

## 新股申购策略与新股上市定位

资料来源：世纪天相联盟

2010年04月02日

主办：经纪业务总部

世纪证券：www.cscoco.com.cn

电话：0755-83199599-8151

### 【风险提示】

风险提示：尊敬的投资者：我们郑重提醒您理性看待市场，没有只涨不跌的市场，也没有包赚不赔的投资，投资者应理解并始终牢记“买者自负”的原则与“股市有风险，入市须谨慎”的投资准则，防止不顾一切、盲目投资的非理性行为。理性管理个人财富，安全第一。切勿冒险投资，请切记风险！

### 主要内容：

- 申购指南
- 新股定价
- 附件：信邦制药新股分析

### 【申购指南】

<b>新股名称</b>		<b>信邦制药</b>
股票代码及申购代码		002390
发行后总股本（万股）		8680
发行股份数量（万股）		2170
网下发行（万股）		434
网上发行（万股）		1736
发行价格（元）		33.00
发行市盈率（倍）		47.14
发行性质（首发/增发/配股）		首发
公司所属行业		中药
<b>新股名称</b>		<b>信邦制药</b>
公司所处地区		贵阳市
网上	网上申购日期	2010.4.6
申购	网上中签率公告	2010.4.8

【免责声明】《世纪理财》之所有观点仅供参考，不作为投资依据。本公司不承担任何据此产生的后果。如有任何意见或建议，请电邮 [gaomy@cscoco.com.cn](mailto:gaomy@cscoco.com.cn)。

	网上中签结果公告	2010.4.9
	网上资金解冻	2010.4.9
网下 申购	网下申购日期	2010.4.6
	网下配售结果公告	2010.4.8
	网下资金退还	2010.4.9

## 【新股定价】

### 附件：信邦制药新股分析报告

#### 一、公司介绍

贵州信邦制药股份有限公司位于贵阳市白云经济开发区,前身为贵州信邦制药有限责任公司,成立于1995年1月27日,于2000年2月2日设立股份公司。发行前公司总股本为6510万股,此次拟向社会公开发行人民币普通股2170万股,占发行后总股本的25%,其中网下发行不超过434万股,即此次最终发行数量的20%,网上发行数量为此次发行最终发行数量减去网下最终发行数量。发行后总股本为8680万股,全部为流通股,控股股东及实际控制人为公司董事长兼总经理张观福。张观福持有公司3486万股股份,占本次发行前总股本的53.55%,曾就职于贵州省中药研究所、贵州省医药管理局。

公司主要从事纯天然植物类中成药的研发、生产和销售,产品主要集中在心脑血管类、消化类两大系列,有国药准字品种44个、国家医保目录品种24个、国家中药保护品种4个、优质优价产品4个、独家品种2个,主要产品有银杏叶片、六味安消胶囊、护肝宁片、益心舒胶囊、参芪扶正胶囊等,其中参芪扶正胶囊自2009年起暂停生产。

公司在研的国家一类新药人参皂苷-Rd是一种单体化合物,其制剂主要用于治疗急性缺血性脑卒中病,目前已经完成I期、II期、III期临床试验研究,公司近期正在积极筹备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。

#### 二、公司竞争优势

从行业竞争者情况的分析来看,我们总结出公司的核心竞争优势。

##### 优势之一：药材资源优势

贵州湿润多雨,山区为立体性气候,适宜中药材生长。在全国统一普查的363个重点品种中,

贵州有326种，占89.8%。其中有地道药材如天麻、杜仲、吴茱萸、三七、银杏、茯苓、石斛、半夏、何首乌等数十种，总蕴藏量为6500万吨，人均拥有1.9吨。贵州丰富的中药材资源为公司提原材料保障，确保了中药材的稳定供应。

### 优势之二：优质优价产品优势

从2007年开始，国家在药品招标政策的制定上，对列为优质优价的中成药采取了价格保护政策，将其等同为专利药品，在招标过程中给予特殊地位和特殊定价权，实施分类管理。优质优价药品今后降价的风险较小，同时竞争对手则由于招标门槛的提高而失去部分销售市场。2007年优质优价政策使公司的主导产品摆脱了低价竞争的恶性循环，提升了公司产品的市场竞争地位，保证了公司营业收入和盈利能力的持续增长。公司优质优价产品见下表。

图表 公司优质优价产品情况

产品	优质优价说明
银杏叶片	全国共六家
六味安消胶囊	全国独家
贞芪扶正胶囊	全国独家
护肝宁片	全国独家

来源：招股说明书 天相投顾整理

### 优势之三：专业的营销团队

公司经过多年培育、筛选后拥有了一支400多人的专业化、职业化营销队伍。公司持续对营销人员进行包括公司管理、文化及产品疗效、安全性、临床表现以及药品推广技能的培训。公司还与北京大学光华管理学院签订长期培训合同，对公司业务骨干进行职业化培训。营销团队对公司企业文化具有较深的理解和认同，对公司长远发展充满信心和希望，具有较高的忠诚度。

## 三、募投资金项目概况

公司此次募集资金运用于固体制剂GMP生产线建设、植物提取物GMP生产线建设工程和药物制剂中试生产基地建设三个项目，项目投资总额1.96亿元，具体资金运用情况如下。

图表 募投项目情况

序号	项目名称	投资额 (万元)	建设期
1	固体制剂GMP生产线建设项目	9,600	18个月
2	植物提取物GMP生产线建设工程项目	6,500	18个月
3	药物制剂中试生产基地建设项目	3,500	12个月
	合计	19,600	

**【免责声明】**《世纪理财》之所有观点仅供参考，不作为投资依据。本公司不承担任何据此产生的后果。如有任何意见或建议，请电邮 [gaomy@csc.com.cn](mailto:gaomy@csc.com.cn)。

来源：招股说明书 天相投顾整理

**固体制剂GMP生产线项目。**截至2008年底公司现有固体制剂生产线已经满负荷生产，自2008年12月31日起，公司暂停贞芪扶正胶囊的生产，但益心舒胶囊产品的快速增长预计产能不足的压力仍得不到缓解。2009年公司又有5个新药研发成功，已正式取得生产批件，其中包括花芪胶囊、益心舒片等预期市场前景较好品种，2009年产销规模又进一步快速增长，虽然目前经过技改、挖潜等方式产能利用率得到进一步的释放，但空间有限，预期产能不足的压力将会进一步加大。鉴于公司现有产能已经饱和，不能满足产品市场销售的增长，公司需通过新建固体制剂GMP生产线才能缓解产能不足的矛盾，保证公司经营的持续增长能力，公司拟建设年生产片剂2亿、胶囊剂3亿粒、颗粒剂5,000万袋生产能力固体制剂GMP车间项目，合计产能能达到生产片剂3.7亿片、胶囊剂4.55亿粒、颗粒剂6,800万袋，预计可满足未来5年的生产需要。

此次募集项目实施后，公司产能将在现在的片剂2.2亿片、胶囊剂2.02亿粒、颗粒剂1800万袋的基础上，新增片剂2亿片、胶囊剂3亿粒、颗粒剂5000万袋的产能。新增产能如下表。（由于贞芪扶正胶囊暂停生产，其“新增产能”转入其他胶囊“新增产能”，其“目前产能”转入其他胶囊“项目达产后产能”）

图表 2008年公司主要产品新增产能情况

生产线	产品	目前产能	新增产能	项目达产后产能
片剂（万片）	银杏叶片	12,000.00	5,000.00	17,000.00
	护肝宁片	10,000.00	15,000.00	25,000.00
	合计	22,000.00	20,000.00	42,000.00
胶囊剂（万粒）	六味安消胶囊	9,000.00	15,000.00	24,000.00
	贞芪扶正胶囊	4,000.00	0	0.00
	益心舒胶囊	4,500.00	5,000.00	9,500.00
	其他	2,650.00	10,000.00	16,650.00
	合计	20,150.00	30,000.00	50,150.00
颗粒剂（万袋）		1,800.00	5,000.00	6,800.00

来源：招股说明书 天相投顾整理

**新建植物提取物项目。**该项目属于公司药品生产过程中的配套项目，主要是为满足公司药品生产的需要，解决公司现有产能的严重不足。项目是利用三七、银杏叶、何首乌等中药材，采用动态热回流提取浓缩、膜分离技术、柱色谱分离技术等工艺技术，主要产品包括人参皂苷-Rd、银杏叶提取物等植物提取物，并为公司生产人参皂苷-Rd注射剂、银杏叶片、护肝宁片、益心舒胶囊、脑力康胶囊、尿感宁颗粒等中成药产品提供原料提取物。新建植物提取物该项目拟依托贵州丰富的中药材资源，投资6,500万元建设植物提取物GMP标准生产线。项目建成后将达到年处理中药材约6,500吨。

公司现有的中药提取车间设计产能年处理中药材700吨，可生产植物提取物110吨，平均收率为15.75%（收率=植物提取物产量/需处理中药材量）。投建中药提取车间时，公司尚不能掌握银杏

**【免责声明】**《世纪理财》之所有观点仅供参考，不作为投资依据。本公司不承担任何据此产生的后果。如有任何意见或建议，请电邮 [gaomy@csc.com.cn](mailto:gaomy@csc.com.cn)。

叶提取物即银杏浸膏的提取技术，在设计产能时没有考虑银杏叶提取物，生产所需银杏浸膏全部依赖外购或委托加工。随着中药提取技术的日益成熟和突破，公司有能力和直接生产所需的各种植物提取物，包括银杏浸膏、人参皂苷提取物等。然而，随着公司产销规模的持续扩大，中药提取车间的产能凸显不足，尽管公司不断通过技改、新技术以及添加新设备等方式将年处理中药材的产能实际扩大到了1,180吨，2008年折合处理中药材量980多吨，银杏叶提取物10.69吨需全部外购，如果银杏叶提取物全部自己提取，产能缺口65%。根据公司2009年生产预算预计年需要各种植物提取物175.33吨，合计折合处理中药材量2,113吨，中药提取产能缺口近79%。

此次募投项目固体制剂GMP生产线投产，公司各种产品产能将增加2倍以上；如果近期一类新药人参皂苷—Rd研发成功并投产后，将进一步增加对所需植物提取物的需求。为保障产品的生产，在进一步扩大产品产能的同时，必须相应扩大所需半成品植物提取物的生产能力。

图表 2008、2009中药提取车间实际产能利用情况

产品	2008年耗用量	自产	外购	2008年实际处理	2009年耗用量	2009年实际处理
银杏叶提取物	10.69		10.69		9.36	
益心舒胶囊提取物	18.38	18.38		122.53	32.12	178.44
六味安消胶囊药粉	52.31	52.31		65.39	42.01	52.51
贞芪扶正胶囊提取物	15.28	15.28		138.91	0.00	0.00
护肝宁片提取物	30.54	30.54		381.75	34.97	437.14
其他	24.68	24.68		274.20	31.90	354.44
合计	151.88	141.19	10.69	982.78	150.36	1022.53

来源：招股说明书 天相投顾整理

此次募投项目投产后将新增年中药材处理能力6,500吨，同固体制剂GMP生产线建设项目相配套，能够保证新增产能的正常生产。新建植物提取物GMP车间建设项目的产品主要为人参皂苷—Rd原料药、银杏叶提取物、六味安消胶囊药粉、益心舒提取物等中药材的提取物。这些提取物主要供应本公司人参皂苷—Rd注射液、银杏叶片、六味安消胶囊等品种生产使用。故该项目的实施是公司现在及将来主要品种生产的重要基础。另外，该项目的实施将降低公司主要生产产品的生产成本，有助于提高中药材的提取效率和植物提取物的有效成分。

**药物制剂中试生产基地建设项目。**我国的中药、民族药资源十分丰富，中药、民族药产业发展很快，然而由于现代科学技术与传统中药产业有机结合不够，造成了中药资源的浪费、匮乏和质量不稳定，制药技术与装备落后，缺乏“大企业”、“大品种”，企业创新能力弱等问题，因此，只有加速中药高技术产业工程化研究的进程，才能使传统中药产业整体提升为现代中药产业。

建设符合SFDA标准的中试车间，定位为集新药研发、中药二次开发、仿创结合于一体的新型释药系统及其新剂型研究与中试平台。本项目的建设将促进公司新产品的开发，提高研发水平，加快研究成果的转化，为新产品的工业化生产，新技术、新工艺的应用，提高产品质量提供更可靠的保证。

**【免责声明】**《世纪理财》之所有观点仅供参考，不作为投资依据。本公司不承担任何据此产生的后果。如有任何意见或建议，请电邮 [gaomy@csc.com.cn](mailto:gaomy@csc.com.cn)。

## 四、 盈利预测

盈利预测基于以下假设：

1) 分项业务收入预测如下图所示。

图表 信邦制药分项业务收入预测（单位：万元）

		2008A	2009A	2010E	2011E
银杏叶片	收入	10,173.51	11,930.56	13,720.14	15,778.17
	增速	28.52%	17.27%	15.00%	15.00%
	毛利率	81.62%	82.20%	82.50%	82.00%
	成本	1,870.14	2,123.89	2,401.03	2,840.07
六味安消胶囊	收入	3,478.12	4,254.71	5,190.75	6,228.90
	增速	-19.20%	22.33%	22.00%	20.00%
	毛利率	85.72%	84.44%	85.00%	86.00%
	成本	496.6	661.87	778.61	872.05
护肝宁片	收入	3,081.74	3,823.13	4,587.76	5,505.31
	增速	41.88%	24.06%	20.00%	20.00%
	毛利率	65.44%	58.64%	60.00%	60.00%
	成本	1,064.93	1,581.12	1,835.10	2,202.12
贞芪扶正胶囊	收入	3,003.69	2,997.25	0.00	0.00
	增速	34.47%	-0.21%	0.00%	0.00%
	毛利率	55.90%	59.09%	0.00%	0.00%
	成本	1,324.61	1,226.05	0.00	0.00
益心舒胶囊	收入	3,774.75	5,623.59	8,435.39	11,809.54
	增速	85.16%	48.98%	50.00%	40.00%
	毛利率	63.58%	62.85%	65.00%	65.00%
	成本	1,374.90	2,089.17	2,952.38	4,133.34
人参皂苷-Rd	收入	—	—	—	2,000.00
	增速	—	—	—	—
	毛利率	—	—	—	70.00%
	成本	—	—	—	600.00
其他产品	收入	3,962.53	5,039.33	6,299.16	7,873.95
	增速	27.40%	27.17%	25.00%	25.00%
	毛利率	39.24%	47.25%	46.00%	46.00%
	成本	2,407.64	2,658.30	3,401.55	4,251.93
营业收入总计	收入	27,474.34	33,668.57	38,233.19	49,195.86
	增速	26.17%	22.55%	13.56%	28.67%
	毛利率	68.92%	69.29%	70.26%	69.71%
	成本	8,538.82	10,340.40	11,368.67	14,899.51

资料来源：招股说明书 天相投顾

2) 由于公司2010年继续加大营销力度，加快营销网络建设，通过加大网络密度、巩固现有客户，大力开发中小城市、农村及OTC市场，营销投入有所上升，2011年投入增速有所减缓，预计

【免责声明】《世纪理财》之所有观点仅供参考，不作为投资依据。本公司不承担任何据此产生的后果。如有任何意见或建议，请电邮 [gaomy@csc.com.cn](mailto:gaomy@csc.com.cn)。

2010-2011年销售费用率为42.48%、42.06%；管理费用率随着公司规模扩大有所增加；随着公司募集资金的到位，未来财务费用将大幅下降。我们预计，2010-2011年期间费用率分别为50.94%、50.60%。

3) 2008年12月科学技术部火炬高技术产业开发中心下文《关于贵州省2008年第一批高新技术企业备案申请的回复》，公司被认定为高新技术企业，所得税税率自2010年-2011年三年减按15%征收，本盈利预测假设未来两年实际税赋比率为15%。

4) EPS全部按照发行后总股本8680万股计算。

图表 信邦制药盈利预测（单位：万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E
主营业务收入	21,775.36	27,474.34	33,668.57	38,233.19	49,195.86
增长率	25.63%	26.17%	22.55%	13.56%	28.67%
减：主营业务成本	7,663.53	24,182.47	10,340.40	11,368.67	14,899.51
增长率	26.17%	215.55%	-57.24%	9.94%	31.06%
主营业务税金及附加	223.76	280.17	368.49	389.88	501.68
资产减值损失	20.41	(30.73)	338.53	300.00	300.00
减：营业费用	8,517.11	12,084.74	14,023.48	16,243.21	20,691.65
管理费用	1,552.76	2,390.73	2,702.19	3,160.60	4,107.51
财务费用	920.28	918.76	625.62	71.04	92.33
期间费用率	50.47%	56.03%	51.54%	50.94%	50.60%
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	55.59	0.00	0.00
营业利润	2,807.50	3,291.87	5,325.48	6,699.79	8,603.19
加：营业外收入	659.67	587.70	120.17	500.00	500.00
减：营业外支出	25.77	21.16	26.69	20.00	20.00
利润总额	3,441.40	3,858.41	5,418.96	7,179.79	9,083.19
减：所得税	450.27	497.04	777.33	1,076.97	1,362.48
少数股东损益	(12.76)	(22.65)	(27.33)	0.00	0.00
净利润	2,991.12	3,361.37	4,668.95	6,102.82	7,720.71
增长率	77.89%	12.38%	38.90%	30.71%	26.51%
净利润率	13.74%	12.23%	13.87%	15.96%	15.69%
<b>每股收益（元）</b>	<b>0.34</b>	<b>0.39</b>	<b>0.54</b>	<b>0.70</b>	<b>0.89</b>

资料来源：招股说明书 天相投顾

我们选取与公司具有可比性的5家上市公司（3家中小板公司和业务较为相近的两家主板公司），以2010年3月31日的收盘价进行动态市盈率比较，2010年可比公司平均动态市盈率为41倍。

图表 同类上市公司估值指标比较

【免责声明】《世纪理财》之所有观点仅供参考，不作为投资依据。本公司不承担任何据此产生的后果。如有任何意见或建议，请电邮 [gaomy@csc.com.cn](mailto:gaomy@csc.com.cn)。

公司代码	公司简称	股价(元)		EPS			PE			
		2010-3-31	2008A	2009A/E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
002349	精华制药	14.6	0.33	0.41	0.52	0.62	44	36	28	24
002275	桂林三金	27.08	0.67	0.72	0.80	0.99	40	38	34	27
002118	紫鑫药业	22.43	0.44	0.50	0.52	0.56	51	45	43	40
600750	江中药业	32.6	0.44	0.68	0.64	0.77	74	48	51	42
600557	康缘药业	29.6	0.53	0.52	0.62	0.76	56	57	48	39
平均值			0.48	0.57	0.62	0.74	53	45	41	34

资料来源：公司公告 天相投顾

公司主要产品处于中成药行业，传统品种银杏叶片为心脑血管用药，已进入基本药物目录，优质优价品种，能有效防治冠心病心绞痛，防治缺血性脑血管疾病，且日服用成本较低；邦消安牌六味安消胶囊是国家基本药物目录品种，国家独家优质优价产品，在大中型城市具有绝对的竞争优势；护肝宁片能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，为基本药物目录品种，独家优质优价品种，凭借其价格优势，在同类产品中市场占有率第一；益心舒胶囊是国内独家品种，国家基本药物目录品种，毛利率达60%，盈利能力强，预计到2011年益心舒胶囊收入将突破亿元大关；国家一类新药人参皂苷-Rd注射液将成为公司新的利润增长点。公司以生产特色和独家产品为主，相比普通的仿制药企业，信邦制药可以享有一定的估值溢价，在产能瓶颈突破、新药陆续完成市场导入、营销力量扩张后，公司业绩的迅速成长将使短期的估值压力逐渐释放。我们给予公司35-40倍的市盈率，以2010年EPS0.70元计算，其对应的合理价格为24.50-28.00元。

## 五、 风险提示

投资者应注意以下方面的风险：

一、新产品研发的风险。医药行业新产品研发周期长、投资高、风险较大。公司正在研发的产品有11种，对公司未来的生产经营活动具有较大影响，公司在面临较大发展机遇的同时，也存在新产品研发能否成功的不确定性风险。截至2009年12月31日，公司各项新产品开发预付款款3,794.54万元，占当期末归属于母公司所有者权益的14.99%，如果新产品研发全部未能转化成研究成果，将对公司造成较大损失。

二、药品限价的风险。政府对药品限价主要以化学药产品为主，但自2005年10月份起对部分中药产品也开始限价，中成药共降价6次。公司部分主导产品受优质优价政策的保护，短期内不会因降价而影响利润，但随着医疗体制改革的深入，不排除存在国家继续扩大降价药品范围的可能性，从而影响医药生产企业的盈利能力，公司也存在受国家药品限价政策调整而影响利润的风险。

【免责声明】《世纪理财》之所有观点仅供参考，不作为投资依据。本公司不承担任何据此产生的后果。如有任何意见或建议，请电邮 [gaomy@csc.com.cn](mailto:gaomy@csc.com.cn)。