

化学制剂

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

6-12个月目标价: 45.00元

当前股价: 34.00元

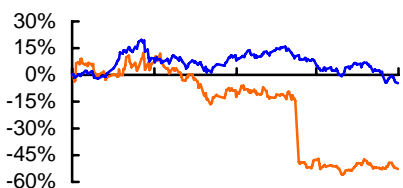
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2515.86
总股本(百万)	363
流通股本(百万)	91
流通市值(亿)	31
EPS (TTM)	1.03
每股净资产(元)	5.14
资产负债率	14.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
信立泰	-5.95	-9.57	-12.87
上证综合指数	-9.20	-11.99	-11.89



2010/8 2010/11 2011/2 2011/5

— 信立泰 — 上证综合指数

相关报告

《信立泰-心血管制剂是公司未来增长的主要推动力》2010-8-3

《信立泰-重磅品种氯吡格雷推动公司增长超预期》2010-3-15

《信立泰-高成长支撑高估值》2009-10-22

信立泰

002294

推荐

原料药影响当期利润，中长期投资价值仍然具备

信立泰今日公布半年报，收入 7.18 亿，增长 9.45%，归属于母公司净利润 1.96 亿，增长 10.36%，EPS0.54 元。制剂产品保持良好增长，但原料药收入和毛利均有下降影响当期利润。

投资要点:

■ **氯吡格雷拉动制剂业务快速增长。**制剂产品收入增长 33.10%，毛利率提升 4.34%，主要原因是氯吡格雷增速仍然可观，我们预计全年保持 40% 以上的增速不是难事。目前仍没有竞争品获批。

■ **原料药业务下滑影响上半年利润，但我们预计下半年有望有所好转:**

✓ 原料药产品收入降低 22.47%，毛利率下降近 15.91%，主要原因有 1、整个抗生素原料药价格上半年处于下滑状况，上游中间体 7-ACA 价格剧烈波动影响公司成本和下游产品价格；2、抗生素限用政策导致下游制剂客户购买产品积极性减弱；3、部分客户开始自产原料药。4、3 月 7 日发改委降头孢吡肟和头孢米诺的价格对公司原料药和制剂均有一定程度的影响。

✓ 7-ACA 目前价格 500 元，大部分生产企业处于亏损状况，随着秋冬抗生素需求旺季到来，预计价格将有所上涨；头孢制剂价格调整的负面因素已落实，原料药提货动力有所上升，未来头孢原料业务将逐步回暖。同时，由于 2010 年 2 季度以后原料药基数逐渐降低（上半年 2.8 亿、下半年 2.13 亿），11 年下半年的情况有望有所好转。

■ **后续产品众多，我们看好公司的选择品种能力和专业推广能力。**

✓ 3.1 类新药比伐卢定已进入“审批完毕，已发批件”，正在等待国药准字。该药原研厂商未进入中国，其他仿制药企如豪森、万乐还在临床，未申报生产批件。我们的草根调研认为比伐卢定用于术中抗凝，与肝素相比具有出血风险小、用于高危患者时死亡率较低等优点，其价格远高于肝素，凭借信立泰成熟的学术推广队伍快速上量不是难事，并可享受至少两年的独家生产的美好时光。

✓ 抗感染专利药头孢呋辛钠舒巴坦钠、心血管支架正在进行临床研发；

■ **作为优质的化学药企业，公司短期受抗生素影响增长缓慢，但后续新品众多，比伐卢定的获批有望成为另一增长点。我们认为公司具备中长期的投资价值，预测公司 11-13 年的 EPS 为 1.18、1.56、2.08，推荐评级。风险提示:新品获批时间难以准确预测。**

主要财务指标

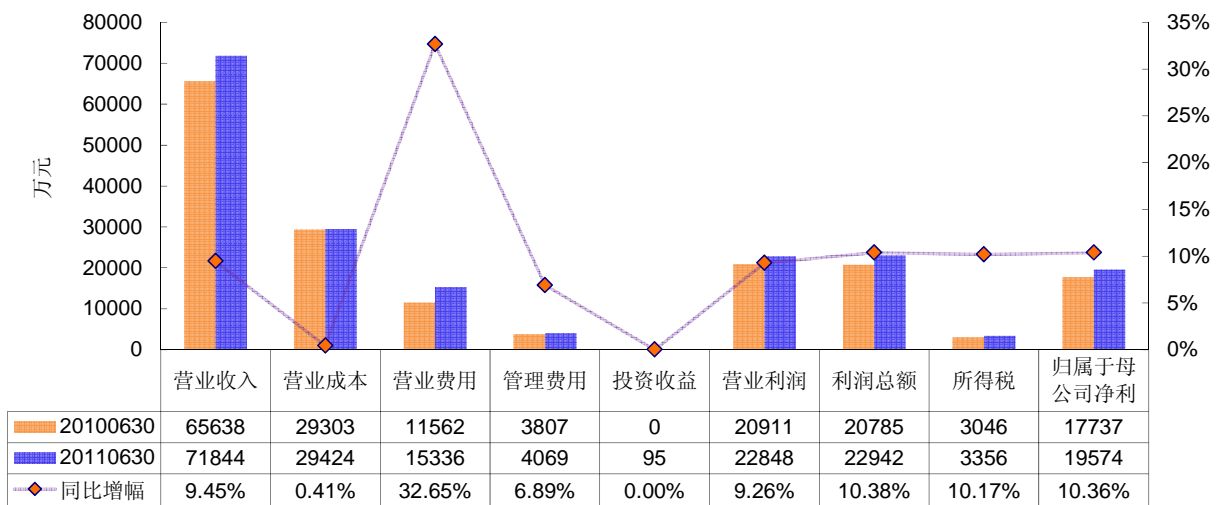
单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1298	1762	2380	3236
同比(%)	53%	36%	35%	36%
归属母公司净利润(百万元)	355	429	566	755
同比(%)	65%	21%	32%	33%
毛利率(%)	57.2%	53.8%	53.5%	53.2%
ROE(%)	19.1%	19.9%	22.0%	24.1%
每股收益(元)	0.98	1.18	1.56	2.08
P/E	34.75	28.77	21.81	16.35
P/B	6.63	5.73	4.80	3.95
EV/EBITDA	28	22	16	12

资料来源: 中投证券研究所

一、利润增速受抗生素原料药影响回落

信立泰公布半年报,收入 7.18 亿,增长 9.45%,归属于母公司净利润 1.96 亿,增长 10.36%,EPS0.54 元。制剂产品保持良好增长,但原料药收入和毛利均有下降影响当期利润。营业费用率的上升也与原料药收入下降有关。

图 1 信立泰主要盈利性指标变化情况



数据来源：公司半年报，中投证券研究所

制剂产品收入增长 33.10%，毛利率提升 4.34%，主要原因是氯吡格雷增速仍然可观，我们预计全年保持 40% 以上的增速不是难事。

原料药产品收入降低 22.47%，毛利率下降近 15.91%，主要原因是以下四点：1、整个抗生素原料药价格上半年处于下滑状况，上游中间体 7-ACA 价格剧烈波动影响公司成本和下游产品价格；2、抗生素限用政策导致下游制剂客户购买产品积极性减弱；3、部分客户开始自产原料药。4、3 月 7 日发改委降头孢吡肟和头孢米诺的价格对公司原料药和制剂均有一定程度的影响。我们认为，7-ACA 目前价格 500 元，大部分生产企业处于亏损状况，随着秋冬抗生素需求旺季到来，预计价格将有所上涨；头孢制剂价格调整的负面预期已落实，原料药提货动力有所上升，未来公司头孢原料业务将逐步回暖。同时，由于 2010 年 2 季度以后原料药基数逐渐降低（上半年 2.8 亿、下半年 2.13 亿），11 年下半年的情况有望有所好转。

分季度来看，1、2 季度公司分别实现净利润 1.06 亿、9007 万，2 季度同比无增长，环比减少 15%。

表 1：信立泰的季度盈利性数据

财务指标	10年 1Q	10年 2Q	10年 3Q	10年 4Q	11年 1Q	11年 2Q	2Q 同比	2Q 环比
营业总收入	32371	33267	30957	33181	36255	35589	6.98%	-1.84%
营业成本	15187	14116	13220	13036	15269	14155	0.28%	-7.30%
营业费用	5613	5949	6646	7431	6499	8837	48.54%	35.96%
管理费用	1195	2612	2101	2788	2027	2042	-21.82%	0.71%
财务费用	-90	-262	-120	-1809	-452	-206	-21.62%	-54.50%
营业利润	10198	10712	9031	11330	12321	10527	-1.73%	-14.56%
利润总额	10303	10481	9059	11705	12375	10567	0.81%	-14.61%
所得税	1544	1502	1367	1585	1800	1555	3.56%	-13.62%
归属于母公司净利	8769	8968	7686	10109	10567	9007	0.44%	-14.77%
EPS	0.24	0.25	0.21	0.28	0.29	0.25	0.00	-0.04
毛利率(%)	53.1	57.6	57.3	60.7	57.9	60.2	2.66	0.04
营业费用率(%)	17.3	17.9	21.5	22.4	17.9	24.8	6.95	0.38
管理费用率(%)	3.7	7.9	6.8	8.4	5.6	5.7	-2.11	0.03
财务费用率(%)	-0.3	-0.8	-0.4	-5.5	-1.3	-0.6	0.21	-0.54
销售净利润率(%)	27.1	27.0	24.8	30.5	29.2	25.3	-1.65	-0.13

资料来源：信立泰历年报表、中投证券研究所，单位为万元，EPS 和比率同比环比值为直接相减 * EPS 按最新股本摊薄

二、后续产品众多使得公司具备中长期投资价值

值

公司在心血管、降压、调血脂、高端抗生素等领域持续不断投入研发，我们看好公司的选择品种能力，其3.1类的新药比伐卢定已进入“审批完毕，已发批件”状态，正在等待国药准字号。该药原研厂商未进入中国，其他仿制药企如豪森、万乐等还在临床阶段，未申报生产批件。我们曾进行过草根调研，比伐卢定用于术中抗凝，与肝素相比具有出血风险小、用于高危患者时死亡率较低等优点，其价格远高于肝素，凭借信立泰成熟的学术推广队伍快速上量不是难事，并可享受至少两年的独家生产的美好时光。同时，抗感染专利药头孢唑辛钠舒巴坦钠正在进行临床研发；心血管支架也要开始大规模临床。

我们认为信立泰作为优质的化学药企业，虽然短期受抗生素影响增长缓慢，但后续新品众多，比伐卢定的获批有望成为公司的另一增长点。我们认为公司仍然具备长期投资价值，预测公司 11-13 年的 EPS 为 1.18、1.56、2.08，推荐评级。

表 2 信立泰在研新药情况

在研新药一：比伐卢定			
产品	产品一	竞争品（外资）	竞争品（国产）
通用名	比伐卢定	比伐卢定	肝素
生产厂家	信立泰	MedicinesCompany	千红生化、徐州万邦等多家
研究进展	等待生产批件，预计 11 年上市	已上市	已上市多年
2010 年样本医院销售金额(万)	原研厂商暂无销售，豪森、万乐等在临床实验阶段		8000 万
原研药销售额	4.4 亿美元（因只在美国销售）		
主要适应症	与阿斯匹林连用，在不稳定型心绞痛的冠脉血管成形术中做抗凝药，预防局部缺血性并发症		抗凝血
其他	PCI 手术中临床实验与肝素对照		

资料来源:各公司财报、药品审评中心网站、药品说明书、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1751	2037	2495	3120	营业收入	1298	1762	2380	3236
现金	1006	1120	1200	1329	营业成本	556	814	1107	1515
应收账款	316	394	553	755	营业税金及附加	1	2	2	3
其它应收款	7	21	19	27	营业费用	256	348	470	639
预付账款	25	86	124	132	管理费用	87	109	150	206
存货	225	323	444	608	财务费用	-23	-16	-17	-19
其他	173	94	156	269	资产减值损失	8	4	5	6
非流动资产	424	441	498	589	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	204	319	417	528	营业利润	413	502	663	886
无形资产	37	36	35	35	营业外收入	4	4	4	4
其他	183	86	46	26	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2175	2478	2993	3709	利润总额	415	505	666	889
流动负债	293	320	419	578	所得税	60	76	100	133
短期借款	0	0	0	0	净利润	356	429	566	755
应付账款	70	115	150	203	少数股东损益	0	0	0	0
其他	223	205	269	375	归属母公司净利润	355	429	566	755
非流动负债	17	0	0	0	EBITDA	410	515	689	926
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.98	1.18	1.56	2.08
其他	17	0	0	0					
负债合计	309	320	419	578	主要财务比率				
少数股东权益	2	2	2	2	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	227	363	363	363	成长能力				
资本公积	1001	865	865	865	营业收入	52.8%	35.8%	35.1%	35.9%
留存收益	635	928	1344	1902	营业利润	68.0%	21.6%	32.2%	33.5%
归属母公司股东权益	1863	2156	2572	3129	归属于母公司净利润	64.7%	20.8%	32.0%	33.4%
负债和股东权益	2175	2478	2993	3709	获利能力				
					毛利率	57.2%	53.8%	53.5%	53.2%
					净利率	27.4%	24.4%	23.8%	23.3%
					ROE	19.1%	19.9%	22.0%	24.1%
					ROIC	38.7%	40.0%	40.1%	41.0%
					偿债能力				
					资产负债率	14.2%	12.9%	14.0%	15.6%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.98	6.37	5.96	5.40
					速动比率	5.21	5.36	4.90	4.35
					营运能力				
					总资产周转率	0.66	0.76	0.87	0.97
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	9.07	8.82	8.37	8.59
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.98	1.18	1.56	2.08
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.76	0.86	1.26
					每股净资产(最新摊薄)	5.13	5.94	7.08	8.62
					估值比率				
					P/E	34.75	28.77	21.81	16.35
					P/B	6.63	5.73	4.80	3.95
					EV/EBITDA	28	22	16	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30% 以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10% 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10% 以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5% 以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉: 2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第 2 名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名; 2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。2010 年财经风云榜最佳证券分析师 (医药行业唯一一个)。

中投医药团队成员:

- 周锐,** 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;
余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;
余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;
江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药行业及医药流通研究;
王威, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究;

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434