

恒瑞医药

产品结构更新,拐点已至增长加速

产品结构更新,新品种收入占比提升拉动公司加速增长

我们注意到, 2007年后获批的新品种, 相比老品种表现出了明显高出一筹的成长性, 在放量速度和成长潜力上优势显著。恒瑞的产品结构正处在快速变化过程中, 07后的新产品收入占比显著提升。通过对公司多个品种进行深度分析, 我们认为替吉奥、卡培他滨等多个品种将在未来3-5年内持续快速增长, 销售规模达到5-10亿元, 成为公司增长的强劲动力。此外, 自2013年下半年起, 公司已经进入新一轮新产品获批高潮期, 未来每年都有望有4-5个重磅产品获批, 大量新产品持续推出并快速放量, 将推动公司不断加速增长。

创新药修成正果, 推动公司业绩、估值双提升

公司深耕创新药多年, 布局多个品种, 如今即将进入收获期, 两大重磅品种阿帕替尼与长效GCSF均有望于14年获批, 上市后有望迅速放量, 长期看更有成为10亿以上级重磅品种的潜力。我们预计从14年起, 公司每年都将有1-2个创新药获批, 逐渐实现向创新药企的转型。创新药不断推出不仅将推动公司业绩增长, 更有望提升公司估值水平。

高质量仿制药典范企业, 进口替代趋势长期受益

从长期趋势来看, 在医保支付压力增大的大环境下, 随着支付方式改革、仿制药质量一致性评价等一系列举措的推行, 高品质仿制药加速进口替代将是未来5-10年的大趋势, 公司多个产品为国内进口替代的典范品种, 是“高质量仿制药”的代表企业, 有望长期受益。

估值: 上调目标价至45元, 维持“买入”评级

我们看好卡培他滨、阿帕替尼等新品种在获批后迅速放量, 从2014年起贡献业绩, 维持13年EPS预测0.92元, 上调公司14/15年EPS至1.18/1.46元(原1.13/1.36元)。同时我们将公司10年后收入增长率由9%上调至10%, 根据瑞银VCAM(WACC6.0%)得到目标价45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 Rmb45.00
 之前: Rmb37.00

股价 Rmb37.98

路透代码: 600276.SS 彭博代码 600276 CH

交易数据和主要指标

52周股价波动范围 Rmb38.36-25.76

市值 Rmb51.7十亿/US\$8.52十亿

已发行股本 1,360百万(ORDA)

流通股比例 100%

日均成交量(千股) 6,324

日均成交额(Rmb百万) Rmb216.5

普通股股东权益(12/13E) Rmb6.37十亿

市净率(12/13E) 8.1x

净债务/EBITDA NM

每股收益(UBS稀释后)(Rmb)

	从	到	%	市场预测
12/13E	0.92	0.92	0.08	0.94
12/14E	1.13	1.18	4.35	1.14
12/15E	1.36	1.46	7.29	1.39

季序我, 博士

分析师

S1460511080003

xuwo.ji@ubssecurities.com

+86-105-832 8980

重要数据(Rmb百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	3,744	4,550	5,435	6,372	7,954	9,960	10,956	12,051
息税前利润(UBS)	856	1,028	1,238	1,588	1,979	2,465	3,128	3,441
净利润(UBS)	711	848	1,038	1,248	1,606	1,982	2,522	2,813
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	0.52	0.62	0.76	0.92	1.18	1.46	1.85	2.07
每股股息(Rmb)	0.06	0.07	0.07	0.10	0.12	0.56	0.59	0.64
净债务/(现金)	975	939	1,319	1,713	2,187	2,592	4,241	6,019

盈利能力和估值	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
息税前利润率(%)	22.9	22.6	22.8	24.9	24.9	24.7	28.5	28.5
ROIC(EBIT)(%)	40.5	34.9	32.8	34.9	35.8	35.9	38.7	38.3
EV/EBITDA(core)x	35.4	30.6	24.0	27.1	22.6	18.2	14.0	12.3
市盈率(UBS, 稀释后)(x)	54.8	43.6	32.7	41.4	32.2	26.1	20.5	18.4
权益自由现金流(UBS)收益率%	0.3	(.0)	1.4	0.9	1.1	1.0	3.4	3.7
净股息收益率(%)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	1.5	1.6	1.7

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12月31日18时26分的股价(Rmb37.98)得出;

投资主题

恒瑞医药

投资理由

恒瑞医药是实力最强的本土化学制剂企业。过去 2 年公司业绩趋缓，主要是由于：公司主要业务仍是仿制药，该业务受各省“低价中标”招标政策影响，价格和利润率下降都比较快，而创新药进展慢于预期。

但我们认为，公司的经营情况正在好转，原因是：1) 仿制药业务增速恢复，并有望随着新产品陆续推出，未来进一步加速；2) 创新药也接近收获时期；3) 老品种受益于高品质仿制药加速进口替代的大趋势，有望保持稳定增长。

我们预计公司未来 3 年净利润的复合增长率约 24%，并有不断加速可能，给予“买入”评级。我们的目标价 45 元对应公司 2014 年 PE 约 38X。瑞银 2013-15 年 EPS 预测为 0.92/1.18/1.46 元，市场一致预期为 0.94/1.14/1.39 元。

乐观情景

如果阿帕替尼、卡培他滨等新品种快速放量，公司 2014 年实现销售收入 83 亿元，2014 年 EPS 有望达到 1.26 元，对应每股估值 50.40 元。

悲观情景

如果公司老品种受困于招标压力价格继续下滑销售增速趋缓，且新药获批进度慢于我们预期，公司 2014 年实现销售收入 76 亿元，对应 2014 年 EPS1.09 元，那么每股估值可达 37.48 元。

近期催化剂

2014 年上半年，1.1 类新药阿帕替尼获批。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb45.00

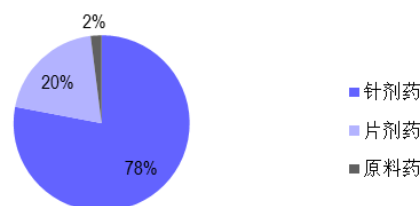
公司简介

按销售收入来看，江苏恒瑞医药（恒瑞）是最大的抗肿瘤药物本土生产企业。2000 年公司于上海证券交易所上市。公司专注于生产首仿药。主要产品包括四大类：抗肿瘤药物、手术用药、抗感染用药和包括心脑血管在内的其它类药物。公司的策略是逐渐开始向生产创新药升级。

行业展望

公司现阶段业务仍以仿制药为主，正在逐渐向创新药企升级。我们认为，在国内医保基本实现全覆盖之后，保障力度的提升将导致支付压力增大，这为仿制药带来了进口替代的机遇，抢仿能力突出、产品质量过硬的企业有望显著受益。

收入按产品分布，2012 年(%)



来源:公司公告

各类产品的毛利，单位：百万元

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
抗肿瘤药	1836	2092	2442	2822	3247
手术用药	797	1146	1659	2323	3022
造影剂	220	370	628	965	1302
其他	913	968	652	575	584
合计	3766	4576	5381	6685	8155

来源:公司公告

目录

拐点出现：新品种仿制药强势放量	4
困境：招标压力+产品线断档，恒瑞遭遇“增长瓶颈”	4
新形势新机遇，恒瑞优势显著	5
多个新品种强势放量，有望形成 5-10 亿级品种群	9
在研品种丰富，有望接连获批	22
厚积薄发，创新药进入收获期	24
阿帕替尼：重磅产品即将获批，快速放量可期	24
长效 GCSF：升白细胞优效产品，市场空间广阔	25
老品种：未来维持稳定增长，进口替代长期受益	27

季序我, 博士
分析师
S1460511080003
xuwo.ji@ubssecurities.com
+86-105-832 8980

拐点出现：新品种仿制药强势放量

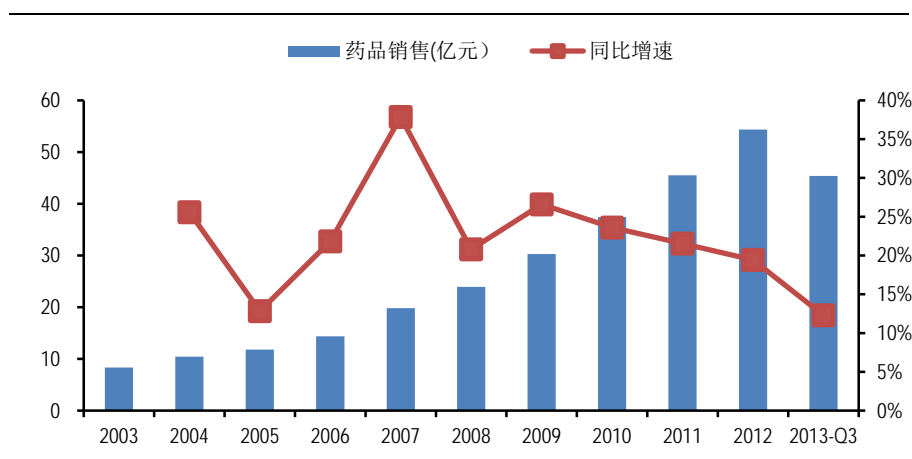
困境：招标压力+产品线断档，恒瑞遭遇“增长瓶颈”

2009 年以来，在医保护容等因素的驱动下，国内市场对优质药品需求旺盛，诞生了多个大品种，重磅品种的规模不断刷新，波利维等产品年销售额突破 20 亿元。另一方面，受累于各省招标“低价中标”的趋势，部分企业的老品种降价压力逐年增大，销售增长趋缓，市场地位下滑。

在此背景下，恒瑞由于过去几年缺乏重磅新品种推出，且“艾恒”（奥沙利铂）、“艾素”（多西他赛）等多个老品种受招标降价影响承受较大压力，中标价连年下滑，甚至在部分省市出现弃标局面，公司收入、业绩均呈现出放缓趋势，似乎遭遇“增长瓶颈”。

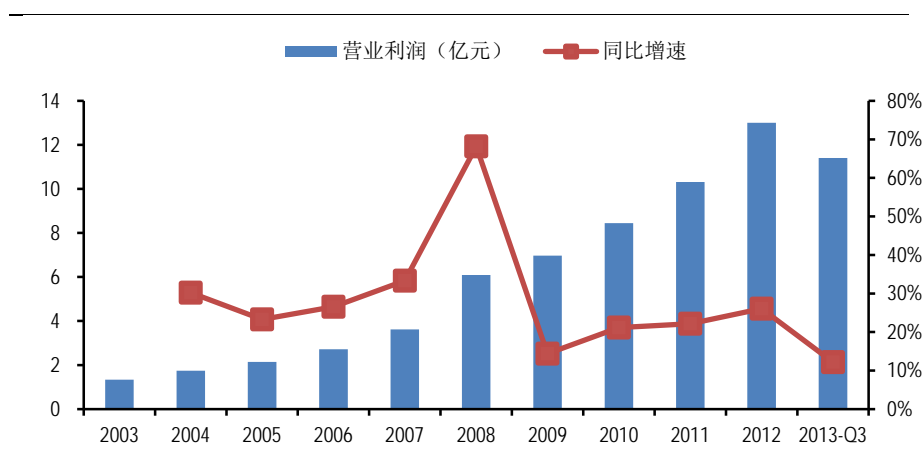
- 就公司自身进行历史纵向对比来看：2009 年起，公司收入、营业利润均呈现下滑趋势，从此前的 25% 以上滑落至 20% 左右。2013 年以来，受低价招标、反商业贿赂等因素因素，公司前三季度累计实现销售收入 45.4 亿元，营业利润 11.4 亿元，分别同比增长 12.3%、12.2%。

图片 1: 近年来公司销售收入增速下滑



来源: 公司公告

图片 2: 近年来公司营业利润增速显著下降

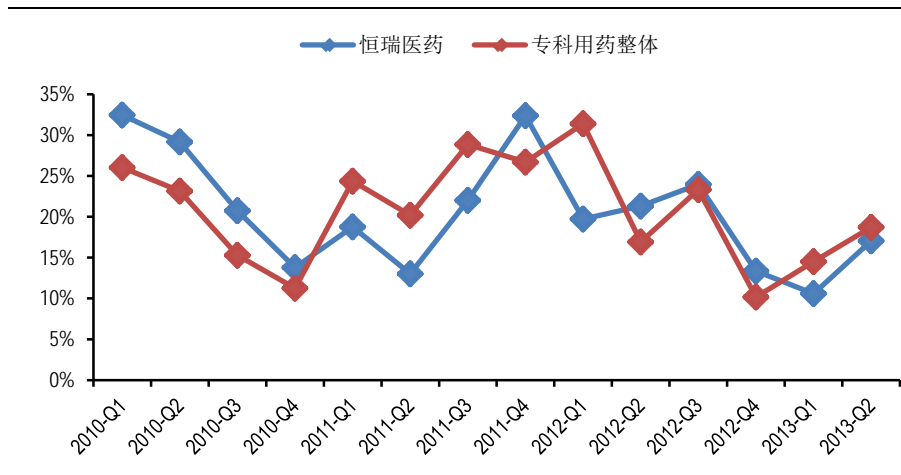


来源: 公司公告

注: 公司业绩由于 2007-2009 年间受二级市场投资损益影响波动较大, 故此处选择营业利润增长情况以对公司主营业务进行分析

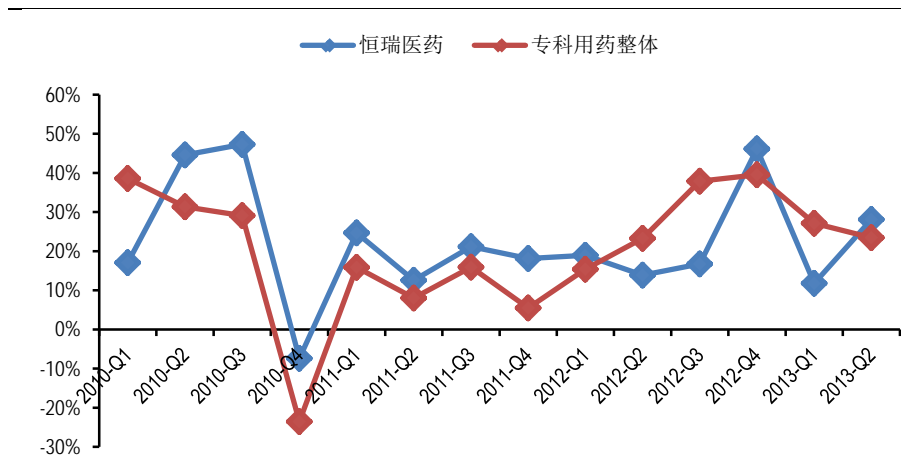
- 与行业整体进行横向对比来看：09 年至今，与上市公司专科用药企业收入、业绩增速比较，恒瑞作为国内化学制剂龙头企业亦未能展现出明显优势。

图片 3: 恒瑞医药以及专科用药上市公司单季度营业收入增长情况



来源: WIND 资讯

图片 4: 恒瑞医药以及专科用药上市公司单季度扣非后净利润增长情况



来源: WIND 资讯

新形势新机遇，恒瑞优势显著

我们认为，上述困境局面正在逐渐好转：我国仿制药市场的竞争格局正在发生变化，受益于新形势下的新机遇，公司最困难的时刻已经过去，招标政策的负面影响将逐渐弱化。在现阶段，尽管老品种增速平平，然而新品种纷纷加速放量，已经逐渐成为业绩的主要驱动因素；随着未来更多品种获批，公司有望重回高增长轨道，业绩出现良性拐点。

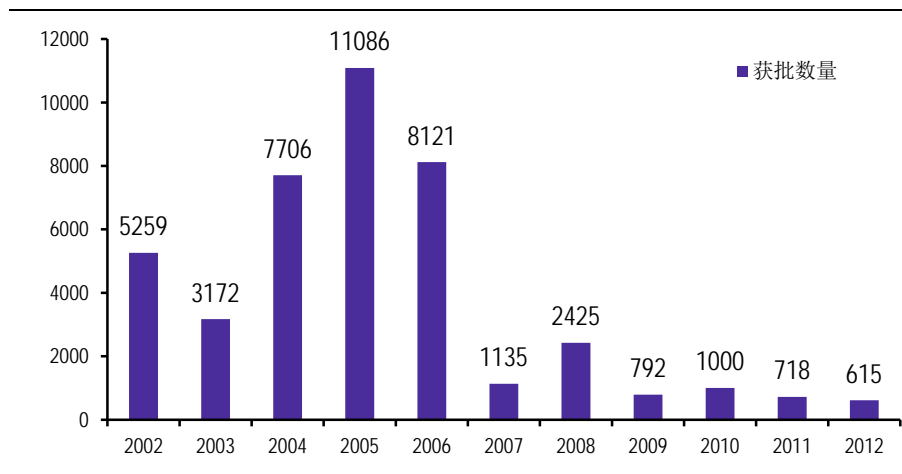
市场扩容+品种稀缺——得品种者得天下

我们认为，如今药品市场的大环境具有两大特征：

- (1) **市场扩容：** 医保覆盖范围的增大、保障力度的提升，以及居民物质生活水平的提高，无不都促进医疗需求的加速释放，进而带动医药市场不断扩张；

(2) **品种稀缺**: 近年来, 药品获批门槛逐渐提高, 特别是 07 年新版药品注册制度实施以来, 每年新药获批数量大幅下降, 从之前的近万个大幅回落到 600 个, 获批难度显著增加。

图片 5: 2007 年之后药品获批门槛提高, 品种获批数量大幅下降



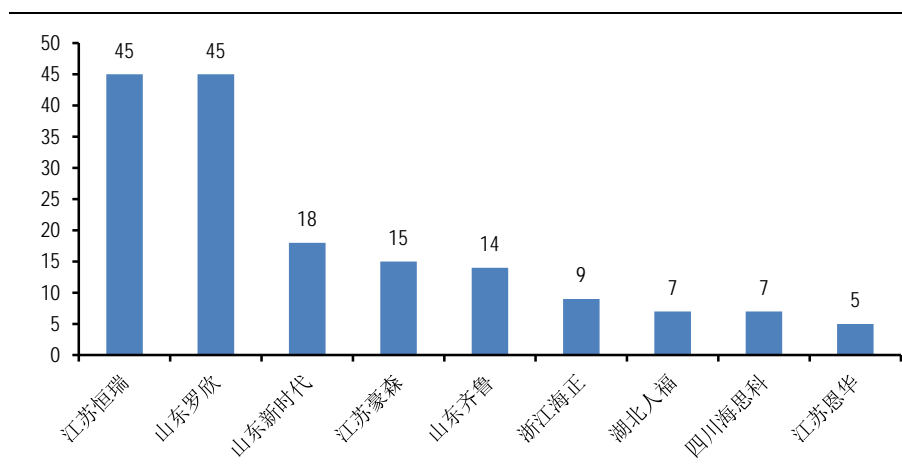
来源: SFDA

市场扩容+品种稀缺的双重特性意味着: **更少的品种, 瓜分更大的市场。**

此外, 由于 2009 年以来各省招标存在一定程度的“低价导向”, 如果某药品有较多企业生产, 容易形成价格竞争, 使得大量老品种招标价格快速下降。与之相比, 新品种 (厂家相对较少, 甚至独家) 价格体系维护较好, 医院/医生乐于使用, 相对老品种优势突出。

显然, 我国药品市场进入了“品种为王”的时代, 能够不断推出新品种的企业将持续受益。这其中, 恒瑞作为国内制剂龙头企业, 多年来始终对研发进行高比例投入, 产品储备丰富, 有望成为这一趋势的突出受益者。

图片 6: 2007 年以来国内企业 3.1 类新药申报品种数量



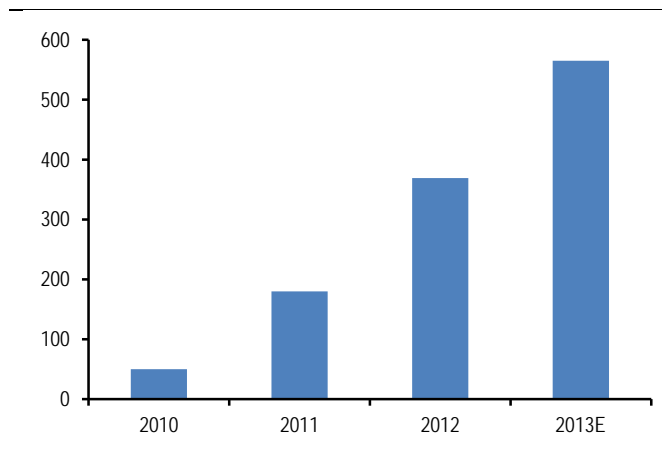
来源: CFDA

新品种成长性优势凸现

“品种为王”的时代，为获批品种提供了更加良好的竞争环境，新品种价值凸显。我们认为，可以根据获批时间，将我国获批药品分为“07前”和“07后”，后者在成长速度和潜力上具备明显优势，表现为更快的放量速度、更广的成长空间以及更小的价格压力。

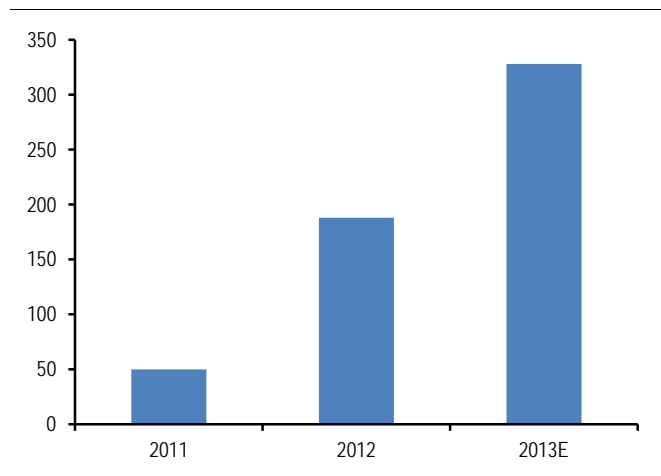
我们看到，新品种成长性上的优势，在公司产品替吉奥、右美托咪定身上已经有所显现。从品种整体规模来看，上述二品种上市以来市场规模即迅速扩张，增长速度与持续性俱佳；而公司作为获批厂家，自身产品规模同样快速增长，显著受益于新品种快速放量。

图片 7: 恒瑞右美托咪定快速增长



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

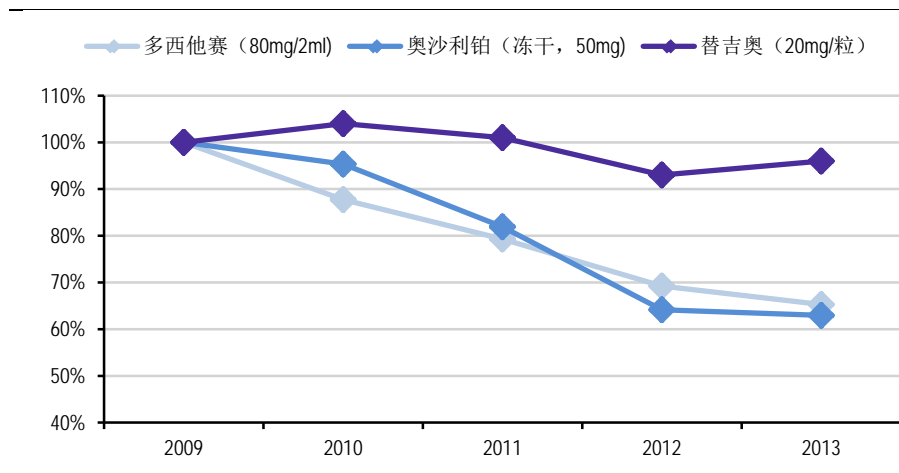
图片 8: 恒瑞替吉奥快速增长



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

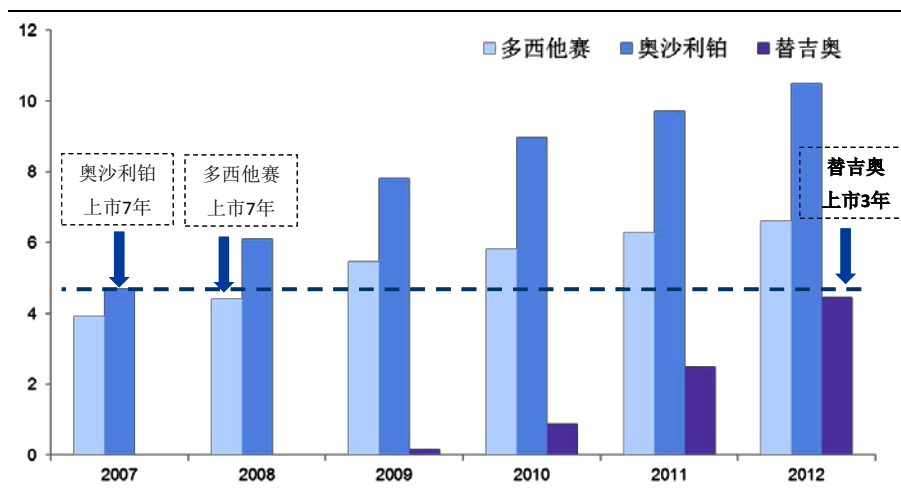
- **替吉奥:** 09年上市以来即呈翻番式增长，仅仅用了3年时间样本医院市场规模已达4.5亿元，成为国内抗肿瘤药第7大品种；且由于获批厂家较少，替吉奥竞争压力小，中标价基本保持平稳。

图片 9: 替吉奥、奥沙利铂、多西他赛 2009 年以来中标价变化



来源: 各省药品集中采购中心, 瑞银证券整理

图片 10: 替吉奥上市以来迅速放量



来源: PDB, 瑞银证券整理

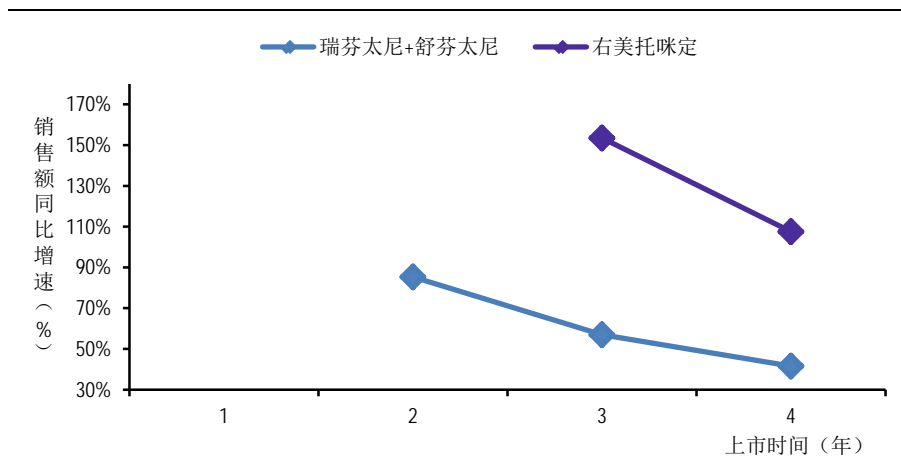
- **右美托咪定:** 09 年末上市, 10 年样本医院销售额即达到 2100 万, 2012 年更进一步上升至 1.1 亿, 对应 CAGR 高达 129%。与瑞芬太尼、舒芬太尼 (麻醉镇痛用药) 相比, 右美托咪定 (镇静催眠药) 同样作为各自领域的“高端新品种”, 不仅在市场规模扩张上更为迅速, 在对老品种的替代速度上同样高出一筹。

图片 11: 右美托咪定、瑞芬太尼、舒芬太尼基本信息

	右美托咪定	瑞芬太尼/舒芬太尼
上市时间	2009	2003/2004
替代对象	咪达唑仑	芬太尼
比较优势	无呼吸抑制, 安全性好, 镇静期间可唤醒, 无成瘾性	副作用小, 苏醒快
放量速度	非常快	快, 但不及右美托咪定

来源: SFDA、瑞银证券整理

图片 12: 右美托咪定放量速度更快

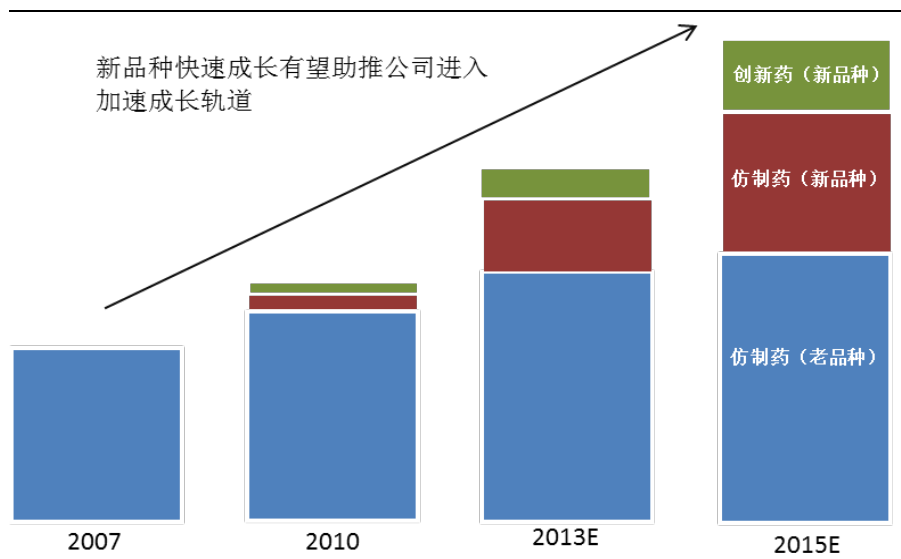


来源: PDB

尽管现阶段替吉奥、右美托咪定上市时间仍较短，规模基数小，在公司总体收入占比相对不高，尚未完全成为利润的主要贡献因素；然而从二者上市以来的快速增长，我们已经看到了优质新品种的巨大能量。

我们判断，2013 年将为公司业绩增速的谷底，拐点明确，未来有望逐年改善。公司品种储备丰富，展望未来，随着大量优质新品种不断推出并快速放量，新品种对公司业绩的拉动效果将越发显著，公司业绩由此有望不断加速增长。

图片 13: 新品种快速成长将助推公司不断加速增长



来源: 瑞银证券估算

注: 新品种指替吉奥、右美托咪定、碘克沙醇及此后获批的通用名药

多个新品种强势放量，有望形成 5-10 亿级品种群

那么，新品种对恒瑞的意义到底有多大？这需要通过各个品种的具体分析来给出答案。我们的研究表明，在恒瑞近年来获批以及未来 3 年内有望上市的品种中，多个品种均有望成长为 5 亿乃至 10 亿级的“重磅品种”，为公司销售收入提供持续、充足的增长动力。

具体而言，09-12 年间，恒瑞上市的仿制药品种主要包括替吉奥、培门冬酶、右美托咪定、碘克沙醇等；今年下半年，非布司他与卡培他滨先后获批；在研品种中，接近上市的有右氯胺酮、卡泊芬净、塞来昔布等。

我们认为，在未来几年内，替吉奥、右美托咪定等仍将保持快速增长趋势，新近获批的非布司他、卡培他滨将快速放量，为公司收入增长增添有力动力。我们在此选择就以下 5 个品种，深入分析其市场前景。

图片 14: 恒瑞潜在大品种概述

	细分领域	(预计) 上市时间	预期市场规模	主要描述
右美托咪定	麻醉用药	2009	10 亿	镇静催眠药，所在细分领域进入堡垒高，成长空间广，竞争温和；相比老品种咪达唑仑无呼吸抑制，安全性更好
替吉奥	抗肿瘤药	2010	8-10 亿	用于晚期胃癌化疗，相比传统药物 5-Fu 抗癌疗效提高，毒副作用降低；胃癌是我国的高发肿瘤之一，每年约新增患者 50 万人，且晚期患者占比高达 60%
碘克沙醇	对比剂	2010	5-7 亿	高端对比剂新品种，肾毒性低，安全性高，有望成为对比剂新一代“金标准”试剂
非布司他	抗痛风药	2013	5 亿	相比别嘌醇、苯溴马隆等传统用药疗效显著提高；我国痛风人患者数量近年来快速上升，带动药物市场随之快速扩张
卡培他滨	抗肿瘤药	2014	8-10 亿	抗肿瘤药的重磅品种，市场规模 20 亿左右，罗氏独家，专利于 13 年 12 月到期，恒瑞、齐鲁同时首仿

来源:瑞银证券整理

右美托咪定——麻醉用药的新重磅品种

右美托咪定为 α 2-肾上腺素受体激动剂，用于行全身麻醉的手术患者气管插管和机械通气时的镇静。该品种原研厂商为芬兰 Orion 公司，1999 年底在美国上市，FDA 批准的适应症为 ICU 最初插管和机械通气患者 24 小时内的镇静，2008 年扩大到非插管患者术前、术中或检查时镇静。

右美托咪定属于麻醉用药系列中的镇静催眠药。目前，市场上镇静催眠药主要包括两个品种：咪达唑仑和右美托咪定。与咪达唑仑相比，右美托咪定更容易被唤醒，且安全性更优，表现为更好的心血管功能稳定性，没有呼吸抑制，发生谵妄的次数更少；同时，右美托咪定不仅有镇静作用，还有镇痛作用，术前给药可减少阿片类药物的使用量。

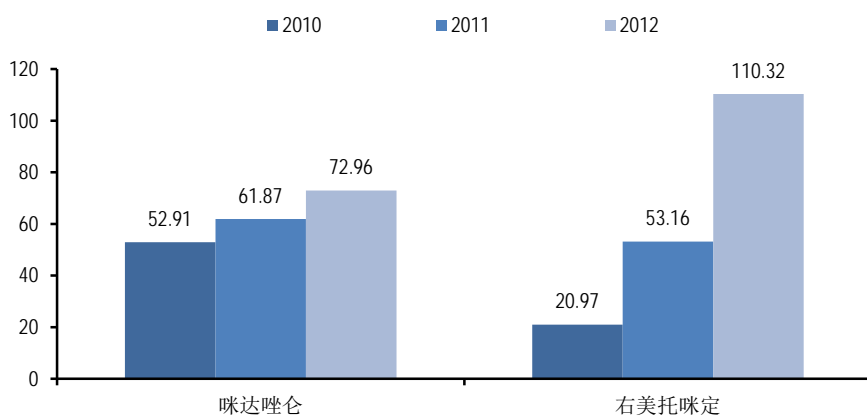
图片 15:右美托咪定、咪达唑仑药物特性对比

		呼吸功能稳定	催眠	遗忘	抗焦虑	镇痛	镇痛期间可唤醒
优点	咪达唑仑		✓	✓	✓		
	右美托咪定	✓	✓	✓	✓	✓	✓
缺陷	咪达唑仑	呼吸抑制，有一定成瘾性					
	右美托咪定	容易产生低血压、心动过缓					

来源:瑞银证券整理

右美托咪定的上述优良特性，使其 09 年在国内上市后即呈爆发性增长，PDB 数据显示其样本医院销售额从 2010 年的 2100 万迅速上升至 2012 年的 1.1 亿，对应年均复合增长率高达 129%，远远超过咪达唑仑。

图片 16: 右美托咪定与咪达唑仑 2010-2012 年样本医院销售情况 (百万元)

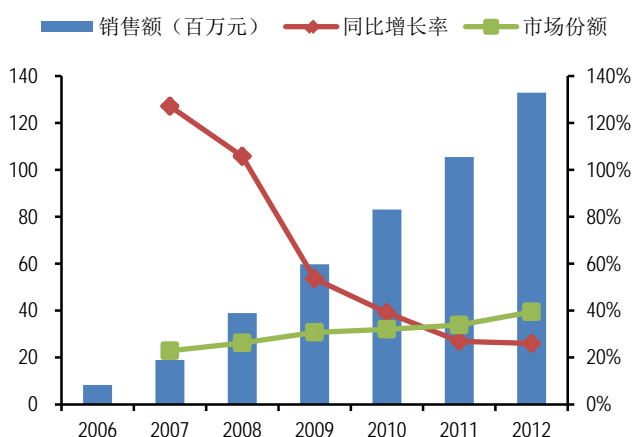


来源: PDB

目前，国内拥有右美托咪定生产批文的企业共四家，分别为恒瑞（09 年获批）、恩华、四川国瑞（11 年）以及山东鲁抗辰欣药业（13 年），短期未来内也不会有新进入者，竞争格局良好。恒瑞的产品最先上市，此后充分享受先发优势，12 年样本医院销售额达到 1.07 亿元，市场份额高达 97%，基本独享了右美托咪定过去 3 年的高增长。

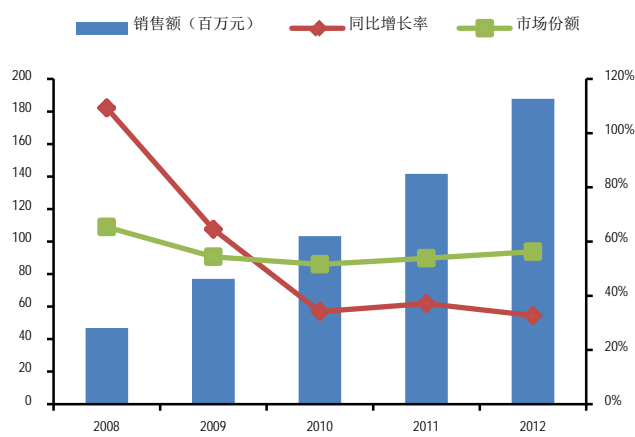
过去几年，在抗肿瘤药物销售收入增速放缓的情形下，恒瑞的麻醉用药系列产品迅速放量，七氟烷、顺阿曲库铵先后获得快速增长，成为公司重要的业绩驱动力量。我们认为，恒瑞在麻醉用药的成功并非偶然，右美托咪定将复制、乃至超越七氟烷、顺阿曲库铵的高增长，成为公司又一个大品种。

图片 17: 恒瑞七氟烷上市以来迅速增长



来源: PDB

图片 18: 恒瑞顺阿曲库铵上市以来迅速增长



来源: PDB

通过研究七氟烷、顺阿曲库铵的案例，我们认为其共性因素在于：**1) 两者都对各自细分领域的原有品种存在明显的疗效优势；2) 恒瑞是国内首仿。**因此，恒瑞同时享有并充分利用销售的先发优势与产品的疗效优势，其产品上市后即迅速实现对老品种的升级替代，推动销售收入随之快速上升。

图片 19: 恒瑞主要麻醉用药品种概述

	细分类别	对应老品种	疗效优势	2012 品种市场份额	2012 恒瑞市场份额	恒瑞产品上市 5 年 CAGR
七氟烷	吸入麻醉剂	异氟烷 恩氟烷	起效快，较异氟烷苏醒时间更短；有醇类香味，不污染环境，对呼吸道刺激小；麻醉深度易调节；肌松作用强；对循环系统影响小，具有良好的可控性	98%	39.4%	53.7%
顺阿曲库铵	肌松药	维库溴铵 罗库溴铵	用强、起效时间很快，约为 4-5 分钟，恢复迅速，无积蓄作用，安全性好；不释放组胺，对心血管影响轻微；代谢产物无毒亦无肌松效应	77.9%	56.2%	41.5%
右美托咪定	镇静催眠药	咪达唑仑	容易被唤醒，较咪达唑仑心血管功能稳定性强，没有呼吸抑制；不仅有镇静作用，还有镇痛作用，术前给药可减少阿片类药物的使用量	60.1%	97.3%	60% (预计)

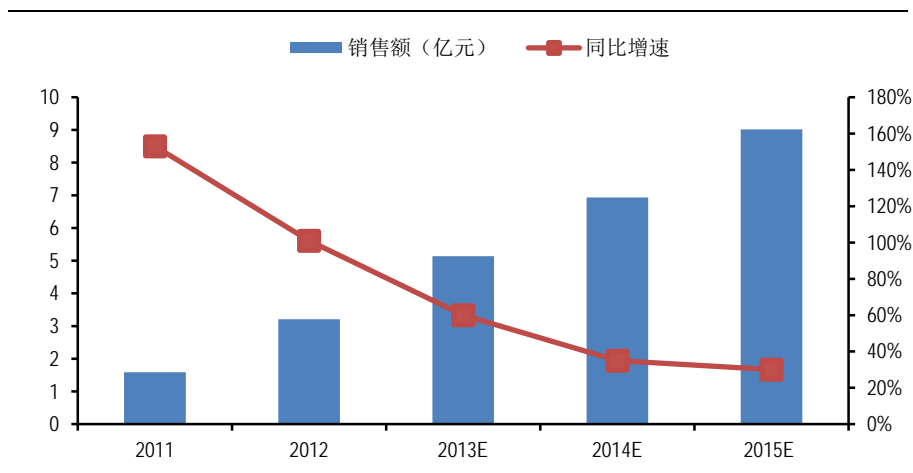
来源:公司公告、PDB、瑞银证券整理

注: 品种市场份额指具体品种在对应细分类别市场中的份额; 恒瑞份额指恒瑞产品在对应品种中的市场份额。

如前文所述，在镇静催眠这一细分领域中，右美托咪定已经相对咪达唑仑表现出显著的药效优势，替代趋势初露端倪。而且，由于 09 年上市，右美托咪定未进入 09 版医保目录，仅进入安徽、江苏、江西三省的增补目录；未来若进入医保目录，市场空间还可进一步扩大。

因此，我们认为，如今的右美托咪定类似于刚刚上市时七氟烷与顺阿曲库铵，支持后二者高增长的逻辑对于右美托咪定也同样适用。在需求加速释放、品种稀缺的今天，右美托咪定将获得更快、更久的高增长，未来 3 年年均复合增长率将不低于 35%，今年销售额接近 5 亿，5 年内成长为 10 亿级的重磅品种。

图片 20: 右美托咪定将成长为 10 亿级的重磅品种



来源: 瑞银证券估算

替吉奥——胃癌未来一线用药

替吉奥是一种氟尿嘧啶 (Fu) 衍生物口服抗癌剂，它包括三种组分，分别是替加氟 (FT) 以及两种调节剂：吉美嘧啶 (CDHP) 及奥替拉西 (Oxo)。替吉奥最初由日本大鹏药业研制成功，在我国于 2009 年上市，用于晚期胃癌化疗使用。

5-氟尿嘧啶 (5-Fu) 自上世纪 60 年代以来一直是治疗胃肠道恶性肿瘤的基础用药，绝大多数治疗胃肠道肿瘤的规范方案中均包含 5-Fu 或其衍生物。替吉奥作为最新一代 5-Fu 衍生物，相比 5-Fu 能维持更高的血药浓度并提高抗癌活性，且药毒性显著下降；同时作为口服制剂还拥有给药方便的优点。

图片 21: 氟尿嘧啶类胃癌用药作用特点概述

通用名	与 5-Fu 关系	药效特点
5-Fu	/	胃癌基础用药，缺点是毒副反应较严重，会在胃肠道组织和骨髓中显示出胃肠道毒性和骨髓毒性，同时可在肝脏引起神经毒性等不良反应
替加氟	5-Fu 的前药	体内转化为 5-Fu 发挥作用，化疗指数为 5-Fu 的 2 倍，但毒性仅为 5-Fu 的 1/7-1/4
替吉奥	复方制剂，由替加氟、吉美嘧啶、奥替拉西钾组成	在替加氟的基础上，加入 CDHP，通过强效竞争抑制 DPPD 对 5-Fu 的分解，进而降低神经毒性、心脏毒性、手足综合症等副作用的发生；同时加入 Oxo，通过抑制 5-Fu 磷酸化，降低胃肠道毒性

来源:《药理学》、瑞银证券整理

可见，替吉奥在替加氟的基础上，进一步对 5-Fu “增效减毒”，实现了对老品种的药效升级。受益于此，替吉奥自 09 年在国内上市以来即快速放量，

PDB 数据显示，其 10-12 年复合增长率高达 124%，12 年销售额约 4.46 亿元，预计终端规模接近 14 亿元，跻身国内抗肿瘤药前十大品种。

目前，国内拥有替吉奥生产批文的企业共 4 家，分别为山东新时代、山东齐鲁、江苏恒瑞以及原研厂商日本大鹏，未来两年也不会有新厂家获批，竞争格局稳定。其中，山东新时代受益于产品最先上市的优势，市场份额最大，12 年达到 56.6%；恒瑞的替吉奥胶囊（商品名“艾奕”）于 10 年上市，市场规模在快速上升中，12 年销售额约 1.8 亿元。

我们看好替吉奥的市场前景，综合考虑其突出的疗效优势，以及 5-Fu 类药物在胃癌治疗中的重要地位，我们认为替吉奥还有广阔的增长空间，远未到达天花板。而恒瑞作为国内抗肿瘤药的龙头企业，产品质量过硬，营销能力突出，随着时间的推移，市场份额必将进一步提升，替吉奥有望成为公司抗肿瘤药中又一个 10 亿级的“重磅品种”。

替吉奥的市场空间有多大？

我们认为，以下 4 点因素，将有力推动替吉奥市场规模持续快速扩张：

- (1) **大病种：**胃癌是我国的第三大肿瘤，每年新增患者约 40-50 万人。而且，由于胃癌早期或局部进展期表现出来的症状并不明显，通常无明显体征，约 2/3 的胃癌患者确诊时已处于中晚期；

图片 22: 我国胃癌确诊时分期情况的流行病学统计

	I 期	II 期	III 期	IV 期
比例	4.1%	21.8%	31.7%	42.4%

来源:瑞银证券整理

- (2) **市场渗透率提高：最直接的推动因素。**替吉奥在我国上市时间较短，学术地位的建立尚在进程中。考虑 5-Fu 类药物在胃癌化疗中的核心地位，以及替吉奥相比替加氟、5-Fu 的疗效优势，我们看好未来替吉奥逐渐实现对前两者的替代，通过渗透率的提高推动市场规模的扩张。

图片 23: 转移性或局部晚期胃癌一线治疗推荐方案

DCF 及其改良方案

- 多西他赛+顺铂+5-Fu (DCF)
- 多西他赛+奥沙利铂+5-Fu
- 多西他赛+卡铂+5-Fu

ECF 及其改良方案

- 表柔比星+顺铂+5-Fu (ECF)
- 表柔比星+顺铂+卡培他滨
- 表柔比星+奥沙利铂+卡培他滨

氟尿嘧啶类 (5-Fu/卡培他滨/替吉奥胶囊) + 顺铂

氟尿嘧啶类 (5-Fu/卡培他滨) + 奥沙利铂

5-Fu+伊立替康

紫杉醇+顺铂/卡铂

多西他赛+顺铂

来源:2012NCCN 胃癌指南中文版

而且，值得注意的是，替吉奥在日本已经有了极高的普及率，有统计表明，在日本目前晚期胃癌的化疗，80%的患者使用替吉奥。在胃癌辅助治疗方面，国际上尚未有统一的推荐方案：欧洲主张术前及术后 ECF 方案化疗；美国主张术后放化疗；而日本推荐术后口服替吉奥（S-1）辅助化疗。考虑到人群特点的相似之处，日本的研究结果可能更适合我国人群。

- (3) **医保乙类产品：**替吉奥 09 年上市，当年即被纳入医保目录，这不仅大大推动其在国内销售的迅速放量，更从侧面凸显了临床上对其疗效优势的明确肯定。目前，用于胃癌化疗的几大氟尿嘧啶类药物均被纳入 09 版医保目录，且无限定支付范围，这意味着对于更多患者而言，疗效将超越价格成为化疗品种选择的首要因素。

图片 24: 氟尿嘧啶及其衍生物进入医保目录情况

品种	医保类别	剂型
氟尿嘧啶	甲类	口服常释剂型、注射剂
替加氟	甲类	口服常释剂型
	乙类	注射剂、栓剂
去氧氟尿嘧啶	乙类	口服常释剂型
替吉奥	乙类	口服常释剂型
卡培他滨	乙类	口服常释剂型

来源:劳动和社会保障部

- (4) **适应症的扩充：**研究表明，除了胃癌外，替吉奥对于头颈部癌、结肠直肠癌、乳腺癌、非小细胞肺癌以及转移性胰腺癌等 5 类肿瘤也显示出良好疗效，目前上述适应症均已在日本获批，国内相关临床研究正在进行中，适应症存在进一步扩充的可能性。

因此，我们可以对替吉奥的市场空间做如下测算：

假设每年新增胃癌患者 45 万人，其中晚期患者占比 70%，40%的患者使用替吉奥胶囊，每名患者平均服药 6 疗程对应人均费用约 2 万元，则替吉奥市场规模应为 $45 \times 70\% \times 40\% \times 2 = 28.2$ 亿元。

我们相信，随着替吉奥在胃癌治疗中学术地位的确立，未来使用其化疗的患者比例将进一步提升，潜在市场规模或可达 40 亿元以上，成为名符其实的肿瘤“重磅品种”。此外，上述估算仅考虑胃癌的适应症；随着替吉奥获批适应症的丰富，其市场规模也将进一步提升。

可见，替吉奥成为我国抗肿瘤药领域的又一个大品种，将是大概率事件。从前文已知，恒瑞的替吉奥仍在快速成长期，去年销售额接近 2 亿，市场份额也从 11 年不足 5% 迅速上升至 17%。在“大市场、大品种、优质新品种加速放量”的背景下，我们看好公司的替吉奥继续加速放量，预计两年内突破 5 亿，长期看则将成长为 10 亿级的大品种。

碘克沙醇——唯一等渗对比剂，肾安全性优势突出

碘克沙醇为含碘对比剂，适用于椎管内造影、心脑血管造影、静脉内尿路造影等。对比剂又称造影剂，是介入放射学操作中最常用的药物之一，注入（或服用）到体内后，可增强影像效果，主要用于血管、体腔的显示。

历史上，对比剂产品几次更新换代，分子结构经历了由离子型向非离子型、由单体向双体发展的不断升级。碘克沙醇作为新一代非离子型二聚体对比剂，与碘海醇等非离子型单聚体对比剂相比，其最大的优点在于渗透压与血浆等渗，因而拥有更好的肾安全性，发生对比剂肾病（CIN）的风险小。

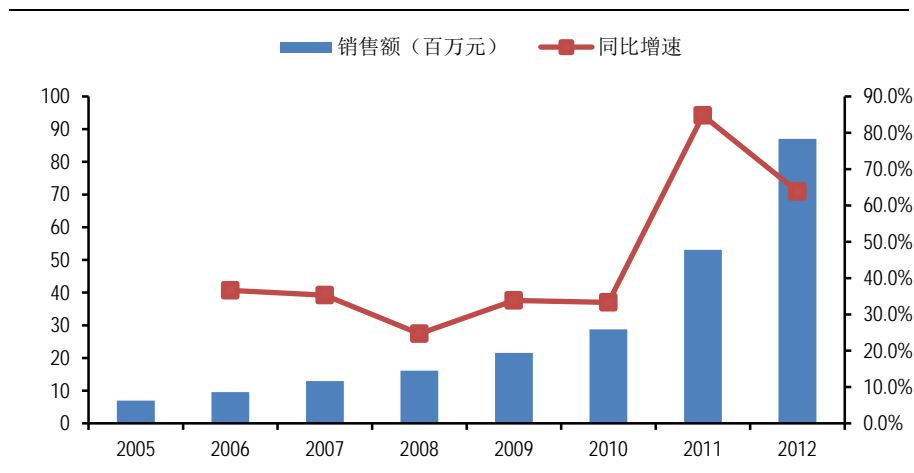
图片 25: 三代非离子型含碘对比剂比较

	第一代	第二代	第三代
时间	20 世纪 60 年代末 70 年代初	20 世纪 70 年代中期至 80 年代	20 世纪 70 年代中期至 80 年代
结构	非离子单体	非离子单体	非离子二聚体
代表药物	甲泛葡胺	碘帕醇、碘海醇、碘普胺、碘美普尔、碘喷托、碘佛醇	碘克沙醇
主要特点	渗透压比离子单体型对比剂低，但性能不稳定	渗透压低、耐受性好，性能稳定，可高温消毒	具有无限水溶性，与血浆等渗，肾毒性低，耐受性更好，但缺点是相对分子质量太大、黏稠度较高

来源:《药理学》、瑞银证券整理

PDB 数据表明，样本医院碘克沙醇销售额从 2005 年的 699 万元快速上升至 2012 年的 8700 万元，对应年均复合增长率 43.4%，是过去 5 年增速最快的含碘对比剂。特别是受益于其安全性上的优势，碘克沙醇进入 09 版医保目录，自此市场规模扩张进一步提速，10-12 年复合增长率高达 59.2%。

图片 26: 样本医院碘克沙醇销售额增长情况



来源: PDB

我们认为，未来碘克沙醇市场规模仍将保持这种快速上升趋势，理由主要有两点：

(1) 继续受益于“新进医保”带来的市场规模提升：

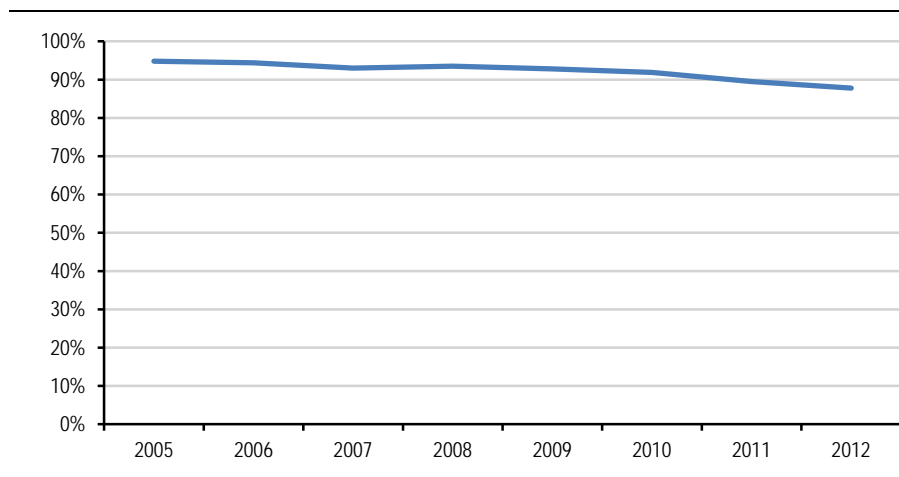
相比碘海醇、碘佛醇等对比剂，碘克沙醇价格较高，为前二者的 3-4 倍，这在此前较大程度上限制了碘克沙醇在临床上的使用。随着进入 09 版医保目录，患者使用碘克沙醇的机会将大大提升，带动市场规模随之扩张。

(2) 学术地位确立，度过导入期加速放量：

对比剂与一般药物不同，具有“安全至上、产品更新换代周期长”的特点，如以碘海醇为首的第二代非离子对比剂，1976 年问世，至今仍被作为一线临床用药，市场份额在 90% 上下。这样的特点使得对比剂新品种导入期较长，因此尽管碘克沙醇 01 年就已经在我国上市，然而推广速度较慢，市场规模至今只有碘海醇的 20%。

然而我们注意到，碘克沙醇的销售收入已经有了 驶入“快车道”的趋势。特别是 2009 年《对比剂肾病中国专家共识》指出，“对于未接受透析治疗的慢性肾脏疾病患者，在血管造影时对比剂首选等渗对比剂碘克沙醇”。碘克沙醇成为所有含碘对比剂中唯一得到最高级别推荐的品种，说明其安全性上的优势已经得到了国内临床界的认同，市场导入期度过，销售收入有望加速放量。

图片 27: 主要非离子单体含碘对比剂的累计市场份额



来源: PDB

注: 主要非离子单体含碘对比剂包括碘海醇、碘佛醇、碘帕醇、碘比醇、碘普罗胺

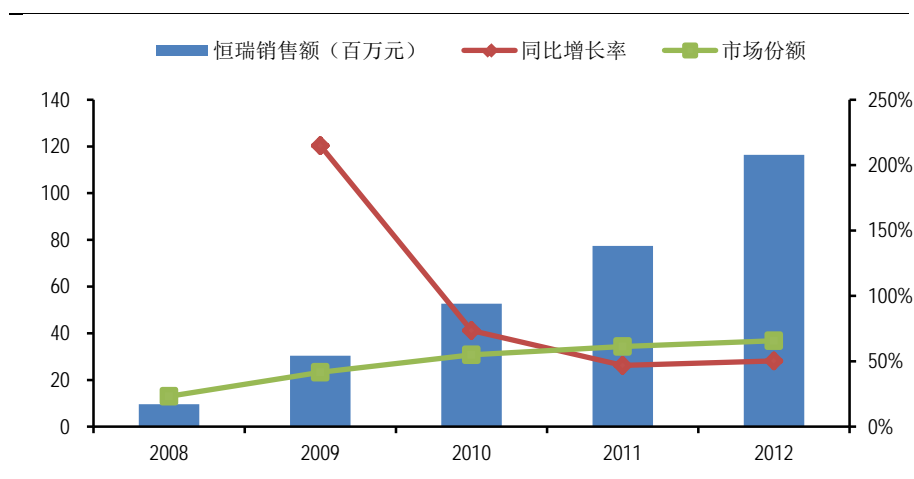
综合以上两点，我们认为碘克沙醇具有长久的生命力，其高增长才刚刚开始，快速增长的趋势仍将持续，未来 5 年的年均复合增长率将处于 35% 左右。这意味着，5 年后碘克沙醇的市场规模将达到 15 亿上下，成为名符其实的对比剂重磅品种。

目前，国内拥有碘克沙醇制剂的企业共三家：GE、恒瑞、北陆，在研企业有扬子江，短期未来内也不再有新进入者。其中，GE 市场份额约 90%，处于绝对领先地位；恒瑞的碘克沙醇尚处在推广初期，12 年卖了约 5000 万。参考公司在另一对比剂品种碘佛醇身上取得的巨大成功，我们看好恒瑞将充分利用进口替代的广阔空间，快速提升其市场份额。

案例：恒瑞碘佛醇取得显著成功

恒瑞 2006 年推出第一个对比剂品种碘佛醇，如今已取得巨大成功，销售额近 4 亿。PDB 数据显示，在度过最初的导入期后，09 年-12 年间，恒瑞碘佛醇销售额从 964 万迅速上升至 1.16 亿，市场份额从 23% 上升至 65%，对应年均复合增长率高达 86.5%。

图片 28: 恒瑞碘佛醇样本医院销售增长情况



来源: PDB

公司打算将碘克沙醇定位高端，以后在高端市场进行重点推广；低端市场则继续推广碘佛醇，两者将形成有效互补。综合参考恒瑞、北陆、GE 等主要对比剂品种过去几年的市场份额演变趋势，预计 5 年后恒瑞市场份额将达到 40% 左右，对应销售额 5-7 亿。

图片 29: 恒瑞、北陆、GE 对比剂市场份额变化状况

		2009	2010	2011	2012
碘佛醇	恒瑞	41.6%	55.0%	61.3%	65.7%
	万灵科	57.8%	44.9%	38.7%	32.8%
	北陆	5.0%	6.0%	7.9%	10.1%
碘海醇	扬子江	31.7%	31.1%	32.7%	33.3%
	GE	59.1%	57.3%	53.6%	51.0%

来源:PDB

非布司他——“近 40 年最成功的抗痛风药”

非布司他是一种抗痛风药，适用于具有痛风症状的高尿酸血症的长期治疗，由日本帝人制药研发成功。2008 年，非布司他被欧盟药品管理局（EMA）批准销售；2009 年，FDA 批准其上市。

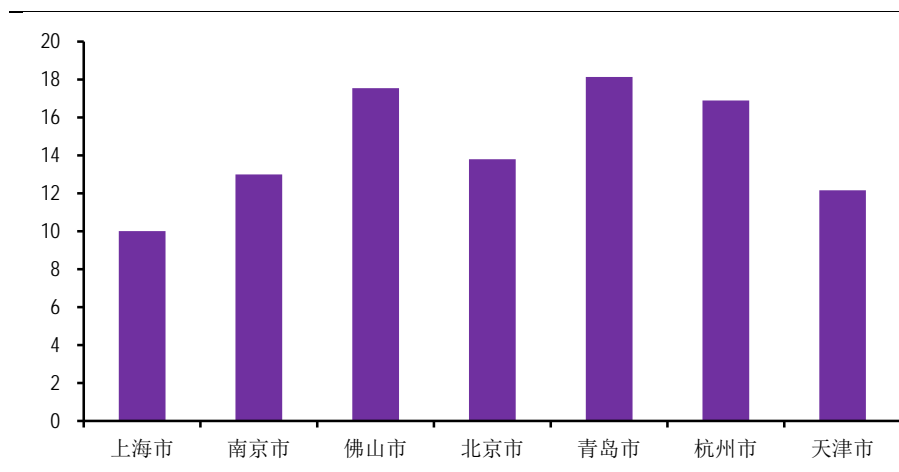
相比于别嘌醇、苯溴马隆等上市数十年的老品种，非布司他降低尿酸的作用更强大、持久，副作用更低，是抗痛风领域革命性的产品，被誉为“近 40 年来最成功的抗痛风药”。2011 年，非布司他实现销售额约 3 亿美元；日本帝人公司预测，非布司他全球巅峰销售额有望突破 20 亿美元。

国内市场方面，原研厂商尚未进入；华东参股的杭州朱养心药业以及江苏万邦的产品分别于今年 2 月、6 月获批，恒瑞非布司他于 7 月获批。我们认为，受益于以下两大因素，非布司他销售将迅速放量。

(1) 痛风发病率近年来不断上升，患者基数庞大

痛风的基础疾病为高尿酸血症，后者在发生后，若经过有效治疗，则将转化为痛风。近年来，随着人们日常饮食中动物性食品的比重逐渐增加，高尿酸血症与痛风发病率都呈现出不断上升的趋势。达能营养中心第 15 届学术年会会议资料表明，1999-2006 年 10 年间，我国的高尿酸血症发病率平均约增加了 10 倍，保守估计，目前我国约有高尿酸血症患者 1.2 亿，约占人口总数的 9.0%；痛风患者约 1200 万人，痛风正成为我国人群常见高发疾病。

图片 30: 部分城市高尿酸血症发病率 (%)



来源: 达能营养中心第 15 届学术年会

(2) 非布司他相比老产品疗效优势显著

市场上，用于痛风缓解期的治疗药物主要有两个：别嘌醇和苯溴马隆。这二者尽管日均消费金额较低，分别只有 0.5 元和 5 元，然而均有明显缺陷。

- **别嘌醇**：临床上唯一的抑制尿酸生成药物，然而对黄嘌呤氧化酶（XOR）选择性低，且只对还原型 XOR 的有抑制作用，清除不彻底；嘌呤类药物肾脏毒副作用大，甚至危及生命；
- **苯溴马隆**：具有促尿酸排泄的作用，治标不治本，起效慢，需长期服用，副作用大。

30 年来，别嘌醇是临床上唯一一个用于抑制尿酸生成的药物，并被作为痛风的黄金治疗药物广泛用于临床。与之相比，非布司他是新型非嘌呤类 XOR 酶抑制剂，对 XOR 具有高度选择性，作用机理先进，副作用轻微，相比别嘌醇疗效优势显著。

图片 31: 非布司他与别嘌醇对比

	别嘌醇	非布司他
作用机制	抑制一系列与尿酸通路的酶，只对还原型 XOR 有抑制作用	仅抑制黄嘌呤氧化酶，更具特异性，且对氧化型和还原型 XOR 都有显著的抑制作用
起效剂量及速度	100mg/d、起效慢	40mg/d、起效快
降尿酸水平	较低	为别嘌醇的 10 倍
代谢途径	主要在肾脏代谢	主要在肝脏代谢
毒性	高	低，且对肾脏几乎没有毒性

来源:《药理学》、瑞银证券整理

庞大的患者基数，以及现有药品存在诸多缺陷的现状，促使抗痛风药市场对于优质新品种需求巨大。基于非布司他疗效上的显著优势，我们看好其上市后迅速实现对现有老品种的升级替代，成为抗痛风药市场的绝对主导者。

我们对非布司他未来的市场规模做如下测算：假设非布司他日均消费额为 10 元（苯溴马隆片的 2 倍，别嘌醇缓释剂的 2.5 倍），痛风患者 1200 万人，5% 的患者选择非布司他，服用 1 年，则非布司他上市 1 年后市场规模有望达到 $10 \times 0.12 \times 5\% \times 365 = 22$ 亿元。

未来，随着痛风患者人数增加、诊疗率提高以及非布司他渗透率提高，其市场规模还有进一步扩展的可能。因此，我们看好非布司他在短期内迅速成为国内药品市场的重磅品种，恒瑞作为最先获批的企业之一，依托其强大的营销团队，市场规模有望达到 5 亿元。

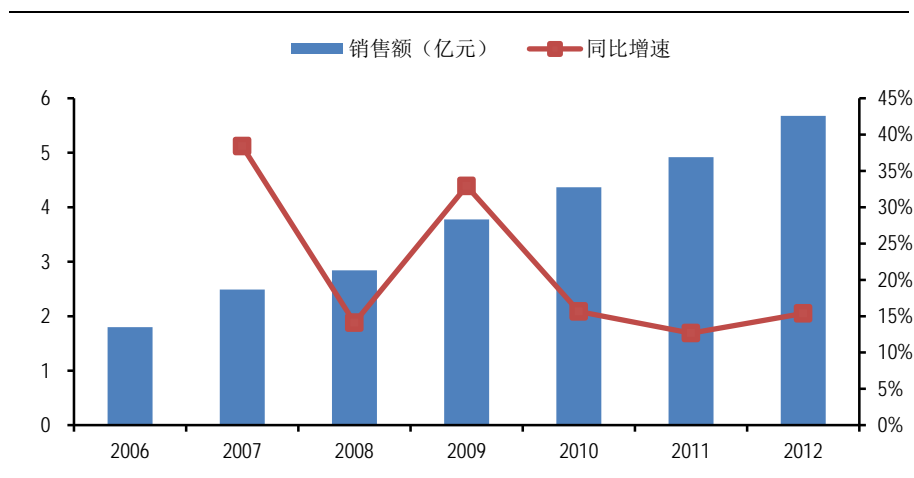
卡培他滨——抗肿瘤药重磅品种

卡培他滨是一种可以选择性在肿瘤细胞转变成 5-FU 的氟尿嘧啶类抗肿瘤药，由罗氏公司研制，商品名希罗达，主要用于联合化疗治疗晚期或转移性结直肠癌、晚期或转移性胃癌，以及紫杉醇和化疗方案治疗无效的晚期原发性或转移性乳腺癌。

卡培他滨是罗氏独家品种，于 2001 年在我国上市，其化合物专利于 2013 年 12 月 17 日到期。国家药监局网站显示，12 月 20 日恒瑞医药和齐鲁制药的卡培他滨片受理状态变更为“制证完毕——已发批件”，表明公司已正式获得卡培他滨仿制药生产批文，与齐鲁同日首仿上市。

PDB 数据表明，自 2006 年以来，卡培他滨一直稳居抗肿瘤药前五大品种之列，属于抗肿瘤药中的“重磅品种”。2012 年，卡培他滨样本医院实现销售额约 5.7 亿元，预计终端规模约 18 亿左右。市场增速方面，06-12 年间，卡培他滨年均复合增长率约 21%，现已进入成熟期，预计未来将保持 12%-15% 左右的平稳增长。

图片 32: 卡培他滨样本医院销售额增长情况



来源: PDB

数据来源: PDB、瑞银证券整理

我们看好恒瑞的卡培他滨在获批后迅速放量，理由有四：

- (1) 卡培他滨 01 年即在国内上市，临床使用多年，被列入乳腺癌、结直肠癌以及胃癌的一线治疗推荐方案，市场教育工作相对容易；
- (2) 卡培他滨的三大适应症转移性结直肠癌、晚期或转移性胃癌以及晚期乳腺癌均为国内的高发肿瘤，且均存在发病率不断增高、早期诊断率低的特点；
 - **乳腺癌**（用于紫杉醇和化疗方案无效的晚期患者）：每年有新发病例约 15 万，且 75% 患者确诊时已处于中晚期；
 - **胃癌**：每年约新增患者 50 万人，且晚期患者占比达到 2/3 上下；
 - **结直肠癌**：每年约新增患者 40 万人，晚期患者占比超过 80%；
- (3) 恒瑞作为国内抗肿瘤药的龙头企业，拥有专业的学术营销团队，医院渠道建设成熟，奥沙利铂、多西他赛等多个大品种市场份额与外资原研企业份额不相上下甚至略占优势，这将进一步加速卡培他滨的放量；

(4) 尽管国内申报卡培他滨的企业众多，但该品种生产工艺复杂，在国内药品审批门槛提高的背景下，有望获批的厂家并不多，未来维持良好的竞争格局是大概率事件。

那么，恒瑞的卡培他滨能做到多大？这取决于恒瑞未来的市场份额有多大。

2001-2006 年间，恒瑞先后推出奥沙利铂、多西他赛等多个抗肿瘤药大品种，利用“率先抢仿、质同价优、学术推广”的模式迅速抢占外资企业的市场份额，在推动公司业绩快速增长的同时，也一举奠定国内抗肿瘤药领域的龙头地位。其中，奥沙利铂、多西他赛等品种的市场份额均达到 40% 上下，公司的产品质量以及营销能力上的优势得到了充分展现。

图片 33: 恒瑞主要品种进口替代情况（以恒瑞产品上市 5 年后市场格局为例）

	奥沙利铂	多西他赛	伊立替康	来曲唑
恒瑞份额	38.7%	44.5%	47.3%	33.8%
原研厂商份额	44.4%	32.5%	35.4%	66.2%
	赛诺菲	赛诺菲	辉瑞	诺华
其他主要国内企业		齐鲁制药 16.9%		

来源:PDB

我们认为，上述故事在卡培他滨身上可以重现。基于此，我们可以做以下测算：假设卡培他滨市场规模未来维持 13% 的稳定增长，恒瑞产品于 2014 年上市销售，5 年后市场份额达到 25%，则届时恒瑞卡培他滨的销售额为： $18 * (1.13^5) * 25% = 8.3$ 亿元。

可见，恒瑞在该品种的销售有望达到 8 亿元左右。而且，我们此处对卡培他滨市场增速以及恒瑞市场份额的估算均较为保守，凭借恒瑞的产品质量优势以及营销能力，完全还有更进一步的可能。

在研品种丰富，有望接连获批

截至 2012 年，公司年度销售额达到 5 亿元以上的单品仅仅包括上市超过 10 年的奥沙利铂与多西他赛；而上述分析表明，右美托咪定、替吉奥、碘克沙醇、非布司他、卡培他滨未来销售额均有望突破 5 亿元乃至更高，新品种巨大的潜在能量得到充分彰显。

除了上述 5 个品种所属的抗肿瘤药、手术用药等领域外，公司还积极布局抗感染药、心脑血管疾病等多个大病种，在研产品总数超过 50 个。我们预计，从 2013 年下半年起，公司在研品种陆续进入收获季，未来 5 年可能每年都有 4-5 个重磅品种获批。

图片 34: 恒瑞主要仿制药在研产品

治疗领域	通用名	注册类型	申请阶段	竞争地位
抗肿瘤药	替莫唑胺	化药 3.3 类	申请临床	多家
	伊立替康脂质体	化药 5 类	申请临床	前三家
	吉非替尼	化药 3.1 类	申报生产	第二家
	帕洛诺司琼	化药 3.1 类	申报生产	首家
造影剂	碘化油	化药 3.1 类	申请上市	多家
	钆布醇	化药 3.1 类	申请上市	独家
	钆特酸葡胺	化药 3.1 类	申请上市	独家
抗感染药	达托霉素	化药 6 类	申报生产	前三家
	卡泊芬净	化药 6 类	申报生产	独家剂型
	恩替卡韦	化药 5 类	申请临床	独家剂型
	莫西沙星葡萄糖	化药 5 类	申请临床	前三家
心血管用药	阿托伐他汀	化药 6 类	申报生产	多家
	伊伐布雷定	化药 3.1 类	申报生产	首家
	氯吡格雷	化药 6 类	申报生产	多家
	缬沙坦氢地平	化药 6 类	申报生产	
	曲美托嗪	化药 6 类	申报生产	剂型首家
	阿齐沙坦	化药 3.1 类	申请临床	首家
	奥美沙坦酯氢氯地平	化药 3.2 类	申请临床	首家
	欧米茄-3-酸乙酯 90	化药 3.1 类	申请临床	前三家
	塞来昔布	化药 3.1 类	申报生产	首家
随着血液系统用药	磺达肝葵钠	化药 3.1 类	申报生产	前两家
	托伐普坦	化药 3.1 类	临床试验	前三家
	普瑞巴林	化药 5 类	申请临床	独家剂型
其他	枸橼酸钠林格	化药 3.2 类	申请临床	独家
	利马前列素	化药 3.1 类	申请临床	前三家
	右氯胺酮	化药 3.1 类	临床验证	独家

来源:CDE、SFDA、瑞银证券整理

我们曾多次强调，“品种为王”的时代，更加要求药企具有前瞻性，提前判断哪些领域将高速增长，并布局相应品种，而这恰恰是恒瑞最突出的核心竞争力之一。依靠对品种价值的精确判断以及突出的研发能力，公司打造了丰富的产品梯队，其中绝大多数为国内首仿，保证了过于十余年间销售收入增长快速持续性。

2011 年以来，公司遇到新产品推出沉寂期，近两年半的时间内仅有奥美拉唑肠溶胶囊和创新药艾瑞昔布获批。在此背景下，随着老产品基数的逐年增大，以及替吉奥等新产品尚未完全放量，公司销售收入放缓。

2013 年下半年以来，非布司他和卡培他滨先后获批，宣告公司产品线青黄不接的阶段已经结束。我们认为公司已经进入了新一轮产品高潮，随着在研品种陆续推出，公司收入将重拾增长强劲动力，有望在高基数的基础上回归 20% 以上的高增长。

厚积薄发，创新药进入收获期

公司为国内药品研发龙头企业，深耕创新药多年，现已进入收获期。其中，重磅新药 1.1 类新药阿帕替尼已结束 III 期临床，效果良好，有望于近期上市；另一大品种长效 G-CSF（重组人粒细胞集落刺激因子）亦有望于 14 年内获批；公司储备产品众多，除了上述两大品种外，还包括抗肿瘤药法米替尼、糖尿病用药瑞格列汀等。我们预计未来 5 年内公司每年都将有 1-2 个创新药推出，不仅促进业绩快速增长，更有望不断提升估值水平。

阿帕替尼：重磅产品即将获批，快速放量可期

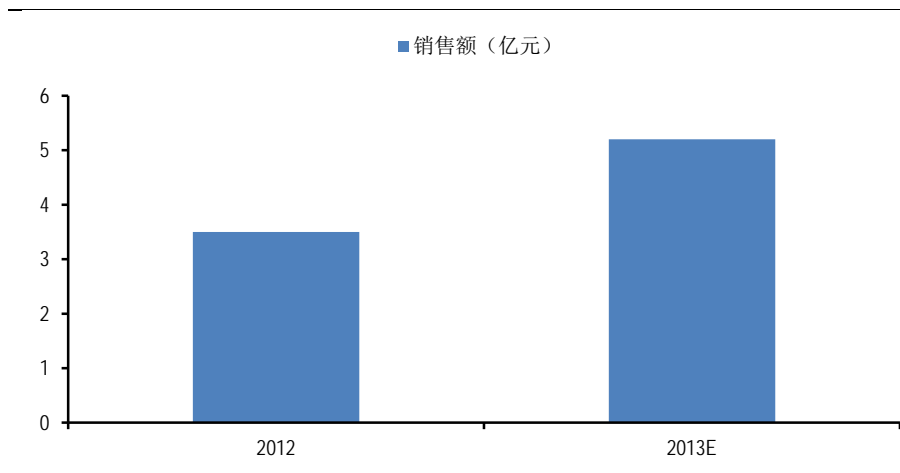
阿帕替尼为上海恒瑞与江苏恒瑞联合研制的抗肿瘤小分子靶向药物，属于络氨酸激酶抑制剂类，1.1 类新药。阿帕替尼适用于其他治疗手段失效后的癌症患者，适应症主要是胃癌、肝癌，同时还包括三阴性乳腺癌、肠癌；其中胃癌进展最快，III 期临床效果喜人，有望于 2014 年年初获批。

从适应症来看，胃癌、肝癌均为我国的高发肿瘤，阿帕替尼市场空间非常广阔：

- 胃癌：每年约新增患者 50 万人，且晚期患者占比达到 2/3 上下；
- 肝癌：每年新增患者约 40 万人。

近年来，小分子靶向抗肿瘤靶向药物基于自身高效、低毒、特异性强等特点，成为抗肿瘤药的热点产品，市场表现抢眼。2011 年 8 月，浙江贝达的埃克替尼上市，成为我国第一个自主研发生产的抗肿瘤小分子靶向药物。埃克替尼上市后即保持快速增长：7 个月即过亿，2012 年销售额约 3.5 亿元，浙江贝达预计 2013 年有望突破 5 亿元。

图片 35: 埃克替尼上市后迅速放量



来源: 浙江贝达官方网站

阿帕替尼胃癌适应症临床 III 期实验结果表明，阿帕替尼对于晚期胃癌患者疗效确切，可显著延长患者生存期，且安全性良好。参考埃克替尼上市以来的靓丽表现，我们看好阿帕替尼获批后迅速放量，长期看有望成长为市场规模过 10 亿元的重磅品种。

图片 36: 阿帕替尼三期临床结果表明其对晚期胃癌患者疗效确切

	实验组(N=176)	安慰剂组(N=71)
总生存期-不考虑交叉给药因素	195 天	140 天
总生存期-考虑交叉给药因素	195 天	122 天
无进展生存期	78 天	53 天

来源:CSCO2013

图片 37: 阿帕替尼三期临床结果表明其安全性良好

	阿帕替尼 (N=176)	安慰剂 (N=71)
不良事件		
总发生率	98	90
3 度以上发生率	60	42
(%)		
严重不良事件	15	16
死亡或转归死亡的严重不良事件	8	12

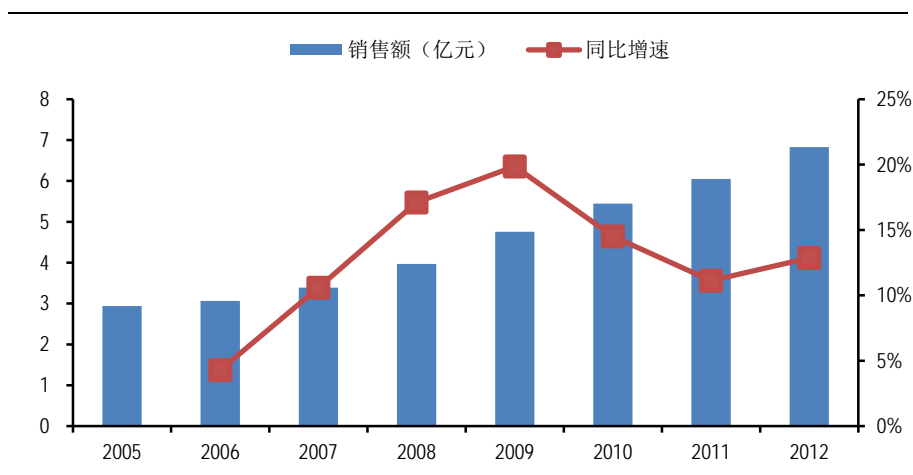
来源:CSCO2013

长效 GCSF：升白细胞优效产品，市场空间广阔

GCSF（粒细胞集落刺激因子）最先由美国安进公司开发，主要用于化疗引起的中性粒细胞减少症，是目前最有效的生白药物之一。长效 GCSF 首先由安进公司开发，有效延长了 GCSF 在体内的代谢时间，解决了其需每日注射的问题。

GCSF 为作为目前最有效的生白产品之一，在肿瘤治疗中广泛应用。该品种为医保乙类产品，近年来维持稳定增长趋势，增速在 12% 左右。2012 年，样本医院数据库显示该品种销售额达到 6.83 亿元。我们估算目前 GCSF 实际终端规模在 20-25 亿元之间，预计未来 2-3 年内该品种市场规模仍将持续目前的稳步增长趋势。

图片 38: 国内普通 GCSF 样本医院销售额情况

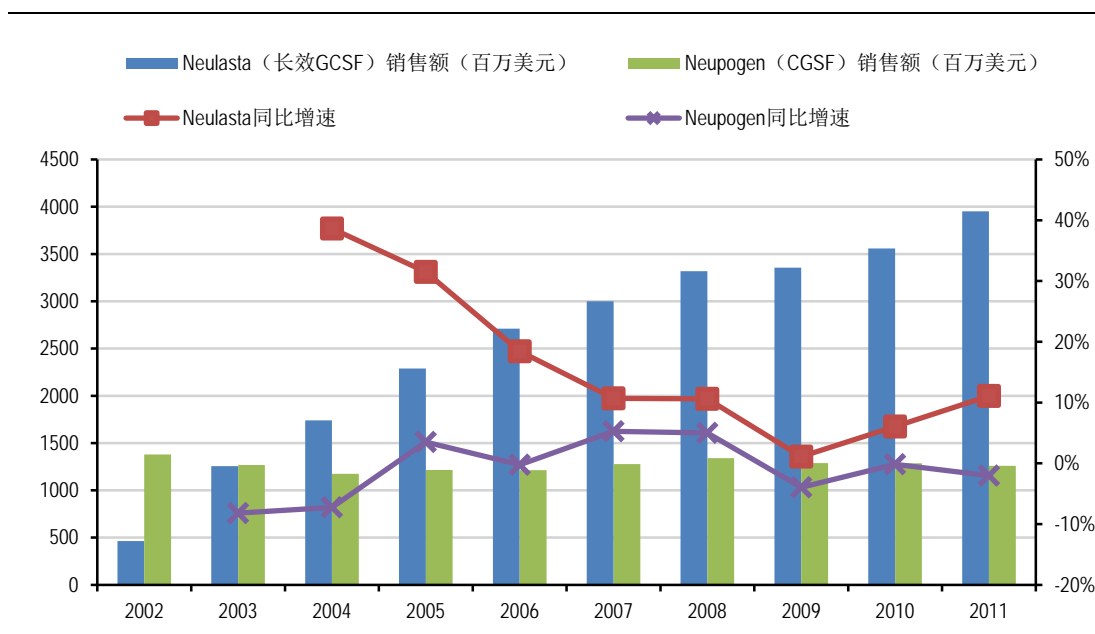


来源: PDB

长效 GCSF 市场空间广阔

安进公司 Neulasta 自 2004 年上市以来, 销售额迅速超过其普通剂型 Neupogen, 过去几年保持稳定增长, 2012 年实现销售额约 41 亿美元。参考 Neulasta 的优异表现, 我们看好长效 GCSF 在国内的市场前景, 预计其将在国内市场迅速普及, 对普通 GCSF 实现升级替代。

图片 39: 安进公司 GCSF 及长效 GCSF 销售表现



来源: PDB

目前, 国内市场上获得 GCSF 生产批文的企业近 20 家, 日用额在 200-250 元上下。我们对长效 GCSF 的市场规模做以下测算: 2012 年普通 GCSF 使用量约 2100 万支 (以 150ug 的规格加权测算), 对应长效 GCSF 使用量 350 万支; 假设长效 GCSF 每疗程价格为 4000 元, 5 年后对普通 GCSF 的替代率达

到 15%，GCSF 使用量保持 15% 的增长，则 5 年后长效 GCSF 市场规模将达到 $350 \times 1.15^5 \times 15\% \times 0.4 = 42$ 亿元，市场空间非常广阔。

恒瑞长效 GCSF 优势突出，具有大品种潜质

我们认为，在产品市场空间广阔背景下，受益于以下三点因素，恒瑞长效 GCSF 有望成长为 10 亿级以上的重磅品种：

- (1) **适应人群广泛：** GCSF 为最有效的升白药物，广泛用于对各类肿瘤的化疗病人中，适用人群非常广泛；
- (2) **专利产品疗效突出：** 公司 GCSF 在原研产品上进行了修饰，并申请了发明专利，疗效突出；
- (3) **营销优势：** 长效 GCSF 用于化疗患者，属于抗肿瘤药领域，该领域为公司的传统优势领域，渠道成熟，营销实力强大。

公司在研的长效 GCSF 于 2010 年取得临床批件，2012 年结束 III 期临床，2013 年 3 月申报生产，我们预计有望于 2014 年获批，成为国内首家拥有发明专利的长效 **GCSF** 生产企业。我们看好公司长效 GCSF 的增长潜力，认为其上市后将快速放量，长期看成长为公司抗肿瘤线又一大品种。

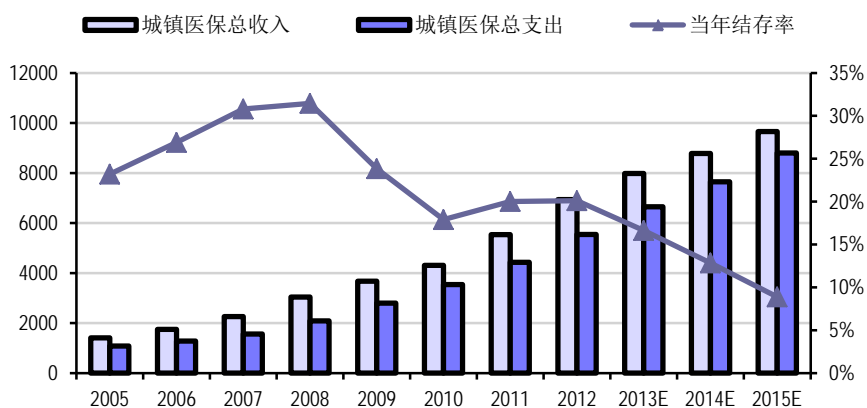
老品种：未来维持稳定增长，进口替代长期受益

我们认为，未来几年，公司除了新品种加速放量，创新药渐成正果，逐渐成为收入的主要贡献因素外，以抗肿瘤药为主的老品种也将维持稳定增长，为公司收入增速的回升形成支撑。

多年来，抗肿瘤药始终是公司销售收入最重要的组成成分，2012 年占比约为 40%，主要产品包括奥沙利铂、多西他赛、伊立替康、来曲唑等等。受困于招标降价压力以及去年四季度发改委调整抗肿瘤药最高零售价影响，上述老品种近两年销售增速迟缓，部分投资者因此公司增长前景存在疑虑。

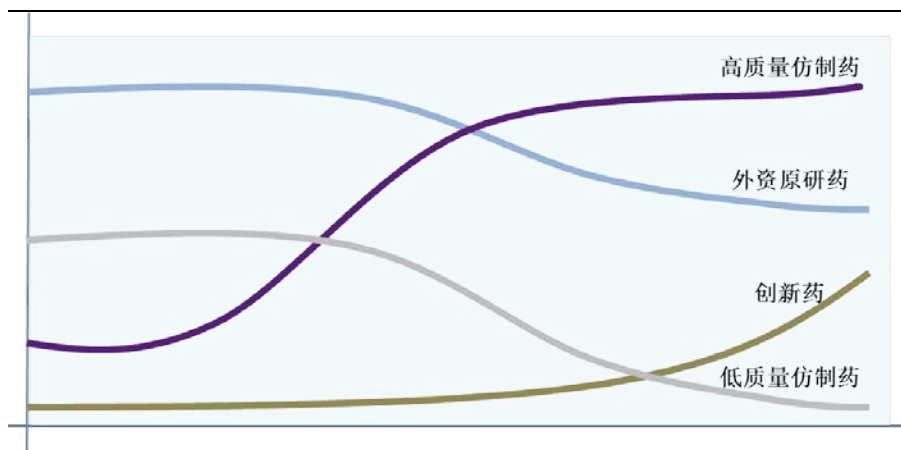
我们认为，从招标政策来看，各省政策不尽相同，在现阶段判断未来的招标价格走势，不定因素较多，难以一概而论。然而我们强调，从长期趋势来看，在医保支付压力增大的大环境下，随着支付方式改革、仿制药质量一致性评价等一系列举措的推行，高品质仿制药加速进口替代将是未来 5-10 年的大趋势。

图片 40: 城镇医保结存率逐年下降, 支付压力增大 (亿元)



来源: 卫生部

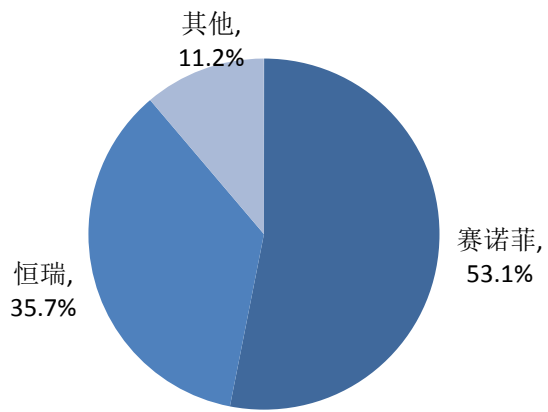
图片 41: 中国药品市场未来发展趋势示意图



来源: 瑞银证券估算

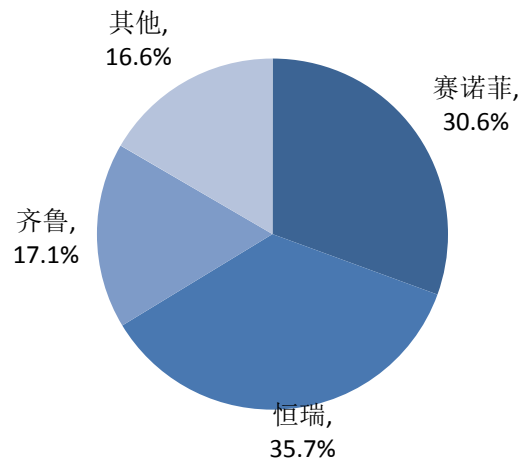
公司始终注重产品质量, 旗下多个产品通过了欧美规范市场的认证, 包括奥沙利铂、环磷酰胺伊立替康、来曲唑等, 核心产品“艾恒”(奥沙利铂)、“艾素”(多西他赛)更是国内药品进口替代的典范品种。我们认为, 伴随“性价比”优势突出的高质量仿制药在临床中应用不断提升, 公司作为“高质量仿制药”的代表企业, 有望长期受益。

图片 42: 奥沙利铂 2012 年市场格局



来源: PDB

图片 43: 多西他赛 2012 年市场格局



来源: PDB

恒瑞医药 (600276.SS)

	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	3,744	4,550	5,435	6,372	17.2	7,954	24.8	9,960	10,956	12,051
毛利	3,139	3,766	4,565	5,149	12.8	6,482	25.9	8,117	8,929	9,822
息税折旧摊销前利润(UBS)	928	1,126	1,370	1,855	35.4	2,208	19.0	2,733	3,439	3,800
折旧和摊销	(71)	(98)	(132)	(267)	102.3	(228)	-14.5	(268)	(312)	(360)
息税前利润(UBS)	856	1,028	1,238	1,588	28.2	1,979	24.7	2,465	3,128	3,441
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	(22)	(10)	46	(47)	-	4	-	(18)	(21)	(3)
净利息	11	14	16	30	80.8	38	29.1	47	68	102
例外项目(包括商誉)	15	33	46	4	-91.9	4	7.6	4	4	4
税前利润	860	1,065	1,346	1,574	16.9	2,025	28.7	2,499	3,178	3,543
税项	(105)	(125)	(195)	(236)	-21.0	(304)	-28.7	(375)	(477)	(531)
税后利润	755	940	1,151	1,338	16.2	1,722	28.7	2,124	2,701	3,012
优先股股息及少数股权	(31)	(64)	(74)	(87)	-17.5	(112)	-28.7	(138)	(176)	(196)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	724	877	1,077	1,251	16.1	1,610	28.7	1,986	2,526	2,816
净利润(UBS)	711	848	1,038	1,248	20.2	1,606	28.7	1,982	2,522	2,813
税率(%)	12.2	11.7	14.5	15.0	3.5	15.0	0.0	15.0	15.0	15.0
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	0.52	0.62	0.76	0.92	20.2	1.18	28.7	1.46	1.85	2.07
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.53	0.64	0.79	0.92	16.1	1.18	28.7	1.46	1.86	2.07
EPS(UBS, 基本)	0.52	0.62	0.76	0.92	20.2	1.18	28.7	1.46	1.85	2.07
每股股息净值(Rmb)	0.06	0.07	0.07	0.10	31.0	0.12	21.4	0.56	0.59	0.64
每股账面价值	2.87	3.11	3.83	4.68	22.1	5.77	23.2	7.11	8.82	10.71
平均股数(稀释后)	1,355.41	1,360.22	1,360.22	1,360.22	0.0	1,360.22	0.0	1,360.22	1,360.22	1,360.22
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	995	949	1,329	1,723	29.6	2,197	27.5	2,602	4,251	6,029
其他流动资产	1,996	2,782	3,184	3,748	17.7	4,560	21.7	5,851	6,370	6,999
流动资产总额	2,991	3,731	4,514	5,471	21.2	6,757	23.5	8,453	10,622	13,028
有形固定资产净值	722	848	1,179	1,474	25.0	1,752	18.8	2,016	2,290	2,573
无形固定资产净值	52	51	67	140	110.0	222	58.2	312	411	520
投资/其他资产	130	188	132	143	8.3	154	7.5	165	175	186
总资产	3,896	4,818	5,893	7,229	22.7	8,885	22.9	10,946	13,498	16,307
应付账款和其他短期负债	401	429	440	537	22.0	600	11.9	695	745	797
短期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	401	429	440	537	22.0	600	11.9	695	745	797
长期债务	20	10	10	10	0.0	10	0.0	10	10	10
其它长期负债	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	421	439	450	547	21.5	610	11.7	705	755	807
普通股股东权益	3,387	4,224	5,214	6,367	22.1	7,847	23.2	9,676	12,002	14,563
少数股东权益	87	154	228	315	38.1	427	35.5	565	741	937
负债和权益总计	3,896	4,818	5,893	7,229	22.7	8,885	22.9	10,946	13,498	16,307
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	724	877	1,077	1,251	16.1	1,610	28.7	1,986	2,526	2,816
折旧和摊销	71	98	132	267	102.3	228	-14.5	268	312	360
营运资本变动净值	(401)	(507)	(280)	(465)	-65.9	(678)	-45.8	(904)	(450)	1,784
其他营业性现金流	(9)	60	29	(26)	-	2	-	(202)	88	(2,268)
经营性现金流	386	527	958	1,027	7.2	1,162	13.1	1,148	2,476	2,692
有形资本支出	(287)	(540)	(467)	(566)	-21.2	(598)	-5.7	(633)	(695)	(763)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	1	1	0	1	287.4	1	-8.2	1	1	1
其他投资性现金流	148	41	0	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(138)	(498)	(467)	(565)	-21.0	(598)	-5.8	(632)	(694)	(762)
已付股息	(62)	(75)	(101)	(99)	2.2	(130)	-31.0	(157)	(200)	(254)
股份发行/回购	242	260	126	124	-1.9	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(150)	(250)	(136)	(93)	31.87	38	-	47	68	102
债务及优先股变化	10	(10)	0	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	40	(75)	(111)	(68)	38.9	(91)	-34.0	(110)	(132)	(152)
现金流量中现金的增加/(减少)	288	(46)	380	394	3.6	473	20.1	405	1,649	1,777
外汇/非现金项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	288	(46)	380	394	3.7	473	20.1	405	1,649	1,777

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。

恒瑞医药 (600276.SS)

估值(x)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	53.8	42.2	31.5	41.3	32.1	26.0	20.5	18.3
市盈率 (UBS, 稀释后)	54.8	43.6	32.7	41.4	32.2	26.1	20.5	18.4
股价/每股现金收益	49.8	39.1	29.0	34.1	28.2	23.0	18.2	16.3
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	0.3	(.0)	1.4	0.9	1.1	1.0	3.4	3.7
净股息收益率(%)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	1.5	1.6	1.7
市净率	10.0	8.8	6.5	8.1	6.6	5.3	4.3	3.5
企业价值/营业收入(核心)	8.8	7.6	6.0	7.9	6.3	5.0	4.4	3.9
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	35.4	30.6	24.0	27.1	22.6	18.2	14.0	12.3
企业价值/息税前利润(核心)	NM	NM	26.5	NM	25.2	20.1	15.4	13.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	NM	26.9	NM	25.6	20.5	15.0	11.6
企业价值/运营投入资本	NM	NM	8.7	NM	9.0	7.2	6.0	5.2
企业价值 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
市值	33,802	35,250	33,962	51,661	51,661	51,661	51,661	51,661
净债务 (现金)	(975)	(939)	(1,319)	(1,713)	(2,187)	(2,592)	(4,241)	(6,019)
少数股东权益	87	154	228	315	427	565	741	937
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	32,914	34,465	32,871	50,263	49,902	49,635	48,161	46,579
- 非核心资产	(41)	(5)	(5)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
核心企业价值	32,873	34,460	32,866	50,262	49,901	49,633	48,160	46,578
增长率(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	23.6	21.5	19.4	17.2	24.8	25.2	10.0	10.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	24.9	21.3	21.7	35.4	19.0	23.8	25.8	10.5
息税前利润(UBS)	26.2	20.0	20.4	28.2	24.7	24.5	26.9	10.0
每股收益(UBS 稀释后)	8.1	18.8	22.4	20.2	28.7	23.4	27.2	11.5
每股股息净值	44.9	34.5	-2.2	31.0	21.4	NM	6.8	7.2
利润率与盈利能力(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
毛利率	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
息税折旧摊销前利润率	24.8	24.7	25.2	29.1	27.8	27.4	31.4	31.5
息税前利润率	22.9	22.6	22.8	24.9	24.9	24.7	28.5	28.5
净利 (UBS) 率	19.0	18.6	19.1	19.6	20.2	19.9	23.0	23.3
ROIC (EBIT)	40.5	34.9	32.8	34.9	35.8	35.9	38.7	38.3
税后投资资本回报率	35.5	30.8	28.0	29.7	30.4	30.5	32.9	32.5
净股东权益回报率(UBS)	23.7	22.3	22.0	21.5	22.6	22.6	23.3	21.2
资本结构与覆盖率	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/总权益	(28.1)	(21.5)	(24.2)	(25.6)	(26.4)	(25.3)	(33.3)	(38.8)
净债务/(净债务 + 权益)	(39.0)	(27.3)	(32.0)	(34.5)	(35.9)	(33.9)	(49.9)	(63.5)
净债务/企业价值	(3.0)	(2.7)	(4.0)	(3.4)	(4.4)	(5.2)	(8.8)	(12.9)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	7.7	11.9	8.6	8.9	7.5	6.4	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)	9.5	8.4	10.5	9.6	10.2	2.6	3.1	3.3
股息支付率 (UBS) %	10.5	11.9	9.5	10.4	9.8	38.1	32.0	30.7
分部门收入 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	3,744	4,550	5,435	6,372	7,954	9,960	10,956	12,051
总计	3,744	4,550	5,435	6,372	7,954	9,960	10,956	12,051
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	856	1,028	1,238	1,588	1,979	2,465	3,128	3,441
总计	856	1,028	1,238	1,588	1,979	2,465	3,128	3,441

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	+18.5%
预测股息收益率	0.3%
预测股票回报率	+18.8%
市场回报率假设	9.3%
预测超额回报率	+9.5%

风险声明

我们认为恒瑞医药主要的风险在于: 1) 新药研发过程中的不确定性, 获批时间低于预期; 2) 新品种的推广进度可能慢于预期。

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。	44%	32%
中性	股票预期回报在市场回报预期 ±6% 范围内。	46%	32%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	10%	19%
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 2013 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

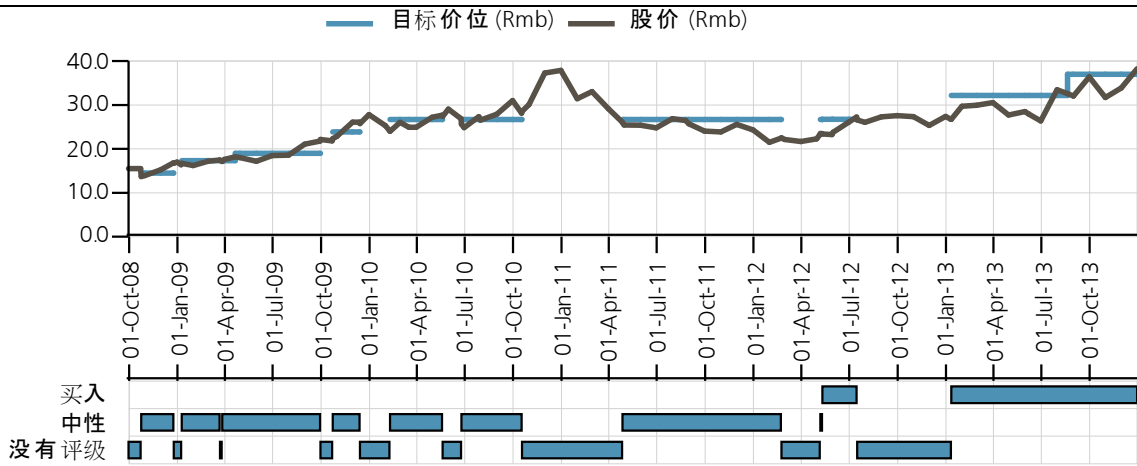
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
恒瑞医药	600276.SS	买入	不适用	Rmb38.25	2013 年 12 月 30 日

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。

恒瑞医药 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2013 年 12 月 30 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(CNMMV)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公司的股份有限公司,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。**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,出版人及发布人。**澳大利亚:** 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对象或元素。© 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。

