

# 信立泰 (002294)

——仍然是最看好的心脑血管专科平台型药企，6个月目标价48元

报告原因：有信息公布需要点评

## 买入

维持

市场数据：2015年01月23日

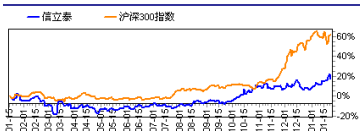
收盘价(元)	38.56
一年内最高/最低(元)	40.48/26.89
上证指数/深证成指	3352/11436
市净率	7.2
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	11066

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年09月30日

每股净资产(元)	5.34
资产负债率%	10.50
总股本/流通A股(百万)	654/287
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



### 相关研究

《信立泰(002294)调研报告——着力打造生物药研发与产业化平台，6个月目标价48元》2014/11/13  
 《信立泰(002294)点评报告——外延并购进入生物药领域，夯实长期发展基础》2014/11/07

### 证券分析师

罗佳荣 A0230513070006  
[luojr@swsresearch.com](mailto:luojr@swsresearch.com)

### 联系人

周子露  
 (8621)23297818×7456  
[zhouzi@swsresearch.com](mailto:zhouzi@swsresearch.com)

地址：上海市南京东路99号  
 电话：(8621) 23297818  
 上海申银万国证券研究所有限公司  
 (隶属于申万宏源证券有限公司)  
<http://www.swsresearch.com>

### 投资要点：

- **2014年经营业绩仍然靓丽，控股股东拟减持部分股权设立产业基金。**在二级市场又一年的担忧和期待下，1月21日公司公告了2014年业绩快报，2014年实现收入28.83亿，增长23.85%，净利润10.40亿，增长25.26%，收入与净利润均小幅超过预期。1月23日，公司公告控股股东拟通过大宗交易减持不超过2500万股，主要用于设立医药产业投资基金，战略性投资包括创新生物医药和医疗器械、高端医疗服务及互联网医药营销与医疗服务等新业务，公司控股股东十分珍惜公司股权，我们预计此次转让价格将与1月22日收盘价十分接近。
- **公司发展战略高度聚焦，以往投资均布局长远。**公司是本土企业中少有的几家用自己销售队伍成功运作高端仿制药大品种的企业，氯吡格雷的成功奠定了公司在心脏介入领域的口碑和营销体系，跟踪公司多年，公司发展战略高度聚焦，即围绕心脑血管布局产品线。2012年10月和2014年11月公司分两步斥资约8亿收购了艾力沙坦全球权益，2014年11月收购了业内非常有名的生物药研发和产业化公司苏州金萌和成都金凯，标的公司储备有十多个生物药产品，研发进度最快的产品重组人甲状旁腺激素1-34冻干粉针处于三期临床。假以时日，艾力沙坦和金萌、金凯并购案均有望成长为大利润体量业务。
- **控股股东减持设立并购基金，应理解为利好。**我们认为，控股股东层面设立并购基金，未来公司外延战略将形成两大执行平台，上市公司可以专注于一些中后期有可观利润体量资产的整合，并购基金主要布局中早期需要一定时间孵化方能形成利润贡献的项目，公司并购战略将更为游刃有余。上市公司专注于偏成熟项目，也减少了中早期项目早期培育投入对于企业短期的盈利影响。我们大胆猜测，承接公司大宗交易的投资机构一定是：1)对医药产业及公司发展战略理解非常透彻；2)一级市场有一定项目资源可供嫁接。我们认为，控股股东减持设立并购基金应理解为利好。
- **仍然是最看好的心脑血管专科平台型药企，当前仍是介入良好时机。**公司是本土企业中少有的几家用自己销售队伍成功运作高端仿制药大品种的企业，氯吡格雷的成功奠定了公司在心脏介入领域的口碑和营销体系。公司围绕心血管领域构建产品线，产品梯队逐渐丰富，营销资源协同性强，是心脑血管专科平台型药企，并适时向心脑血管专科医疗服务领域扩展。我们维持公司14-16年每股收益预测1.58元、1.92元、2.29元，增长24%、21%、20%，对应预测市盈率为24倍、20倍、17倍，当前仍是介入良好时机，6个月目标价48元，维持买入评级。

### 财务数据及盈利预测

	2013	14Q1-Q3	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2,327	1,983	2,813	3,295	3,802
同比增长率(%)	27.26	22.08	20.89	17.13	15.39
归属于母公司的净利润(百万元)	830	751	1,032	1,253	1,499
同比增长率(%)	30.74	26.79	24.34	21.41	19.63
每股收益(元/股)	1.27	1.15	1.58	1.92	2.29
毛利率(%)	75.7	76.7	77.6	79.0	80.2
ROE(%)	26.5	21.5	27.5	28.0	28.0
市盈率	30		24	20	17

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

合并损益表

百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,327	2,813	3,295	3,802
心脑血管药物	1,707	2,159	2,610	3,101
抗生素制剂	272	299	329	345
抗生素原料药	346	346	346	346
其他	9	9	9	9
营业总成本	1,362	1,599	1,820	2,038
营业成本	565	630	693	753
心脑血管药物	171	216	261	310
抗生素制剂	167	184	202	212
抗生素原料药	223	225	225	225
其他	5	5	5	5
营业税金及附加	36	43	50	58
销售费用	594	703	824	950
管理费用	179	239	280	323
财务费用	(16)	(20)	(32)	(51)
资产减值损失	5	4	5	5
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资收益	3	0	0	0
营业利润	968	1,214	1,475	1,764
营业外收支	9	0	0	0
利润总额	976	1,214	1,475	1,764
所得税	143	182	221	265
净利润	833	1,032	1,253	1,499
少数股东损益	3	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	830	1,032	1,253	1,499

资料来源:申万宏源研究

24% 21% 20%

合并现金流量表

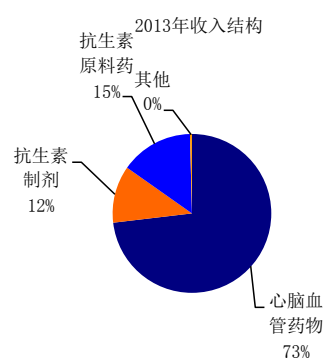
百万元	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	833	1,032	1,253	1,499
加: 折旧摊销减值	61	60	77	81
财务费用	1	(20)	(32)	(51)
非经营损失	(21)	0	0	0
营运资本变动	(212)	(129)	(128)	(138)
其它	0	49	69	97
经营活动现金流	669	992	1,239	1,487
资本开支	427	170	100	20
其它投资现金流	(200)	0	0	0
投资活动现金流	(627)	(170)	(100)	(20)
吸收投资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	305	395	483	575
其它融资现金流	0	0	0	0
融资活动现金流	(305)	(395)	(483)	(575)
净现金流	(265)	427	656	892

资料来源:申万宏源研究

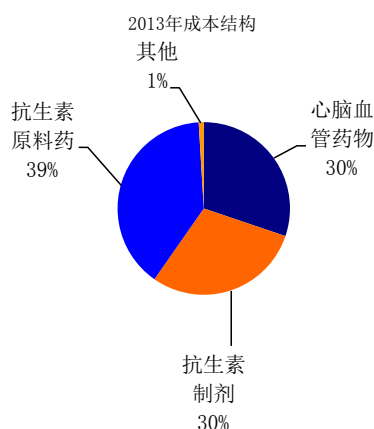
关键假设

	2013	2014E	2015E	2016E
心脑血管药物增长	40%	26%	21%	19%
抗生素制剂增长	10%	10%	10%	5%
抗生素原料药增长	-2%	0%	0%	0%
毛利率	76%	78%	79%	80%
销售费用率	26%	25%	25%	25%
管理费用率	8%	9%	9%	9%
有效税率	15%	15%	15%	15%

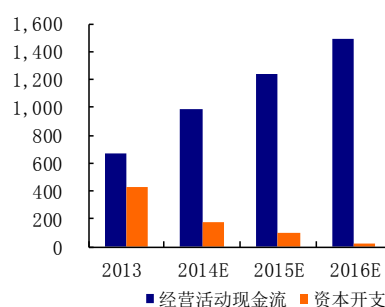
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



合并资产负债表

百万元	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	2,262	2,854	3,672	4,732
现金及等价物	694	1,121	1,776	2,668
应收款项	1,207	1,352	1,496	1,648
存货净额	160	180	198	215
其他流动资产	201	201	201	201
长期投资	1	1	1	1
固定资产	807	925	956	905
无形资产及其他资产	573	569	566	562
资产总计	3,643	4,349	5,195	6,200
流动负债	476	565	673	806
短期借款	0	0	0	0
应付款项	347	387	426	463
其它流动负债	6	6	6	6
非流动负债	33	33	33	33
负债合计	508	598	706	839
股本	654	654	654	654
资本公积	574	574	574	574
盈余公积	257	361	486	636
未分配利润	1,644	2,157	2,769	3,492
少数股东权益	6	6	6	6
股东权益	3,135	3,751	4,489	5,361
负债和股东权益合计	3,643	4,349	5,195	6,200

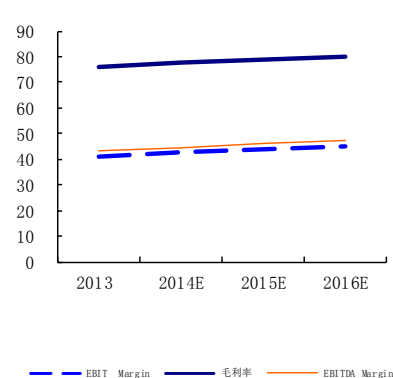
资料来源:申万宏源研究

重要财务指标

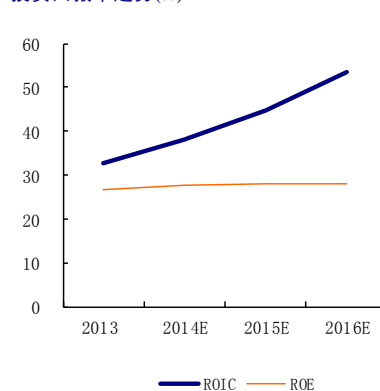
	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标(元)				
每股收益	1.27	1.58	1.92	2.29
每股经营现金流	1.02	1.52	1.90	2.27
每股红利	0.00	0.64	0.79	0.96
每股净资产	4.79	5.73	6.86	8.19
关键运营指标(%)				
ROIC	32.7	38.1	44.7	53.4
ROE	26.5	27.5	28.0	28.0
毛利率	75.7	77.6	79.0	80.2
EBITDA Margin	43.2	44.4	46.0	47.0
EBIT Margin	40.8	42.4	43.8	45.0
收入同比增长	27.3	20.9	17.1	15.4
净利润同比增长	30.7	24.2	21.5	19.6
资产负债率	14.0	13.7	13.6	13.5
净资产周转率	0.74	0.75	0.73	0.71
总资产周转率	0.64	0.65	0.63	0.61
有效税率	14.7	15.0	15.0	15.0
股息率	0.0	1.6	2.0	2.5
估值指标(倍)				
P/E	30.4	24.4	20.1	16.8
P/B	8.1	6.7	5.6	4.7
EV/Sale	10.5	8.6	7.1	5.9
EV/EBITDA	24.4	19.3	15.5	12.6

资料来源:申万宏源研究

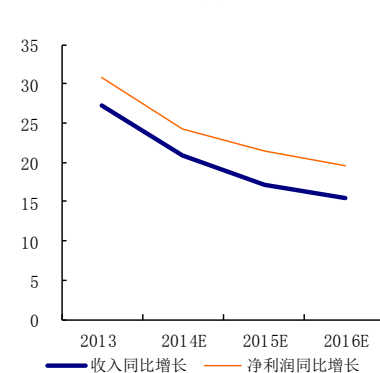
经营利润率(%)



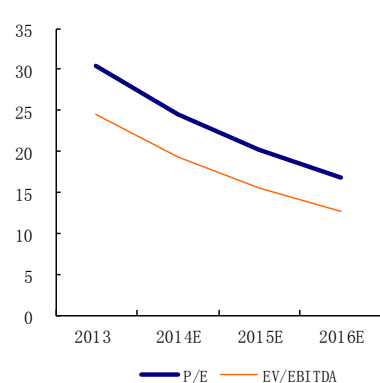
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；  
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；  
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；  
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；  
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；  
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。