

分析师：涂羚波

执业证书编号：S0050208010103

Tel: 010-59355910

Email: tulb@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



# 信立泰(002294.SZ)

## 泰嘉将持续放量 但有降价压力

### 投资要点

● **前三季度维持高增长态势。**公司前三季度实现营业收入 96,595 万元，同比增长 77.28%；归属上市公司股东的净利润 25,423 万元，同比增长 85.29%；每股收益 1.12 元。业绩增长的原因来自于心血管类药物的增长；、原料药产能释放，以及销售费用率的降低。

● **泰嘉将持续放量，但有降价压力。**基于氯吡格雷在全球巨大的市场容量，和我国心脏支架手术的快速增长，以及产品构筑的高进入壁垒，未来仍将持续放量。但作为医保乙类大品种用药，未来存在一定的降价压力。

● **心存志远，意欲做强做大。**公司在研发方面加大了投入，分别启动了 20 余个专科药和 10 余个头孢类项目，目前比伐卢定已处于综合审查阶段，一类降血脂新药和一类新药头孢呋辛钠均处于临床的不同阶段。此外，公司在生产基地扩建方面也作了长远打算。

● **明年可能进入增长平稳期。**公司近期的高速增长依赖于泰嘉的放量和原料药的贡献。考虑到产品目前基数已经不低，明年这两项业务增速将有所放缓。预计泰嘉增长 40%左右，原料药增长 50%左右。比伐卢定虽然前景看好，但短期还不能大幅贡献盈利。

● **维持“谨慎推荐”评级。**预计公司 2010、2011、2012 年实现净利润 3.34 亿元、4.31 亿元、5.58 亿元，同比增长 55%、29%、29%，每股收益 1.47 元、1.90 元、2.46 元。公司是高成长医药企业的典范，未来发展路径清晰，按照 2010 年 50 倍 PE 估值，合理价格 73.5 元。目前股价合理，仍然维持“谨慎推荐”评级。

### 医药生物

### 投资评级

本次评级：	谨慎推荐
跟踪评级：	维持
目标价格：	73.5

### 市场数据

市价(元)	73.55
上市的流通 A 股(亿股)	0.57
总股本(亿股)	2.27
52 周股价最高最低(元)	61.8-158.87
上证指数/深证成指	3030.99/13392.70
2009 年股息率	0.00%

### 52 周相对市场表现



### 相关研究

《信立泰年报点评：高速成长的典范》  
2010-03-15

### 公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	849.60	1284	1798	2307
增长率(%)	61.16	51.14	40.03	28.30
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	215.75	334.12	430.89	557.69
增长率(%)	84.49	55	29	29
毛利率(%)	55.70	56	54	54
净资产收益率(%)	13.31	17	18	19
EPS(元)	2.34	1.47	1.90	2.46
P/E(倍)	77.39	49.97	38.75	29.94
P/B(倍)	11.07	8.54	7.00	5.67

来源：公司年报、民族证券

## 正文目录

一、前三季度维持高增长态势 .....	3
二、泰嘉将持续放量，但有降价压力 .....	3
三、公司心存志远，意欲做强做大 .....	3
四、明年可能进入增长平稳期 .....	4
五、公司盈利预测与估值 .....	4
(一) 核心假设 .....	4
(二) 盈利预测和相对估值 .....	4
(三) 绝对估值 .....	5
1. 估值假设 .....	5
2. 敏感性分析 .....	5

## 图表目录

图 1：近年来公司盈利能力 .....	3
图 2：近年来公司成长能力 .....	3
表 1：公司收入和毛利预测 .....	4
表 2：盈利预测表 .....	4
表 3： DCF 模型基本假设 .....	5
表 4：公司自由现金流预测 .....	5
表 5：公司估值敏感性分析 .....	5
附录：财务预测表 .....	6

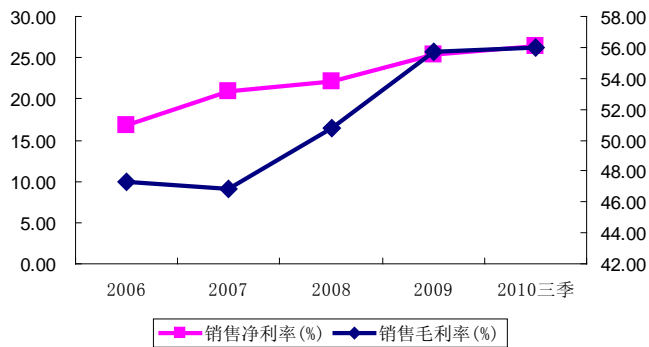
## 一、前三季度维持高增长态势

公司前三季度实现营业收入 96,595 万元，同比增长 77.28%；归属上市公司股东的净利润 25,423 万元，同比增长 85.29%；每股收益 1.12 元。

业绩增长的原因：一是心血管类药物仍然保持了 50% 以上的增长；二是公司募投项目达产后，原料药产能释放，盐酸头孢吡肟、头孢西丁钠产业化项目开始贡献盈利；三是原料药销售费用率较低，销售费用率同比下降了 2.2 个百分点。

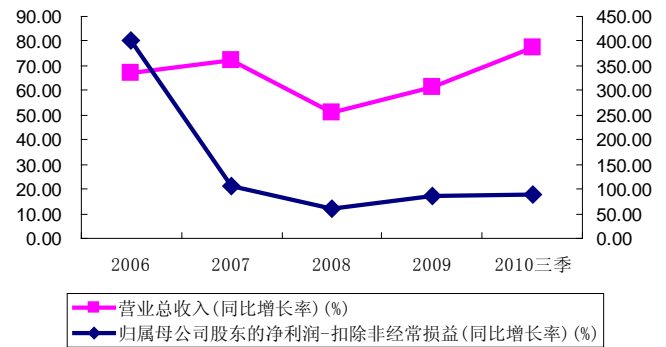
展望全年，预计心血管类药物增速在 50% 左右；头孢类原料药受基数的影响，全年增长 75% 左右；头孢类制剂增长 20%。全年营业收入增长在 50% 以上。

图 1：近年来公司盈利能力



资料来源：WIND 资讯，民族证券

图 2：近年来公司成长能力



资料来源：WIND 资讯，民族证券

## 二、泰嘉将持续放量，但有降价压力

公司主导产品泰嘉（氯吡格雷）是心血管大品种用药，受益于心脏支架手术年增速 30% 以上的影响，过去三年保持了高速成长的态势。未来随着医保的推进，接受心脏支架手术人群日益增加，氯吡格雷还将持续放量。公司产品虽然面临着国内可能进入的竞争对手，但泰嘉已在市场上培育多年，基于医生的用药习惯和安全考虑，以及产品良好的品牌效应，构筑了较高的进入壁垒，在国内市场的稳固地位 3-5 年内难以撼动。基于氯吡格雷在全球巨大的市场容量（2009 年数据显示，该产品销售额超过 90 亿美元），泰嘉持续放量毋庸置疑。

价格方面，从 2010 年北京的招标情况来看，泰嘉没有在降价之列。但我们认为，该产品作为医保乙类大品种用药，国家医保每年支付金额较高，未来存在一定的降价压力。相信该品种能够实现以量补价，继续保持高增长。

## 三、公司心存志远，意欲做强做大

公司战略定位于心血管类专科用药和头孢类高端抗生素。心血管类药物目前包括氯吡格雷和贝那普利，贝那普利目前销售额较小，市场主要被诺华公司占有。头孢类主要有盐酸头孢吡肟、头孢西丁钠等。公司基于长远考虑，加大研发投入，在专科药方面已经启动了 20 余个项目，头孢类 10 余个项目。2010 年三季报管理费用同比增长了 0.94 个百分点，主要就是研发投入加大所致。目前比伐卢定已经处于综合审查阶段，明年可以拿到批文；一类降血脂新药已进入临床二期，明年 7-8 月份可以完成临床研究；一类新药头孢呋辛钠即将进入临床三期。这些项目都将在 2012、2013 年带来较高的回报率。

此外，公司在生产基地扩建方面也作了长远打算，一年前成立了山东中间体公司，同时，竞拍了惠州大亚湾的厂房，准备做原料新厂区，预计 2-3 年建成；在坪山建立按照美国和欧盟标准的专科药制剂车间。公司在研发、销售、生产方面都进行了长期的布局和考虑。

#### 四、明年可能进入增长平稳期

公司近期的高速增长依赖于泰嘉的放量和原料药的贡献。泰嘉全年销售将超过 5 亿元，原料药上半年销售达到 2.8 亿元。考虑到公司产品目前基数已经不低，明年这两项业务增速将有所放缓。预计泰嘉增长 40%左右，原料药增长 50%左右。比伐卢定虽然前景看好，但短期还不能大幅贡献盈利。

#### 五、公司盈利预测与估值

##### (一) 核心假设

表 1：公司收入和毛利预测

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>心血管类</b>	<b>36443</b>	<b>54664</b>	<b>76530</b>	<b>99489</b>
增长率 (%)	74.55%	50.00%	40.00%	30.00%
毛利率 (%)	88.76%	88.76%	88.76%	88.76%
<b>头孢类制剂</b>	<b>18061</b>	<b>21673</b>	<b>26008</b>	<b>31209</b>
增长率 (%)	25.16%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	35.38%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>头孢类原料</b>	<b>28569</b>	<b>49996</b>	<b>74994</b>	<b>97493</b>
增长率 (%)	83.68%	75.00%	50.00%	30.00%
毛利率 (%)	25.65%	30.00%	26.00%	26.00%
<b>其他</b>	<b>1886</b>	<b>2075</b>	<b>2283</b>	<b>2511</b>
增长率 (%)	1.69%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	66.44%	66.44%	66.44%	66.44%
<b>总收入</b>	<b>84960</b>	<b>128409</b>	<b>179815</b>	<b>230702</b>
增长率 (%)	61.16%	51.14%	40.03%	28.30%
营业成本率	45.13%	44.40%	46.20%	45.95%
毛利率 (%)	54.87%	55.60%	53.80%	54.05%

资料来源：民族证券

##### (二) 盈利预测和相对估值

我们预计公司 2010、2011、2012 年实现营业收入 12.84 亿元、17.98 亿元、23.07 亿元，同比增长 51%、40%、28%；实现净利润 3.34 亿元、4.31 亿元、5.58 亿元，同比增长 55%、29%、29%，每股收益 1.47 元、1.90 元、2.46 元。公司是高成长医药企业的典范，未来发展路径清晰，按照 2010 年 50 倍 PE 估值，合理价格 73.5 元。公司目前股价合理，仍然维持“谨慎推荐”评级。

表 2：盈利预测表

单位：百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	850	1284	1798	2307
营业成本	376	570	831	1060
营业税金及附加	1	1	2	2
销售费用	169	244	342	438
管理费用	53	90	126	161

财务费用	1	-6	0	0
资产减值损失	3	3	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>246</b>	<b>382</b>	<b>498</b>	<b>645</b>
营业外收入	5	5	0	0
营业外支出	1	1	0	0
<b>利润总额</b>	<b>249</b>	<b>386</b>	<b>498</b>	<b>645</b>
所得税	34	52	67	87
<b>净利润</b>	<b>216</b>	<b>334</b>	<b>431</b>	<b>558</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>216</b>	<b>334</b>	<b>431</b>	<b>558</b>
EBITDA	250	379	498	645
EPS (元)	0.95	1.47	1.90	2.46

资料来源：民族证券

### (三) 绝对估值

#### 1. 估值假设

根据下表假设，得到公司 WACC=8.5%，永续增长率  $g=4.0\%$ ，公司股价在 75.5 元左右。

表 3：DCF 模型基本假设

永续增长率 $g$	6.50%	市场风险溢价	5.0%
无风险利率	3.00%	边际税率	13.5.0%
Beta	1.09	付息债务比重	1.5%

资料来源：民族证券

表 4：公司自由现金流预测

科目 (万元)	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
NOPLAT	32,771	43,089	55,769	62,003	80,603
资产减值损失	300	0	0	0	0
折旧摊销	1,756	2,172	2,417	2,902	3,773
资本支出	(7,636)	(7,364)	(5,485)	(8,967)	(14,657)
营运资本支出	(14,944)	(17,367)	(17,155)	(23,497)	(30,389)
<b>公司自由现金流</b>	<b>12,246</b>	<b>20,530</b>	<b>35,546</b>	<b>32,440</b>	<b>39,331</b>

资料来源：民族证券

#### 2. 敏感性分析

对永续增长率  $g$  在 5.5%–7.5%，WACC 在 7.4%–9.4% 范围内进行敏感性分析，得出估值结果的合理范围为 63.5–105 元。

表 5：公司估值敏感性分析

$g/wacc$	7.4%	7.9%	8.4%	8.9%	9.4%
5.5%	78.11	105.11	105.11	78.11	52.27
6.0%	63.53	79.47	79.47	63.53	45.81
6.5%	63.53	79.47	79.47	63.53	45.81
7.0%	78.11	105.11	105.11	78.11	52.27

---

<b>7.5%</b>	157.09	359.65	359.65	157.09	75.49
-------------	--------	--------	--------	--------	-------

资料来源：民族证券

**资产负债表**

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	1595	2034	2590	3262
现金及等价物	1164	1381	1662	2074
应收帐款	206	311	435	559
存货	150	228	332	424
其它流动资产	76	114	160	206
<b>非流动资产</b>	166	225	277	307
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及其他	160	218	270	300
投资性房地产	0	0	0	0
无形资产	1	1	2	2
其它非流动资产	5	5	5	5
<b>资产总计</b>	1772	2259	2866	3569
<b>流动负债</b>	146	220	321	410
短期借款	0	0	0	0
应付帐款	82	125	182	232
其它流动负债	63	96	139	178
<b>非流动负债</b>	3	81	157	213
长期借款	0	76	150	205
其它非流动负债	3	5	7	8
<b>负债合计</b>	149	301	478	623
少数股东权益	2	2	2	2
归属于母公司所有者权益	1621	1956	2386	2944
<b>负债和股东权益</b>	1772	2259	2866	3569

**现金流量表**

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	90	199	279	410
净利润	216	334	431	558
资产减值准备	3	3	0	0
折旧和摊销	13	18	22	24
公允价值变动损失	0	0	0	0
财物费用	1	-6	0	0
营运资本变动	-143	-149	-174	-172
投资收益	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-70	-76	-74	-55
资本支出	-69	-76	-74	-55
其它	-1	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	1102	84	76	57
权益性融资	1145	0	0	0
负债净变化	-41	78	76	57
财务费用	-1	6	0	0
<b>现金净增加额</b>	1122	207	281	412
期初现金余额	52	1174	1381	1662
期末现金余额	1174	1381	1662	2074

资料来源: 公司报表、民族证券

**利润表**

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	850	1284	1798	2307
营业成本	376	570	831	1060
营业税金及附加	1	1	2	2
销售费用	169	244	342	438
管理费用	53	90	126	161
财务费用	1	-6	0	0
资产减值损失	3	3	0	0
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	246	382	498	645
营业外收入	5	5	0	0
营业外支出	1	1	0	0
<b>利润总额</b>	249	386	498	645
所得税	34	52	67	87
<b>净利润</b>	216	334	431	558
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属于母公司所</b>	216	334	431	558
<b>EBITDA</b>	250	379	498	645
<b>EPS (元)</b>	0.95	1.47	1.90	2.46

**主要财务比率**

	2009	2010E	2011E	2012E
<b>成长能力</b>				
营业收入	61.2%	51.1%	40.0%	28.3%
营业利润	98.9%	55.6%	30.3%	29.4%
归属母公司净利	84.5%	54.9%	29.0%	29.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	55.7%	55.6%	53.8%	54.0%
净利率	25.4%	26.0%	24.0%	24.2%
ROE	13.3%	17.1%	18.1%	18.9%
ROIC	12.6%	16.1%	16.9%	17.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	8.4%	13.3%	16.7%	17.5%
流动比率	11.0	9.2	8.1	8.0
速动比率	9.9	8.2	7.0	6.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
应收帐款周转率	4.1	4.1	4.1	4.1
应付帐款周转率	4.6	4.6	4.6	4.6
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.95	1.47	1.90	2.46
每股经营现金	0.40	0.88	1.23	1.81
每股净资产	7.14	8.61	10.51	12.97
<b>估值比率</b>				
P/E	77.4	50.0	38.7	29.9
P/B	10.3	8.5	7.0	5.7
EV/EBITDA	36.9	24.4	18.5	14.3

## 分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备8年医药行业的从业经验，以及8年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn