

医药 - 化学药

## 未来有 1-2 年的慢速增长期

—信立泰(002294.SZ) 2013 年三季度报点评

2013 年 11 月 5 日

评级: 中性(维持)

市场数据	2013 年 11 月 4 日
当前价格(元)	36.05
52 周价格区间(元)	28.10-59.49
总市值(百万)	23568.05
流通市值(百万)	10345.74
总股本(百万股)	653.76
流通股(百万股)	286.98
日均成交额(百万)	160.39
近一月换手(%)	50.11%
Beta(2 年)	
第一大股东	信立泰药业有限公司
公司网址	http://www.salubris.cn

预测指标	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1828.88	2139	2528	3033
净利润(百万元)	635.17	775	928	1063
每股收益(元)	1.46	1.78	2.13	2.44
净利润增长率%	56.73%	22%	20%	14%
每股净资产(元)	5.97	7.75	9.30	11.14
市盈率	24.69	29.71	24.80	21.67
市净率	6.03	6.82	5.68	4.74
EV/EBITDA	31.45	24	20	17

资料来源: 世纪证券研究所

### 一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
信立泰	151.41	649.07	632.14%
沪深 300	-1.19%	5.93%	3.19%

■ **2013 年 1-9 月泰嘉维持高速增长。**2013 年 1-9 月份实现收入 16.24 亿元, 同比增长 20.72%, 净利润 5.91 亿, 同比增长 40.1%; 第三季度单季度实现收入 5.63 亿, 净利润 2.00 亿, 同比分别增长 13.36% 与 11.33%。第三季度相比上半年收入以及净利润增速都有不同程度的下滑, 可能是由于行业反贿赂及基数高导致。

■ **维持判断-未来压力增大。**1.泰嘉进入成熟期, 速度必然放缓: (1) 面对专利过期, 竞争必然增加;(2)行业增速放缓;(3)降价压力等。2. 头孢制剂国家限制, 毛利有下降趋势, 可能会降低对净利润增幅; 3.新产品短期对业绩贡献小: (1)比伐卢定 2013 年销售最多 2-3000 万, 各地的招标也还在进行当中, 由于基数小, 2013 年对业绩贡献有限; (2)阿力沙坦酯 2012 年获得新药证书, 2013 年底已经获得生产批件, 并上市销售, 预计到 2015 年到 2016 年销售, 存在两年过亿可能。(3)冠脉支架预计最快 2014 年申请生产批件, 2015 年形成销售。购买了复格列汀还处于临床前研究阶段。

■ **维持“中性”评级。**预计公司 2013-2014 年收入分别增长 24.6%、20.3%, 归属母公司净利润增长 35.5%、22.5%, EPS1.32 元、1.61 元。对应现有股价 36.04 元 PE 分别为 27.4 倍与 22.4 倍。根据我们 DCF 估值分析公司合理价值为 31.2 元/股, 现在价格 36.04 元/股, 估值基本合理, 给予“中性”评级。

**风险提示:** 产品质量风险、政策风险、产品降价风险、坏账风险。

### 相关报告

- 《》, 2013.9
- 《》, 2013.9
- 《》, 2012.8

邓聪

执业证书号: S1030512070001  
0755-83199599-8261

本公司具备证券投资咨询业务资格

### 分析师申明

本人, 邓聪, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 1. 泰嘉维持高速增长

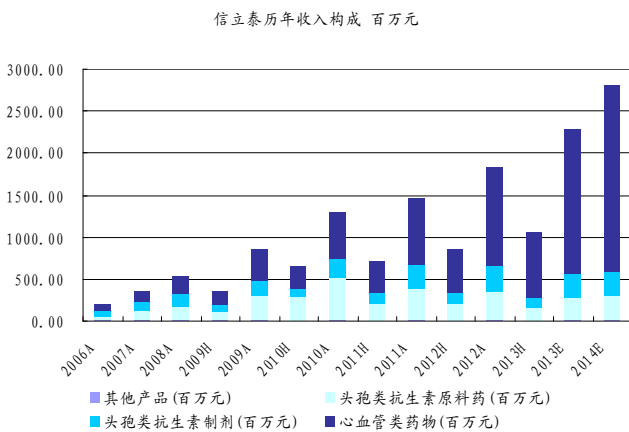
信立泰2013.10.15披露2013年三季度报。

2013年1-9月份实现收入16.24亿元，同比增长20.72%，净利润5.91亿，同比增长40.1%；第三季度单季度实现收入5.63亿，净利润2.00亿，同比分别增长13.36%与11.33%。第三季度相比上半年收入以及净利润增速都有不同程度的下滑。有可能是由于行业反贿赂以及去年产品销售基数较高导致增速下降。

净利润增长比收入增长快，我们推测主要是由于毛利率更高的制剂产品增长更快，主要是硫酸氯吡格雷片增长快。综合毛利率达到78.42%，而2012年同期毛利率仅有70.85%，带动净利率从32.35%提升到36.58%。

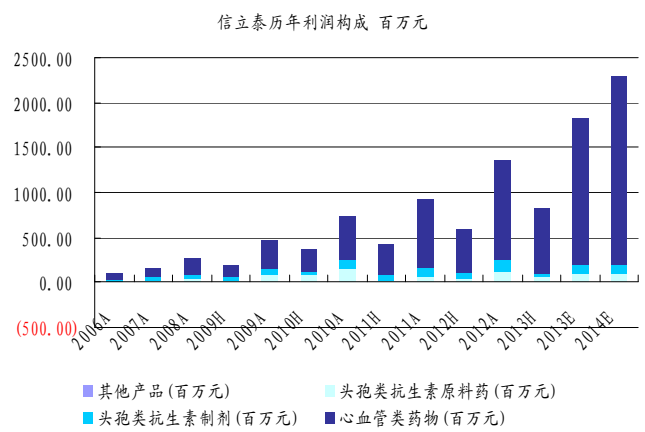
抗生素业务由于限抗的影响还没有消除，基本平稳，但由于原料药中间体等价格处于低位，毛利率有所提升，因此对净利润的影响有限。

Figure 1 信立泰收入及增长状况



数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 2 信立泰利润及增长状况



数据来源: WIND、世纪证券研究所

### 2. 维持之前判断-未来压力加大

#### 2.1 硫酸氯吡格雷步入成熟期

总体而言信立泰相比之前销售压力更大，预计未来三年增长将放缓到年均15-20%。

(1) 重磅炸弹，专利已经过期，竞争加剧，但短期内威胁不到信立泰。

**硫酸氯吡格雷的市场竞争将加剧。但短期威胁不到信立泰以及赛诺菲的地位。**硫酸氯吡格雷是心脏搭桥手术的术前以及术后用药，用药选择关系到病人的生命安全，赛诺菲安万特以及信立泰的硫酸氯吡格雷疗效以及安全性已经得到医生的公认，医生不会轻易去选择疗效以及安全性不明朗的仿制药；况且在价格方面，相对于动辄几万元的手术费，信立泰的硫酸氯吡格雷一年期用药也才不到 3000 元，价格占比并不大，而且大部分病人在术后用药没有达到推荐用药时长，因此仿制药的低价策略可能效果并不好。

### **(2)市场增速放缓。**

我国 PCI 手术数量逐渐稳定，2012 年官方数据显示增加 10%左右，到 36-37 万例，不发达地区增长快，所以可能实际增长稍快于 10%。且术后用药的延长以及其他适应症的拓展是一个非常缓慢的过程。

因此我们认为氯吡格雷的未来 2-3 年年均自然增长率为 10-15%。

但信立泰可以抢夺赛诺菲的市场，过去三年复合增长率超过 40%。我们保守预计未来三年信立泰的泰嘉能够达到 20%的年均增长率。

### **(3)政府政策对价格有压力。**

硫酸氯吡格雷进入 2012 版基药，各地将开始招标，对价格有很大压力。

通过对前期基药招标观察，泰嘉在北京以主导规格 25mg 独家中标，75mg 三家中标，陕西是独家中标，其他公布招标的省份都允许 2-3 家进入招标。但中标价格没有公布，但我们推测相比医保招标，价格肯定下降。

药品进入基药目录，需要以价换量，县级医院是增量市场，基药目录的推行是不是顺利还有待观察。

### **(4)出口短期不抱太大希望**

大亚湾生产基地于 2013 年 1 月获得欧盟许可生产硫酸氢氯吡格雷，同时，2012 年公司全资子公司 Splendris 公司已在德国、葡萄牙、爱尔兰

兰等10个欧盟国家取得硫酸氢氯吡格雷的MA (Marketing Authorisation) 市场销售许可, 2013年启动对欧盟国家的销售工作。希望用3-5年时间做铺垫。2013-2014年可能是千万级的销售。

## 2.2 头孢类制剂及原料药国内竞争激烈

### A. 头孢类制剂及原料药国内竞争激烈

国内抗生素企业数量多, 竞争激烈: 截至 2008 年, 经 SFDA 批准拥有抗生素产品生产资质的企业有 747 家, 占有所有医药企业数量的 11%, 共有批准上市抗生素药品制剂文号 30,778 件, 占有所有药品制剂文号的 16%, 常用通用名药物 200 多种。

### B. 国家政策限制使用

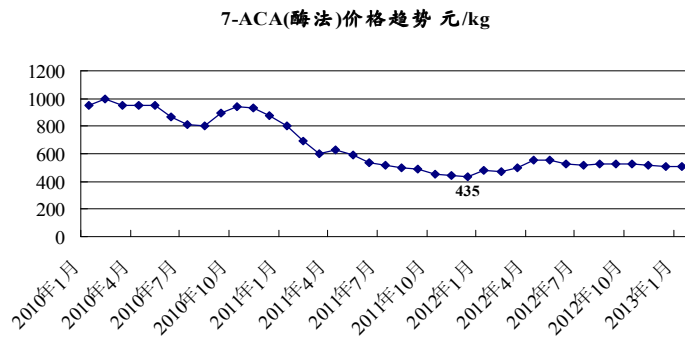
2011 年 7 月开始实施抗生素分级管理制度, 三级医院购进抗菌药物品种不得超过 50 种, 二级应用不得超过 35 种, 将抗生素分为三级, 暨非限制使用(处方医师开具)、限制使用(主治以上医师开具)、特殊使用(主任医师开具)。此举重创抗生素行业。

**预计未来 1-2 年, 信立泰抗生素业务不拖后腿已经不错。**

**2012 年原料药**毛利率提升 25% 受益于中间体 7-ACA 价格 2011 年急剧下降。2012 年, 7-ACA 的价格在 500-600 之间徘徊, 与 2011 年比并没有显著下降。推测 7-ACA 的成本介于 400-600 之间, 很难再向下。从价格判断, 供需格局并没有显著改善。

预计 2013 年 7-ACA 的成本相比 2012 年并不会显著下降, 而制剂价格有可能下降, 预计 35% 的高毛利率很难维持。从 2006 年到 2012 年原料药的平均毛利率为 24%, 未来有回归的可能。

Figure 4 国内 7-ACA 价格趋 2010.1-2013.1



数据来源：健康网

制剂中，头孢吡肟属于特殊使用类别，头孢唑辛钠属于限制使用及基药产品，势必会影响价格。

我们判断信立泰未来 2-3 年抗生素制剂及原料药业务存在下降可能。

Figure5 信立泰抗生素制剂及原料药主要产品状况

类别	药品名称	描述	生产批文	类别	其他
抗生素制剂	特殊使用	头孢吡肟	四代头孢, 用于治疗敏感细菌引起的中重度感染。	64个制剂品规批文	四类新药, 医保乙类, 信立威, 2008年市场第一, 25.89%
	非限制使用	头孢唑辛钠	二代头孢, 用于敏感细菌引起的中重度感染, 也可以用于预防手术后伤口的感染。	341个制剂批文	四类新药, 基药, 信立欣, 2008年第七, 4.49%
	限制使用	头孢西丁钠	二代头孢, 用于敏感细菌所致的呼吸道、泌尿道、腹内、生殖系统、皮肤、软组织、骨路及关节感染以及败血症, 也可以用于手术预防感染。	108个制剂批文	仿制药, 医保乙类
原料药		头孢吡肟	7-ACA为中间体	28个生产批文	三类新药
		头孢唑辛钠	7-ACA为中间体	61个生产批文	四类新药
		头孢西丁钠	头孢噻吩酸为中间体	14个生产批文	仿制药

数据来源：健康网

### 2.3 新产品上量需要时间

近 2-3 年上市的重磅新产品：短期内对销售贡献有限。

Figure 6 信立泰未来重磅产品

新药名称	状态	获得	新药类别	市场规模	备注
比伐卢定	已经上市, 2012年销售额2000万, 2013年招标后有望销售额大幅增长	1220万, 购买	3.1类新药	多肽类的水蛭素类似物	2000年美国上市, 原研厂家美国TMC公司2010年全球销售额4亿美元。信立泰第一次引入中国。用于PCI手术的术中用药, 与原有产品泰嘉形成系列互补, 推广协同性明显。主要用于预防血管成型介入治疗不稳定性心绞痛, 前后的缺血性并发症。由于原研厂家销售能力有限, 故销售额低估。
阿力沙坦酯	2012年获得新药证书, 申请生产批件, 预计2013-2014年拿到批件	3.39亿元, 购买	1.1类新药, 专利保护期到2026年	血管紧张素II受体拮抗剂。全球及国内主要有阿沙坦与氯沙坦	预测以后销售规模可以达到泰嘉的水平。2项关键性临床试验, 一项为与氯沙坦钾比较, 一项与安慰剂比较, 研究周期均为12周。结果提示本品艾力沙坦酯片240mg的降压疗效不劣于氯沙坦钾50mg, 起效早, 并且在不同治疗时间的降压一致性更好, 波动更小。对照阳性药氯沙坦为国内1998年引入第一代沙坦类药物, 2006年让出第一宝座后已经衰落, 2010年市场份额4.87%, 增长13.47%, 不利于学术推广; 但到2015年氯沙坦、氯沙坦、厄贝沙坦等主要竞争对手专利保护期都将期满。
冠脉支架	正在多中心进行大型临床试验, 预计2013年完成临床试验, 2014年申报生产批件	购买	第二代药物可降解支架	现在市场主流产品属第一代药物涂层支架	2012年预计PCI手术量36万例, 10%增长, 乐普医疗、微创医疗、山东威高占据国内大部分市场份额。可以与泰嘉的推广协同, 能够在市场上分一杯羹。竞争激烈, 微创医疗有类似产品同期上市; 雅培依维莫司药物洗脱冠脉支架系统2009年国内上市, 乐普医疗也有无载体药物支架nano2011年上市。

数据来源：健康网

已经上市产品**比伐卢定** 2011 年上市，2013 年上半年很多省份没有招标，销售规模最多 2-3 千万左右，2013-2014 年全国大范围招标后，会放量。但 2013 年销售额占比不会很大，对利润贡献有限。

**阿力沙坦酯** 2012 年获得新药证书，2013 年 11 月已经获得生产批件，并可以上市销售。正好可以赶上 2014 年各地医保招标，预计到 2015 年到 2016 年销售才有可能有起色。该药是 1.1 类新药，临床数据显示，相比阳性药氯沙坦，阿力沙坦酯片 240mg 的降压疗效不劣于氯沙坦钾 50mg，起效早，并且在不同治疗时间的降压一致性更好，波动更小。我们推测通过信立泰的渠道、阿力沙坦酯良好的药效以及 1.1 类新药的单独定价以及单独招标，相比已经上市销售的氯沙坦以及缬沙坦的优势，我们认为其存在上市销售后销售额过 1 亿的可能性。

**冠脉支架**预计最快 2014 年申请生产批件，2015 年形成销售。

另外 2013.10 信立泰花费 2500 万购买了重庆复创的复格列汀，但该药品还处于临床前研究阶段，离药品上市还有很长的一段距离。

### 3. 盈利预测

#### 3.1 关键假设

- (1). 医药行业稳定增长，保持 20%-22% 的增长率。
- (2). 公司持续稳定经营。
- (3). 保持同样的经营效率，综合毛利率由于制剂类产品占比提升而稳步上升，期间费用率稳步上升，所得税率为 15%。

#### 3.2 盈利预测

我们预计公司 2013-2014 年收入分别增长 24.6%、20.3%，归属母公司净利润增长 35.5%、22.5%，EPS1.32 元、1.61 元。对应现有股价 36.04 元 PE 分别为 27.4 倍与 22.4 倍。

Figure 3 业绩预测

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011H	2011A	2012H	2012A	2013H	2013E	2014E
其他产品(百万元)	203.14	347.94	527.17	849.59	1297.77	717.90	1474.88	849.09	1824.28	1061.57	2273.30	2734.96
头孢类抗生素原料药(百万元)	11.14	16.24	18.55	18.86	20.77	0.00	11.21	7.22	11.21	7.00	11.21	11.21
头孢类抗生素制剂(百万元)	33.43	101.60	155.54	285.69	493.00	217.25	380.15	199.27	351.64	157.05	281.31	295.38
心血管类药物(百万元)	88.28	107.16	144.30	180.61	237.40	125.31	274.55	132.14	296.52	120.55	280.00	302.40
其他产品(百万元)	70.29	122.94	208.78	364.43	546.60	375.34	808.97	510.46	1164.91	783.56	1700.77	2125.97
其他产品(百万元)	107.10	185.87	259.36	376.41	555.59	293.97	559.86	270.21	471.94	230.63	500.24	540.35
头孢类抗生素原料药(百万元)	5.82	6.66	7.19	6.33	6.97	0.00	11.89	6.13	11.89	6.00	11.89	11.89
头孢类抗生素制剂(百万元)	30.41	88.31	126.83	212.41	351.19	186.44	324.18	148.90	226.93	98.96	238.27	250.19
心血管类药物(百万元)	62.96	74.09	97.24	116.71	149.56	79.12	171.14	82.51	169.94	88.77	181.83	196.38
其他产品	7.91	16.82	28.10	40.96	47.87	28.41	52.65	32.67	63.19	42.47	68.24	81.89
其他产品	0.47	0.47	0.51	0.56	0.57	0.59	0.62	0.68	0.74	0.78	0.78	0.80
头孢类抗生素原料药	0.48	0.59	0.61	0.66	0.66	0.00	0.00	0.00	(0.06)	0.00	(0.06)	(0.06)
头孢类抗生素制剂	0.09	0.13	0.18	0.26	0.29	0.14	0.15	0.25	0.35	0.37	0.15	0.15
心血管类药物	0.29	0.31	0.33	0.35	0.37	0.37	0.38	0.38	0.43	0.26	0.35	0.35
其他产品	0.89	0.86	0.87	0.89	0.91	0.92	0.93	0.94	0.95	0.95	0.96	0.96
其他产品(百万元)	0.71	0.52	0.61	0.53	0.09	0.14	0.18	0.24	0.25	0.25	0.25	0.20
头孢类抗生素原料药(百万元)	0.46	0.14	0.02	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
头孢类抗生素制剂(百万元)	2.04	0.53	0.84	0.73	(0.22)	(0.10)	(0.08)	(0.08)	(0.21)	(0.20)	0.05	0.05
心血管类药物(百万元)	0.21	0.35	0.25	0.31	0.08	0.15	0.05	0.08	(0.09)	(0.06)	0.08	0.08
其他产品(百万元)	0.75	0.70	0.75	0.50	0.44	0.48	0.36	0.44	0.54	0.46	0.25	0.25
头孢类抗生素原料药(百万元)	0.74	0.40	0.45	0.48	0.00	0.01	(0.08)	(0.16)	(0.15)	0.06	0.08	0.08
头孢类抗生素制剂(百万元)	0.14	0.08	(0.12)	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
心血管类药物(百万元)	1.90	0.44	0.67	0.65	(0.05)	0.05	(0.20)	(0.30)	(0.34)	0.05	0.05	0.05
其他产品	0.18	0.31	0.20	0.28	0.09	0.15	0.04	(0.01)	0.08	0.07	0.08	0.08
头孢类抗生素原料药(百万元)	1.13	0.67	0.46	0.17	0.16	0.10	0.15	0.20	0.30	0.08	0.20	0.20

数据来源：世纪证券研究所

## 3.3 DCF 估值

根据我们 DCF 估值分析公司合理价值为 31.2 元/股, 现在价格 36.04 元/股, 估值基本合理, 给予”中性”评级。

Figure 4 DCF 参数假设

DCF 主要参数和主要假设			
预测项目	预测值	预测项目	预测值
无风险利率	4.10%	法定所得税	15.00%
BETA	0.96	债务成本	6.35%
市场预期收益率	10.00%	债务比例	13.04%
股权成本	9.79%	WACC	9.34%
永续增长率	1.00%		

数据来源：世纪证券研究所

Figure 5 DCF 敏感性分析

WACC(%)	永续增长率Gn(%)					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
4.34%	71.31	88.11	119.25	196.83	729.17	-354.58
5.34%	56.33	65.97	81.38	109.96	181.16	669.70
6.34%	46.18	52.24	61.10	75.25	101.50	166.90
7.34%	38.88	42.93	48.51	56.65	69.66	93.79
8.34%	33.40	36.23	39.96	45.09	52.58	64.55
9.34%	29.15	31.20	33.81	37.25	41.97	48.86
10.34%	25.77	27.30	29.19	31.59	34.75	39.10
11.34%	23.03	24.19	25.59	27.33	29.55	32.47
12.34%	20.76	21.66	22.73	24.02	25.63	27.68
13.34%	18.87	19.57	20.40	21.38	22.58	24.07
14.34%	17.26	17.82	18.47	19.23	20.14	21.25
15.34%	15.89	16.34	16.85	17.45	18.16	19.00

数据来源：世纪证券研究所



---

---

**世纪证券投资评级标准:**

---

**股票投资评级**

---

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

**行业投资评级**

---

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.