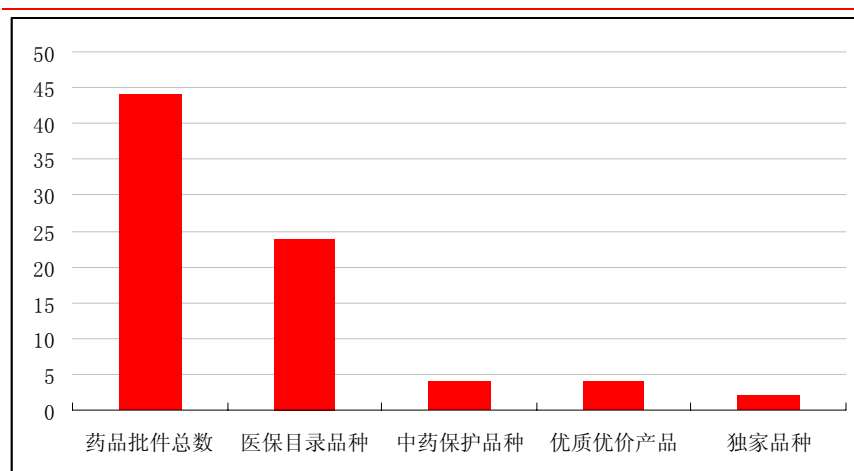
田垒、张欣	S0820208030013
电话	021-32229888*3507
邮箱	tianlei@ajzq.com

一、 公司是一家脚踏实地、专注创新的民营中药企业

贵州信邦制药股份有限公司是一家成立于2000年，地处贵州罗甸县，法定代表人为张观福先生，公司主要从事中成药的开发、生产和销售，目前有国药准字号品种44个、国家医保目录品种24个、国家乙类中药保护品种4个、优质优价产品4个、独家品种2个。公司在本世纪初期，国家新药审批体制混乱时期，不随波逐流，坚持真正的创新，故我们认为它是一家脚踏实地，专注创新的民营中药企业。

图1：公司产品概况

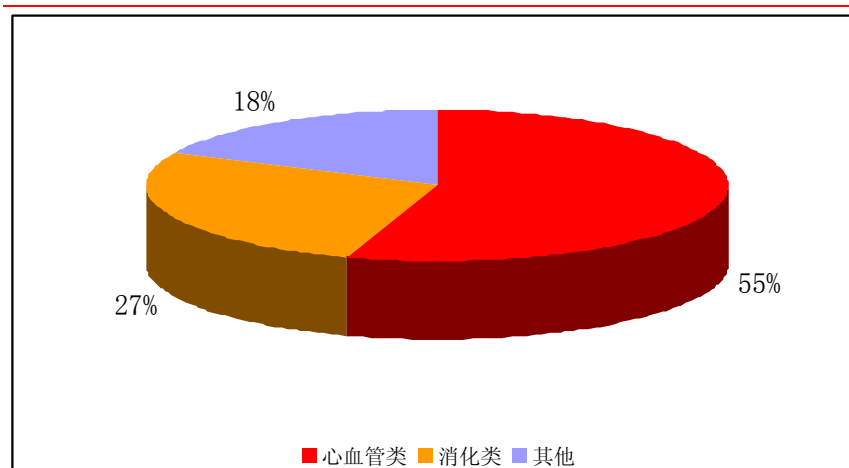
单位：个



(数据来源：公司公告、爱建证券)

公司产品治疗领域主要涉及心脑血管、消化类两大领域，心血管的主要产品为：银杏叶片、益心舒胶囊、脉血康胶囊、人参皂苷-Rd（在研）等，而消化类的主要产品为六味安消胶囊、护肝宁片等。09年心血管类疾病的治疗药品的销售收入占主营业务收入的55%，随着在研产品：一类新药人参皂苷-Rd未来的生产和销售，心血管类疾病治疗药品的销售收入占比将进一步提高。

图2： 09年公司主营产品销售收入占比情况（分疾病）

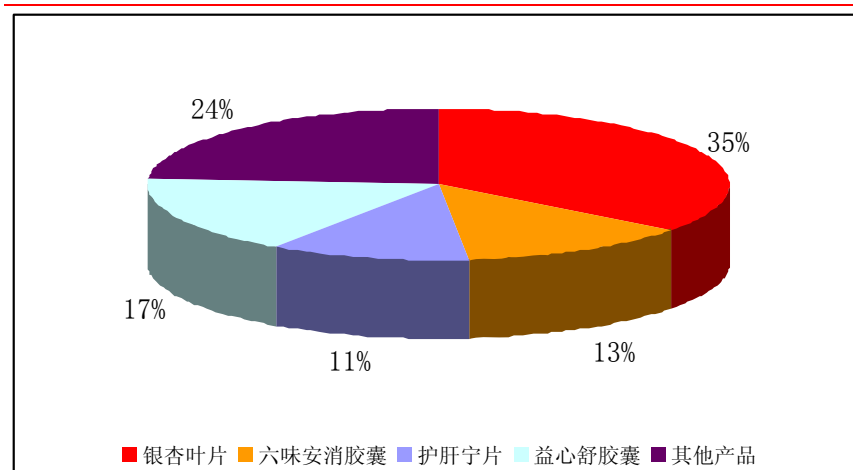


（数据来源：公司公告、爱建证券）

二、四大产品分工各不相同，未来最大亮点还是人参皂苷

公司目前主要有四大产品：银杏叶片、六味安消胶囊、护肝宁片、益心舒胶囊，这四大产品09年的销售收入共计2.56亿，占公司主营业务收入的75.96%。贡献的毛利占公司毛利总额的81.87%。

图3：2009年公司主营业务收入情况（分产品）



1、国家一类新药人参皂苷-Rd注射液，是公司未来最大的亮点

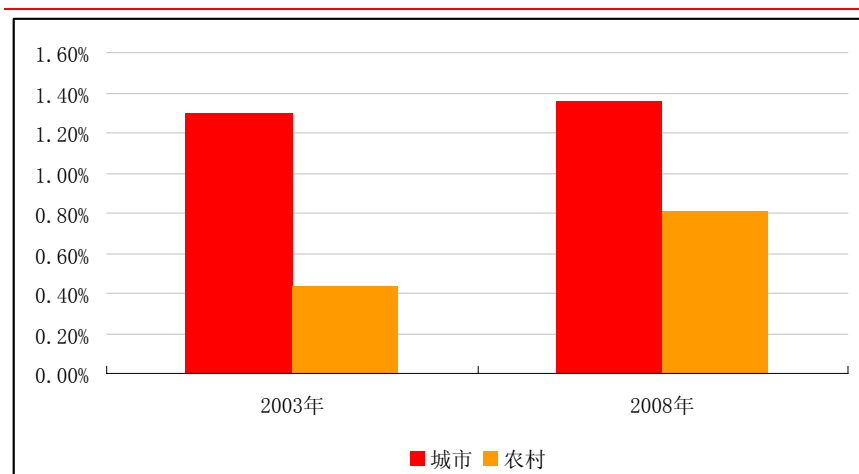
据统计，目前中国脑中风患者超过700万，其中约2/3为缺血性中风，每年新发患者超过250万，死亡人数超过150万，是致残的第一大病因和致死的第二大病因。在美国和欧洲，除溶栓药物tPA外，尚未批准其他药物用于中风治疗。根据卫生部统计年鉴，脑血管疾病发病率呈显著上升态势。2003 年全人口发病率为6.6%，其中城市为13%、农村为4.4%。但2008 年

全人口发病率上升为9.7%，其中城市为13.6%、农村大幅上升至8.1%。随着人们生活水平的提高，以及预期寿命的不断增加，该类疾病的发病率将继续提高，整个市场的容量将进一步扩大。

人参皂苷-Rd原料药及其注射液是广东泰禾生物药业有限公司和中山大学中山医学院科技开发中心研制的国家一类新药制剂。该项目的研究始于上世纪80年代，并于2003年9月获得SFDA批准进行临床试验。2004年3月公司取得了该药的专用生产权。目前该产品已经完成III期临床试验，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，预计在2011年初可以开始生产和销售。

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，对脑缺血有明显保护和治疗作用，能明显降低脑卒中自发性高血压的中风率和死亡率，通过三期临床的实验已经证明，该药疗效确切，安全性好，毒副作用小作用机理明确，我们相当看好该产品上市后为公司带来的利润，预计11年上市当年销售收入达到3000万，12年接近8000万。

图4：我国脑血管疾病发病情况

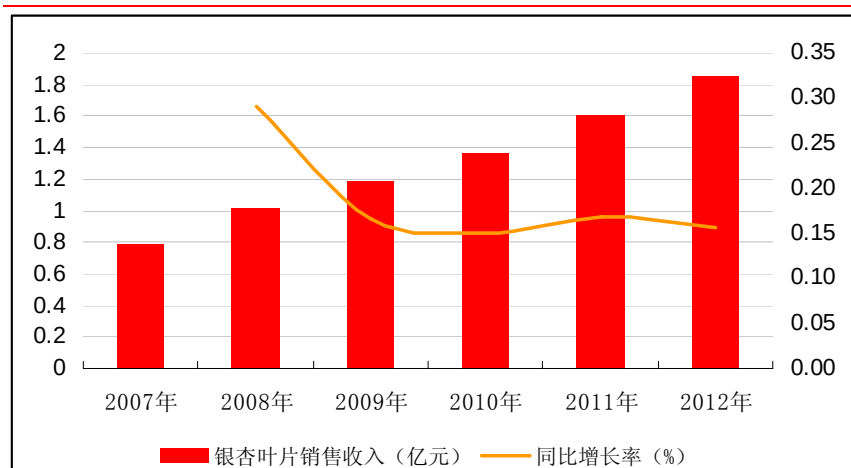


(数据来源：爱建证券)

2、银杏叶片是公司最稳定的现金流产品

银杏叶片，是由银杏叶中提取出具有活血化瘀通络的有效成分，用于治疗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。公司生产该产品已有15年的历史，是国家发改委核定的六家优质优价银杏叶生产企业之一。作为一种天然中成药物的银杏制剂由于难以实行严格的专利保护，使得这类药品的进入门槛相对较低。公司的产品09年销售收入已经达到1.19亿，在竞争激烈的银杏制剂市场上已经算是大品种了，故我们认为未来三年该产品增长空间有限，但作为目前公司销售额最大的单品，该产品的正常运营保证了公司基本的经营，是公司最稳定的现金流产品。

图5：2007年—2012年银杏叶片销售情况及预测

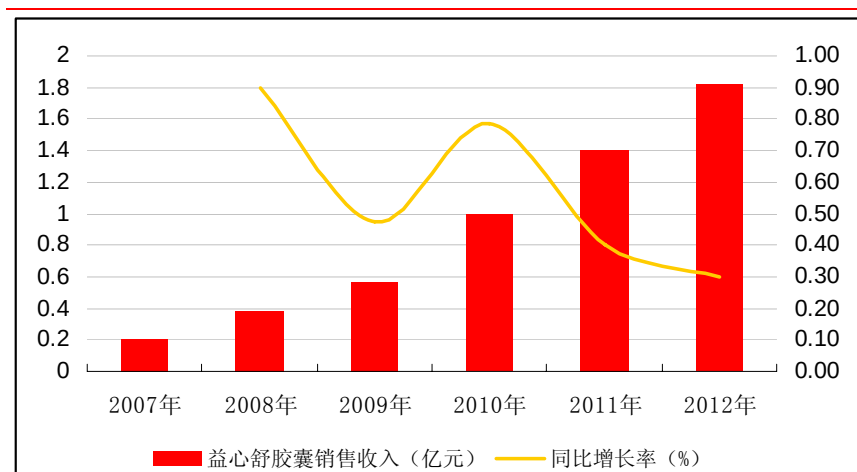


（数据来源：公司公告、爱建证券）

3、益心舒胶囊：快速增长的独家品种

益心舒胶囊具有益气复脉，活血化瘀，养阴生津的功效，主治气阴两虚，心悸脉结代，胸闷不适、胸痛及冠心病心绞痛等症状。该产品为公司独家销售的国家中药保护品种，医保乙类药品，上市以来销售额保持着较高增速，我们看好该药品未来三年的增长，预计12年销量将达到1.82亿。但该产品与银杏叶片同处于竞争激烈的心脑血管领域，故如不能在销售思路或产品特性上与国内外其他大品种发掘出充分的差异，那该产品最终无法成为真正的大品种，销售额将维持在2亿左右。

图6：2007年—2012年益心舒胶囊销售情况及预测



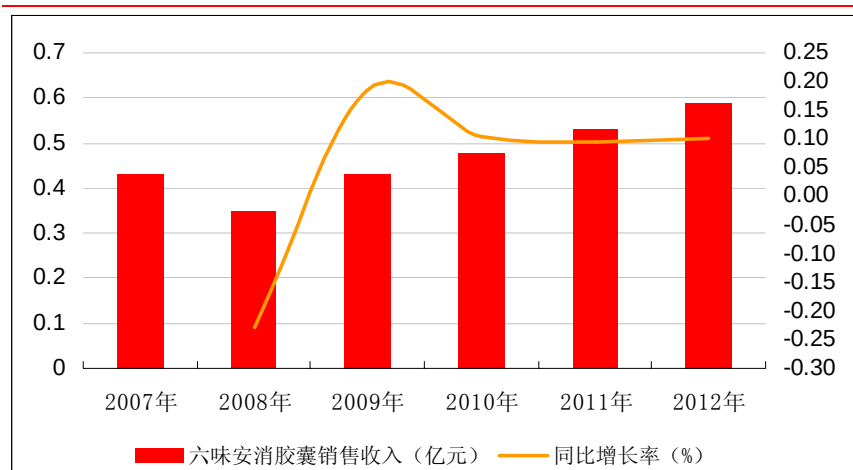
（数据来源：公司公告、爱建证券）

4、六味安消胶囊： 中药保护加优质优价保证其稳定增长

六味安消胶囊具有和胃健脾，导滞消积，行血止痛的功效，主治胃痛胀满，消化不良，

便秘，痛经等症。胃肠疾病是较常见的疾病之一，包括急性胃炎、慢性胃炎、消化道溃疡、功能性消化不良等。据SFDA 南方所数据，我国消化系统疾病的发病率呈逐年递增的趋势，08年全国肠胃炎发病率达14.28%，其中城市发病率高于农村，胃肠用药2003年市场规模为117.10亿元，其中胃用药市场规模为102.01 亿元，六味安消胶囊作为国家中药保护品种及优质优价品种，我们认为该产品在未来三年能保持10%左右的增速，但目前主治胃痛胀满，消化不良的药品众多，竞争激烈，该产品很难迅速放量。

图 7：2007 年—2012 年六味安消胶囊销售情况及预测

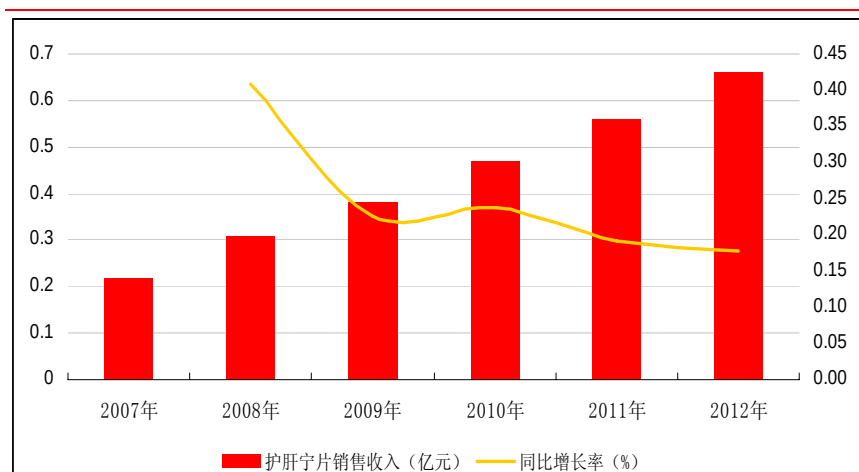


(数据来源：公司公告、爱建证券)

5、护肝宁片：治疗乙肝的常用中药，具有优质优价优势

护肝宁片具有清热利湿，益肝化瘀，舒肝止痛；退黄，降低丙氨酸转氨酶的功效，主治急性肝炎及慢性肝炎。我国是肝炎的高发区，据中国卫生部《2004年中国卫生统计年鉴》显示：在我国的法定的传染病报告中，病毒性感染的发病率居于首位。全国病毒性肝炎的发病率达68.55/10万人口，按我国2004年的人口基数13亿人推算，2004年全国新增病毒性肝炎的病例约89万例，又据中国疾病预防控制中心提供的数据，2004年我国有慢性病毒性肝炎患者2000万人。目前全国有35家护肝宁片生产企业，产品同质化严重，但公司的该产品被发改委认定为优质优价品种，在医院的集中招标中具有一定的优势。

图10：2007年—2012年护肝宁片销售情况及预测

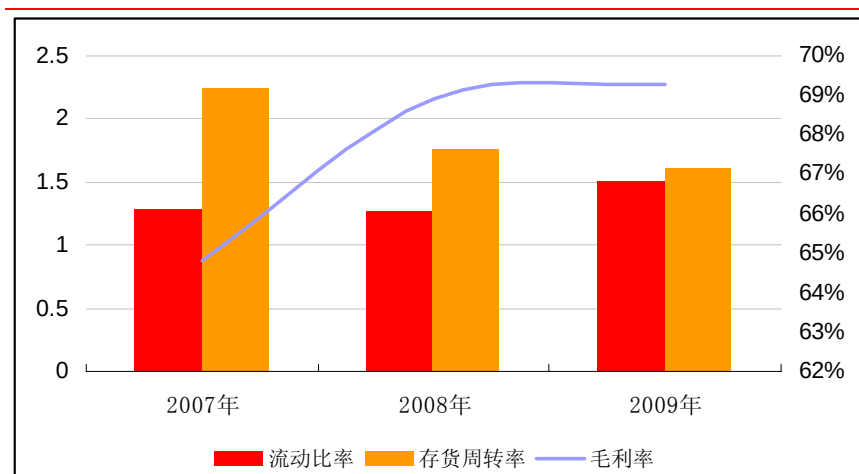


(数据来源: 公司公告、爱建证券)

三、公司偿债能力有待提高，运营能力保持稳定，盈利能力不断增强

2007年—2009年公司流动比率分别为1.28、1.29和1.51，虽然在逐年提高，但仍低于临界指标2，说明公司偿债能力偏弱；公司同期存货周转率分别为2.24、1.77和1.61，虽然该指标逐年略有下降，但这是随公司规模不断扩大后的正常现象；公司近三年毛利率水平分别为64.81%、68.92%和69.29%，呈现出不断增强的趋势。

图9：公司部分财务指标



(数据来源: 公司公告、爱建证券)

四、募投项目围绕主业以提高产能为主

从募投的三个项目分布看，公司此次募集资金主要将围绕着中药主业，提升产能。募投项目投产后，对比2007年公司实际产能，片剂产能将增加1倍、胶囊剂增加1.5倍、颗粒剂

增加2.7倍。

表1：公司此次计划募投的项目

序号	项目名称	拟投资（万元）	建设期（月）
1	固体制剂GMP生产线建设项目	9600	18
2	植物提取物GMP生产线建设工程项目	6500	18
3	药物制剂中试生产基地建设项目	3500	12

（数据来源：公司公告、爱建证券）

- (1) 固体制剂GMP生产线建设项目：该项目将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。由于目前公司主要产品的产能利用率都超过100%，且公司2009年新获得了柏艾胶囊、花芪胶囊、益心舒片、桂蒲肾清片、根痛平咀嚼片、调经养颜片等新药生产批准文号，它们的新投产和公司原有的老品种将共同消化募投项目的新增产能。我们初步预计该项目达产后，将给公司新增销售收入4亿左右。
- (2) 植物提取物GMP生产线建设工程项目：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，项目建成后将达到年处理中药材约6500吨。
- (3) 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，属于提升研发实力的项目。

五、 盈利预测、合理价格区间和上市首日价格区间预测

我们预测公司 2010 年—2012 年每股收益分别为 0.69 元、0.94 元和 1.11 元。基于目前中成药子行业 2010 年平均 35 倍的动态市盈率。我们认为公司的一类新药人参皂苷-Rd 注射液在未来有爆发增长的可能，故给予公司高于行业平均的 35 倍—40 倍动态市盈率，合理价格区间为 24—28 元之间；由于公司发行价定在 33 元，综合近期上市的医药股表现，我们预计公司上市首日价格区间为 46—55 元之间，对应发行价的溢价空间在 40%—65%之间。

表格 2 盈利预测假设

产品		2009A	2010E	2011E	2012E
银杏叶片	主营收入（亿元）	1.19	1.37	1.60	1.85
	同比增长率（%）	17	15	17	16
	毛利率（%）	82.20	83.40	84.00	84.50
益心舒胶囊	主营收入（亿元）	0.56	1.00	1.40	1.82
	同比增长率（%）	47	79	40	30
	毛利率（%）	62.80	60.00	60.00	60.00
六味安消胶囊	主营收入（亿元）	0.43	0.48	0.53	0.59
	同比增长率（%）	19	10	09	10

	毛利率 (%)	84.40	84.00	84.00	84.00
护肝宁片	主营收入 (亿元)	0.38	0.47	0.56	0.66
	同比增长率 (%)	23	24	19	18
	毛利率 (%)	59.00	58.00	58.00	58.00
人参皂苷-Rd	主营收入 (亿元)	——	——	0.30	0.80
	同比增长率 (%)	——	——	——	167.00
	毛利率 (%)	——	——	60.00	60.00
其他	主营收入 (亿元)	0.50	0.80	1.10	1.40
	同比增长率 (%)	0.20	0.38	0.27	0.21
	毛利率 (%)	47.00	52.00	55.00	55.00
合计	主营收入 (亿元)	3.37	4.12	5.49	7.12
	同比增长率 (%)	24	22	33	30
	毛利率 (%)	70.33	68.80	68.11	67.19
销售费用/主营业务收入%		41.65	40.55	43.22	44.05
管理费用/主营业务收入%		8.03	8.51	8.69	8.80
财务费用/主营业务收入%		1.86	-0.30	-0.2	-0.2
实际税率%		15.00	15.00	15.00	15.00

(数据来源: 爱建证券)

六、 风险提示

- (1) 人参皂苷-Rd注射液虽然已经通过了三期临床, 但仍存在无法上市或推迟上市的可能。
- (2) 由于公司大部分品种都进入了《09版医保目录》, 故药品价格将由国家决定, 药价的继续降价, 将对公司经营产生风险。

报表预测					
利润表	(单位: 百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入		336.69	412.81	550.08	713.40
减: 营业成本		103.40	128.81	175.44	234.09
营业税金及附加		3.68	4.33	5.78	7.35
营业费用		140.23	174.83	227.18	296.06
管理费用		27.02	35.13	47.80	62.78
财务费用		6.26	-4.30	-3.00	-0.20
资产减值损失		3.39	5.00	2.00	2.00
加: 投资收益		0.56	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益		0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益		0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润		53.25	69.01	94.87	111.32
加: 其他非经营损益		0.93	0.93	0.93	0.93
利润总额		54.19	69.94	95.81	112.25
减: 所得税		7.77	10.49	14.37	16.84
净利润		46.42	59.45	81.44	95.41
减: 少数股东损益		-0.27	-0.33	-0.46	-0.54
归属母公司股东净利润		46.69	59.78	81.90	95.95
EPS		0.54	0.69	0.94	1.11
资产负债表		2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金		70.55	510.00	300.00	250.00
应收和预付款项		174.72	228.26	309.18	336.65
存货		66.08	80.05	115.72	133.49
其他流动资产		0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资		0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产		0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程		132.96	279.77	484.59	600.02
无形资产和开发支出		11.74	13.79	15.83	18.88
其他非流动资产		0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计		456.05	1111.87	1225.32	1339.04
短期借款		151.86	107.00	59.91	57.00
应付和预收款项		21.71	94.25	104.80	118.30
长期借款		0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债		29.65	29.65	29.65	29.65
负债合计		203.22	230.90	194.36	204.95
股本		65.1	86.80	86.80	86.80
资本公积		31.15	250.15	250.15	250.15
留存收益		156.93	216.71	498.61	545.56
归属母公司股东权益		253.18	312.96	394.86	490.81
少数股东权益		-0.35	0	0	0
股东权益合计		252.83	880.97	1030.96	1134.09
负债和股东权益合计		456.05	1111.87	1225.32	1339.04

现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	41.81	53.81	54.96	115.01
投资性现金净流量	-3.16	-80.21	-110.21	-49.21
筹资性现金净流量	-26.36	500.97	-5	-10
现金流量净额	12.29	474.57.43	-60.25	55.80

(数据来源: 爱建证券)

投资评级说明

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内， 个股相对大盘升幅20%以上

推 荐： 预期未来6个月内， 个股相对大盘升幅5%~20%

中 性： 预期未来6个月内， 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来6个月内， 个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级：

强于大市：预期未来6个月内， 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性： 预期未来6个月内， 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6个月内， 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。我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服务或其他服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。