

持久耐力的低估值优质白马

2014.12.15

强烈推荐 (维持)

首席分析师：张伟 **助理研究员：唐爱金**
 电话：020-88836113 020-88836115
 邮箱：zhangwei@gzgzhs.com.cn tangaij@gzgzhs.com.cn
 执业编号：A1310512070001

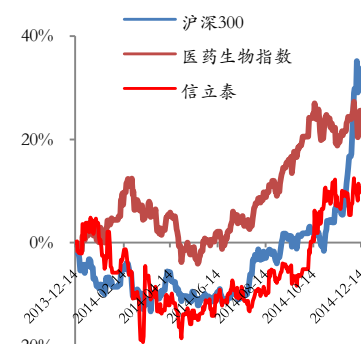
现价：38.11
 目标价：50
股价空间：23.78%

医药生物行业

投资要点：

- **氯吡格雷市场空间广阔，泰嘉的竞争优势能享市场扩容**氯吡格雷主要用于 PCI 手术，术前术后使用一年，目前国内 PCI 手术 50 万例/年，增速为 17%，但相比于欧美国家，PCI 手术市场渗透率依然低，PCI 手术普及率只有美国的 1/9，随着 PCI 手术的扩容，预计氯吡格雷将维持 20% 的增长率，而公司泰嘉是氯吡格雷中性性价比最高的产品，市场占有率将继续不断扩大，泰嘉的增速有望保持 25~30% 的增速。预计到 2018 年实现 50 亿销售。
- **阿利沙坦酯（信立坦）、比伐卢定（泰加宁）等二线心血管重磅药品的业绩弹性可期。**信立坦是 1.1 类新药，2013 年 10 月获批生产，作为沙坦类降压药，其安全性、耐受性更好、更适合慢性病的长期用药，未来市场空间预计有望突破 10 亿，公司可把握医保目录增补计划，促使信立坦放量。泰加宁为抗凝血酶药物，和泰嘉共同适用于 PCI 手术，已完成 2000 例的四期临床，公司已有销售队伍可利用现有泰嘉的客户关系迅速推广铺开。目前主要受限于招标政策拖延，随着新招标方案的落地，预计其 2005 年能为公司增加收入 6000 万，未来几年有望翻倍增长。信立坦与泰加宁为公司成长接力“第二棒”
- **看好公司产品线不断丰富，并购搭建生物制剂平台助于提升估值。**公司 11 月份收购了成都金凯和江苏金盟，分别是国内领先的生物制药开发平台和生物药产业化基地，从而搭建了生物制剂研发与生产平台，收购过程引入了重组人甲状旁腺激素、重组人角质细胞生长因子等产品，预计有望在 2017 年获批，为公司注入了新血液，丰富了产品线，接力公司成长的“第三棒”。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 14-16 年 EPS（考虑配股摊薄）分别为 1.61、2.02、2.66 元，对应 23、18、13 倍 PE。公司业绩持久高速增长可期，是持久耐力的低估值白马，给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**泰嘉市场竞争不达预期，比伐卢定、阿利沙坦酯招标与推广不达预期风险、药品事故风险。

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
信立泰	3.28	10.27	23.30
医药生物	5.66	0.92	22.95
沪深 300	23.78	30.52	46.73

基本资料

总市值 (亿元)	237.97
总股本 (亿股)	6.54
流通股比例	43.9%
资产负债率	10.50%
大股东	信立泰药业有 限公司
大股东持股比例	40.75%

相关报告

主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2327.48	2855.55	3553.45	4480.56
同比(%)	27.26%	22.69%	24.44%	26.09%
归属母公司净利润	830.42	1052.58	1319.71	1740.12
同比(%)	30.74%	26.75%	25.38%	31.86%
ROE(%)	28.93%	30.37%	30.93%	32.21%
每股收益(元)	1.27	1.61	2.02	2.66
P/E	26.22	22.68	18.09	13.72
P/B	6.96	6.30	5.05	3.94
EV/EBITDA	20.83	17.38	13.65	10.35



目录

1. 心脑血管专科平台药企	3
1.1 股权结构及子公司	3
1.2 国内最强的心脑血管领域药企	3
1.3 营收主要来自制剂，公司业绩维持高增长	4
2. 氯吡格雷（泰嘉）市场前景可观，将维持快速增长	5
2.1 氯吡格雷市场容量大	5
2.2 泰嘉竞争性优势有望享市场扩容	6
3. 二线产品有望放量，业绩弹性可期	7
3.1 阿利沙坦酯（信立坦）市场超过 10 亿，业绩弹性可期	7
3.2 比伐卢定（泰加宁）中标放量在即	7
4. 看好公司产品线不断丰富，生物药平台提升公司估值	7
5. 投资建议	8

图表目录

图表 1. 公司股权结构图	3
图表 2. 公司的产品以及分类	3
图表 3. 公司主要产品的基本信息	4
图表 4. 公司近年收入（万元）及增长率情况	4
图表 5. 公司归母净利润（万元）及增长率情况	4
图表 6. 公司近年主要产品及综合毛利率	5
图表 7. 公司近年三项期间费用率情况	5
图表 8. 中国与欧美国家 PCI 手术量（万例/年）普及率对比	5
图表 9. 国内 PCI 手术量（万例/年）与增速	6
图表 10. 抗血栓药物与氯吡雷格市场与增长率	6
图表 11. 氯吡格雷国内市场格局以及泰嘉市场占有率	6
图表 12. 预计 2018 年氯吡雷格市场格局	6
图表 13. 2006-2013 年抗高血压药物销售规模与增长率	7
图表 14. 2011-2013 年沙坦类抗高血压药销售额	7
图表 15. 2014 年 11 月 6 日公司公告的并购事件	8

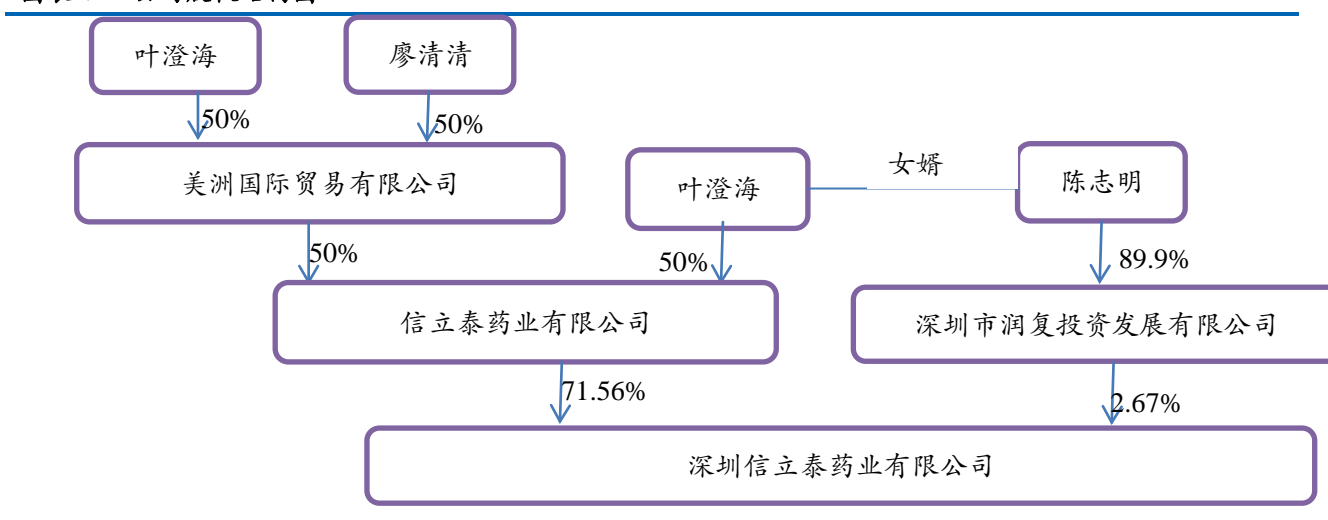


1. 心脑血管专科平台药企

1.1 股权结构及子公司

公司是家族式企业，实际控制人为叶澄海、廖清清夫妇。润复投资的实际控制人陈志明为叶澄海的女婿。叶澄海，70岁，创业前曾为广东省委常委，深圳市委常委。叶澄海属于管理派，管理意识比较超前。儿子叶宇翔，39岁，美国耶鲁大学工商管理硕士，现任总经理，兼任美国耶鲁大学管理学院中国顾问委员会委员、广东省医药行业协会副会长。接班叶宇翔在公司已经任职近十年，具有一定医药行业运营能力，公司换届风险不大。公司管理层具备国际化视野，具有发现高成长产品的战略眼光。

图表1. 公司股权结构图



(资料来源：公司公告、广证恒生)

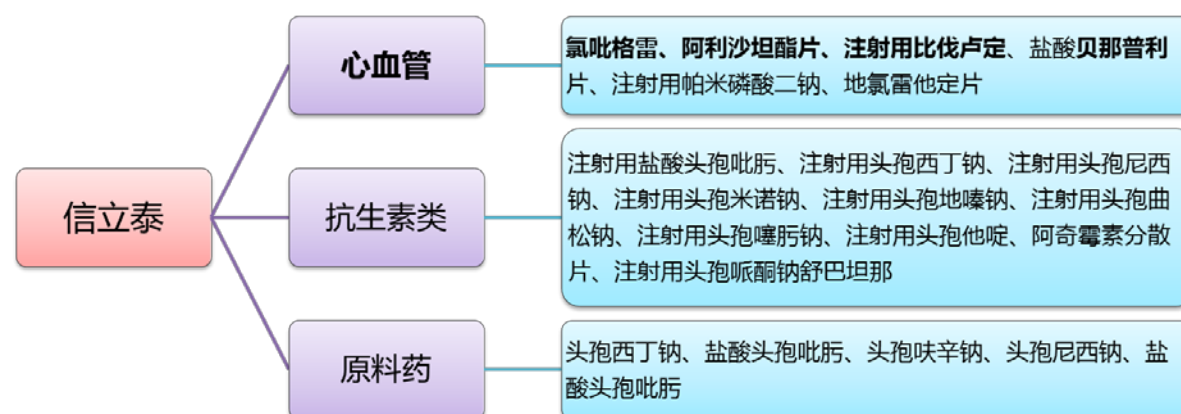
1.2 国内最强的心脑血管领域药企

公司成立于1998年，2009年在深交所上市。主要中制剂有心血管类和抗生素类，还生产少部分抗生素的原料药。

公司在心血管领域有**氯吡格雷（泰嘉）**、**比伐芦定（泰加宁）**、**阿利沙坦酯（信立坦）**、**盐酸贝那普利片**等首仿重磅产品，形成不同层级的业绩增加梯队，公司主攻心血管领域产品，术业有专攻，有独到的技术领先优势。

抗生素类产品主要有注射用盐酸头孢吡肟、注射用头孢呋辛钠、注射用头孢西丁钠、注射用帕米磷酸二钠等。抗生素类产品的上游有原料药：盐酸头孢吡肟原料药、头孢呋辛钠原料药、头孢西丁钠原料药。

图表2. 公司的产品以及分类



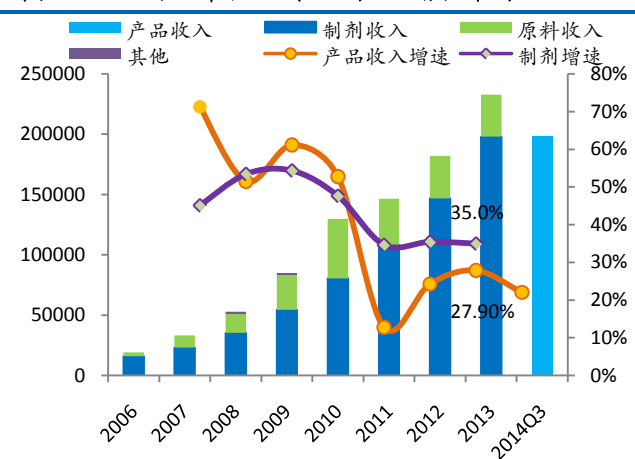

图表3. 公司主要产品的基本信息

产品名称	商品名	类别	主要用途
硫酸氢氯吡格雷片	泰嘉	心血管类	用于预防和治疗因血小板高聚集状态引起的心、脑及其它动脉的循环障碍疾病。
比伐芦定	泰加宁	心血管类	用于临床的直接凝血酶抑制剂。
阿利沙坦酯	信立坦	心血管类	治疗高血压,属于血管紧张素 II 受体拮抗剂,保护肝脏。
盐酸贝那普利片	信达怡	心血管类	主要用于治疗高血压,保护心脑血管靶器官。
注射用盐酸头孢吡肟	信力威	头孢类抗生素	第四代头孢类抗生素,用于治疗敏感细菌引起的中重度感染。
注射用头孢呋辛钠	信立欣	头孢类抗生素	第二代头孢类抗生素,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。
注射用头孢西丁钠	信希汀	头孢类抗生素	第二代头孢类抗生素,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、骨骼及关节感染以及败血症,也可以用于手术预防感染。
注射用帕米膦酸二钠	信尔怡	骨吸收抑制剂类	主要用于治疗癌症病人骨转移疼痛和高钙血症,以及骨质疏松症和甲状旁腺疾病。
盐酸头孢吡肟原料药	-	原料药	用于生产制剂产品
头孢呋辛钠原料药	-	原料药	用于生产制剂产品
头孢西丁钠原料药	-	原料药	用于生产制剂产品

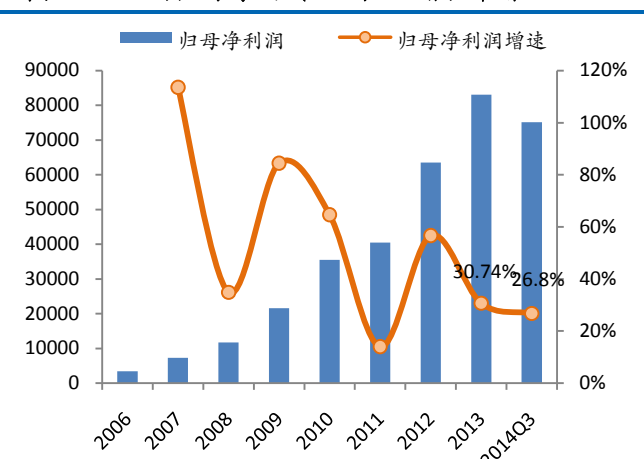
1.3 营收主要来自制剂, 公司业绩维持高增长

公司营收增长稳定,2013 年增速达 27.9%,其中,制剂的销售收入连续五年快速增长,近三年维持在 35%。从 2009 年到 2013 年,公司营收中,制剂的收入占比逐步扩大,从 2009 年的 67.63% 增长到公司 2013 年的 85.42%,而原料收入逐步降低。。2014 年前三季度实现主营收入 19.83 亿元,比上年同期增长 22.08%。

公司 2014 年前三季度净利润达 7.51 亿元(基本每股收益 1.15 元),比上年同期增长 26.79%,维持高位增长。

图表4. 公司近年收入(万元)及增长率情况


(资料来源: WIND、广证恒生)

图表5. 公司归母净利润(万元)及增长率情况


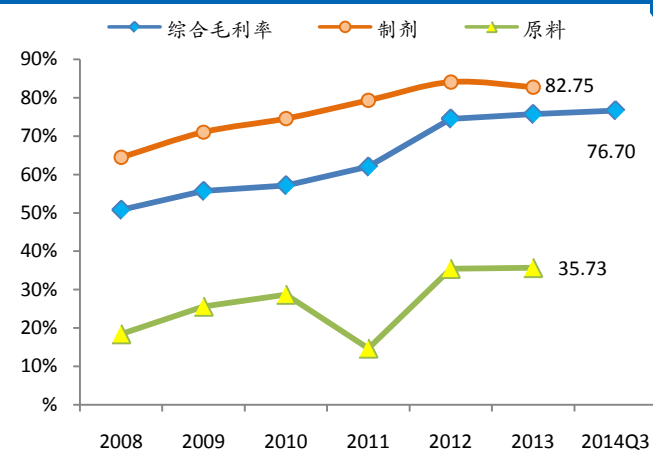
(资料来源: WIND、广证恒生)

制剂毛利率较高,达 82.5%,而原料药毛利率只有 35.7%,毛利组成中,制剂的比重也连年上涨,占 85.4%,因此公司的综合毛利率达 76.7%,且近年来持续增长。以后公司会主要往毛利率高的首仿药方向发展。

公司的期间费用率维持在 30% 上下,2014 年前三季度,期间费用率略微下降,为 31.8%,其中销售费

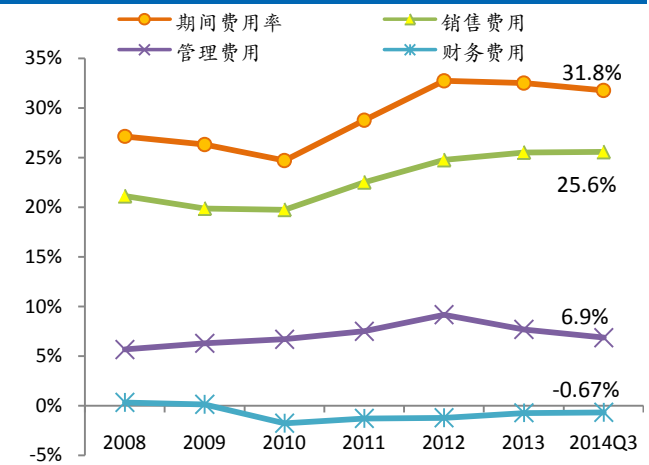
用 25.6%，管理费用 6.9%。公司营业利润率（营业利润/收入）达 43.85%，且近年来逐年上升，说明利润空间大。

图表6. 公司近年主要产品及综合毛利率



(资料来源: WIND、广证恒生)

图表7. 公司近年三项期间费用率情况



(资料来源: WIND、广证恒生)

2. 氯吡格雷（泰嘉）市场前景可观，将维持快速增长

公司的泰嘉（商品名）是氯吡格雷在国内的首仿药，于 2000 年上市，是当前世界上最先进的抗血小板聚集药物，市场前景可观，有望长期维持快速增长。

2.1 氯吡格雷市场容量大

我国心血管病（包括心脏病和脑血管病）患病率处于持续上升阶段，随着社会老龄化的加剧，患病率将进一步上升。冠心病是最常见的一种心血管疾病，目前主要有药物治疗、外科搭桥手术和介入治疗三种方式。冠状动脉介入（PCI）手术，也被称为心脏支架手术，是通过穿刺血管，使导管在血管中前行，到达冠状动脉开口处，用特殊的传送系统将支架输送到需要安放的位置，然后放置、撤出导管结束手术。该手术具有疗程短、创伤小、疗效显著等优点，近年来发展迅速。

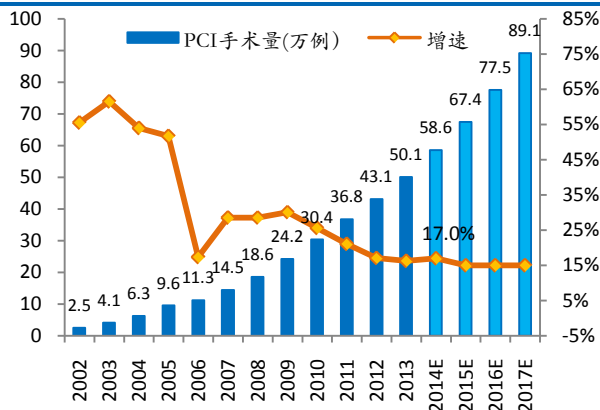
可能市场上有人担忧氯吡格雷增长遇到天花板，事实上目前大可不必顾虑。氯吡格雷主要用于 PCI 手术，术前术后要使用一年。目前国内 PCI 手术 50 万例/年，增速为 17%。我国 PCI 手术市场渗透率远低于国外，美国 PCI 手术市场发展成熟，其人口只有 3.07 亿，PCI 手术达 100 多万例/年，目前中国 13 亿人口只有 50 万例/年，PCI 普及了只有美国的 1/9。因而对比欧美等发达国家，我国的 PCI 普及率仍有很大的增长空间。目前 PCI 手术主要受医疗资源的限制，也取决于老百姓的经济承受能力，以及国家医疗资源的投入。

图表8. 中国与欧美国家 PCI 手术量（万例/年）普及率对比

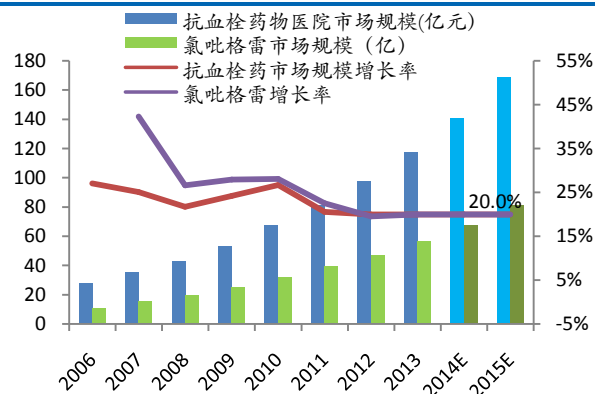
	人口数量	年 PCI 数量	PCI 增速	PCI 普及率（每百万人口）
中国	13.5 亿	50 万	17%	370
英国	6200 万	9 万	1~2%	1500
美国	3.07 亿	100 万	1%	3243

(资料来源: 产业信息网、广证恒生)

我国 2013 年抗血栓药物市场规模为 120 亿元，相比 2006 年的 28.17 亿元涨幅 326%。过去抗血栓药物的市场容量增速均超过 20%，预计未来仍将保持在 20%。在抗血栓药物中，氯吡格雷的份额逐年增加，2006 年氯吡格雷的份额为 38.47%，到 2013 年，氯吡格雷的份额为 48%，氯吡格雷目前市场 50 亿，随着抗血栓药物的扩容，PCI 手术量的增长，预计氯吡格雷增速也将超过 20%，未来 4 年可增长至 100 亿。

图表9. 国内 PCI 手术量 (万例/年) 与增速


(资料来源: 抗血栓药物研究报告、广证恒生)

图表10. 抗血栓药物与氯吡格雷市场与增长率


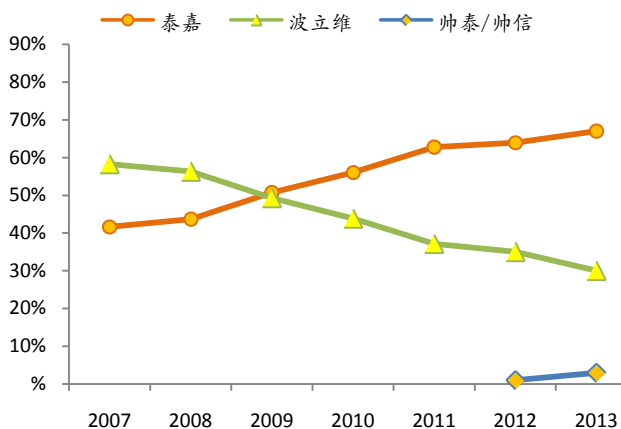
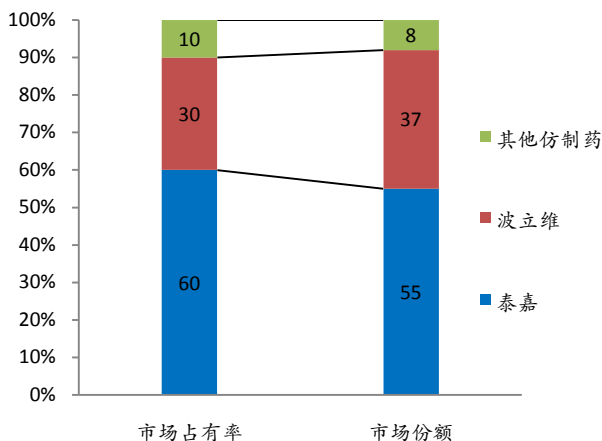
(资料来源: 抗血栓药物研究报告、广证恒生推测)

2.2 泰嘉竞争性优势有望享市场扩容

氯吡格雷, 目前国内仅 3 家企业获得生产批件, 分别是赛诺菲-安万特、信立泰和河南新帅克, 商品和规格名分别为波立维 (75mg)、泰嘉(50mg)、帅泰 (25mg) / 帅信 (75mg), 原研企业是赛诺菲-安万特。公司的泰嘉是性价比相对较高的产品, 临床应用的疗效与安全性跟波立维一致, 且剂量更适合中国人体质, 价格便宜 40%。泰嘉目前市场占有率达 65%, 已超过波立维, 由于价格原因市场份额低于波立维, 国家鼓励进口产品替代的政策导向下, 泰嘉有望抢占更多的市场份额。若波立维降价不到 40%, 泰嘉有望以量换价, 取得更高的市场占有率。

2012 年, 氯吡格雷的专利到期, 氯吡格雷的仿制药陆续上市。河南新帅克在 2012 年获批, 分为 25mg (辅) 和 75mg (主) 两个规格, 分别对应信立泰的 50mg 和安万特的 75mg, 且价格各低 10%、50% 左右, 价格优势明显。今后会有其他的新进入者, 但新进入者对信立泰的冲击不大, 信立泰市场份额有望持续攀升。原因有三: 第一, 医保支付方式调整加速“泰嘉”对原研的替代。第二, 一品双规的政策壁垒。目前, 泰嘉和波立维几乎覆盖所有具备 PCI 手术资质的医院及多数二三级医院, 留给对手的空白市场很小。第三, 品牌和质量壁垒。PCI 手术是针对 ACS 患者, 临床用药直接关系到患者生命, 因此疗效和安全是医生考虑的首要因素, 对价格敏感度不高, PCI 手术的费用一般为几万甚至十几万元, 而公司产品泰嘉术后一年用药支出不超过 4,000 元, 费用占比很小。这决定了仿制药如以低价策略开拓市场将无法取得较好的效果。

我们估算未来泰嘉未来市场份额可超过波立维, 增长至 55 亿, 而其他仿制药占 10%, 泰嘉增速在 25~30%。

图表11. 氯吡格雷国内市场格局以及泰嘉市场占有率

图表12. 预计 2018 年氯吡格雷市场格局




(资料来源：抗血栓市场研究报告、广证恒生)

(资料来源：公司公告、广证恒生推测)

3. 二线产品有望放量，业绩弹性可期

二线产品包括阿利沙坦酯、比伐芦定（首仿、独家）和贝那普利（市场占比排名第二）、贝那普利生产企业众多，竞争激烈，公司凭借销售渠道优势有望保持稳定增速。而信立坦、泰嘉宁目前在招标与市场推广期，有望在 2015 年放量，为公司业绩增长接力“第二棒”。

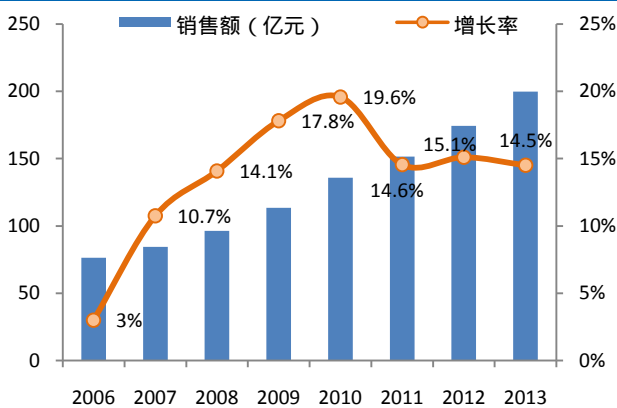
3.1 阿利沙坦酯（信立坦）市场超过 10 亿，业绩弹性可期

信立坦于 2013 年 10 月获得生产批件，是国内抗高血压市场中为数不多的 1.1 类新药，为非肽类前体药，专利保护期到 2026 年，其效果优异，降压平稳，安全性好，通过胃肠道代谢，能有效保护肝脏，代谢产物单一，耐受性好，更适合慢性病的长期用药。

中国高血压人口达 2 亿多，随着人口老龄化，市场将进一步扩大，降压药市场目前在 200-300 亿。降压药主要有地平类，普利类和沙坦类。沙坦类国内目前已上市有 8 个产品，包括缬沙坦、厄贝沙坦、坎地沙坦酯、替米沙坦、依贝沙坦、依普沙坦和沙坦的复方，总市场在 60-70 亿，其中缬沙坦占比最大，2013 年销售额达 16.8 亿。预计未来信立坦的市场可超过 10 亿。

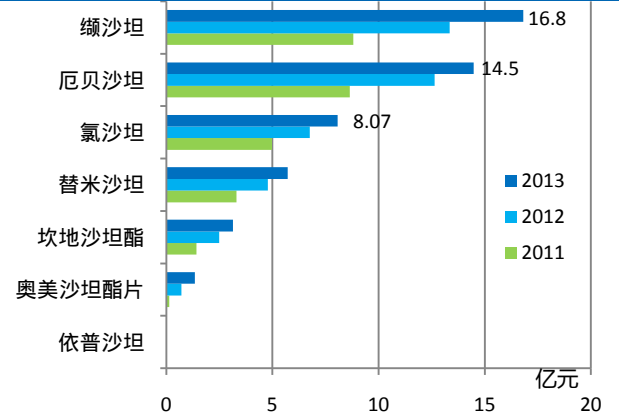
在国家鼓励进口产品替代的政策导向下，国内优秀的自主创新产品将得到更快的发展，信立坦有好的销售团队推广。可把握住 2015 年的两个机会：1) 进入医保目录（放量的基础），预计 2015 年下半年调整；2) 各省医保目录的增补。把握住两个机会至少一个，进入医保之后信立坦的销售额的增长可望每年翻番。

图表13. 2006-2013 年抗高血压药物销售规模与增长率



(资料来源：抗血栓市场研究报告、广证恒生)

图表14. 2011-2013 年沙坦类抗高血压药销售额



(资料来源：IMS、广证恒生推测)

3.2 比伐芦定（泰加宁）中标放量在即

比伐芦定为抗凝血酶药物，和泰嘉共同适用于 PCI 手术。与泰嘉的患者群覆盖度高，公司可利用现有的销售团队迅速推广，目前已经完成 2000 例的四期临床。该产品上市后，国内非医保产品的招标并未大面积展开。受限于此，其可参与销售的途径有限。依据国家药品招标新方案落地，预计 2015 年上半年招标有望取得突破。目前已经有十几个省中标，预计明年可望实现 6000 万销售额，以后每年将翻倍增长。

4. 看好公司产品线不断丰富，生物药平台提升公司估值

公司自有资金相对充足，管理层在发现高成长产品上具有较强的战略眼光，通过收购引入新产品，不断丰富公司的产品线，在原有的氯吡格雷，比伐芦定（泰加宁）、阿利沙坦酯（信立坦）等重磅产品的基础上近期又有所动向。

图表15. 2014年11月6日公司公告的并购事件

并购事件	目的
4500 万元收购苏州金盟 24.06% 股权，并在 2 年内对其增资 1.5 亿，增资完后将持有其 58% 股权。	苏州金盟作为 生物药 产业化基地，拥有哺乳动物细胞表达系统原料生产线、大肠杆菌表达系统原料生产线、冻干粉针线、水针制剂灌装线、卡式瓶灌装线等多条生产线在线。 目前拥有的储备产品：重组人甲状旁腺激素1-34（rhPTH1-34）冻干粉针，3期临床中，预计国内前三仿，有望于2017年获批，市场空间10亿元；重组人角质细胞生长因子（rhKGF）冻干粉针，完成2期临床，有望于2017年获批，预计国内首仿，市场空间5亿元；利妥昔单抗（美罗华），已申报临床，预计国内前三仿；依那西普，已申报临床。
4600 万元收购苏州金盟持有的 成都金凯 80% 股权。	成都金凯研发实力雄厚，拥有国内领先的生物制药开发平台，研发团队经验丰富，预计2015年可申报临床研究3个，2016年可申报临床2个，未来每年将会有2-3个新项目申报临床研究。
4.715 亿收购“上海艾力斯”持有的 信立泰资产管理 有限公司 50% 股权。	——
1000 万元受让“江苏艾力斯” 阿利沙坦酯原料药新药技术 。	拥有阿利沙坦酯药物专利及其原料、制剂生产技术的完全所有权，获得阿利沙坦酯原料药在全球范围内的所有权益。

（资料来源：公司公告、广证恒生）

图表中分析，公司通过收购，进一步丰富了公司的产品线，且迅速搭建了继心脑血管平台之后的生物制药平台，未来 5-10 年，生物医药产业将逐渐成为全球新医药未来发展方向和国家战略重点。生物药平台有望 2017 年起开始为公司陆续贡献利润，接力公司成长的“第三棒”。预计公司管理层还将会持续收购能与公司业务协调发展的并购项目。

5. 投资建议

公司是心脑血管领域龙头药企，随着国内 PCI 手术的扩容，泰嘉是氯吡格雷产品中性价比最高的品种，得益于市场扩容和市场占有率提升，泰嘉销售收入以后 5 年有望维持 25~30% 的增长，从而保证公司业绩不断上涨。公司信立坦以及泰加宁均已上市，处于市场推广期，随着国家招标方案落地，2015 年第二梯队产品有望取得突破性进展，今后 3 年有望实现每年翻番的增长，接力公司成长的“第二棒”。公司近期收购生物平台，预计 2017 年陆续有产品上市，2018 年可贡献业绩，为公司业绩增长接上“第三棒”。公司过去历史平均估值为 32.2，目前化学制药行业的 PE 为 42.43，且公司收购生物药品种，生物制品行业 PE 为 53，有望提升公司的估值，公司目前股价对应 PE 只有 23 倍，存在低估。公司的业绩增长具有较大的确定性，安全边际相对较高，是非常值得投资的白马股。我们预计公司 14-16 年 EPS（考虑配股摊薄）分别为 1.61、2.02、2.66 元，对应 23、18、13 倍 PE。给予“强烈推荐”评级。



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。