

信邦制药：单体天然药物注射剂值得期待

报告要点

■ 中药、天然药格局：将由“纺锤”变“哑铃”

当前呈“纺锤”形的中药、天然药物行业将变为“哑铃”形，位于两端的“传统中药”和“天然药物”将崛起。

■ 信邦制药的主导产品为天然药物

信邦制药的产品主要集中在心脑血管类，主要产品为银杏叶片、益心舒胶囊等。其中银杏叶片是公司主导产品，为天然药物，目前销售过亿；而益心舒胶囊是独家产品，近年增长率在 50% 左右，是新的增长点。

■ 一类新药人参皂苷 Rd 注射剂是重磅潜力品种

人参皂苷 Rd 注射剂是三七类天然药物注射剂，主要运用于心脑血管疾病，治疗范围与血栓通粉针和血塞通粉针相近。作为单体天然药物注射剂，其稳定性、有效成份的含量和水溶性均好于竞争产品，市场潜力很大。

■ 维持信邦制药“推荐”

根据一般情景下的假设，我们预测信邦制药 2010 年、2011 年、2012 年的 EPS 分别为 0.61 元、0.8 元和 1.12 元。我们判断公司一类新药人参皂苷 Rd 上市后销售超出预期的可能性较大，故维持对公司的“推荐”评级。

■ 风险提示

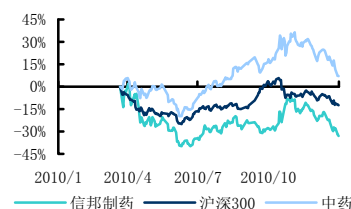
如果公司拿到新药批文的时间延后至 2012 年，或者公司营销成果达不到一般情景，则公司业绩可能达不到我们预测的水平。

当前股价：35.26
中药行业评级：看好

公司基本数据 2011.1.25

总股本(万股)	8680
流通 A 股/B 股(万股)	2170/0
资产负债率	46.25%
每股净资产(元)	2.91
市盈率(当前)	65.55
市净率(当前)	12.11
12 个月内最高/最低价	59.00/30.61

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

同仁堂	09A	10E	11E
PE	51.55	0.00	0.00
PB	3.76	0.00	0.00
EV/EBITDA	24.04	0.00	0.00
天士力	09A	10E	11E
PE	51.90	0.00	0.00
PB	7.57	0.00	0.00
EV/EBITDA	31.19	0.00	0.00

相关研究

《信邦制药：一类新药申报获受理》2010/9/26

《信邦制药：新股分析》2010/4/16

主要财务指标

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	337	393	497	669
增长率(%)	23%	16.7%	26.4%	34.6%
归属母公司所有者净利润(百万元)	46.7	53	70	97
增长率(%)	38%	14.2%	30.6%	39.1%
每股收益(元)	0.717	0.614	0.802	1.117
净资产收益率(%)	18.5%	19.8%	24.01%	30.37%
每股经营现金流(元)	0.64	0.38	0.24	0.09
现金分红收益率(%)	0.0%			

分析师：

叶颂涛

(8627)65799535

yest@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120015

联系人：

杨靖风

(8621) 68751636

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

中药、天然药格局：将由“纺锤”变“哑铃”	4
当前中药、天然药产品结构呈“纺锤”格局	4
天然药物规范将出台	5
“哑铃”格局将形成	6
信邦制药聚焦天然药	9
公司以天然药物为主	9
公司产品主要为处方药	13
在研产品主要为天然药物	13
待批新药有望成为重磅“天然药物注射剂”	14
中药注射剂的繁荣和低谷	14
中药注射剂的发展方向	15
人参皂苷-Rd 注射剂的市场空间较大	16
预测和估值	19
预测的假设	19
业绩预测和投资建议	19

图表目录

图 1: 纺锤形的中药、天然药结构	5
图 2: 哑铃形的中药、天然药结构	8
图 3: 公司股权结构	9
图 4: 主营业务收入结构	9
图 5: 梧州制药的血栓通和昆明制药的血塞通销售额（万元）	17
图 6: 华神集团的三七通舒胶囊和众生药业的复方血栓通胶囊销售额（万元）	18
表 1: 西方主流社会使用植物药的历史	7
表 2: 公司银杏叶片的销售情况	10
表 3: 公司银杏叶片在全国部分主要城市的市场占有率情况	10
表 4: 公司六味安消胶囊的销售情况	11
表 5: 公司六味安消胶囊在全国部分主要城市的市场占有率情况	11
表 6: 公司护肝宁片的销售情况	12
表 7: 公司护肝宁片在全国部分主要城市的市场占有率情况	12
表 8: 公司益心舒胶囊的销售情况	12
表 9: 目前在研的新药	13
表 10: 研发费用投入情况	13
表 11: 近年来中药注射剂药物不良反应	14
表 12: 主要三七类注射剂比较	18
表 13: 不同情景下对人参皂苷-Rd 的销售假设（万元）	18
表 14: 主营业务预测的假设（一般情景）	19
公司财务报表及指标预测	21

中药、天然药格局：将由“纺锤”变“哑铃”

当前中药、天然药产品结构呈“纺锤”格局

“现代中药”包罗万象

目前中药概念包括了传统中药、现代中药、天然药等 3 个部分，居中的“现代中药”是一个被用得很广泛的名词，目前并无权威定义。在自称为“现代中药”的产品里，我们至少看到如下种类：

一是植物药。中国企业生产的植物药一般采用中药材作原料，但又不是传统中药，所以归为“现代中药”。

二是中药注射剂。即便配方来自传统中药，却很大程度改变了给药途径，是传统中药没有的品种，因此归为“现代中药”。

三是传统中药改为现代剂型。许多传统中药改为滴丸、胶囊、透皮制剂、缓释控释制剂等现代剂型，不论物质基础是否变化，也都归为“现代中药”。

四是采用现代技术生产的传统中药。这些生产从药材种植就开始控制质量、采用了现代化生产技术，因和传统中药的炮制模式不同，也被归入“现代中药”。

可见，“现代中药”是一个很宽泛的概念，从某种意义上说，目前的中药产品都可称为“现代中药”，因为都运用了现代制药设备和技术。

传统中药转向“保健”

当然，还有一些产品仍被称为传统中药，如片仔癀、东阿阿胶等。并非这些产品仍然是用传统工艺制造的，而是其物质基础没有发生大的变化。同时，这些产品有悠久的历史文化沉淀，相关企业更愿意称其为传统中药。这些产品大多是直接面向消费者的，而且是以“保健”为营销的卖点。至于在处方药治疗领域，传统中药的影响越来越小了，而在医院销售较好的中药注射剂显然不属传统中药。

天然药物落后海外

中国的天然药物大多“挂靠”在中药的名号下，这影响了其走向海外市场。

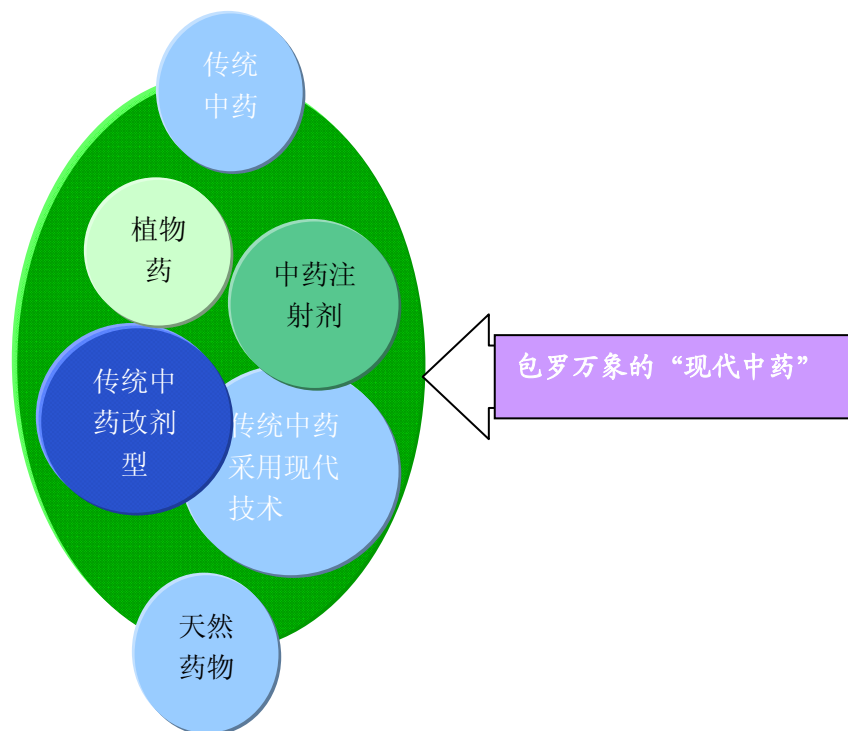
欧洲是最大的植物药市场，欧洲植物治疗剂与食品补充剂销售额约占全球一半。其中德国使用植物药占欧洲的 50%；日本目前生产汉方药共计 900 余个品种，日本对天然药物的性能功效及开发利用研究已领先同等发达国家，仅用杜仲叶开发的品种就达百余种，如今在将传统药物植物药化方面已占据领先地位，现已贮藏了国外 1500 种药用植物的种子用于引种栽培；韩国出口的韩药以高丽参为主，在欧洲市场上出现的浓缩人参汁和整参，有 90%来自韩国。

天然药物对质量的稳定均一性和有效成份的提取技术有较高要求，以往中国的天然药物由于照搬中药标准，对此要求并不高，因此质量达不到主流市场的标准，在国际市场所占份额仅 5%左右。

综上，在目前我国中药、天然药物领域，真正的传统中药和符合标准的天然药物较少，而介于两者之间的“现代中药”队伍十分庞大，呈现两头小，中间大的“纺锤”形格局。由于不

能很好地界定各类产品的范围，导致“中药”、“现代中药”、“天然药物”等称呼可以随意替换，这对产品研发、新药审批、企业营销、医患使用、产品出口等造成极大困扰。

图 1：纺锤形的中药、天然药结构



资料来源：长江证券研究部

天然药物规范将出台

天然药物两个相关文件正在征求意见

2010 年 11 月 9 日，国家药监局组织有关专家研究起草了《天然药物注册管理补充规定（征求意见稿）》（下称“《补充规定》”）及《天然药物研究技术要求（征求意见稿）》（下称“《技术要求》”）。为充分听取社会各界的意见和建议，药监局目前开始在网上公开征求意见。

此次国家出台的这两个文件是对 2008 年的《中药注册管理补充规定》的一个延伸和完善，其主要目的就是概念上让两者分开，在政策上引导机构和企业对不同类型产品进行区别化研究。此前中药和天然药物新药开发审评体系雷同，使得中药和天然药物的新药开发方向相互混淆，也使得“中药中医化”和“中药西医化”两派长期意见相左，争执不下。

据悉，为能够尽快落实和实施《补充规定》，目前国家食品药品监督管理局已经在着手进行中药和天然药物分开审评的相关工作。

征求意见稿主要内容评析

首先是对天然药物同中药概念的划分。《补充规定》明确指出，天然药物是指在现代医药

理论指导下使用的天然药用物质及其制剂，并且天然药物的研制应当符合现代医药理论。该规定强调遵从“现代医药理论”，和中药强调“中医药理论”根本不同。

其次是对产品质量稳定均一性的要求。《补充规定》注重实验研究证据，要求保证天然药物的质量稳定均一，规定要求天然药物“应保证上市药品批与批之间质量的稳定均一可控，明确全过程质量控制的方法和条件，尽量阐明所含化学成分”。而中药难以走进国际主流医药体系的直接原因就在于“成分不清，难以做到稳定均一”。

第三是同国际植物药法规接轨。《补充规定》指出天然药物的来源包括植物、动物和矿物，不包括来源于基因修饰的动植物和其他生物以及经化学修饰的物质。即我国天然药物包括了国际定义的植物药范围。《补充规定》和《技术要求》对天然药物新药的原料标准、临床前研究、四期临床试验、有效性检验标准、安全性检验标准、天然药物的仿制等方面均和国际植物药标准接轨。

第四是鼓励甚至要求采用标准化的提取物并运用指纹图谱技术。这是同传统中药的一个很大不同，因为中医理论对药性药味的认识只达到药材层面，并未达到有效组分和有效成份的层面。提取过于精细则超出了中药范围，因此传统中药并不强调提取分离步骤。而与此相反，提取分离技术是天然药物最核心的技术之一，因为只有提取分离上做得很好，才能保证产品质量的稳定均一和成分清楚，才能达到天然药物的标准。我们认为提取步骤也是未来我们区分中药和天然药物的重要标志之一，如果提取利用到组分甚至成份的层面，则应归为天然药物，而不应归于传统中药，也可暂时归于过渡性质的“现代中药”。

第五是对处方组成为有效成分的天然药物要求更为严格。对这类天然药物新药的开发，《技术要求》规定必须提供全套毒理学研究资料、应进行药代动力学研究、要求其稳定性参照化学药进行研究。总之，相对于多成分天然药物，有效成分天然药物更接近化学药的要求。

第六是对天然药物注射剂没有新的规定。《技术要求》规定天然药物注射剂应符合《中药、天然药物注射剂基本要求》的要求。我们认为中药注射剂不属于传统中药，应统一归口天然药物注射剂进行管理。事实上《中药、天然药物注射剂基本要求》并没有把中药注射剂和天然药物注射剂分开，其用意可能就是全部作为天然药物注射剂进行规范，因为我们注意到对中药、天然药物注射剂的现代化要求甚至已超过了对普通天然药物的要求，这样做是十分正确的。

-

“哑铃”格局将形成

国内推动

中药和天然药物的注册审评分开对今后企业的药品开发策略和相关单位的研发方向都将起到更加明显的指导作用。中药和天然药将优势并存，分开发展，市场的进一步开发和细分也会放大各自的优势。对传统中药来说，天然药物和中药的注册审评分开将引导中药产业重视传统、重视中医理论在研发和营销中的作用；对一些似是而非的“现代中药”来说，也可在“天然药物”的旗下找到自己的归属，从而有了明确的发展方向。

在相关政策落实并实施后，中药、天然药物格局将由原来“现代中药”涵盖一切的“纺锤形”变为传统中药和天然药物比翼齐飞的“哑铃型”，新的发展空间将被打开。

国际拉动

西方主流社会对植物药的使用经历了以植物药为主、植物药被边缘化、植物药复兴这三个阶段。

表 1：西方主流社会使用植物药的历史

发展阶段	时间	形成原因	具体情况
第一阶段：植物药主导	19 世纪以前	科学不发达，只有植物药	3500 多年前，古埃及的《爱柏氏纸草纪事》已有使用植物药的记载 - 盖伦的古罗马医药体系记述了 540 种植物药、180 种动物药、100 种矿物药 - 欧洲植物药的使用主要以伽林的四元素论(冷、干、暖、湿)为指导理论
第二阶段：植物药被边缘化	19 世纪—20 世纪后期	科学发展，化学新药井喷	- 治疗对象由“人”转为“病”；药物主要是经由化学过程提炼出的有效成份 - 人体解剖学、化学、细菌学和病理学等的进步使得西医获得极大成功 - 植物药开始被西方主流医药体系所抛弃
第三阶段：植物药复兴	20 世纪后期至今	回归自然，化学药研发困难	- 植物药重新被西方主流医学体系接纳 - 目前欧洲植物药市场规模约为 70 亿美元，约占全球市场的 45% 2004 年美国公布了《植物药研制指导原则》，承认了植物药的药品身份

资料来源：长江证券研究部

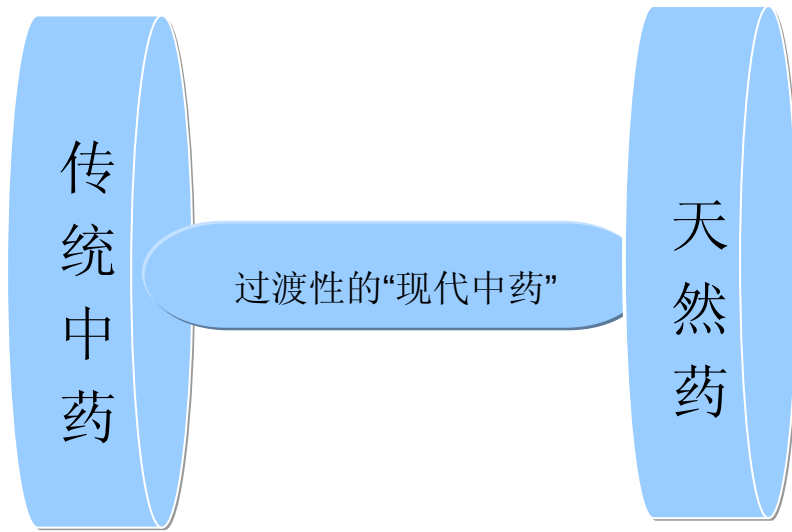
长期以来，以美国为代表的主流医药市场坚持的药品基本概念是：化学成分要明确，如果是复方制剂，其中每一种化学成分的药效学作用，乃至它们之间的相互作用对药效及毒性的影响要清楚。在这种药品概念的影响下，美国一直不承认植物药是药品。但 2004 年 6 月，FDA 正式公布了《植物药研制指导原则》，标志着美国对植物药的态度发生了质的飞跃，终于最后一个承认了植物药是药品，这被认为是主流市场全面接受植物药的标志。目前回归自然、聚焦天然药物已是全球医药产业和医疗消费的大趋势。

理论依据

仅就理论格局来看，中医药体系偏于宏观，而西医药体系偏于微观，两者正确的关系本应是可以相互补充、相互解释的。但中医药所赖以产生的东方哲学体系同西医药赖以产生的现代科学体系之间有着巨大鸿沟，到目前为止尚无法相互“翻译”。在现代宏观医学还很不发达的现实下，人类的健康离不开有着完整宏观体系的中医药。在这种情况下，让中医药和西医药暂时沿着各自轨道分开发展，就非常必要了。中国的医学实践也表明：硬把两个不同的体系捏合在一起只能解决浅层次的问题，即物质层面的统一问题，这两个体系本身并没有走近多少。把目前笼统的“中药”划分为传统中药和天然药物两部分，有助于人们厘清思路，在把我国建设成为传统医药大国的同时，也建成天然药物大国，这是中国医药产业的优势所在，也可能是中国医药行业走向世界的突破口。

总之，我们认为在上述因素的综合作用下，当前呈“纺锤”形的中药、天然药物行业将变为“哑铃”形，位于两端的“传统中药”和“天然药物”将崛起，中间的“现代中药”将演变为两者的过渡地带。

图 2：哑铃形的中药、天然药结构



资料来源：长江证券研究部

演变路线图

首先，随着天然药两个规范文件的出台，部分奉行差异化竞争策略的中药企业将开始以天然药的身份申报新药，其中有些是向国内 SFDA 申报天然药，另一些是向美国 FDA 申报植物药。由于美国 FDA 在一段时间内仍会对植物药持相对谨慎态度，而中国 SFDA 对天然药物将持鼓励态度（中国已有大量事实上的天然药物在以中药身份销售），该反差将通过国内 SFDA 获得证书的天然药新药大批涌现。

其次，由于天然药在提取分离水平、有效成份明确性、质量稳定均一性等方面优于传统中药和“现代中药”，其学术地位在国际上也被西医主流所承认，因此比传统中药和“现代中药”更易被中国西医所接受。特别是这些药品的说明书只需根据西药格式注明病名、毒副作用等，不需要使用难懂的中医药术语，给西医和患者提供了极大的便利。名正才能言顺，天然药物“正名”等于给相关企业提供了强大的营销武器，使他们在与“现代中药”的竞争中胜出。

再次，在“科学性、标准化”方面无法与天然药争锋的中药将转而打“传统”牌。根据上文的分析，传统中医药目前还暂时不能用现代科学很好解释，也不能按现代科学标准来生产和使用（否则可归于天然药物），因此是“不科学”的。传统中医药客观的有效性目前只能依靠经典中医药理论来解释，只能依靠中医药文化来传播，只能依靠正宗的中医师和有中医情结的消费者来使用。这部分力量以前比较微弱，但近年来随着消费者保健意识的增强、相关方面对中医养生保健文化的宣扬和国际社会开始对传统医药反思，信奉中医药文化的消费者越来越多，传统医药的市场扩大趋势较猛，空间很大。中药企业里，有丰富传统中医文化资源的企业通过大打保健牌、养生牌、文化牌，将在同“现代中药”的竞争中胜出。

最后，夹在中间的“现代中药”将出现分化。大部分会逐步被认同为天然药物，在营销宣传和新药申报上将会得到体现；部分只能被认同为天然药物、但质量达不到现代科学标准的药品将被淘汰；还有部分药物是基于传统中药的配方，而其提取分离等工艺既没有破坏中医理论的可解释性，也可以达到天然药物的标准，就具有了中药和天然药双重身份（不含注射剂）。这样的药物当呈现在西医师面前时，可强调其天然药特性，呈现在中医师面前时，则可强调

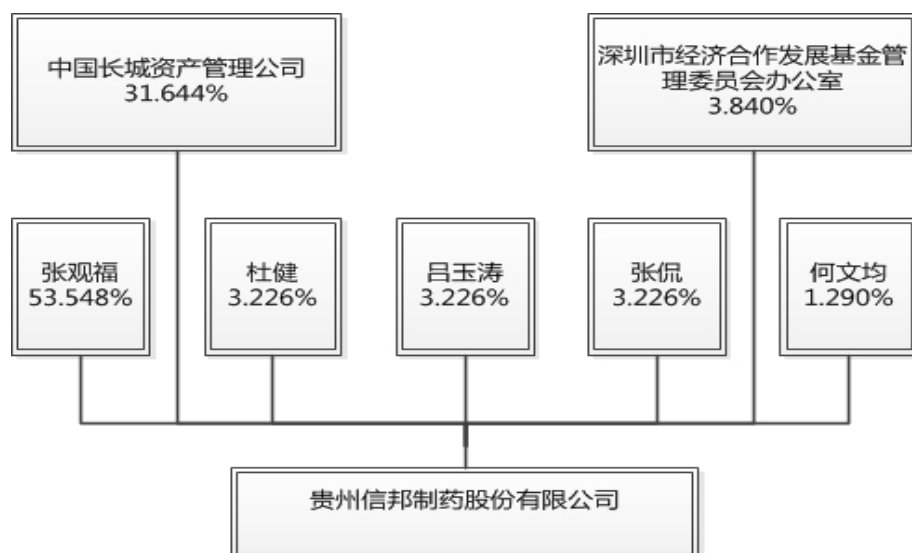
其中药特性。这类产品就象“哑铃”的柄，起到连接中药和天然药的作用。由于要同时达到中药（强调原料的完整）和天然药物（强调原料的均一）两个相互矛盾的标准，其品种数量将远远少于目前宽泛的“现代中药”。

信邦制药聚焦天然药

公司以天然药物为主

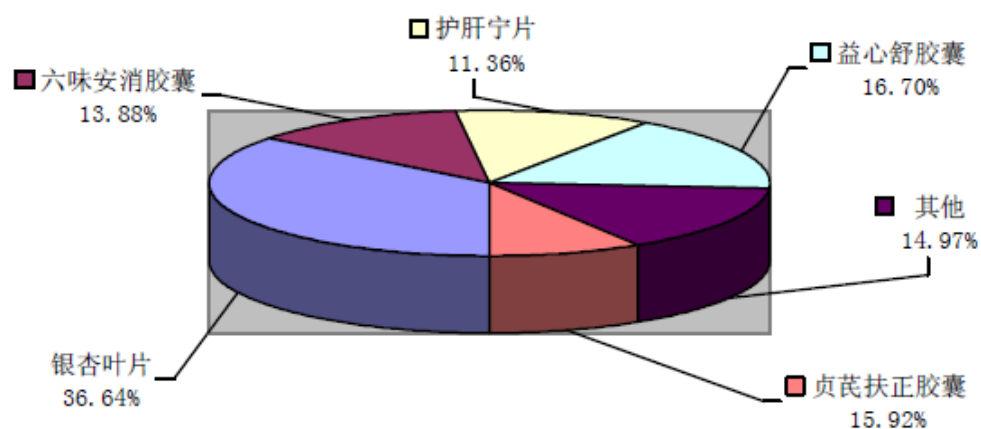
信邦制药的产品主要集中在心脑血管类、消化类两大系列，有医保目录品种24个、中药保护品种4个（六味安消胶囊、益心舒胶囊、参苏胶囊、脉血康胶囊）、优质优价产品4个（银杏叶片、六味安消胶囊、贞芪扶正胶囊、护肝宁片）、独家品种2个（益心舒胶囊、参苏胶囊）。公司现有主要产品为银杏叶片、六味安消胶囊、护肝宁片、益心舒胶囊等，上述产品2007年、2008年、2009年营业收入分别占当年营业收入的85.71%、85.58%、85.03%。

图 3：公司股权结构



资料来源：上市公司

图 4：主营业务收入结构



资料来源：长江证券研究部，公司公告

银杏叶片

德国和法国是世界上最早从事银杏叶制品开发的国家，于上世纪70年代中期首先开发了治疗心血管疾病的银杏叶片。世界市场上银杏叶制品的年销售额达50亿美元以上，已成为植物药制剂的全球冠军品种；我国银杏叶制剂年销售额从2000年的6亿元发展到目前超过50亿元，其中注射剂总体销售规模在30亿元左右，并呈快速增长趋势。

目前国内银杏制剂主要有：扬子江药业的银杏叶片、浙江康恩贝的天保宁、深圳海王的银杏叶片、贵州信邦的银杏天宝、法国的达纳康、德国的金纳多片和注射剂、上海杏灵的斯泰隆片、上海信谊的百路达片和胶囊、江苏晨牌药业的银杏叶片、黄石飞云制药的舒血宁片、山西万荣的舒血宁注射剂、山西瑞福莱药业的络欣通等产品。银杏叶制剂还面临着来自中成药的间接竞争，主要竞争品牌包括复方丹参滴丸、步长脑心通、地奥心血康、天保康和血栓通等。

银杏叶片被列为国家基本药物目录品种、首批国家医保目录品种，公司产品被国家发改委核定为优质优价产品。2008年、2009年在全军统筹药材网上集中采购中，该产品成为全国军队系统医院范围内独家中标品种。

表 2：公司银杏叶片的销售情况

年度	2007 年	2008 年	2009 年
销售收入（万元）	7915.3	10173.7	11932.1
增长速度		28.5%	17.3%
占当期营业收入的比例	36.35%	37.03%	35.44%

资料来源：上市公司

银杏叶片在全国共有6家优质优价企业。公司目前主要竞争对手包括江苏扬子江药业集团、浙江康恩贝制药股份有限公司、法国博福-益福生制药有限公司、德国威玛舒培博士药厂、广东深圳海王药业有限公司。根据中国医药协会对全国359家医院2007年度的抽样分析和南方医药经济研究所全国重点城市中成药医院用药分析系统分析，公司的银杏叶片在医院的市场份额为11.8%。

根据中国医药协会对该产品在全国部分城市共359家医院的中医药用药分析系统相关信息，公司银杏叶片在全国部分主要城市的市场占有率情况如下：

表 3：公司银杏叶片在全国部分主要城市的市场占有率情况

城市	市场占有率	排名	销售中标情况
上海	38.90%	1	中标
哈尔滨	20.30%	2	中标
石家庄	17.65%	2	中标
西安	31.40%	2	中标
郑州	23.82%	2	中标
沈阳	10.77%	3	中标
重庆	9.56%	3	中标
成都	7.70%	4	中标
杭州	8.22%	4	中标
天津	3.11%	4	中标
北京	2.96%	6	中标

资料来源：上市公司

公司拥有先进的浸膏提取专有技术，通过该技术达到了产品总黄酮醇苷达26%以上、萜类内酯达7%以上、产品收率1.1%的技术水平，具有较强的竞争优势。依据“海虹医药电子商务平台”1300余家入网样本医院数据，2008年度公司银杏叶片占同名药品医院购药总额的

8.67%，位序第二。

六味安消胶囊

六味安消胶囊来自蒙、藏族经典验方，属传统中药。其组方奇特，主要成分包括大黄、诃子、山柰、土木香、碱花、寒水石，组方中，大黄和诃子，一泻一收，以奏祛邪而不伤正之功。山柰、土木香性温以佐寒水石之寒凉，免伤脾胃；碱花制酸和胃。诸药共建，调合脾胃补养功能，和胃健脾、消积导滞、行血祛瘀止痛功效。六味安消胶囊不仅对食管、胃有促动力作用，对肠也有明显增进肠蠕动作用，全面调理（脾）胃肠功能，胃肠同治。已完成多中心临床研究，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。2007年，六味安消胶囊被中国中药协会评定为独家中成药优质优价品种。

表 4：公司六味安消胶囊的销售情况

年度	2007 年	2008 年	2009 年
销售收入（万元）	4305	3478.3	4255.7
增长速度		-19.2%	22.3%
占当期营业收入的比例	19.77%	12.66%	12.64%

资料来源：上市公司

目前该产品的市场竞争对手主要包括江西博士达药业有限责任公司和江西银涛药业有限公司。根据中国医药协会对全国359 家医院2007 年度的抽样分析和南方医药经济研究所全国重点城市中成药医院用药分析系统分析，公司的六味安消胶囊在医院的市场份额为83.5%。根据中国医药协会对该产品在全国部分城市共359 家医院的中医药用药分析系统相关信息，公司六味安消胶囊在全国部分城市的市场占有率情况如下：

表 5：公司六味安消胶囊在全国部分主要城市的市场占有率情况

城市	市场占有率	排名	销售中标情况
北京	93.44%	1	中标
上海	79.33%	1	中标
长春	100%	1	中标
沈阳	100%	1	独家中标
哈尔滨	100%	1	中标
成都	100%	1	独家中标
杭州	90.07%	1	中标
石家庄	100%	1	中标
天津	100%	1	中标
西安	81.02%	1	独家中标
郑州	99.10%	1	中标
重庆	57.41%	1	独家中标

资料来源：上市公司

依据“海虹医药电子商务平台”1300 余家入网样本医院数据，2008 年度公司六味安消胶囊，占同名药品医院购药总额的73.57%，位序第一。

护肝宁片

护肝宁片由灵芝、垂盆草、丹参、虎杖四味药物组成，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能，用于急性肝炎及慢性肝炎的治疗。该产品被列为国家基本药物目录品种、国家医保目录品种。2007 年该产品被国家发改委核定为独家中成药优质优价品种。目前该产品的市场竞争对手主要包括吉林天强制药有限公司、上海玉安药业有限公司、吉林紫鑫药业股份有限公司、天津飞鹰制药有限公司、黑龙江珍宝岛制药有限公司、宝鸡秦昆制药有限公司等。根据中国医药协会对全国359 家医院2007 年度的抽样分析和南方医药经济研究所全国重点城市中成药医院用药分析系统分析，公司的护肝宁片在医院的市

场份额为70.6%。

表 6: 公司护肝宁片的销售情况

年度	2007 年	2008 年	2009 年
销售收入 (万元)	2171	3082.6	3824.8
增长速度		42%	24%
占当期营业收入的比例	9.97%	11.22%	11.36%

资料来源: 上市公司

根据广州标点医药信息有限公司通过SFDA 南方医药经济研究所全国重点城市中成药医院用药分析系统, 查询2006年12月至2007 年11月护肝宁片在五大重点城市(北京、沈阳、郑州、南京、成都)医院市场的销售情况如下:

表 7: 公司护肝宁片在全国部分主要城市的市场占有率情况

品名	厂家	城市	市场规模 (万元)	市场占有率	销售排名
护肝宁	贵州信邦制药股份有限公司	北京	432.0	87.32%	1
		沈阳	4.7	100%	1
		郑州	12.1	46.94%	1
		南京	27.3	17.99%	2
		成都	37.2	74.84%	1

资料来源: 上市公司

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。

益心舒胶囊

益心舒胶囊由宋代李杲著《内外伤辨惑论》的生脉饮(人参、麦冬、五味子)基础上又加了黄芪、丹参、川芎和山楂四味药而成。能治疗冠心病引起的胸闷、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。益心舒胶囊系心脑血管用药, 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”。该产品是国内独家生产品种, 2006年开始列入公司重点推广品种。

表 8: 公司益心舒胶囊的销售情况

年度	2007 年	2008 年	2009 年
销售收入 (万元)	2038.6	3,774.75	5,623.59
增长速度	183.96%	85.16%	48.98%
占当期营业收入的比例	9.36%	13.74%	16.70%

资料来源: 公司招股说明书, 长江证券研究部

益心舒胶囊精选地道优质药材, 根据不同的药味、药性和有效成分, 分别采用了原粉入药、水提醇沉及乙醇回流提取的制备工艺; 在益心舒胶囊质量标准的研究中, 增加了君药人参中有效成分人参皂苷Rg1、人参皂苷Re及臣药丹参中有效成分丹酚酸B的含量测定, 该方法已经通过贵州省药品检验所的复核; 同时, 益心舒胶囊的质量控制方法已向国家知识产权局申请了发明专利“一种益气复脉、活血化瘀的益心舒中药制剂的质量控制方法”, 从而确保了该产品的优良品质和疗效。由于益心舒处方独特的疗效, 公司正在研发不同剂型的益心舒制剂并向国家知识产权局申请了发明专利“一种心血管疾病的药物滴丸及其制备方法”和“一种益气复脉、活血化瘀的益心舒注射剂及其制备方法”

公司产品主要为处方药

公司产品销售采用以专业化推广为主的预算制营销模式，建立了以营销部、商务部和品牌事业部为架构的营销体系。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。公司营销部在全国主要省市建立了8个大区40个办事处，有400多人的销售队伍；品牌事业部已经建立了14个办事处，有60多人的销售队伍。

目前公司产品已覆盖1800多家医院，营销部销售队伍将继续扩充，办事处也将增加至60多个。自2010年以来公司调整了销售架构，进行了营销改革。强调营销管理的规范化，要求以优秀策略带动销售工作，推动营销队伍的内部竞争，以使公司营销适应新的形势。

在研产品主要为天然药物

2003年10月，贵州信邦药物研究开发有限公司吸纳国家级中药工程研究中心——上海药物制剂工程有限公司入股，建立了贵州省药物制剂工程研究中心。药研公司在研新药研究与开发的中高级研究人员26人；目前该公司正与北京、广东、山东、南京等地的科研院所共同研发治疗心脑血管、糖尿病以及抗癌等方面的国家级新药。

2009年公司新获得了柏艾胶囊、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。

表 9：目前在研的新药

序号	品名	分类	进展情况	合作单位	合作形式
1	人参皂苷-Rd原料药及注射液	一类新药	报新药注册	广东泰禾生物	技术转让
2	脑力康胶囊	中6类	报生产	成都瑞泰	技术转让
3	灯盏花素滴丸	中8类	报生产	安徽华康	技术转让
4	前列平片	中8类	报生产	盛达人生物	技术转让
5	痛愈片	中8类	报生产	盛达人生物	技术转让
6	新胃仙U胶囊		临床前研究	阜康仁生物	合作研发
7	注射用银杏达莫	中8类	临床前研究	海南昊南医药	技术转让
8	注射用生脉冻干粉针	中8类	临床试验	普乐康医药	合作开发
9	复方酮酸片	化6类	临床前研究	迈孚医疗	合作开发
10	布洛芬缓释胶囊		工艺提高研究	万全阳光医药	合作开发
11	阿司匹林缓释胶囊		工艺提高研究	泛太化工医研所	合作开发

资料来源：上市公司

表 10：研发费用投入情况

项目	2007 年	2008 年	2009 年
研发费用（万元）	413.66	389.27	992.13
研发费用占比	2.95%	1.42%	1.90%

资料来源：上市公司

待批新药有望成为重磅“天然药物注射剂”

中药注射剂的繁荣和低谷

中药注射剂的兴起和繁荣

中药注射剂系指药材经提取、纯化后制成的供注入体内的溶液、乳状液及供临用前配制成溶液的粉末或浓溶液的无菌制剂（《中国药典》）。1939 年我国首次研制成功了中药注射剂——柴胡注射液，临床效果与其他剂型相比有显著提高。60 年代上海等地研制出“茵栀黄注射液”、“板蓝根注射液”等 20 余个品种。进入 70 年代，中药注射剂逐步被人们认识并接受，80 年代后中药注射剂又掀起了研究热潮。2005 年版《中国药典》收载中药注射剂 2 个，部颁标准收载中药注射剂 70 个品种。目前具有生产批准文号的中药注射剂将近 100 种。一般认为，中药注射剂不仅保留了传统中药的治疗特点，而且起效快，作用迅速，在急危重症的治疗方面发挥着重要作用。中药注射剂主要应用在心脑血管、抗肿瘤、呼吸系统等领域。1999 年-2007 年，全国中药注射剂市场平均增长率超过 30%。目前，我国中药注射剂年销售额约为 170 亿元人民币。如心脑血管类中药制剂目前是由注射剂主导市场，2006 年上半年，该类产品占中药制剂心脑血管用药 76% 的份额。

中药注射剂的低谷

从 2006 年的“葛根素事件”、“鱼腥草事件”、2008 年的“刺五加事件”、“茵栀黄事件”到 2009 年的“双黄连事件”和“清开灵事件”，引起了社会各界的高度关注。据统计，目前市场上的中药注射液约 120 多种，占整个 4000 多种中药份额不足 3%，而药物不良反应事件就占整个中药不良反应的 70% 左右，中药注射剂遭遇了前所未有的信任危机。

表 11：近年来中药注射剂药物不良反应

年份	事 件
2006 年	- 年初，国家药品不良反应监测中心共收到葛根素注射剂不良反应病例报告 1006 例（03 年-06 年上半年），致人死亡的共有 11 例。 - 同年 2 月，浙江东阳市出现幼儿因注射鱼腥草针剂出现不良反应陷入昏迷； - 同年 6 月，济南市出现鱼腥草致六岁女童死亡医疗事故。国家药监局发布通告暂停使用审批 7 类鱼腥草注射液。
2008 年	10 月，国家药监局接到云南省药监局报告，云南省红河州 6 名患者使用完达山制药厂生产的两批刺五加注射液出现严重不良反应，其中有 3 例死亡； 10 月卫生部通报：陕西省延安市志丹县医院因使用山西太行药业股份有限公司生产的茵栀黄注射液后，有 4 名新生儿发生不良反应，其中 1 名新生儿死亡。
2009 年	2 月 12 日，卫生部、国家药监局发出通知，要求各地立即停用黑龙江乌苏里江制药有限公司佳木斯分公司生产的双黄连注射液，已有一位患者死亡，另 2 名患者被送入青海省人民医院抢救尚未脱离生命危险； 4 月 21 日，药监局提醒警惕清开灵注射剂严重不良反应：2001 年国家药品不良反应监测中心首次通报了清开灵注射剂引起的过敏反应，近年来，监测中心仍陆续收到有关清开灵注射剂的严重不良反应/事件报告。

资料来源：长江证券研究部

中药注射剂的发展方向

中药注射剂问题的根源

据国家药监局公布的数据，2009年全国药品不良反应事件共638996例，其中西药（化学药）占86.7%，中药占13.3%，而在西药不良反应中注射剂占61%，中药不良反应中注射剂占52%。这些数据说明中西药注射剂不良反应都比口服药严重，西药不良反应比中药严重，西药注射剂不良反应比中药注射剂严重。可见，中药注射剂面临的危机并不在其不良反应，而在于其质量标准：因为质量标准较低，其出现的不良反应具有很强的随机性，事前无法对不良反应的概率作出预判，使医生和患者心中“无底”。

除了质量标准，中药注射剂还存在其它标准不统一的问题，如鉴别标准、组方标准、命名标准等。有些中药注射剂由名称相同的原料组成，如同为丹参、降香制成的注射剂就有3种。可是这3种注射剂产品名称不同，药材比例量、鉴别方法、质量标准也异，而功能主治却类似，很容易造成混乱。

在医生使用时，由于说明书表述的混乱，也造成了使用的随意性，很容易产生安全事故。如清开灵注射液的功能及主治用中医术语表述，主治先用中医术语表述，其后为西医学病名；复方蒲公英注射液均用中医学术语表述；穿心莲注射液功能用中医学术语表述，主治先用中医学术语表述，其后仅写西医学病名，无相应的中医学证候；柴胡注射液功能用中医学术语表述，主治仅用西医学学术语表述；复方蛤青注射液功能用中医学术语表述，主治用中西医学两种术语混杂表述；毛冬青注射液功能主治均用西医学学术语表述；苦木注射液功能用中西医学两种术语混杂表述，主治用西医学学术语表述；血栓通注射液亦是混杂表述。

从上述问题我们也可看出：造成中药注射剂诸多混乱的根源并不仅是技术水平低，更重要的中药注射剂身份不清楚：对于单体注射剂，它在成分上跟化学药无明显区别，似乎不应该称之为中药；而对于混合物注射剂，从中药里提取出的成分如此之多，不通过肠胃吸收、肝脏代谢而将其直接注入人体并进入血液循环，也不符合君臣佐使的配方目的，即不是化学药，也不是严格意义上的中药。于是，“中药注射剂”这一概念就涵盖了从单体化学药到复方中药的广大领域，怎么可能有统一的标准？

中药注射剂的发展前景

综上，我们认为中药注射剂只能先分类再发展。只有这样，才可能有适合不同种类品种的标准，这样在研发、生产、新药审批、鉴别、使用等各个环节才真正有标准可依，即便出现不良反应也同化学药一样是可测可控的，是十分正常的。

根据中药注射剂成份从简单到复杂的顺序，我们认为至少应简单分为：单体植物药注射剂、组分中药注射剂、传统中药注射剂。其中，单体植物药注射剂可重点参照化学药注射剂制定各项标准，强调“纯净”，不强调其中药特性；组分中药注射剂主要参照西方天然药制定各项标准，强调“一致”、“可控”，监管者同样不必关注其中药特点，而开发者可强调其中药来源，企业可强调其中药特点；传统中药注射剂则需在再评价的基础上予以重新确认，并谨慎批准该类新药。也就是说，由于把传统中药直接改成注射剂缺乏理论依据，难以制定标准，应限制该类注射剂的审批。至于以传统中药为原型，通过成份或者有效部位的提取，重新配方而成的，可归于组分中药注射剂，这是一个过渡性的“现代中药”范畴。

在这一合理情景下，我们认为单体植物注射剂和组分中药注射剂仍会得到长足发展，而传统中药注射剂的空间会较有限。

人参皂苷-Rd 注射剂的市场空间较大

关于人参皂苷-Rd 的学术研究

人参对心血管系统具有良好的保护作用,其提取物人参皂苷有明显的耐缺氧作用,可加快脂质代谢,增强心肌收缩力,减慢心率,增加心输出量与冠脉血流量,可抗心肌缺血与心律失常。现代药理学研究证实,人参皂苷(GS)是人参的主要药效物质,对心血管系统的多种疾病如缺血性心脏病、心律失常、心力衰竭等方面均有临床意义。到目前为止,从人参中已分离出30余种人参皂苷。总皂苷称为人参皂苷Rx,按硅胶薄层色谱Rf值的大小顺序由小到大将每一组分命名为Ro、Ra、Rb1、Rb2、Rb3、Rc、Rd、Re、Rf、Rg1、Rg2、Rg3、Rh1、Rh2和Rh3等。

人参皂苷-Rd注射液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。七十年代末开始,经过多年研究表明:三七中的皂苷为发挥“活血化瘀”药效机能的主要成份。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(Recepto-operated Ca^{++} Channel; ROC)。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,即Notoginsenoside-Rd。

临床前药效学研究表明人参皂苷-Rd具有明确的8项作用机理:局灶性脑缺血治疗作用、再灌注损伤治疗作用、对SHRSP脑卒中的防治作用、对脑神经细胞死亡与凋亡的保护和治疗作用、对脑血管及脑血流量的作用、对急性脑缺血能量代谢的作用、对低压耐缺氧的作用及对5-HT引起的椎基底动脉的收缩反应的降低作用。

经过急性毒性试验、长期毒性试验、致突变试验、生殖毒性试验表明,该药的毒副作用很小。

人参皂苷-Rd 及注射剂的开发历程

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。泰禾生物与中山大学中山医学院科技开发中心共同拥有人参皂苷-Rd 原料药及人参皂苷-Rd 注射液技术的相关知识产权,合同约定泰禾生物单独拥有项目产权和该项目专利单独使用权,有权单独与第三方合作进行该项目继续研究开发及产业化开发,在与第三方合作时有单独签署合同转让其项目产权和专利使用权的权利。

2004年3月25日,信邦制药与广东泰禾生物药业有限公司签订了《人参皂苷-Rd 原料药及人参皂苷-Rd 注射液技术转让及联合研制协议》,合同金额4300万元,至2009年12月31日已经支付2690万元。2004年11月获得中国发明专利,专利有效期20年。确认专利权归属为泰禾生物、中山大学中山医学院科技开发中心、信邦制药三家共有,同时许可公司拥有该专利的独家使用权,该一类新药的专用生产权归信邦制药专有。目前已经完成I期、II期、III期临床试验研究,公司已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。

信邦制药在人参皂苷的研究中派生了10项技术,其中一种化合物的药物组合物及其提取方法、一种治疗脑血管疾病的冻干制剂2项已取得专利证书;治疗脑血管疾病的注射剂及其制

备方法、人参皂苷-Rd 药物及其制剂的质量控制、一种治疗缺血性脑血管疾病的药物组合等 8 项专利已向国家知识产权局提出了申请并已受理，有 7 项已进入实审阶段。

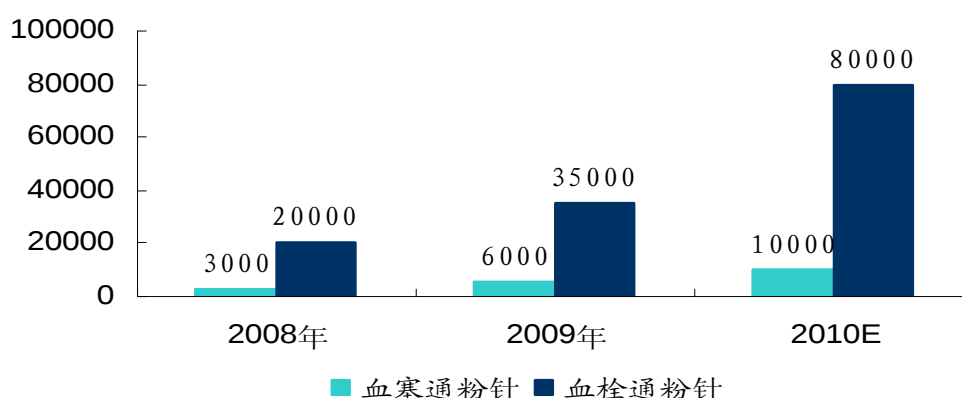
人参皂苷-Rd 注射剂的市场分析

人参皂苷-Rd 注射液属于三七注射剂系列，目前已上市销售的三七注射剂主要是血塞通、血栓通两大品种，在三七药物市场中占据了主要份额。

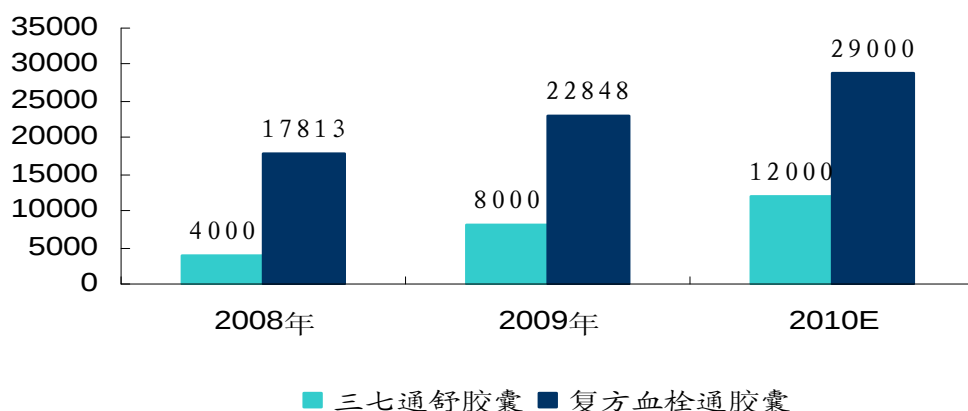
三七总皂甙是样本医院增长较快的中成药制剂。临床表明，血栓通和血塞通注射剂治疗脑梗塞疗效较好，能抑制动脉粥样硬化后内膜斑块的形成。常作为脑梗塞急性发作和脑梗塞后遗症维持治疗用药，现已成为心内科、神经内科和肾内科的基本药物。

心脑血管疾病仍为当今世界第一大病种，据世界心脏联盟分析预计，2020 年全球心血管病死亡率将增加 50%，心肌梗死和脑卒中将从目前死因排行榜的第 5 位和第 6 位上升至第 1 位和第 4 位。中国老龄人协会相关资料显示，2000 年至 2025 年，中国 65 岁及以上老年人口占总人口的比例将从 7% 左右上升至超过 12%，年龄结构已成为典型的老年型人口类型，日益严峻的老龄化趋势也意味着典型的老年病如高血压、脑卒中和冠心病等疾病的危害将进一步加重。心血管病药物是世界医药市场上排名第一的大类药物品种。从 2006 年至 2008 年，我国心脑血管用药市场规模保持快速增长，由 2006 年的 608.40 亿元上升至 2008 年的 819.66 亿元，3 年复合年均增长率达到 16.07%。而心脑血管用药是中药的优势领域，中药注射剂更占据了主导地位。南方所数据显示，2008 年心脑血管领域的中药注射剂达到了 22.39% 的高增长率。而上市公司昆明制药、中恒集团、华神集团、众生制药的数据表明：三七类药物的增长幅度更大，如 2009 年 4 家公司的主导产品平均增幅为 75.7%。

图 5：梧州制药的血栓通和昆明制药的血塞通销售额（万元）



资料来源：长江证券研究部

图 6：华神集团的三七通舒胶囊和众生药业的复方血栓通胶囊销售额（万元）


资料来源：长江证券研究部

通过比较，我们也看到在三七制剂中，注射剂比口服制剂的市场容量大，独家产品比非独家产品卖得好。而信邦制药的人参皂苷-Rd 注射液既是注射剂也是独家产品，和血栓通最接近。血栓通一直以来宣传的卖点是：粉针比水针更稳定，而且有效成份含量高于血塞通，水溶性好于血塞通。而在这 3 个方面，人参皂苷-Rd 注射液作为单体注射液，稳定性、有效成份的含量和水溶性均不逊于血栓通，因为血栓通毕竟还是多种成份的混合物。

表 12：主要三七类注射剂比较

三七注射剂	生产企业	有效成份	针对疾病	营销卖点
血塞通粉针	昆明制药	三七总皂苷	中风偏瘫、脑血管疾病后遗症、胸痹心痛、视网膜中央静脉阻塞	粉针更稳定；人参皂苷 Rb1 和 Rg1 总含量大于 50%，优于同名竞品。
血栓通粉针	梧州制药	三七总皂苷	中风偏瘫、胸痹心痛及视网膜中央静脉阻塞	独家；粉针更稳定；人参皂苷 Rg1、Rb1、Re、三七皂苷 R1 的总含量大于 70.0%，水溶性优于血塞通。
人参皂苷-Rd 注射液	信邦制药(待批)	人参皂苷-Rd	脑梗塞(中医称“中风”)	独家；化合物较混合物更稳定，人参皂苷-Rd 含量大于 98%，水溶性最佳。

资料来源：长江证券研究部

经综合比较分析，我们认为在三七制剂蛋糕已被做大的现实条件下，人参皂苷-Rd 一上市就处在一个较高的起点，但具体的销售业绩取决于公司的营销。我们可分乐观、一般、悲观三种不同情景对人参皂苷-Rd 注射液的销售进行预测(假设 2011 年底前拿到批文)。

表 13：不同情景下对人参皂苷-Rd 的销售假设（万元）

情景\年度	2012 年	2013 年	2014 年
乐观	10000	20000	38000
一般	6000	13000	25000
悲观	3000	8000	16000

资料来源：长江证券研究部

血栓通粉针的毛利率为80%左右，人参皂苷-Rd注射液作为一类新药，其毛利率一般要高于80%。

预测和估值

预测的假设

信邦制药主营业务在人参皂苷的销售为“一般情景”下的假设为：

表 14：主营业务预测的假设（一般情景）

产品		2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
银杏叶片	收入	11,932.10	13,125.31	15,750.37	18,900.45
	收入增长率	17.28%	10.00%	20.00%	20.00%
	成本	2,123.89	2,336.31	2,835.07	3,402.08
	毛利率	82.20%	82.20%	82.00%	82.00%
益心舒胶囊	收入	5,623.59	8,435.39	12,653.08	16,449.00
	收入增长率	48.98%	50.00%	50.00%	30.00%
	成本	2,089.17	3,121.09	4,681.64	6,086.13
	毛利率	62.85%	63.00%	63.00%	63.00%
人参皂苷 Rd 注射液	收入	0.00	0.00	0.00	6,000.00
	收入增长率		0.00%	0.00%	
	成本	0.00	0.00	0.00	1,200.00
	毛利率		0.00%	0.00%	80.00%
其它产品	收入	16,112.89	17,724.18	21,269.01	25,522.82
	收入增长率	19.13%	10.00%	20.00%	20.00%
	成本	6,127.32	6,735.19	7,869.54	9,188.21
	毛利率	61.97%	62%	63%	64%
合计	收入	33,668.58	39,284.87	49,672.46	66,872.26
	收入增长率	22.55%	16.68%	26.44%	34.63%
	成本	10,340.38	12,192.59	15,386.24	19,876.43
	综合毛利率	69.29%	68.96%	69.02%	70.28%

业绩预测和投资建议

根据上述一般情景下的假设，我们预测信邦制药 2010 年、2011 年、2012 年的 EPS 分别为 0.61 元、0.8 元和 1.12 元，根据 1 月 25 日收盘价，市盈率分别为 58 倍、44 倍和 32 倍，在医药股中处于合理水平。但我们判断公司一类新药人参皂苷 Rd 上市后销售超出预期的可能性较大，故维持对公司的“推荐”评级。

公司业绩超出预期的催化剂：

- 一、营销成果为乐观情景；
- 二、新药提前得到审批；

三、公司利用超募资金进行投资增厚利润。

投资风险提示:

一、公司拿到新药批文的时间存在延后至 2012 年的可能;

二是营销成果有达不到一般情景的可能。

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2009A	2010E	20011E	2012E	资产负债表（百万元）	2009A	2010E	20011E	2012E
营业收入	336.69	392.85	496.72	668.72	货币资金	83.35	100.00	100.00	100.00
营业成本	107.09	126.80	158.14	209.64	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	229.60	266.04	338.58	459.08	应收账款	133.38	154.99	195.97	263.82
% 营业收入	68.19%	67.72%	68.16%	68.65%	存货	66.08	76.78	97.08	130.70
% 营业收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	其他流动资产	41.34	47.14	59.61	80.25
销售费用	140.23	165.00	208.62	280.86	流动资产合计	324.15	378.91	452.66	574.77
% 营业收入	41.65%	42.00%	42.00%	42.00%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	30.94	32.90	41.21	54.97	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	9.19%	8.37%	8.30%	8.22%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	6.26	6.87	8.28	10.70	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.86%	1.75%	1.67%	1.60%	固定资产合计	132.96	132.44	131.33	129.63
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	11.74	10.27	8.81	7.34
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0.56	0.00	0.00	0.00	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	52.17	61.28	80.48	112.55	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	15.49%	15.60%	16.20%	16.83%	资产总计	470.35	523.12	594.29	713.23
营业外收支	1.49	0.00	0.00	0.00	短期贷款	173.95	204.84	242.97	312.74
利润总额	54.19	62.75	81.95	114.02	应付款项	12.79	14.65	18.53	24.95
% 营业收入	16.09%	15.97%	16.50%	17.05%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	7.77	9.41	12.29	17.10	应付职工薪酬	0	0	0	0
净利润	46.42	53.33	69.65	96.92	应交税费	0	0	0	0
归属于母公司所有者					其他流动负债	27.26	31.27	39.54	53.23
的净利润	46.69	53.33	69.65	96.92	流动负债合计	214.00	250.77	301.04	390.91
少数股东损益	-0.27	0.00	0.00	0.00	长期借款	3.52	3.52	3.52	3.52
EPS（元/股）	0.72	0.61	0.80	1.12	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）	2009A	2010E	20011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	41.75	33.09	20.63	8.08	负债合计	217.51	254.28	304.56	394.43
取得投资收益					归属于母公司				
收回现金	0	0	0	0	所有者权益	253.18	269.18	290.07	319.15
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	252.83	268.83	289.73	318.80
固定资产投资	-3.11	-10.00	-10.00	-10.00	负债及股东权益	470.35	523.12	594.29	713.23
其他	-0.05	0.00	0.00	0.00	基本指标	2009A	2010E	20011E	2012E
投资活动现金流净额	-3.16	-10.00	-10.00	-10.00	EPS	0.72	0.61	0.80	1.12
债券融资	0	0	0	0	BVPS	3.89	3.10	3.34	3.68
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	49.90	58.25	44.60	32.05
银行贷款增加（减少）	-22.00	30.89	38.13	69.76	PB	9.20	11.54	10.71	9.73
其他	2.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	35.28	29.07	22.99	17.08
筹资活动现金流净额	-26.36	-6.44	-10.63	1.92	ROE	18.44%	19.81%	24.01%	30.37%
现金净流量	12.23	16.65	0.00	0.00					

资料来源：长江证券研究所

分析师介绍

叶颂涛，中南财经大学计统系毕业，先后供职人民银行武汉市分行、华夏证券武汉分公司、长江证券研究部，目前从事医药行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。