

**评级：强烈推荐（维持）**
**化学制药**
**公司年报点评**
**证券研究报告**

分析师 吕丽华 S1080510120003

联系人 阳来军 S1080111070012

电话：0755-83024122

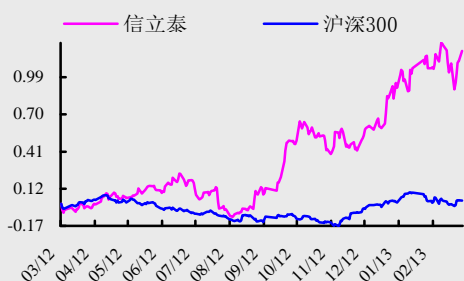
邮件：yanglaijun@fcsc.cn

**信立泰(002294)**
**——正是山花烂漫时**
**交易数据**

|             |        |
|-------------|--------|
| 上一日交易日股价（元） | 52.48  |
| 总市值（百万元）    | 22,873 |
| 流通股本（百万股）   | 191    |
| 流通股比率（%）    | 43.90  |

**资产负债表摘要（12/12）**

|           |       |
|-----------|-------|
| 股东权益（百万元） | 2,604 |
| 每股净资产（元）  | 5.97  |
| 市净率（倍）    | 8.78  |
| 资产负债率（%）  | 12.55 |

**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。

2012-08-14: 低估值心血管龙头，业绩体现高速增长。

2012-09-19: 氯吡格雷降价合理，旷若开云见日。

2012-10-18: 王者归来，价值重估。

2012-10-23: 高增长、超预期，悄然而至。

2012-10-29: 艾力沙坦收购，定价双赢，产品多元化战略意义提升。

2012-02-28: 昂首阔步迈入一线白马行列。

**事件：**

公司3月26日发布2012年财务报告：营业收入同比增加24%至18.29亿元，营业利润同比增加56.35%至7.29亿元，利润总额同比增加58%至7.50元，归属上市股东的净利润同比增加56.73%至6.35亿元，每股收益1.46元。

同日，公司发布2013一季度业绩预告：归属上市股东的净利润预计比去年同期增加50%-70%，至1.95-2.14亿元，去年同期为1.26亿元。

同时，公司年报披露业绩分配预案：每10股派7元（含税）转增5股。

卫生部3月15日公布的2012版《国家基本药物目录》，公司主打产品氯吡格雷（泰嘉）入选。

**点评：**

- **心血管业务增长良好，业绩略高于预期：**心血管产品的氯吡格雷及贝那普利在高基数上实现了快速增长。公司制剂业务较去年同期增加3.8亿元(35.44%)，我们认为主要由心血管产品贡献，预计增长40%左右；销售费用同比增加36.38%至4.5亿元，与制剂增长吻合。
- **现有产品看点，氯吡格雷、贝那普利和比伐卢定：**我们认为心血管发病率提高、医保控费/进口替代、销售渠道优势等因素仍在发挥积极作用，我们预计公司2013年氯吡格雷以及贝那普利仍将持续高增长。比伐卢定经过近两年的学术推广铺垫，今明两年随着医保招标开展，我们预计将进入放量收获阶段。
- **在研产品看点，心血管支架和阿利沙坦：**我们预计阿利沙坦和心脏支架2014年能上市，2015年起利用销售优势贡献较大收入。同期能上市其他新产品预计有氟伐他汀和左乙拉西坦等。
- **氯吡格雷进基药，影响中性：**新版基药目录公布后，我们预计调整新进产品的价格是大概率事件。公司产品泰嘉属于“优质优价”产品，可享受“首仿+国家标准制定者+制剂出口”多重质量保护，我们认为未来基药招投标和使用政策不会实质影响泰嘉现有价格体



系，以及处方量增长逻辑。氯吡格雷进基药对公司影响中性。

- **维持“强烈推荐”评级：**我们预计公司 2013-2015 年利润增速分别为 31%、30%和 28%，EPS 分别为 1.90、2.46 和 3.16 元/股，对应 EPS 的相对估值为 28、21、17 倍。我们认为公司是投资心血管领域的优质之选，当前股价仍略低于同类大病种公司 2013 年 30 倍 PE 的平均估值，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：**新产品的开发、推广进度低于预期；基本药物目录执行政策出现极端情况。

| 主要财务指标 (百万元) | 2012  | 2013E | 2014E | 2015E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入         | 1829  | 2364  | 2984  | 3737  |
| 收入同比(%)      | 24%   | 29%   | 26%   | 25%   |
| 归属母公司净利润     | 635   | 829   | 1074  | 1376  |
| 净利润同比(%)     | 57%   | 31%   | 30%   | 28%   |
| 毛利率(%)       | 74.6% | 74.6% | 76.7% | 78.9% |
| ROE(%)       | 24.4% | 24.1% | 25.7% | 26.9% |
| 每股收益(元)      | 1.46  | 1.90  | 2.46  | 3.16  |
| P/E          | 36    | 28    | 21    | 17    |
| P/B          | 8.78  | 6.66  | 5.48  | 4.47  |
| EV/EBITDA    | 29    | 22    | 17    | 14    |

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           | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 会计年度            | 2012  | 2013E | 2014E | 2015E |
| <b>流动资产</b>    | 2160 | 3005  | 3748  | 4719  | <b>营业收入</b>     | 1829  | 2364  | 2984  | 3737  |
| 现金             | 959  | 1452  | 1842  | 2401  | 营业成本            | 465   | 601   | 696   | 787   |
| 应收账款           | 545  | 704   | 888   | 1113  | 营业税金及附加         | 27    | 34    | 43    | 54    |
| 其他应收款          | 7    | 9     | 11    | 14    | 营业费用            | 453   | 574   | 757   | 996   |
| 预付账款           | 155  | 200   | 232   | 262   | 管理费用            | 168   | 212   | 266   | 331   |
| 存货             | 226  | 292   | 337   | 382   | 财务费用            | -22   | -24   | -33   | -42   |
| 其他流动资产         | 269  | 347   | 438   | 547   | 资产减值损失          | 8     | 8     | 8     | 8     |
| <b>非流动资产</b>   | 820  | 845   | 871   | 874   | 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 1    | 0     | 0     | 0     | 投资净收益           | -0    | -0    | -0    | -0    |
| 固定资产           | 528  | 544   | 539   | 523   | <b>营业利润</b>     | 730   | 958   | 1247  | 1603  |
| 无形资产           | 145  | 187   | 233   | 260   | 营业外收入           | 25    | 22    | 22    | 22    |
| 其他非流动资产        | 146  | 114   | 98    | 91    | 营业外支出           | 5     | 5     | 5     | 5     |
| <b>资产总计</b>    | 2981 | 3849  | 4618  | 5593  | <b>利润总额</b>     | 750   | 976   | 1264  | 1620  |
| <b>流动负债</b>    | 333  | 372   | 398   | 426   | 所得税             | 115   | 146   | 190   | 243   |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>净利润</b>      | 636   | 829   | 1074  | 1377  |
| 应付账款           | 82   | 82    | 109   | 115   | 少数股东损益          | 0     | 1     | 1     | 1     |
| 其他流动负债         | 251  | 290   | 290   | 311   | <b>归属母公司净利润</b> | 635   | 829   | 1074  | 1376  |
| <b>非流动负债</b>   | 41   | 41    | 41    | 41    | EBITDA          | 751   | 988   | 1272  | 1622  |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 1.46  | 1.90  | 2.46  | 3.16  |
| 其他非流动负债        | 41   | 41    | 41    | 41    |                 |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 374  | 413   | 439   | 467   | <b>主要财务比率</b>   |       |       |       |       |
| 少数股东权益         | 3    | 3     | 4     | 5     | <b>会计年度</b>     | 2012  | 2013E | 2014E | 2015E |
| 股本             | 436  | 436   | 436   | 436   | <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 资本公积           | 792  | 792   | 792   | 792   | 营业收入            | 24.0% | 29.3% | 26.2% | 25.2% |
| 留存收益           | 1376 | 2205  | 2947  | 3894  | 营业利润            | 56.3% | 31.3% | 30.1% | 28.6% |
| 归属母公司股东权益      | 2604 | 3433  | 4175  | 5122  | 归属于母公司净利润       | 56.7% | 30.5% | 29.5% | 28.2% |
| <b>负债和股东权益</b> | 2981 | 3849  | 4618  | 5593  | <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |
|                |      |       |       |       | 毛利率(N)          | 74.6% | 74.6% | 76.7% | 78.9% |
| <b>现金流量表</b>   |      |       |       |       | 净利率(N)          | 34.7% | 35.1% | 36.0% | 36.8% |
|                |      |       |       |       | ROE(%)          | 24.4% | 24.1% | 25.7% | 26.9% |
| <b>会计年度</b>    | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | ROIC(%)         | 35.8% | 39.5% | 43.6% | 48.2% |
| <b>经营活动现金流</b> | 521  | 548   | 772   | 1012  | <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 净利润            | 636  | 829   | 1074  | 1377  | 资产负债率(N)        | 12.5% | 10.7% | 9.5%  | 8.3%  |
| 折旧摊销           | 43   | 54    | 58    | 62    | 净负债比率(N)        | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 财务费用           | -22  | -24   | -33   | -42   | 流动比率            | 6.49  | 8.08  | 9.41  | 11.09 |
| 投资损失           | 0    | 0     | 0     | 0     | 速动比率            | 5.81  | 7.29  | 8.56  | 10.19 |
| 营运资金变动         | -159 | -318  | -335  | -393  | <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |
| 其他经营现金流        | 23   | 6     | 7     | 8     | 总资产周转率          | 0.67  | 0.69  | 0.70  | 0.73  |
| <b>投资活动现金流</b> | -288 | -78   | -84   | -65   | 应收账款周转率         | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 资本支出           | 287  | 30    | 30    | 30    | 应付账款周转率         | 6.87  | 7.34  | 7.31  | 7.04  |
| 长期投资           | -2   | -1    | 0     | 0     | <b>每股指标(元)</b>  |       |       |       |       |
| 其他投资现金流        | -3   | -50   | -54   | -35   | 每股收益(最新摊薄)      | 1.46  | 1.90  | 2.46  | 3.16  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -163 | 24    | -299  | -387  | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.20  | 1.26  | 1.77  | 2.32  |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | 每股净资产(最新摊薄)     | 5.97  | 7.88  | 9.58  | 11.75 |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |
| 普通股增加          | 73   | 0     | 0     | 0     | P/E             | 36.01 | 27.59 | 21.30 | 16.62 |
| 资本公积增加         | -73  | 0     | 0     | 0     | P/B             | 8.78  | 6.66  | 5.48  | 4.47  |
| 其他筹资现金流        | -163 | 24    | -299  | -387  | EV/EBITDA       | 29    | 22    | 17    | 14    |
| <b>现金净增加额</b>  | 69   | 494   | 389   | 560   |                 |       |       |       |       |

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