



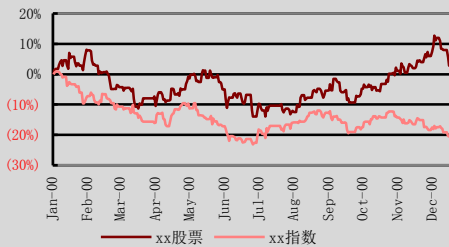
002294.SZ

买入

市场价格：人民币 36.00

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(9.3)	(13.1)	(0.8)	14.3
相对深证成指	7.3	(2.4)	9.9	24.4

发行股数(百万)	1,046
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	40,680
3个月日均交易额(人民币 百万)	295
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6月28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

邓周宇

(86)55)82560525

zhouyuiding@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

张威亚

(86)10)66229354

weilia.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：s130051070002

柴博

(0755)82560525

bo.chai@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518010003

高睿婷

(8621)20328514

guiting.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，维持“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，由于2018年一致性评价利好国内仿制药企业，预计公司销售费用大幅增长，保持2018年销售费用率与2017年持平。预计2018-2020年收入为：47.93/57.57/68.34亿元，EPS为：1.59/1.96/2.38元，PE为：25/20/16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，维持“买入”评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	3,833	4,154	4,793	5,757	6,834
变动(%)	10	8	15	20	19
净利润(人民币 百万)	1,396	1,452	1,663	2,046	2,486
全面摊薄每股收益(人民币)	1.335	1.388	1.590	1.956	2.377
变动(%)	10.3	4.0	14.6	23.0	21.5
市场预期每股收益(人民币)			1.603	1.881	2.190
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.617	1.996	n.a.
调整幅度(%)			(1.7)	(2.0)	n.a.
全面摊薄市盈率(倍)	29.1	28.0	24.5	19.9	16.4
价格/每股现金流量(倍)	28.4	27.9	31.0	22.2	20.2
每股现金流量(人民币)	1.37	1.39	1.25	1.75	1.93
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.8	22.7	19.3	15.6	12.8
每股股息(人民币)	0.700	0.800	0.846	1.065	1.310
股息率(%)	1.8	2.1	2.2	2.7	3.4

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	3,833	4,154	4,793	5,757	6,834
销售成本	(1,015)	(863)	(983)	(1,080)	(1,235)
经营费用	(1,105)	(1,537)	(1,762)	(2,184)	(2,615)
息税折旧前利润	1,713	1,754	2,048	2,493	2,984
折旧及摊销	(113)	(126)	(132)	(136)	(139)
经营利润 (息税前利润)	1,601	1,628	1,916	2,357	2,845
净利息收入/(费用)	31	21	15	26	53
其他收益/(损失)	18	23	23	22	23
税前利润	1,650	1,672	1,954	2,404	2,921
所得税	(260)	(278)	(308)	(379)	(460)
少数股东权益	(6)	(15)	(17)	(21)	(26)
净利润	1,396	1,452	1,663	2,046	2,486
核心净利润	1,387	1,408	1,665	2,048	2,487
每股收益 (人民币)	1.335	1.388	1.590	1.956	2.377
核心每股收益 (人民币)	1.326	1.346	1.592	1.958	2.378
每股股息 (人民币)	0.700	0.800	0.846	1.065	1.310
收入增长(%)	10	8	15	20	19
息税前利润增长(%)	10	2	18	23	21
息税折旧前利润增长(%)	12	2	17	22	20
每股收益增长(%)	10	4	15	23	22
核心每股收益增长(%)	9	2	18	23	21

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	1,650	1,672	1,954	2,404	2,921
折旧与摊销	113	126	132	136	139
净利息费用	(31)	(21)	(15)	(26)	(53)
运营资本变动	(108)	78	(400)	(153)	(374)
税金	(267)	(250)	(308)	(379)	(460)
其他经营现金流	78	(148)	(53)	(153)	(158)
经营活动产生的现金流	1,435	1,458	1,311	1,830	2,015
购买固定资产净值	54	100	169	0	0
投资减少/增加	(46)	4	12	11	15
其他投资现金流	(539)	(1,307)	(164)	(29)	(39)
投资活动产生的现金流	(530)	(1,203)	17	(18)	(24)
净增权益	(732)	(837)	(885)	(1,114)	(1,370)
净增债务	0	(15)	802	(598)	(194)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	532	(308)	(209)	(47)	(128)
融资活动产生的现金流	(200)	(1,133)	(239)	(1,656)	(1,471)
现金变动	705	(879)	1,088	156	520
期初现金	1,005	1,714	829	1,917	2,073
公司自由现金流	905	254	1,327	1,812	1,991
权益自由现金流	873	219	2,114	1,188	1,744

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,817	1,750	2,838	2,994	3,514
应收帐款	1,473	1,431	1,910	1,988	2,468
库存	323	478	525	676	828
其他流动资产	37	58	5	76	25
流动资产总计	3,651	3,716	5,279	5,733	6,835
固定资产	1,082	1,181	1,266	1,177	1,086
无形资产	1,255	1,355	1,308	1,260	1,213
其他长期资产	412	206	238	263	292
长期资产总计	2,748	2,742	2,811	2,701	2,590
总资产	6,534	6,864	8,283	8,622	9,614
应付帐款	77	91	90	98	106
短期债务	0	0	792	194	0
其他流动负债	892	482	510	499	545
流动负债总计	969	573	1,392	790	651
长期借款	45	30	40	40	40
其他长期负债	61	103	103	103	103
股本	1,046	1,046	1,046	1,046	1,046
储备	4,310	5,009	5,613	6,575	7,730
股东权益	5,356	2,905	6,659	7,621	8,776
少数股东权益	100	106	89	69	45
总负债及权益	6,534	6,864	8,283	8,622	9,614
每股帐面价值 (人民币)	5.12	2.78	6.37	7.29	8.39
每股有形资产 (人民币)	3.92	1.48	5.12	6.08	7.23
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.60)	(0.76)	(1.04)	(1.76)	(2.44)

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	44.7	42.2	42.7	43.3	43.7
息税前利润率(%)	41.8	39.2	40.0	40.9	41.6
税前利润率(%)	43.1	40.2	40.8	41.8	42.7
净利率(%)	36.4	35.0	34.7	35.5	36.4
流动性					
流动比率(倍)	3.8	6.5	3.8	7.3	10.5
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)	3.4	5.7	3.4	6.4	9.2
估值					
市盈率(倍)	29.1	28.0	24.5	19.9	16.4
核心业务市盈率(倍)	29.3	28.9	24.4	19.9	16.4
市净率(倍)	7.6	14.0	6.1	5.3	4.6
价格/现金流(倍)	28.4	27.9	31.0	22.2	20.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.8	22.7	19.3	15.6	12.8
周转率					
存货周转天数	119.4	169.5	186.2	202.9	222.3
应收帐款周转天数	138.7	127.6	127.2	123.6	119.0
应付帐款周转天数	11.7	7.4	6.9	6.0	5.4
回报率					
股息支付率(%)	52.4	57.6	53.2	54.4	55.1
净资产收益率(%)	28.1	35.1	34.8	28.7	30.3
资产收益率(%)	22.6	20.2	21.3	23.5	26.3
已运用资本收益率(%)	6.8	8.5	7.8	6.6	7.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测