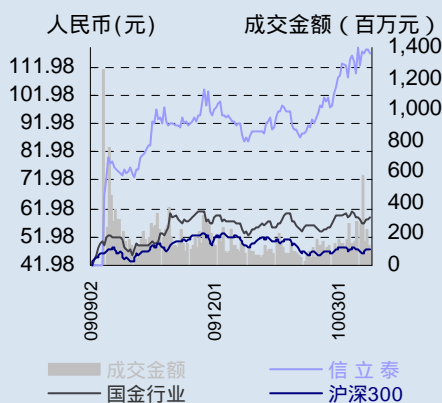


2010年03月20日

市场数据(人民币)

市价(元)	116.88
已上市流通A股(百万股)	28.50
总市值(百万元)	13,265.88
年内股价最高最低(元)	118.79/41.98
沪深300指数	3293.87
中小板指数	5947.28
2008年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《年报兑现预期,高增长高送配》, 2010.3.14
- 2 《业绩再超预期,高成长抵消高估值》, 2010.3.1

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)

——2010 年将实现稳定增长, 值得长期持有

公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.860	1.376	1.901	2.672	3.562	4.590
净利润增长率	113.61%	59.89%	84.49%	40.57%	33.30%	28.86%
先前预期每股收益(元)				2.672	3.562	4.590
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	2.773	3.726	N/A
市盈率(倍)	N/A	N/A	46.68	42.02	31.52	24.46
行业优化市盈率(倍)	87.93	53.18	92.89	92.89	92.89	92.89
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	29.70	29.70
PE/G(倍)	N/A	N/A	0.55	1.04	0.95	0.85
已上市流通A股(百万股)	N/A	N/A	28.50	28.50	28.50	28.50
总股本(百万股)	85.00	85.00	113.50	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”

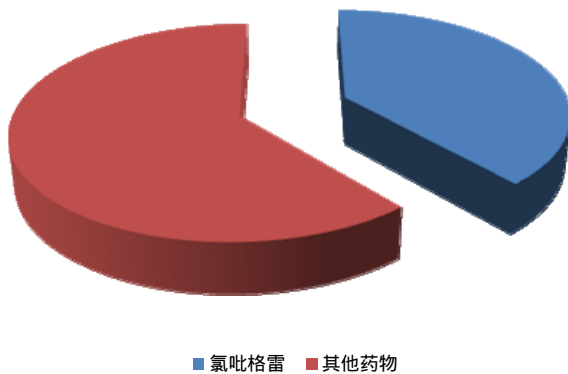
基本结论

- 我们针对公司 2009 年年报及 2010 年的展望与公司进行了交流。我们的基本判断是: 2010 年公司将依靠氯吡格雷的继续增长、头孢类的继续放量维持增长, 我们预计全年业绩增速在 40% 左右。
- 氯吡格雷是公司业绩实现增长的基础, 作为心脏支架介入手术的主流用药, 成长空间非常广阔, 销量具备继续翻番的可能。
 - ◆ **氯吡格雷短期 1-2 年内还不必担心竞争问题。**氯吡格雷的专利已经于 2008 年到期, 至今还没有看到新产品上市的迹象。公司已经通过工艺专利、晶体标准的制定, 为仿制药进入设置了较高的壁垒。即便明年有厂商仿制成功, 经过注册、认证、招标等程序, 对公司实际影响要在 2 年之后。此时公司的市场规模和地位更难以撼动。
 - ◆ **产品特性决定新的进入者对公司的影响将有限。**氯吡格雷主要应用在支架介入手术这样高端领域, 手术费用高价、高危决定了医生和病人对药物价格的不敏感。因此, 新进入者冲击公司市场的唯一手段——价格竞争将很难起到有效作用。因此, 我们认为对于氯吡格雷这样不同于肿瘤药、心血管药的特性, 不能简单的用传统药物的竞争来理解。
 - ◆ **氯吡格雷单品的市场容量还有继续提升的空间。**氯吡格雷作为心脏支架手术的主流用药, 将伴随着国内手术量的快速增长而增长。目前与之类似、功能更优的替代品都处在临床阶段。而介入手术用药量的增加又是必然趋势, 所以氯吡格雷未来还有很大的增长空间。公司目前 3 个亿的销售收入, 我们判断有单品有做到 10 个亿的可能。
- 高端抗生素也是公司实现业绩增长的另一动力。随着公司第二个无菌车间去年四季度的投产, 今年抗生素的产量将比去年有明显提升。而公司的产品都是凭借研发优势取得的高端品种, 市场需求旺盛, 销售不存在问题。因此

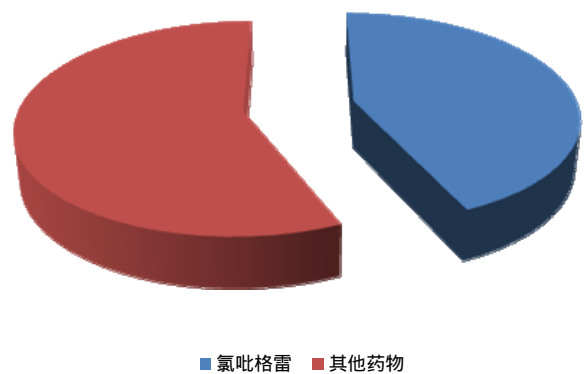
2010 年的同比增长将比较确定。主要品种头孢呋辛、头孢西丁都进入了新版医保目录，增长将有保障。

- 随着募集资金项目的到位，公司将逐步加大研发方面的投入。目前公司有两个一类心血管新药、一个一类抗感染新药在临床，还有多个一类新药逐步立项。这都体现了公司定位高端药物生产销售的方向。
- 我们维持前期盈利预测，预测公司 2010-2012 年摊薄后每股 EPS 为 2.672 元、3.562 元、4.590 元，复合增长率 35%。目前股价对应 2010 年 PE 为 42 倍，与高成长情况相比基本合理。
- 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，在未看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。因此，从长期投资价值的角度，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，只担心可能产生的价格无效干扰对股价可能产生负面影响。

图表1：公司 2009 年销售收入构成情况



图表2：公司 2009 年净利润构成情况



来源：国金证券研究所

图表3：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		2009		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	3.3个亿	泰嘉	4.5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	6000万	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
	头孢唑肟钠	老品种	头孢唑肟钠	老品种	头孢唑肟钠	老品种	头孢唑肟钠	老品种	头孢唑肟钠	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	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	获得批文	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 头孢唑肟钠									
医疗器械								高端医疗器械	研发中	

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	349	527	850	1,097	1,390	1,738
增长率		50.9%	61.2%	29.1%	26.6%	25.1%
主营业务成本	-186	-259	-376	-460	-574	-699
%销售收入	53.2%	49.2%	44.3%	41.9%	41.3%	40.2%
毛利	164	268	473	637	816	1,039
%销售收入	46.8%	50.8%	55.7%	58.1%	58.7%	59.8%
营业税金及附加	0	0	-1	-1	-1	-1
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-65	-111	-169	-219	-271	-339
%销售收入	18.6%	21.1%	19.9%	20.0%	19.5%	19.5%
管理费用	-21	-30	-53	-60	-69	-87
%销售收入	6.1%	5.7%	6.3%	5.5%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	77	126	250	356	474	612
%销售收入	22.0%	23.9%	29.4%	32.5%	34.1%	35.2%
财务费用	-1	-2	-1	1	0	0
%销售收入	0.3%	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	-1	-3	-2	-2	-2
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%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	76	124	246	355	473	610
营业利润率	21.8%	23.4%	28.9%	32.3%	34.0%	35.1%
营业外收支	0	3	4	2	3	3
税前利润	77	127	249	357	476	613
利润率	21.9%	24.0%	29.3%	32.5%	34.2%	35.3%
所得税	-3	-10	-34	-54	-71	-92
所得税率	4.5%	7.7%	13.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	73	117	216	303	404	521
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	73	117	216	303	404	521
净利率	20.9%	22.2%	25.4%	27.6%	29.1%	30.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	73	117	216	303	404	521
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	7	9	17	3	4	6
非经营收益	1	-1	2	2	-3	-3
营运资金变动	-28	-47	-100	-64	-49	-54
经营活动现金净流	53	78	134	245	357	470
资本开支	-14	-61	-136	-150	-106	-77
投资	2	0	0	-1	0	0
其他	0	0	3	0	0	0
投资活动现金净流	-12	-61	-133	-151	-106	-77
股权募资	0	0	1,156	0	-41	0
债权募资	20	10	-44	-3	0	2
其他	-42	0	-10	0	-114	-15
筹资活动现金净流	-22	10	1,101	-3	-154	-13
现金净流量	19	26	1,103	90	96	380

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	34	52	1,164	1,254	1,350	1,731
应收款项	80	126	212	227	280	335
存货	74	99	150	183	220	249
其他流动资产	11	22	70	94	111	128
流动资产	200	300	1,595	1,758	1,962	2,442
%总资产	78.1%	73.4%	90.0%	84.4%	82.0%	82.8%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	55	105	160	311	411	481
%总资产	21.6%	25.7%	9.0%	14.9%	17.2%	16.3%
无形资产	0	0	11	10	18	24
非流动资产	56	109	176	324	430	507
%总资产	21.9%	26.6%	10.0%	15.6%	18.0%	17.2%
资产总计	256	409	1,772	2,081	2,392	2,949
短期借款	29	44	0	0	0	0
应付款项	68	87	117	127	176	216
其他流动负债	9	15	29	141	54	64
流动负债	105	146	146	268	230	279
长期贷款	5	0	0	0	0	2
其他长期负债	0	0	3	0	0	0
负债	110	146	149	268	230	281
普通股股东权益	146	263	1,621	1,811	2,160	2,666
少数股东权益	0	0	2	2	2	2
负债股东权益合计	256	409	1,772	2,081	2,392	2,949

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.860	1.376	1.901	2.672	3.562	4.590
每股净资产	1.717	3.093	14.286	15.958	19.030	23.490
每股经营现金净流	0.621	0.916	1.183	2.156	3.144	4.142
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.000	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	50.11%	44.48%	13.31%	16.74%	18.72%	19.54%
总资产收益率	28.58%	28.62%	12.18%	14.57%	16.90%	17.66%
投入资本收益率	40.95%	37.92%	13.33%	16.71%	18.65%	19.49%
增长率						
主营业务收入增长率	72.01%	50.86%	61.16%	29.14%	26.65%	25.10%
EBIT增长率	100.67%	63.82%	98.39%	42.46%	33.09%	29.07%
净利润增长率	113.61%	59.89%	84.49%	40.57%	33.30%	28.86%
总资产增长率	61.31%	59.65%	333.66%	17.46%	14.93%	23.29%
资产管理能力						
应收账款周转天数	61.7	61.1	64.4	70.0	68.0	65.0
存货周转天数	117.4	122.2	121.1	145.0	140.0	130.0
应付账款周转天数	45.8	51.3	45.1	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	57.6	50.4	57.2	74.3	74.4	70.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.26%	-3.07%	-71.68%	-69.16%	-62.46%	-64.79%
EBIT利息保障倍数	77.8	71.1	213.3	-712.2	-8,799.0	#####
资产负债率	42.97%	35.66%	8.39%	12.88%	9.63%	9.53%

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	2	3	4	5	8
买入	5	7	10	10	15
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.71	1.71	1.71	1.70	1.68

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
6 2010-03-01	买入	108.78	N/A
7 2010-03-14	买入	112.27	N/A

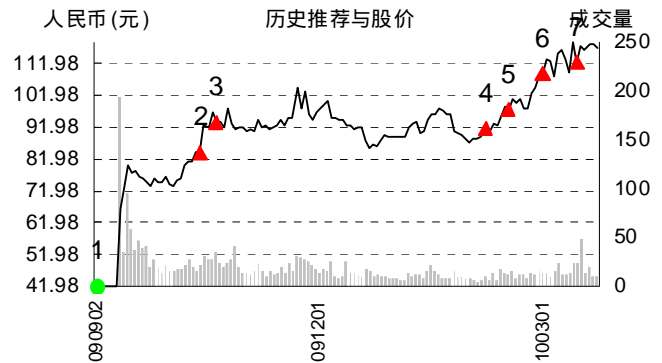
来源：国金证券研究所

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的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。