

2017年10月19日

信立泰 (002294.SZ)

公司快报

专利挑战成功，替格瑞洛有望提前上市

投资要点

- ◆ **事件：**近日，国家知识产权局专利复审委员会公布第 33591 号专利无效审查决定，宣告第 99815926.3 号“新的三唑并(4,5-D)嘧啶化合物”发明专利无效。该件专利为药物“替格瑞洛”（商品名：倍林达）的化合物专利，专利权人为阿斯利康（瑞典）有限公司。
- ◆ **替格瑞洛临床表现优异，市占率快速攀升：**替格瑞洛是 P2Y12 受体的拮抗剂，属于抗凝血药物，主要用于急性冠脉综合征（不稳定性心绞痛、非 ST 段抬高心肌梗死或 ST 段抬高心肌梗死）患者的治疗，包括接受药物治疗和经皮冠状动脉介入（PCI）治疗的患者，降低血栓性心血管事件的发生率。替格瑞洛由阿斯利康研发，于 2011 年上市，2013 年正式进入中国市场。根据 PDB 的统计数据，在国内的抗凝血药物市场上，氯吡格雷占据了半壁江山，多年来市场份额始终维持在 50-55% 之间。与氯吡格雷相比，替格瑞洛不需要经过肝脏代谢激活，具有更快速、更强效抑制血小板的特点，可以降低心血管死亡、心肌梗死或卒中复合终点的发生率，为 PCI 赢得时间。自上市以来，替格瑞洛的销售额不断攀升，2016 年全球销售额已达到 8.39 亿美元，5 年间复合年增长率高达 75.22%。根据 PDB 的统计数据，替格瑞洛自 2013 年进入中国市场以来，市场占有率也快速提高，由 2013 年的 0.16% 上升到 2016 年的 3.02%。未来随着替格瑞洛仿制药的陆续上市，替格瑞洛的市场份额有望加速增长。
- ◆ **替格瑞洛专利挑战成功，仿制药有望首批上市：**阿斯利康替格瑞洛的专利将于 2019 年到期，因此近年来国内替格瑞洛仿制药的临床试验申报数量呈现爆发式增长，目前进展最快的是信立泰、上海汇伦、石药集团和南京优科，均已完成临床一致性评价，其中信立泰、石药集团和南京优科都提交了上市申请。本次的专利挑战成功，意味着信立泰和另两家公司的替格瑞洛有望提前上市，抢占阿斯利康在国内的市场，与国内第二梯队的公司将进一步拉开差距。根据目前的研发进度，公司的替格瑞洛预计于 2018 年上市。类比国内氯吡格雷的市场格局，替格瑞洛上市以后公司有望占得 20-30% 的市场份额，带动公司业绩的进一步增长。
- ◆ **氯吡格雷受替格瑞洛影响有限：**尽管近年替格瑞洛的市占率增长迅猛，但氯吡格雷作为抗凝血领域已经使用 20 年的药物，市场龙头的地位并未受到明显影响，市场份额长期维持在 50% 以上。同时，替格瑞洛尚未进入医保，治疗费用将近是氯吡格雷的 3 倍，这也一定程度上影响了替格瑞洛的市场拓展。信立泰作为国内氯吡格雷仿制药的龙头企业，除原研厂家赛诺菲以外，国内市场份额远高于其他几家公司。伴随抗凝血行业的成长，公司氯吡格雷的销售额也不断上升，贡献了公司大部分的收入来源，未来仍将保持稳定的增长。替格瑞洛的上市，将进一步完善公司在抗凝血领域的布局，与氯吡格雷形成产品互补，有望成为公司新的业绩增长点。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 1.49、1.66 和 1.91 元。基于公司替格瑞洛首批仿制药上市的确定性增强，我们给予公司增持-B 评级，

医药 | 化学制剂 III

投资评级	增持-B(首次)
6 个月目标价	37.25 元
股价(2017-10-19)	33.45 元

交易数据

总市值(百万元)	34,989.24
流通市值(百万元)	34,989.24
总股本(百万股)	1,046.02
流通股本(百万股)	1,046.02
12 个月价格区间	27.90/36.36 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.03	-18.98	2.35
绝对收益	10.0	-4.21	13.23

分析师

徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsec.cn
 021-20377088

报告联系人

李伟
 liwei@huajinsec.cn
 021-20377053

相关报告

6个月目标价为37.25元，相当于2017年25倍的市盈率。

◆ **风险提示：** 研发风险，市场竞争加剧，政策风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3,477.7	3,833.5	4,248.3	4,776.3	5,507.1
同比增长(%)	20.6%	10.2%	10.8%	12.4%	15.3%
营业利润(百万元)	1,478.5	1,630.8	1,805.7	2,017.9	2,327.3
同比增长(%)	22.5%	10.3%	10.7%	11.8%	15.3%
净利润(百万元)	1,265.9	1,396.4	1,554.4	1,732.1	1,993.8
同比增长(%)	21.5%	10.3%	11.3%	11.4%	15.1%
每股收益(元)	1.21	1.33	1.49	1.66	1.91
PE	27.6	25.1	22.5	20.2	17.5
PB	7.6	6.5	5.7	5.0	4.4

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,477.7	3,833.5	4,248.3	4,776.3	5,507.1	年增长率					
减:营业成本	912.3	949.9	958.8	1,171.5	1,319.4	营业收入增长率	20.6%	10.2%	10.8%	12.4%	15.3%
营业税费	50.7	64.9	65.6	74.8	88.2	营业利润增长率	22.5%	10.3%	10.7%	11.8%	15.3%
销售费用	775.1	852.1	1,089.3	1,117.0	1,308.0	净利润增长率	21.5%	10.3%	11.3%	11.4%	15.1%
管理费用	280.8	362.4	340.6	406.7	477.0	EBITDA 增长率	22.9%	11.1%	11.8%	11.2%	14.7%
财务费用	-13.5	-31.5	-6.0	-9.1	-11.7	EBIT 增长率	23.1%	9.2%	12.5%	11.6%	15.3%
资产减值损失	7.0	3.6	4.9	5.2	4.6	NOPLAT 增长率	22.3%	8.0%	13.6%	11.3%	15.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	21.1%	-6.7%	12.5%	6.4%	1.0%
投资和汇兑收益	13.2	-1.3	10.6	7.5	5.6	净资产增长率	24.0%	16.3%	14.4%	13.7%	13.8%
营业利润	1,478.5	1,630.8	1,805.7	2,017.9	2,327.3	盈利能力					
加:营业外净收支	13.0	19.6	14.3	15.6	16.5	毛利率	73.8%	75.2%	77.4%	75.5%	76.0%
利润总额	1,491.5	1,650.5	1,820.0	2,033.5	2,343.8	营业利润率	42.5%	42.5%	42.5%	42.2%	42.3%
减:所得税	221.8	260.4	272.6	309.3	359.2	净利润率	36.4%	36.4%	36.6%	36.3%	36.2%
净利润	1,269.7	1,390.1	1,547.4	1,732.1	1,993.8	EBITDA/营业收入	44.3%	44.7%	45.1%	44.6%	44.4%
						EBIT/营业收入	42.1%	41.7%	42.4%	42.1%	42.0%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	12.8%	16.4%	10.8%	10.5%	10.3%
货币资金	1,005.4	1,713.8	2,319.7	2,885.1	3,806.4	负债权益比	14.7%	19.7%	12.1%	11.7%	11.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	4.76	3.77	6.20	6.81	7.36
应收帐款	839.9	853.6	921.2	1,037.1	1,086.2	速动比率	4.19	3.44	5.69	6.16	6.79
应收票据	599.3	619.8	685.3	788.0	926.0	利息保障倍数	-108.78	-50.80	-302.17	-220.55	-197.75
预付帐款	18.7	36.9	23.1	36.2	39.3	营运能力					
存货	340.5	323.4	369.6	511.6	498.5	固定资产周转天数	93	90	81	69	58
其他流动资产	45.1	103.1	120.7	89.6	104.5	流动营业资本周转天数	110	105	101	117	113
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	278	305	343	369	386
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	88	80	75	74	69
长期股权投资	-	44.3	58.6	62.3	83.1	存货周转天数	25	31	29	33	33
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	518	560	574	563	554
固定资产	941.1	980.1	937.7	903.6	862.0	投资资本周转天数	315	303	280	272	245
在建工程	95.8	101.6	114.2	134.5	147.7	费用率					
无形资产	998.9	977.5	951.0	915.6	884.6	销售费用率	22.3%	22.2%	25.6%	23.4%	23.8%
其他非流动资产	502.1	780.0	504.2	568.0	569.8	管理费用率	8.1%	9.5%	8.0%	8.5%	8.7%
资产总额	5,386.9	6,534.1	7,005.3	7,931.7	9,007.9	财务费用率	-0.4%	-0.8%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	30.0%	30.9%	33.5%	31.7%	32.2%
应付帐款	372.8	243.7	319.4	336.7	350.2	投资回报率					
应付票据	-	-	0.1	0.0	0.0	ROE	27.6%	26.1%	25.3%	24.7%	24.9%
其他流动负债	226.2	724.9	396.1	448.3	527.5	ROA	23.6%	21.3%	22.1%	21.7%	22.0%
长期借款	60.0	45.0	-	-	-	ROIC	45.3%	40.4%	49.1%	48.6%	52.6%
其他非流动负债	32.3	60.5	42.6	45.1	49.4	分红指标					
负债总额	691.3	1,074.1	758.0	830.1	927.1	DPS(元)	0.60	0.70	0.72	0.83	0.96
少数股东权益	106.1	99.7	92.6	84.7	75.6	分红比率	49.6%	52.4%	48.6%	50.2%	50.4%
股本	1,046.0	1,046.0	1,046.0	1,046.0	1,046.0	股息收益率	1.8%	2.1%	2.2%	2.5%	2.9%
留存收益	3,541.4	4,310.2	5,108.6	5,970.9	6,959.2						
股东权益	4,695.6	5,460.1	6,247.3	7,101.6	8,080.8						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,269.7	1,390.0	1,554.4	1,732.1	1,993.8	EPS(元)	1.21	1.33	1.49	1.66	1.91
加:折旧和摊销	82.5	121.8	115.2	121.3	127.2	BVPS(元)	4.39	5.12	5.88	6.71	7.65
资产减值准备	7.0	3.6	-	-	-	PE(X)	27.6	25.1	22.5	20.2	17.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.6	6.5	5.7	5.0	4.4
财务费用	-0.8	-2.2	-6.0	-9.1	-11.7	P/FCF	46.9	21.6	31.5	23.2	17.9
投资损失	-13.2	1.3	-10.6	-7.5	-5.6	P/S	10.1	9.1	8.2	7.3	6.4
少数股东损益	3.8	-6.4	-7.1	-7.9	-9.1	EV/EBITDA	21.9	19.1	16.9	14.9	12.6
营运资金的变动	-355.9	-331.9	100.9	-387.1	-182.5	CAGR(%)	10.7%	12.6%	14.0%	10.7%	12.6%
经营活动产生现金流量	1,056.0	1,434.8	1,746.8	1,441.8	1,912.0	PEG	2.6	2.0	1.6	1.9	1.4
投资活动产生现金流量	-445.9	-530.0	-48.4	-64.6	-62.1	ROIC/WACC	4.3	3.8	4.7	4.6	5.0
融资活动产生现金流量	-458.5	-200.0	-1,092.6	-811.8	-928.6						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn