

医药 - 化学药

泰嘉维持高速增长

—信立泰(002294.SZ) 2014 年中报点评

2014 年 9 月 9 日

评级: 增持(上调)

市场数据	2014 年 9 月 5 日
当前价格(元)	31.64
52 周价格区间(元)	27.21-40.65
总市值(百万)	20684.97
流通市值(百万)	9080.10
总股本(百万股)	653.76
流通股(百万股)	286.98
日均成交额(百万)	111.47
近一月换手(%)	27.45%
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	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2327.48	2817	3288	3946
净利润(百万元)	830.42	999	1137	1356
每股收益(元)	1.27	1.53	1.74	2.07
净利润增长率%	30.74%	20%	14%	19%
每股净资产(元)	4.79	5.71	6.79	8.09
市盈率	24.91	20.74	18.22	15.28
市净率	6.61	5.55	4.67	3.92
EV/EBITDA	20.58	16	14	12

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	216.44	371.27	-138.92
沪深 300	3.37%	13.89%	4.59%

■ **2014 年上半年泰嘉维持高速增长。**2014 年 1-6 月份实现收入 13.04 亿元, 同增 22.81%, 毛利率 76.61%, 与去年同期基本持平; 期间费率 31.43%, 同比下降 1 个百分点, 由于收入稳定增加, 毛利率保持稳定, 净利润达到 4.95 亿元, 同比增长 26.07%。推测核心产品泰嘉同比上升 21.4%, 达到 8.5 亿元, 比伐卢定 0.2 元, 贝那普利 0.6 亿元, 头孢制剂与原料药恢复性增长。

■ **业务逐现曙光。1.泰嘉降价压力趋稳。**信立泰在新一轮招标中并没有低价中标, 至今各省医保招标过半, 泰嘉价格总体保持稳定, 我们认为主要是仅新增一个新竞争对手, 竞争格局并不恶劣。但 2-3 年后更多新进入者预计将对市场产生很大的冲击; **2.新产品稳步推进:** 比伐卢定、信力坦产品已经上市, 正处于前期的推广期; PCI 涂层可降解支架预计 2015 年上市, 与自有渠道无缝链接, 将成为市场上一股重要的力量。

■ **上调“增持”评级。**预计公司 2014-2015 年收入分别增长 21.05%、16.71%, 归属母公司净利润增长 20.3%、13.8%, EPS1.53 元、1.78 元。对应现有股价 31.69 元 PE 分别为 20.74 倍与 18.22 倍。根据我们 DCF 估值分析公司合理价值为 34.64 元/股, 现在价格 31.69 元/股, 有一定程度的低估, 给予“增持”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

《未来有 1-2 年的慢速增长期》, 2013.11

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2014.8.19披露2014年中报。

2014年1-6月份实现收入13.04亿元，同比增长22.81%，成本上升32.21%，毛利率76.61%，与去年同期基本持平，期间费率31.43%，同比下降1个百分点，由于收入稳定增加，毛利率保持稳定，净利润达到4.95亿元，同比增长26.07%。现金流量保持稳定净流入，达到9600万。

制剂产品实现收入11.14亿，同比增长23.18%，营业利润7.73亿，占比94.86%，同比增加46.54%。

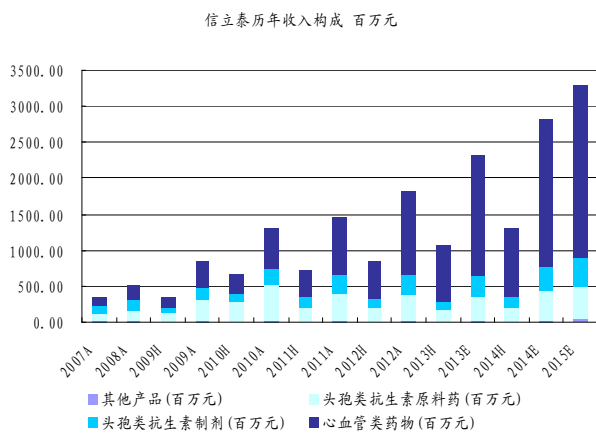
我们推测核心产品硫酸氯吡格雷(泰嘉)实现收入8.5亿元,同比2013年7亿元,增加21.4%，贝那普利0.6亿元,比伐卢定2000万；头孢制剂及头孢类原料药有一定程度的恢复性增长,毛利率基本与去年同期持平,主要是由于原料药价格趋稳,限抗趋于平稳,环保压力的增大导致小厂商等逐渐被淘汰出市场,市场逐渐稳定。

研发方面公司获得左乙拉西坦原料药以及制剂的生产批文,申请西他沙星与比伐卢定增加适应症临床批件。

生产方面坪山新区冻干粉针生产线取得GMP批件。

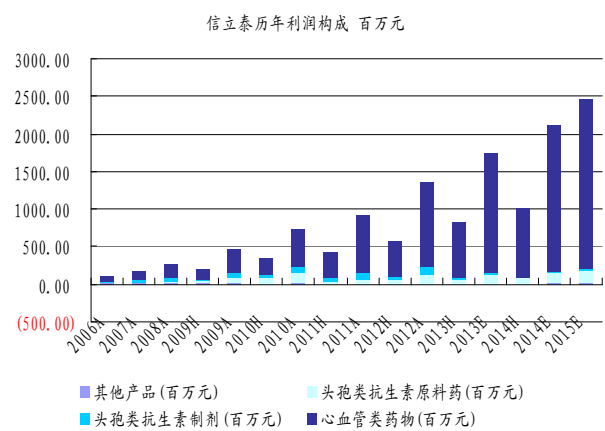
销售方面稳步推进。泰加宁以及信立坦进行学术推广以及招标工作,处于前期推广阶段。泰嘉等原有产品销售正常。

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. 业务逐现曙光

2.1 硫酸氯吡格雷降价压力趋稳

仿制药河南新帅克在产品上市之后采取低价销售策略,但是信立泰泰嘉并不跟随降价。新一轮基药招标信立泰并不参与低价中标,医保招标中也保持价格的稳定。

各省新一轮医保招标过半,泰嘉总体价格保持稳定。我们认为主要是由于国产竞争者只有一家,竞争格局并不恶劣。但是未来随着新竞争者的加入,泰嘉的降价不可避免,但是下轮大面积的招标2-3年之后才会出现。

2.2 新产品稳步推进

信力坦(阿利沙坦酯)与泰加宁(比伐卢定)已经上市,现在还处于市场前期推广阶段。两个产品都拥有成为重磅产品的潜力。

冠脉涂层可降解支架预计在2015年上市,将与公司泰嘉的渠道协同推广。涂层可降解支架国产只有微创的“火鹰”支架,泰嘉的支架预计是该类别支架第二个上市产品,与自有心脑血管渠道无缝链接,将成为市场上一股重要的力量。

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	用于PCI手术的中成药,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。全球及国内主要有额沙坦与氯沙坦	沙坦类2010年全球销售额达到266亿美元,占心脑血管领域的四分之一;国内2011年超过45亿,占高血压33.17%,同比增长17%。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。
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

数据来源: 世纪证券研究所、健康网

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 2014-2015 年收入分别增长 21.05%、16.71%, 归属母公司净利润增长 20.3%、13.8%, EPS1.53 元、1.78 元。对应现有股价 31.69 元 PE 分别为 20.74 倍与 18.22 倍。

Figure 3 业绩预测

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011H	2011A	2012H	2012A	2013H	2013E	2014E	2015E
营业收入	203.14	347.94	527.17	849.59	1297.77	717.90	1474.88	849.09	1824.28	1061.57	2326.98	2816.76	3287.43
其他产品(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	25.00	32.50
头孢类抗生素原料药(百万元)	33.43	101.60	155.54	285.69	493.00	217.25	380.15	199.27	351.64	157.05	346.22	408.54	469.82
头孢类抗生素制剂(百万元)	88.28	107.16	144.30	180.61	237.40	125.31	274.55	132.14	296.52	120.55	280.42	322.48	394.66
心血管类药物(百万元)	70.29	122.94	208.78	364.43	546.60	375.34	808.97	510.46	1164.91	783.56	1689.13	2060.73	2390.45
营业成本	107.10	185.87	259.36	376.41	555.59	293.97	559.86	270.21	471.94	230.63	564.62	688.51	817.08
其他产品(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	13.68	17.51
头孢类抗生素原料药(百万元)	30.41	88.31	126.83	212.41	351.19	186.44	324.18	148.90	226.93	98.96	222.53	267.04	307.09
头孢类抗生素制剂(百万元)	62.96	74.09	97.24	116.71	149.56	79.12	171.14	82.51	169.94	88.77	263.92	311.43	376.83
心血管类药物(百万元)	7.91	16.82	28.10	40.96	47.87	28.41	52.65	32.67	63.19	42.47	77.72	96.37	115.65
毛利率	0.47	0.47	0.51	0.56	0.57	0.59	0.62	0.68	0.74	0.78	0.76	0.76	0.75
其他产品	0.48	0.59	0.61	0.66	0.66	0.00	0.00	0.00	(0.06)	0.00	(0.06)	0.45	0.46
头孢类抗生素原料药	0.09	0.13	0.18	0.26	0.29	0.14	0.15	0.25	0.35	0.37	0.36	0.35	0.35
头孢类抗生素制剂	0.29	0.31	0.33	0.35	0.37	0.37	0.38	0.38	0.43	0.26	0.06	0.03	0.05
心血管类药物	0.89	0.86	0.87	0.89	0.91	0.92	0.93	0.94	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95
增长率	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011H	2011A	2012H	2012A	2013H	2013E	2014E	2015E
营业收入		0.71	0.52	0.61	0.53	0.09	0.14	0.18	0.24	0.25	0.28	0.21	0.17
其他产品(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	0.30
头孢类抗生素原料药(百万元)		2.04	0.53	0.84	0.73	(0.22)	(0.10)	(0.08)	(0.08)	(0.21)	(0.20)	0.18	0.15
头孢类抗生素制剂(百万元)		0.21	0.35	0.25	0.31	0.08	0.15	0.05	0.08	(0.09)	(0.05)	0.15	0.22
心血管类药物(百万元)		0.75	0.70	0.75	0.50	0.44	0.48	0.36	0.44	0.54	0.45	0.22	0.16
营业成本		0.74	0.40	0.45	0.48	0.00	0.01	(0.08)	(0.16)	(0.15)	0.20	0.22	0.19
其他产品(百万元)		0.14	0.08	(0.12)	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.15	0.28
头孢类抗生素原料药(百万元)		1.90	0.44	0.67	0.65	(0.05)	0.05	(0.20)	(0.30)	(0.34)	0.05	0.20	0.15
头孢类抗生素制剂(百万元)		0.18	0.31	0.20	0.28	0.09	0.15	0.04	(0.01)	0.08	0.08	0.18	0.21
心血管类药物(百万元)		1.13	0.67	0.46	0.17	0.16	0.10	0.15	0.20	0.30	0.23	0.24	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 34.64 元/股, 现在价格 31.69 元/股, 有一定程度的低估, 给予“增持”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	3.72%	法定所得税	15.00%
BETA	1.01	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	10.06%	WACC	9.58%
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%
4.58%	78.12	95.27	125.73	194.81	503.19	-647.74
5.58%	62.15	72.25	87.99	115.95	179.36	462.43
6.58%	51.16	57.61	66.89	81.35	107.04	165.29
7.58%	43.16	47.53	53.47	62.00	75.29	98.91
8.58%	37.11	40.19	44.21	49.68	57.52	69.76
9.58%	32.39	34.64	37.47	41.18	46.20	53.43
10.58%	28.62	30.29	32.36	34.98	38.39	43.02
11.58%	25.54	26.82	28.37	30.28	32.69	35.83
12.58%	22.99	23.99	25.17	26.59	28.36	30.58
13.58%	20.85	21.64	22.55	23.64	24.96	26.59
14.58%	19.04	19.66	20.38	21.23	22.24	23.46
15.58%	17.48	17.98	18.56	19.23	20.01	20.94

数据来源：世纪证券研究所

4.风险提示

风险提示:

- (1) 产品质量风险。
- (2) 政策风险，产品降价风险。
- (3) 坏账风险。

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.