

强烈推荐-A (维持)

信立泰 002294.SZ

目标估值: 90.00 元

当前股价: 75.39 元

2010 年 8 月 3 日

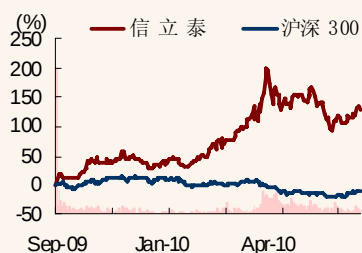
中报大幅增长102%,比伐卢定有望3季度获批

基础数据

上证综指	2638
总股本(万股)	22700
已上市流通股(万股)	5700
总市值(亿元)	171
流通市值(亿元)	43
每股净资产(MRQ)	7.5
ROE(TTM)	17.8
资产负债率	9.7%
主要股东	信立泰药业有限公司
主要股东持股比例	71.56%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	66	262
相对表现	-4	75	285



相关报告

- 1、信立泰(002294)—1季报业绩符合预期,上调业绩预测 2010/4/27
- 2、信立泰(002294)—1季报预增百分之117至130,上调评级 2010/4/21
- 3、信立泰(002294)—泰嘉收入同比大幅增长百分之60,3季报业绩快速增长符合预期 2009/10/23

李珊珊

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090210040001

研究助理:

徐列海

0755-83271609
xuliehai@cmschina.com.cn

公司公布半年报:收入、净利润同比增长86%、102%,实现EPS 0.78元。泰嘉、头孢原料药同比增长约60%、166%。前3季度预增70~100%,EPS1.03~1.21元。公司储备产品丰富,维持2010年1.52元业绩预测和“强烈推荐-A”评级。

- **10年上半年高速增长符合预期。**分别实现收入、净利润6.6亿元、1.8亿元,同比增长86%、102%,实现EPS 0.78元,每股经营净现金仅0.17元。低毛利原料药占比提高,毛利率同比下降0.8个百分点。原料药直接面对下游厂家销售,费用投入极低,带动营业费率、财务费率同比分别下降了3.1个、1个百分点。管理费略升0.5个百分点。净利率达27%,同比上升2.2个百分点。**前3季度预增70~100%,对应EPS 1.03~1.21元。**
- **分业务来看:**上半年制剂、原材料实现收入3.8亿元、2.8亿元,同比增长52%、166%,收入比重分别为57.3%、42.7%,毛利比重为76.8%、23.2%。泰嘉和头孢制剂收入同比增长约60%、30%,其中头孢西丁、呋辛增长较为突出。**头孢西丁原料药上半年增长尤为突出,7-ACA价格影响头孢原料药价格走势,由于目前7-ACA价格走势较不明朗,下游制剂厂商或采取低库存策略。**
- **拟使用不超过5千万自有资金购买低风险银行理财产品,提高资金使用效率。**
- **泰嘉招标价格稳定,小头孢有所下降。**泰嘉近年招标价格相对稳定,各省之间价差并不大,2010年广东省中标价格由09年的73.64元上调至76.2元(25mg*20粒),同时该产品为首仿上市,我们认为此次发改委价格调查对其影响较小。头孢呋辛、西丁、吡肟在2010年广东省的中标价均有所下降,未来主要通过成本控制、收率提升来维持毛利率。目前公司所产小头孢原料药寡头生产的格局未变,未来销量有望维持较快增长。
- **储备产品丰富,预计比伐卢定3季度获批。**预计抗凝药比伐卢定3季度获批,与泰佳形成系列化优势,借助现有销售队伍将快速上量;抗感染专利药头孢呋辛钠舒巴坦钠有望年底进入III期临床;心血管支架目前正处于临床前研发阶段。此外,公司还有2个在研1类心血管类新药以及10余项在研新药。围绕心血管及高端头孢抗生素,预计公司未来每年都有重量级新药上市。
- **维持业绩预测和“强烈推荐-A”。**预计2010~2012年净利润同比增长60%、44%和38%,实现EPS 1.52/2.18/3.02元。我们看好公司立足高端专科用药的创新研发的产品系列化优势,当前股价对应2010年预测PE 52倍,维持“强烈推荐-A”评级和90元目标价。主要风险是新产品的获批慢于预期。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	527	850	1232	1725	2328
同比增长	51%	61%	45%	40%	35%
营业利润(百万元)	124	246	402	579	803
同比增长	62%	99%	64%	44%	39%
净利润(百万元)	117	216	345	496	686
同比增长	60%	84%	60%	44%	38%
每股收益(元)	0.52	0.95	1.52	2.18	3.02
PE	152.1	82.5	51.6	35.9	25.9
PB	67.7	11.0	9.6	8.1	6.6

资料来源:招商证券研究(EPS为摊薄后数据)

表 1: 信立泰 2010 年上半年母公司、合并报表主要财务指标分析

单位: 百万元、%	合并报表		母公司报表	
	2010H	增长(率)	2010H	增长(率)
营业收入	656	85.7%	656	85.7%
毛利率	55.4%	-0.8%	55.0%	-1.1%
营业费用率	17.6%	-3.1%	17.6%	-3.1%
管理费用率	5.8%	0.5%	5.3%	0.1%
财务费用率	-0.5%	-1.0%	-0.5%	-1.0%
期间费用率	22.9%	-3.7%	22.4%	-4.1%
营业利润	209	105.5%	210	105.9%
营业利率	31.9%	3.1%	32.0%	3.1%
利润总额	208	101.6%	209	102.0%
利润率	31.7%	2.5%	31.8%	2.6%
实际所得税率	14.7%	-0.4%	14.7%	-0.2%
净利润	177	102.4%	177	101.5%
净利率	27.0%	2.2%	27.2%	2.3%
应收账款周转天数	68.0	5.5	68.0	5.5
存货周转天数	109.6	-8.1	79.4	54.1
每股经营现金流(元)	0.17	-43.6%	0.21	-29.4%

资料来源: 公司报告、招商证券研究

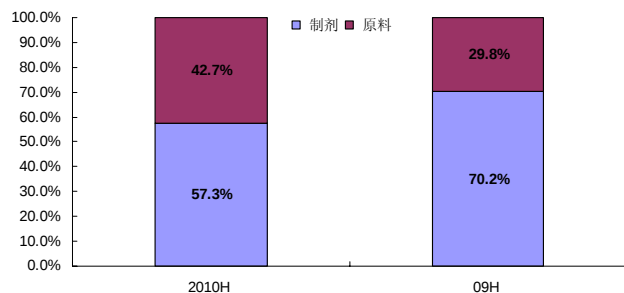
表 2: 信立泰单季度、季度累计财务指标分析

单位:百万元	08Q1	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	08A	09H	09A	10H
一、营业总收入	120	121	139	161	192	191	305	324	333	527	353	850	656
二、营业总成本	94	83	111	118	134	135	218	222	226	404	252	604	447
其中:营业成本	66	54	61	73	82	82	139	152	141	259	155	376	293
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
销售费用	19	22	43	33	40	41	54	56	59	111	73	169	116
管理费用	8	7	6	9	9	10	25	12	26	30	19	53	38
财务费用	0	1	0	1	1	1	-1	-1	-3	2	2	1	-4
资产减值损失	0	0	0	2	1	1	0	2	1	1	3	3	4
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	26	38	28	43	58	57	87	102	107	124	102	246	209
加: 营业外收入	1	0	2	0	1	2	2	1	0	4	1	5	1
减: 营业外支出	0	0	0	0	0	0	1	0	2	1	0	1	2
五、利润总额	28	38	31	43	60	58	88	103	105	127	103	249	208
减: 所得税	3	4	0	4	11	9	9	15	15	10	15	34	30
六、净利润	25	7	6	9	9	10	25	12	26	117	88	216	177
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	25	34	30	39	49	50	79	88	90	117	88	216	177
EPS	0.11	0.15	0.13	0.17	0.21	0.22	0.35	0.39	0.40	0.52	0.39	0.95	0.78

收入增长率				34%		58%	119%	101%	73%	51%		61%	86%
毛利率	45.1%	55.5%	55.9%	54.9%	57.1%	57.1%	54.3%	53.1%	57.6%	50.8%	56.1%	55.7%	55.4%
营业利润率	21.9%	31.3%	20.3%	26.9%	30.4%	29.7%	28.6%	31.5%	32.2%	23.4%	28.8%	28.9%	31.9%
净利率	21.0%	28.0%	21.8%	24.3%	25.2%	25.9%	25.8%	27.1%	27.0%	22.2%	24.8%	25.4%	27.0%
营业费率	15.9%	18.2%	30.6%	20.7%	20.8%	21.6%	17.8%	17.3%	17.9%	21.1%	20.8%	19.9%	17.6%
管理费率	6.6%	5.5%	4.4%	5.7%	4.9%	5.0%	8.3%	3.7%	7.9%	5.7%	5.3%	6.3%	5.8%
实际税率	9%	10%	1%	10%	19%	15%	11%	15%	14%	8%	15%	14%	15%
净利润增长率				55%		46%	160%	124%	85%	60%		84%	102%

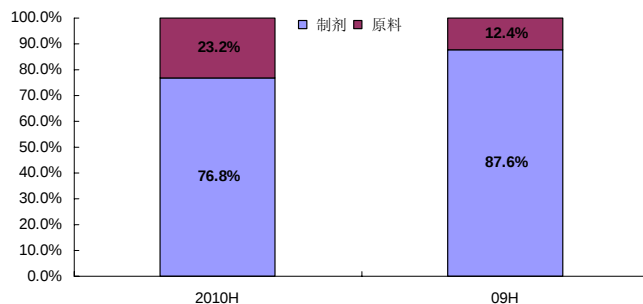
资料来源: 公司报告、招商证券研究

图 1: 信立泰收入构成



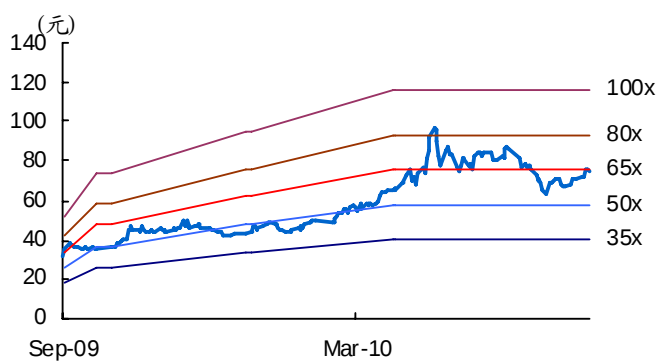
资料来源: 公司报告、招商证券研究

图 2: 信立泰毛利构成



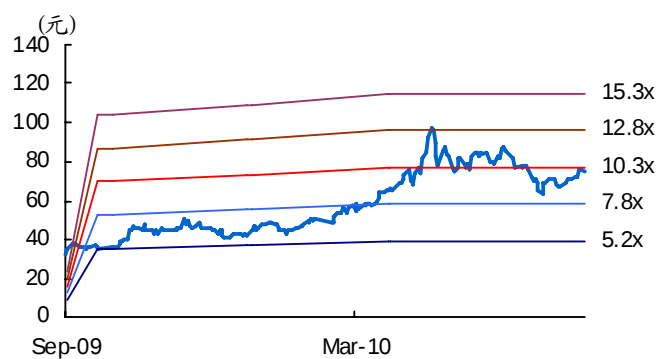
资料来源: 公司报告、招商证券研究

图 3: 信立泰历史 PE Band



资料来源: 招商证券研究

图 4: 信立泰历史 PB Band



资料来源: 招商证券研究

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	300	1595	1699	1954	2483
现金	52	1164	1082	1103	1358
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	9	10	15	21	28
应收款项	104	196	278	389	526
其它应收款	13	0	0	0	0
存货	99	150	217	293	376
其他	22	76	108	148	195
非流动资产	109	176	389	529	536
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	73	133	373	512	520
无形资产	0	1	1	1	1
其他	36	42	16	16	16
资产总计	409	1772	2088	2483	3020
流动负债	146	146	224	272	328
短期借款	39	0	40	40	40
应付账款	41	52	75	102	135
预收账款	8	9	12	17	22
其他	58	85	97	113	132
长期负债	0	3	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	3	0	0	0
负债合计	146	149	224	272	328
股本	85	114	227	227	227
资本公积金	0	1114	1001	1001	1001
留存收益	178	393	635	982	1462
少数股东权益	0	2	2	2	2
母公司所有者权益	263	1621	1863	2210	2690
负债及权益合计	409	1772	2088	2483	3020

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	78	134	226	362	531
净利润			345	496	686
折旧摊销			31	54	63
财务费用			(10)	(5)	0
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(149)	(188)	(221)
其它			9	5	3
投资活动现金流	(61)	(133)	(251)	(197)	(71)
资本支出			(251)	(197)	(71)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	10	1101	(56)	(144)	(206)
借款变动			40	0	0
普通股增加			114	0	0
资本公积增加			(114)	0	0
股利分配			(103)	(149)	(206)
其他			7	5	0
现金净增加额	26	1103	(81)	21	255

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	527	850	1232	1725	2328
营业成本	259	376	535	733	966
营业税金及附加	0	1	1	2	2
营业费用	111	169	234	323	431
管理费用	30	53	70	93	126
财务费用	2	1	(10)	(5)	0
资产减值损失	1	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	124	246	402	579	803
营业外收入	4	5	5	5	5
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	127	249	405	583	807
所得税	10	34	61	87	121
净利润	117	216	345	496	686
少数股东损益	0	(0)	0	0	0
母公司所有者净利润	117	216	345	496	686
EPS (元)	0.52	0.95	1.52	2.18	3.02

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	51%	61%	45%	40%	35%
营业利润	62%	99%	64%	44%	39%
净利润	60%	84%	60%	44%	38%
获利能力					
毛利率	50.8%	55.7%	56.6%	57.5%	58.5%
净利率	22.2%	25.4%	28.0%	28.7%	29.5%
ROE	44.5%	13.3%	18.5%	22.4%	25.5%
ROIC	37.7%	13.2%	17.5%	21.7%	25.0%
偿债能力					
资产负债率	35.7%	8.4%	10.7%	10.9%	10.9%
净负债比率	10.8%	0.0%	1.9%	1.6%	1.3%
流动比率	2.1	11.0	7.6	7.2	7.6
速动比率	1.4	9.9	6.6	6.1	6.4
营运能力					
资产周转率	1.3	0.5	0.6	0.7	0.8
存货周转率	3.0	3.0	2.9	2.9	2.9
应收帐款周转率	6.0	5.7	5.2	5.2	5.1
应付帐款周转率	7.1	8.1	8.4	8.3	8.2
每股资料(元)					
每股收益	0.52	0.95	1.52	2.18	3.02
每股经营现金	0.34	0.59	1.00	1.59	2.34
每股净资产	1.16	7.14	8.21	9.73	11.85
每股股利	0.00	0.00	0.46	0.65	0.91
估值比率					
PE	152.1	82.5	51.6	35.9	25.9
PB	67.7	11.0	9.6	8.1	6.6
EV/EBITDA	35.7	18.1	10.6	7.1	5.2

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李珊珊，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5 年证券从业经验，2010 年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009 年加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。