

信邦制药（002390）：业绩低于预期，人参皂苷最快7月获批

中性（维持）

医药行业/中药

当前股价：41.67 元

报告日期：2011 年 3 月 2 日

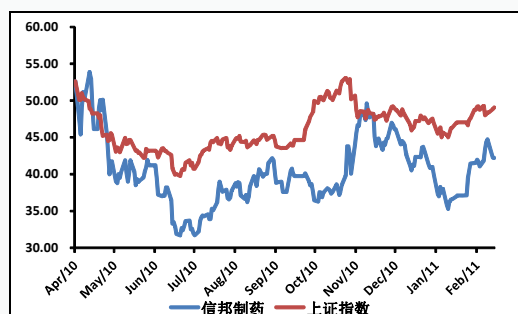
主要财务指标（单位：百万元）

	2005A	2006A	2007E	2008E
营业收入	337	319	404	495
(+/-)	22.55%	-5.36%	26.94%	22.39%
营业利润	53	39	60	74
(+/-)	61.78%	-26.92%	54.44%	23.02%
归属于母公司 的净利润	47	38	52	64
(+/-)	37.97%	-19.13%	37.04%	23.02%
每股收益（元）	0.54	0.43	0.60	0.73
市盈率（倍）	78	97	71	58

公司基本情况（2010 年 3 月 1 日止）

总股本/已流通股（万股）	8,680/2,170
流通市值（亿元）	9.16
每股净资产（元）	11.06
资产负债率（%）	14.73

股价表现（最近一年）



证券分析师：彭晓
执业证书编号：A0140511010008
010-66045453 pengx@txsec.com
联系人：邓周宇
021-58824282-811 dengzy@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

- 2010年，公司实现营业收入3.19亿元，同比下降5.36%；营业利润3891.82万元，同比下降26.92%；实现归属于母公司净利润3775.74万元，同比下降19.13%；基本每股收益 0.47元；经营现金流净额为250.07万元，同比下降94.01%。
- 公司业绩低于预期，没有兑现上市时的增长承诺。营业收入同比下降5.36%，除了贞芪扶正胶囊产品停产停销使得收入少了3000万以外，公司其他主导产品如：银杏叶片，益心舒胶囊等，销售也未达到预期。公司综合毛利率为65.09%，同比下降4.2个百分点，其主要原因是上游中药材原材料的涨价；公司主要的原材料中，垂盆草，丹参，黄芪价格涨幅较大，分别同比上涨28.22%,12.13%,48.83%；公司对上游中药材掌控力度不足，这使得公司今后将继续面临较大的原材料价格波动风险。此外，公司执行财政部关于上市公司会计准则的新规定，上市的路演推介费794.95 万元纳入管理费用，使得净利润被进一步拉低。
- 公司经营质量亦有所下降。公司应收账款周转天数达到104天，同比上升14天，同时考虑到公司的销售方式和销售费用率都保持稳定的情况下，公司的销售质量有所下降。
- 人参皂苷-Rd最快7月获得生产批准文号。公司研发的人参皂苷-Rd正在申报国家一类新药和生产批件。2010年9月21日，该药品收到药监局《药品注册申请受理许可》，随后还要通过技术审评及生产现场检查，新药审批，然后申请生产批准文号，整个流程走下来，最快需要9个半月。该产品是从三七中提取的单体化合物，主要治疗急性缺血性脑卒中血，主要竞争产品为血塞通粉针（昆明制药）和血栓通粉针（中恒集团）。公司营销终端覆盖1600家医院，借助现有的营销力量，单品种很有可能做到2亿以上。
- 基药政策效果的判断。公司主要产品均为国家基本药物，而基本药物制度今年正在向全国范围推广。我们已经在此前的深度报告《新医改下的投资机会之基本药物篇-补偿机制仍是短板，基药投资黄金年代还需等待》中论述了：单纯依靠财政补偿和提高医疗服务收费的方法无法解决补偿机制的

问题，因此对于基本药物制度的前景，我们仍持谨慎的态度。对于信邦制药来说，公司在上市时曾经表示，未来会拓展中小城市，社区和农村市场。我们认为：由于其营销的强项在医院终端，而在基层医疗机构和第三终端市场上是其薄弱区域，因此在基本药物制度的前景还不明朗的情况下，不宜贸然进军中小城市，社区和农村市场。

- **盈利预测：**预测2011年-2012年公司净利润为5174万，6365万，分别同比增长37.04%，23.02%，基本EPS为0.60元，0.73元；以3月1日收盘价42.21元计算，对应动态市盈率为71倍，58倍。估值偏高，维持“中性”评级。公司股价未来最大的催化剂在人参皂苷-Rd的获批上市，建议投资者密切关注新药审批进展及公司经营基本面的改善。
- **风险提示：**人参皂苷-Rd审批风险，市场推广风险。

图表：信邦制药分产品预测

单位:万元	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
1.银杏叶片（基药，优质优价，医保乙类）						
收入	7,916	10,174	11,931	11,931	13,124	15,092
收入增长率		28.52%	17.27%	0.00%	10.00%	15.00%
毛利率	74.53%	81.62%	82.20%	80.00%	80.00%	80.00%
2.益心舒胶囊（基药，国家中药保护品种，国内独家品种，医保乙类）						
收入	2,039	3,775	5,624	7,311	8,773	10,527
收入增长率		85.16%	48.98%	30.00%	20.00%	20.00%
毛利率	61.66%	63.58%	62.85%	60.00%	60.00%	60.00%
3.人参皂苷-Rd（研发中的一类新药）						
收入	0	0	0	0	3,000	6,000
收入增长率						100.00%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	70.00%	70.00%
4.六味安消胶囊（基药，优质优价，国家中药保护品种，医保乙类）						
收入	4,305	3,478	4,255	4,255	4,680	5,382
收入增长率		-19.20%	22.33%	0.00%	10.00%	15.00%
毛利率	84.51%	85.72%	84.44%	82.00%	82.00%	82.00%
5.护肝宁片（基药，优质优价，医保乙类）						
收入	2,172	3,082	3,823	3,823	4,205	4,836
收入增长率	0.00%	41.88%	24.06%	0.00%	10.00%	15.00%
毛利率	63.29%	65.44%	58.64%	56.00%	56.00%	56.00%
6.贞芪扶正胶囊（优质优价，医保乙类）						
收入	2,172	3,004	2,997	0	0	0
收入增长率		38.29%	-0.21%			
毛利率	45.50%	55.90%	59.09%	0.00%	0.00%	0.00%
7.其他						
收入	3,110	3,963	5,039	5,795	6,665	7,664
收入增长率		27.40%	27.17%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	28.68%	39.24%	47.25%	47.25%	47.25%	47.25%

资料来源：天相投顾

图表：信邦制药盈利预测

单位：万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	27,474	33,669	31,863	40,447	49,502
增长率(%)	26.17%	22.55%	-5.36%	26.94%	22.39%
减：营业成本	8,539	10,340	11,123	13,242	16,169
毛利率(%)	68.92%	69.29%	65.09%	67.26%	67.34%
减：营业税金及附加	280	368	384	485	594
销售费用	12,085	14,023	13,051	16,583	20,296
管理费用	2,391	2,702	3,461	4,045	4,950
财务费用	919	626	-101	0	0
期间费用率	56.03%	51.54%	51.51%	51.00%	51.00%
资产减值损失	-31	339	53	81	99
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	56	0	0	0
营业利润	3,292	5,325	3,892	6,010	7,394
增长率(%)	17.25%	61.78%	-26.92%	54.44%	23.02%
加：营业外收入	588	120	595	0	0
减：营业外支出	21	27	73	0	0
利润总额	3,858	5,419	4,414	6,010	7,394
增长率(%)	12.12%	40.45%	-18.54%	36.15%	23.02%
利润率(%)	12.23%	13.79%	11.80%	12.73%	12.79%
减：所得税	497	777	656	862	1060
实际税负比率(%)	12.88%	14.34%	14.87%	14.34%	14.34%
少数股东损益	-23	-27	-17	-26	-32
归属于母公司所有者净利润	3,384	4,669	3,776	5,174	6,365
增长率(%)	12.65%	37.97%	-19.13%	37.04%	23.02%
净利润率(%)	12.32%	13.87%	11.85%	12.79%	12.86%
基本每股收益(元)	0.39	0.54	0.43	0.60	0.73
EBITDA	4,969	6,712	4,533	6,760	8,144
EV/EBITDA	73.74	54.58	80.82	54.20	44.99

资料来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-82709089 邮编:518041