

信立泰(002294)

三季度收入增速稳中有升，公司整体业绩符合预期

增持(维持)

2017年10月24日

证券分析师 全铭

S0600517010002

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

S0600516120001

jiaodzh@dwzq.com.cn

研究助理 许汪洋

021-60199780

xuwy@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 3,833.5 | 4,236.8 | 4,734.4 | 5,347.0 |
| 同比 | 10.2% | 10.5% | 11.7% | 12.9% |
| 归母净利润(百万元) | 1,396.4 | 1,479.1 | 1,675.7 | 1,924.2 |
| 同比 | 10.3% | 5.9% | 13.3% | 14.8% |
| ROE | 26.1% | 23.6% | 23.1% | 22.8% |
| 每股收益(元) | 1.33 | 1.41 | 1.60 | 1.84 |
| P/E | 25.84 | 24.39 | 21.53 | 18.75 |
| P/B | 6.73 | 5.77 | 4.96 | 4.28 |

投资要点

一、事件:

公司公布2017年三季报,公司2017年1-9月营收31.02亿元,同比增长9.64%;归属母公司股东净利润10.94亿元,同比增长5.24%;扣非归属母公司股东净利润10.69亿元,同比增长3.91%,符合预期。

公司第三季度,营收10.67亿元,同比增长13.85%;归属母公司股东净利润3.64亿元,同比增长5.33%;扣非归属母公司股东净利润3.57亿元,同比增长4.29%,符合预期。

二、我们的观点:氯吡格雷招标加速,业绩稳健;二线品种处于爆发前期

公司2017年1-9月,公司的销售收入和归母净利润分别为31.02亿元和10.94亿元,同比增长分别为9.64%和5.24%;其中第三季度,公司实现收入10.67亿元,归母净利润3.64亿元,分别同比增长13.85%和5.33%,三季度收入增速和业绩增速比2017年1-6月略有提高。

1、医保招标落地加速,泰嘉进入多省目录,增速有望提高。

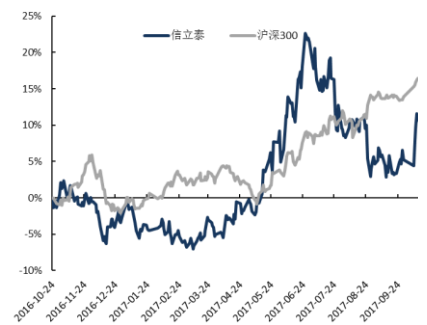
公司主要品种氯吡格雷(泰嘉)进入市场早、质量好,其市场占比一直稳居第二,市占率达到30%左右。2017年随着各省逐渐开启招标,公司进一步扩大进入医保的省份数量,例如今年公司重新回到广东,为公司未来业绩稳步增长奠定基础。到目前为止公司已经中标14个省份,随着招标落地的持续推进,有望大幅增厚公司泰嘉的销售额。

图表1: 2017年至今氯吡格雷各省中标情况

| | 信立泰 | 乐普 | 赛诺菲 |
|------|--|--|-----------------------------|
| 省份数量 | 14 | 14 | 9 |
| 省份 | 北京、山西、辽宁、浙江、福建、四川、上海、江西、贵州、广东、黑龙江、湖北、宁夏、山东 | 北京、山西、辽宁、浙江、福建、四川、上海、江西、贵州、广东、黑龙江、湖北、宁夏、山东 | 北京、辽宁、四川、江西、贵州、黑龙江、湖北、福建、宁夏 |

资料来源: 招标网, 药智网, 东吴证券研究所

股价走势



市场数据

| | |
|------------|-------------|
| 收盘价(元) | 34.49 |
| 一年最低/最高价 | 27.25/36.36 |
| 市净率(倍) | 6.31 |
| 流通A股市值(亿元) | 361 |

基础数据

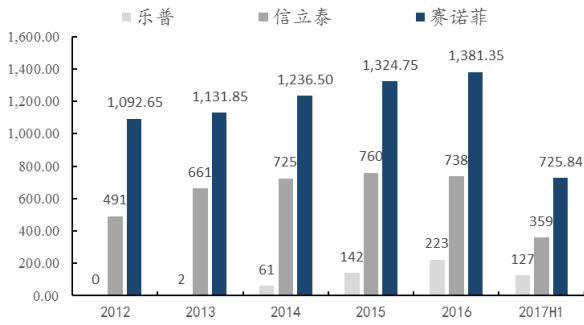
| | |
|-----------|-------|
| 每股净资产(元) | 5.47 |
| 资产负债率(%) | 10.89 |
| 总股本(百万股) | 1,046 |
| 流通A股(百万股) | 1,046 |

相关研究

1、2017年半年报点评: 业绩符合预期, 致力研发增强公司长期发展潜力-20170825

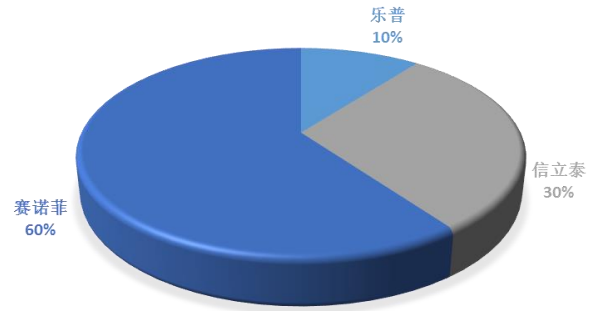
2、2016年报点评: 业绩表现符合预期, 看好优质仿制药发展带给公司的机遇-20170321

图表 2: 样本医院氯吡格雷企业销售额 (百万元)



资料来源: PDB, 东吴证券研究所

图表 3: 样本医院氯吡格雷市场格局



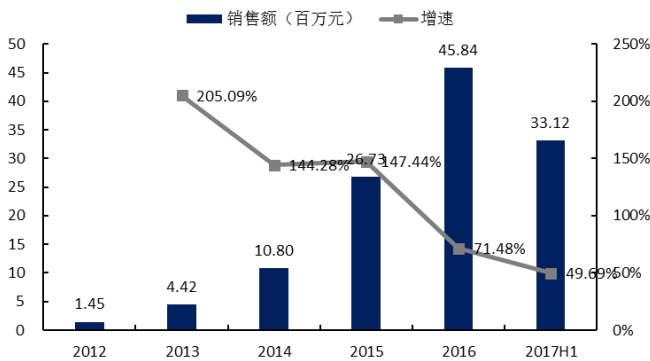
资料来源: PDB, 东吴证券研究所

2、二线品种比伐芦定、阿利沙坦已处爆发前期

公司二线品种比伐芦定(泰加宁)和阿利沙坦(信立坦)持续保持高速增长。其中比伐芦定 2017 年上半年样本医院销售增速达到 49.7%，成为公司二线品种发力的重要支撑点。

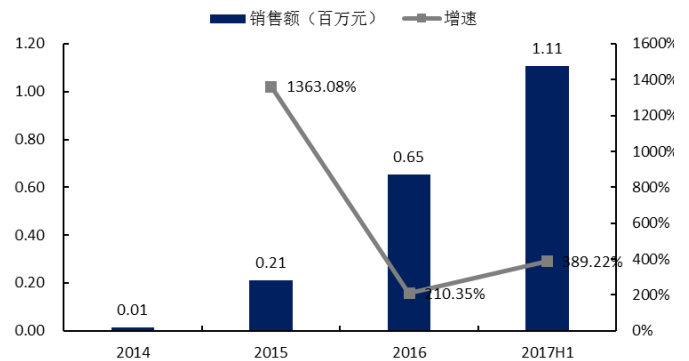
公司 1.1 类新药阿利沙坦通过谈判进入医保目录乙类范围，降价幅度约为 25.7%。2017 年 H1，样本医院数据显示阿利沙坦销售增速高达 389%。在进入医保之后，随着各省招标逐渐落地，我们认为阿利沙坦具备爆发式放量的能力，有望成为公司又一大品种。

图表 4: 样本医院泰加宁销售额 (百万元)



资料来源: PDB, 东吴证券研究所

图表 5: 样本医院信立泰阿利沙坦销售额 (百万元)



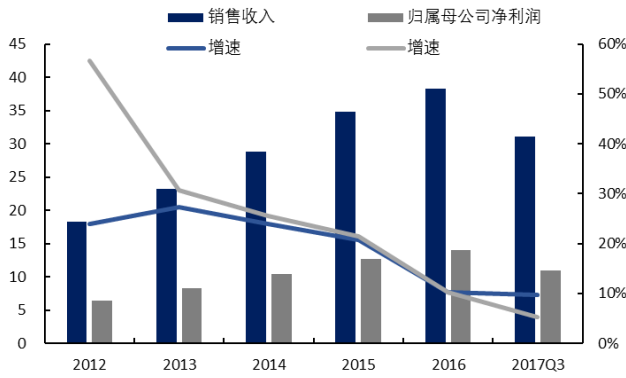
资料来源: PDB, 东吴证券研究所

3、持续优化制剂占比，毛利率稳步上升；费用增长拖累净利率下滑。

公司着力发展氯吡格雷、比伐芦定、阿利沙坦等制剂药品，在 2017 年上半年公司制剂业务占比超过 81%，而制剂板块 90% 左右的毛利率水平远高于 30% 左右毛利率的原料药业务。因此公司在加大制剂销售的带动下，前三季度毛利率稳步提升至 80.5%，比 2016 年全年数据高出 5.3 个百分点。

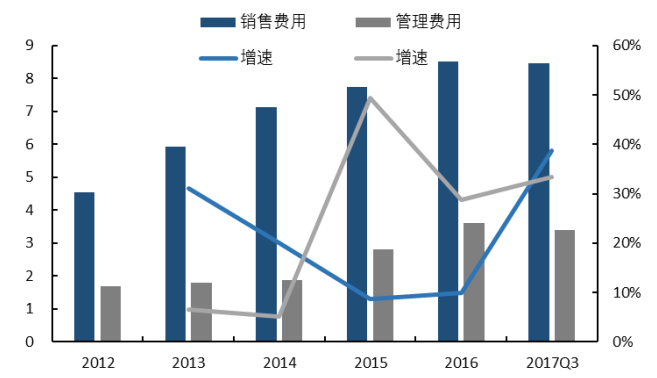
公司加大产品销售推广强度以及产品研发力度，1-9 月销售费用和管理费用均同比大幅增长，分别达到 8.45 亿元和 3.39 亿元，同比增长 38.7% 和 33.4%。在此情况下，公司的销售费用率和管理费用率分别为 27.2% 和 10.9%，远高于去年同期，导致净利率下降 1.4 个百分点(对比 2016 年全年)，为 34.9%。

图表 6: 公司销售收入和归母净利润变化情 (亿元)



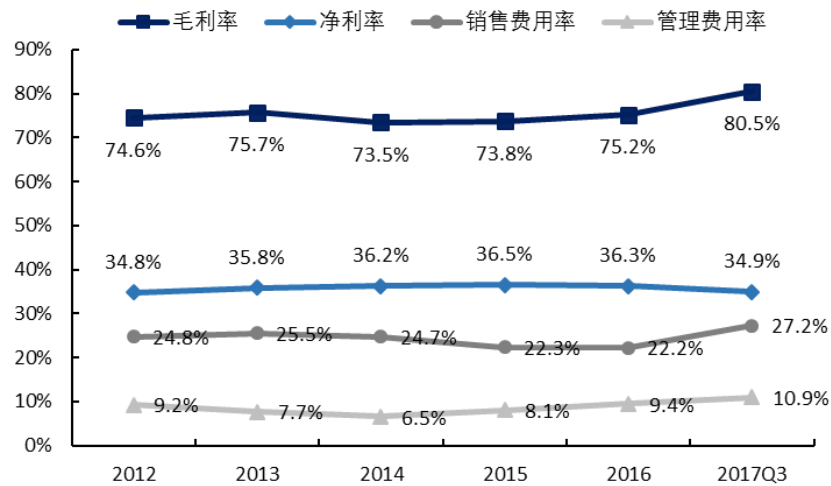
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 7: 公司的管理费用和销售费用变化情况(亿元)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 8: 公司毛利率、净利率以及销售费用率、管理费用率变化情况



资料来源: Wind, 东吴证券研究所整理

三、盈利预测与投资建议:

我们预期公司 2017-2019 年, 收入分别为 42.37 亿元、47.34 亿元和 53.47 亿元, 同比增长 10.5%、11.7%和 12.9%; 归属母公司净利润为 14.79 亿元、16.76 亿元和 19.24 亿元, 同比增长 5.9%、13.3%和 14.8%; 对应 EPS 为 1.41 元、1.60 元和 1.84 元; 对应 PE 为 24.39、21.53 和 18.75。公司作为国内最优质的仿制药企业之一, 在政策主导药品质量提高的大趋势下将明显受益, 未来有望进一步强化在心脑血管治疗领域中的优势地位。因此, 我们维持公司“增持”评级。

四、风险提示:

“泰加宁”和“信立坦”销售收入低于预期; 一致性评价结果低于预期; 公司新品研发进度低于预期。

信立泰三大财务预测表(百万元)

| 资产负债表 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 利润表 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 3650.7 | 4937.3 | 6166.0 | 7698.0 | 营业收入 | 3833.5 | 4236.8 | 4734.4 | 5347.0 |
| 现金 | 1713.8 | 1988.7 | 3529.8 | 4608.7 | 营业成本 | 949.9 | 927.4 | 1040.7 | 1177.2 |
| 应收票据&账款 | 1414.6 | 1718.5 | 1782.6 | 2171.5 | 营业税金及附加 | 64.9 | 71.8 | 80.2 | 90.6 |
| 其它应收款 | 61.6 | 27.4 | 72.1 | 40.3 | 营业费用 | 852.1 | 1130.1 | 1250.2 | 1397.8 |
| 预付账款 | 36.9 | 17.4 | 43.5 | 25.3 | 管理费用 | 362.4 | 432.5 | 478.5 | 535.0 |
| 存货 | 323.4 | 324.8 | 402.6 | 420.2 | 财务费用 | -31.5 | -39.8 | -60.3 | -89.7 |
| 其他 | 100.4 | 860.4 | 335.3 | 432.0 | 资产减值损失 | 3.6 | 3.6 | 3.6 | 3.6 |
| 非流动资产 | 2883.4 | 2588.1 | 2288.5 | 2012.8 | 公允价值变动收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 长期投资 | 44.3 | 44.3 | 44.3 | 44.3 | 投资净收益 | -1.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 固定资产 | 980.1 | 936.8 | 791.9 | 647.0 | 营业利润 | 1630.8 | 1711.2 | 1941.5 | 2232.6 |
| 无形资产 | 977.5 | 1124.3 | 993.5 | 862.7 | 营业外损益 | 19.6 | 20.9 | 20.9 | 20.9 |
| 其他 | 881.6 | 482.8 | 458.8 | 458.8 | 利润总额 | 1650.5 | 1732.1 | 1962.4 | 2253.5 |
| 资产总计 | 6534.1 | 7525.4 | 8454.5 | 9710.9 | 所得税 | 260.4 | 259.8 | 294.4 | 338.0 |
| 流动负债 | 968.5 | 1058.2 | 999.4 | 1095.4 | 净利润 | 1390.0 | 1472.3 | 1668.1 | 1915.5 |
| 短期借款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 少数股东损益 | -6.4 | -6.8 | -7.7 | -8.8 |
| 应付账款 | 76.8 | 164.0 | 106.2 | 199.4 | 归属母公司净利润 | 1396.4 | 1479.1 | 1675.7 | 1924.2 |
| 其他 | 891.8 | 894.2 | 893.2 | 896.0 | EBITDA | 1742.0 | 1989.1 | 2199.0 | 2436.6 |
| 非流动负债 | 105.5 | 120.2 | 103.1 | 109.6 | EPS (元) | 1.33 | 1.41 | 1.60 | 1.84 |
| 长期借款 | 45.0 | 45.0 | 45.0 | 45.0 | | | | | |
| 其他 | 60.5 | 75.2 | 58.1 | 64.6 | | | | | |
| 负债合计 | 1074.1 | 1178.4 | 1102.6 | 1205.0 | 主要财务比率 | | | | |
| 发行在外股本 | 1046.0 | 1046.0 | 1046.0 | 1046.0 | 营业收入增速 | 10.23% | 10.52% | 11.75% | 12.94% |
| 少数股东权益 | 99.7 | 93.0 | 85.3 | 76.6 | 归母公司净利润增速 | 10.31% | 5.92% | 13.29% | 14.83% |
| 归属母公司股东权益 | 5360.3 | 6254.0 | 7266.6 | 8429.3 | 毛利率 | 75.22% | 78.11% | 78.02% | 77.98% |
| 负债和股东权益 | 6534.1 | 7525.4 | 8454.5 | 9710.9 | 净利率 | 36.26% | 34.75% | 35.23% | 35.82% |
| | | | | | ROE | 26.05% | 23.65% | 23.06% | 22.83% |
| 现金流量表 | | | | | ROIC | 35.60% | 37.11% | 37.68% | 49.05% |
| 经营活动现金流 | 1434.8 | 793.2 | 2144.1 | 1727.1 | 资产负债率 | 16.44% | 15.66% | 13.04% | 12.41% |
| 折旧摊销 | 121.8 | 296.0 | 296.0 | 272.1 | 总资产周转率 | 0.59 | 0.56 | 0.56 | 0.55 |
| 营运资金变动 | 391.8 | 436.8 | 1812.6 | 1339.3 | P/E | 25.84 | 24.39 | 21.53 | 18.75 |
| 投资活动现金流 | -530.0 | 28.1 | 0.8 | 24.2 | P/B | 6.73 | 5.77 | 4.96 | 4.28 |
| 筹资活动现金流 | -200.0 | -546.3 | -603.7 | -672.6 | EV/EBITDA | 19.83 | 17.13 | 14.79 | 12.90 |
| 现金净增加额 | 708.3 | 274.9 | 1541.1 | 1078.8 | 每股净资产(元) | 5.12 | 5.98 | 6.95 | 8.06 |

数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

