

成本压力大，寄望人参皂苷 Rd **增持**维持

目标价格：20 元

投资要点：

- 📖 扣非净利润增长 4.08%，符合预期
- 📖 全年业绩仍面临较大成本压力
- 📖 人参皂苷 Rd 注射液一旦获批将带来业绩爆发

报告摘要：

- **上半年扣非净利润增长 4.08%，符合预期。** 上半年营业收入 16,795.54 万元，同比增长 5.55%；实现利润总额 2,690.55 万元，同比增长 3.4%；实现净利润 2,319.08 万元，同比增长 4.08%。每股收益 0.13 元。公司同时披露前三季度净利润预计同比增长-5~20%。
- **全年业绩仍面临较大成本压力。** 上半年医药工业毛利率 63.74%，同比下降 4.27 个百分点，医药商业毛利率 17.5%，同比下降 5.97 个百分点。尤其是胶囊类毛利率下降 11 个百分点，主要原因是由于中药材价格上半年继续上涨，虽然目前中药材价格有所抑制，但全年压力仍较大。主线产品益心舒和脉血康销售良好，
- **人参皂苷 Rd 注射液一旦获批将带来业绩爆发。** 在 40 多种人参皂苷单体中，人参皂苷 Rd 在保护心脑血管、保护神经系统、调节免疫及清除自由基等方面作用更强。Rd 不能化学合成得到，植物药中含量又很低，主要通过生物转化获得，难度很大，因此该药的竞争门槛非常高。Rd 的适应症为急性缺血性脑卒中，竞争药品仅有“依达拉奉”，目前销售规模 7-9 亿元，因此一旦获批上市将带来业绩爆发。
- **维持“增持”评级。** 调低 2011~2013 年 EPS 为 0.23/0.28/0.34 元，对应 PE 为 55/46/36 倍，目前估值不低，但目前公司的主要看点都在人参皂苷 Rd 上面，假设人参皂苷 Rd 明年获批，保守预计明年贡献收入 2000 万，看好人参皂苷 Rd 上市后的业绩爆发，维持“增持”评级，12 个月目标价 20 元。
- **风险提示。** 人参皂苷 Rd 获批时间不确定的风险。

医药研究组
分析师：

孙伟娜 (S1180511010011)

电话：010-88085269

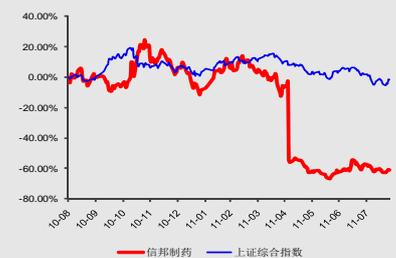
Email: sunweina@hysec.com

联系人：

吴洋

电话：010-88085967

Email: wuyang@hysec.com

市场表现

主要指标

收盘价	15.59
一年内最高/最低	50.00/13.10
总股本/ 流通 A 股 (百万股)	173.6/93.17
B 股/H 股(百万)	0.0/0.0

数据来源：Wind

相关研究

信邦制药调研报告：今年压力仍大，明年业绩将腾飞 2011.5

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	319	344	414	498
增长率	-5%	8%	20%	20%
归母净利润	38	40	49	59
增长率	-19%	7%	22%	20%
EPS (元)	0.43	0.23	0.28	0.34
PE	67	55	46	36

人参皂苷 Rd 的独特之处？

虽然目前公司的主导产品处在合理的增长趋势中，但支撑股价高估值的原因还是在于其新药人参皂苷 Rd 原料药及注射液的审批进展。通过调研了解，公司对人参皂苷 Rd 非常重视，并制定了销售额 10 亿的远大目标。我们判断人参皂苷 Rd 的批文今年年底或明年年初可以拿到，2012 年可以贡献收入 5000 万，次年翻番。人参皂苷 Rd 到底有何独特之处？我们查阅了相关资料，发现人参皂苷 Rd 确实是一类难得的心脑血管单体中药注射液：

首先，疗效极佳：人参皂苷单体有 40 多种，其中人参皂苷 Rb1、Rb2、Rc、Re 和 Rg1 占总皂苷的 80% 以上，而 Rd、Rg3、Rh2 和 Compound K 等含量很低或需要通过代谢获得，药理活性更佳，已经成为目前研究的热点。人参皂苷 Rd 相对于其他单体皂苷，在保护心脑血管、保护神经系统、调节免疫及清除自由基等方面作用更强。

其次，获得困难：人参皂苷 Rd 是人参皂苷 Rb1 在肠道内代谢的产物，目前还不能化学合成得到，植物药中含量又很低，因此目前主要通过生物转化获得，难度很大，因此该药的竞争门槛非常高。

人参皂苷 Rd 注射液申报的适应症为急性缺血性脑卒中，目前临床上主要采用药品“依达拉奉”进行治疗。依达拉奉是目前全球范围内唯一明确作用机理和靶标为治疗脑梗塞的氧自由基清除剂。依达拉奉 2002 年在日本首次上市，13 个月销售额就超过 400 亿日元；2004 年先声药业生产的依达拉奉（商品名必存）上市，当年实现收入 4600 万元，2008 年达到 6.51 亿元，4 年复合增长率 93.5%。

人参皂苷 Rd 上市后，其唯一的竞争药品就是依达拉奉，因此销售规模可以与依达拉奉进行类比。两种药物相比较，依达拉奉的副作用更加明显，其肝功能异常发生率大于 5%，还可能出现肾功能损害和皮疹。而人参皂苷 Rd 从天然药物转化而来，在副作用上面会明显优于依达拉奉。急性缺血性脑卒中是死亡率较高的一类病症，患者对药物价格高低不敏感，因此两种药物的价格对销售影响不大。

信邦在心脑血管领域深耕细作十几年，产品类型丰富，也具备推广人参皂苷 Rd 的销售能力。

因此我们估算，人参皂苷 Rd 注射液一旦获准上市，当年可实现收入 5000 万元，后续两年有望实现翻番的增长。

表 1: 财务报表预测

资产负债表					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	629	654	662	648	营业收入	319	344	414	498
应收票据	39	39	47	57	营业成本	111	130	152	180
应收账款	100	107	129	155	营业税金及附加	4	4	5	6
预付款项	54	59	66	74	销售费用	131	134	161	194
其他应收款	24	20	24	29	管理费用	35	36	43	52
存货	72	83	98	116	财务费用	-1	-3	-2	-1
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	1	1	2	3
长期股权投资	4	4	4	4	投资收益	0	0	0	0
固定资产	89	136	159	169	汇兑收益	0	0	0	0
在建工程	103	60	39	28	营业利润	39	42	52	64
工程物资	0	0	0	0	营业外收支净额	5	5	5	5
无形资产	11	13	16	18	税前利润	44	47	58	69
长期待摊费用	0	0	0	0	减: 所得税	7	7	9	10
资产总计	1126	1177	1244	1299	净利润	38	40	49	59
短期借款	135	168	198	204	减: 少数股东损益	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	38	40	49	59
应付账款	13	15	18	21	基本每股收益	0.43	0.23	0.28	0.34
预收款项	2	3	4	5	稀释每股收益	0.43	0.23	0.28	0.34
应付职工薪酬	2	2	2	2	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
应交税费	2	2	2	2	成长性				
其他应付款	9	10	11	12	营收增长率	-5.4%	8.0%	20.3%	20.4%
其他流动负债	4	4	6	7	EBIT增长率	-38.3%	4.0%	31.4%	26.0%
长期借款	0	0	0	0	净利润增长率	-19.1%	6.5%	22.3%	20.1%
负债合计	166	204	239	252	盈利性				
股东权益合计	960	974	1005	1047	销售毛利率	65.1%	62.2%	63.3%	63.9%
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E	销售净利率	11.9%	11.7%	11.9%	11.9%
净利润	38	40	49	59	ROE	3.9%	4.1%	4.9%	5.6%
折旧与摊销	7	14	16	18	ROIC	2.99%	2.97%	3.71%	4.50%
经营活动现金流	-11	34	14	17	估值倍数				
投资活动现金流	-81	-20	-20	-20	PE	35.8	67.3	55.0	45.8
融资活动现金流	638	10	14	-11	P/S	4.2	7.9	6.5	5.4
现金净变动	546	24	8	-14	P/B	1.41	2.78	2.69	2.59
期初现金余额	83	629	654	662	股息收益率	1.9%	0.6%	0.6%	1.0%
期末现金余额	629	654	662	648	EV/EBITDA	18.7	41.3	32.6	26.8

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

孙伟娜: 宏源证券研究所医药行业研究员, 清华大学工学博士, 3年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司: 贵州百灵、汉森制药、天士力、同仁堂、昆明制药、福瑞股份、片仔癀、精华制药、红日药业等。

吴洋: 宏源证券医药行业分析师, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 2年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司: 乐普医疗、新华医疗、信立泰、阳普医疗、安科生物、智飞生物、上海凯宝、山东药玻等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。