

信立泰 (002294.SZ) 医药生物

抗生素已到低点，心血管依然强大

公司研究简报

◆ 抗生素拖累收入增长，目前正是谷底

公司抗生素业务因为受到了国家的严格调控，加上基药招标的恶性竞价，以及 3 月份对抗生素的降价的联合影响，出现了明显得下滑。尤其是抗生素原料药，收入下滑 22%，毛利率也下降到 14%。但由于抗生素业务利润占比较小，对业绩拖累相对不大。

同时抗生素制剂也受到影响，拉低了制剂板块的收入。制剂结构中，基药有头孢唑肟、二代头孢有头孢西丁、四代有头孢吡肟，都很有代表性的品种。头孢西丁在二代品种中具有较强优势，将在新政策环境下受益。而头孢吡肟原本就是限制品种，受到新政策影响较小。我们认为公司抗生素制剂结构较好，且都有先发优势，未来将能拉动抗生素板块走出低谷。

◆ 泰嘉依然保持快速增长

据我们测算，公司的主打品种泰嘉（氯吡格雷）保持了 40% 以上的增长，势头依然迅猛。其主要动力依然是来自相关手术量的 25-30% 的增长。公司有 700 多人队伍，主要在三级医药销售，而支架相关的手术依然在三级医院获得。

氯吡格雷明年上半年会有制剂厂家获批。但明年主要工作是 GMP 认证，然后参与招标，所以对泰嘉的影响很小。明年公司争取通过氯吡格雷的欧洲认证，实现出口销售。公司在心血管领域根基深厚，我们依然看好泰嘉在未来 2 年内的增长。

◆ 比伐卢定获批，未来能成为较大品种

比伐卢定是新一代的抗凝血药物，优点是安全性高，且给药方便，可部分替代低分子肝素钠。原研企业 Medicines Company 主要在美国本土销售，2010 年收入仅为 4.4 亿美元，导致该产品的市场容量被低估。

目前公司比伐卢定已经获批，成为国内首个供应商。该产品将通过现有渠道进行销售，能最大化利用资源。公司此前已经过 1 年多的销售铺垫，预计 2012 年开始应该对业绩有正面的拉动。目前也有竞争对手拿到了临床批件，但可能需要 4 年左右才能正式上市。

◆ 投资建议：维持“增持”评级

我们预测公司 11-13 年 eps 分别为 1.16、1.52 和 1.90 元。公司主打产品泰嘉未来将保持稳定较快增长，新产品比伐卢定有望成为大品种。因此，公司在抗血栓领域的领导地位较为稳固，抗生素板块未来也将逐步走出低谷。我们给予公司“增持”评级，目标价 40.25 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	1,431	1,669	1,975
营业收入增长率	61.16%	52.75%	10.30%	16.59%	18.33%
净利润（百万元）	216	355	422	552	690
净利润增长率	84.49%	64.69%	18.72%	30.84%	25.01%
EPS（元）	0.59	0.98	1.16	1.52	1.90
ROE（归属母公司） （摊薄）	13.31%	19.07%	19.63%	21.44%	22.27%
P/E	62	38	32	24	19

增持（维持）

当前价/目标价：36.74/40.25 元

目标期限：6 个月

分析师

姚杰 (执业证书编号：S0930510120006)

021-22169153

yaoj@ebsecn.com

联系人

姜恩铸

021-22169319

jiangenz@ebsecn.com

市场数据

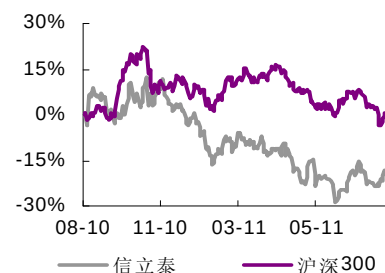
总股本(亿股)：3.63

总市值(亿元)：133.44

一年最低/最高(元)：30.68/83.88

近 3 月换手率：15.91%

股价表现(一年)



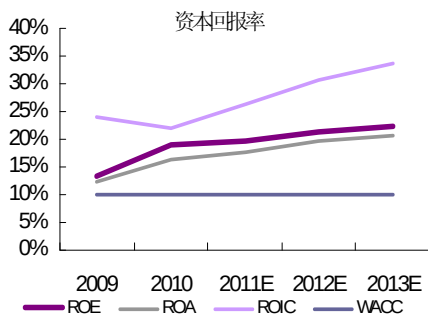
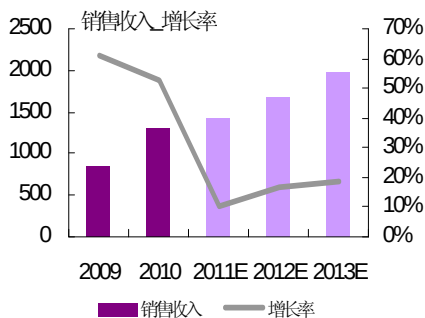
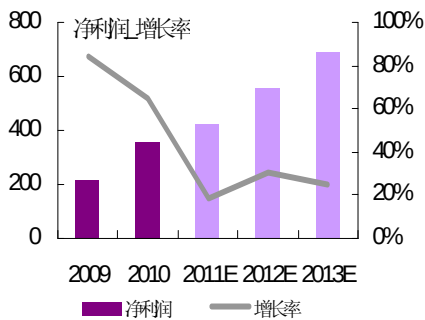
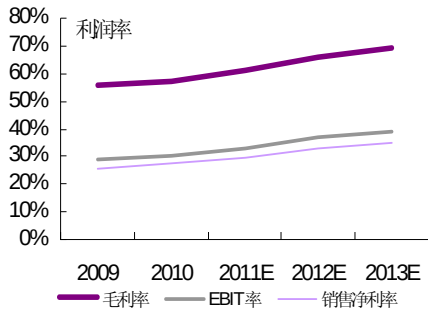
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	13.00	11.30	-18.63
绝对	8.79	6.15	-20.57

相关研报

泰嘉稳定增长，期待新品种

.....2011-05-30



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	850	1,298	1,431	1,669	1,975
营业成本	376	556	560	565	608
折旧和摊销	13	20	27	32	36
营业税费	1	1	1	2	2
销售费用	169	256	312	384	474
管理费用	53	87	86	98	115
财务费用	1	-23	-24	-30	-37
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	494	648	810
利润总额	249	415	497	651	813
少数股东损益	0	0	1	1	1
归属母公司净利润	215.75	355.31	421.84	551.93	689.97

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,772	2,175	2,382	2,818	3,363
流动资产	1,595	1,751	1,954	2,372	2,903
货币资金	1,164	1,006	1,352	1,710	2,147
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	196	36	313	365	432
应收票据	10	170	29	33	39
其他应收款	6	7	9	10	12
存货	150	225	224	226	243
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	262	304	336
无形资产	1	37	35	33	32
总负债	149	309	230	240	260
无息负债	149	309	230	240	260
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	1,623	1,865	2,152	2,578	3,103
股本	114	227	363	363	363
公积金	1,155	1,077	1,119	1,174	1,183
未分配利润	353	559	667	1,036	1,552
少数股东权益	2	2	3	4	5

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	134	187	494	504	616
净利润	216	355	422	552	690
折旧摊销	13	20	27	32	36
净营运资金增加	301	391	3	169	227
其他	-396	-579	41	-249	-337
投资活动产生现金流	-133	-223	-35	-50	-50
净资本支出	136	223	37	50	50
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-268	-447	-72	-100	-100
融资活动现金流	1,101	-117	-112	-97	-129
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	-80	10	20
净现金流	1,103	-154	346	357	437

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%	10.30%	16.59%	18.33%
净利润增长率	84.49%	64.69%	18.72%	30.84%	25.01%
EBITDA 增长率	95.16%	57.40%	21.39%	30.49%	24.66%
EBIT 增长率	97.13%	57.79%	20.63%	31.30%	25.27%
估值指标					
PE	62	38	32	24	19
PB	8	7	6	5	4
EV/EBITDA	13	20	26	19	15
EV/EBIT	14	21	27	20	16
EV/NOPLAT	16	24	32	24	19
EV/Sales	4	6	9	7	6
EV/IC	4	5	8	7	6
盈利能力 (%)					
毛利率	55.70%	57.19%	60.87%	66.13%	69.21%
EBITDA 率	30.62%	31.55%	34.72%	38.86%	40.94%
EBIT 率	29.06%	30.02%	32.83%	36.97%	39.14%
税前净利润率	29.35%	32.02%	34.75%	38.98%	41.16%
税后净利润率 (归属母公	25.39%	27.38%	29.47%	33.07%	34.94%
ROA	12.17%	16.35%	17.75%	19.62%	20.54%
ROE (归属母公司) (摊	13.31%	19.07%	19.63%	21.44%	22.27%
经营性 ROIC	24.14%	22.12%	26.35%	30.80%	33.79%
偿债能力					
流动比率	10.96	5.98	9.18	10.63	11.93
速动比率	9.93	5.21	8.13	9.62	10.93
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					
EPS	0.59	0.98	1.16	1.52	1.90
每股红利	0.31	0.38	0.35	0.46	0.57
每股经营现金流	0.37	0.51	1.36	1.39	1.70
每股自由现金流(FCFF)	-0.57	-0.70	1.07	0.94	1.15
每股净资产	4.46	5.13	5.92	7.09	8.53
每股销售收入	2.34	3.57	3.94	4.60	5.44

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

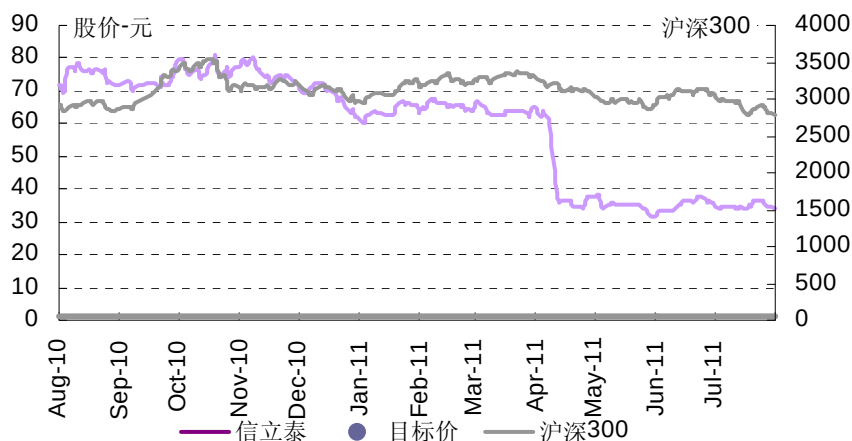
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

姚杰，中国药科大学药学专业，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。此前曾在多家医药企业从事过市场营销方面的工作，对于医药市场有深刻独到的见解。对于医疗体制改革有前瞻性的研究，能够全面把握医药股的投资机会。对于中药、医药商业，医疗服务有比较深刻的研究。重点覆盖公司有康缘药业（600557）、千金药业（600479）、益佰制药（600594）、汤臣倍健（300146）、三九医药（000999）、南京医药（600713）、上海医药（601607）等。

投资建议历史表现图

信立泰（002294）



日期	股价	目标价	评级
2009-09-07	66.35	56.00	无评级
2011-05-30	34.00	40.00	增持

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。

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。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。

本证券研究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，仅供本公司的客户使用。

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。

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。

光大证券股份有限公司研究所

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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com