

信立泰

收购生物药全能型研发平台 丰富中长期产品线

向生物制药领域拓展

公司公告收购苏州金盟和成都金凯，通过并购获得生物药产业平台，同时收获了在研的多个生物药品种。生物药在全球医药销售收入的占比已从2006年14%提升至目前的23%。我们认为公司的收购顺应产业发展趋势，看好公司在生物药领域的布局。

收获全能平台，看好在研产品的未来前景

对生物药而言，研发与量产能力是并重的核心竞争力，缺一不可。苏州金盟与成都金凯具备从早期研发到生产的所有能力，是比较稀缺的全能研发平台，我们认为此次收购为公司今后生物药的研发和生产打下坚实的基础。此外，金盟/金凯目前的在研品种，在审批中排序靠前，我们看好利妥昔单抗、重组人甲状旁腺激素1-34、重组人角质细胞生长因子以及依那西普的市场前景。

产品线不断丰富，“过分依赖单产品”的情况正在改善

公司对“泰嘉”（氯吡格雷）依赖度仍然较大。对氯吡格雷的增长潜力和价格压力，投资者有一定的担心，我们认为可以理解。但我们要重申：1）氯吡格雷在中国市场的天花板还很高；2）招标价格压力确实存在，但激进的省份还是极少数；3）公司产品线不断丰富，“过分依赖单产品”的情况正在改善：阿利沙坦、比伐卢定获批并即将进入下一轮招标周期；另外，我们预期公司在研的心脏支架产品可能在1年或略长的时间内获批；而此次对金凯/金盟的收购，更丰富了公司中长期的产品储备。

估值：目标价50元，维持“买入”评级

我们预计公司的收购对短期业绩影响不大。我们预测公司2014-16年EPS分别为1.65/2.09/2.40元，根据瑞银VCAM工具，通过现金流贴现（WACC8.0%）得到目标价50元，维持“买入”评级。

Equities

中国
药品

12个月评级 **买入**

12个月目标价 **Rmb50.00**

股价 **Rmb36.30**

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	Rmb36.55-27.21
市值	Rmb23.7十亿/US\$3.88十亿
已发行股本	654百万 (ORDA)
流通股比例	25%
日均成交量(千股)	4,269
日均成交额(Rmb百万)	Rmb139.4
普通股股东权益(12/14E)	Rmb4.46十亿
市净率(12/14E)	5.3x
净债务/EBITDA	NM

每股收益(UBS稀释后)(Rmb)

	UBS	市场预测
12/14E	1.65	1.61
12/15E	2.09	2.00
12/16E	2.40	2.41

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	17.4	13.4	11.1	9.8	8.9
市盈率(UBS, 稀释后)(x)	21.7	13.0	26.4	22.1	17.4	15.1	13.6	13.9
权益自由现金流(UBS)收益率%	0.2	2.8	1.9	2.7	3.5	4.0	5.0	4.6
净股息收益率(%)	1.6	0.0	0.5	0.3	1.8	2.1	2.3	2.5

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11月06日22时37分的股价(Rmb36.30)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

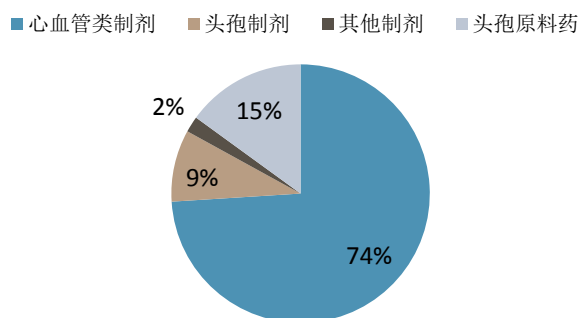
公司简介

信立泰生产心血管药和抗生素，主营产品包括“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	2285.8	2900.9
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	51
其他	4	0	0	0	0
合计	1,363	1,763	2,067	2,537	3,174

来源：公司公告、瑞银证券估算

收购苏州金盟和成都金凯，布局生物制药板块

公司公告，拟以 4600 万元收购成都金凯的 80% 股权。同时，拟受让苏州金盟生物技术有限公司 24.06% 股权，收购金额为人民币 4500 万元。受让完成后，公司将持有苏州金盟 24.06% 股权，并拟以 1 亿 5000 万元对苏州金盟进行增资，增资完成后，公司将持有苏州金盟 58% 股权。

生物制药产业是医药行业未来的方向

近年来，生物技术药占全球医药市场的比重正在逐步提高，从 2006 年的 14% 上升到目前的 23%；投入市场的生物技术类药不断增多，1989 年仅 13 个，2012 年已达 210 个。全球畅销的 100 强药物中，2006 年生物药占比 21%，我们预计 2020 年将快速增长达到 52%。全球医药市场正在由小分子药物向生物药转变。2013 年阿达木单抗（Humira，治疗类风湿性关节炎），销售额为 110.14 亿美元，成为全球销售额最高的产品。我们预计未来全球百大品种中，生物药的销售占比将超过 50%。

从全球的医药销售数据能够看出明显的趋势：生物制药销售占比应会持续提升。生物药相比化学药物来说，在相当多的领域有疗效优势，且由于生物药的特殊性，不能完全仿制，专利过期后不会出现断崖式的下滑，因此越来越受到药企研发的青睐。

我们的判断，生物类似物（生物仿制药）特别值得重视，未来 10-15 年将进入黄金发展期。主要依据为：

- (1) 各国均有压缩医药成本的压力；
- (2) 大量生物药品于 2012-2019 年专利过期：全球 10 大销售额最大的 10 种生物药（最高每年 82 亿美元，最低每年 24 亿美元）其专利到期时间均集中在在 2012 年到 2019 年间。仅仅这 10 种生物药，其销售总额在 2011 年就高达 575 亿美元，市场空间非常大。

金凯/金盟是稀缺的全能型研发平台，

对生物药而言，研发与量产是并重的核心竞争力，缺一不可。苏州金盟与成都金凯具备从研发到生产的所有能力，是较少的能够做到的企业，我们认为公司通过并购获得生物药的全能平台，为以后生物药的研发和生产打下坚实的基础。

苏州金盟品种研发顺序靠前，我们看好其四个进入临床的品种：重组人甲状旁腺激素 1-34（rhPTH1-34）冻干粉针、-重组人角质细胞生长因子（rhKGF）冻干粉针、利妥昔单抗（美罗华）、依那西普。

重组人甲状旁腺激素 1-34（rhPTH1-34）冻干粉针

预计国内前三仿。重量级的骨质疏松治疗药物。骨质疏松症是老年人常见的多发病，它主要表现为骨密度低下、微观骨结构受到破坏以及骨折发生率的增加。目前世界上对于老年性骨质疏松症尚无其他疗效确切、无副作用的药物。在已有的各种治疗药物中仅激素代用药每年销售额在 100 亿美元以上。

中国骨质疏松患者约 8400 万，随着人口老龄化，2020 年我国患者或将增加至 2.8 亿人。

rhPTH1-34（特立帕肽）国内主要的竞争药物为阿仑膦酸钠，但 rhPTH1-34 疗效更好，不良反应更低。

公司预计中国 rhPTH1-34 市场超过人民币 10 亿元。rhPTH1-34 的原研企业为礼来公司，原研品种（商品名“复泰奥”），全球年销售 10 亿美金以上。在国内，该产品于 2011 年获批，尚未进入医保目录，且价格偏贵，最高零售价 6600 元/支（20ug:80ul,2.4ml/支规格）。与之相比，阿仑膦酸钠最高零售价仅为 76 元/盒（70mg/片*1）。所以，rhPTH1-34 国内市场目前销售还不小。我们预计该产品有机会进新版国家医保目录（2015 年修订）。

苏州金盟的产品正在 3 期临床中，公司预计 2015 年下半年可报批生产，预计 2017 年初获得生产批件。

重组人角质细胞生长因子（rhKGF）冻干粉针

预计国内首仿。原研公司为 Amgen 公司。其主要药理机制在促进上皮细胞增长，现在的适应症主要在血液肿瘤化疗后口腔黏膜炎的治疗，未来适应症可扩展至糖尿病足、烧伤、严重溃疡、肛瘘以及宫颈糜烂等。

目前我国血液肿瘤患者约 200 万人，常规剂量化疗所致口腔黏膜炎的发生率为 40%，若高剂量，有可能达到 80%，头颈部放疗所致口腔黏膜炎的发生率则为 100%。国内无特效治疗药物，主要采用化学药（如思密达、强的松、制霉菌素、甲硝唑、替硝唑等）进行预防和治疗，公司预计 rhKGF 中国市场可达 5 亿元，金盟的产品已完成 2 期临床，公司预计 2016 年底报批生产，2017 年底初获得生产批件。

利妥昔单抗

已申报临床，预计国内前三仿。该品种由 Genentech 公司研发（商品名“美罗华”），是全球第一个被用于临床治疗非霍奇金淋巴瘤的单克隆抗体。2012 年美罗华全球销售额 98.62 亿美元。我国非霍奇金淋巴瘤患者 60-90 万人，每年新增病人 3-5 万人。我国已将利妥昔单抗联合 CHOP 治疗作为非霍奇金淋巴瘤的标准治疗方案。我们认为利妥昔单抗市场广阔。

依那西普（Etanercept）

已申报临床。由 Amgen 公司研发的抗体药物，2012 年全球销售 84.66 亿美元。我国用药人群大：类风湿关节炎：400 万人，银屑病：650 万人，强直性脊柱炎：300-800 万人。我们认为中国市场庞大，市场发展尚未充分。

获得阿利沙坦的完全所有权

公司拟以人民币 4 亿 7150 万元，受让上海艾力斯持有的深圳市信立泰资产管理有限公司 50% 股权。公司原持有目标公司 50% 股权，股权转让完成后，目标公司将成为公司的全资子公司。同时，公司还拟以人民币 1000 万元受让江苏艾力斯持有的阿利沙坦酯原料药新药技术。

此次交易完成后，公司将实现对阿利沙坦酯所涉的专利及专利申请权的完全所有权，以及原料药、制剂生产技术的完全所有权，国际权益的完全所有权以及复方开发权益的完全所有权。我们预计公司或将启动国际市场拓展计划并积极开发协同用药，如正开发中的 LCZ696 类创新 me-better 复方产品。

根据中国疾病预防控制中心的统计，我国高血压患者超过 3.3 亿，抗高血压用药市场规模极大。沙坦作为抗高血压用药的重要类别，主要品种在我国市场上的销售额均在 10 亿元/年以上，最大的甚至超过 20 亿元。

我们对阿利沙坦抱有相当的预期，预计 2014 年销售可能达到 5000 万元左右，长期看是突破 10 亿元的品种。我们看好的原因在于：

- a. 从效果来看，有一定优势，适合学术推广：作为全球范围内，近年来获批的三个沙坦品种（阿齐沙坦、阿利沙坦、非马沙坦）之一，阿利沙坦在效果上确有独特优势，其肝脏毒性低，降压效果一致性优于同类产品，适合于长期服用。
- b. 从价格来看，目前日均用药金额大约在 10 元左右，为一般的普利/沙坦日用药金额的数倍。
- c. 从竞争来看：1.1 类新药，专利保护期到 2026 年，有助于规避招标价格风险。
- d. 从资质来看：我们预计阿利沙坦存在被列入新版国家医保目录（2015 年调整）的可能。
- e. 从公司销售能力来看：公司是心血管专科用药的龙头公司，针对心内科的销售平台完整强大，阿利沙坦能够与其他产品产生协同效应，有望快速上量。

产品线不断丰富，“过分依赖单产品”的情况正在改善

由于“泰嘉”（氯吡格雷）销售仍在快速增长，公司从产品结构来看，对其依赖度确实比较大。尤其是某些省份招标规则相对激进，“泰嘉”面临价格压力。对氯吡格雷的增长潜力和价格压力，投资者有一定的担心，我们认为是可以理解的。

我们的观点是：

- (1) 氯吡格雷在中国市场的天花板还很高：作为一个在全球范围内受到普遍认可的重要药品（高峰销售金额达到全球 100 亿美元/年），在中国的销售规模还并不大，我们认为还没有看到天花板，尤其是作为对卒中的二级预防用药的理念逐步为医生接受之后，理论市场规模应会更加扩大；
- (2) 招标价格压力确实存在：毋庸讳言，部分省份的集中采购/招标规则比较激进，给“泰嘉”带来很大价格压力。但我们认为还应该看到大多数省份的规则，对质量、品牌的权重还是加以考虑的，我们认为价格压力会导致“泰嘉”增速放缓，但在可预见的将来，也仅是增速下滑而已，不至于负增长；

公司产品线不断丰富，“过分依赖单产品”的情况正在改善：阿利沙坦、比伐卢定获批并即将进入下一轮招标周期，有望对公司的收入结构改善起到重要作用；我们也预期公司在研的心脏支架产品可能在 1 年或略长的时间内获批；而此次对金凯/金盟的收购，更丰富了公司中长期的产品储备。

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	NM	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	22.1	17.4	15.1	13.6	13.9
市盈率 (UBS, 稀释后)	21.7	13.0	26.4	22.1	17.4	15.1	13.6	13.9
股价/每股现金收益	20.0	12.3	25.1	21.1	16.8	14.6	13.1	13.4
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	0.2	2.8	1.9	2.7	3.5	4.0	5.0	4.6
净股息收益率(%)	1.6	0.0	0.5	0.3	1.8	2.1	2.3	2.5
市净率	6.1	4.3	6.3	5.3	4.2	3.4	2.8	2.4
企业价值/营业收入(核心)	8.2	5.9	8.8	7.9	6.3	4.8	4.3	3.9
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	24.7	14.9	21.0	17.4	13.4	11.1	9.8	8.9
企业价值/息税前利润(核心)	26.5	15.7	21.9	18.1	13.9	11.4	10.1	9.2
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	16.1	23.0	18.6	14.3	11.9	10.3	9.3
企业价值/运营投入资本	NM	7.8	NM	NM	8.5	6.7	5.6	5.0
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	23,731	23,731	23,731	23,731	23,731
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	21,840	21,150	19,917	19,363	19,364
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	21,840	21,150	19,917	19,363	19,364
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)	(10.1)	(14.0)	(19.2)	(25.5)	(30.6)
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	+37.7%
预测股息收益率	0.7%
预测股票回报率	+38.4%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+29.2%

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

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%	34%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	28%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	21%
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 09 月 30 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

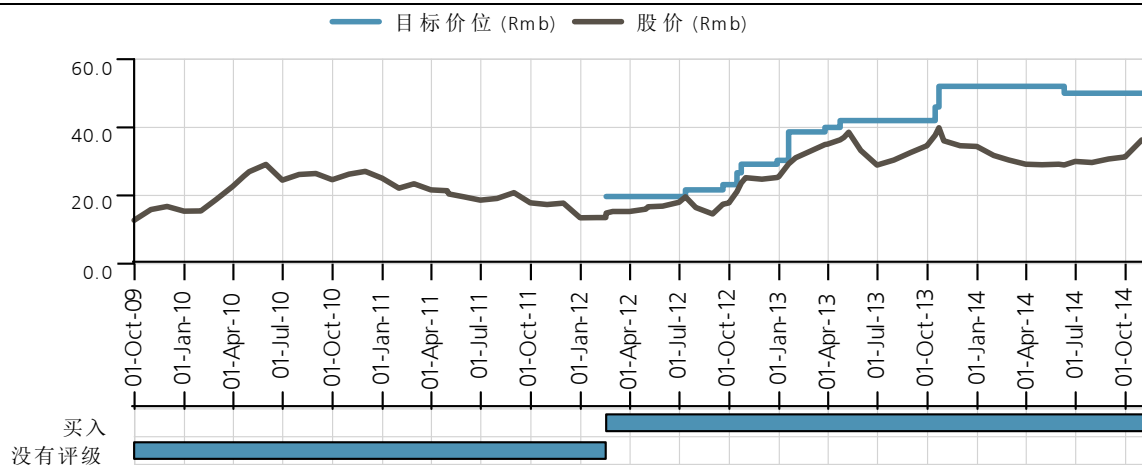
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
信立泰	002294.SZ	买入	不适用	Rmb36.30	2014 年 11 月 06 日

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 11 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(或部分)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受的损失(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。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

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，本文件或任何其它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。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**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。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，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 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**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. 向专业投资者分发（除非另有许可）。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，出版人及发布人。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：**UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载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。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**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，仅供专业用户使用，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：**由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。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。

