

# 主攻心血管药物， 支架是未来增长亮点

## —信立泰调研报告



爱建证券有限责任公司  
AJ SECURITIES CO.,LTD.

### 主要事件:

近期我们调研了公司，和公司管理层交流新产品推广、支架研发以及公司发展战略等情况。

### 投资要点:

1. 公司的核心竞争力在于围绕PCI的产品系列以及强大的销售团队，围绕PCI的产品系列包括硫酸氢氯吡格雷片以及新产品比伐卢定，比伐卢定2011年8月获得批件，同年11月通过了GMP认证，目前正在积极进行临床学术推广，比伐卢定在PCI手术中使用，比肝素更稳定，安全性较高，是国内独家品种。

2. 随着群体心理压力的加大及人口老龄化，最近几年疾病谱发生了重大的变化，心脑血管疾病发病率大幅上升。目前我国冠心病患者达到2000万人，每年新增患者人数超过100万，而且发病呈现趋于年轻化。目前有效的治疗方法有冠状动脉介入术（PCI）和心脏搭桥手术，PCI手术相对搭桥手术创伤小，患者负担轻，因而在临床上广泛使用。

3. 心脏支架目前进入临床试验阶段，公司目前有800多人的PCI相关产品的销售团队，借助这样强大的销售团队，心脏支架一旦上市，临床学术推广工作会比较顺利，公司心脏支架将推动公司未来业绩大幅增长。

4. 从单季度的财务数据来看，我们可以看到公司营业收入及利润增速回升。营业收入同比增长率在2011Q2见底，为6.98%，之后营业收入增长率逐步回升，2011Q3为15.87%，2012Q1为14.45%。营业利润同比增长率回升态势更明显，在营业收入和利润增长回升的同时，公司毛利率和净利率也不断上升。

5. 公司产品属于高端专科用药，毛利率较高，支架是未来发展亮点，公司销售能力强，预计公司2012、2013营业收入分别为17.99亿元、22.67亿元，归属母公司股东净利润分别为4.90亿元、6.17亿元，每股收益分别为1.12元、1.42元。给予公司推荐评级。

**风险提示:** 支架研发进度低于预期，发改委对药品价格的调控。

信立泰 002294 2012-7-6

评级 推荐（首次）

当前价格 27.75

### 基础数据

总市值(百万)	12094.56
总股本/流通股本（百万）	435.84/109.44
流通市值（百万）	3036.88
每股净资产	4.81
净资产收益率	19.01%

### 交易数据

52周内股价区间	38.50/22.58
11年市盈率	29.84
市净率	5.67

### 一年期走势图



研究助理: 林兴秋

行业研究员: 吴正武

证书编号 S0820511030001

电话 021-32229888-25516

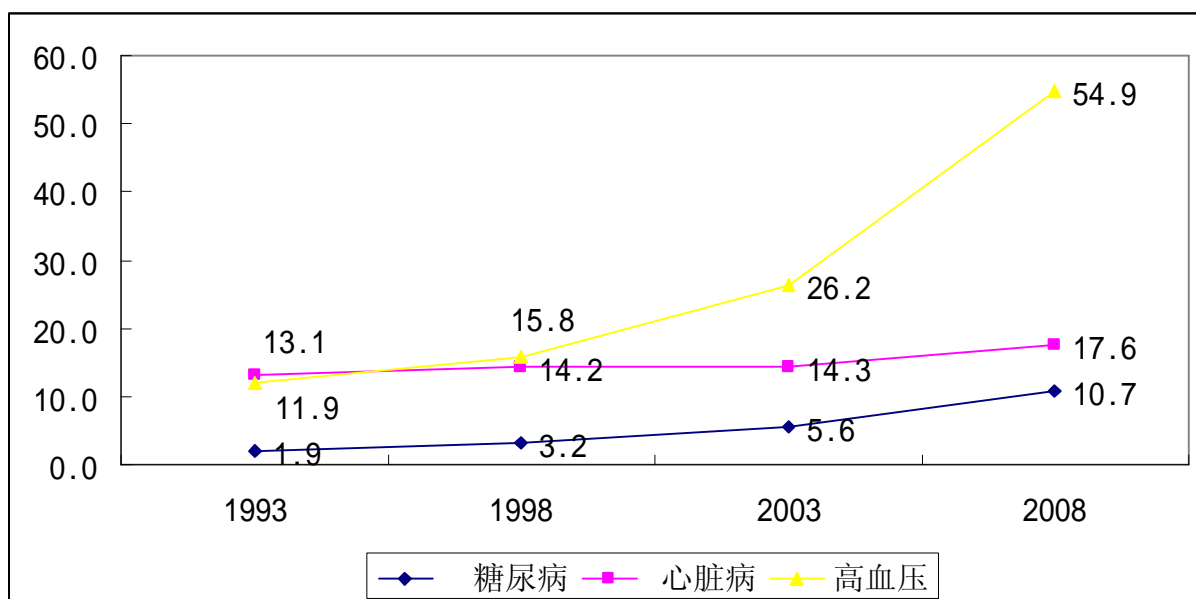
E-mail [linxingqiu@ajzq.com](mailto:linxingqiu@ajzq.com)

### 相关报告

## 一、心血管发病率上升，心血管介入行业发展迅速

公司以生产销售心血管药物、抗菌药制剂及原料药为主，主要产品为硫酸氢氯吡格雷片、盐酸贝那普利片、注射用盐酸头孢吡肟、注射用头孢呋辛钠等，公司主攻心血管领域。随着群体心理压力的加大及人口老龄化，最近几年疾病谱发生了重大的变化，心脑血管疾病发病率大幅上升。人口老龄化方面，我们可以看到2008年65岁以上占总人口的9.5%，高于2000年的7%、1990年的5.5%，而且比率增速很快，预计中国60岁及以上老年人口2014年将达到2亿，2026年将达到3亿，2037年超过4亿，之后一直维持在较大的规模。高血压和糖尿病的发病率增长极为迅猛，而高血压、糖尿病正是引发冠心病的高危基础疾病，高血压、糖尿病的快速上升也为冠心病发病率的升高埋下了伏笔，目前冠心病患者达到2000万人，每年新增患者人数超过100万，而且发病趋于年轻化。

图1：冠心病及相关疾病的发病率（‰）



资料来源：卫生部，爱建证券

目前还没有药物能够彻底治愈冠心病，有效的治疗方法有冠状动脉介入术（PCI）和心脏搭桥手术，PCI相对搭桥手术创伤小，患者经济上负担轻，因而在临床上广泛使用。然而与我国数量巨大的冠心病人数相比，我国PCI手术比例偏低，2007年我国完成的PCI病例仅有14.3万例，2008年我国PCI手术病例数超过18万例，与美国每年实施PCI数量相比相差甚远。我国目前接受PCI较少的原因，一是个人支付能力有限；二是医保制度不够健全，使用支架对多数患者来说经济负担较重。随着国家医保制度的逐渐健全，人民收入水平的提高，我国冠状动脉介入治疗将有更广阔的发展前景，冠状动脉介入治疗行业的快速发展，将为公司的快速提供很好的机遇。

请务必阅读正文之后的重要声明

## 二、比伐卢定开始学术推广，支架是未来亮点

公司的核心竞争力在于围绕PCI的产品系列以及强大的销售团队，围绕PCI的产品系列包括硫酸氢氯吡格雷片以及新产品比伐卢定，比伐卢定2011年8月获得批件，同年11月通过了GMP认证，目前正在积极进行临床学术推广，比伐卢定在PCI手术中使用，比肝素更稳定，安全性较高，是国内独家品种，比伐卢定产品本身优势明显，加上可以直接使用原来的硫酸氢氯吡格雷片的强大的销售团队，经过一段时间的市场培育，预计能成为未来的重磅品种。

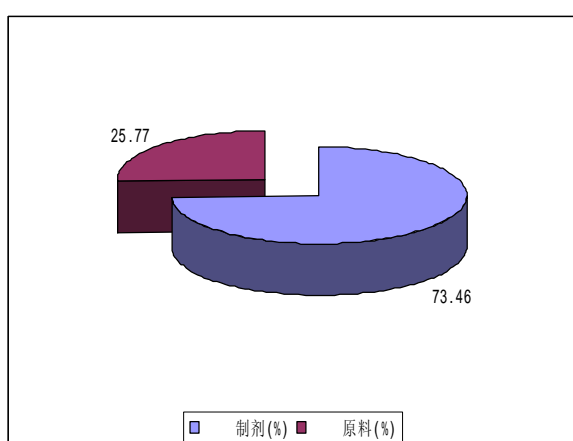
心脏支架从2008年开始研发，目前进入临床试验阶段，公司目前有800多人的PCI相关产品的销售团队，基本覆盖全国能从事PCI手术的大医院，借助这样强大的销售团队，心脏支架一旦上市，临床学术推广工作会比较顺利，在我国PCI手术快速增长的背景下，公司心脏支架将推动公司未来业绩大幅增长。

硫酸氢氯吡格雷片行政保护过期后，市场担心其他厂家的仿制产品上市将对公司的产品造成冲击，我们认为仿制产品目前只有1家企业于2012年获得生产批件，市场培育期需要2-3年，短期不会对公司产品造成冲击。公司硫酸氢氯吡格雷片获得欧盟市场许可，对于以后的差别定价有帮助，我们预计公司硫酸氢氯吡格雷片还将维持稳健增长，继续为公司贡献较大利润。另外，公司对于抗生素的发展战略主要是走高端路线，不会扩张新的产能。

## 三、公司盈利增长率回升，销售毛利率净利率保持高水平

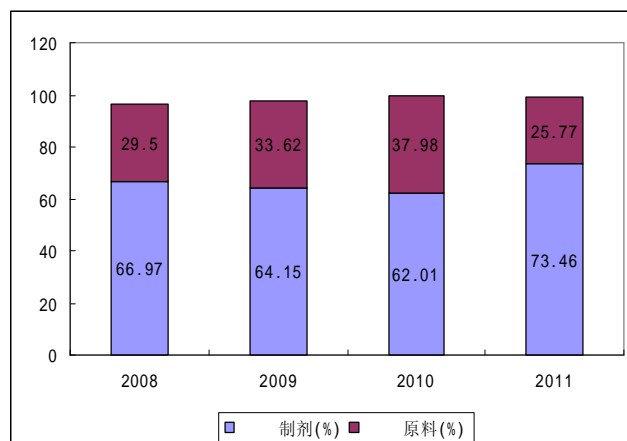
公司以生产销售心血管药物、抗菌药制剂及原料药为主，主要产品为硫酸氢氯吡格雷片、盐酸贝那普利片、注射用盐酸头孢吡肟、注射用头孢呋辛钠等。在2011年营业收入中，制剂占73.46%，原料药占25.77%。受抗生素管理办法的影响，抗生素原料药价格在2011年下降明显，公司积极调整策略，公司的制剂收入大幅提升，2011年为73.46%，较2010年的62.01%有较大幅度的提高。这样公司就减少了抗生素行业不景气对公司业绩的影响。

图2：公司产品在2011年营业收入中的占比



资料来源：公司公告，爱建证券

图3：公司产品历年营业收入中的占比

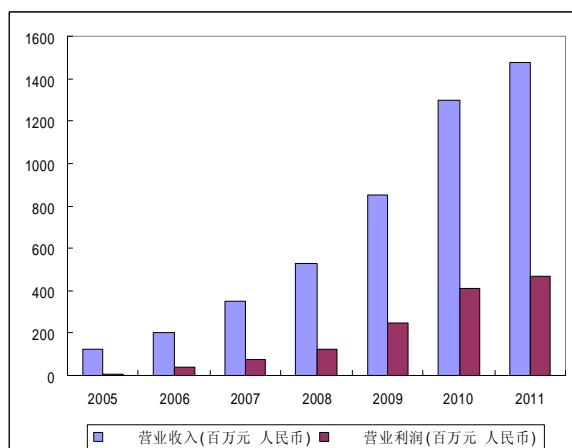


资料来源：公司公告，爱建证券

公司研究

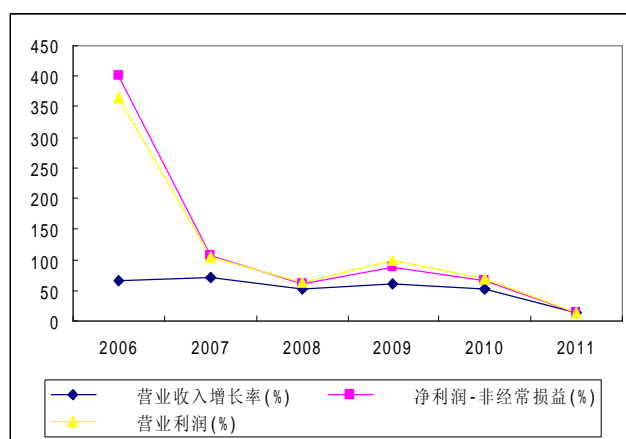
公司2005年到2010年营业收入及营业利润快速增长，2005年营业收入为1.22亿元，2006年为2.03亿元，2007年为3.49亿元，2010年为12.98亿元。2005年营业利润为803万元，2006年为3733万元，2007年为7615万元，2010年为41272万元。2006年营业收入同比增长67.04%，2007年为72.01%，2010年为52.75%。从净利润扣除非经常损益的同比增长率来看，2006年为401.83%，2007年为106.26%，2010年为65.88%。2011年营业收入同比增长13.65%，净利润扣除非经常损益的同比增长12.84%，增速有所下滑，主要和抗生素严格管理政策有关。从单季度的财务数据来看，我们可以看到公司营业收入及利润增速回升。

图4：公司营业收入及营业利润



资料来源：公司公告，爱建证券

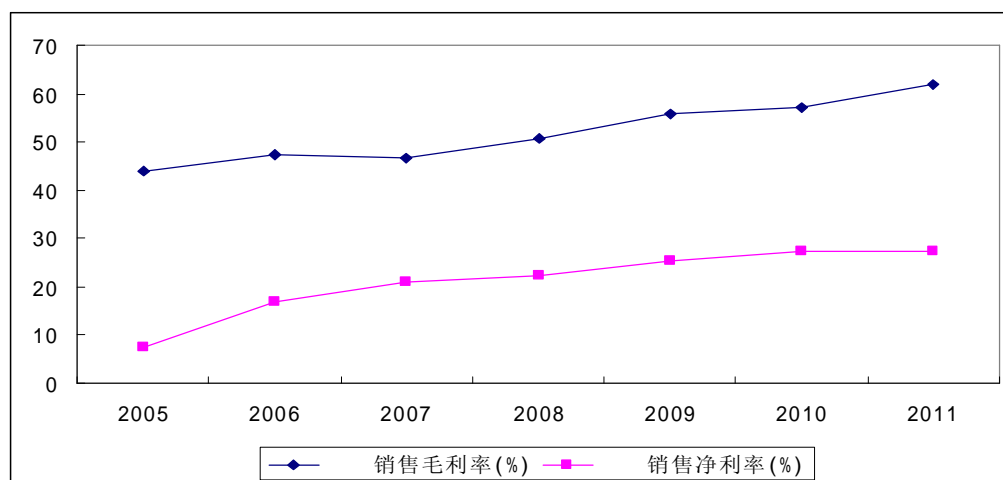
图5：公司收入、利润的成长能力



资料来源：公司公告，爱建证券

在营业收入和利润增长的同时，公司的销售毛利率及净利率不断上升，体现了公司产品竞争力较强、销售出色，以及公司控制成本的能力不断提升。销售毛利率2005年为43.93%，2008年为50.8%，2010年57.19%，2011年为62.04%，销售净利率2005年为7.36%，2008年为22.18%，2010年27.39%，2011年为27.49%。在业绩增速下降的2011年，公司销售毛利率同比大幅提升，净利率也有所上升。

图6：公司销售毛利率及净利率



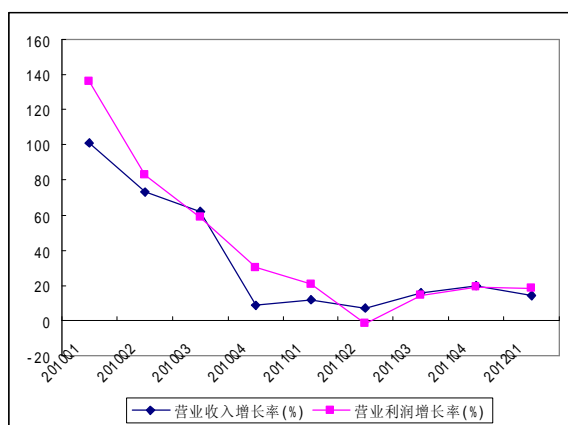
资料来源：公司公告，爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

## 公司研究

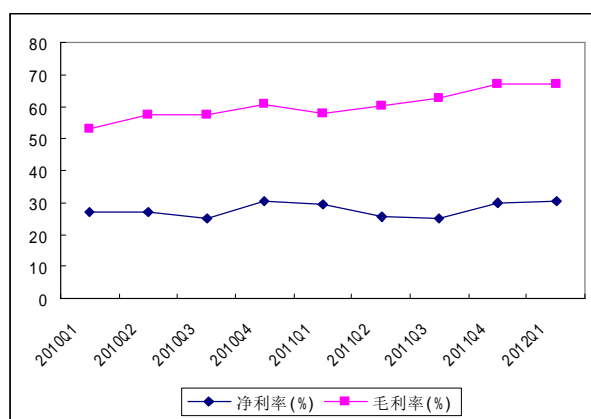
从单季度的财务数据来看，我们可以看到公司营业收入及利润增速回升。营业收入同比增长率在2011Q2见底，为6.98%，在之后的季度，营业收入增长率逐步回升，2011Q3为15.87,2011Q4为19.87%，2012Q1为14.45%。营业利润同比增长率在2011Q2见底，为-1.73%，之后逐渐回升，2011Q3为14.52,2011Q4为19.04%，2012Q1为18.56%。在营业收入和利润增长回升的同时，公司毛利率和净利率也不断上升，毛利率在2011Q2为60.23%，2012Q1为67.05%，净利率在2011Q2为25.32%，2012Q1为30.38%。

图7：公司单季度营业收入利润增长率



资料来源：公司公告，爱建证券

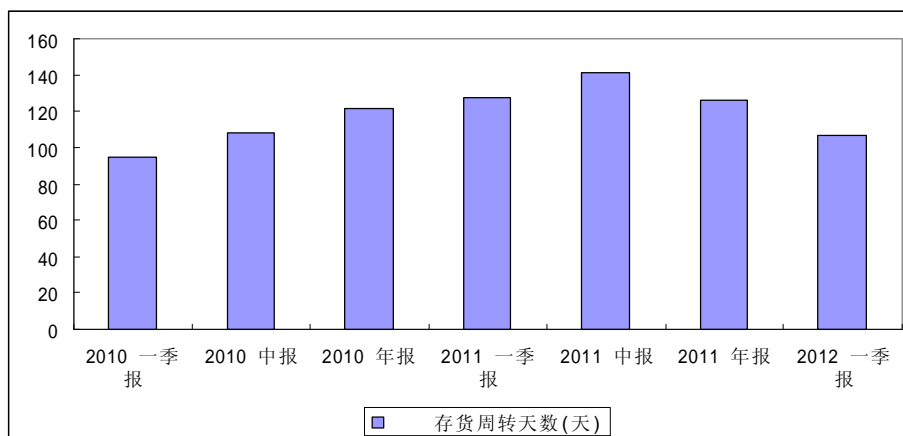
图8：公司单季度毛利率及净利率



资料来源：公司公告，爱建证券

公司的营运能力较强，从公司存货周转天数来看，自2011年中期之后，公司的存货周转天数不断下降，2011年中报为140.88天，2011年报为126.49天，2012年一季报为106.95天。从1季报同比来看，2011年一季报为127.79天，2012年一季报为106.95天，表明公司2012年一季度存货周转速度得到提升。

图9：公司存货周转天数



资料来源：公司公告，爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

## 四、盈利预测

公司产品属于高端专科用药，毛利率较高，支架是未来发展亮点，公司销售能力强，发展战略清晰，管理高效。预计公司2012、2013营业收入分别为17.99亿元、22.67亿元，营业利润分别为5.77亿元、7.26亿元，归属母公司股东净利润分别为4.90亿元、6.17亿元，每股收益分别为1.12元、1.42元。给予公司推荐评级。

表1：公司盈利预测（单位：百万元）

利润表	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	1297.77	1474.88	1799.36	2267.19
减: 营业成本	555.59	559.86	681.96	859.27
营业税金及附加	1.36	18.51	22.59	28.46
营业费用	256.39	332.30	405.41	510.82
管理费用	86.96	110.78	135.15	170.29
财务费用	-22.81	-18.69	-22.32	-28.03
资产减值损失	7.93	6.35	0.00	0.00
加: 投资收益	0.37	1.01	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>412.72</b>	<b>466.77</b>	<b>576.58</b>	<b>726.39</b>
加: 其他非经营损益	2.77	7.79	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>415.49</b>	<b>474.56</b>	<b>576.58</b>	<b>726.39</b>
减: 所得税	59.98	69.11	86.49	108.96
<b>净利润</b>	<b>355.51</b>	<b>405.45</b>	<b>490.09</b>	<b>617.44</b>
减: 少数股东损益	0.20	0.20	0.24	0.30
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>355.31</b>	<b>405.25</b>	<b>489.85</b>	<b>617.13</b>
每股收益(EPS, 元)	0.815	0.930	1.124	1.416

资料来源：公司公告，爱建证券

## 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,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映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。

## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

### I 公司评级

**强烈推荐:** 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅15%以上

**推荐** : 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅5%~15%

**中性** : 预期未来6个月内,个股相对大盘变动在±5%以内

**回避** : 预期未来6个月内,个股相对大盘跌幅5%以

### I 行业评级

**强于大势:** 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅5%以上

**同步大市** : 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

**弱于大势:** 预期未来6个月内,行业指数相对大盘跌幅5%以上

请务必阅读正文之后的重要声明

## 重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

请务必阅读正文之后的重要声明