

医药生物

2014年08月19日

信立泰 (002294)

——业绩符合预期，期待比伐卢定、艾力沙坦发力

报告原因：有业绩公布需要点评

买入

维持

市场数据：2014年08月18日

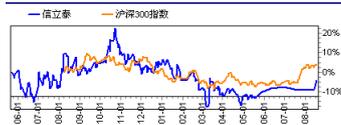
收盘价(元)	31.2
一年内最高/最低(元)	42/26.89
上证指数/深证成指	2240/8046
市净率	6.3
息率(分红/股价)	1.92
流通A股市值(百万元)	8954

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年06月30日

每股净资产(元)	4.94
资产负债率%	17.87
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)2013年业绩回顾——业绩增长质量高，静待基药招标形势明朗》 2014/03/25

《信立泰(002294)点评报告——1.1类抗高血压新药艾力沙坦获批，心血管产品线再添重磅新品》 2013/10/25

证券分析师

罗佳荣 A0230513070006
luojr@swsresearch.com

联系人

周子露
(8621)23297818×7456
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

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	2327	27	830	31	1.27	75.7	26.5	25	20
2014H1	1304	23	495	26	0.76	76.6	15.3		
2014E	2813	21	1032	24	1.58	77.6	27.5	20	16
2015E	3295	17	1253	21	1.92	79.0	28.0	16	12
2016E	3802	15	1499	20	2.29	80.2	28.0	14	10

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；

投资要点：

- **上半年扣非后净利润增长25.5%，预计前三季度业绩增长20%~30%。**14年上半年公司实现收入13.0亿，同比增长22.8%，净利润5.0亿，增长26.1%，扣非后净利润4.9亿，增长25.5%，EPS0.76元，符合预期。其中：二季度实现收入6.5亿，增长22.3%，净利润2.4亿，增长26.3%，扣非后净利润2.4亿，增长25.1%，EPS0.37元。公司预计前三季度业绩增长20%~30%。
- **氯吡格雷增长约25%，原料药业务恢复增长。**公司制剂上半年实现收入11.1亿，增长约23.2%，其中：抗生素制剂收入平稳增长，氯吡格雷增长约25%，比伐卢定、艾力沙坦受制于招标进展，尚未实现大量收入。头孢原料药实现收入1.9亿，增长20.9%，毛利率基本持平。公司围绕心血管领域构建产品线：11年比伐卢定首仿上市，13年正式取得艾力沙坦产品批件，支架14年完成临床15年上市，心血管领域产品线逐步丰富。
- **期间费用率略有下降，每股经营性现金流略低于每股收益。**2014年上半年公司期间费用率31.4%，同比下降1.2个百分点，其中营销费用率25.6%，同比基本持平；管理费用率6.6%，同比下降1.3个百分点，主要是研发投入同比小幅下降。每股经营性现金流0.69元，低于0.76元每股收益，主要是公司固定资产较轻，有净财务收益。
- **心脑血管专科平台型药企，维持买入评级。**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。公司是氯吡格雷首仿企业，是国家标准制定单位，12年通过欧盟认证，价格维护能力强，现有市场格局下价格维护能力强。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。我们维持公司14-16年每股收益预测1.58、1.92、2.29元，增长24%、21%、20%，对应预测市盈率为20、16、14倍，维持买入评级。

表 1: 公司单季度财务数据比较

合并报表		单季数据	单位	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
营业收入	金额	百万元	528	534	563	703	651	653	
	同比	%	27.22%	22.93%	13.36%	45.48%	23.30%	22.33%	
	环比	%	9.22%	1.09%	5.46%	24.94%	-7.43%	0.30%	
营业成本	金额	百万元	117	113	120	214	146	159	
	同比	%	-14.26%	-15.05%	-1.73%	192.46%	24.32%	40.37%	
	环比	%	60.16%	-3.29%	5.75%	78.54%	-31.92%	9.19%	
营业毛利	金额	百万元	411	420	443	489	505	494	
	同比	%	47.61%	39.78%	18.27%	19.24%	23.01%	17.47%	
	环比	%	0.13%	2.34%	5.38%	10.43%	3.29%	-2.27%	
	毛利率	%	77.79%	78.75%	78.69%	69.55%	77.61%	75.62%	
销售费用	金额	百万元	135	135	155	170	163	170	
	同比	%	33.31%	11.76%	37.00%	43.58%	20.95%	26.10%	
	环比	%	14.24%	-0.30%	14.82%	9.79%	-3.77%	3.95%	
管理费用	销售费用率	%	25.60%	25.25%	27.49%	24.16%	25.11%	26.03%	
	金额	百万元	31	53	44	51	41	46	
	同比	%	21.89%	44.96%	2.35%	-18.80%	32.19%	-13.93%	
财务费用	管理费率	%	-50.46%	71.75%	-16.18%	13.84%	-19.34%	11.82%	
	金额	百万元	4	3	5	4	7	3	
	同比	%	-6.95%	62.83%	-32.74%	21.32%	-56.11%	4.09%	
资产减值损失	环比	%	15.64%	19.58%	-32.47%	12.46%	-67.38%	50.59%	
	财务费用率	%	-0.82%	-0.65%	-0.82%	-0.57%	-1.04%	-0.51%	
	金额	百万元	3	2	0	0	0	2	
公允价值变动损益	金额	百万元	0	0	0	0	0	0	
投资收益	金额	百万元	0	0	0	3	0	7	
营业利润	金额	百万元	237	226	239	265	298	277	
	同比	%	62.44%	52.88%	13.43%	17.88%	25.55%	22.32%	
	环比	%	5.60%	-4.66%	5.83%	10.63%	12.47%	-7.11%	
	营业利润率	%	44.95%	42.39%	42.54%	37.67%	45.76%	42.39%	
营业外收入	金额	百万元	2	2	2	16	2	5	
营业外支出	金额	百万元	0	1	2	10	0	1	
利润总额	金额	百万元	239	227	239	271	300	280	
	同比	%	61.80%	43.60%	11.15%	18.29%	25.52%	23.34%	
	环比	%	4.23%	-4.91%	5.28%	13.36%	10.60%	-6.56%	
	税前利润率	%	45.26%	42.57%	42.50%	38.56%	46.07%	42.92%	
所得税费用	金额	百万元	37	36	39	32	44	37	
	有效税率	%	15.40%	15.76%	16.13%	11.80%	14.67%	13.36%	
净利润	金额	百万元	202	191	201	239	256	243	
	同比	%	60.36%	51.76%	9.57%	19.38%	26.60%	26.87%	
	环比	%	0.90%	-5.32%	4.82%	19.21%	7.00%	-5.11%	
	净利润率	%	38.29%	35.86%	35.65%	34.01%	39.31%	37.19%	
少数股东损益	金额	百万元	0	0	1	1	2	2	
归母净利润	金额	百万元	202	191	200	238	254	241	
	同比	%	60.23%	51.44%	9.22%	18.80%	25.87%	26.28%	
	环比	%	0.89%	-5.45%	4.66%	19.00%	6.89%	-5.14%	
摊薄EPS	元/股		0.31	0.29	0.31	0.36	0.39	0.37	
扣非归母净利润	金额	百万元	201	190	200	232	252	238	
经营活动现金流	金额	百万元	105	108	258	198	198	255	
每股经营活动现金流	元/股		0.16	0.17	0.39	0.30	0.30	0.39	

资料来源: 公司资料、申万研究

表 2: 公司季度累计财务数据比较

合并报表	累计数据	单位	2013Q1	2013H1	2013Q1-3	2013A	2014Q1	2014H1
营业收入	金额	百万元	528	1,062	1,624	2,327	651	1,304
	同比	%	27.22%	25.02%	20.72%	27.26%	23.30%	22.81%
营业成本	金额	百万元	117	231	351	565	146	305
	同比	%	-14.26%	-14.65%	-10.63%	21.31%	24.32%	32.21%
营业毛利	金额	百万元	411	831	1,274	1,763	505	999
	同比	%	47.61%	43.54%	33.62%	29.29%	23.01%	20.21%
	毛利率	%	77.79%	78.27%	78.42%	75.74%	77.61%	76.61%
销售费用	金额	百万元	135	270	425	594	163	333
	同比	%	33.31%	21.60%	26.79%	31.18%	20.95%	23.52%
	销售费用率	%	25.60%	25.42%	26.14%	25.54%	25.11%	25.57%
管理费用	金额	百万元	31	84	128	179	41	87
	同比	%	21.89%	35.52%	21.85%	6.74%	32.19%	3.04%
	管理费用率	%	5.85%	7.91%	7.91%	7.70%	6.28%	6.64%
财务费用	金额	百万元	-4	-8	-12	-16	-7	-10
	同比	%	-6.95%	41.77%	26.44%	25.25%	-56.11%	-29.28%
	财务费用率	%	-0.82%	-0.74%	-0.76%	-0.71%	-1.04%	-0.77%
资产减值损失	金额	百万元	3	5	5	5	0	2
公允价值变动损益	金额	百万元	0	0	0	0	0	0
投资收益	金额	百万元	0	0	0	3	0	7
营业利润	金额	百万元	237	463	703	968	298	575
	同比	%	62.44%	57.63%	39.16%	32.61%	25.55%	23.97%
	营业利润率	%	44.95%	43.66%	43.27%	41.58%	45.76%	44.07%
营业外收入	金额	百万元	2	3	5	21	2	7
营业外支出	金额	百万元	0	1	3	12	0	1
利润总额	金额	百万元	239	466	705	976	300	580
	同比	%	61.80%	52.39%	35.36%	30.14%	25.52%	24.46%
	税前利润率	%	45.26%	43.91%	43.42%	41.95%	46.07%	44.50%
所得税费用	金额	百万元	37	73	111	143	44	81
	有效税率	%	15.40%	15.58%	15.76%	14.66%	14.67%	14.04%
净利润	百万元	百万元	202	394	594	833	256	499
	同比	%	60.36%	56.06%	36.51%	31.11%	26.60%	26.73%
	净利润率	%	38.29%	37.07%	36.58%	35.80%	39.31%	38.25%
少数股东损益	金额	百万元	0	1	1	3	2	3
归母净利润	金额	百万元	202	393	593	830	254	495
	同比	%	60.23%	55.84%	36.23%	30.74%	25.87%	26.07%
摊薄EPS	金额	元/股	0.31	0.60	0.91	1.27	0.39	0.76
扣非归母净利润	金额	百万元	201	391	591	823	252	490
经营活动现金流	金额	百万元	105	213	470	669	198	453
每股经营活动现金流	金额	元/股	0.16	0.33	0.72	1.02	0.30	0.69
应收票据	金额	百万元	228	282	394	430	417	421
应收账款	金额	百万元	645	663	620	697	772	727
	周转天数	天	110	112	103	108	107	100
其他应收款	金额	百万元	17	8	12	9	13	16
存货	金额	百万元	245	243	220	160	164	168
	周转天数	天	188	189	169	102	101	99

资料来源：公司资料、申万研究

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:申万研究

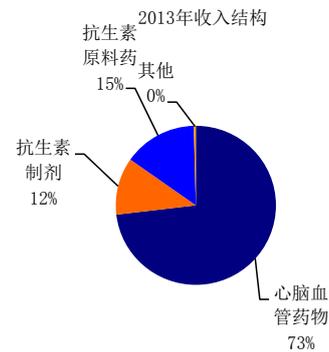
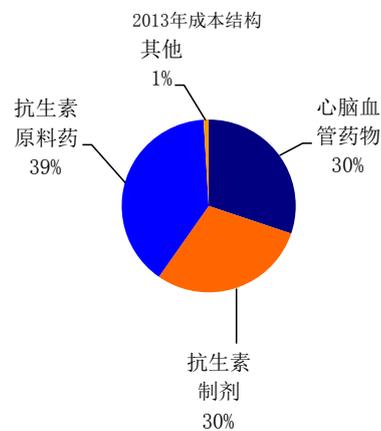
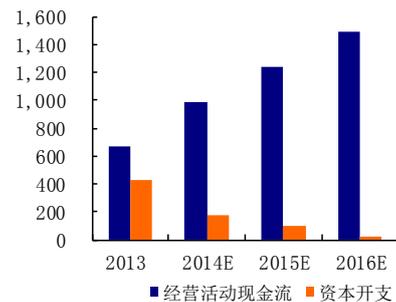
合并现金流量表

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

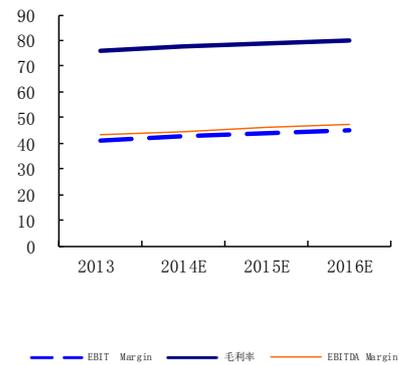
资料来源: 申万研究

重要财务指标

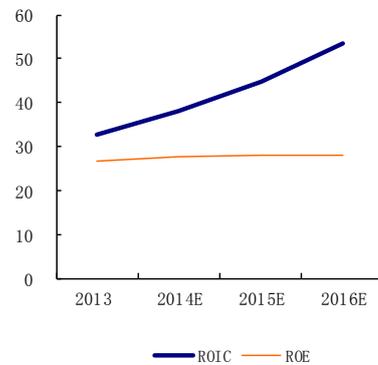
	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标(元)				
每股收益	1.27	1.58	1.92	2.29
每股经营现金流	1.02	1.52	1.90	2.27
每股红利	0.00	0.64	0.79	0.96
每股净资产	4.79	5.73	6.86	8.19
关键运营指标(%)				
ROIC	32.7	38.1	44.7	53.4
ROE	26.5	27.5	28.0	28.0
毛利率	75.7	77.6	79.0	80.2
EBITDA Margin	43.2	44.4	46.0	47.0
EBIT Margin	40.8	42.4	43.8	45.0
收入同比增长	27.3	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	2.0	2.5	3.1
估值指标(倍)				
P/E	24.6	19.8	16.3	13.6
P/B	6.5	5.4	4.5	3.8
EV/Sale	8.5	6.9	5.7	4.7
EV/EBITDA	19.6	15.5	12.3	9.9

资料来源: 申万研究

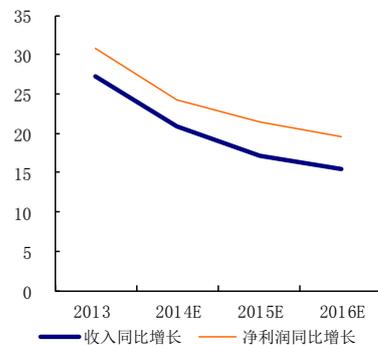
经营利润率(%)



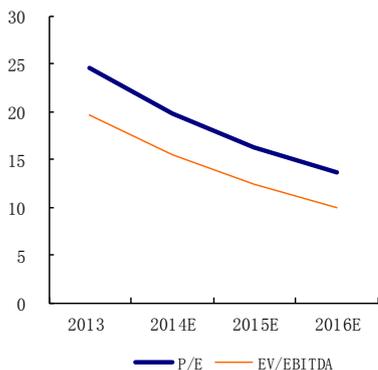
投资回报率趋势(%)



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 索取有关披露资料或登录 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惟一因素。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。