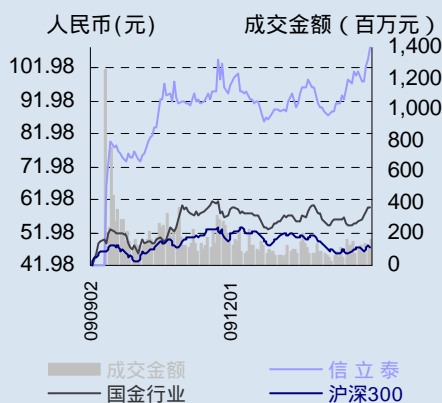


2010年02月28日

市场数据(人民币)

市价(元)	108.15
已上市流通A股(百万股)	28.50
总市值(百万元)	12,275.03
年内股价最高最低(元)	108.15/41.98
沪深300指数	3281.67
中小板指数	5907.48
2008年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《增资器械子公司,丰富产品系列群》, 2010.2.9
- 2 《业绩超市场预期,股价有上涨空间》, 2010.2.1

分析师:黄挺

 (8621)61038218
 huangting@gjzq.com.cn

联系人:李敬雷

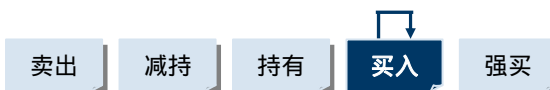
 (8621)61038219
 lijingl@gjzq.com.cn

李龙俊

 (8621)61038315
 lij@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

信立泰 (002294.SZ)

——业绩再超预期,高成长抵消高估值

公司基本情况(人民币)

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.476	0.860	1.376	1.897	2.654	3.538
净利润增长率	N/A	113.61%	59.89%	84.08%	39.95%	33.31%
先前预期每股收益(元)				1.805	2.654	3.536
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	1.772	2.568	3.554
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	56.94	40.69	30.52
行业优化市盈率(倍)	43.20	87.93	53.18	53.89	53.89	53.89
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	20.60	20.60	20.60
PE/G(倍)	N/A	N/A	N/A	0.68	1.02	0.92
已上市流通A股(百万股)	N/A	N/A	N/A	28.5	28.5	28.5
总股本(百万股)	72.00	85.00	85.00	113.50	113.50	113.50

来源:公司年报、国金证券研究所 注:“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 公司发布业绩快报,实现营业收入 8.50 亿元,同比增长 61.16%;实现营业利润 2.48 亿元,同比增长 101%;实现净利润 2.15 亿元,同比增长 84%;实现全面摊薄后的 EPS 为 1.897 元,达到了前次业绩修正预告的上限,再次略超市场预期。
- 公司第四季度生产经营情况持续向好,单季实现销售收入 4 亿元,主营产品“泰嘉”继续保持较快增长,增速近 60%。头孢类抗生素原料药随着部分扩产项目的建成,产能不足问题得到缓解,销售规模大幅度提升;同时受益于头孢类抗生素需求恢复带来的价格提升,头孢呋辛钠、头孢吡肟价格四季度提升 10%以上,带来业绩提升。
- 在 2 月份我们陆续写的几份报告中,我们解释了市场担心的几个问题:(1)氯吡格雷被仿制的风险;(2)公司产品线单一的问题;我们认为长期来看这不构成公司发展的主要障碍。我们认为最终的情况可能是:在对各种(潜在)负面因素的处理过程中,公司销售规模不断扩大,产品系列不断齐全,甚至可能诞生过 10 亿元的品种。类似的情景可参考恒瑞医药的多西他赛(专利纠纷、仿制药竞争、不断降价)。
- 我们预测公司 2009-2010 年发行摊薄后每股 EPS 为 1.897 元、2.654 元、3.536 元,复合增长率 50%。目前股价对应 2010 年估值 40 倍,相对于目前整体估值高企的医药板块而言,可谓合理,与其高成长性而言,并不高估。我们认为,“泰嘉”这个品种是目前国内市场上难得的潜力大品种,在未来看不到新进入者的情况下,给予公司足够高的估值来体现品种的稀缺性是有支撑的。我们维持对公司的“买入”评级。
- 风险提示:我们不担心新进入者对公司市场份额的抢占,但不排除一定时间内会产生价格干扰,需要跟踪。

· 图表1：公司销量过5000万产品线（蓝色：老的过5千万产品；黄色：新增过5千万产品；绿色：新上潜力产品）

产品类别	2007		2008		2009E		2010E		2011以后	
	产品	备注	产品	备注	产品	备注	产品	备注	产品	备注
心血管类	泰嘉	1.1个亿	泰嘉	1.9个亿	泰嘉	2.8个亿	泰嘉	3.8个亿	泰嘉	10个亿
	贝那普利	1000万	贝那普利	2000万	贝那普利	3000万	贝那普利	4000万	贝那普利	5000万
					比伐卢定	申报生产	比伐卢定	新品上市	比伐卢定	过亿品种
					降血脂药(XJZ03)	申报生产	降血脂药	新品上市	降血脂药	待培育
					降血脂药(XJZ22)	临床研究	降血脂药	临床研究	降血脂药	临床研究
					降血脂药(XJZ12)	临床前	降血脂药	申报临床	降血脂药	临床研究
					降血压药(JY17)	临床前	降血压药	申报临床	降血压药	过亿品种
							其他	在研	其他	在研
抗生素类	头孢西丁钠	1500万	头孢西丁钠	3800万	头孢西丁钠	7400万	头孢西丁钠	1个亿	头孢西丁钠	过亿品种
	头孢吡肟	3600万	头孢吡肟	4300万	头孢吡肟	4600万	头孢吡肟	5400万	头孢吡肟	将近1个亿
	头孢唑辛钠	老品种	头孢唑辛钠	老品种	头孢唑辛钠	老品种	头孢唑辛钠	老品种	头孢唑辛钠	老品种
					抗感染(KT20)	申报临床	抗感染	临床研究	抗感染	临床研究
					抗感染(KT15)	申报临床	抗感染	临床研究	抗感染	临床研究
							其他	在研	其他	在研
									其他	在研
其他	帕米膦酸二钠	新品上市	帕米膦酸二钠	待培育	帕米膦酸二钠	待培育	帕米膦酸二钠	待培育	帕米膦酸二钠	待培育
					环孢素	申报生产	环孢素	新品上市	环孢素	待培育
					免疫抑制(MY13)	申报生产	免疫抑制	新品上市	免疫抑制	待培育
							抗肿瘤辅助药	临床前	抗肿瘤辅助药	申请临床
							其他	在研	其他	在研
原料药	头孢西丁钠 头孢吡肟 头孢唑辛钠									
医疗器械								高端医疗器械	研发中	

来源：国金证券研究所，招股说明书

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	203	349	527	849	1,073	1,373
增长率		72.0%	50.9%	61.1%	26.3%	28.0%
主营业务成本	-107	-186	-259	-380	-456	-576
% 销售收入	52.7%	53.2%	49.2%	44.8%	42.5%	42.0%
毛利	96	164	268	469	617	797
% 销售收入	47.3%	46.8%	50.8%	55.2%	57.5%	58.0%
营业税金及附加	0	0	0	-1	-1	-1
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-44	-65	-111	-174	-215	-272
% 销售收入	21.7%	18.6%	21.1%	20.5%	20.0%	19.8%
管理费用	-13	-21	-30	-39	-48	-55
% 销售收入	6.6%	6.1%	5.7%	4.6%	4.5%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	38	77	126	255	353	469
% 销售收入	18.9%	22.0%	23.9%	30.1%	32.9%	34.1%
财务费用	0	-1	-2	-3	0	0
% 销售收入	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-1	0	-1	-4	-3	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	37	76	124	248	350	468
营业利润率	18.4%	21.8%	23.4%	29.2%	32.7%	34.1%
营业外收支	-1	0	3	4	4	4
税前利润	37	77	127	252	354	472
利润率	18.0%	21.9%	24.0%	29.7%	33.0%	34.4%
所得税	-2	-3	-10	-37	-53	-71
所得税率	6.6%	4.5%	7.7%	14.5%	15.0%	15.0%
净利润	34	73	117	215	301	402
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	34	73	117	215	301	402
净利率	16.9%	20.9%	22.2%	25.3%	28.1%	29.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	0	73	117	215	301	402
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	7	9	5	5	4
非经营收益	0	1	-1	2	-4	-4
营运资金变动	0	-28	-47	-46	-32	-62
经营活动现金净流	0	53	78	177	270	339
资本开支	-10	-14	-61	-89	-75	-76
投资	-2	2	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-12	-12	-61	-90	-75	-76
股权募资	0	0	0	1,140	-19	0
债权募资	0	20	10	-44	0	2
其他	-1	-42	0	-3	-15	-15
筹资活动现金净流	-1	-22	10	1,092	-34	-13
现金净流量	-13	19	26	1,179	161	250

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	7	34	52	1,231	1,393	1,643
应收款项	51	80	126	165	206	266
存货	45	74	99	125	150	190
其他流动资产	11	11	22	40	48	60
流动资产	114	200	300	1,561	1,796	2,158
% 总资产	71.9%	78.1%	73.4%	88.7%	86.7%	86.0%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	43	55	105	186	256	326
% 总资产	27.3%	21.6%	25.7%	10.6%	12.4%	13.0%
无形资产	1	0	0	9	17	23
非流动资产	45	56	109	198	275	351
% 总资产	28.1%	21.9%	26.6%	11.3%	13.3%	14.0%
资产总计	159	256	409	1,760	2,071	2,510
短期借款	14	29	44	0	0	0
应付款项	33	68	87	117	155	196
其他流动负债	6	9	15	40	45	54
流动负债	52	105	146	156	200	250
长期贷款	0	5	0	0	0	2
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	52	110	146	156	200	252
普通股股东权益	106	146	263	1,603	1,871	2,258
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	159	256	409	1,760	2,071	2,510

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.403	0.860	1.376	1.897	2.654	3.538
每股净资产	1.479	1.717	3.093	14.127	16.484	19.892
每股经营现金净流	0.167	0.621	0.916	1.557	2.378	2.989
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	32.16%	50.11%	44.48%	13.43%	16.10%	17.79%
总资产收益率	21.58%	28.58%	28.62%	12.23%	14.54%	16.00%
投入资本收益率	29.81%	40.95%	37.92%	13.61%	16.05%	17.63%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	72.01%	50.86%	61.14%	26.27%	28.00%
EBIT增长率	N/A	100.67%	63.82%	102.43%	38.38%	32.68%
净利润增长率	N/A	113.61%	59.89%	84.08%	39.95%	33.31%
总资产增长率	N/A	61.31%	59.65%	330.62%	17.72%	21.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.2	61.7	61.1	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	77.2	117.4	122.2	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	24.5	45.8	51.3	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	77.1	57.6	50.4	65.7	69.0	67.2
偿债能力						
净负债/股东权益	6.60%	-0.26%	-3.07%	-76.80%	-74.43%	-72.68%
EBIT利息保障倍数	136.6	77.8	71.1	80.1	-6,503.3	72,494.4
资产负债率	32.89%	42.97%	35.66%	8.87%	9.68%	10.04%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	2	3	5
买入	0	3	3	3	8
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.75	1.67	1.60	1.61

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-09-01	减持		N/A
2 2009-10-19	买入	84.02	79.00 ~ 102.00
3 2009-10-25	买入	93.62	N/A
4 2010-02-01	买入	91.40	N/A
5 2010-02-09	买入	97.49	N/A

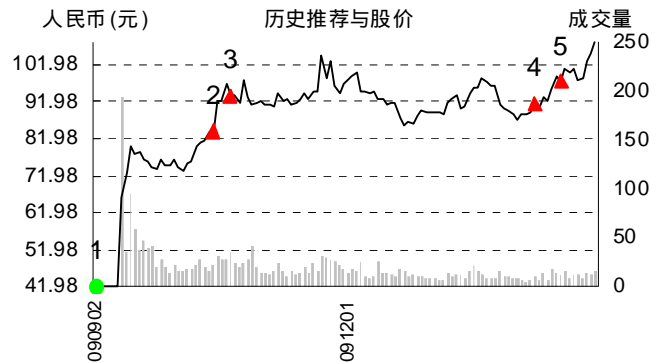
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。