

信立泰

招标压力顾虑缓解，估值有望逐步回升

核心品种“泰嘉”的招标情况，为股价最大影响因素

我们认为公司核心品种“泰嘉”在各省的招标情况，是现阶段公司股价最大的影响因素。受低价导向的招标政策影响，“泰嘉”在广东、山东两省基药招标/采购中未能中标，引发投资者对“泰嘉”在各省新一轮招标能否顺利中标的担心，股价由此受到压制。

从全国来看，招标压力可能并没有那么大

近期安徽、甘肃、湖北等省份公布招标方案，相比广东“唯低价是取”的方向明显不同，表现为：1) 采用双信封制，结合技术部、商务标二者进行综合评审；2) 质量分层逐渐优化，质量优先原则得到充分体现。我们认为，各省招标政策的实践可能最终证明，“质量优先”仍是许多省份招标坚持的方针。这也意味着，作为高质量仿制药的代表，从全国来看，信立泰的招标压力可能并没有部分投资者所担心的那么大。

产品线逐渐丰富，业绩、估值有望提升

我们认为公司深耕“泰嘉”10余年，已经形成了国内最好的心血管专科平台，随着公司产品线逐渐丰富，众多心血管产品有望迅速放量。公司产品线不断丰富，高血压用药阿利沙坦已经获批，心脏支架有望于明年推出。我们认为随着产品线逐渐丰富，公司业绩、估值均有望快速提升。

估值：目标价 50 元，维持“买入”评级

鉴于各省招标节奏偏慢，公司新品种放量可能略慢于预期，我们下调公司 2014-16 年 EPS 至 1.65/2.09/2.40 元（原为 1.72/2.09/2.40 元），根据瑞银 VCAM 贴现现金流估值模型（WACC8.0%）小幅下调目标价至 50 元，维持“买入”评级。

Equities

 中国
药品

12 个月评级 **买入**
保持不变

12 个月目标价 **Rmb50.00**
之前: Rmb52.00

股价 **Rmb28.35**

路透代码: 002294.SZ 彭博代码 002294 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb40.65-27.21
市值	Rmb18.5 十亿/US\$2.97 十亿
已发行股本	654 百万 (ORDA)
流通股比例	25%
日均成交量(千股)	2,908
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb86.3
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb4.46 十亿
市净率 (12/14E)	4.2x
净债务 / EBITDA	NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	1.72	1.65	-4.24	1.63
12/15E	2.09	2.09	-0.09	2.01
12/16E	2.40	2.40	-0.12	2.40

季序我, 博士

分析师

S1460511080003

xuwo.ji@ubssecurities.com

+86-105-832 8980

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	1,475	1,829	2,327	2,770	3,357	4,116	4,528	4,981
息税前利润(UBS)	453	682	935	1,209	1,527	1,744	1,918	2,110
净利润 (UBS)	399	604	829	1,076	1,363	1,568	1,747	1,710
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.91	1.39	1.27	1.65	2.09	2.40	2.67	2.62
每股股息 (Rmb)	0.31	0.00	0.18	0.12	0.66	0.77	0.83	0.90
现金 / (净债务)	889	1,248	1,585	2,204	2,967	3,819	4,929	5,935
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	30.7	37.3	40.2	43.6	45.5	42.4	42.4	42.4
ROIC (EBIT) (%)	43.1	49.5	55.2	58.4	61.5	58.8	55.9	54.6
EV/EBITDA(core)x	24.7	14.9	21.0	13.3	10.1	8.2	7.2	6.5
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	21.7	13.0	26.4	17.2	13.6	11.8	10.6	10.8
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	0.2	2.8	1.9	3.5	4.5	5.1	6.5	5.9
净股息收益率(%)	1.6	0.0	0.5	0.4	2.3	2.7	2.9	3.2

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 2014 年 06 月 09 日 20 时 26 分的股价(Rmb28.35)得出;

投资主题

信立泰

投资理由

信立泰是国内心血管专科用药企业，最主要产品泰嘉是波利维的首仿药物。受益于中国 PCI 手术量的快速增加和患者用药的逐步规范，公司业绩一直保持高速增长。此外公司收购阿利沙坦，我们认为该品种市场规模能够达到 10 亿以上。公司在心血管专科用药领域积累了丰富的营销经验，树立了良好的品牌，随着中国人口老龄化水平的加深，心血管患病率大幅提升，公司有望成长为国内心血管用药龙头，拥有抗凝、抗高血压、抗血脂产品线，我们看好公司长期发展，给予“买入”评级。瑞银 2014-16 年 EPS 预测为 1.65/2.09/2.40 元，市场一致预期为 1.63/2.01/2.40 元。

乐观情景

如果泰嘉 14 年销售收入达 21 亿元，同比 13 年增长 33%，那么我们估算对应 2014 年 EPS1.76 元，高于我们目前预测 7%，每股估值 53.5 元。

悲观情景

如果泰嘉 14 年销售收入仅 18 亿元，同比 13 年增长 15%左右，那么我们估算对应 2014 年 EPS1.54 元，低于我们目前预测 7%，每股估值 46.5 元。

近期催化剂

各省招标政策陆续出台，“质量优先”仍是许多省份招标坚持的方针。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb50.00

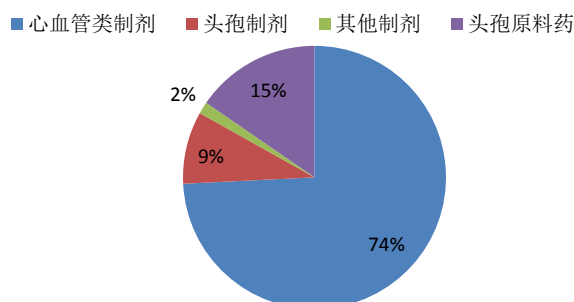
公司简介

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。

行业展望

伴随着中国进入快速老龄化阶段，老年易患的慢性疾病也呈加速增长趋势。以心脑血管为代表的循环系统疾病患病率急剧增加，2008 年高血压的发病率达到 54.9%，比 2003 年提高一倍。心血管疾病发病率高企，为专注于心血管用药领域的用药厂商提供发展良机。2011 年样本医院心血管系统用药规模超过 130 亿元，我们认为信立泰能够抓住发展机遇，成长为国内心血管用药领域龙头。

收入按产品分布，2013 (%)



来源：公司公告

各类产品的毛利

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
心血管类制剂	1126.1	1525.6	1853.7	2319.8	2951.9
头孢制剂	90.1	90.1	63.7	63.7	63.7
其他制剂	18.3	23.4	26.6	30.7	35.4
头孢原料药	124.9	123.7	123.1	123.1	123.1
医疗器械				34.0	51.0

来源：公司公告、瑞银证券估算

各省招标政策逐步出台，股价最大压制因素有望缓解

我们认为，公司核心品种“泰嘉”在各省的中标情况是现阶段公司股价最大的影响因素。进入 2014 年以来，受低价导向的招标政策影响，公司“泰嘉”在广东、山东两省基药招标/采购中未能中标，引发投资者对“泰嘉”在新一轮各省招标能否顺利中标的担心，股价由此受到压制。

近期安徽、甘肃、湖北等省份公布招标方案，相比广东“唯低价是取”的方案有明显不同，表现为：

(1) 采用双信封制，结合技术部、商务标二者进行综合评审；

(2) 质量分层逐渐优化，质量优先原则得到更充分体现；

我们认为，各省招标政策的实践可能最终证明，“质量优先”仍是许多省份招标坚持的方针。这也意味着，作为高质量仿制药的代表，从全国来看，信立泰的招标压力可能并没有部分投资者所担心的那么大，未来有望在多数省份顺利中标，“泰嘉”在高基数的基础上仍有望保持 25% 以上的高增长。

大多数省份招标政策温和

安徽基药招标——更加重视质量的导向明显

安徽是国内实施基药制度的示范省，其基药招标规则对国内其他各省具有一定的导向作用。我们注意到，相比 2010 年“安徽模式”的最低价中标原则，安徽此次基药招标体现出明显的更加重视质量的导向：

- **质量、价格都加以考虑，且质量权重更大：**安徽省此处基药招标采用更加温和的双信封制，通过技术标、商务标的加权得分计算得出综合得分，其中技术标评审得分比重为 60%；
- **质量分层：**在技术标赋分规则中，此次招标将药品按质量分为 3 个层次，并新增了规范市场 GMP 认证的加分项，利于具备质量优势的企业。

图表 1: 安徽本次基药招标与 2010 年对比

	2014	2010
商务标评审	根据竞价分组和质量类型划分，商务标评审综合得分最高者为拟中标品种，商务标评审综合得分=技术标评审得分	原则上最低报价者为拟中标品种
中标规则	$*60\% + P_{\min}/P * 40$ ，其中 P 为某药品的报价， P_{\min} 为同竞价组药品中的最低报价	
质量分层划分	商务标分为 3 个质量类型，赋予不同分值	无质量分层划分

来源:安徽省卫生厅

湖北基药招标（征求意见稿）——延续了安徽“质量优先”的导向

5 月 10 日湖北省发布《湖北省 2014 年基本药物集中采购工作方案（征求意见稿）》，标志着该省份新版基药招标工作已经启动。分析湖北省此次招标政策，我们认为整体上方案较为温和，安徽“质量优先”导向得到延续：

- **综合评分中质量比重较高：**综合评审得分=经济技术标得分×60%+商务标得分×40；
- **评分细则利好具备质量优势的企业：**技术标评价指标方面，多个细节有利于具备质量优势、规模优势的大型企业，如行业排名总分为 10 分（2010 年以来获湖北省最新一次医药行业评比 10 强企业还可获得 3 分加分）、新版 GMP 认证获得 10 分（VS 未通过 3 分）等；
- **最低价、综合评分最高和次高都可能中标：**规则规定，同竞争组≥3 个以上投标人经济技术标入围的，首先取最低报价的为拟中标人，其余入围投标人进行综合评审。当其余入围综合评审投标人≤4 个时，取综合得分最高的 1 个投标人为拟中标人；≥5 个时，取综合得分最高和次高的 2 个投标人为拟中标人。

广东模式较严厉，但我们认为不具广泛代表性

广东去年开始推行的采购模式比较严厉，特别是对竞争性品种影响较大。广东为全国前三大用药省份，我们预计占“泰嘉”收入 8-9%，此前公司“泰嘉”未能在广东基药新规下获得采购，且引起了投资者对“泰嘉”在其它省份招标前景的担心，公司股价受到压制。

我们认为，广东药交所采购方案是在本轮招标中对于招标规则的一种尝试和探索，从目前执行情况来看，也引起了一定争议。我们判断广东药交所采购方案代表性有限，未来在全国大范围开展的可能性较小。

总之，新版基药目录出台以来，进行基药招标的省份除了广东省招标方案较为苛刻，安徽、湖南、湖北等省份基本都制定了较为温和的规则，“唯低价是取”的趋势得到了有效修复，质量有限原则得到了更充分的体现。我们认为招标政策已经表现出回暖的趋势，利于具备研发、质量优势的企业。公司“泰嘉”为高质量仿制药的代表品种，质量优势突出，且 2012 年通过欧盟认证，在政策转好的大环境下，有望在后续各省招标中进展顺利，继续保持 25% 以上的高增长。

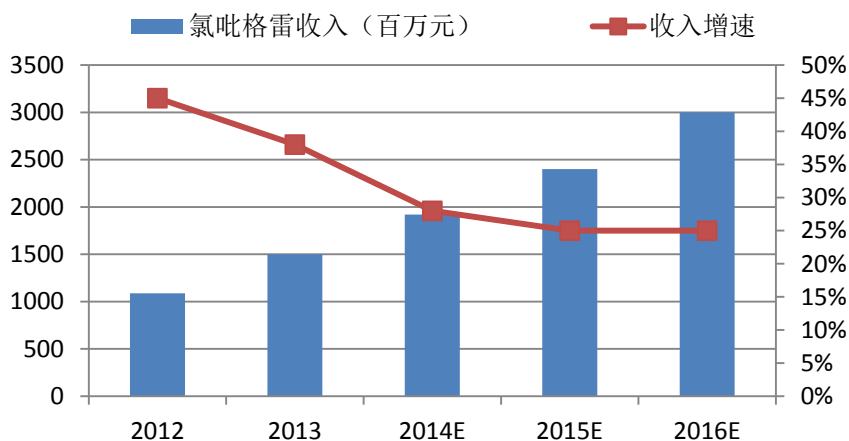
产品线逐渐丰富，公司有望业绩、估值双提升

国内最强心血管专科平台价值可贵，心血管产品有望借此迅速放量

过去 10 余年间，公司通过对氯吡格雷（商品名“泰嘉”）的成功经营，已经在心血管专科建立了良好的品牌形象，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。我们认为公司深耕“泰嘉”10 余年，已经形成了国内最好的心血管专科平台，随着公司产品线逐渐丰富，众多心血管产品有望迅速放量。

过去 10 余年间，公司核心品种氯吡格雷持续高增长，13 年年度销售额达到 15 亿元左右，是国内企业年销售额最大的专科处方药品种。我们认为，“泰嘉”成功的意义之于信立泰，不仅在于对公司收入、利润快速增长形成有力支撑，更在于通过该品种的经营，公司建立了良好的品牌形象，成功打造了国内最强心血管专科用药平台。

图表 2: “泰嘉”持续快速增长

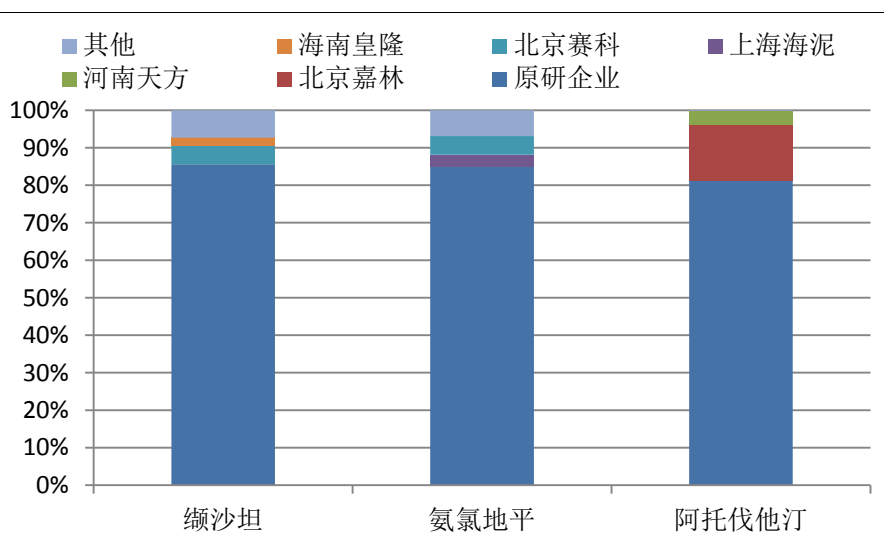


来源: 公司公告、瑞银证券估算

纵观国内心血管专科用药市场，除了公司的氯吡格雷外，多年来国内企业始终难以在进口替代上有所作为，众多大品种仍被外资原研企业垄断，国内企业市场份额往往不足 20%。这一现象的背后原因较为复杂，但我们认为以下两点因素或许较为关键：

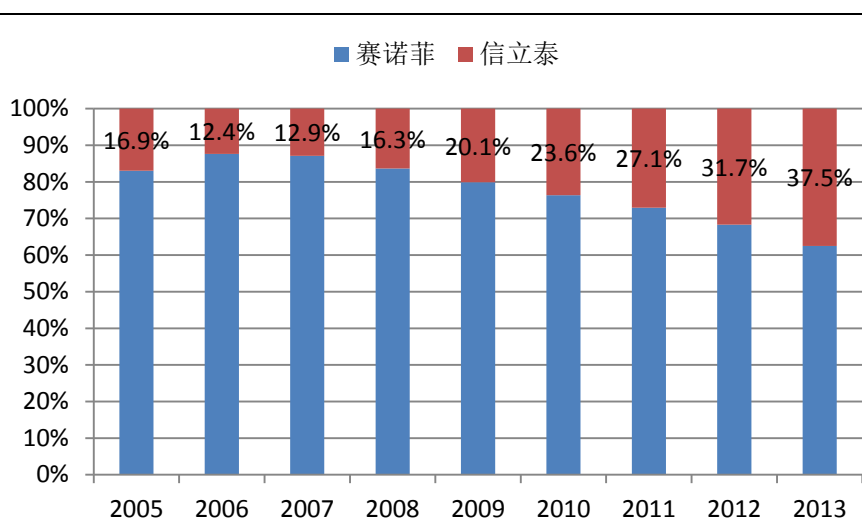
- (1) 产品质量：与抗肿瘤药等其他专科用药相比，心血管用药往往需长期乃至终身服用，服药时间更长，这对相关产品的生产企业在药品质量上提出了更高要求；
- (2) 营销团队：我们观察到，多数国内企业针对心内科、神经内科，往往缺少重量级产品的组合，也就不容易支撑起专业的营销队伍，进而难以构建起学术地位和品牌优势。

图表 3: 心血管部分药品竞争格局 (2013)



来源: PDB

图表 4: PDB 样本医院氯吡格雷竞争格局



来源: PDB

氯吡格雷作为心脏 PCI 手术必备用药，攸关生命，心内科医生处方时会尤其关注产品疗效。公司氯吡格雷取得显著成功，可归功于其产品质量与营销能力上的突出优势：

- 产品质量：“泰嘉”2000 年作为“国家二类新药”获批时即为国家重点新产品，2010 年又通过欧盟认证，产品质量过硬；
- 营销能力：公司深耕“泰嘉”10 年，市场份额不断提升，培养了近千人的学术营销团队，与外资企业竞争经验丰富。

可见，在心内科领域，公司无论在产品质量还是营销能力方面都已经大幅领先与其他国内企业，品牌优势明显。我们认为公司已经打造了国内最强心血管专科用药平台，通过该平台，公司可将其他心血管专科产品迅速做大，而

其他产品快速放量又将进一步巩固、强化公司在心血管专科的品牌优势，形成良性循环。

心血管产品群逐渐成型，平台价值预计将进入快速释放期

在此前较长时间内，公司心血管产品线重量级品种仅有氯吡格雷，其心血管专科平台无法得到充分利用。我们认为如今这一现象已经有了明显改善：公司过去一年积极为比伐芦定未来参与各省招标做学术推广，阿利沙坦已经获批，未来还有望推出心脏支架等产品，心血管产品群正在逐渐成型。

图表 5: 公司心血管产品群逐渐成型

	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 手术术中及术后
比伐芦定	抗血栓	直接抗凝血酶抑制剂，用于 PCI 手术中
贝那普利	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	即将获批，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，预计 2015 年获批

来源:资料来源: 公司公告、瑞银证券估算

在公司新产品中，我们尤其看好阿利沙坦，认为其作为 1.1 类新药，具备疗效优势和定价优势。我们认为阿利沙坦将凭借信立泰强大的心血管专科平台迅速放量，长期看更有望成长为超 10 亿元的重量级品种。

- **定价优势：**阿利沙坦酯为 1.1 类新药，专利保护期至 2026 年。国家对于 1.1 类新药定价有一定政策倾斜，我们预计未来阿利沙坦的定价标准将不低于国内其他企业的沙坦类产品，且在后续招标、医保、医院采购等环境均有望收到政策扶持；
- **疗效优势：**阿利沙坦是国内第一个自主研发的 ARB 高血压药物，在短短两年时间内与全国 22 家医院完成临床 I、II、III 期实验，其疗效得到了临床界的广泛认同。临床数据表明，阿利沙坦肝脏毒性低，降压效果一致性优于同类产品，且适合长期服用。

我国高血压患者人群较多，我们保守估计至少有 2 亿人以上，且仍在不断上升中。沙坦类作为高血压治疗的一线用药，产生了多个重量级品种，缬沙坦、厄贝沙坦、氯沙坦钾等品种在国内年销售额均达到 10 亿元以上。我们看好阿利沙坦凭借信立泰的心血管专科用药平台迅速放量，长期看更有成为重量级品种的潜质。

我们认为，公司现阶段的低估值，主要是市场仍将公司视为单品种公司，对于信立泰心血管平台的价值有所忽视。我们认为，随着公司产品线不断丰富，其国内最强心血管专科用药平台价值将逐渐显现，公司不仅业绩将保持快速增长，估值更有望不断提升。

信立泰 (002294.SZ)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	1,475	1,829	2,327	2,770	19.0	3,357	21.2	4,116	4,528	4,981
毛利	915	1,363	1,763	2,067	17.3	2,537	22.7	3,174	3,491	3,841
息税折旧摊销前利润(UBS)	487	718	978	1,255	28.4	1,578	25.7	1,799	1,979	2,176
折旧和摊销	(33)	(36)	(42)	(47)	10.2	(51)	9.6	(56)	(61)	(66)
息税前利润(UBS)	453	682	935	1,209	29.2	1,527	26.3	1,744	1,918	2,110
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	(5)	(6)	(6)	(4)	33.8	(6)	-61.0	(8)	(4)	(5)
净利息	19	35	46	62	33.8	84	36.5	110	142	177
例外项目(包括商誉)	8	20	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	475	732	976	1,267	29.8	1,605	26.7	1,846	2,056	2,282
税项	(69)	(110)	(146)	(190)	-29.8	(241)	-26.7	(277)	(308)	(570)
税后利润	405	622	829	1,077	29.8	1,364	26.7	1,569	1,748	1,711
优先股股息及少数股权	0	0	0	(1)	-31.7	(1)	-26.7	(1)	(1)	(1)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	405	622	829	1,076	29.8	1,363	26.7	1,568	1,747	1,710
净利润(UBS)	399	604	829	1,076	29.8	1,363	26.7	1,568	1,747	1,710
税率(%)	14.6	15.0	15.0	15.0	0.0	15.0	0.0	15.0	15.0	25.0
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	0.91	1.39	1.27	1.65	29.8	2.09	26.7	2.40	2.67	2.62
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.93	1.43	1.27	1.65	29.8	2.09	26.7	2.40	2.67	2.62
每股收益(UBS, 基本)	0.91	1.39	1.27	1.65	29.8	2.09	26.7	2.40	2.67	2.62
每股股息净值(Rmb)	0.31	0.00	0.18	0.12	-33.3	0.66	444.5	0.77	0.83	0.90
每股账面价值	3.26	4.21	5.30	6.82	28.8	8.67	27.1	10.77	13.10	15.33
平均股数(稀释后)	435.84	435.84	653.76	653.76	0.0	653.76	0.0	653.76	653.76	653.76
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	889	1,248	1,585	2,204	39.0	2,967	34.6	3,819	4,929	5,935
其他流动资产	890	994	1,250	1,504	20.3	1,808	20.2	2,189	2,413	2,654
流动资产总额	1,780	2,241	2,835	3,709	30.8	4,775	28.8	6,009	7,342	8,589
有形固定资产净值	302	347	382	409	7.2	433	5.8	454	473	492
无形固定资产净值	146	266	398	543	36.5	702	29.4	878	1,071	1,283
投资/其他资产	218	197	189	188	-0.2	195	3.5	208	227	252
总资产	2,445	3,051	3,803	4,849	27.5	6,106	25.9	7,548	9,113	10,616
应付账款和其他短期负债	284	268	310	359	15.6	406	13.1	476	518	561
短期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	284	268	310	359	15.6	406	13.1	476	518	561
长期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	27	27	27	27	0.0	27	0.0	27	27	27
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	311	294	337	385	14.4	432	12.2	502	544	587
普通股股东权益	2,132	2,754	3,464	4,460	28.8	5,669	27.1	7,041	8,563	10,022
少数股东权益	2	3	3	4	18.0	4	19.3	5	6	7
负债和权益总计	2,445	3,051	3,803	4,849	27.5	6,106	25.9	7,548	9,113	10,616
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	405	622	829	1,076	29.8	1,363	26.7	1,568	1,747	1,710
折旧和摊销	33	36	42	47	10.2	51	9.6	56	61	66
营运资本变动净值	(190)	(89)	(243)	(185)	23.9	(249)	-34.8	(338)	(175)	(196)
其他营业性现金流	24	(62)	(17)	(82)	-393.0	(91)	-11.1	(83)	(148)	(178)
经营性现金流	272	507	612	856	39.9	1,074	25.5	1,204	1,485	1,402
有形资本支出	(253)	(182)	(198)	(216)	-8.9	(238)	-9.9	(261)	(287)	(316)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	1	1	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	0	(2)	(2)	(3)	-	(3)	-	(4)	(5)	(6)
投资性现金流	(252)	(183)	(201)	(219)	-9.0	(241)	-10.1	(265)	(292)	(322)
已付股息	(136)	0	(119)	(79)	33.3	(155)	-94.7	(196)	(225)	(251)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	1,228	1,228
其他融资性现金流	4	35	46	62	33.77	84	36.45	110	(1,086)	(1,051)
债务及优先股变化	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	(132)	35	(73)	(18)	75.6	(71)	-295.8	(86)	(83)	(75)
现金流量中现金的增加/(减少)	(111)	358	338	619	83.3	763	23.2	852	1,109	1,006
外汇/非现金项目	(5)	0	0	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(116)	358	338	619	83.3	763	23.2	852	1,109	1,006

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。

信立泰 (002294.SZ)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	21.3	12.6	26.4	17.2	13.6	11.8	10.6	10.8
市盈率 (UBS, 稀释后)	21.7	13.0	26.4	17.2	13.6	11.8	10.6	10.8
股价/每股现金收益	20.0	12.3	25.1	16.5	13.1	11.4	10.3	10.4
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	0.2	2.8	1.9	3.5	4.5	5.1	6.5	5.9
净股息收益率(%)	1.6	0.0	0.5	0.4	2.3	2.7	2.9	3.2
市净率	6.1	4.3	6.3	4.2	3.3	2.6	2.2	1.8
企业价值/营业收入(核心)	8.2	5.9	8.8	6.0	4.8	3.6	3.1	2.8
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	24.7	14.9	21.0	13.3	10.1	8.2	7.2	6.5
企业价值/息税前利润(核心)	26.5	15.7	21.9	13.8	10.4	8.4	7.4	6.7
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	16.1	23.0	14.2	10.8	8.8	7.5	6.8
企业价值/运营投入资本	NM	7.8	NM	8.0	6.4	5.0	4.1	3.7
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	12,970	11,773	21,909	18,534	18,534	18,534	18,534	18,534
净债务 (现金)	(948)	(1,069)	(1,417)	(1,895)	(2,586)	(3,819)	(4,374)	(4,374)
少数股东权益	2	3	3	4	4	5	6	7
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	12,025	10,707	20,495	16,643	15,953	14,720	14,166	14,167
非核心资产	0	0	0	0	0	0	0	0
核心企业价值	12,025	10,707	20,495	16,643	15,953	14,720	14,166	14,167
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	13.6	24.0	27.3	19.0	21.2	22.6	10.0	10.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	16.6	47.6	36.2	28.4	25.7	14.0	10.0	10.0
息税前利润(UBS)	14.1	50.4	37.2	29.2	26.3	14.2	10.0	10.0
每股收益(UBS 稀释后)	12.9	51.6	-8.5	29.8	26.7	15.0	11.4	-2.1
每股股息净值	20.0	-	-	-33.3	NM	16.1	8.4	7.9
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	62.0	74.6	NM	74.6	NM	NM	NM	NM
息税折旧摊销前利润率	33.0	39.3	42.0	45.3	47.0	43.7	43.7	43.7
息税前利润率	30.7	37.3	40.2	43.6	45.5	42.4	42.4	42.4
净利率 (UBS) 率	27.0	33.0	35.6	38.8	40.6	38.1	38.6	34.3
ROIC (EBIT)	43.1	49.5	55.2	58.4	61.5	58.8	55.9	54.6
税后投资资本回报率	36.8	42.1	46.9	49.6	52.3	50.0	47.5	40.9
净股东权益回报率(UBS)	20.0	24.7	26.7	27.2	26.9	24.7	22.4	18.4
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	(1.8)	(1.7)	(1.6)	(1.8)	(1.9)	(2.1)	(2.5)	(2.7)
净债务/总权益 %	(41.7)	(45.3)	(45.7)	(49.4)	(52.3)	(54.2)	(57.5)	(59.2)
净债务/(净债务 + 总权益) %	(71.4)	(82.7)	(84.3)	(97.6)	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(7.4)	(11.7)	(7.7)	(13.2)	(18.6)	(25.9)	(34.8)	(41.9)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	17.1	10.0	8.5	7.8	7.1	6.3	6.3	6.3
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	2.9	-	7.0	13.5	3.2	3.1	3.2	2.9
股息支付率 (UBS) %	34.2	-	14.4	7.4	31.7	32.0	31.2	34.3
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	1,475	1,829	2,327	2,770	3,357	4,116	4,528	4,981
总计	1,475	1,829	2,327	2,770	3,357	4,116	4,528	4,981
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	453	682	935	1,209	1,527	1,744	1,918	2,110
总计	453	682	935	1,209	1,527	1,744	1,918	2,110

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。

预测回报率

预测股价涨幅	+76.4%
预测股息收益率	0.9%
预测股票回报率	+77.3%
市场回报率假设	9.4%
预测超额回报率	+67.9%

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，将影响公司的利润增速；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。

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。

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。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期 ±6% 范围内。	42%	34%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
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 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
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 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 03 月 31 日。

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服务的公司占全部公司的比例。

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

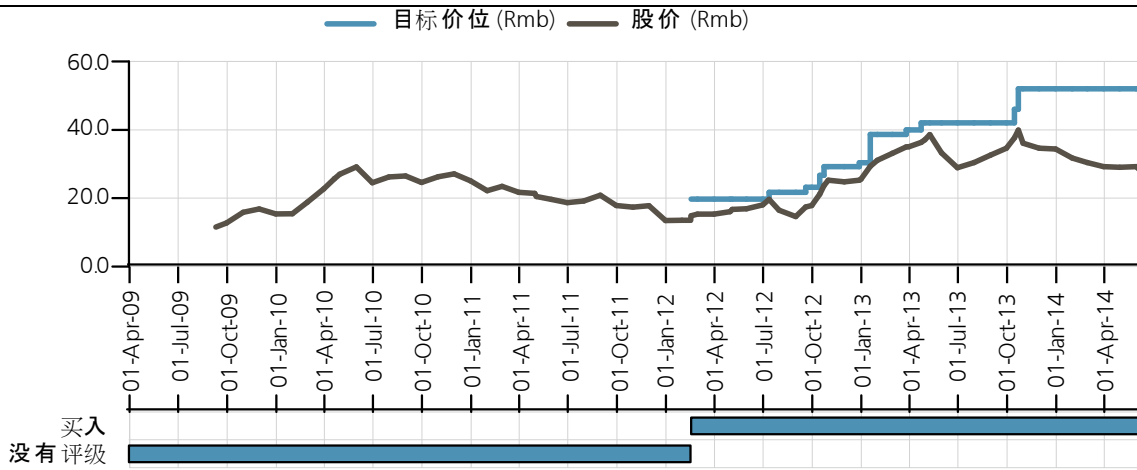
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
信立泰	002294.SZ	买入	不适用	Rmb28.33	2014 年 06 月 06 日

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 2014 年 6 月 6 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很高的风险,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而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方沟通。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一种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表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区：除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给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，在未经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 CJSC 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）监管的持牌投资推介商。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”，任何其他人士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股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：**除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd, 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：**1) 由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：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 761G 条所定义的“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。2) UBS Wealth Management Australia Ltd 的客户：此声明由 UBS Wealth Management Australia Ltd. 分发给 UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937（澳大利亚金融服务执照号：231127）Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000 的客户。本文仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。由此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咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件（包括任何产品披露声明）。UBS AG 被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议，因此 UBS AG 负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**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对象或元素。© UBS 2014 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。

