



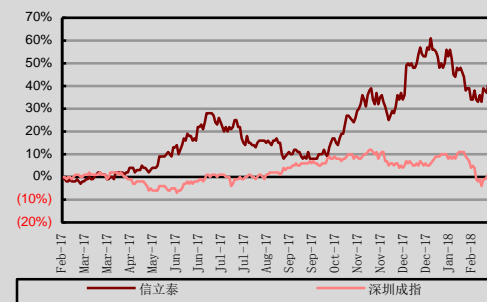
002294.CH

买入

市场价格：人民币 40.25

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(7.9)	(0.1)	12.3	44.8
相对深证成指	(5.4)	5.6	14.7	40.4

发行股数(百万)	1,046
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	42,102
3个月日均交易额(人民币 百万)	262
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
信立泰药业有限公司	66

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以2018年2月27日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

张威亚

(8610)66229354

weiya.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：s1300517070002

高睿婷

(8621)20328514

ruiting.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001

信立泰

转型结果期到来，未来两年仿制药集中兑现

2016年之前公司主要靠氯吡格雷、原料药和抗生素产品(收入占比分别为64.57%、21.13%、14.30%)维持了公司的成长。实际上公司从2014年即开始了转型，从销售团队的扩容整合到新产品线的布局，公司的基本面发生了较大的变化，预期这种储备将从2018-2019年起开始集中体现，首次覆盖，给予“买入”评级。

支撑评级的要点

- 我们预计未来3年内氯吡格雷价格大概率稳步下降而非断崖式下跌，从招标进院、一品两规的角度，泰嘉无需大幅度的降价以入围，福建竞争性分组招标的情况只是个例。预计泰嘉保持12%的增速，其他品种增速假设不变的前提下，通过敏感性分析，只有在价格下跌30%的情况下2019、2020年PE才达到23-25倍，其他情况下PE仍保持在19-22的低位。品种方面，2018年伐芦定预计销售额3亿，由于其直接作用于凝血因子，有效时间窗宽、可逆结合、灭活游离及与纤维蛋白结合的凝血酶，可以部分替代肝素，市场空间6-7亿；阿利沙坦酯预计销售额1亿，为1.1类新药，医保乙类品种，日用药金额7.05元，其降压强度和达标率都高于奥美沙坦酯和厄贝沙坦等。
- 2018年底替格瑞洛和匹伐他汀上市销售，替格瑞洛与血小板P2Y12受体可逆结合、个体差异小无氯吡格雷抵抗，唯一不良反应呼吸困难、依从性较差一天2次，日用药金额16.9元(医保乙类)，为公司首仿，预计2019年销售额1.4亿；匹伐他汀在目前他汀类中降脂效果最强，且不经肝脏代谢，对标瑞舒伐他汀，公司已完成BE，预计2019年销售额1.0-1.6亿。

评级面临的主要风险

- 氯吡格雷降价；仿制药及创新药进度低于预期。

估值

- 由于研发投入及为大量仿制药上市做准备，2016年研发费用2.24亿、2017年研发6亿，以后每年4-5亿研发投入将常态化，同比上调2017年销售费用率和管理费用率1.5pp，2018-2019维持该比率。预计2017-2019年收入为：43.61/51.11/62.09亿元，EPS为：1.40/1.63/2.04元，PE为：27/24/19倍，由于公司从2019年起有大量优质仿制药上市及创新药进入临床将推动公司进入第二轮高速增长轨道，首次覆盖给予“买入”评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	3,478	3,833	4,361	5,111	6,209
变动(%)	21	10	14	17	21
净利润(人民币 百万)	1,266	1,396	1,473	1,700	2,133
全面摊薄每股收益(人民币)	1.210	1.335	1.409	1.625	2.039
变动(%)	(24.1)	10.3	5.5	15.4	25.5
市场预期每股收益(人民币)			1.423	1.642	1.921
全面摊薄市盈率(倍)	32.9	29.8	28.3	24.5	19.5
价格/每股现金流量(倍)	39.4	29.0	30.6	29.6	23.6
每股现金流量(人民币)	1.01	1.37	1.30	1.35	1.69
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.6	23.3	21.7	18.6	14.7
每股股息(人民币)	0.600	0.700	0.685	0.816	1.028
股息率(%)	1.5	1.8	1.7	2.0	2.6

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	3,478	3,833	4,361	5,111	6,209
销售成本	(963)	(1,015)	(1,071)	(1,280)	(1,468)
经营费用	(987)	(1,105)	(1,466)	(1,727)	(2,115)
息税折旧前利润	1,528	1,713	1,824	2,104	2,626
折旧及摊销	(76)	(113)	(128)	(140)	(152)
经营利润 (息税前利润)	1,452	1,601	1,696	1,964	2,474
净利息收入/(费用)	13	31	21	22	25
其他收益/(损失)	26	18	25	23	22
税前利润	1,491	1,650	1,741	2,009	2,521
所得税	(222)	(260)	(275)	(317)	(398)
少数股东权益	4	(6)	(7)	(8)	(10)
净利润	1,266	1,396	1,473	1,700	2,133
核心净利润	1,275	1,400	1,476	1,702	2,136
每股收益 (人民币)	1.210	1.335	1.409	1.625	2.039
核心每股收益 (人民币)	1.219	1.338	1.411	1.627	2.042
每股股息 (人民币)	0.600	0.700	0.685	0.816	1.028
收入增长(%)	21	10	14	17	21
息税前利润增长(%)	24	10	6	16	26
息税折旧前利润增长(%)	24	12	6	15	25
每股收益增长(%)	(24)	10	6	15	25
核心每股收益增长(%)	(24)	10	5	15	25

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1,051	1,817	3,380	3,614	4,239
应收帐款	1,439	1,473	1,696	1,918	2,366
库存	341	323	444	566	702
其他流动资产	19	37	26	35	43
流动资产总计	2,849	3,651	5,545	6,133	7,350
固定资产	1,037	1,082	1,071	1,058	1,014
无形资产	1,201	1,255	1,333	1,385	1,448
其他长期资产	172	412	410	431	441
长期资产总计	2,409	2,748	2,814	2,875	2,903
总资产	5,387	6,534	8,497	9,120	10,350
应付帐款	170	77	169	110	193
短期债务	0	0	1,090	920	993
其他流动负债	429	892	931	944	970
流动负债总计	599	969	2,190	1,974	2,156
长期借款	60	45	40	40	40
其他长期负债	32	61	61	61	61
股本	1,046	1,046	1,046	1,046	1,046
储备	3,541	4,310	5,067	5,913	6,970
股东权益	4,587	2,905	6,113	6,959	8,017
少数股东权益	106	100	93	86	77
总负债及权益	5,387	6,534	8,497	9,120	10,350
每股帐面价值 (人民币)	4.39	2.78	5.84	6.65	7.66
每股有形资产 (人民币)	3.24	1.58	4.57	5.33	6.28
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.90)	(1.60)	(2.05)	(2.44)	(2.97)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	1,491	1,650	1,741	2,009	2,521
折旧与摊销	76	113	128	140	152
净利息费用	(13)	(31)	(21)	(22)	(25)
运营资本变动	(118)	(108)	(80)	(277)	(347)
税金	(218)	(267)	(275)	(317)	(398)
其他经营现金流	(162)	78	(132)	(125)	(137)
经营活动产生的现金流	1,056	1,435	1,362	1,408	1,767
购买固定资产净值	153	54	195	179	170
投资减少/增加	(27)	(46)	11	8	6
其他投资现金流	(573)	(539)	(391)	(359)	(341)
投资活动产生的现金流	(446)	(530)	(185)	(172)	(165)
净增权益	(628)	(732)	(717)	(854)	(1,076)
净增债务	60	0	1,085	(170)	73
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	109	505	(36)	(81)	(196)
融资活动产生的现金流	(459)	(200)	386	(1,001)	(977)
现金变动	152	705	1,563	234	625
期初现金	851	1,005	1,714	3,277	3,511
公司自由现金流	610	905	1,177	1,236	1,602
权益自由现金流	657	873	2,242	1,044	1,651

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	43.9	44.7	41.8	41.2	42.3
息税前利润率(%)	41.7	41.8	38.9	38.4	39.9
税前利润率(%)	42.9	43.1	39.9	39.3	40.6
净利率(%)	36.4	36.4	33.8	33.3	34.4
流动性					
流动比率(倍)	4.8	3.8	2.5	3.1	3.4
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	4.2	3.4	2.3	2.8	3.1
估值					
市盈率(倍)	32.9	29.8	28.3	24.5	19.5
核心业务市盈率(倍)	32.7	29.8	28.2	24.5	19.5
目标价对应核心业务市	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
盈率(倍)					
市净率(倍)	9.1	14.3	6.8	6.0	5.2
价格/现金流(倍)	39.4	29.0	30.6	29.6	23.6
企业价值/息税折旧前利	26.6	23.3	21.7	18.6	14.7
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	93.3	119.4	130.7	143.9	157.6
应收帐款周转天数	143.9	138.7	132.7	129.1	125.9
应付帐款周转天数	14.4	11.7	10.3	10.0	8.9
回报率					
股息支付率(%)	49.6	52.4	48.6	50.2	50.4
净资产收益率(%)	30.3	37.3	32.7	26.0	28.5
资产收益率(%)	24.7	22.6	19.0	18.8	21.4
已运用资本收益率(%)	7.4	8.9	7.1	5.5	6.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测