

信立泰 (002294) 调研简报: 制剂业务的增长超出预期, 新购专利药布局中长线

行业分类: 医药

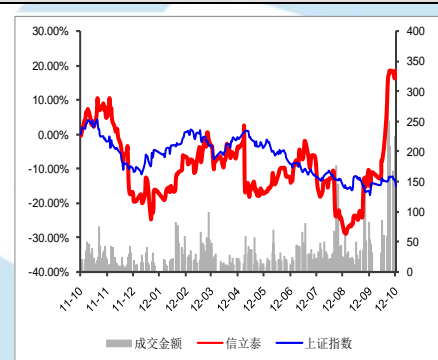
2012年10月26日

公司投资评级	买入
6-12个月目标价	38.08
当前股价 (12.10.26)	35.59

基础数据

上证指数	2066.21
总股本 (亿)	4.36
流通 A 股 (亿)	1.91
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿)	67.99
每股净资产 (元)	5.52
ROE (2012Q3)	19.26%
资产负债率	14.09%
动态市盈率	26.17
市净率	6.45

近一年公司指数与上证综指走势对比



资料来源: wind

事件回顾:

近日, 我们参加了信立泰举行的三季度业绩交流会, 和众多的投资者一起, 就公司三季度业绩超预期增长的结构状况、新购专利药物上市的时间窗口等问题与公司的管理层进行了交流与沟通。

我们的观点:

- 三季度业绩超预期主要源于制剂业务的增长超出预期。**公司三季度营业收入为 49,645.87 万元, 同比增长 38.40%; 利润总额 21,519.32 万元, 同比增长 106.77%; 归属于上市公司股东的净利润为 18,294.41 万元, 同比增长了 102.23%, 业绩的增长速度超出了我们此前的预期, 这主要是由于: 1) 公司的主打产品泰嘉等心血管类药物的销售推广超出预期, 增长在 40% 以上; 2) 头孢类抗生素的销售有所反弹, 同比增速在 10%-15% 之间, 而受益于 7-ACA 的价格长期处于低位, 我们预计公司的头孢类制剂的毛利率同比提高了 11 至 15 个百分点; 3) 由于收到的政府补助的大幅增长, 营业外收入较去年同期增长了 744.43%。
- 氯吡格雷降价的影响很小。**此前国家发展和改革委员会发布了关于“调整抗肿瘤等药品价格”的通知, 决定从 10 月 8 日起调整部分抗肿瘤、免疫和血液系统类等药品的最高零售限价, 部分血制品的产品价格有所上调。本公司生产的 25mg*20 包装的氯吡格雷的最高零售价由此前的 98.9 元调降 10% 至 89 元, 而从当前的市场环境来看, 调整后的价格依然在氯吡格雷当前各地的中标价之上, 因此我们认为降价的短期影响较小。而且公司在中报时已经披露取得了硫酸氢氯吡格雷片 75mg 及 300mg 规格的补充申请批件, 这有助于在信息不完全的市场环境下对冲降价所带来的长期影响。
- 新购专利药布局中长期。**公司于 2012 年 10 月 24 日与上海艾力斯签订《战略合作框架协议》, 以 33,899.00 万元向上海艾力斯购买专利产品 1.1 类新药阿利沙坦酯所涉制剂生产技术, 并明确阿利沙坦酯由公司上海艾力斯发起设立的合资公司共同经营 (各持 50% 股权), 由江苏艾力斯负责生产该产品原料药, 公司负责生产、销售该产品制剂。阿利沙坦酯为抗高血压药物, 专利保护期至 2026 年, 与同类降压药物相比 (目前国内沙坦类降血压药物的数量为 7 种左右), 阿利沙坦酯的优势在于其对于肝脏的保护, 且需要长期服用。从阿利沙坦酯当前所处的 IV 期临床阶段来看, 我们预计公司可能在 2013 年获得生产批件, 于 2014 年前后投入市场, 以此为基础, 则公司能够享受对阿利沙坦酯制剂长达 12

联系人: 沈文文 联系人电话: 0755-83688575
 联系人邮箱: leechun6@gmail.com

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

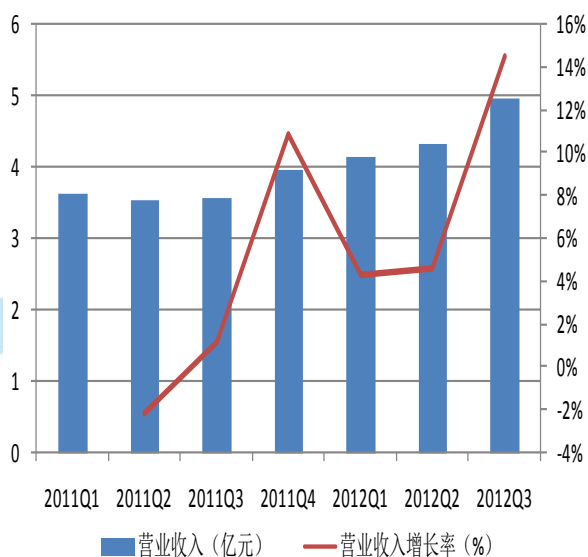
请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 0755-83692635
 传真: 0755-83688539

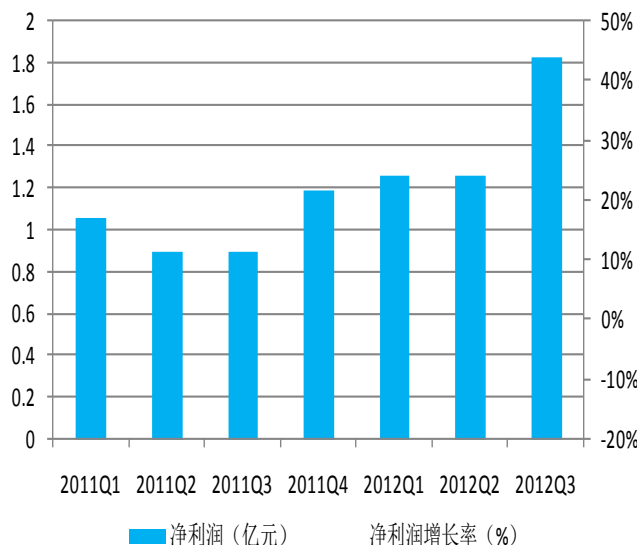
年的独家经营权。尽管当前降血压类药物市场竞争激烈，但考虑到全球 10 亿高血压患者及国内 2 亿高血压患者所产生的庞大需求，我们认为阿利沙坦酯能够在投产后，借助于公司当前的心血管类药物销售渠道迅速推广开来，长期利好公司的业绩增长。

- **风险因素：** 药品降价的风险；原材料价格上涨的风险；市场竞争风险。
- 由于三季度业绩超出预期，我们调整对公司的盈利预测，预计公司 12-14 年 EPS 分别为 1.36 元、1.72 元和 2.15 元（之前分别为 1.16 元、1.42 元和 1.74 元），对应的动态市盈率分别为 26.17 倍、20.69 倍和 16.55 倍，考虑到公司新药注射用比伐芦定及其原料药在得到市场认可后能够带来的业绩增长，我们给予公司 28 倍的 PE，目标价 38.08 元，维持买入评级。

图表 1：公司营业收入的季度变化



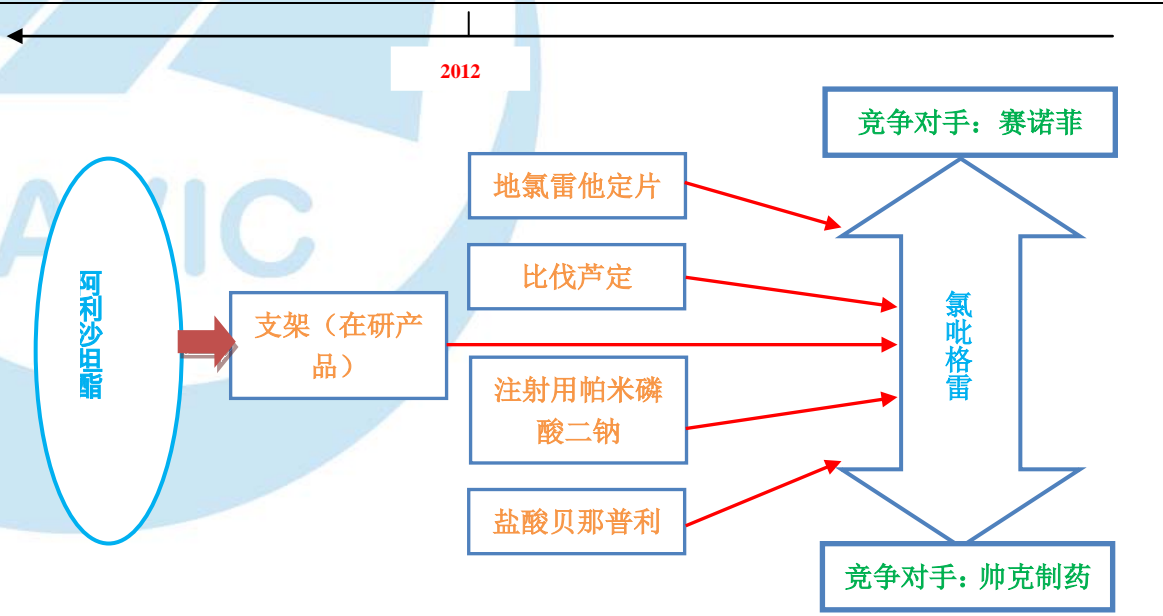
图表 2：公司净利润的季度变化



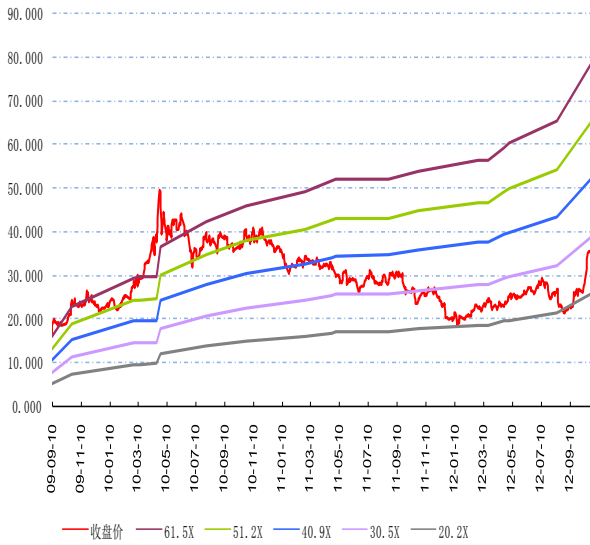
资料来源：wind、中航证券金融研究所

资料来源：wind、中航证券金融研究所

图表 3：公司心血管类产品的时间序列



资料来源：公司公告、中航证券金融研究所

图表 4: 公司的 PE Band


资料来源: wind、中航证券金融研究所

图表 5: 公司的 PB Band


资料来源: wind、中航证券金融研究所

图表 6: 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	25.00	23.00	20.00
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	81.00	79.00	79.00
其他假设						
营业费用/营业收入 (%)	19.88	19.76	22.53	23.50	22.65	22.40
管理费用/营业收入 (%)	6.30	6.70	7.51	7.50	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 7: 盈利预测表

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
流动资产	1780	2219	2927	3870	营业收入	1475	1838	2289	2795
现金	889	1214	1554	2350	营业成本	560	574	727	872
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	432	518	626
预付账款	32	41	51	62	管理费用	111	138	168	207
存货	168	228	277	328	财务费用	-19	-23	-30	-44
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	750	837	900	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	383	422	428	营业利润	467	688	869	1089
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	2969	3764	4770	利润总额	475	694	876	1095
流动负债	284	382	428	498	所得税	69	101	128	160
短期借款	0	23	0	0	净利润	405	593	748	936
应付账款	53	75	86	108	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	592	748	935
非流动负债	27	23	24	24	EBITDA	481	701	885	1099
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.12	1.36	1.72	2.15
其他非流动负债	27	23	24	24					
负债合计	311	405	452	522	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	1333	2081	3016	营业利润	13.1%	47.3%	26.4%	25.3%
归属母公司股东权益	2132	2561	3309	4244	归属于母公司净利润	14.1%	46.2%	26.2%	25.1%
负债和股东权益	2445	2969	3764	4770	获利能力				
					毛利率 (%)	62.0%	68.8%	68.2%	68.8%
					净利率 (%)	27.5%	32.2%	32.7%	33.5%
					ROE (%)	19.0%	23.1%	22.6%	22.0%
					ROIC (%)	30.2%	40.6%	40.0%	46.0%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	12.7%	13.6%	12.0%	10.9%
					净负债比率 (%)	0.00%	5.57%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.27	5.81	6.84	7.77
					速动比率	5.67	5.21	6.19	7.11
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.68	0.68	0.66
					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	1.36	1.72	2.15
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.62	1.28	1.05	1.97
					每股净资产 (最新摊薄)	4.89	5.88	7.59	9.74
					估值比率				
					P/E	38.28	26.18	20.74	16.58
					P/B	7.27	6.06	4.69	3.65
					EV/EBITDA	10.14	11.22	9.80	9.18

资料来源: 中航证券金融研究所, 天软估值

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: S0640511040001, 南开大学经济学硕士, 2007年8月加入中航证券金融研究所, 从事零售行业的研究。

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。

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。