

评级：强烈推荐（维持）
化学制药
公司事件点评
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)：艾力沙坦收购

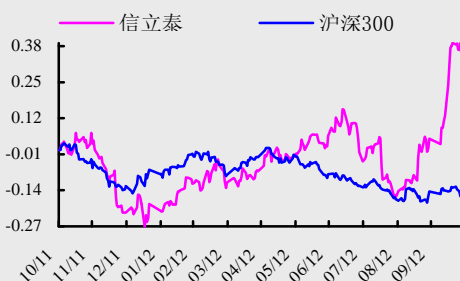
——定价双赢，产品多元化战略意义提升

交易数据

上一日交易日股价（元）	35.59
总市值（百万元）	15,512
流通股本（百万股）	191
流通股比率（%）	43.83

资产负债表摘要（09/12）

股东权益（百万元）	2,404
每股净资产（元）	5.52
市净率（倍）	6.45
资产负债率（%）	14.09

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。
- 2012-03-20: 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。
- 2012-09-19: 氯吡格雷降价合理，旷若开云见日。
- 2012-10-15: 心血管龙头驶入高成长快车道。
- 2012-10-18: 王者归来，价值重估。
- 2012-10-23: 高增长、超预期，悄然而至。

事件：

公司于2012年10月26日发布关于《签订战略合作框架协议》公告，公司以人民币3.39亿元向上海艾力斯购买专利产品阿利沙坦酯所涉制剂生产技术。另外，由公司与上海艾力斯发起设立合资公司管理阿利沙坦酯所涉专利及专利申请权，各持50%股权。最终实现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。

点评：

- **收购定价双赢：**国际上新药产品授权交易的权利金一般为销售收入的5%左右。我们假设艾力沙坦的稳定销售期为10年（扣除了推广上量期），我们预计艾力沙坦由资质一般的企业运作，年均稳定销售额在5亿元左右，而由信立泰推广，将能做到10亿元以上。

因此，对艾力斯公司来说，交易金额大于2.5亿就是超市场定价收益；而对信立泰来说，利用渠道优势，只要将艾力沙坦年均销售额提高到7亿元以上，就是获得了超市场定价收益。我们预计，公司能将艾力沙坦推广成为10亿元以上的品种。因此，对交易双方来说，这是一个双赢的格局。

- **产品多元化之重要一步：**我们预计，艾力沙坦将于2013年获得生产批文，2014年进入医保，能赶上2015年的各省招投标并且大面积中标。另外，加上艾力沙坦安全性有效性优于同类产品，我们预计艾力沙坦2014年能产生1-2亿元收入，2015年产生3-5亿元收入，2016年产生7-10亿元收入。
- **公司战略估值提升：**我们认为，公司瞄准心血管领域金字塔顶端部分，从上而下拓展，目前已经形成最顶端的心脏手术三大产品布局，即氯吡格雷、比伐卢定和心脏支架；往下一层，则形成了贝那普利、氟伐他汀和艾力沙坦三大产品布局。

我们预计公司的心脏支架将于2013年中完成临床观察，2014年能获批上市。由于公司的在研的第三代心脏支架是新一代涂层可降解支架，可降低晚期血栓风险。我们预计我国2015-16年支架手术55-65万例，人均1.5个支架。我们预计公司利用产品优势和渠道优势，2015-16年能分别占据5%和10%的份额，对应销售收入约3亿和7亿元（8000元每个支架）。

我们预计2016年贝那普利、比伐卢定和氟伐他汀组合能产生约7亿元的收入，加上7-8亿元的抗生素，公司将形成三个7亿元、一个10亿元、一个20亿元的产品群，相当于恒瑞医药2012年的收入水平，多元化战略初具雏形，心血管龙头舍我其谁？



- **维持“强烈推荐”评级：**我们认为公司是心血管龙头企业，将来不排除还有类似的大品种收购，随着国际认证通过，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 年利润增速分别为 51%、32% 和 30%，EPS 分别为 1.40、1.84 和 2.39 元/股，对应 EPS 的相对估值为 25、19、15 倍。目前公司股价低于同类专科药企业 2012 年 32 倍 PE 的平均估值，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：**降压类药品产品竞争激烈、产品推广进度低于预期。

背景：

- **关于上海艾力斯：**主营药物研发，主要股东为上海扬子江建设（70%）、GUO JIANHUI。在研产品主要为 1.1 类新药艾力沙坦、艾利替尼以及 3.1 类新药度洛西汀。
- **关于艾力沙坦：**上海艾力斯公司原研的 1.1 类抗高血压化学新药，是国家“十一五”重大新药创制项目，属于国家 863 计划科技成果，目前已获得新药证书。艾力沙坦是氯沙坦的活性代谢物，不经过肝脏代谢，安全性有效性优于同类产品，长期服用的毒性低。

主要财务指标 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1475	1881	2368	2996
收入同比(%)	14%	28%	26%	26%
归属母公司净利润	405	610	803	1042
净利润同比(%)	14%	51%	32%	30%
毛利率(%)	62.0%	70.0%	73.1%	75.1%
ROE(%)	19.0%	23.7%	24.6%	25.2%
每股收益(元)	0.93	1.40	1.84	2.39
P/E	38	25	19	15
P/B	7.25	5.99	4.74	3.73
EV/EBITDA	30	20	15	12

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				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1780	2234	2887	3768	营业收入	1475	1881	2368	2996
现金	889	1155	1555	2108	营业成本	560	565	638	746
应收账款	414	528	665	842	营业税金及附加	19	24	30	38
其他应收款	8	10	13	17	营业费用	332	450	602	794
预付账款	32	32	36	42	管理费用	111	151	188	237
存货	168	170	192	224	财务费用	-19	-20	-27	-37
其他流动资产	268	339	425	535	资产减值损失	6	6	6	6
非流动资产	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	营业利润	467	706	932	1212
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
资产总计	2445	2925	3615	4541	利润总额	475	714	940	1220
流动负债	284	318	326	370	所得税	69	104	137	178
短期借款	0	0	0	0	净利润	405	610	803	1042
应付账款	53	62	66	80	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	231	255	260	291	归属母公司净利润	405	610	803	1042
非流动负债	27	27	27	27	EBITDA	481	722	946	1220
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.12	1.40	1.84	2.39
其他非流动负债	27	27	27	27					
负债合计	311	344	352	397	主要财务比率				
少数股东权益	2	2	2	2	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%	27.5%	25.9%	26.5%
留存收益	904	1351	2032	2914	营业利润	13.1%	51.3%	32.0%	30.0%
归属母公司股东权益	2132	2579	3260	4142	归属于母公司净利润	14.1%	50.5%	31.7%	29.8%
负债和股东权益	2445	2925	3615	4541	获利能力				
					毛利率 (%)	62.0%	70.0%	73.1%	75.1%
现金流量表					净利率 (%)	27.5%	32.4%	33.9%	34.8%
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	ROE (%)	19.0%	23.7%	24.6%	25.2%
经营活动现金流	272	457	560	752	ROIC (%)	30.2%	40.1%	44.1%	47.9%
净利润	405	610	803	1042	偿债能力				
折旧摊销	33	37	41	44	资产负债率 (%)	12.7%	11.8%	9.8%	8.7%
财务费用	-19	-20	-27	-37	净负债比率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	-1	-1	-1	-1	流动比率	6.27	7.04	8.86	10.18
营运资金变动	-180	-172	-261	-303	速动比率	5.67	6.50	8.26	9.57
其他经营现金流	34	4	5	6	营运能力				
投资活动现金流	-252	-49	-65	-74	总资产周转率	0.64	0.70	0.72	0.73
资本支出	253	0	0	0	应收账款周转率	4	4	4	4
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	9.08	9.77	9.96	10.27
其他投资现金流	1	-49	-65	-74	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-132	-143	-95	-124	每股收益 (最新摊薄)	0.93	1.40	1.84	2.39
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.62	1.05	1.29	1.72
长期借款	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	4.89	5.92	7.48	9.50
普通股增加	136	73	0	0	估值比率				
资本公积增加	-136	-73	0	0	P/E	38.15	25.35	19.25	14.83
其他筹资现金流	-132	-143	-95	-124	P/B	7.25	5.99	4.74	3.73
现金净增加额	-112	265	400	553	EV/EBITDA	30	20	15	12

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