

UBS Investment Research
Key Call: 信立泰
我们推测泰嘉持续高增长，心血管产品群逐渐成型
■ 我们推测“泰嘉”持续高增长，刚需品种优势凸显

从公司三季报来看，我们推测公司核心品种氯吡格雷（“泰嘉”）仍保持较快增长，增速维持在40%左右。我们认为尽管药品招标、反商业贿赂等政策对部分处方药行业整体造成一定影响，然而氯吡格雷作为PCI手术必备用药，属于刚需品种，受具体营销行为影响相对有限，未来仍将保持高增长。

■ 平台品牌价值大，阿利沙坦有望迅速放量

公司作为国内最好的心血管专科用药平台型企业，价值很大。通过深耕“泰嘉”多年，公司在心血管专科领域建立了良好的品牌形象，并成功将品牌优势辐射至贝那普利等品种。目前公司1.1类新药阿利沙坦有望近期获批，有望参与明年各大省份招标，从销售角度看，若近期获批则时间非常有利。我们看好阿利沙坦凭借公司品牌、渠道的优势迅速放量，公司心血管产品线有望即将再添大品种。

■ “高品质仿制药”典型样本，未来有望长期收益

我们看好信立泰，是基于对未来政策趋势的把握，认为在医保全覆盖之后，随着支付压力日趋增大，高品质仿制药加速进口替代有望成为未来5-10年的大趋势。公司氯吡格雷、比伐芦定等质量优势明显，“泰嘉”还获得欧盟认证，有望成为这一趋势的突出受益者。

■ 估值：上调目标价至52元，瑞银Key Call

考虑公司“泰嘉”持续高增长，且阿利沙坦有望近期获批并在未来2年贡献丰厚利润，我们上调2013-15年预测EPS至1.33/1.81/2.18元（原1.29/1.74/2.14元），根据瑞银VCAM估值模型得到新目标价52元（WACC8.2%），对应2013年EPS39倍PE。我们将公司作为瑞银Key Call。

重要数据 (Rmb百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	1,475	1,830	2,371	3,110	4,182
息税前利润 (UBS)	453	700	982	1,336	1,607
净利润 (UBS)	399	620	868	1,182	1,422
每股收益 (UBS, Rmb)	0.91	1.42	1.33	1.81	2.18
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.31	0.00	0.19	0.13	1.04

盈利能力和估值	五年历史均值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润率 (%)	30.6	38.3	41.4	42.9	38.4
ROIC (EBIT) %	-	50.7	57.2	61.8	57.9
EV/EBITDA (core) x	-	14.5	23.3	16.9	13.8
市盈率 (UBS) (x)	-	12.7	29.1	21.4	17.8
净股息收益率 (%)	-	0.0	0.5	0.3	2.7

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年10月21日20时57分的股价 (Rmb38.64) 得出；

季序我, 博士

分析师

S1460511080003

xuwo.ji@ubssecurities.com

+86-105-832 8089

全球证券研究报告

中国

药品

12个月评级

买入
保持不变

12个月目标价

Rmb52.00/US\$8.53
 之前: Rmb46.00/US\$7.54

股价

Rmb38.64/US\$6.34

路透代码: 002294.SZ 彭博代码002294 CH

2013年10月22日
交易数据 (本币/US\$)
52周股价波动范围 Rmb39.66-22.05/US\$6.44-3.54

市值 Rmb25.3十亿/US\$4.14十亿

已发行股本 654百万 (ORDA)

流通股比例 25%

日均成交量 (千股) 5,240

日均成交额 (Rmb 百万) Rmb181.2

资产负债表数据 12/13E
股东权益 Rmb3.52十亿

市净率 (UBS) 7.2x

净现金 (债务) Rmb1.60十亿

预测回报率
预测股价涨幅 +34.6%

预测股息收益率 0.3%

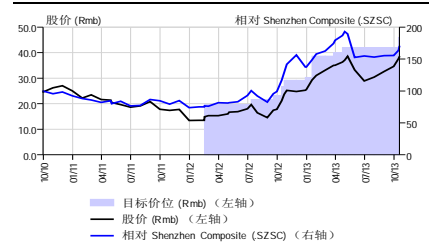
预测股票回报率 +34.9%

市场回报率假设 8.8%

预测超额回报率 +26.1%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/13E			12/12
	从	到	市场预测	实际
Q1	0.31	0.31	0.31	0.36
Q2	0.29	0.29	0.14	0.35
Q3	0.31	0.31	0.31	0.42
Q4E	0.38	0.43	0.38	0.35
12/13E	1.29	1.33	1.29	
12/14E	1.74	1.81	1.74	

股价表现 (Rmb)


资料来源: UBS

www.ubssecurities.com

核心观点

公司是国内心血管专科用药龙头，其主力产品氯吡格雷（商品名“泰嘉”）为国内两强之一，上市以来始终保持快速增长趋势。公司产品线还包括注射用比伐芦定（商品名“泰加宁”）、抗高血压药贝那普利（商品名“信达怡”）等。

我们现在看好信立泰，主要基于如下3个理由：

首先，我们看好信立泰作为目前最强心血管用药平台的价值。公司通过对“泰嘉”近10年的培育，不仅打造了一只成熟的销售队伍，积累了与外资药企竞争的丰富经验，更建立了自身在心血管专科领域良好的品牌形象。公司成功将品牌辐射至贝那普利等品种，信达怡上市以来市场份额不断上升，公司“品牌延伸”效应得到良好体现。

其次，信立泰正处于产品线从单薄到丰富的过程中。过去近10余年，公司心血管领域大品种仅有“泰嘉”一个，贝那普利等品种尽管迅速增长，然而由于产品力一般，销售规模有限。如今，公司1.1类新药阿利沙坦有望近期获批，上市后有望迅速放量，长期看更具备成长为重磅品种的潜力。公司在研品种还包括心脏支架等，正逐渐形成氯吡格雷、阿利沙坦、比伐芦定、心脏支架等产品群，打通心血管用药“金三角”。

最后，推荐信立泰，更是基于我们对未来政策趋势的把握，以及对“高质量仿制药”前景的看好。面对日趋增大的医保支付压力，我们认为政策制定者有动力改变现有规则，更加追求药品消费的“性价比”，高质量仿制药优势凸显。从医保支付方式改革、仿制药质量一致性评价等一系列举措的推行，我们看到政府正在向这个方向努力，我们相信高品质仿制药加速进口替代将是未来5-10年的大趋势。

关键催化剂

我们认为公司目前存在以下催化剂：

- (1) 2013年4季度，新品种阿利沙坦有望获批，公司心血管产品线再添大品种，这不仅意味着公司业绩未来2年增速有望加快，也应会对公司估值水平的提升有所帮助；
- (2) “泰嘉”继续高速增长：作为政策压力下表现最为靓丽的处方药品种之一，泰嘉未来有望继续保持高速增长，为公司业绩提供有力支撑。

风险

- (1) 我们预计阿利沙坦将于近日获批，若该品种迟迟未能获批，则公司业绩增速将低于我们预期，对股价产生负面影响；
- (2) 我们预计公司氯吡格雷未来仍将保持高增长，如果新厂家对公司“泰嘉”冲击力度超出我们预期，“泰嘉”增速放缓，则将对公司业绩产生负面影响。

瑞银对比市场一致预期

市场可能认为，受反商业贿赂、药品招标等负面政策影响，公司主导品种氯吡格雷未来难以保持高增长，业绩增速可能趋缓。而我们认为，上述政策背后的核心逻辑在于政府意图节约费用，提高医保资金使用效率；公司氯吡格雷临床使用效果明确，品牌、疗效优势突出，属于“刚需”品种，营销行为不会受到显著影响。

市场还可能认为，公司产品结构单薄，过于依赖“泰嘉”。而我们认为，公司产品线正在不断丰富，阿利沙坦有望近期获批，且储备有心脏支架、复方制剂贝那普利乐卡地平。公司通过“泰嘉”多年的经营，已经在心血管领域建立了良好的品牌形象，我们看好阿利沙坦通过品牌延伸效应在上市后迅速放量，对“泰嘉”形成有效补充。

敏感性分析

“泰嘉”是公司收入最大来源，12年实现销售收入约10.6亿元，占公司总收入的58%。我们对“泰嘉”销售规模做敏感性分析，结果如下：

表1:敏感性分析

氯比格雷销售额（亿元）	13EPS（元）
13	1.21
14	1.28
15	1.35
16	1.42
17	1.5

数据来源：瑞银证券估算

估值和推导目标价的基础

公司盈利预测

我们预测公司2013年、2014年、2015年扣非EPS为1.33/1.81/2.18元。关键假设如下：

- 心血管制剂2013-15年收入16.9/23.6/33.5亿元，同比增速分别为40%/39%/42%；

- 头孢制剂 2013-15 年收入 2.2/2.5/2.8 亿元，同比增速分别为 8%/13%/13%；
- 头孢原料药 2013-15 年收入 4.0/4.3/4.7 亿元，同比增速分别为 8%/8%/8%。

估值与投资评级

我们根据瑞银VCAM估值模型为信立泰估值（具体估值条件参见图1），得到目标价52元(WACC8.2%)，对应13年PE约39倍，目前同类可比公司（以专科用药为主营业务的公司）13年平均PE为38倍，我们认为我们的估值合理，给予“买入”评级。

表2:可比公司估值（10月21日收盘价为基准）

证券简称	证券代码	EPS (元)			当前 股价 (元)	PE		
		2012	2013E	2014E		2012	2013E	2014E
恒瑞医药	600276.SH	0.79	0.95	1.16	32.88	42	35	28
华东医药	000963.SZ	1.08	1.39	1.74	44.98	42	32	26
恩华药业	002262.SZ	0.42	0.59	0.86	27.47	65	47	32
平均						50	38	29
信立泰	002294.SZ	0.97	1.33	1.81	38.64	40	29	21

注：信立泰、恒瑞医药、恩华药业为瑞银证券估算，其余采用市场一致预期

数据来源：Wind，瑞银证券估算

图1:UBSS-VCAM对信立泰[SZ.002294]估值摘要

相对年 财年	+1E 2013E	+2E 2014E	+3E 2015E	+4E 2016E	+5E 2017E	+6E 2018E	+7E 2019E	+8E 2020E	+9E 2021E	+10E 2022E
息税前利润	982	1,336	1,607	1,828	2,011	2,127	2,387	2,672	2,984	3,324
折旧及摊销*	42	47	51	56	61	79	91	104	118	135
资本支出	(198)	(216)	(238)	(261)	(287)	(213)	(232)	(251)	(271)	(291)
运营资本变动	(268)	(314)	(490)	(293)	(207)	(361)	(403)	(455)	(514)	(578)
所得税(营运)	(147)	(200)	(241)	(274)	(302)	(425)	(477)	(534)	(597)	(665)
其他	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
自由现金流	410	652	689	1,056	1,276	1,207	1,366	1,535	1,721	1,926
增长		58.8%	5.8%	53.2%	20.9%	-5.4%	13.1%	12.4%	12.1%	11.9%

估值	
明计现金流现值	17,275
期末价值(第25年)现值	12,704
企业价值	29,979
占永续价值百分比	42%
联营公司及其他	0
-少数股东权益	3
现金盈余**	1,535
-债务***	0
权益价值	31,511
已发行股数[m]	653.8
每股权益价值(Rmb/股)	48.20
权益成本	8.2%
股息收益率	0.4%
1年期目标价(Rmb/股)	52.00

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	14.0%	14.0%	12.0%
息税前利润率	32.0%	21.2%	12.5%
资本支出/销售收入	2.8%	2.0%	1.3%
投资资本回报率	41.9%	30.5%	20.5%

估值对应指标			
财年	2013E	2014E	1年预期
企业价值 / 息税前利润	29.3x	21.7x	22.8x
企业价值 / 息税前利润	30.5x	22.4x	23.7x
自由现金流收益率	1.4%	2.2%	2.0%
市盈率(现值)	36.2x	26.6x	28.1x
市盈率(目标)	39.1x	28.7x	30.3x

加权平均资本成本	
无风险利率	3.80%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.88
债务/权益比	0.0%
边际税率	20.0%
权益成本	8.2%
债务成本	5.8%
WACC	8.2%

期末假设值	
VCH(年数)	25
对应的自由现金流增长	4.5%
投资资本回报率增幅	7.7%
企业价值 / 息税前利润	8.8x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

数据来源: UBSS-VCAM

Key call原因：政策压力下，核心品种仍有望保持高增长

我们认为，氯吡格雷作为PCI手术用药，是典型的高端专科用药，在临床使用中直接关系到患者生命，医生关注所用药品的品牌和质量。公司品种“泰嘉”深耕市场多年，为公司树立了良好的品牌形象，得到医生和患者的认可；我们预计“泰嘉”作为高性价比品种的代表，是医保支付方式改革、打击药价虚高等政策受益者，未来仍将保持高速增长。

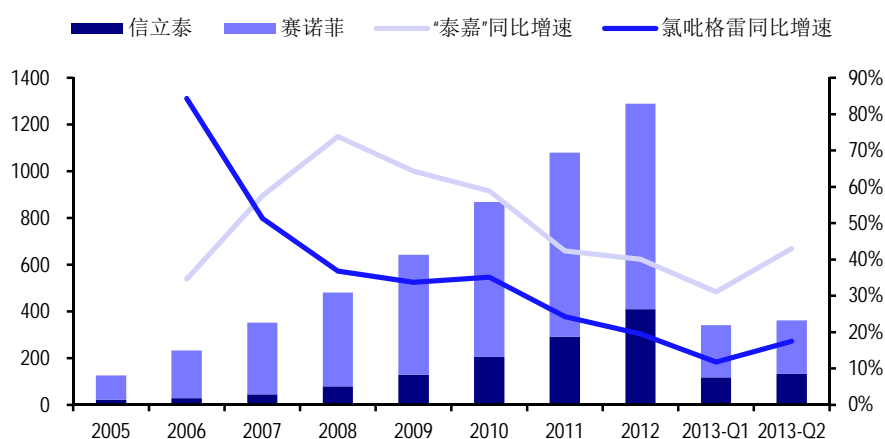
氯吡格雷：临床使用效果明确，“刚需”品种应能保持高增长

三季度以来，受反商业贿赂、药品招标等因素影响，市场对“泰嘉”的增长前景存在担忧。我们认为，“泰嘉”仍将保持高增长。

- 我们认为，药品招标、反商业贿赂等政策背后的核心逻辑，在于节约费用，提高医保资金的使用效率。在这样的背景下，我们判断，对于治疗效果明确的“刚需”品种，其营销行为将不会受到显著影响。
- 氯吡格雷是抗血栓药头号品种，能够抗血小板凝集，是心脏支架手术抗血栓用药“金标准”。氯吡格雷是心脏支架、心脏搭桥手术的术前和术后必备用药，攸关生命，我们认为其属于刚需品种。

公司氯吡格雷（商品名“泰嘉”）自上市以来，在过去10余年时间内始终保持高速增长，已经确立了自身良好的品牌形象。样本医院数据显示，“泰嘉”用药金额的增速，持续超过氯吡格雷市场整体增速。今年上半年，样本医院“泰嘉”市场规模增速达到37%，而同期氯吡格雷整体用药金额增速只有15%，显示出“泰嘉”对原有品种“波利维”的进口替代趋势仍在持续。

图2:信立泰“泰嘉”增速持续超过氯比格雷整体市场（百万元）



数据来源：PDB

去年4月，河南新帅克氯吡格雷获批上市，并于去年年底在安徽县级医院招标中成为唯一国内厂商。基于此，部分投资者担心帅克对“泰嘉”形成压力。我们认为，结合样本医院以及公司三季报数据，氯吡格雷在今年前三季度应仍保持了40%左右的高增长，公司受到的冲击应有限。

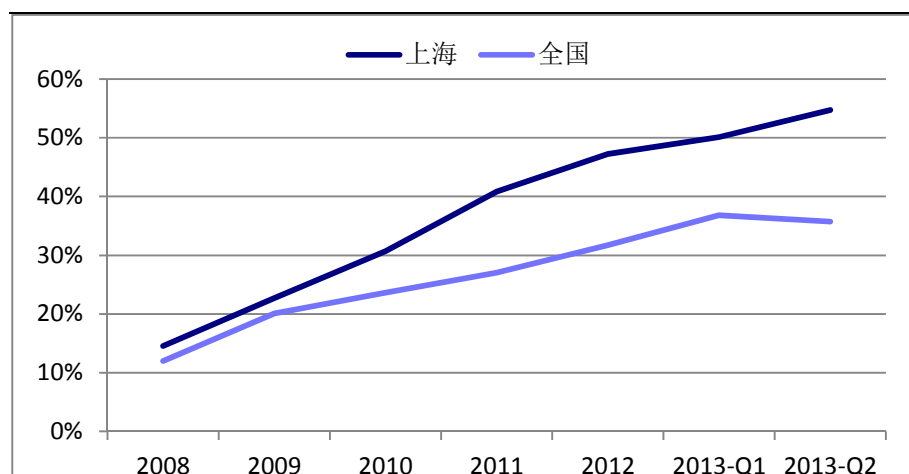
我们强调，“泰嘉”作为PCI手术用药，是典型的专科用药，且直接关系到患者生命，临床使用中，医生对其质量要求很高，原研和首仿企业通过学术营销建立的品牌优势非常显著。三季度“泰嘉”的销售表现支持了我们的判断：氯吡格雷是典型的刚需品种，其营销行为受政策影响有限，我们相信未来仍将保持高增长。

高质量仿制药典型代表，进口替代受益趋势明确

在此前的仿制药行业报告中，我们提出随着医保支付压力的日趋增大，将促使政策制定者空前重视药品消费的“性价比”，政策制定者有动力改变现有规则，提升医生对仿制药的偏好；而仿制药质量一致性评价的推行，有望将不合格者淘汰出局，加速企业分化。在这样的背景下，高品质仿制药有望显著受益。

我们特别注意到，在上海地区，“泰嘉”对“波利维”的替代率远高于全国水平。上海作为国内最先推行医保“总额控费”的城市，2003年起各家医院就开始逐步对药开支进行总量控制，2008年进一步强化总额控制，超额共担。我们认为，上海模式将是未来几年各地效仿的控费手段，高品质仿制药在上海地区份额的变化趋势具有指示意义。

图3：“泰嘉”上海渗透率快于全国



数据来源：PDB

因此，若未来总额控费在国内更多城市推行，我们预计“泰嘉”有望在国内更多城市以更快的速度进行渗透。此外，作为高质量仿制药的典型代表，“泰嘉”还有望受益于仿制药一致性评价等政策，增长速度应进一步提升。

阿利沙坦有望近期获批，心血管产品线再添大品种

阿利沙坦有望快速放量，长期看具备重磅品种潜质

10月10日，公司申报品种——阿利沙坦酯的审批状态变更为“审批完毕——待制证”，有望获批。阿利沙坦酯为1.1类新药，是国内第一个自主研发的ARB高血压药物，其专利将于2026年到期。

我们认为公司通过“泰嘉”，已经在心血管专科领域建立了良好的品牌、渠道，阿利沙坦获若批后有望迅速放量：

- **疗效确定，安全性具备优势：** 临床试验数据表明，阿利沙坦与氯沙坦降压效果无统计学差异；且阿利沙坦在胃肠道内经酯酶水解代谢，肝脏保护优势突出；

表3:阿利沙坦与氯沙坦疗效比较

	8周高血压达标率/有效率	12周高血压达标率/有效率
阿利沙坦组	57.5/65.2	57.5/64.6
氯沙坦组	51.5/58.6	51.5/57.3

数据来源：PDB

- **1.1类新药，受政策扶持：** 1.1类新药研发费用高、周期长、风险大，国家对于该类新药定价有一定政策倾斜，基于此，我们判断未来阿利沙坦的定价标准将不低于其他沙坦类药物，日均消费额达到5元以上，且在后续招标、医保、医院采购等环境均有望享受一定优惠；
- **获批时机良好：** 若阿利沙坦于近期获批，有望参与明年全国各大省份招标，以及新版医保目录，进一步为其迅速放量提供了有利条件；
- **品牌、渠道过硬：** 公司通过对“泰嘉”多年的深耕，已经组建了1000余人的专业营销团队，在心血管领域积累起良好的品牌形象以及经营成熟的销售渠道；阿利沙坦上市后，有望充分享用公司现有的品牌、渠道优势，与“泰嘉”形成强强联合。

高血压是最常见的心脑血管疾病之一，保守估计我国至少有高血压患者2亿人，且发病率随着生活压力增大、人口老龄化加剧等仍呈现不断上升的趋势。沙坦类药物为抗高血压一线用药，缬沙坦、厄贝沙坦等单品年销售额均超过10亿元，我们认为阿利沙坦本身产品力优势，辅以信立泰够硬的品牌、渠道，上市后有望迅速进入快速增长期，长期看更具备成长为重磅品种的潜质。

心血管大产品群有望快速成型

公司在研产品还包括心脏支架、复方制剂贝那普利乐卡地平等，未来有望在“泰嘉”的基础上，逐渐形成氯吡格雷、阿利沙坦、比伐芦定、心脏支架等大产品群，打通心血管用药“金三角”。我们看好公司在心血管专业领域的品牌与地位未来继续保持不断强化，逐渐成长为国内心血管巨头。

表4:公司心血管产品线

	药品分类	备注
氯吡格雷	抗血栓	心脏支架手术抗血栓用药“金标准”，用于PCI手术中及术后
贝那普利	抗高血压	直接抗凝血酶抑制剂，用于PCI手术中
比伐芦定	抗血栓	抗高血压药老品种，属于血管紧张素转换酶抑制剂类（ACEI）
阿利沙坦	抗高血压	有望近期获批，1.1类新药，属于血管紧张素II类受体拮抗剂（ARB类）
心脏支架	/	PCI手术耗材，我们预计15年获批

数据来源：公司公告，瑞银证券估算

乐观/悲观情境分析

“泰嘉”是公司收入最大来源，12年实现销售收入约10.6亿元，占公司总收入的58%。

- 乐观情境分析：如果“泰嘉”13年实现销售收入16亿元，我们估算公司实现销售收入25.0亿元，对应EPS1.42元，高于我们目前预测6.8%，每股估值55.38元；
- 悲观情境分析：如果“泰嘉”13年实现销售收入13亿元，我们估算公司实现销售收入22.0亿元，对应EPS1.21元，低于我们目前预测9%，每股估值47.19元。

损益表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业收入	527	850	1,298	1,475	1,830	2,371	29.5	3,110	31.2	4,182	34.5
营业费用 (不含折旧)	(393)	(586)	(880)	(988)	(1,094)	(1,346)	23.1	(1,728)	28.3	(2,524)	46.1
息税折旧摊销前利润 (UBS)	134	263	417	487	736	1,025	39.1	1,382	34.9	1,658	19.9
折旧	(8)	(13)	(20)	(33)	(36)	(42)	17.5	(47)	10.2	(51)	9.6
营业利润 (息税前利润, UBS)	126	250	397	453	700	982	40.2	1,336	36.0	1,607	20.3
其他盈利和联营公司盈利	(1)	(3)	(8)	(5)	(6)	(7)	12.4	(7)	3.8	(12)	84.2
净利息	(2)	(1)	23	19	35	46	33.3	62	33.5	80	29.5
非正常项目 (税前)	3	4	3	8	20	0	-	0	-	0	-
税前利润	127	249	415	475	750	1,022	36.3	1,391	36.1	1,674	20.4
税项	(10)	(34)	(60)	(69)	(112)	(153)	36.3	(209)	36.1	(251)	20.4
税后利润	117	216	356	405	637	869	36.3	1,182	36.1	1,423	20.4
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	0	0	0	0	0	0	32.5	(1)	38.0	(1)	20.4
净利润 (本地会计准则)	117	216	355	405	637	868	36.3	1,182	36.1	1,422	20.4
净利润 (UBS)	114	213	353	399	620	868	40.1	1,182	36.1	1,422	20.4
税率 (%)	8	14	14	15	15	15	0.0	15	0.0	15	0.0
不计非正常项目税率 (%)	8	14	14	15	15	15	0.0	15	0.0	15	0.0
每股 (Rmb)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
每股收益 (本地会计准则)	1.15	1.58	0.82	0.93	1.46	1.33	-9.1	1.81	36.1	2.18	20.4
每股收益 (UBS)	1.12	1.56	0.81	0.91	1.42	1.33	-6.6	1.81	36.1	2.18	20.4
每股股息净值	0.00	0.00	0.26	0.31	0.00	0.19	-	0.13	-31.8	1.04	713.6
每股现金收益	1.20	1.66	0.86	0.99	1.50	1.39	-7.4	1.88	34.9	2.25	20.0
每股账面净值	0.40	2.48	2.85	3.26	4.24	5.38	26.9	7.06	31.2	8.97	27.1
资产负债表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
有形固定资产净值	73	133	204	302	347	382	10.0	409	7.2	433	5.8
无形固定资产净值	0	1	37	146	266	398	49.6	543	36.5	702	29.4
净营运资本 (包括其他资产)	177	329	636	824	933	1,164	24.7	1,484	27.5	2,036	37.2
其他负债	0	(3)	(17)	(27)	(27)	(27)	0.0	(27)	0.0	(27)	0.0
运营投入资本	250	460	860	1,245	1,519	1,916	26.2	2,409	25.7	3,145	30.5
投资	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	250	460	860	1,245	1,519	1,916	26.2	2,409	25.7	3,145	30.5
股东权益	263	1,621	1,863	2,132	2,769	3,516	26.9	4,614	31.2	5,867	27.1
少数股东权益	0	2	2	2	3	3	16.5	4	19.6	4	19.7
总股东权益	263	1,623	1,865	2,135	2,772	3,519	26.9	4,618	31.2	5,871	27.1
净债务 / (现金)	(13)	(1,164)	(1,006)	(889)	(1,253)	(1,603)	27.9	(2,209)	37.8	(2,727)	23.4
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	250	460	860	1,245	1,519	1,916	26.2	2,409	25.7	3,145	30.5
现金流量表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	126	250	397	453	700	982	40.2	1,336	36.0	1,607	20.3
折旧	8	13	20	33	36	42	17.5	47	10.2	51	9.6
营运资本变动净值	(56)	(121)	(229)	(190)	(93)	(266)	187.0	(310)	16.3	(483)	56.1
其他 (经营性)	11	27	36	26	(54)	(26)	-52.8	(80)	211.4	(155)	95.0
经营性现金流 (税前/息前)	89	169	224	323	590	733	24.3	993	35.5	1,019	2.6
收到 / (支付) 利息净值	(2)	(1)	23	19	35	46	33.3	62	33.5	80	29.5
已付股息	0	0	(114)	(136)	0	(122)	-	(83)	-31.85	(170)	104.09
已缴付税项	(10)	(34)	(60)	(69)	(112)	(153)	36.3	(209)	36.1	(251)	20.4
资本支出	(61)	(136)	(223)	(253)	(182)	(198)	8.9	(216)	8.9	(238)	9.9
并购/处置净值	0	0	0	1	1	0	-	0	-	0	-
其他	-	1	(9)	7	47	37	-21.4	52	39.5	64	22.9
股份发行	0	1,143	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	26	1,142	(154)	(111)	364	349	-3.9	606	73.5	518	-14.6
外汇/非现金项目	-	9	(4)	(5)	0	0	-	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	-	1,150	(158)	(116)	364	349	-3.9	606	73.5	518	-14.6
核心息税折旧摊销前利润	134	263	417	487	736	1,025	39.1	1,382	34.9	1,658	19.9
维护资本支出	(12)	(27)	(45)	(51)	(36)	(40)	8.9	(43)	8.9	(48)	9.9
维护营运资本净支出	(11)	(24)	(46)	(38)	(19)	(53)	187.0	(62)	16.3	(97)	56.1
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	111	212	327	398	681	932	36.7	1,277	37.1	1,514	18.5

资料来源: 公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注: 对于部分公司而言, 所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

12个月评级

买入

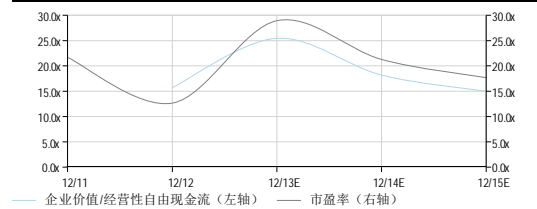
12个月目标价

Rmb52.00

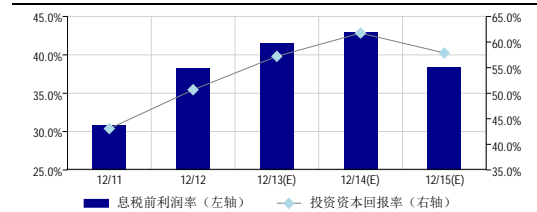
公司概况

深圳信立泰药业股份有限公司是一家心血管专科用药厂商。公司主营产品皆为国内首获生产批文，包括抗血栓药物“泰嘉”（硫酸氢氯吡格雷片）和泰加宁（注射用比伐芦定），其中“泰嘉”为氯吡格雷国内市场两强之一。信达怡（贝那普利）近年来国内市场份额也不断增加。公司另有抗生素业务，是国内少数实现头孢西丁、头孢吡肟等品种原料药产业化的企业之一。

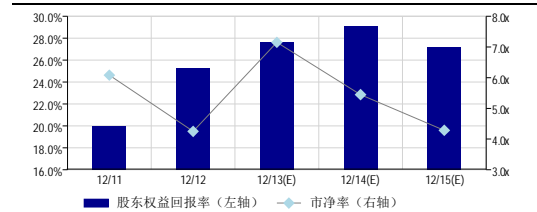
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



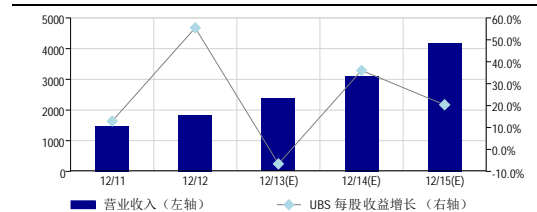
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长（UBS每股收益）



估值 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
市盈率 (本地会计准则)	-	21.3	12.3	29.1	21.4	17.8
市盈率 (UBS)	-	21.7	12.7	29.1	21.4	17.8
股价/每股现金收益	-	20.0	12.0	27.7	20.6	17.1
净股息收益率 (%)	-	1.6	0.0	0.5	0.3	2.7
市净率	-	6.1	4.3	7.2	5.5	4.3
企业价值/营业收入 (核心)	-	8.2	5.8	NM	7.5	5.5
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	24.7	14.5	23.3	16.9	13.8
企业价值/息税前利润 (核心)	-	26.5	15.3	24.3	17.5	14.2
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	NM	15.7	25.6	18.3	15.1
企业价值/运营投入资本	-	NM	7.7	NM	NM	8.2

企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
平均市值	12,970	11,773	25,261	25,261	25,261
+ 少数股东权益	2	3	3	4	4
+ 平均净债务 (现金)	(948)	(1,071)	(1,428)	(1,906)	(2,468)
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	0	0	0	0	0
核心企业价值	12,025	10,704	23,836	23,359	22,798

增长率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	36.5	13.6	24.1	29.5	31.2	34.5
息税折旧摊销前利润 (UBS)	53.1	16.6	51.4	39.1	34.9	19.9
息税前利润 (UBS)	53.5	14.1	54.5	40.2	36.0	20.3
每股收益 (UBS)	6.2	12.9	55.5	-6.6	36.1	20.4
每股现金收益	5.9	15.8	51.9	-7.4	34.9	20.0
每股股息	-	20.0	-	-	-31.8	NM
每股账面净值	80.2	14.4	29.9	26.9	31.2	27.1

利润率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税折旧摊销前利润/营业收入	32.4	33.0	40.2	43.2	44.4	39.6
息税前利润/营业收入	30.6	30.7	38.3	41.4	42.9	38.4
净利润 (UBS) /营业收入	26.9	27.0	33.9	36.6	38.0	34.0

资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	-	43.1	50.7	57.2	61.8	57.9
税后投资资本回报率	-	36.8	43.1	48.6	52.5	49.2
净股东权益回报率	-	20.0	25.3	27.6	29.1	27.1

偿付比率	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润/净利息	-	-	-	-	-	-
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	2.9	-	7.1	14.2	2.1
股息支付率 (% , UBS 每股收益)	-	34.2	-	14.1	7.0	47.6
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	NM	NM	NM	NM

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入/运营投入资本	-	1.4	1.3	1.4	1.4	1.5
营业收入/固定资产	-	4.3	3.5	3.4	3.6	4.0
营业收入/净营运资本	-	2.8	2.7	2.8	2.7	2.7

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
经营性自由现金流/息税前利润	0.9	0.9	1.0	0.9	1.0	0.9
资本支出/营业收入 (%)	14.3	17.1	10.0	8.4	6.9	5.7
资本支出/折旧	7.8	7.6	5.1	4.7	4.6	4.7

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
净债务/总权益	(50.0)	(41.7)	(45.3)	(45.6)	(47.9)	(46.5)
净债务/(净债务 + 权益)	NM	(71.6)	(82.7)	(83.8)	(91.8)	(86.8)
净债务 (核心) /企业价值	-	(7.9)	(10.0)	(6.0)	(8.2)	(10.8)

资料来源：公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年10月21日20时57分的股价 (Rmb38.64) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

季序我, 博士

分析师

S1460511080003

xuwo.ji@ubssecurities.com

+86-105-832 8089

■ 信立泰

深圳信立泰药业股份有限公司是一家心血管专科用药厂商。公司主营产品皆为国内首获生产批文，包括抗血栓药物“泰嘉”（硫酸氢氯吡格雷片）和泰加宁（注射用比伐芦定），其中“泰嘉”为氯吡格雷国内市场两强之一。信达怡（贝那普利）近年来国内市场份额也不断增加。公司另有抗生素业务，是国内少数实现头孢西丁、头孢吡肟等品种原料药产业化的企业之一。

■ 风险声明

我们认为主要的下行风险包括：1、如果比伐芦定销售上量慢于我们预期，将影响2013年的利润增速；2、如果氯吡格雷仿制药获批速度快于我们预期，且快速抢占较大的市场份额，则会影响公司业绩。

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	44%	32%
中性	持有/中性	46%	32%
卖出	卖出	10%	19%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	低于1%
卖出	卖出	低于1%	低于1%

1: 全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例

2: 12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例

4: 短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2013年09月30日。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

主要定义

预测股票收益率 (FSR) 指在未来的12个月内, 预期价格涨幅加上股息总收益率

市场收益率假设 (MRA) 指一年期当地利率加上5% (假定的并非预测的股票风险溢价)

处于观察期 (UR): 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”, 以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

短期评级 反映股票的预期近期 (不超过三个月) 表现, 而非基本观点或投资卖点的任何变

股票目标价 的投资期限为未来12个月。

例外和特殊案例

英国和欧洲投资基金的评级和定义: 买入: 结构、管理、业绩、折扣等因素积极; 中性: 结构、管理、业绩、折扣等因素中性; 减持: 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

主要评级段例外 (CBE): 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此, 被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候, 会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格, 因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 季序我, 博士。

涉及报告中提及的公司的披露

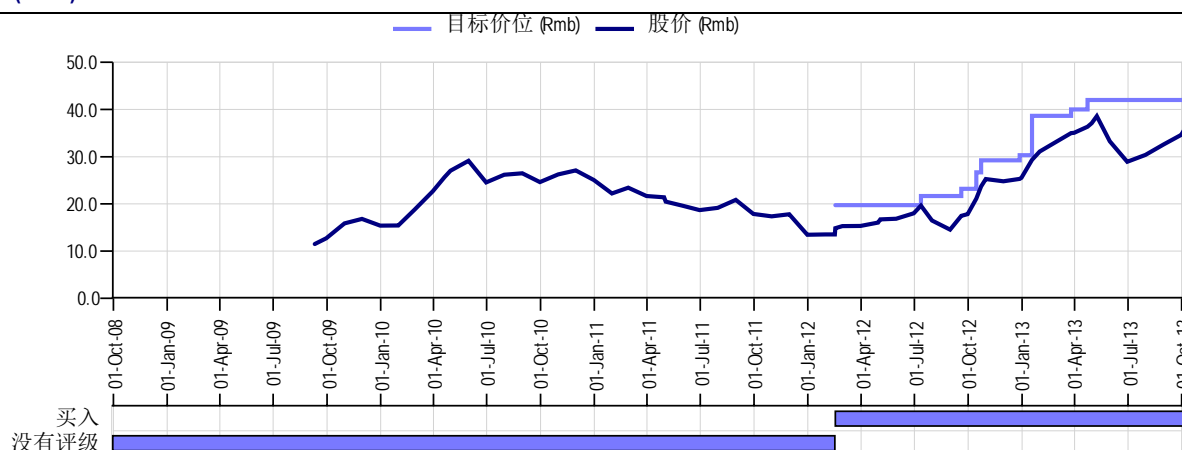
公司名称	路透	12个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
信立泰	002294.SZ	买入	不适用	Rmb38.45	2013年10月18日

资料来源: UBS (瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级, 它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出, 请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

信立泰 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2013年10月18日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有较高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区:除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACP)和金融市场管理局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。**德国:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:**由UBS Limited分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未获土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:**由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。**俄罗斯:**由UBS Securities C.JSC编制并分发。**瑞士:**仅由UBS AG向机构投资者分发。**意大利:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。**南非:**由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited分发。**以色列:**本文件由UBS Limited分发,UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(ISA)监管的特准投资推介商。UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:**本文件由瑞银集团(及/或其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的公司(澳大利亚金融服务牌照号:231087)和/或UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务牌照号:231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及2001年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰:**由UBS New Zealand Ltd分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:**由UBS AG Dubai Branch分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:**由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:**本文件获准由UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。**印度:**Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F,2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的或元素。©UBS 2013版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。