

信立泰(002294)

业绩符合预期，二线品种持续放量，加大研发投入丰富产品线 增持(维持)

2018年3月27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	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,153.8	4,781.1	5,688.4	6,731.3
同比	8.4%	15.1%	19.0%	18.3%
归母净利润(百万元)	1,451.9	1,664.7	2,005.3	2,415.0
同比	4.0%	14.7%	20.5%	20.4%
ROE	24.0%	22.9%	23.0%	23.0%
每股收益(元)	1.39	1.59	1.92	2.31
P/E	30.0	26.2	21.7	18.1
P/B	7.2	6.0	5.0	4.2

投资要点

一、事件:

公司公布 2017 年年报, 公司 2017 营收 41.54 亿元, 同比增长 8.35%; 归属母公司股东净利润 14.52 亿元, 同比增长 3.97%; 扣非归属母公司股东净利润 13.95 亿元, 同比增长 1.14%, **符合预期**。

公司第四季度, 营收 10.52 亿元, 同比增长 4.73%; 归属母公司股东净利润 3.58 亿元, 同比增长 0.28%; 扣非归属母公司股东净利润 3.27 亿元, 同比下降 6.8%, **符合预期**。

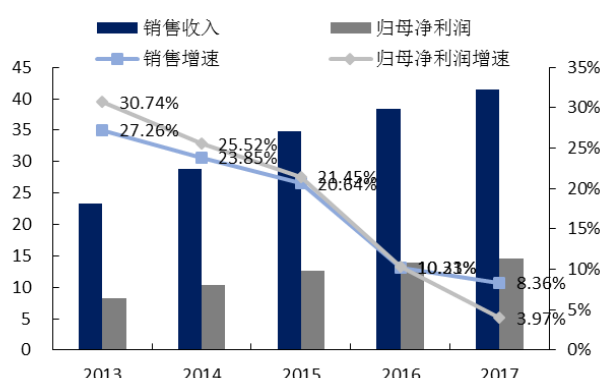
同时, 公司公布 2017 年利润分配预案, **向全体股东每 10 股派发现金红利 8.00 元(含税)**。

公司公告 2018Q1 经营预告, 预计 2018Q1 归母净利润 4.14-4.33 亿元, 同比增长 10-15%。

二、我们的观点: 一致性评价助氯吡格雷招标加速, 业绩稳健; 二线品种显现爆发

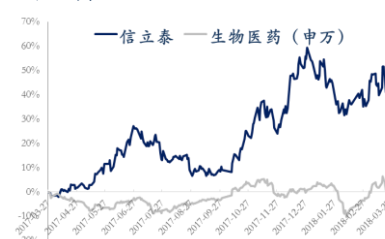
公司公布 2017 年年报, 公司 2017 营收 41.54 亿元, 同比增长 8.35%; 归属母公司股东净利润 14.52 亿元, 同比增长 3.97%; 扣非归属母公司股东净利润 13.95 亿元, 同比增长 1.14%。

图表 1: 公司营业收入及归母净利润情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

股价走势



市场数据

收盘价(元)	41.68
一年最低/最高价	27.60/45.68
市净率(倍)	7.20
流通 A 股市值	436
(亿元)	

基础数据

每股净资产(元)	5.79
资本负债率(%)	10.28
总股本(百万股)	1,046
流通 A 股(百万)	1,046

相关研究

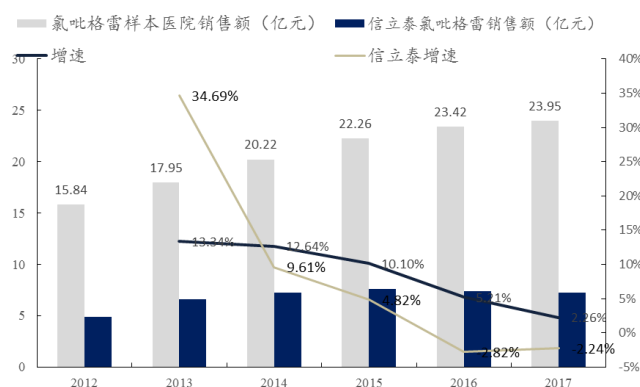
1、2017 年半年报点评: 业绩符合预期, 致力研发增强公司长期发展潜力-20170825

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

1. 医保招标落地加速，泰嘉进入多省目录，通过一致性评价有望

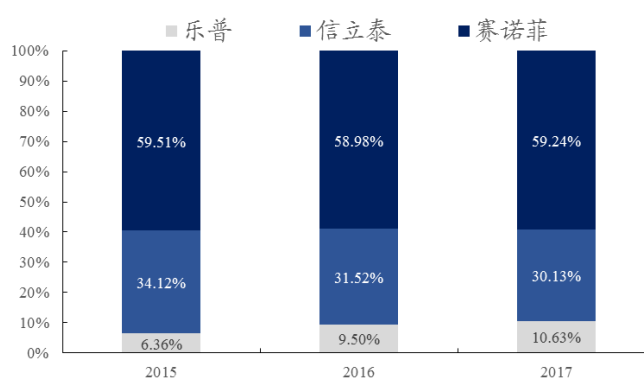
公司主要品种氯吡格雷（泰嘉）进入市场早、质量好，其市场占比一直稳居第二，市占率达到 30%左右。2017 年随着各省逐渐开启招标，公司进一步扩大进入医保的省份数量，例如今年公司重新回到广东，为公司未来业绩稳步增长奠定基础。2017Q4 由于广东省终端氯吡格雷消化库存预计 2018 年有望实现放量。

图表 2：样本医院氯吡格雷企业销售情况



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

图表 4：氯吡格雷三大厂家中标情况（截止 2018. 3. 26）

厂家	中标省份	2017-2018 新中标省份		价格（北京，75mg 规格为例）		
		新增数	新增省份	价格（元）	转换比	相比原研价格低
赛诺菲	29	5	北京、河北、黑龙江、辽宁、西藏	108.29	7	-
信立泰	29	8	北京、福建、广东、河北、黑龙江、辽宁、云南、浙江	60.33	7	44.29%
乐普	28	12	北京、贵州、河北、河南、黑龙江、江苏、江西、辽宁、上海、四川、西藏、浙江	64.98	10	58.00%

资料来源：中标数据网，东吴证券研究所整理

公司硫酸氢氯吡格雷片（泰嘉）75mg 全国首批通过一致性评价，泰嘉 25mg 的一致性评价研究完成并已经申报。各地一致性评价相关政策陆续出台，公司有望加速进口替代过程。

图表 5：各地方对一致性评价的政策支持：

招标分组：	
第一竞价组	天津、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、湖北、广西、四川、贵州、西藏、陕西、新疆
第二竞价组	江苏、云南、青海、宁夏
第三竞价组	海南
其他资金支持：	
上海	财政补贴，优先纳入带量采购
浙江	同原研药品同等对待

安徽	奖励资金，每个品种给予一次性奖补 100 万元，单个企业最高可达 300 万元
福建	医保支持，资金支持，按评价成本 20%比例、最高不超过 100 万予以一次性奖补
江西	资金支持，对通过评价的品种给予 50-100 万元的奖补
河南	资金奖励，省财政一次性给予 100 万元奖励
海南	税收减免
四川	资金奖励
贵州	资金奖励，对通过一致性评价的每个药品生产企业每个品种给予 100 万元以上项目资金支持
甘肃	资金奖励，每个品种给予 300 万元的补助

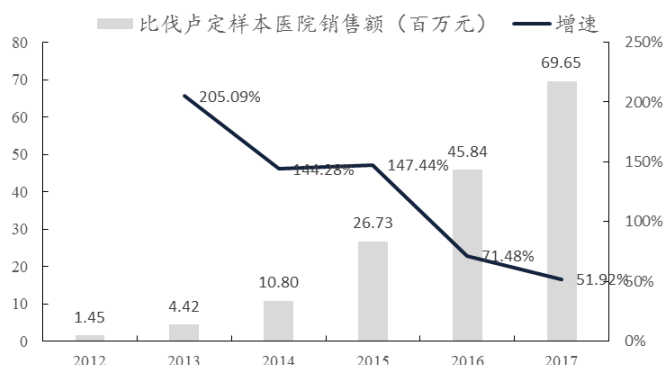
资料来源：各地人社部、药监局，东吴证券研究所整理

2、二线品种比伐芦定、阿利沙坦已处爆发期，丰富核心销售品种

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 年样本医院销售增速达到 51.92%，成为公司二线品种发力的重要支撑点。

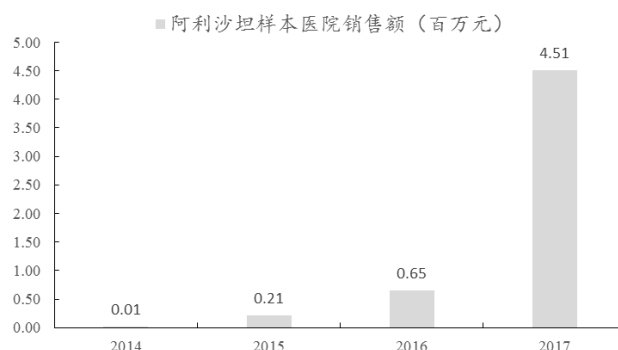
公司 1.1 类新药阿利沙坦通过谈判进入医保目录乙类范围，降价幅度约为 25.7%。2017 年样本医院数据显示阿利沙坦销售增速高达 592%。在进入医保之后，随着各省招标逐渐落地，我们认为阿利沙坦具备爆发式放量的能力，有望成为公司又一大品种。阿利沙坦 18 年 1 月销售额已经超过 500 万，随着各省近一步执行国家谈判目录和公司学术推广，2018 年阿利沙坦有望成为公司业绩的重要爆发点。

图表 6：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

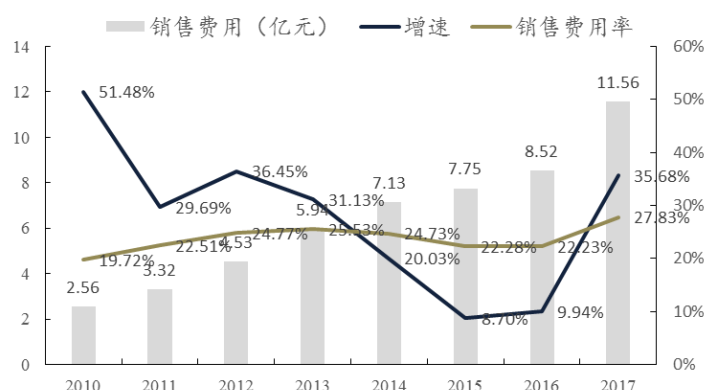
图表 7：样本医院信立泰阿利沙坦销售额（百万元）



资料来源：PDB，东吴证券研究所

公司加大销售力度致力于阿利沙坦等新品销售，2017 年销售费用同比增长 35.68%，费用率达到历史新高的 27.83%。

图表 8：公司销售费用投入情况



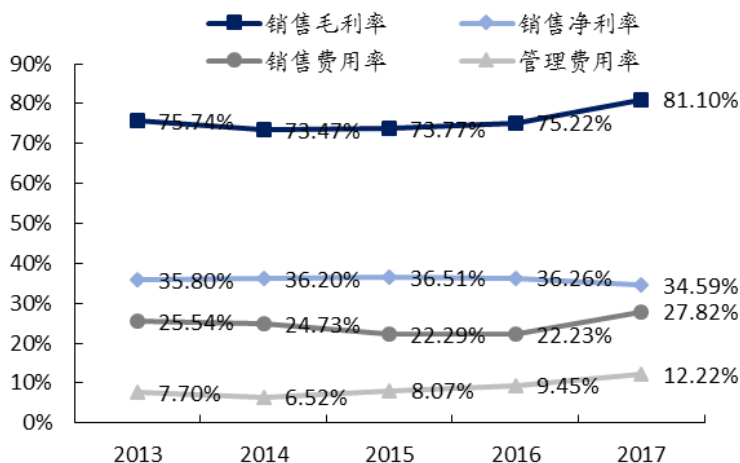
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

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年公司制剂业务占比超过82.24%，而制剂板块91.27%的毛利率水平远高于33.71%毛利率的原料药业务。因此公司在加大制剂销售的带动下，毛利率稳步提升至81.1%，比2016年全年数据高出5.88个百分点。

公司加大产品销售推广强度以及产品研发力度，销售费用和管理费用均同比大幅增长，分别达到11.56亿元和5.07亿元，同比增长35.64%和40.04%，远高于去年同期，导致净利率下降1.67个百分点（对比2016年全年），为34.59%。

图9：公司毛利率、净利率以及销售费用率、管理费用率变化情况

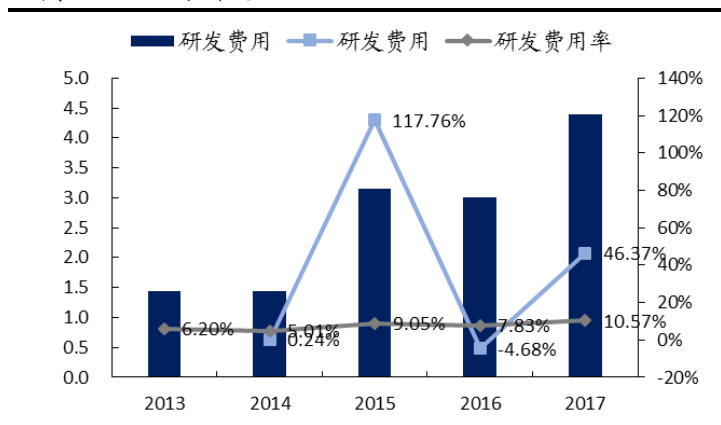


资料来源：Wind，东吴证券研究所整理

4、加大研发力度，加强品种储备

公司已布局高端化学药、生物医药、医疗器械三条创新主线，以心血管领域为核心，向抗肿瘤、降血糖、骨科、抗感染等聚焦领域拓展延伸，形成产品线战略协同；目前，化学药以短、中期布局为主，未来2-3年，将会是产品线快速丰富的阶段；金凯、金盟立项的创新生物药做中、长期产品规划，为信立泰成为优秀的生物药企业奠定基础公司。2017年全年研发费用4.39亿元，同比增长46.37%。

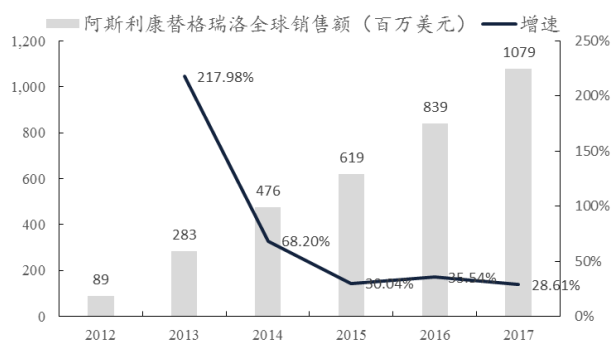
图表 10: 公司研发投入 (亿元)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所整理

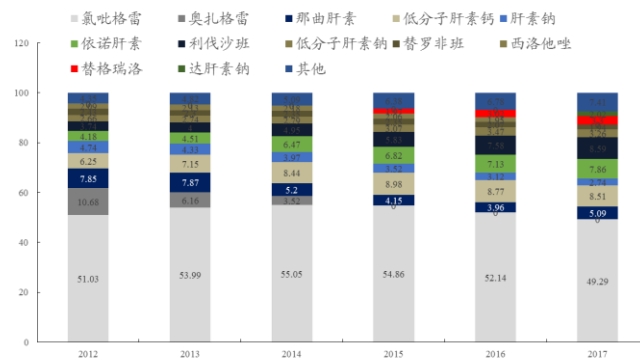
抗血小板聚集药物“替格瑞洛”已经申报生产,并以“首仿品种”被 CDE 纳入优先审评名单;公司对原研替格瑞洛的核心专利挑战成功,有望与泰嘉、泰加宁等形成优势互补,强化公司在心血管产品链的优势地位。阿斯利康替格瑞洛增速维持在 30%左右,在国内抗凝药品中,替格瑞洛占比连续三年提升,分别为 1.97%、3.02%、3.30%,增长势头强劲。

图表 11: 阿斯利康替格瑞洛销售额 (百万美元)



资料来源: PDB, 东吴证券研究所

图表 12: 样本医院抗凝药物格局



资料来源: PDB, 东吴证券研究所

抗心衰创新药 S086 申报临床已获 CDE 受理;降血脂药物 S092 处于临床前研究阶段,其靶点具有明显的临床优势,预计 2018 年申报临床;降血糖药物苯甲酸复格列汀开展 II、III 期临床研究,进展顺利。

生物药领域,注射用重组人甲状旁腺素[20μg]已提交上市申请,注射用重组人甲状旁腺素[56.5μg]获批临床批件,重组人甲状旁腺素(1-34)能有效刺激骨形成、改善骨密度与质量,降低患者椎骨和非椎骨骨折风险,是目前唯一获 FDA 批准的促进骨形成的骨质疏松治疗药物,中国老龄化日益加剧,中老年人尤其是女性骨质疏松患病率高,产品市场潜力大。

基因治疗药物“重组 SeV-hFGF2/dF 注射液”正进行国内 I 期临床研究,项目原研企业日本 DNAVECCorporation 同步在日本开展 II 期临床研究、在澳大利亚开展 I 期临床研究,实验结果理想,有望对国内的项目研究带来积极影响。辅助生殖类首仿药物“重组人促卵泡激素-CTP 融合蛋白注射液”已申报临床,即将获得临床批件;“重组人角质细胞生长因子(rhKGF)冻干粉针”、“注射用重组人 II 型肿瘤坏死因子受体-抗体融合蛋白”已完成 II 期临床。

医疗器械领域,科奕顿主要在研产品左心耳封堵器、腔静脉过滤器进展符合预期,将与公

司现有的钴铬合金研发平台形成互补，提升公司心脑血管疾病领域综合解决方案提供者的地位；雅伦生物科技（北京）有限公司的创新产品“脑动脉药物洗脱支架”及“下肢动脉药物洗脱支架”研发进展顺利。

三、盈利预测与投资建议：

我们预期公司 2018-2020 年，收入分别为 47.81 亿元、56.88 亿元、67.31 亿元，同比增长 15.1%、19.0%、18.3%；归属母公司净利润为 16.65 亿元、20.05 亿元和 24.15 亿元，同比增长 14.7%、20.5%和 20.4%；对应 EPS 为 1.59 元、1.92 元和 2.31 元；对应 PE 为 26.2X、21.7X 和 18.1X。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；泰嘉销售收入低于预期；产品价格下滑风险；一致性评价结果低于预期；一致性评价政策落地低于预期；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	2017	2018E	2019E	2020E	利润表	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3716.4	4888.2	6441.9	8224.6	营业收入	4153.8	4781.1	5688.4	6731.3
现金	828.9	1605.3	2794.6	4071.0	营业成本	785.1	866.5	974.4	1096.0
应收票据&账款	1381.5	1836.9	1992.2	2538.9	营业税金及附加	77.7	80.0	95.2	112.7
其它应收款	57.3	79.6	83.3	109.4	营业费用	1155.7	1330.3	1614.4	1929.5
预付账款	57.7	46.7	70.7	61.4	管理费用	507.5	590.0	716.0	855.7
存货	477.8	406.6	587.9	530.7	财务费用	-20.6	-26.8	-49.2	-77.2
其他	913.2	913.2	913.2	913.2	资产减值损失	0.3	3.6	3.6	3.6
非流动资产	3147.9	3071.3	2994.6	2946.4	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	63.3	63.3	63.3	63.3	投资净收益	22.8	0.0	0.0	0.0
固定资产	1117.2	1170.9	1160.9	1151.0	营业利润	1671.0	1937.5	2334.1	2811.1
无形资产	972.9	1317.2	1278.9	1240.7	营业外损益	0.7	0.7	0.7	0.7
其他	994.5	519.9	491.4	491.4	利润总额	1671.7	1938.2	2334.8	2811.8
资产总计	6864.4	7959.4	9436.5	11170.9	所得税	264.3	290.7	350.2	421.8
流动负债	573.1	566.6	601.2	598.4	净利润	1407.4	1647.5	1984.6	2390.1
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	(15.0)	(17.2)	(20.7)	(25.0)
应付账款	91.4	94.2	114.5	120.3	归属母公司净利润	1451.9	1664.7	2005.3	2415.0
其他	481.7	472.4	486.6	478.1	EBITDA	1789.7	1985.6	2360.1	2780.9
非流动负债	132.8	36.8	36.8	36.8	EPS (元)	1.39	1.59	1.92	2.31
长期借款	30.0	30.0	30.0	30.0	主要财务比率				
其他	102.8	6.8	6.8	6.8	营业收入增速	8.4%	15.1%	19.0%	18.3%
负债合计	705.9	603.4	638.0	635.2	归母公司净利润增速	4.0%	14.7%	20.5%	20.4%
发行在外股本	1046.0	1046.0	1046.0	1046.0	毛利率	81.1%	81.9%	82.9%	83.7%
少数股东权益	105.6	88.4	67.6	42.7	净利率	34.6%	34.5%	34.9%	35.5%
归属母公司股东权益	6052.9	7267.6	8730.9	10493.1	ROE	24.0%	22.9%	23.0%	23.0%
负债和股东权益	6864.4	7959.4	9436.5	11170.9	ROIC	37.0%	31.6%	34.9%	39.9%
现金流量表					资产负债率	10.3%	7.6%	6.8%	5.7%
经营活动现金流	1456.7	1296.0	1683.0	1853.1	总资产周转率	0.61	0.60	0.60	0.60
折旧摊销	137.6	73.1	73.1	44.6	P/E	30.0	26.2	21.7	18.1
营运资金变动	-356.8	1178.2	1519.2	1785.5	P/B	7.2	6.0	5.0	4.2
投资活动现金流	-1203.3	-95.4	0.6	0.6	EV/EBITDA	23.9	21.1	17.2	14.2
筹资活动现金流	-1133.4	-424.3	-494.3	-577.3	每股净资产(元)	5.79	6.95	8.35	10.03
现金净增加额	828.9	1605.3	2794.6	4071.0					

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>