

强烈推荐-A (维持)

信立泰 002294.SZ

目标估值: NA
当前股价: 64.00 元
2011年3月22日

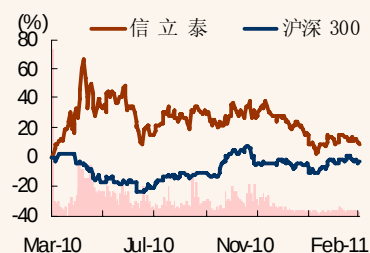
业绩略超预期，具有长期投资价值的创新型企业

基础数据

上证综指	2909
总股本(万股)	22700
已上市流通股(万股)	5700
总市值(亿元)	145
流通市值(亿元)	36
每股净资产(MRQ)	8.2
ROE(TTM)	17.9
资产负债率	14.2%
主要股东	信立泰药业
主要股东持股比例	71.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-12	9
相对表现	-4	-24	11



相关报告

1、信立泰(002294)——泰嘉和头孢原料药驱动3季报保持高速增长，维持90元目标价 2010/10/26

2、信立泰(002294)——1季报业绩符合预期，上调业绩预测 2010/4/27

李珊珊, CPA

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090210040001

研究助理:

徐列海

0755-83271609
xuliehai@cmschina.com.cn

廖星昊, CIIA

0755-83271617
liaoxh@cmschina.com.cn

公司今日公布年报:收入、净利润同比大幅增长53%、65%，实现EPS 1.57元，略超我们预期。制剂、原料药同比分别增长43%、73%，泰嘉同比增长约50%。预计2011年净利润同比增长%，EPS。我们认为公司是有战略眼光、布局长远的创新型企业，储备产品丰富，产能布局完善，具有长期投资价值，维持“强烈推荐-A”评级。

□ **2010年业绩略超预期:** 实现收入13亿元，同比增长52.8%，净利润3.55亿元，同比增长64.7%，EPS 1.57元，略超我们1.51元的业绩预测，每股经营净现金0.83元。技术改造、工艺优化及规模效应加大，整体毛利率同比上升1.5个百分点。营业费率和管理费率持平，积极运用超募资金带来利息收入，财务费用-2281万元。净利率达27.4%，同比上升2个百分点。销售规模上升，期末应收票据、应收账款余额为1.7亿元、3.2亿元，应收账款、存货周转天数同比分别上升8天、2天。拟每10股派现6元(含税)、转增6股。

□ **分业务来看:** 制剂、原料药业务分别实现收入8亿元、4.9亿元，同比增长42.7%和72.6%，收入占比分别为62%、38%，毛利占比分别为80.9%和19.1%。预计泰嘉实现收入约5亿元，同比增长超过50%。头孢西丁原料药由于产业寡头竞争格局、头孢呋辛原料药受益于基药制度，增长较为突出，单品收入均过亿。

□ **4季度单季度来看:** 单季度收入3.3亿元，同比增9%，环比增7%。主要是由于09年4季度头孢原料药产能集中释放，基数较高。2010年4季度7-ACA价格上涨，原料药实际销售好于3季度。目前7-ACA价格下降，但公司一贯保持低库存策略，我们判断7-ACA价格下降对原料药业务影响甚微。单季度净利润同比增长29%，主要是毛利率大幅提升6.4个百分点、财务费用-1800万元。

□ **信立泰是有战略眼光、布局长远的创新型企业:** 09年9月上市到位募集资金11.4亿元，目前累计使用4.3亿元，剩余募集7.3亿元。超募资金主要用于新药开发、竞拍工业用地用于产能建设、子公司增资等。新药开发主要定位于心血管、降压、调血脂、高端抗生素等，2010年投入研发费用6884万元，占销售收入比重为5.3%，我们预计新产品将陆续投放；竞拍获得的4块用地将陆续开工建设，公司未来将形成布局合理产能格局；山东信立泰2010年已向公司提供头孢原料药中间体超过1亿元。我们认为公司未来在高端产品研发、国际化以及一体化方面将取得成功。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	850	1298	1700	2210	2829
同比增长	61%	53%	31%	30%	28%
营业利润(百万元)	246	413	577	760	992
同比增长	99%	68%	40%	32%	30%
净利润(百万元)	216	355	493	649	845
同比增长	84%	65%	39%	32%	30%
每股收益(元)	0.95	1.57	2.17	2.86	3.72
PE	67.3	40.9	29.5	22.4	17.2
PB	9.0	7.8	6.9	5.7	4.6

资料来源: 招商证券

储备产品丰富：预计抗凝药比伐卢定近期将获批，与泰嘉形成系列化优势，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正在临床中；心血管支架目前正在临床前研发阶段。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。

业绩预测：预计 2011~2013 年收入同比分别增长 31%、30%和 28%，净利润分别增长 39%、32%和 30%，实现 EPS 2.17 元、2.86 元和 3.72 元。2011 年的主要增长来自于：1、介入手术量保持较快增长以及平均用药时间延长，泰嘉保持 30%以上增长；2、头孢西丁、尼西原料药生产寡头格局未改，且受益于基层医疗扩容，头孢呋辛原料药继续受益于基药制度，头孢原料药有望保持 25%以上增长；3、比伐卢定上市，为 2012 年高增长奠定基础。

维持“强烈推荐-A”评级：我们看好公司立足高端的创新研发能力，储备产品丰富并具有系列化优势，当前股价对应 2011 年预测 PE 30 倍，维持“强烈推荐—A”评级。主要风险是新产品的获批慢于预期。

表 1：信立泰2010年母公司、合并报表经营分析

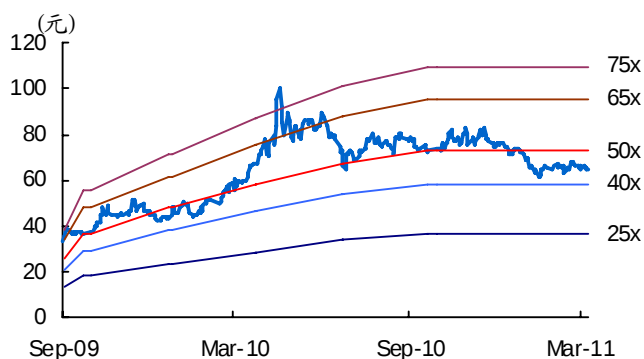
单位：百万元、%	合并报表		母公司报表	
	2010A	增长(率)	2010A	增长(率)
营业收入	1,298	52.8%	1,298	52.8%
毛利率	57.2%	1.5%	56.2%	0.5%
营业费用率	19.8%	-0.1%	19.7%	-0.1%
管理费用率	6.7%	0.4%	6.2%	0.3%
财务费用率	-1.8%	-1.9%	-1.7%	-1.9%
期间费用率	24.7%	-1.6%	24.2%	-1.7%
营业利润	413	68.0%	406	63.1%
营业利率	31.8%	2.9%	31.3%	2.0%
利润总额	415	66.6%	409	61.8%
利润率	32.0%	2.7%	31.5%	1.8%
实际所得税率	14.4%	0.9%	14.0%	0.4%
净利润	355	64.7%	352	61.1%
净利率	27.4%	2.0%	27.1%	1.4%
应收账款周转天数	71.9	7.5	71.9	7.5
存货周转天数	123.4	2.2	112.5	-8.2
每股经营现金流(元)	0.82	39.0%	0.83	36.6%

资料来源：公司报告、招商证券研究

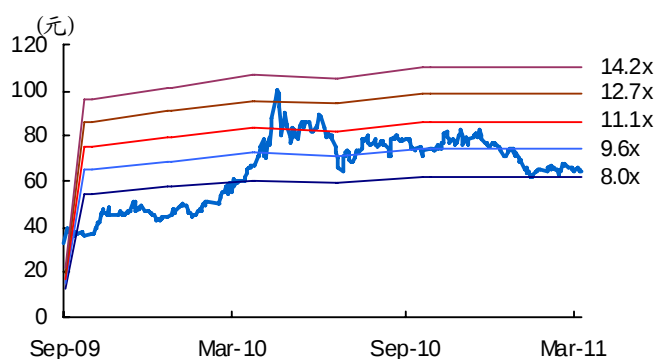
表 2：信立泰单季度、季度累计财务指标分析

单位:百万元	08Q1	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	08A	09A	10A
一、营业总收入	120	121	139	161	192	191	305	324	333	310	332	527	850	1298
二、营业总成本	94	83	111	118	134	135	218	222	226	219	219	404	604	885
其中:营业成本	66	54	61	73	82	82	139	152	141	132	130	259	376	556
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	1
销售费用	19	22	43	33	40	41	54	56	59	66	74	111	169	256
管理费用	8	7	6	9	9	10	25	12	26	21	28	30	53	87
财务费用	0	1	0	1	1	1	-1	-1	-3	-1	-18	2	1	-23
资产减值损失	0	0	0	2	1	1	0	2	1	1	4	1	3	8
三、其他经营收益	0	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	0
投资收益	0	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	90	113	124	246	413
加:营业外收入	1	0	2	0	1	2	2	1	0	0	3	4	5	4
减:营业外支出	0	0	0	0	0	0	1	0	2	0	-1	1	1	1
五、利润总额	28	38	31	43	60	58	88	103	105	91	117	127	249	415
减:所得税	3	4	0	4	11	9	9	15	15	14	16	10	34	60
六、净利润	25	7	6	9	9	10	25	12	26	21	28	117	216	356
减:少数股东损益	0	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	77	101	117	216	355
EPS	0.11	0.15	0.13	0.17	0.21	0.22	0.35	0.39	0.40	0.34	0.45	0.52	0.95	1.57
收入增长率				34%		58%	119%	101%	73%	62%	9%	51%	61%	53%
毛利率	45.1%	55.5%	55.9%	54.9%	57.1%	57.1%	54.3%	53.1%	57.6%	57.3%	60.7%	50.8%	55.7%	57.2%
营业利润率	21.9%	31.3%	20.3%	26.9%	30.4%	29.7%	28.6%	31.5%	32.2%	29.2%	34.1%	23.4%	28.9%	31.8%
净利率	21.0%	28.0%	21.8%	24.3%	25.2%	25.9%	25.8%	27.1%	27.0%	24.8%	30.5%	22.2%	25.4%	27.4%
营业费率	15.9%	18.2%	30.6%	20.7%	20.8%	21.6%	17.8%	17.3%	17.9%	21.5%	22.4%	21.1%	19.9%	19.8%
管理费率	6.6%	5.5%	4.4%	5.7%	4.9%	5.0%	8.3%	3.7%	7.9%	6.8%	8.4%	5.7%	6.3%	6.7%
实际税率	9%	10%	1%	10%	19%	15%	11%	15%	14%	15%	14%	8%	14%	14%
净利润增长率				55%		46%	160%	124%	85%	55%	29%	60%	84%	65%

资料来源：公司报告、招商证券研究

图 1：信立泰历史 PE Band


资料来源：招商证券研发中心

图 2：信立泰历史 PB Band


资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1595	1751	1715	2100	2761
现金	1164	1006	949	1094	1477
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	10	170	20	27	34
应收款项	196	316	386	502	643
其它应收款	6	7	0	0	0
存货	150	225	217	295	379
其他	70	28	142	182	229
非流动资产	176	424	607	722	708
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	133	204	558	677	666
无形资产	1	37	33	30	27
其他	42	183	16	16	16
资产总计	1772	2175	2321	2823	3470
流动负债	146	293	224	272	327
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	52	70	98	125	157
预收账款	9	6	16	20	26
其他	85	217	110	126	144
长期负债	3	17	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3	17	0	0	0
负债合计	149	310	224	272	327
股本	114	227	227	227	227
资本公积金	1114	1001	887	887	887
留存收益	393	635	980	1434	2026
少数股东权益	2	2	2	2	2
母公司所有者权益	1621	1863	2095	2549	3141
负债及权益合计	1772	2175	2321	2823	3470

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	134	187	445	522	697
净利润			493	649	845
折旧摊销			50	79	85
财务费用			(24)	(17)	(10)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(89)	(192)	(225)
其它			15	4	1
投资活动现金流	(133)	(223)	(247)	(197)	(71)
资本支出			(251)	(197)	(71)
其他投资			4	0	0
筹资活动现金流	1101	(117)	(254)	(178)	(244)
借款变动			0	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			(114)	0	0
股利分配			(148)	(195)	(254)
其他			7	17	10
现金净增加额	1103	(154)	(56)	148	383

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	850	1298	1700	2210	2829
营业成本	376	556	702	897	1126
营业税金及附加	1	1	2	2	3
营业费用	169	256	332	424	537
管理费用	53	87	112	144	181
财务费用	1	(23)	(24)	(17)	(10)
资产减值损失	3	8	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	246	413	577	760	992
营业外收入	5	4	3	3	3
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	249	415	580	763	995
所得税	34	60	87	114	149
净利润	216	356	493	649	845
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
母公司所有者净利润	216	355	493	649	845
EPS (元)	0.95	1.57	2.17	2.86	3.72

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	61%	53%	31%	30%	28%
营业利润	99%	68%	40%	32%	30%
净利润	84%	65%	39%	32%	30%
获利能力					
毛利率	55.7%	57.2%	58.7%	59.4%	60.2%
净利率	25.4%	27.4%	29.0%	29.3%	29.9%
ROE	13.3%	19.1%	23.5%	25.4%	26.9%
ROIC	13.2%	17.9%	22.4%	24.8%	26.5%
偿债能力					
资产负债率	8.4%	14.2%	9.7%	9.6%	9.4%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	11.0	6.0	7.6	7.7	8.4
速动比率	9.9	5.2	6.7	6.6	7.3
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8
存货周转率	3.0	3.0	3.2	3.5	3.3
应收帐款周转率	5.7	5.1	4.8	5.0	4.9
应付帐款周转率	8.1	9.1	8.4	8.0	8.0
每股资料(元)					
每股收益	0.95	1.57	2.17	2.86	3.72
每股经营现金	0.59	0.82	1.96	2.30	3.07
每股净资产	7.14	8.21	9.23	11.23	13.84
每股股利	0.00	0.00	0.65	0.86	1.12
估值比率					
PE	67.3	40.9	29.5	22.4	17.2
PB	9.0	7.8	6.9	5.7	4.6
EV/EBITDA	99.2	63.0	42.8	31.4	24.2

分析师承诺

负责本研究报告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 CPA，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，注册会计师（CPA）。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。

廖星昊 CIIA，上海财经大学金融数学与金融工程硕士，武汉大学生命科学与技术基地班学士，1 年股权投资经验，注册国际投资分析师（CIIA）。2010 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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。