

**评级：强烈推荐（维持）**
**化学制药**
**公司跟踪报告**
**证券研究报告**

分析师 吕丽华 S1080510120003

联系人 阳来军 S1080111070012

电话：0755-82485137

邮件：yanglaijun@fcsc.cn

**信立泰(002294)**
**——王者归来，价值重估**
**交易数据**

上一日交易日股价（元） 35.15

总市值（百万元） 15,320

流通股本（百万股） 191

流通股比率（%） 43.83

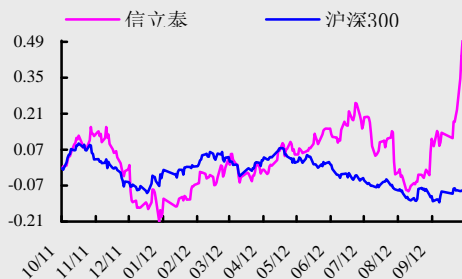
**资产负债表摘要（06/12）**

股东权益（百万元） 2,221

每股净资产（元） 5.10

市净率（倍） 6.90

资产负债率（%） 15.11

**公司与沪深300指数比较**

**相关报告**

2011-09-01: 待到山花烂漫时，泰在丛中笑。

2011-09-16: 心领域，新机遇。

2011-10-25: 走出业绩低谷，期待雨后彩虹。

2012-01-15: 《心血管疾病介入诊疗技术管理规范（2011年版）》点评。

2012-02-29: 心血管类产品高增长尽显无遗。

2012-03-20: 心血管类产品持续高增长。

2012-04-21: 心血管产品持续向好，业绩超预期。

2012-08-14: 低估值心血管龙头，业绩体现高增长。

2012-08-15: 心血管龙头驶入高成长快车道。

**核心观点：**

我们认为，公司股价近期从 20.30 元反弹至 28.83 元，属于市场对谣言澄清后的价值纠偏。

我们认为，目前公司经营环境全面向好反转，公司价值应该回归到行业平均水平。目前相关可比公司的 2012 年预测市盈率的平均值为 32 倍，我们预计公司 2012 年 EPS 为 1.35 元，即合理价格为 42-45 元。目前公司股价相当于 2012 年预测 EPS 的 26 倍，价值依然低估。

证券简称	最新价	市值(亿)	2011PE	2012PE	2013PE	2014PE
恒瑞医药	31.26	386	44	36	28	23
人福医药	22.54	110	37	28	21	17
华东医药	36.01	156	41	32	25	20
以岭药业	26.80	148	33	30	24	20
天士力	53.18	274	45	37	29	23
算术平均	33.96	215	40	32	26	21
信立泰	35.15	153	38	26	20	16

数据来源：WIND(2012-10-17)、公司公告、第一创业证券研究所

**跟踪点评：**

● **公司经营环境全面向好反转：**我们预计，国内氯吡格雷市场将确定维持高速增长；公司主打产品泰嘉的高增长确定，份额将持续扩大，增速高于行业；公司新产品陆续上市放量，产品多元化之元年。

● **国内氯吡格雷市场将维持高速增长：**我国 2011 年氯吡格雷市场容量约为 35 亿元（出厂价），我们预计我国氯吡格雷最终能达到约 100 亿市场容量，仍有约 3 倍的增长空间，理由：

（1）我国每年发生心肌梗死约 150 万例，与美国相当，而我国 2011 年 PCI 例数仅为 33.3 万，与发达国家差距很大，我们预计将增加至 100 万例水平；

（2）国外 PCI 用药只占氯吡格雷用药的 50%，而我国约占 70%，有较大拓宽应用的空间；

（3）我国支架手术病人术后服用氯吡格雷的时间没有严格执行指南标准的 12 月，不少在 6-9 月之间，也有较大的拓展空间。

● **预计公司主打产品泰嘉的未来 2 年高速增长确定：**随着发改委的氯吡格雷最高零售价的调整尘埃落定（行政降价风险解除），我们预计随着公司氯吡格雷的



欧盟认证通过,有利于公司申请单独定价(招投标的市场竞争降价风险解除)。另外,仿制药获批后要形成实质销售,需经过各省招标—>进医院—>教育医生的流程,对于原先没有心血管销售渠道的厂家,需要约2年时间才能完成(销量受侵蚀风险解除)。

- **公司氯吡格雷份额将持续扩大,增速高于行业:** 从样本医院分析,公司氯吡格雷产品(泰嘉)过去几年市场占有率稳步提升,但目前仍仅占样本医院总体金额的30%,预计使用量占有率在45%左右。我们预计公司使用量占有率将能提高到65%左右(金额占比将在55%左右),理由:

- (1) 公司产品价格约为进口产品的60%,将明显的受益于各地医保控费;
- (2) 公司产品10多年的安全用药历史,更易获得医生和患者的信任;
- (3) 公司产品将来通过欧盟认证后,质量达到国际先进水平,更利于推广;
- (4) 公司接近1000人的心血管推广渠道,能更好地服务医生和患者。

- **公司新产品陆续上市放量,产品多元化之元年:** 我们预计抗生素市场稳定后,公司6-8亿元的头孢业务能贡献合理的行业净利率;公司当前的抗高血压主打产品贝那普利今年预计销售过亿元;公司正在进行招投标工作的比伐卢定市场容量预计6亿元,预计13年开始放量;公司预计14年进入的心血管支架领域,预计也有100亿元的市场容量;此外,公司在降血压、降血脂领域的产品布局,将来亦能贡献可观收入。

- **维持“强烈推荐”评级:** 我们认为公司是心血管龙头企业,泰嘉降价10%确定后,公司增长障碍消除,随着公司老产品持续高增长,新产品放量,以及国际认证通过,国内心血管资源整合,公司发展前景旷若开云见日。我们预计公司2012-2014年净利润增速分别为45%、28%和28%,预计公司12-14年的EPS分别为1.35、1.72和2.20元/股,对应EPS的相对估值为26、20、16倍,目前估值偏低,维持“强烈推荐”投资评级。

- **风险提示:** 新药产品的开发、推广进度低于预期;主要产品竞争加剧。

主要财务指标(百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1475	1829	2250	2808
收入同比(%)	14%	24%	23%	25%
归属母公司净利润	405	586	748	957
净利润同比(%)	14%	45%	28%	28%
毛利率(%)	62.0%	70.1%	72.6%	74.5%
ROE(%)	19.0%	22.9%	23.5%	24.0%
每股收益(元)	0.93	1.35	1.72	2.20
P/E	38	26	20	16
P/B	7.18	6.00	4.81	3.84
EV/EBITDA	30	21	16	13

数据来源:公司公告、第一创业证券研究所



盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	1780	2205	2806	3611	<b>营业收入</b>	1475	1829	2250	2808
现金	889	1155	1537	2048	营业成本	560	547	617	717
应收账款	414	514	632	789	营业税金及附加	19	23	28	35
其他应收款	8	10	12	16	营业费用	332	438	566	734
预付账款	32	31	35	41	管理费用	111	158	193	240
存货	168	164	185	215	财务费用	-19	-20	-27	-36
其他流动资产	268	330	404	502	资产减值损失	6	6	6	6
<b>非流动资产</b>	665	691	728	772	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	325	327	316	<b>营业利润</b>	467	678	868	1113
无形资产	146	190	251	322	营业外收入	9	9	9	9
其他非流动资产	218	176	150	135	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	2445	2895	3534	4383	<b>利润总额</b>	475	686	876	1121
<b>流动负债</b>	284	311	319	361	所得税	69	100	128	163
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	405	586	748	957
应付账款	53	60	63	76	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	231	251	256	284	<b>归属母公司净利润</b>	405	586	748	957
<b>非流动负债</b>	27	27	27	27	EBITDA	481	694	882	1121
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.12	1.35	1.72	2.20
其他非流动负债	27	27	27	27	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	311	338	346	387	<b>会计年度</b>	2011	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	2	2	2	2	<b>成长能力</b>				
股本	363	436	436	436	营业收入	13.6%	24.0%	23.0%	24.8%
资本公积	865	792	792	792	营业利润	13.1%	45.3%	27.9%	28.2%
留存收益	904	1327	1958	2766	归属于母公司净利润	14.1%	44.7%	27.6%	28.0%
归属母公司股东权益	2132	2555	3186	3994	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	2445	2895	3534	4383	毛利率(N)	62.0%	70.1%	72.6%	74.5%
<b>现金流量表</b>					净利率(N)	27.5%	32.1%	33.2%	34.1%
					ROE(%)	19.0%	22.9%	23.5%	24.0%
<b>会计年度</b>	2011	2012E	2013E	2014E	ROIC(%)	30.2%	39.1%	42.3%	45.8%
<b>经营活动现金流</b>	272	458	536	699	<b>偿债能力</b>				
净利润	405	586	748	957	资产负债率(N)	12.7%	11.7%	9.8%	8.8%
折旧摊销	33	37	41	44	净负债比率(N)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-19	-20	-27	-36	流动比率	6.27	7.08	8.79	10.01
投资损失	-1	-1	-1	-1	速动比率	5.67	6.54	8.20	9.41
营运资金变动	-180	-148	-229	-271	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	34	4	4	6	总资产周转率	0.64	0.68	0.70	0.71
<b>投资活动现金流</b>	-252	-49	-65	-74	应收账款周转率	4	4	4	4
资本支出	253	0	0	0	应付账款周转率	9.08	9.62	9.96	10.25
长期投资	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
其他投资现金流	1	-49	-65	-74	每股收益(最新摊薄)	0.93	1.35	1.72	2.20
<b>筹资活动现金流</b>	-132	-143	-90	-114	每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	1.05	1.23	1.60
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.89	5.86	7.31	9.16
长期借款	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	136	73	0	0	P/E	37.80	26.13	20.48	16.00
资本公积增加	-136	-73	0	0	P/B	7.18	6.00	4.81	3.84
其他筹资现金流	-132	-143	-90	-114	EV/EBITDA	30	21	16	13
<b>现金净增加额</b>	-112	266	381	511					

数据来源: 第一创业研究所、公司公告

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

### 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135