

2011年9月22日

信邦制药

人参皂苷-Rd上市前的蛰伏期

A
未有评级

002390.SZ-人民币 15.17

胡文洲, CFA*

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

信邦制药以中成药的开发、生产和销售为主营业务, 治疗领域主要集中于心脑血管和消化类疾病, 主要产品为银杏叶片、六味安消胶囊、护肝宁片、益心舒胶囊、脉血康胶囊。公司正在申报的一类新药人参皂苷-Rd有望在未来两年内获批, 将为公司的长期发展提供新的动力。同时公司尚有4亿元的超募资金尚未使用, 未来有可能通过并购进行外延式扩张。我们认为短期内公司估值偏高, 但长期发展值得期待。

要点

- 公司的益心舒胶囊、脉血康胶囊增长迅速, 银杏叶片、护肝宁片、六味安消胶囊平稳增长, 灯盏花素滴丸预计将于2012年为公司贡献业绩。
- 人参皂苷-Rd作为单体成分的中药注射剂, 代表着中药注射剂和现代中药的一个重要发展方向, 预计审批过程将会相对顺利, 有望在两年内获批上市。
- 公司销售体系完备, 销售能力较强, 有利于进一步做大做强。

主要风险

- 药品降价风险。
- 中药材价格上涨风险。

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(28)	1.4	11.5	(19.3)
相对新华富时A50指数(%)	(19)	1.4	17.4	(13.6)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	174
流通股(%)	60
流通股市值(人民币 百万)	1,576
3个月日均交易额(人民币 百万)	16
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
张观福	40.16

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*焦阳是本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万元)	337	319	366	446	551
增长率(%)	23	(5)	15	22	24
归属母公司股东净利润(百万元)	47	38	43	53	67
增长率(%)	38	(19)	14	24	26
每股收益(元)	0.269	0.217	0.247	0.306	0.386
市盈率(倍)	56.4	69.7	61.3	49.6	39.3
每股经营现金流量(元)	0.241	0.014	0.282	0.324	0.363

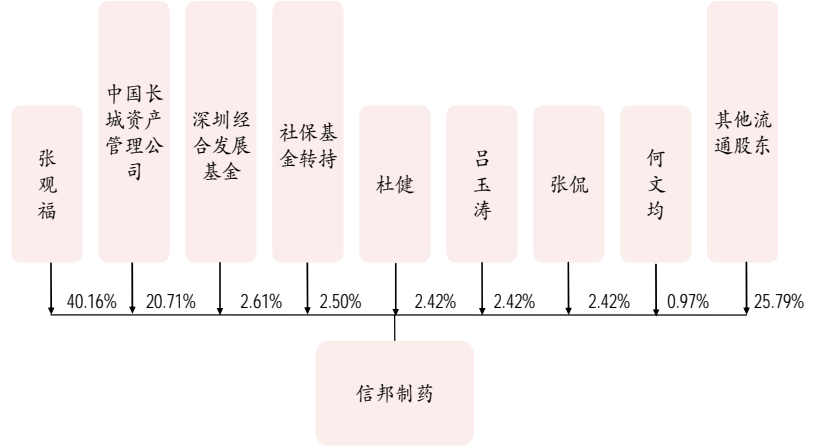
资料来源: 公司数据及中银国际研究

公司概况

信邦制药成立于2000年，于2010年4月上市，是以中成药的开发、生产和销售为主营业务的制药公司，目前拥有40多个中成药和化学药产品批号，主要产品为银杏叶片、六味安消胶囊、护肝宁片、益心舒胶囊、脉血康胶囊等5个品种。

公司的第一大股东为张观福先生，曾就职于贵州省中药研究所、贵州省医药管理局，在制药工业拥有丰富的生产、营销、研发和管理经验。

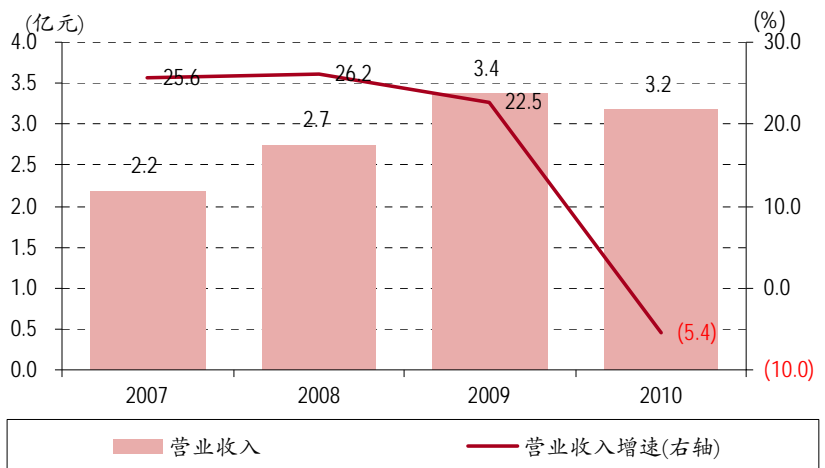
图表 2. 信邦制药的股权结构



资料来源：公司数据

2006年至2009年间，公司一直保持较为平稳的增长。2010年，由于贞芪扶正胶囊停止销售，公司营业收入出现了负增长，预计随着益心舒胶囊、脉血康胶囊等品种的快速增长，2011年以后公司将重新恢复20%以上的增长。

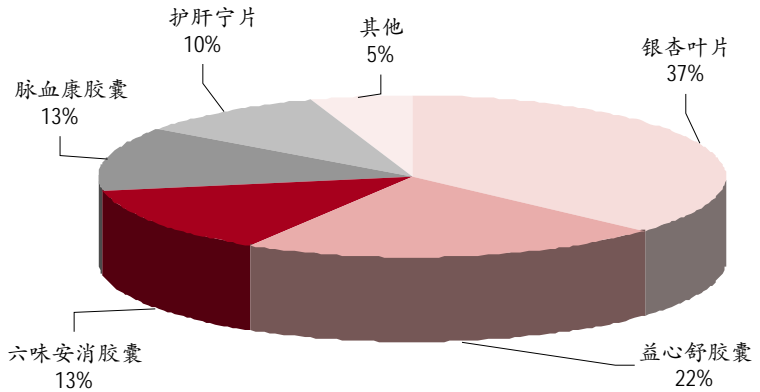
图表 3. 2007-2010年信邦制药营业收入情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

目前，银杏叶片和益心舒胶囊是公司的前两大品种，脉血康胶囊近年增长很快，有望成为公司的第三大品种。

图表 4.2010 年公司产品销售收入分布情况



资料来源：公司资料及中银国际研究估算

银杏叶片、护肝宁片平稳增长

银杏叶片是公司的第一大品种，我们估计 2010 年销售额在 1.2 亿元左右，增速在 5% 左右。银杏叶片市场竞争非常激烈，公司的银杏叶片位列全国六家优质优价产品生产厂商之一，具有一定的竞争优势。我们认为未来该产品的销售量将保持 10% 左右的增速，考虑到招标导致价格下降等因素，我们预计该产品未来 3 年销售额的增速将在 5% 左右。

护肝宁片也是公司的优质优价品种之一，2009 年以前增长一直保持在 20% 以上。2010 年由于招标价格下降等因素出现了下滑，我们估计 2010 年销售额在 3,100 万左右。考虑到护肝宁片市场竞争同样非常激烈，我们认为未来该产品的销售额将维持在目前的水平。

益心舒胶囊、脉血康胶囊增长迅速

益心舒胶囊是公司的第二大品种，属于独家剂型的医保乙类处方药，竞争对手有海南海力的益心舒颗粒和昆明赛诺的益心舒丸。由于疗效显著、价格适中、服用方便，该产品的增长较为迅速，我们估计 2010 年的销售额约为 7,000 万元，未来 3 年的增速将在 30% 左右。

脉血康胶囊是由水蛭制成的中药处方药，目前仅有重庆多普泰一家竞争对手。脉血康胶囊近年增长迅速，我们估计2010年销售额约为4,000万元，增速在50%左右。预计未来3年脉血康胶囊将继续保持40%左右的增长，2011年有望成为公司的第三大品种。

六味安消胶囊增长平稳，潜力较大

六味安消胶囊是公司的老品种，也是公司为数不多的OTC产品之一。该产品的主要竞争对手为江西银涛药业和江西博士达药业，此外还有三个其他公司生产的散剂和丸剂产品。六味安消胶囊疗效显著，市场潜力较大。不过，由于公司仅有该产品一个OTC品种，并未大力开展推广工作，广告的投入也非常少，目前基本处于自然销售的状态。我们预计该情况短期将持续，未来如公司能够补充其他OTC产品，则可能将会对OTC产品制定市场推广计划。我们认为，在目前的情况下，六位安消胶囊未来3年将保持10-15%的增长，并具有提速的可能。

灯盏花素滴丸将在2012年为公司贡献业绩

公司的灯盏花素滴丸于2011年5月获批，该药物具有活血化瘀，通络止痛的作用，用于治疗中风后遗症、冠心病、心绞痛。灯盏花素类药物的竞争较为激烈，但滴丸剂型仅有公司和南昌弘益两家。我们认为该产品能够对公司的产品线形成有益的补充，未来具有一定的潜力，预计将于2012年为公司贡献业绩。

人参皂苷-Rd 市场空间巨大，获批后将为公司成长注入强大动力

人参皂苷-Rd是一种从中药三七中提取的单体化合物，其制剂主要用于治疗急性缺血性脑卒中病。目前该药物已完成临床研究，SFDA已受理公司的药品注册申请。我们认为，虽然目前国家对中药注射剂的审批非常慎重，审批周期也较为漫长，但单体化合物技术含量和质量标准很高，是中药注射剂未来重要发展趋势，也是中药现代化取得国际认可的重要途径，预计相关政策也会支持该类中药制剂，公司产品未来获批的概率很大。我们认为，人参皂苷-Rd将在未来2年内获批，并迅速成长为公司的最大产品。

销售体系完备，有利于公司做大做强

公司目前的销售队伍约为 600 人，分为商务部门、内务部门、销售部门。其中商务部门负责商业公司的管理、相关合同的签订以及回款等工作；内务部门负责报表管理、人员服务、内勤等工作；销售部门负责产品的终端推广，包括大区总监、省级经理、区域经理，销售总管以及各级医药代表，所负责的工作包括公共关系维护、招投标管理、医院开发、终端的学术推广等。针对不同地区的市场开发状况、经济水平、办事处历史和人员配置情况，公司还设立了不同的销售队伍构架，在华东、华中等销售状况较好的地区，公司根据不同的产品线细分了销售队伍，在东北、西北等销售稍差的地区，公司则继续采用一个团队销售多种产品的模式。

我们认为，公司的销售体系建设方面有一定优势，未来如产品线得到有效扩充，销售将会迅速跟进，能够有效的保障公司做大做强。

超募资金将为公司未来发展提供帮助

公司上市后，超募资金共计 4.65 亿元，目前使用 6,500 万元永久补充流动资金，尚有 4 亿元未使用。我们认为，贵州省中药资源丰富，公司未来使用超募资金开展并购或合作开发购买新品种的可能性较大，预计公司将重点关注独家品种或独家剂型品种，以便于市场的开拓。

风险因素

药品降价风险：我们认为未来如国家下调中药类产品最高零售限价，公司可能受到负面影响；同时，公司的主要品种皆为非独家品种，面对着一一定的竞争，在招标过程中可能会受到降价影响。

中药材价格上涨风险：公司的主要产品皆为中成药，作为原料的人参、丹参、五味子等中药材价格上涨将侵蚀公司盈利情况。

初步结论

公司在经历了2010年贞芪扶正胶囊停售的阵痛后，目前的发展已回归正轨。2011年上半年，公司主营业务收入为1.68亿元，同比增长5.6%，净利润达到0.23亿元，同比增长4.1%。由于品种结构调整的原因，公司的毛利率下降了4.4个百分点，但销售费用率和管理费用率分别下降2.3个百分点和0.8个百分点显示了公司管理水平的逐步提高。我们认为，在老品种银杏叶片、护肝宁片、六味安消胶囊稳定增长的基础上，益心舒胶囊、脉血康胶囊的快速增长以及灯盏花素滴丸的获批将是公司近期成长的动力。长期来看，公司的潜力在于正在报批的新品种人参皂苷-Rd，我们认为人参皂苷-Rd在两年内获批的可能性很大，公司在生产、销售方面的准备也非常充分，预计人参皂苷-Rd将在获批上市后迅速放量。公司目前估值偏高，正处于人参皂苷-Rd上市前的蛰伏期，建议积极跟踪人参皂苷-Rd的报批情况。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371