司太立(603520)/化学制药 业绩略超预期，产能释放分享造影剂行业高景气红利

评级：买入(维持)

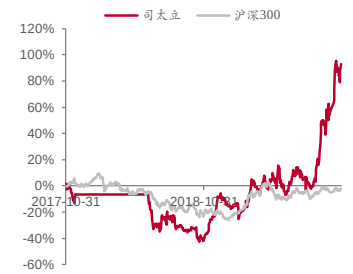
市场价格：41.40

分析师：江琦
执业证书编号：S0740517010002
电话：021-20315150
Email：jiangqi@r.qlzq.com.cn
分析师：祝嘉琦
执业证书编号：S0740519040001
Email：jiangqi@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	167.90
流通股本(百万股)	90.41
市价(元)	41.40
市值(百万元)	6950.99
流通市值(百万元)	3742.91

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	710.94	890.47	1241.64	1527.62	1905.39
增长率 yoy%	5.65%	25.25%	39.44%	23.03%	24.73%
净利润	83.12	93.68	176.76	257.04	357.86
增长率 yoy%	9.19%	12.70%	88.70%	45.41%	39.23%
每股收益（元）	0.49	0.56	1.05	1.53	2.13
每股现金流量	0.19	1.14	1.07	1.52	2.02
净资产收益率	9.70%	10.51%	17.13%	21.45%	25.08%
P/E	83.68	74.25	39.35	27.06	19.44
PEG	9.11	5.84	0.44	0.60	0.50
P/B	8.11	7.81	6.74	5.80	4.88

备注：截至日期 2019/10/28

投资要点

- **事件：公司发布三季报，2019年前三季度实现营业收入9.86亿元（55.43%）；归母净利润1.37亿元（62.08%）；扣非净利润1.34亿元（59.01%）。三季度实现营业收入3.50亿元（69.74%）；归母净利润4431.13万元（123.58%）；扣非净利润4343.98万元（107.57%）。**

- **业绩略超预期，产能释放分享造影剂行业高景气红利。**公司业绩持续快速增长，由于今年受到产能瓶颈影响，我们预计公司内生增长20-30%，其余来自收购海神制药带来的并表。目前，国内造影剂行业快速发展，公司核心下游客户恒瑞医药的碘克沙醇市场供不应求（预计三季报增长40-50%），亟待公司产能释放。而全球造影剂市场集中原研，仿制药替代空间庞大。随着这一轮的新建产能释放，公司有望分享国内造影剂市场的快速发展，同时在海外市场持续抢占原研市场，实现快速发展。

- **毛利率稳步提升，财务费用有望逐步降低。**公司2019Q3毛利率42.01%（同比0.57pp/环比0.39pp），预计产品售价保持稳定，公司通过技改持续降低成本，提升盈利水平。销售费用率、管理费用率和财务费用率为0.76%（-0.33pp/-0.01pp）、14.29%（-2.52pp/-0.59）和7.87%（3.12/1.73）。其中财务费用较高，主要由于现金收购海神制药带来负债的提升，预计随着后续再融资的发行，以及现金流的还款，财务费用有望逐步降低。

- **API产能释放在即，下游需求旺盛。需求端：**国内市场核心客户恒瑞的终端制剂快速增长。海外市场仿制药占比低，发展空间广阔，。**供给端：**产能瓶颈破除在即。公司核心产品碘海醇的产能由目前的650吨增加至1330吨；碘克沙醇200吨至400吨；碘帕醇由250吨至500吨，整体产能扩张一倍，保障后续的持续增长。新生产线已经于2019年中开始试生产，考虑客户变更生产基地以及生产线审计，预计2020年新产能开始放量。公司于2018年收购竞争对手海神制药，扩充产能的同时巩固龙头地位。我们认为在规模效应、客户粘性以及时间成本三重壁垒下，司太立有望持续保持造影剂的龙头地位。

- **国内制剂迎来收获期，海外市场多点布局。1）国内市场：**目前已申报4个主要碘造影剂产品，其中碘克沙醇与碘帕醇已经完成技术审评，等待最后现场核查，碘海醇注射液已经于上半年二次发补，预计2020年均有望获批。**公司产品按照新4类申报，一旦获批将视同通过一致性评价，在当前全国集采持续推进的背景下，公司制剂销售能力的短板被弱化，制剂产品获批后有望凭借集采实现放量。2）海外市场：**在重点大客户所在地区以外的国家，公司积极布局自有制剂的销售。此外，公司收购的海神制药旗下子公司IMAX爱尔兰已经取得欧盟多国的碘海醇注射剂批文，目前通过海外CMO企业生产代工。后续随着上海司太立逐步通过海外认证，双方的协同效应有望体现。

- **盈利预测：**我们预计2019-2021年公司营业收入12.42、15.28和19.05亿元，同比增长39.44%、23.03%和24.74%。归母净利润1.77、2.57和3.58亿元，EPS分别为1.05、1.53和2.13元，同比增长88.70%、45.41%和39.23%，目前股价对应2019-2021年估值分别为39/27/19倍。考虑公司处于快速发展及竞争格局良好的造影剂行业，叠加自身产能释放和制剂发展的快速增长，参考可比公司，维持“买入”评级。

- **风险提示事件：**原材料与原料药价格缺口缩小的风险；销售客户集中的风险；ANDA获批或销售不达预期的风险；披露预测方法及结果的局限性。

图表 1：财务数据预测

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	966.37	1,159.58	1,402.21	1,681.20
现金	187.12	182.57	189.11	186.26
应收账款	287.63	322.33	418.19	528.26
其他应收款	3.24	7.86	9.83	11.24
预付账款	6.94	9.18	11.70	13.94
存货	429.25	536.75	654.15	804.66
其他流动资产	52.19	100.90	119.24	136.85
非流动资产	2,100.40	2,122.44	2,198.97	2,258.01
长期投资	18.32	744.00	0.00	0.00
固定资产	966.70	1,100.69	1,170.84	1,201.96
无形资产	173.55	205.48	243.66	284.91
其他非流动资产	941.83	72.26	784.47	771.13
资产总计	3,066.77	3,282.01	3,601.18	3,939.21
流动负债	1,261.04	1,481.59	1,636.97	1,744.22
短期借款	862.51	1,108.43	1,200.72	1,236.62
应付账款	156.88	159.48	203.06	254.20
其他流动负债	241.66	213.68	233.19	253.39
非流动负债	882.77	736.91	734.26	734.65
长期借款	864.59	714.59	714.59	714.59
其他非流动负债	18.17	22.32	19.67	20.05
负债合计	2,143.81	2,218.50	2,371.23	2,478.86
少数股东权益	31.92	31.71	31.54	33.67
股本	120.00	168.00	168.00	168.00
资本公积	456.28	408.28	408.28	408.28
留存收益	314.88	455.53	622.13	850.40
归属母公司股东权益	891.04	1,031.80	1,198.41	1,426.67
负债和股东权益	3,066.77	3,282.01	3,601.18	3,939.21

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	191.84	179.06	255.24	339.01
净利润	95.54	176.55	256.87	360.00
折旧摊销	87.36	109.13	129.54	146.87
财务费用	53.91	80.57	59.37	52.11
投资损失	-2.49	-8.15	-8.20	-7.23
营运资金变动	-53.05	-223.68	-180.20	-216.61
其他经营现金流	10.57	44.64	-2.13	3.87
投资活动现金流	-931.57	-161.54	-192.55	-195.49
资本支出	162.40	155.00	155.00	155.00
长期投资	-2.00	-18.32	0.00	0.00
其他投资现金流	-771.17	-24.86	-37.55	-40.49
筹资活动现金流	704.29	-22.07	-56.15	-146.36
短期借款	454.44	245.92	92.29	35.91
长期借款	374.29	-150.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	48.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.30	-48.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-124.74	-117.99	-148.44	-182.27
现金净增加额	-32.65	-4.56	6.54	-2.84

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	890.47	1,241.64	1,527.62	1,905.39
营业成本	530.06	725.54	875.21	1,065.38
营业税金及附加	12.51	16.74	21.06	26.16
营业费用	10.17	15.27	19.55	24.01
管理费用	93.52	178.80	226.85	282.00
财务费用	53.91	80.57	59.37	52.11
资产减值损失	5.13	3.92	4.24	4.28
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.49	8.15	8.20	7.23
营业利润	126.83	228.95	329.53	458.69
营业外收入	0.08	0.05	0.05	0.05
营业外支出	8.19	6.76	7.13	7.19
利润总额	118.72	222.23	322.45	451.55
所得税	23.18	45.68	65.58	91.55
净利润	95.54	176.55	256.87	360.00
少数股东损益	1.86	-0.21	-0.17	2.14
归属母公司净利润	93.68	176.76	257.04	357.86
EBITDA	268.10	418.65	518.44	657.67
EPS（元）	0.78	1.05	1.53	2.13

主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	25.3%	39.4%	23.0%	24.7%
营业利润	18.7%	80.5%	43.9%	39.2%
归属于母公司净利润	12.7%	88.7%	45.4%	39.2%
获利能力				
毛利率(%)	40.5%	41.6%	42.7%	44.1%
净利率(%)	10.5%	14.2%	16.8%	18.8%
ROE(%)	10.5%	17.1%	21.4%	25.1%
ROIC(%)	5.8%	8.8%	10.2%	12.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	69.9%	67.6%	65.8%	62.9%
净负债比率(%)	86.19%	87.58%	85.89%	83.59%
流动比率	0.77	0.78	0.86	0.96
速动比率	0.42	0.42	0.46	0.50
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.39	0.44	0.51
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	4.83	4.59	4.83	4.66
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.56	1.05	1.53	2.13
每股经营现金流(最新摊薄)	1.14	1.07	1.52	2.02
每股净资产(最新摊薄)	5.30	6.14	7.13	8.49
估值比率				
P/E	74.25	39.35	27.06	19.44
P/B	7.81	6.74	5.80	4.88
EV/EBITDA	32	20	16	13

来源：Wind，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。