



医药/必需消费

信立泰 (002294)

心血管类药物快速发展

易镜明
021-38676779
yijingming@gtjas.com
S0880208080357

本报告导读:

心血管药物和原料药迅速发展

投资要点:

- 信立泰公布了 2010 年半年报, 实现营业收入 6.6 亿, 归属于母公司净利润 1.77 亿元, 分别同比增长 85.7% 和 102%。实现全面摊薄后 EPS 0.78 元, 业绩高于市场预期。公司预计 2010 年 1-9 月净利润同比增长 70%-100%, 对应 EPS1.03-1.21 元。
- 分业务看: 制剂销售收入 3.8 亿, 同比增长 51%, 毛利率上升 4 个百分点, 达到 47.2%; 原料药收入 2.8 亿, 同比增长 166%, 毛利率上升 6.8 个百分点, 达到 30%。随着原料药扩产产能问题得到缓解, 注射用头孢西丁钠和注射用头孢呋辛钠原料药维持高速增长。
- 氯吡格雷: 公司覆盖了 900 多家医院, 其中三甲 700 多家。10H 氯吡格雷收入约 3 个亿, 同比翻番。
- 抗凝药比伐卢定预计 2010 年三季度上市, 与泰嘉形成系列化优势, 借助现有销售队伍实现销售快速增长; 国家一类新药头孢呋辛钠舒巴坦钠有望年底进入 III 期临床, 预计 2011 年上市。公司围绕心血管和高端头孢抗生素深入研发, 未来不断有新药上市。
- 投资建议: 我们认为公司产品研发能力强, 头孢类原料药的未來成长空间很大。预计 2010、2011 年每股收益 1.56 元和 2.11 元, 目前股价 74.2 元, 考虑到公司良好的成长性, 给予“谨慎增持”评级, 按照 11 年 40 倍 PE, 目标价 84.4 元。

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 84.40

上次预测: 108.00

当前价格: 75.12

2010.08.04

交易数据

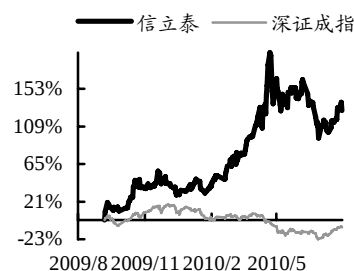
52 周内股价区间 (元)	62.00-158.8
总市值 (百万元)	17,052
总股本/流通 A 股 (百万股)	227/57
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	3
日均成交值 (百万元)	261

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,685
每股净资产	7.42
市净率	10.1
净负债率	0%

EPS (元)	2009A	2010
Q1	0.17	0.39
Q2	0.21	0.40
Q3	0.22	0.37
Q4	0.35	0.40
全年	0.95	1.56

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	16%	-3%	0%
相对指数	-1%	0%	22%

相关报告

《信立泰: 主导品种快速增长》

2010.04.27

《快速成长的“高价股”》

2009.10.26

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	527	850	1,232	1,617	2,071
(+/-)%	50.9%	61.2%	45.0%	31.3%	28.0%
经营利润 (EBIT)	125	247	388	535	714
(+/-)%	62.4%	97.0%	57.0%	38.0%	33.6%
净利润	117	216	354	480	636
(+/-)%	59.9%	84.5%	64.0%	35.5%	32.6%
每股净收益 (元)	0.52	0.95	1.56	2.11	2.80
每股股利 (元)	-	1.00	0.47	0.63	0.84

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率(%)	23.8%	29.1%	31.5%	33.1%	34.5%
净资产收益率(%)	44.5%	13.3%	19.0%	21.5%	23.3%
投入资本回报率(%)	49.9%	53.9%	54.7%	56.0%	59.3%
EV/EBITDA	157.3	80.6	51.0	36.3	27.1
市盈率	189.3	102.6	62.6	46.2	34.8
股息率 (%)	0.0%	1.0%	0.5%	0.6%	0.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2010.08.04

股票研究

必需消费

医药

信立泰 (002294)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 84.40

上次预测: 108.00

当前价格: 75.12

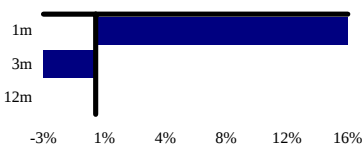
公司网址

www.salubris.cn

公司简介

公司主要生产经营化学原料药、粉针剂、片剂和胶囊等产品,以研制、生产、销售世界领先的制剂和化学原料药为主导的高新技术产业。“信立泰药业”被评定为深圳市知名品牌,致力于发展世界领先高新科技,将研究开发创新医药产品作为企业持续发展的关键,以开发国家一、二类新药为主,主攻心血管、抗过敏及感染等治疗领域,研究开发具有自主知识产权的医药产品,二类新药硫酸氯氮吡格雷片(泰嘉)和地氯雷他定片(信敏汀)被认定为国家重点新产品。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

62.00-158.87

市值 (百万)

17,052

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业成本

税金及附加

营业费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

长期负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

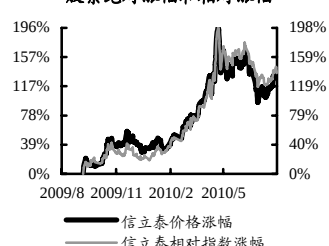
EV/EBITDA

P/S

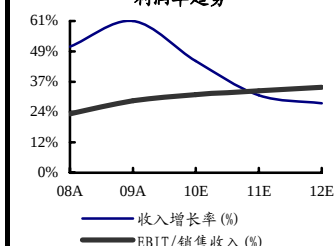
股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	527	850	1,232	1,617	2,071
营业成本	259	376	515	651	804
税金及附加	0	1	1	1	2
营业费用	111	169	246	323	414
管理费用	30	53	80	105	135
EBIT	125	247	388	535	714
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	2	1	-25	-26	-30
营业利润	124	246	413	561	745
所得税	10	34	62	85	112
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	117	216	354	480	636
货币资金、交易性金融资产	52	1,164	1,193	1,320	1,562
其他流动资产	248	432	560	723	911
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	73	133	288	415	521
无形及其他资产	0	1	0	0	-1
资产合计	409	1,772	2,085	2,492	3,022
流动负债	146	146	219	252	291
长期负债	0	3	3	3	3
股东权益	263	1,623	1,864	2,237	2,728
投入资本(IC)	251	458	708	955	1,205
NOPLAT	116	214	329	455	607
折旧与摊销	8	13	24	42	60
流动资金增量	57	140	95	129	150
资本支出	50	55	180	160	160
自由现金流	230	422	629	786	977
经营现金流	67	91	257	367	515
投资现金流	(50)	(66)	(179)	(160)	(160)
融资现金流	9	1,097	(48)	(80)	(114)
现金流净增加额	26	1,122	30	127	242
收入增长率	50.9%	61.2%	45.0%	31.3%	28.0%
EBIT 增长率	62.4%	97.0%	57.0%	38.0%	33.6%
净利润增长率	59.9%	84.5%	64.0%	35.5%	32.6%
利润率					
毛利率	50.8%	55.7%	58.2%	59.8%	61.2%
EBIT 率	23.8%	29.1%	31.5%	33.1%	34.5%
净利润率	22.2%	25.4%	28.7%	29.6%	30.7%
净资产收益率(ROE)	44.5%	13.3%	19.0%	21.5%	23.3%
总资产收益率(ROA)	28.6%	12.2%	17.0%	19.2%	21.0%
投入资本回报率(ROIC)	49.9%	53.9%	54.7%	56.0%	59.3%
存货周转天数	121	120	125	129	130
应收账款周转天数	62	66	71	73	74
总资产周转天数	227	462	564	509	479
净利润现金含量	0.57	0.42	0.73	0.76	0.81
资本支出/收入	9.45%	6.46%	14.61%	9.89%	7.73%
资产负债率	35.7%	8.4%	10.6%	10.2%	9.7%
净负债率	-3.1%	-71.8%	-61.9%	-57.3%	-55.8%
PE	189.3	102.6	62.6	46.2	34.8
PB	84.2	13.7	11.9	9.9	8.1
EV/EBITDA	157.3	80.6	51.0	36.3	27.1
P/S	15.72	13.03	17.97	13.69	10.69
股息率	0.0%	1.0%	0.5%	0.6%	0.9%

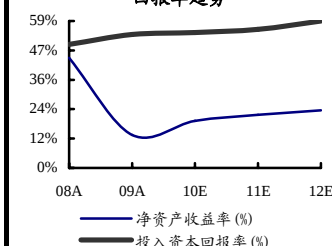
股票绝对涨幅和相对涨幅



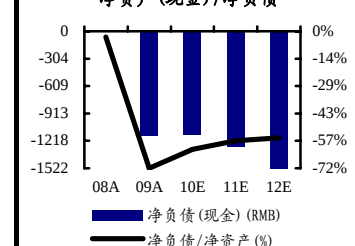
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. 2010 年半年报分析

2010 年上半年实现营业收入 6.6 亿, 归属于母公司净利润 1.77 亿元, 分别同比增长 85.7% 和 102%。实现全面摊薄后 EPS 0.78 元, 业绩高于市场预期。营业利润率小幅提升 (10H 32.4%, 09H 29.5%), 主要是公司销售费用率有所下降的缘故。

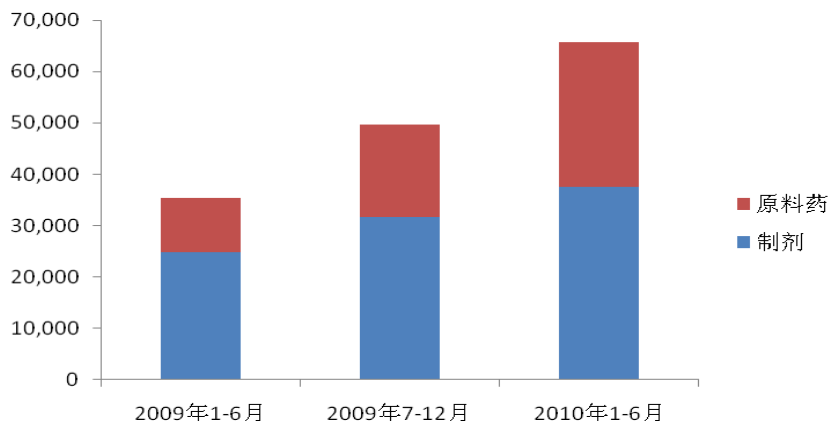
表 1: 利润表分析 (万元)

	09H	10H	增量	09-1Q	09-2Q	09-3Q	09-4Q	10-1Q	10-2Q
主营收入	35,346	65,638	30,292	16,109	19,237	19,141	30,473	32,371	33,267
同比 %		85.7%				58.4%	119.2%	100.9%	72.9%
环比 %				15.9%	19.4%	-0.5%	59.2%	6.2%	2.8%
毛利率	56.14%	55.36%		54.9%	57.1%	57.1%	54.3%	53.1%	57.6%
主营毛利	19,842	36,335	16,493	8,851	10,991	10,928	16,548	17,184	19,151
同比 %		83.1%				62.8%	112.8%	94.1%	74.2%
环比 %				13.8%	24.2%	-0.6%	51.4%	3.8%	11.4%
主营税金/收入	0.09%	0.08%		0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	7,339	11,562	4,223	3,341	3,998	4,132	5,417	5,613	5,949
销售费用/收入	20.8%	17.6%		20.7%	20.8%	21.6%	17.8%	17.3%	17.9%
管理费用	1,861	3,807	1,945	916	946	963	2,524	1,195	2,612
管理费用/收入	5.3%	5.8%		5.7%	4.9%	5.0%	8.3%	3.7%	7.9%
财务费用/收入	0.5%	-0.5%		0.6%	0.4%	0.4%	-0.5%	-0.3%	-0.8%
期间费用率	26.5%	22.9%		27.0%	26.1%	27.0%	25.6%	20.8%	24.9%
营业利润	10,430	21,264	10,833	4,326	5,849	5,678	8,717	10,198	10,712
营业利润率	29.5%	32.4%		26.9%	30.4%	29.7%	28.6%	31.5%	32.2%
同比 %		103.86%				50.1%	209%	135.7%	83.1%
环比 %				53.3%	35.2%	-2.9%	54%	17.0%	5.0%
公允价值变动	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业外收支净额	137	(126)	-263	15	122	163	65	105	-231
(公允价值 + 投资收益 + 营业外收支) / 利润总额	1.33%	-0.61%		0.3%	2.0%	2.8%	0.7%	1.0%	-2.2%
利润总额	10,312	20,785	10,473	4,341	5,971	5,841	8,782	10,303	10,481
税前利润率	29.2%	31.7%		26.9%	31.0%	30.5%	28.8%	31.8%	31.5%
同比 %		101.56%				54.4%	186.9%	137.4%	75.5%
环比 %				41.8%	37.6%	-2.2%	50.4%	17.3%	1.7%
实际税率	15.01%	14.65%		9.9%	18.7%	15.2%	10.6%	15.0%	14.3%
少数股东损益/利润总额	-0.01%	0.01%		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.1%
净利润	8,765	17,737	8,971	3,909	4,856	4,955	7,854	8,769	8,968
同比 %		102.4%				46.2%	159.7%	124.3%	84.7%
环比 %				29.2%	24.2%	2.1%	58.5%	11.6%	2.3%
EPS	0.39	0.78		0.17	0.21	0.22	0.35	0.39	0.40

数据来源: Wind 国泰君安证券 按现有股本计算

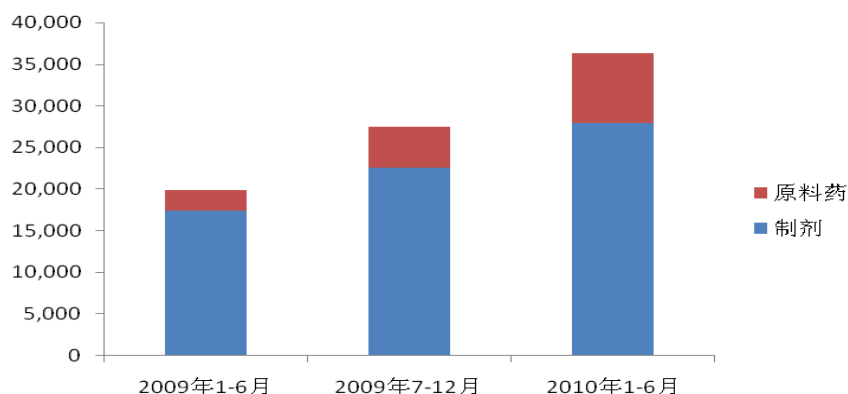
分业务看: 制剂销售收入 3.8 亿, 同比增长 51%, 毛利率上升 4 个百分点, 达到 47.2%; 原料药收入 2.8 亿, 同比增长 166%, 毛利率上升 6.8 个百分点, 达到 30%。随着原料药扩产逐渐完成, 产能问题得到缓解, 注射用头孢西丁钠和注射用头孢呋辛钠原料药维持高速增长。

图 3: 2009-2010 年制剂和原料药收入构成 (万元)



数据来源: 公司公告、国泰君安证券

图 4: 2009-2010 年制剂和原料药毛利构成 (万元)



数据来源: 公司公告、国泰君安证券

2. 公司未来增长点

泰嘉招标价格稳定, 毛利率有提升空间, 有望保持高速增长。高端头孢类抗生素进入增长快车道。

抗凝药比伐卢定预计 2010 年三季度上市; 国家一类新药头孢呋辛钠舒巴坦钠有望年底进入 III 期临床, 预计 2011 年上市。公司围绕心血管和高端头孢抗生素的深入研发, 未来不断有新药上市。

2.1. 比伐卢定

比伐卢定 (Bivalirudin, Angiomax) 是人工合成的抗凝药物, 其抗凝成

分为水蛭素衍生物 C 端的多肽，直接抑制凝血酶的活性，于 2000 年获 FDA 批准，目前比伐卢定已经被 FDA 批准用于行经皮腔内冠状动脉成形术（PTCA）的不稳定型心绞痛患者、经皮冠脉介入治疗（PCI）的患者降低局部缺血和出血并发症的风险。比伐卢定的专利将会在 2010 年到期。

比伐卢定能够与已结合纤维蛋白的凝血酶和循环中游离的凝血酶可逆性结合，半衰期短，因此比伐卢定没有出现其他现有抗凝剂经常存在的缺血和出血并发症。两项来自欧洲的研究 ARNO, NAPLES 均表明比伐卢定与肝素相比在择期 PCI 患者中可以降低出血发生率。在药物清除方面，比伐卢定被内源性多肽酶水解，其主要排泄不通过肾，可安全用于肾损害患者。2008 年，其全球的销售额 3.1 亿美元，较 2007 年同比增加 16.6%。

临床实验表明，在接受比伐卢定治疗的每 1000 位危重病人中，与肝素组相比，能多解救出 11 位病人，在 30 天内能减少 8 位心梗复发的病人。其结果肯定了比伐卢定能有效改善心脏病人的治疗效果，它作为抗凝血药物给心血管科医生多了一个用药选择，为导管介入性治疗提供了一个比肝素更为安全有效的替代物。长期以来使用肝素造成的出血和血栓并发症一直困扰着人们，比伐卢定的临床应用对提升病人的治疗质量有着非同寻常的意义。比伐卢定作为新药上市不仅为接受冠状介入术的病人提供了更为安全的保障，更为肝素过敏者和血栓病高危患者提供代替肝素的新途径。为常规外科手术病人防止形成深层静脉血栓提供了一个有效药物。

抗凝药比伐卢定预计 2010 年三季度上市，将与泰嘉形成系列化优势，借助现有销售队伍实现销售快速增长。

3. 投资建议

我们认为公司产品研发能力强，头孢类原料药的未来成长空间很大。预计 2010、2011 年每股收益 1.56 元和 2.11 元，目前股价 74.2 元，考虑到公司良好的成长性，给予“谨慎增持”评级，按照 11 年 40 倍 PE，目标价 84.4 元。

作者简介:

易镜明:

医学博士，2006 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		