

信邦制药 (002390) 研究报告

新药潜力大但估值偏高

健康护理/医药

中性

首次评级

发布时间: 2011 年 5 月 25 日

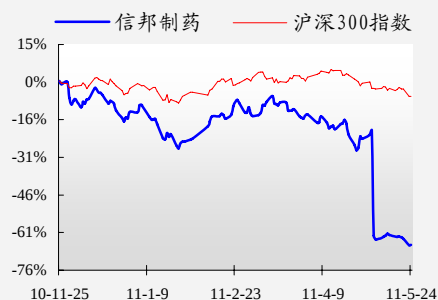
投资要点:

- 银杏叶片、益心舒胶囊、护肝宁片和六味安消胶囊等四大主导产品虽然面向市场空间广阔的心脑血管和消化系统药物领域,但市场竞争形势也异常激烈,销售增速从去年起明显放缓,预计未来三年这四大主导产品的年均销售增速不会超过 15%。
- 国家一类新药人参皂苷-Rd 原料药及其注射液是公司未来最大的看点,我们预计今年年底可能获得药监局的新药批文。人参皂苷-Rd 注射液是从三七中提取的单体化合物,相比于血栓通,成份更加单一,市场潜力巨大。
- 公司的上游中药材主要包括干银杏叶、黄芪、丹参、碱花、人参等,去年以来中药材价格大幅上涨,给公司造成了较大的成本压力,今年部分中药材仍有进一步上涨的可能,公司毛利率有可能进一步下降。
- 投资建议:我们预测公司 2011~2013 年的 EPS 分别为 0.26 元、0.46 元和 0.62 元,目前股价对应 2011 年动态 PE 为 62 倍,估值偏高,股价进一步回落的可能性较大,目前给予“中性”评级。
- 风险提示:中药材价格大幅上涨的风险;人参皂苷-Rd 注射液获批进程低于预期的风险。

业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	319	-5.36	38	-19.13	0.47	5.26	68.9	
2011E	388	21.63	45	18.42	0.26		62.3	
2012E	520	34.02	80	77.77	0.46		35.2	
2013E	680	30.77	108	35.00	0.62		26.1	

走势图



市场数据

2011-5-25

收盘价:	16.19 元
52 周最高价:	50.00 元
52 周最低价:	15.88 元
平均持仓成本:	19.80 元

基本数据

2011Q1

总股本 (万股):	17,360
流通 A 股 (万股):	17,360
每股收益 (元):	0.08
每股净资产 (元):	11.14
每股经营现金流 (元):	0.17
市净率:	1.49

分析师: 周思立 联系人: 刘林
执业证书编号: S0550511010003
TEL: (8621)6336 7000 - 254
FAX: (8621)6337 3209
Email: liulin@nesc.cn
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编: 200002

主导产品增速放缓

公司产品主要集中在市场空间广阔的心脑血管和消化系统药物领域，其中主导产品有四个，分别为银杏叶片、益心舒胶囊、护肝宁片和六味安消胶囊，这四个产品最近几年占公司营业总收入的比例在 70%以上，2010 年可能达到 85%以上。银杏叶片是公司唯一年销售额过亿元的品种，销售额占到公司总营收的三分之一以上。

表 1: 公司四大主导产品

	主营产品	优质 优价	独家 品种	中药保护 品种	基本 药物	医保目 录品种
心脑血管 用药	银杏叶片	●			●	●
	益心舒胶囊		●	●	●	●
消化系统 用药	护肝宁片	●			●	●
	六味安消胶囊	●		●	●	●

资料来源：东北证券

2007~2009 年，这四大主导产品的销售收入分别为 1.64 亿元、2.05 亿元和 2.57 亿元，销售年均增速为 25%左右。2010 年公司营业总收入为 3.19 亿元，同比下降 5.36%，若扣除贞芪扶正胶囊停止销售的影响，公司四大主导产品的销售收入应该在 2.70 亿元左右，销售收入同比仅增长了 6%左右，远低于市场预期。2011 年第一季度，公司总营收 0.72 亿元，同比增长了 5.79%，基本和 2010 年的销售增速相当，和上市前相比，主导产品的销售增速大大放缓。

主导产品竞争形式不容乐观

公司的主导产品面向心脑血管和消化系统药物领域，虽然市场空间广阔，但竞争异常激烈，四大产品都有极为强劲的对手，且均遭遇到其他上市公司的主打品种的竞争。

第一主营产品银杏叶竞争形势最为惨烈，国内有数十家企业生产银杏叶产品，除了大名鼎鼎的扬子江药业外，还包括贵州百灵、桂林三金等知名公司。六味安消胶囊与汉森制药的主营产品是直接竞争的关系，其他竞争者包括江西银涛等公司。护肝宁片主要对手是吉林天强制药，但由于该品所针对的肝病领域，除了中药的竞争外，还有众多化学药的竞争，竞争形势更加复杂。益心舒胶囊虽然为独家品种，上市以来增长较快，但面临益盛药业的主打产品振源胶囊的竞争，市场前景不容过分乐观。

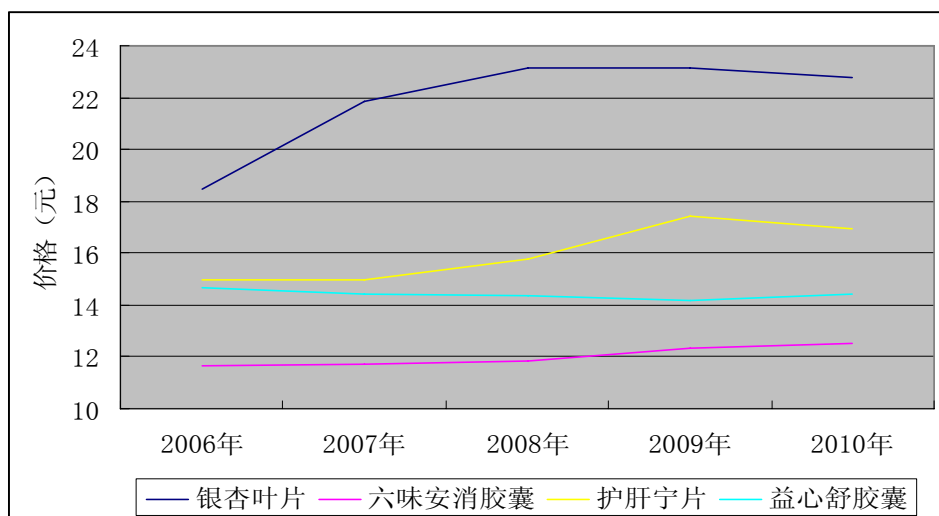
从药品的日费用来看，和竞争对手相比，信邦的定价基本处于中游位置。部分优质优价品种的日费用要低于竞争对手，虽然表明公司的产品具有性价比优势，但同时也可以看出，公司虽然获得了价格优先权，但在实际的市场竞争中，公司并没有在价格上取得高于主要竞争对手的优先权。

表 2: 公司主要竞争对手

主导产品	同功能竞争品	主要竞争企业	价格	日费用
银杏叶片	银杏叶片	信邦制药	43/盒	5.38
	银丹心脑通软胶囊	贵州百灵	25.4/盒	12.7
	脑脉泰胶囊	桂林三金	9.3/盒	5.58
	银丹心泰滴丸	贵州君之堂	17.1/盒	5.36
	依康宁	扬子江药业集团	18/盒	6.00
	黄杨宁片	南京小营药业集团	34.7/盒	4.20
六味安消胶囊	六味安消胶囊	信邦制药	28.9/盒	7.22
	四磨汤口服液	湖南汉森制药	2.6/支	15.6
	莫沙比利片	日本住友制药	29.7/盒	8.91
	六味安消胶囊	江西银涛药业	24/盒	4.00
	聚乙二醇 4000 散剂	博福益普生(天津)	33.6/盒	6.72
护肝宁片	护肝宁片	信邦制药	50/盒	6.00
	肝乐欣胶囊	贵州家诚药业	65/盒	13.5
	澳泰乐颗粒	吉林敖东力源药业	31.4/盒	10.47
	肝苏颗粒	四川郎中药业	23.4/盒	7.80
	复肝宁片	吉林天强制药		
	垂盆草颗粒	浙江泰康药业集团	28.8/盒	7.20
益心舒胶囊	益心舒胶囊	信邦制药	42.6/盒	10.65
	康尔心胶囊	贵州远程制药	45/盒	15.00
	补心气口服液	湖北福人金身药业	24.5/盒	12.30
	振源胶囊	吉林集安益盛药业	48.4/盒	12.10
	滋心阴胶囊	江西天施康中药	16.2/盒	10.80

资料来源: 东北证券

图 1: 公司四大主导产品近五年价格走势



资料来源: 东北证券

2010 年，公司银杏叶片和护肝宁片的销售均价分别下降了 1.47% 和 2.81%，六味安消胶囊和益心舒胶囊分别小幅上涨了 1.62% 和 1.90%。由于这四个产品均为优质优价产品或独家产品，公司自主定价权较强，销售均价的下降，反映了市场竞争激烈程度的加剧。

上游成本压力增加

公司主要产品中的中药材包括干银杏叶、黄芪、丹参、碱花、人参等，其产地分别在江苏、内蒙古、东北和四川。为保证原材料的质量，公司多年来坚持原产地定点采购，供应商多为中药材种植农户个人，为便于集中采购，公司一般委托当地种植面积较大农户先行收集。

表 3: 公司产品中的主要中药材成份

主要产品	主要成分
银杏叶片	干银杏叶
六味安消胶囊	大黄、诃子、山柰、土木香、碱花、寒水石
护肝宁片	灵芝、垂盆草、丹参、虎杖
益心舒胶囊	生晒参、丹参、黄芪、麦冬、川芎、五味子、山楂

资料来源：东北证券

2007~2009 年，公司主导产品的中药材成本分别为 4951 万元、6952 万元和 5265 万元，分别占到总成本的 64.61%、81.41% 和 50.91%，可见上游中药材的采购成本是公司营业成本中最大的一块。2010 年，公司主要中药材的采购价格均出现了上涨，其中垂盆草和黄芪的价格涨幅较大，分别涨了 28.22% 和 48.83%。今年以来持续干旱，部分中药材可能收成不如预期，价格或将进一步上涨。目前来看，多年生的丹参、人参、黄芪等药材价格可能维持在高位，公司的上游原材料的成本压力可能进一步增加。

今年第一季度公司营业收入增长 5.79%，但营业成本却同比增长了 30.22%，远高于营收的增速，其中中药材的价格上涨是成本增加的主因。

一类新药人参皂苷-Rd 是最大看点

国家一类新药人参皂苷-Rd 原料药及其注射液由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。2004 年 3 月 25 日，公司与泰禾生物签订了《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》，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和信邦制药三家共有，同时许可信邦拥有该专利的独家使用权和专用生产权。2004 年 11 月 17 日国家知识产权局授权颁发了发明专利证书，专利有效期为 20 年。目前，公司正在向国家药监局申报新药证书和生产批件。保守估计，最

晚在今年底或明年初可能获得新药证书和生产批件。

人参皂苷-Rd 注射液是从中药三七中分离的一种单体化合物，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。活血化瘀是中医治疗中风的重要治则之一，人参皂苷-Rd 作为活血化瘀药的有效单体，具有很好的治疗脑缺血/再灌注损伤与坏死作用，有望成为脑血管疾病患者急用特效药物。

昆明制药的血塞通、中恒集团的血栓通的有效成份均为三七总皂苷，都针对中风疾病。与这两家已经上市多年的成熟产品相比，信邦产品的最大优势在于其主要成份为单体化合物，成份更加纯净，药理也非常清晰。血栓通的热销既让医生普遍认识了三七制剂的药理，也奠定了广大的群众基础，这无形中减轻了人参皂苷-Rd 注射液上市推广的难度。作为具有成份优势的一类新药，人参皂苷-Rd 注射液有望成为公司最有潜力的重磅炸弹级别的产品。

但我们同时也应该看到，血栓通的先入优势和规模优势，已给后来者造成了一定的进入壁垒。如何打好营销牌，是公司未来最值得关注的地方。

除了人参皂苷-Rd 注射液外，公司还有 12 个产品处于不同的研发阶段。今日，灯盏花素滴丸获了国家药监局的批文，有望在下半年生产销售，成为公司一个新的利润增长点。灯盏花素滴丸具有活血化瘀、通络止痛的作用，主要用于治疗中风后遗症、冠心病和心绞痛，特别适于吞咽不便的患者服用。

表 4：公司各研发产品目前的研发状况

品名	分类	进展情况
人参皂苷-Rd 原料及注射液	一类新药	报生产
脑力康胶囊	中 6 类	报生产
灯盏花素滴丸	中 8 类	已获批生产
前列平片	中 8 类	报生产
痫愈片	中 8 类	报生产
新胃仙 U 胶囊		临床前研究
注射用银杏达莫	中 8 类	临床前研究
注射用生脉冻干粉针	中 8 类	临床试验
复方酮酸片	化 6 类	临床前研究
布洛芬缓释胶囊		工艺提高研究
阿司匹林缓释胶囊		工艺提高研究
奥美拉唑胶囊		临床试验
非布司他原料及制剂		临床试验

资料来源：东北证券

盈利预测

- 假设人参皂苷-Rd 注射液 2012 年上市销售，明后两年的销售收入分别为 5000 万元和 1 亿元，毛利率为 80%。
- 假设 2011~2013 年主导产品的销售增速为 15%，其他产品的销售增速为 50%。
- 假定上游中药材价格不会大幅上涨，公司的植物提取物 GMP 生产线在下半年建成投产，产品的整体毛利率假定为 65%左右（不包括人参皂苷产品）。
- 暂不考虑公司的外延式并购。

投资建议

我们预测公司 2011~2013 年的 EPS 分别为 0.26 元、0.46 元和 0.62 元，目前股价对应 2011 年动态 PE 为 62 倍，估值偏高。公司的一类新药人参皂苷-Rd 是类似于血栓通的三七制剂，市场对此寄予厚望，这对估值形成了一定的支撑。另外，公司若利用超募资金进行外延式并购，业绩或能超出预期。由于公司估值偏高，股价进一步回落的可能性较大，目前给予“中性”评级。

风险提示

- 中药材价格大幅上涨的风险。
- 人参皂苷-Rd 注射液获批进程低于预期的风险。

表 5：盈利预测表

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	319	388	520	680
减：营业成本	111	140	187	238
营业税金及附加	4	5	7	9
销售费用	131	159	199	262
管理费用	35	32	40	52
财务费用	-1	-3	-3	-4
资产减值损失	0	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	39	55	90	123
加：营业外收入	6	3	3	3
减：营业外支出	1	1	1	1
利润总额	44	57	92	124
减：所得税	7	8	12	16
净利润	38	49	80	108
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	38	45	80	108
EPS（元）	0.47	0.26	0.46	0.62

资料来源：东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。