

信邦制药

资产重组方案获批，盈利能力有望大幅提升

资产重组方案审核通过，即将控股科开医药

公司2月19日发布公告，称经中国证监会上市公司并购重组委员会审核，公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项获得无条件通过。公司此前向证监会提交资产重组方案申请，拟通过发行股份及支付现金收购科开医药98.25%股权，完成后科开医药将成为信邦制药控股子公司。

资产重组后，公司盈利能力有望大幅提升

科开医药质地优良，主营医疗服务和医药流通业务，均在贵州省内位居前列，质地优良。其中，贵州肿瘤医院为贵州省内唯一三甲肿瘤专科医院，优势明显。此前受限于体制上的弊端，盈利效率低，12年净利润率仅2.1%，我们预计重组完成后，信邦经营、管理上的优势将与肿瘤医院的医疗优势形成强强联合，盈利水平有望大幅提升，净利润率达15%乃至更高水平，空间广阔。

中成药业务增长平稳

公司5大核心品种全部进入新版基药目录，基层市场有望放量。受益于基药扩容以及持续加大推广力度，我们预计公司两大核心品种益心舒胶囊、脉血康胶囊仍将保持25%以上的快速增长，13年下半年复产的贞芪扶正胶囊将于14年起贡献利润，公司中成药业务有望保持20%左右的平稳增长。

估值：上调目标价至44.89元，维持“中性”评级

我们维持盈利预测，预计公司2013-15年EPS为0.29/0.67/0.87元。公司现有业务为制药，未来重点业务应会在医疗服务，因此我们不再采用分部估值法进行估值。医疗服务为二级市场关注度较高的领域，平均估值水平从之前的40提到到目前50倍；公司医疗服务业务涉及综合医院以及肿瘤医院，就专业门槛而言为同类公司中最高，我们仍然认为应享有一定估值溢价。我们给予公司2014年67倍PE（此前50倍），上调目标价到44.89元。

Equities

 中国
药品

 12个月评级 **中性**
保持不变

 12个月目标价 **Rmb44.89**
之前: Rmb28.30

 股价 **Rmb43.31**

路透代码: 002390.SZ 彭博代码 002390 CS

交易数据和主要指标

52周股价波动范围 Rmb43.31-14.31

市值 Rmb7.52十亿/US\$1.24十亿

已发行股本 174百万 (ORDA)

流通股比例 48%

日均成交量(千股) 1,598

日均成交额(Rmb百万) Rmb50.6

普通股股东权益(12/13E) Rmb1.06十亿

市净率(12/13E) 7.1x

净债务/EBITDA NM

每股收益(UBS稀释后)(Rmb)

	从	到	%	市场预测
12/13E	0.29	0.29	0.00	0.29
12/14E	0.67	0.67	0.01	0.67
12/15E	0.87	0.87	0.01	0.87

 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	319	362	448	551	2,217	2,959	3,934	5,152
息税前利润(UBS)	38	43	48	55	266	325	433	567
净利润(UBS)	33	42	40	50	168	218	265	315
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	0.21	0.24	0.23	0.29	0.67	0.87	1.06	1.26
每股股息 (Rmb)	0.00	0.15	0.06	0.06	0.14	0.18	0.22	0.26
净债务/(现金)	494	318	125	180	(263)	(836)	(1,637)	(2,664)
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(%)	12.1	11.8	10.8	10.0	12.0	11.0	11.0	11.0
ROIC (EBIT) (%)	9.8	7.7	6.3	6.3	14.8	10.5	10.8	11.0
EV/EBITDA(core)x	65.6	52.0	46.2	>100	27.5	24.3	20.2	17.2
市盈率(UBS, 稀释后) (x)	95.5	69.3	67.7	NM	64.7	49.7	40.9	34.4
权益FCF(UBS)收益率%	(0.8)	(2.9)	(1.5)	0.9	(22.2)	(6.5)	(8.7)	(10.7)
净股息收益率(%)	0.0	0.9	0.4	0.1	0.3	0.4	0.5	0.6

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02月21日16时56分的股价(Rmb43.31)得出;

投资主题

信邦制药

投资理由

公司是贵州省内一家主营中成药生产、销售业务的企业，正在进行资产重组，准备通过控股科开医药进入医疗服务、医药流通领域。公司现有业务为制药，未来重点有望转向医疗服务。我们预计未来几年以下两点因素，将促进公司价值获得提升：1) 制药业务平稳增长；2) 吸纳科开医药旗下的优质医疗服务、医药流通资产后，盈利能力将获得提升。我们看好公司重组完成后，盈利水平以及成长空间都将得到大幅提升，给予“买入”评级，目标价 44.89 元。瑞银预计公司 2013-15 年扣非后 EPS 分别为 0.29/0.67/0.87 元，市场一致预期为 0.35/0.69/0.84 元。

乐观情景

若益心舒胶囊、脉血康胶囊继续快速增长，公司 14 年中成药业务实现销售收入 6.96 亿元；科开医药继续快速增长，14 年实现销售收入 19.20 亿元，我们估算公司 14 年 EPS 为 0.73 元，高于我们预测 9%，对应每股估值 54.75 元。

悲观情景

若公司中成药业务增速放缓，14 年实现销售收入 5.99 亿元，科开医药实现营业收入 17.75 亿元，我们估算公司 14 年 EPS 为 0.58 元，低于我们预测 5%，对应每股估值 37.7 元。

近期催化剂

公司重组顺利完成，控股科开医药；

公司基药品种销售放量；

科开医药肿瘤医院利润率提升。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb44.89

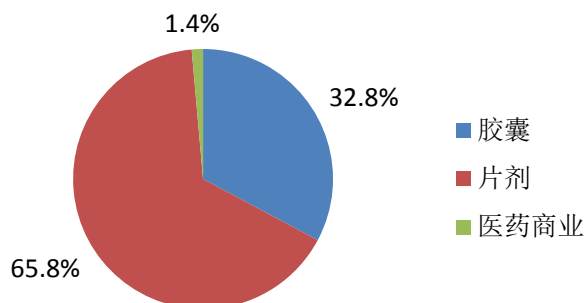
公司简介

信邦制药主营中成药生产、销售，产品主要集中在心血管用药以及消化用药两大领域，包括益心舒胶囊、脉血康胶囊、银杏叶片等。

行业展望

公司致力于成为领先的地区性综合医药医疗产业集团，经营贯穿医药工业、商业、医疗服务全产业链。未来 5 年，在医保保障力度增大、人口结构老龄化、居民健康保健需求增加等因素驱动下，我们预计医药产业将保持稳定增长，增速保持在 20% 左右。

2012 年公司收入构成(%)



来源：公司公告

毛利润按产品拆分

百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
片剂	104	100	94	97	100
胶囊	132	185	244	317	407
科开医药				537	778
其他	1	1	2	2	2
合计	237	286	340	953	1287

来源：公司公告、瑞银证券估算

科开医药质地优良，重组后盈利能力有望大幅提升

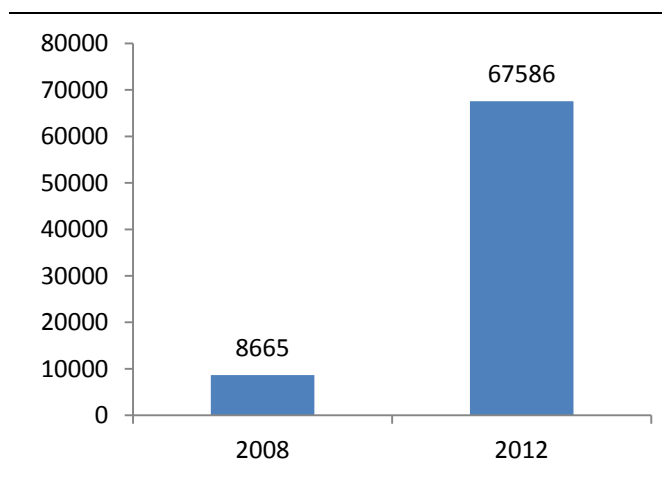
公司 2 月 19 日发布公告，称公司于 2 月 19 日收到中国证监会通知，经中国证监会上市公司并购重组委员会审核，公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项获得无条件通过。公司此前向证监会提交资产重组方案申请，拟通过发行股份及支付现金收购科开医药 98.25% 的股权，重组完成后科开医药将成为信邦制药的控股子公司。

科开医药主营医药流通和医疗服务业务，在贵州省内地位居前，旗下包括贵州肿瘤医院等优质资产。我们认为，科开医药质地优良，信邦重组完成后盈利能力有望大幅提升。

科开医药旗下业务中，贵州省肿瘤医院作为贵州省唯一一所三甲肿瘤医院，盈利能力较强，是科开最重要的医疗服务资产。贵州肿瘤医院由贵阳医学院附属医院、科开医药共同出资成立，于 2007 年 8 月开业，注册资本 8000 万元，过去几年取得快速发展。

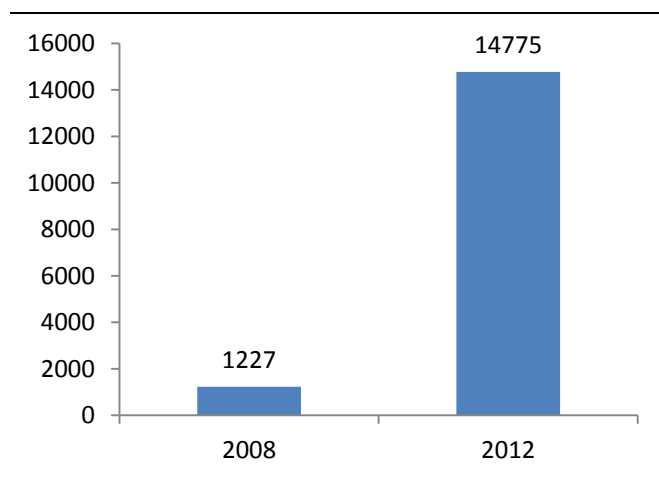
目前，贵州肿瘤医院拥有床位近 700 张，2012 年实现门诊量 6.8 万人，住院人次 1.5 万人。2007-2012 年间，医院固定资产增长 31 倍，床位数增长 5.6 倍，门诊人次、住院人次、手术人次分别增长 11.8 倍、7.8 倍、42.6 倍。医院正在建设三期综合楼，建成后，床位数将达到 2500 张，我们预计在“十二五期间”实现年门诊量 18 万人，住院人次 5 万人，接诊能力的提升有望带动肿瘤医院盈利规模持续提升。

图片 1: 贵州肿瘤医院门诊量增长情况



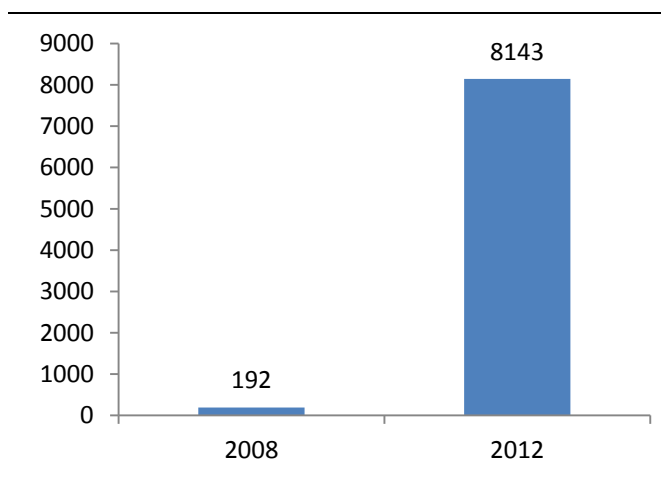
来源: 贵州肿瘤医院官方网站

图片 2: 贵州肿瘤医院住院人次增长情况



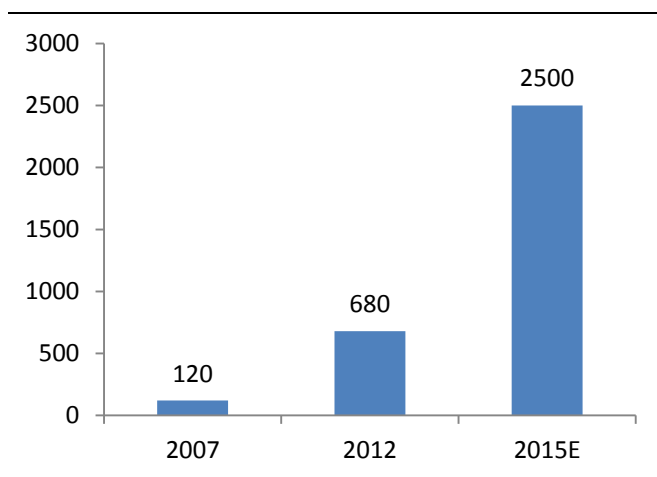
来源: 贵州肿瘤医院官方网站

图片 3: 贵州肿瘤医院手术人次增长情况



来源: 贵州肿瘤医院官方网站

图片 4: 贵州肿瘤医院床位数量增长情况



来源: 贵州肿瘤医院官方网站

此前受限于体制上的诸多弊端，贵州肿瘤医院盈利能力无法得到充分发挥，2012 年实现营业收入 3.8 亿元，净利润仅 813 万元，对应净利润率 2.1%。我们预计被信邦控股后，肿瘤医院强大的医疗资源与上市公司经营、管理上的优势将形成强强联合，经营效率有望不断提升。

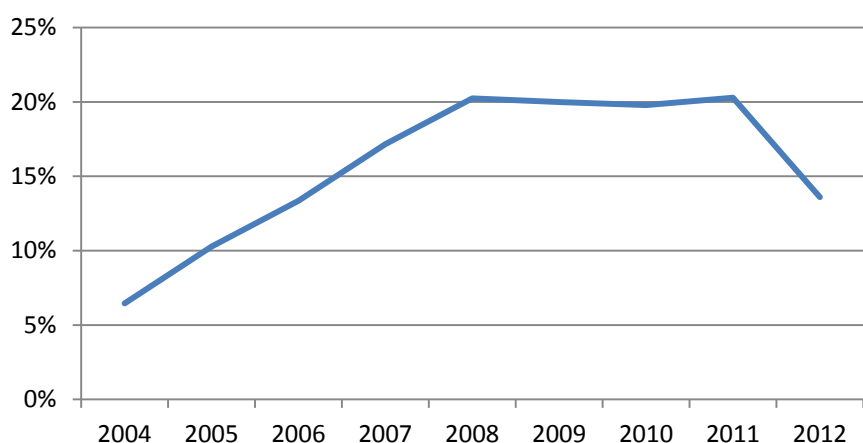
参考金陵药业（000919）控股宿迁人民医院后取得的成功，我们看好质地优良的贵州肿瘤医院在信邦入主后营业收入快速增长，盈利水平不断改善，带动信邦利润规模获得显著提升。

图片 5: 宿迁人民医院、贵州肿瘤医院对比

	宿迁人民医院	贵州省肿瘤医院
坐落城市	宿迁市	贵阳市
城市级别	地级市	省会城市
医院级别	三级乙等	三级甲等
竞争形势	江苏省内共 50 家三甲医院，其中宿迁所在的苏北地区有 8 家三甲医院	贵州省内共 11 家三级医院，肿瘤医院是唯一三甲专科肿瘤医院
城市人口	555 万	445 万
2012 年城市人均 GDP	31717 元	39316 元

来源: Wind 资讯，瑞银证券整理

图片 6: 宿迁人民医院净利润率在金陵药业入主后从 5% 逐渐提升至 20%



来源: 金陵药业公司公告

注: 宿迁人民医院 2012 年净利润率下滑是由于该年度进行扩建产生较大费用、同时折旧费用增加所致

估值: 医疗服务成为主业, 估值水平有望大幅提升

我们预计公司 2013-15 年扣非后 EPS 分别为 0.29/0.67/0.87 元, 重组完成后, 科开医药成为信邦的控股子公司, 医疗服务业务将成为公司利润的重要构成。目前, 政府鼓励社会资本办医的导向愈加明确, 二级市场对医疗服务企业关注度还在不断升高, 行业平均估值从此前的 40x 提高至 50x。我们认为, 公司拥有稀缺的高等级医院资源, 质地优良, 且涉及综合医院和肿瘤医院, 就专业门槛而言, 为同类公司中最高, 仍然应享有一定的估值溢价。我们给予公司 14 年 67 倍 PE 估值水平, 得到新目标价 44.89 元。

图片 7: 医疗服务业公司估值水平 (以 2 月 21 日收盘价为准)

证券代码	证券简称	EPS (元)				当前股价 (元)	PE			
		2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
300015.SZ	爱尔眼科	0.43	0.55	0.73	0.98	35.80	83	65	49	37
600763.SS	通策医疗	0.57	0.67	0.83	1.1	41.52	73	62	50	38
平均							78	64	50	38
002390.SZ	信邦制药	0.23	0.29	0.67	0.87	43.31	141	112	65	50

来源: Wind 资讯, 瑞银证券估算

信邦制药 (002390.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	319	362	448	551	23.2	2,217	302.2	2,959	3,934	5,152
毛利	207	233	281	345	22.8	953	176.7	1,287	1,711	2,241
息税折旧摊销前利润(UBS)	46	49	56	69	23.6	282	310.0	344	454	590
折旧和摊销	(7)	(7)	(8)	(14)	81.9	(16)	18.6	(19)	(21)	(23)
息税前利润(UBS)	38	43	48	55	14.5	266	382.7	325	433	567
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	(1)	(2)	0	11	-	(50)	-	(12)	(23)	(33)
净利息	1	8	(1)	(5)	-537.4	(14)	-178.3	(50)	(99)	(165)
例外项目(包括商誉)	5	5	10	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	44	54	57	61	6.7	203	231.1	263	311	369
税项	(7)	(8)	(10)	(11)	-16.7	(35)	-209.8	(46)	(47)	(55)
税后利润	38	46	48	50	4.7	167	235.9	217	264	314
优先股股息及少数股权	0	0	0	0	-43.9	1	235.9	1	1	1
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	38	46	48	50	4.4	168	235.9	218	265	315
净利润(UBS)	33	42	40	50	25.0	168	235.9	218	265	315
税率(%)	14.9	14.3	17.1	18.7	9.4	17.5	-6.4	17.5	15.0	15.0
每股(Rmb)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
每股收益(UBS 稀释后)	0.21	0.24	0.23	0.29	25.0	0.67	133.1	0.87	1.06	1.26
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.24	0.27	0.28	0.29	4.4	0.67	133.1	0.87	1.06	1.26
EPS(UBS, 基本)	0.21	0.24	0.23	0.29	25.0	0.67	133.1	0.87	1.06	1.26
每股股息净值(Rmb)	0.00	0.15	0.06	0.06	4.3	0.14	133.1	0.18	0.22	0.26
每股账面价值	5.53	5.65	5.86	6.09	3.9	9.87	61.9	10.60	11.48	12.51
平均股数(稀释后)	157.33	173.60	173.60	173.60	0.0	250.23	44.1	250.23	250.23	250.23
资产负债表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
现金和现金等价物	629	513	360	180	-50.2	222	23.5	296	393	515
其他流动资产	288	432	586	557	-4.9	2,681	380.9	3,535	4,693	6,152
流动资产总额	917	945	946	737	-22.1	2,902	293.8	3,831	5,087	6,668
有形固定资产净值	89	85	100	150	49.4	189	26.4	221	247	269
无形固定资产净值	11	12	24	45	85.3	46	3.0	48	49	51
投资/其他资产	109	200	264	221	-16.2	187	-15.5	160	138	120
总资产	1,126	1,244	1,335	1,153	-13.6	3,325	188.4	4,259	5,521	7,107
应付账款和其他短期负债	31	58	56	70	24.3	346	396.4	451	595	774
短期债务	135	195	235	0	-	485	-	1,132	2,031	3,179
流动负债总额	166	253	291	70	-76.0	831	1091.5	1,583	2,626	3,953
长期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	0	11	21	21	0.0	21	0.0	21	21	21
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	166	264	312	91	-71.0	852	841.5	1,604	2,646	3,974
普通股股东权益	960	980	1,018	1,058	3.9	2,469	133.4	2,652	2,871	3,131
少数股东权益	(1)	(1)	5	5	-3.0	4	-10.4	4	3	2
负债和权益总计	1,126	1,244	1,335	1,153	-13.6	3,325	188.4	4,259	5,521	7,107
现金流量表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
净利润(支付优先股股息前)	38	46	48	50	4.4	168	235.9	218	265	315
折旧和摊销	7	7	8	14	81.9	16	18.6	19	21	23
营运资本变动净值	136	(94)	(102)	35	-	(1,265)	-	(537)	(713)	(893)
其他营业性现金流	(133)	54	58	12	-78.8	(568)	-	(163)	(203)	(223)
经营性现金流	48	13	11	111	877.1	(1,649)	-	(464)	(630)	(778)
有形资本支出	(75)	(96)	(53)	(41)	21.8	(23)	44.3	(24)	(27)	(29)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	1	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(4)	(6)	(76)	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(79)	(103)	(128)	(41)	67.8	(23)	44.3	(24)	(27)	(29)
已付股息	0	(26)	(10)	(10)	-4.3	(35)	-235.9	(45)	(55)	(55)
股份发行/回购	669	0	0	0	-	1,254	-	0	0	0
其他融资性现金流	(30)	(7)	(22)	(5)	79.45	11	-	(40)	(90)	(165)
债务及优先股变化	(17)	60	40	(235)	-	485	-	647	899	1,148
融资性现金流	622	27	8	(250)	-	1,715	-	562	754	929
现金流量中现金的增加/(减少)	591	(63)	(108)	(181)	-66.6	42	-	74	98	122
外汇/非现金项目	(45)	(53)	(45)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	546	(116)	(153)	(181)	-17.9	42	-	74	98	122

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。

信邦制药 (002390.SZ)

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)	NM	63.0	56.6	NM	64.7	49.7	40.9	34.4
市盈率 (UBS, 稀释后)	95.5	69.3	67.7	NM	64.7	49.7	40.9	34.4
股价/每股现金收益	NM	59.7	57.0	NM	58.9	45.8	37.9	32.1
权益 FCF (UBS) 收益率 %	(0.8)	(2.9)	(1.5)	0.9	(22.2)	(6.5)	(8.7)	(10.7)
净股息收益率(%)	0.0	0.9	0.4	0.1	0.3	0.4	0.5	0.6
市净率	3.7	3.0	2.7	7.1	4.4	4.1	3.8	3.5
企业价值/营业收入(核心)	9.4	7.1	5.7	NM	3.5	2.8	2.3	2.0
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	65.6	52.0	46.2	>100	27.5	24.3	20.2	17.2
企业价值/息税前利润(核心)	NM	NM	NM	NM	29.2	25.7	21.1	18.0
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	29.9	25.1
企业价值/运营投入资本	7.7	4.6	3.3	8.3	4.3	2.7	2.3	2.0
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	3,508	2,902	2,703	7,519	7,519	7,519	7,519	7,519
净债务 (现金)	(494)	(318)	(125)	(180)	263	836	1,637	2,664
少数股东权益	(1)	(1)	5	5	4	4	3	2
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	3,014	2,583	2,583	7,344	7,786	8,359	9,159	10,184
- 非核心资产	(4)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)
核心企业价值	3,010	2,573	2,573	7,334	7,776	8,349	9,149	10,174
增长率(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	-5.4	13.6	23.7	23.2	NM	33.5	33.0	31.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	-34.4	7.9	12.6	23.6	NM	21.9	31.8	30.0
息税前利润(UBS)	-38.3	11.1	12.8	14.5	NM	22.3	33.0	31.0
每股收益(UBS 稀释后)	-40.9	13.9	-4.7	25.0	133.1	30.0	21.6	18.8
每股股息净值	-	-	-61.9	4.3	133.1	30.0	21.6	18.8
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	65.1	64.4	62.7	62.5	43.0	43.5	43.5	43.5
息税折旧摊销前利润率	14.4	13.7	12.4	12.5	12.7	11.6	11.5	11.5
息税前利润率	12.1	11.8	10.8	10.0	12.0	11.0	11.0	11.0
净利 (UBS) 率	10.5	11.6	8.9	9.1	7.6	7.4	6.7	6.1
ROIC (EBIT)	9.8	7.7	6.3	6.3	14.8	10.5	10.8	11.0
税后投资资本回报率	8.4	6.6	5.2	5.1	12.2	8.7	9.2	9.4
净股东权益回报率(UBS)	5.5	4.3	4.0	4.8	9.5	8.5	9.6	10.5
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	0.9	2.4	3.6	4.5
净债务/总权益	(51.5)	(32.5)	(12.2)	(16.9)	10.7	31.5	57.0	85.0
净债务/(净债务 + 权益)	NM	(48.2)	(13.9)	(20.3)	9.6	24.0	36.3	46.0
净债务/企业价值	(16.4)	(12.4)	(4.9)	(2.4)	3.4	10.0	17.9	26.2
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	164.2	149.5	146.0	144.6
资本支出/营业收入(%)	23.4	26.7	11.8	7.5	1.0	0.8	0.7	0.6
息税前利润/净利息	NM	NM	62.1	11.2	19.3	6.5	4.4	3.4
股息保障倍数 (UBS)	-	1.6	4.0	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
股息支付率 (UBS) %	-	62.2	24.8	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7
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	319	362	448	551	2,217	2,959	3,934	5,152
总计	319	362	448	551	2,217	2,959	3,934	5,152
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	38	43	48	55	266	325	433	567
总计	38	43	48	55	266	325	433	567

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	+3.6%
预测股息收益率	0.3%
预测股票回报率	+3.9%
市场回报率假设	9.6%
预测超额回报率	-5.7%

风险声明

我们认为公司主要下行风险包括：1) 益心舒胶囊、脉血康胶囊近年来持续快速增长，成为公司业绩的重要支撑，若这些品种销售增速放缓，将对公司业绩增长造成影响；2) 公司如果重组成功，经营将覆盖医药工业、商业、医疗服务全产业链，由于重组涉及业务较多，数额较大，公司整合效果若达不到预期，业绩增长将受到影响。

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%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期 ±6% 范围内。	45%	35%
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 2013 年 12 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

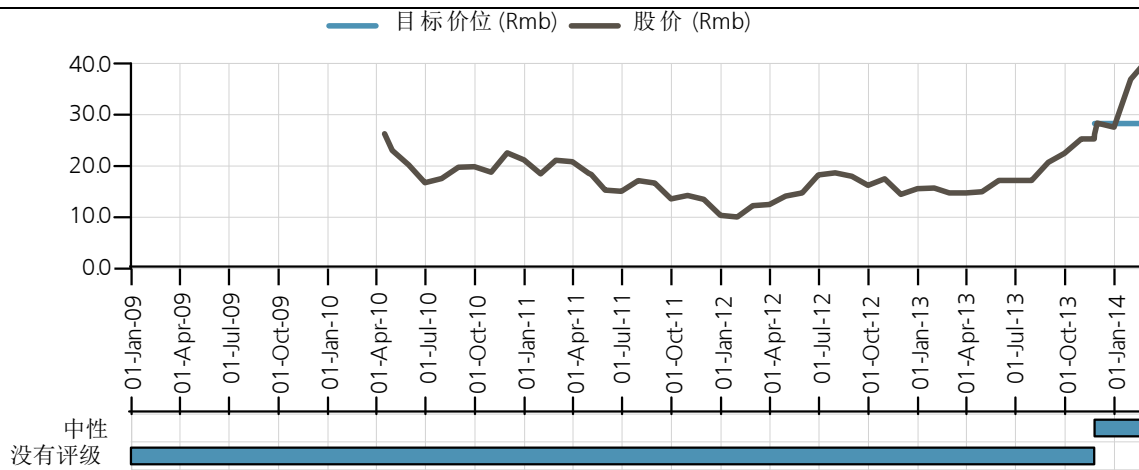
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
信邦制药	002390.SZ	中性	不适用	Rmb39.37	2014 年 02 月 20 日

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。

信邦制药 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 2 月 20 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。瑞银可能进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)授权并由英国金融行为监管局(FCA)和英国审慎监管局(AMF)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(ACPR)和金融市场监管局(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 (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział 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)授权并由英国金融行为监管局(FCA)和英国审慎监管局(AMF)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/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,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 and 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。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主体或元素。© 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。

