

信立泰 (002294): 业绩和预期一致

行业分类: 医药

2012. 03. 20

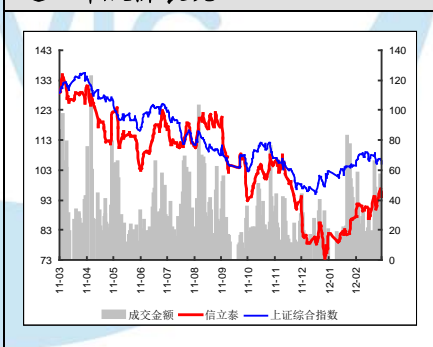
研究员: 张绍坤
 (执业证书编号: S0640511010008)
 联系人: 刁志学, 沈文文
 电话: 0755-83520492、83688575
 Email: diaozhixue@163.com

6 个月目标价	34.75
当前股价	28.98
投资评级	买入

基础数据

上证指数	2376.84
总股本 (亿)	3.63
流通 A 股 (亿)	0.91
流通 A 股市值 (亿)	26.43
总市值 (亿)	105.26
ROE	20.52%
资产负债率	12.70%
动态市盈率	20.85
动态市净率	4.94

近一年股价表现



事件回顾:

2011 年的年报显示, 公司年度营业收入 147,488.45 万元, 同比增长 13.65%; 营业利润 46,677.36 万元, 同比增长 13.10%; 归属于上市公司股东的净利润 40,524.94 万元, 同比增长 14.05%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为 39,828.24 万元, 同比增长 12.84%。基本每股收益 1.12 元, 同比增长 14.29%, 和我们之前报告中的预期完全一致。我们在之前的报告中预计其 11-13 年的基本每股收益分别为 1.12 元、1.38 元和 1.72 元。

投资要点:

◆ 收入增长靠主营制剂业务拉动

公司能够保持业绩的平稳增长, 主要依赖于高毛利率的制剂业务的拉动。制剂业务在 2011 年实现营业收入 108,352.05 万元, 同比增长 34.64%; 毛利率为 79.35%, 同比提高了 4.75 个百分点。制剂业务的营业收入占比达到 73.46%, 毛利占比达 91.57%。这主要是由于公司的主打产品泰嘉 (氯吡格雷) 的业绩带动的, 氯吡格雷属于医保用药, 在国内氯吡格雷药物招标市场上, 由信立泰和赛诺菲-安万特两家共享, 基本上属于垄断竞争市场, 且后续的进入者进入门槛较高, 预计相关业务能够继续保持快速增长。

◆ 原料药业务下滑明显

信立泰的原料药业务的营业收入为 38,015.07 万元, 同比下降 22.89%, 毛利率为 14.72%, 同比下滑了 14.04 个百分点, 下滑较为明显。公司的原料药业务主要为头孢菌素类抗生素原料药 7-ACA, 受到药品降价和抗菌药物管理办法的双重影响, 公司原料药业务持续下滑。最近卫生部下发的《2012 年全国抗菌药物临床应用专项整治活动方案》保持了 2011 年相关政策的基调。且在具体条款上更为严格, 比如对专科医院的抗生素的使用品种的上限作出了明确的规定, 预计此政策的实施会对抗生素及其上游的原料药市场的规模继续产生负调控的作用。然而, 7-ACA 的现在价格约为 500 元/千克左右, 已经处于低谷, 我们预计其价格继续下降的空间有限, 信立泰的相关业务也会保持同样的状态。又因为原料药 7-ACA 的市场竞争激烈, 如果其价格有所反弹, 弹性空间在短期内也会比较有限。

◆ 比伐芦定是未来看点

公司于去年获得了“注射用比伐芦定及其原料药”的生产批文, 药品注册等级为 3.1 类新药, 是国内首家获批的抗凝血类药物。比伐芦定与泰嘉 (氯吡格雷) 均属于抗血栓类药物, 能够应用于临床 PCI 手术, 其市场规模与 PCI 手术数量成正相关。考虑到它们在

在应用上的相关性，可以预见比伐芦定可以通过公司现有的销售渠道打开市场，业绩释放或许较为迅速。

投资评级：

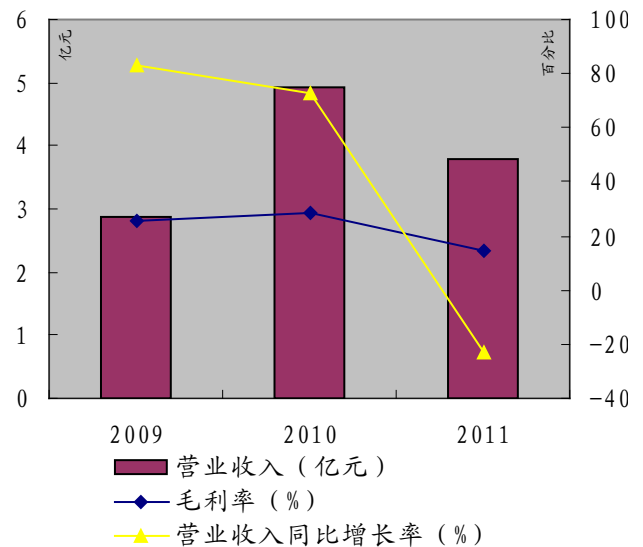
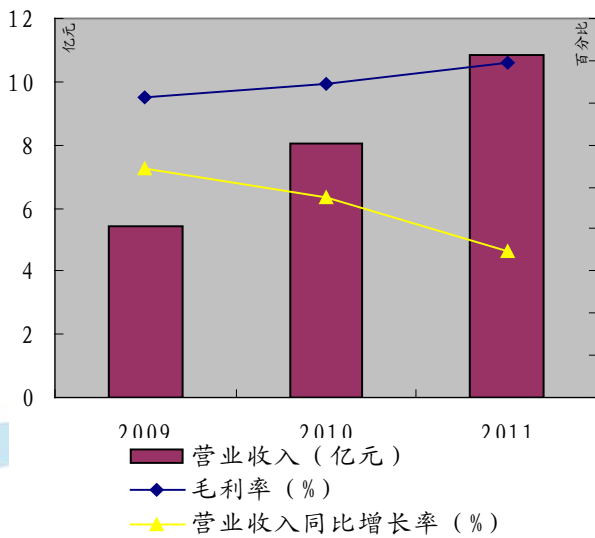
通过一系列的估值分析，我们预计公司 12-14 年 EPS 分别为 1.39 元、1.70 元和 2.09 元（考虑到转股后的稀释效应后为每股 1.16 元、1.42 元、1.74 元），对应的动态市盈率分别为 20.85 倍、17.05 倍和 13.87 倍，考虑到公司新药注射用比伐芦定及其原料药能够带来的业绩增长，我们给予公司 25 倍的 PE，目标价 34.75 元，维持买入评级。

风险提示：

比伐芦定的销售收入低于预期；药品降价。



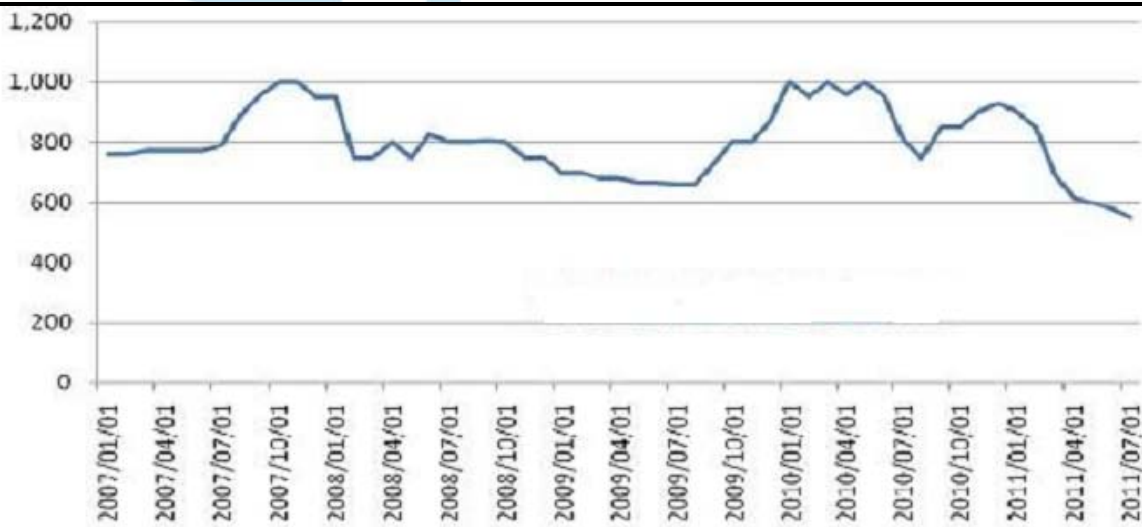
收入增长靠制剂业务拉动。公司能够保持业绩的平稳增长，主要依赖于高毛利率的制剂业务的拉动。制剂业务在 2011 年实现营业收入 108,352.05 万元，同比增长 34.64%；毛利率为 79.35%，同比提高了 4.75 个百分点。制剂业务的营业收入占比达到 73.46%，毛利占比达 91.57%。原料药业务的营业收入为 38,015.07 万元，同比下降 22.89%，毛利率为 14.72%，同比下滑了 14.04 个百分点，下滑较为明显。

图表 1：公司制剂业务的经营状况
图表 2：公司原料药业务的经营状况


数据来源：wind，中航证券金融研究所

数据来源：wind，中航证券金融研究所

抗菌药物临床应用的整治调控继续进行。公司的原料药业务收入占比较小，主要为头孢菌素类抗生素原料药 7-ACA。自 2010 年开始，7-ACA 的价格便进入震荡下行通道，现行市场价格约为 500 元/千克左右，已经处于近几年的低谷。而最近卫生部下发的《2012 年全国抗菌药物临床应用专项整治活动方案》保持了 2011 年相关政策的基调，且在具体条款上更为严格。比如对专科医院抗生素的使用品种的上限作出了明确的规定，预计此政策的实施会对抗生素及其上游的原料药市场的规模继续产生负调控的作用。

图表 3：2007-2011 年中国 7-ACA 价格走势


数据来源：中商情报网，中航证券金融研究所

盈利预测。1) 在制剂业务的营业收入的预测中, 我们考虑到抗凝血药物注射用比伐芦定及其原料药与公司的明星产品泰嘉(氯吡格雷)均常应用于抗血栓及 PCI 手术, 因此其可以借助原有的销售渠道, 实现同类产品销售的一体化, 能够比较迅速的打开市场, 故维持其原有的财务预测。而在对原料药业务的营业收入的预测中, 我们结合公司原料药业务 2011 年全年的表现以及卫生部下发的《2012 年全国抗菌药物临床应用专项整治活动方案》对抗生素市场的持续调控, 我们对应的在其原有的收入预测的基础上, 有所下调。

2) 公司 2011 年度利润分配预案计划以 2011 年末总股本 363,200,000 股为基数向全体股东按每 10 股分配现金红利 4.5 元(含税), 共计分配现金红利 163,440,000 元; 资本公积金转增股本预案计划以 2011 年末总股本 363,200,000 股为基数按照每 10 股转增 2 股的比例用资本公积金转增股本 72,640,000 元。我们预计这两个方案均能够通过股东大会审议通过, 并在盈利假设中充分考虑到其能够带来的影响。

通过一系列的估值分析, 我们预计公司 12-14 年的 EPS 分别为 1.39 元、1.70 元和 2.09 元(考虑到转股后的稀释效应后为每股 1.16 元、1.42 元、1.74 元), 对应的动态市盈率分别为 20.85 倍、17.05 倍和 13.87 倍, 考虑到公司新药注射用比伐芦定及其原料药能够带来的业绩增长, 我们给予公司 25 倍的 PE, 目标价 34.75 元, 维持买入评级。

图表 4: 公司分产品营业收入及主要财务预测

	09A	10A	11A	12E	13E	14E
原料药						
营业收入(百万元)	285.69	493.00	380.15	400.00	440.00	484.00
增加额(百万元)	130.15	207.31	-112.85	19.85	40.00	44.00
增长幅度(%)	83.68	72.56	-22.89	5.22	10.00	10.00
毛利率(%)	25.65	28.76	14.72	14.50	14.00	14.00
制剂						
营业收入(百万元)	563.89	804.77	1083.52	1438.39	1849.34	2311.68
增加额(百万元)	192.26	240.88	278.75	350.02	410.95	462.34
增长幅度(%)	24.83	42.72	34.64	32.16	28.57	25.00
毛利率(%)	70.92	74.60	79.35	75.00	73.00	71.50
其他假设						
营业费用/营业收入(%)	19.88	19.76	22.53	22.36	22.65	22.40
管理费用/营业收入(%)	6.30	6.70	7.51	7.30	7.35	7.40
税率(%)	13.50	14.44	14.56	14.56	14.56	14.56

数据来源: 公司年报, 中航证券金融研究所

图表 5: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1780	2307	2883	3688	营业收入	1475	1838	2289	2795
现金	889	1214	1494	2043	营业成本	560	702	878	1075
应收账款	414	425	648	650	营业税金及附加	19	24	31	39
其他应收款	8	11	13	17	营业费用	332	411	518	626
预付账款	32	41	51	62	管理费用	111	134	168	207
存货	168	317	294	452	财务费用	-19	-23	-30	-40
其他流动资产	268	300	384	463	资产减值损失	6	7	7	7
非流动资产	665	748	833	893	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	1	1	1	1
固定资产	302	381	417	421	营业利润	467	585	718	882
无形资产	146	211	284	360	营业外收入	9	7	8	8
其他非流动资产	218	157	131	112	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2445	3056	3716	4581	利润总额	475	591	725	889
流动负债	284	393	432	538	所得税	69	86	106	129
短期借款	0	5	0	0	净利润	405	505	619	759
应付账款	53	104	91	148	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	231	284	341	390	归属母公司净利润	405	505	619	759
非流动负债	27	23	24	24	EBITDA	481	600	737	899
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.12	1.16	1.42	1.74
其他非流动负债	27	23	24	24					
负债合计	311	416	457	562	主要财务比率				
少数股东权益	2	3	3	3	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	363	436	436	436	成长能力				
资本公积	865	792	792	792	营业收入	13.6%	24.6%	24.5%	22.1%
留存收益	904	1409	2028	2787	营业利润	13.1%	25.3%	22.8%	22.8%
归属母公司股东权益	2132	2637	3256	4015	归属于母公司净利润	14.1%	24.5%	22.7%	22.6%
负债和股东权益	2445	3056	3716	4581	获利能力				
					毛利率(%)	62.0%	61.8%	61.7%	61.6%
					净利率(%)	27.5%	27.5%	27.0%	27.1%
					ROE(%)	19.0%	19.1%	19.0%	18.9%
					ROIC(%)	30.2%	32.9%	32.7%	35.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	12.7%	13.6%	12.3%	12.3%
					净负债比率(%)	0.00%	1.21%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.27	5.87	6.67	6.85
					速动比率	5.67	5.06	5.98	6.00
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.67	0.68	0.67
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	9.08	8.91	9.00	8.98
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.93	1.16	1.42	1.74
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	0.95	0.87	1.42
					每股净资产(最新摊薄)	4.89	6.05	7.47	9.21
					估值比率				
					P/E	31.17	25.03	20.40	16.64
					P/B	5.92	4.79	3.88	3.15
					EV/EBITDA	10.14	11.22	9.80	9.18

数据来源: 天软估值, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640511010008，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事消费行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。