

2011-05-30

医药生物

信立泰 002294.SZ

泰嘉保持稳定增长，期待新品种

◇ 事件：公司调研

◆泰嘉近期看 PCI 手术，长期看临床运用拓展：

泰嘉的主要用途是 PCI 手术后防止血栓的形成，即术后服药 1 年左右。所以近期泰嘉主要的增长动力依然来自 PCI 手术数量的增加。目前国内 PCI 手术以每年 30% 的速度增长，对术后用药需求较大。另根据医院端的统计，我们判断未来 3 年氯吡格雷增长率为 25-30%。泰嘉 10 年收入超过 5 亿元，国内市场占有率超过 55%，我们预计未来将维持 30% 左右的增速。虽然保护已经过期，但新进入企业短期影响较小，一品双规的政策也有利于公司。

氯吡格雷的适应症还包括有过近期发作的中风，心肌梗塞等。所涉及的患者的数量更大，服药的时间更长，因此所蕴藏的空间非常巨大。这为氯吡格雷的长期增长提供了保障。公司也在积极拓展临床运用。

◆比伐卢定被低估，未来市场规模可观：

临床实验中证明在围 PCI 应用中，比伐卢定疗效优于目前主流的普通肝素 / 低分子肝素+血小板糖蛋白受体拮抗剂组合，尤其是出血风险显著减少。

2010 年原研企业 Medicines Company 的比伐卢定取得了 4.4 亿美元的收入，其中 4.1 亿来自美国，比 09 年增长 10%。在美国，该产品专利已于 2010 年 9 月 23 日到期。在欧洲的专利也将于 2015 年过期。因为 Medicines Company 心血管领域实力一般，而且该药也基本在美国销售，所以比伐卢定的市场规模可能被大大低估。

比伐卢定将向低分子肝素钠争夺部分市场份额。2010 年赛诺菲的伊诺肝素（低分子肝素钠）在中国销售 2.16 亿欧元，增长 36.6%。

公司的比伐卢定将是首仿品种，近期将获得批文。销售方面和氯吡格雷共用渠道，所以产品导入将很快，目前正在做铺垫工作。

◆抗生素品种有待丰富，新品研发顺利推进：

公司主要的产品都是小头孢。其中头孢西丁和头孢吡肟都是最早在国内市场推出的，具有优势。

公司的心脏支架正在积累临床病例。一类新药盐酸贝那普利乐卡地平复合制剂正在申请临床批文。

◆投资建议：“增持”评级

我们预测公司 11-13 年 eps 分别为 1.26、1.61 和 2.10 元，3 年 CAGR 为 30%。公司主打产品泰嘉未来将保持稳定增长，新产品比伐卢定有望成为大品种，公司在抗血栓领域的领导地位较为稳固。我们给予公司“增持”评级，目标价 40 元。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	850	1,298	1,589	1,923	2,337
营业收入增长率	61.16%	52.75%	22.40%	21.05%	21.54%
净利润（百万元）	216	355	459	584	764
净利润增长率	84.49%	64.69%	29.21%	27.26%	30.82%
EPS（元）	0.59	0.98	1.26	1.61	2.10
ROE（归属母公司） （摊薄）	13.31%	19.07%	21.00%	22.25%	23.82%
P/E	61	37	29	22	17
P/B	8	7	6	5	4
EV/EBITDA	13	19	23	18	13

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

首次

增持

当前价格	34.98 元
目标价格	40.00 元
目标期限	6 个月

分析师：姚杰（执业证书编号：S0930510120006）

021-22169153

yaoj@ebscn.com

联系人：姜恩铸

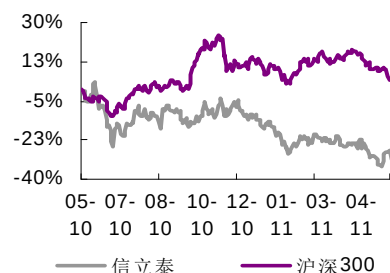
021-22169319

jiangez@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	363
总市值(百万元)	13,101
流通比例(%)	25.11%
12 个月最高/最低(元)	90.65/33.87
近 3 月日均成交量(百万股)	0.86
主要股东	信立泰药业有限公司

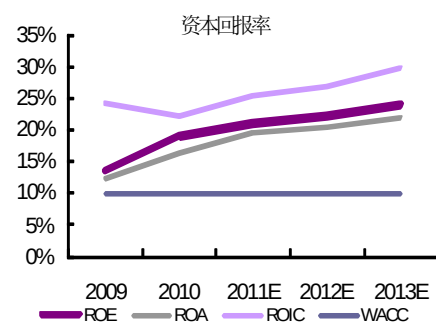
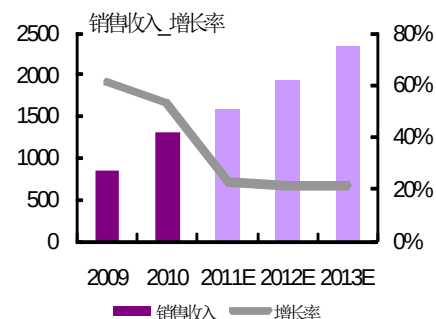
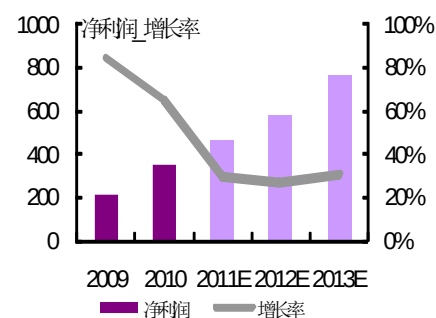
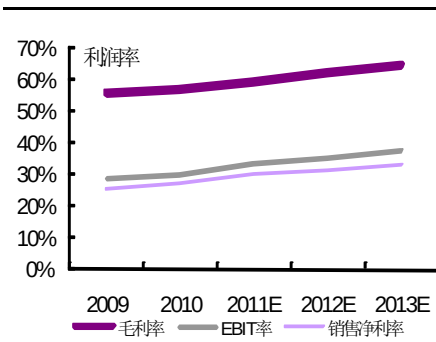
股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-3.62	-7.26	-38.41
绝对收益	-10.81	-14.59	-34.45

相关报告：

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	850	1,298	1,589	1,923	2,337
营业成本	376	556	642	724	820
折旧和摊销	13	20	31	41	49
营业税费	1	1	2	2	2
销售费用	169	256	315	384	467
管理费用	53	87	111	137	168
财务费用	1	-23	-21	-23	-26
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1
营业利润	246	413	556	700	906
利润总额	249	415	559	703	909
少数股东损益	0	0	22	20	17
归属母公司净利润	215.75	355.31	459.11	584.28	764.36

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,772	2,175	2,465	2,959	3,597
流动资产	1,595	1,751	1,891	2,277	2,863
货币资金	1,164	1,006	1,196	1,458	1,896
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	196	316	365	442	538
应收票据	10	170	32	38	47
其他应收款	6	7	10	12	14
存货	150	225	257	290	328
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	133	204	378	496	562
无形资产	1	37	35	33	32
总负债	149	309	255	289	326
无息负债	149	309	255	289	326
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	1,623	1,865	2,210	2,671	3,271
股本	114	227	363	363	363
公积金	1,155	1,077	1,123	1,181	1,183
未分配利润	353	559	700	1,082	1,663
少数股东权益	2	2	24	44	62

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	134	187	490	533	692
净利润	216	355	459	584	764
折旧摊销	13	20	31	41	49
净营运资金增加	301	391	149	257	319
其他	-396	-579	-149	-349	-441
投资活动产生现金流	-133	-223	-184	-149	-99
净资本支出	136	223	187	150	100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-268	-447	-371	-299	-199
融资活动现金流	1,101	-117	-115	-122	-155
股本变化	29	114	136	0	0
债务净变化	-44	0	0	0	0
无息负债变化	47	161	-54	33	37
净现金流	1,103	-154	190	262	438

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	61.16%	52.75%	22.40%	21.05%	21.54%
净利润增长率	84.49%	64.69%	29.21%	27.26%	30.82%
EBITDA 增长率	95.16%	57.40%	37.94%	27.12%	29.28%
EBIT 增长率	97.13%	57.79%	37.11%	26.69%	29.88%
估值指标					
PE	61	37	29	22	17
PB	8	7	6	5	4
EV/EBITDA	13	19	23	18	13
EV/EBIT	14	20	24	19	14
EV/NOPLAT	16	24	28	22	17
EV/Sales	4	6	8	7	5
EV/IC	4	5	7	6	5
盈利能力 (%)					
毛利率	55.70%	57.19%	59.62%	62.34%	64.90%
EBITDA 率	30.62%	31.55%	35.55%	37.34%	39.71%
EBIT 率	29.06%	30.02%	33.62%	35.19%	37.60%
税前净利润率	29.35%	32.02%	35.21%	36.57%	38.90%
税后净利润率 (归属母公司)	25.39%	27.38%	28.90%	30.39%	32.71%
ROA	12.17%	16.35%	19.51%	20.43%	21.74%
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.31%	19.07%	21.00%	22.25%	23.82%
经营性 ROIC	24.14%	22.12%	25.40%	26.77%	29.71%
偿债能力					
流动比率	10.96	5.98	7.93	8.37	9.27
速动比率	992.54%	521.15%	685.50%	730.76%	820.34%
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.59	0.98	1.26	1.61	2.10
每股红利	0.31	0.38	0.40	0.50	0.65
每股经营现金流	0.37	0.51	1.35	1.47	1.90
每股自由现金流(FCFF)	-0.57	-0.70	0.38	0.60	1.06
每股净资产	4.46	5.13	6.02	7.23	8.84
每股销售收入	2.34	3.57	4.37	5.29	6.43

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

姚杰，澳大利亚 VICTORIA UNIVERSITY 金融学硕士。2005 年 9 月加盟光大证券研究所，医药行业研究员，曾在多家医药企业从事过市场营销方面的工作。

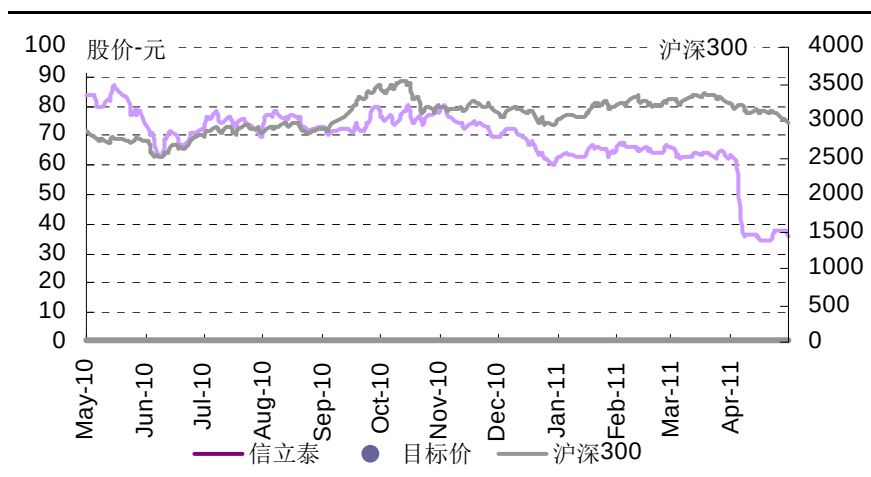
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本证券研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

信立泰（002294）

分析师：姚杰



日期	股价	目标	评级
2009-09-07	66.35	56.00	无评级

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。