

以岭药业

独特理论体系和学术资源支持公司发展

独特理论体系和学术资源有力支持公司产品研发和销售

董事长吴以岭院士及其创立的“络病学”为公司带来独特的理论体系支持和学术资源。这两者赋予公司独特优势：1、从组方到临床的高效、可复制研发通路。2、大规模循证医学实验推动产品放量，打造从顶级专家到三甲医院再到基层的推广网络。现在公司心脑血管产品线布局初步完成，成熟品种、成长品种、潜力品种层次分明。糖尿病、抗感冒、抗肿瘤产品线正在完善，我们认为长期看均有望培育出 10 亿以上产品群。

基药招标有望推动业绩快速增长

占公司收入约 90% 的三大主力产品通心络胶囊、参松养心胶囊、连花清瘟胶囊/颗粒均已入选 2012 版国家基药目录。公司产品均为独家专利中药，价格维护能力强，且已组建 2600 人的基层销售队伍，我们预计随各省基药招标开展，将成为基药红利最大受益者。

后续产品丰富

公司共有 8 个专利中药在申请生产批件或者进入临床 II、III 期阶段，我们预计其中糖尿病并发症领域产品周络通胶囊和芪黄名目胶囊均有望于今年或明年上半年获批，与现有治疗糖尿病主症的津力达颗粒相结合，完善糖尿病产品线。

估值：维持目标价 40.0 元，上调评级至“买入”

我们维持公司 14-16 年 EPS 0.75/0.97/1.20 元，根据瑞银 VCAM 贴现现金流模型（WACC 7.7%）得到目标价 40 元。从 4 月初至今股价已调整 20%，我们上调评级至“买入”。

Equities

中国

药品

12 个月评级

买入

之前：中性

12 个月目标价

Rmb40.00

股价

Rmb28.60

路透代码: 002603.SZ 彭博代码 002603 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb38.75-26.26
市值	Rmb15.8 十亿/US\$2.55 十亿
已发行股本	553 百万 (ORDA)
流通股比例	25%
日均成交量(千股)	1,958
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb61.4
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb4.62 十亿
市净率 (12/14E)	3.4x
净债务 / EBITDA	NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/14E	0.75	0.75	0.06 0.71
12/15E	0.97	0.97	0.27 0.96
12/16E	1.20	1.20	-0.09 1.29

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	1,953	1,649	2,490	3,186	3,979	4,760	5,474	6,295
息税前利润(UBS)	489	149	235	475	625	771	947	1,102
净利润 (UBS)	417	162	231	421	549	677	834	975
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.83	0.29	0.41	0.75	0.97	1.20	1.48	1.73
每股股息 (Rmb)	0.08	0.10	0.10	0.15	0.19	0.23	0.44	0.00
现金 / (净债务)	1,760	1,452	710	733	809	1,173	1,538	2,022
盈利能力	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	25.0	9.0	9.4	14.9	15.7	16.2	17.3	17.5
ROIC (EBIT) (%)	34.5	6.9	7.9	12.8	15.3	17.6	20.4	22.3
EV/EBITDA(core)x	27.4	59.5	47.8	28.6	21.9	17.5	14.0	11.7
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	36.6	87.0	68.9	38.3	29.4	23.8	19.3	16.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	0.6	2.3	2.4	0.4	1.0	2.8	2.9	4.4
净股息收益率(%)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.7	0.8	1.6	0.0

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 07 月 11 日 22 时 37 分的股价(Rmb28.60)得出；

www.ubssecurities.com

本报告由瑞银证券有限责任公司编制。分析师声明及要求披露的项目从第 10 页开始。UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此，投资者应注意，本公司可能会对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

2014/07/14 09:26

投资主题

以岭药业

投资理由

董事长吴以岭院士及其创立的“络病学”为公司带来独特的理论体系支持和学术资源。该理论体系和学术资源又赋予了公司高效、可复制的研发通路和由顶级专家到三甲医院再到基层的临床推广通道。公司产品梯队合理，后续产品丰富。主要的三大产品均已进入新版基药目录，各省基药招标陆续进行，基药红利有望在明年体现。

乐观情景

乐观假设 2014 年规模效益降低销售费用率到 40%，我们估算公司 2014 年 EPS 有望达到 0.86 元，每股估值有望达到 45.86 元。

悲观情景

悲观假设 2014 年公司销售费用率维持 45.5% 的高位，我们估算公司 2014 年 EPS 将降低到 0.59 元，每股估值有望达到 31.47 元。

近期催化剂

1、中报业绩超预期；2、7 月 28 日 4.68 亿股解禁，其中包括董事长吴以岭 1.87 亿股、总经理吴相君 1.24 亿股，大股东及管理层与二级市场利益更一致。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb40.00

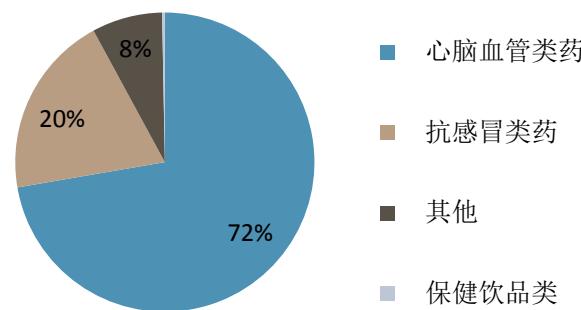
公司简介

以岭药业是由络病学代表人物吴以岭院士创办，公司主要致力于专利中成药的研发、生产与销售。公司凭借出色的研发力，多次承担国家“973”、“863”专项和国家科技攻关、支撑及生物医药重大专项等国家及省部级重大项目，获科技奖励 20 余项。目前公司已形成心脑血管病用药、感冒用药、抗肿瘤药、糖尿病用药 4 大产品群，部分品种已成为细分市场的一线用药。

行业展望

公司产品均为独家、专利处方中药，主要应用领域为心血管病、感冒、糖尿病、肿瘤。中成药在这些领域已经有良好市场基础。我们预计行业长期能够维持 15-20% 的扩张速度。另外，在现行药品招标体系和销售体系中，市场份额有望逐渐向有定价能力的独家品种集中。我们认为未来产品本身竞争力、公司学术推广能力、产品线拓展能力将决定市场竞争格局。

收入按产品分布，2013 (%)



数据来源：公司公告

图表 1：各类产品的毛利，2013

	单位: 亿元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
心脑血管类	8.56	11.98	16.39	20.24	24.43	
抗感冒类	2.15	3.55	4.80	6.17	7.06	
其他	0.54	1.06	0.47	0.77	1.59	
合计	11.24	16.59	21.67	27.18	33.08	

来源: 公司公告，瑞银证券预测

可复制的研发及销售模式

从组方到临床：高效、可复制的研发路径，支撑后续增长动力

我们认为吴以岭院士的络病理论及其学术资源网络，为从组方研究到临床推广提供了高效的研发通路。

(1) 在产品研究环节，公司基于络病理论进行组方创新，其高开发效率造就

了现有的良好产品梯队；公司后续产品丰富，支撑后续增长动力。

图表 2: 以岭药业产品线

领域	产品	适应症	获批时间/进展	医保	基药	2013 年收入估算
心脑血管	通心络胶囊	冠心病/脑	1998	甲类	国家基药	9-10 亿
	参松养心胶囊	心律失常	2003	甲类	国家基药	8 亿
	芪苈强心胶囊	慢性心衰	2004	乙类	5 省增补	2 亿
呼吸道	连花清瘟胶囊/颗粒/片	感冒	2004/2010/2008	乙类	国家基药	5 亿
	连花急支片	急性支气管	三期临床	-	-	-
	连花定喘片	慢性支气管	二期临床	-	-	-
糖尿病及其并发症	津力达颗粒	II型糖尿	2005	乙类	5 省增补	-
	周络通胶囊	糖尿病周围神经病变	已报生产批件	-	-	-
	芪黄明目胶囊	糖尿病视网膜病变	已报生产批件	-	-	-
	津力糖平片	II型糖尿病	二期临床	-	-	-
肿瘤	养正消积胶囊	肿瘤辅助用药	2004	乙类	3 省增补	-
	参灵蓝胶囊	肿瘤辅助用药	2002	无	无	-
神经系统	百灵安神片	失眠症	三期临床	-	-	-
	枣椹安神口服液	失眠	2002	无	-	-
	解郁除烦胶囊	轻中度抑郁症	三期临床	-	-	-
其他	八子补肾胶	补肾温阳	2002	无	-	-
	柴芩通淋片	下尿路感染	三期临床	-	-	-

来源:公司公告，瑞银证券估算,红色为在研产品

(2) 疗效验证环节，以岭集团全资持有综合性三甲医院-河北以岭医院，以岭医院拥有心血管科、脑血管科、糖尿病科、肿瘤科等 10 多个科室。其中医师采用的组方及院内制剂是临床显效品种的筛选平台。我们可以推断，以岭药业获批的品种，均已经过了资深中医师的大样本临床实践，其产品的竞争力很可能超预期。

图表 3: 通心络胶囊方义及来源

主治	组方来源	方义
通心络	冠心病、脑梗塞	吴以岭院士自创、并经临床有限验证后成药 人参为君药，水蛭、土鳖虫、全蝎、蜈蚣、蝉蜕共为臣药，赤芍、冰片共为佐使

来源:产品说明书，瑞银证券整理

循证医学实验：论证产品疗效，搭建自上而下销售网络，推动产品快速放量

吴以岭院士的学术网络也赋予了公司出色的推广能力：

- 1) 有理论支持的自上而下推广。吴以岭院士创建“络病学”，是“络病理论指导血管病变的基础研究”这一国家973课题的首席科学家。通过多个络病学学术组织及科研课题，以岭药业汇集了众多顶级三甲医院的学术领头专家，更成立了以岭药业院士工作站，签约了杨胜利、王永炎、张伯礼、张运、侯惠民、唐希灿等10余位院士。形成了以专家、学科带头人→三甲医院医生→县级、基层医院医生的自上而下推广方式。我们认为公司资金实力支持络病学的发扬光大，而络病学的拓展将带动公司产品的销量高速增长。
- 2) 循证医学研究拓展产品影响力，是专利中药学术营销的基石。上市后产品的大样本临床再评价和循证研究是国外专利药上市后的常见推广路线。对于企业的产品力、专家资源组织能力、资金实力都有很高的要求。公司学术专家网络、充裕的现金流是循证医学研究的有力支撑。循证医学实验多在相关领域内最有影响力的医院和一流三甲医院进行，其本身就是学术推广的一部分。而能够证明其有效性的结果是其后续推广的有力支持。
- 3) 良好的循证实验结果也是产品进入医保、基药目录，获得国家科技进步奖项等的重要支持，可增强对行政性药品降价抵御能力。

图表4：公司对已上市产品进行的循证医学实验。

	结束时间	内容	病例数	参与医院
通心络胶囊	2009	急性心梗 PCI 术后无再流	219例	北京阜外心血管病医院牵头，9家三甲医院参与
		急性脑梗	2000例	
	2014E	颈动脉斑块的预后研究	1200例	
参松养心胶囊	2009	心律失常	1476例	北京阜外医院、朝阳医院、南京医科大学一附院牵头 32家三甲医院
		慢性心衰伴早搏	460例	
		窦缓伴早搏患者临床疗效	330例	
连花清瘟胶囊	2009	H1N1流行性感冒	256例	首都医科大附属北京佑安医院牵头 国内9家大型传染病医院、疾控中心联合开展
芪苈强心胶囊	2012	治疗慢性心衰	512例	南京医科大一附大、北京阜外医院牵头 20多家三甲医院
养正消积胶囊		改善恶性肿瘤患者生活质量		
养正消积胶囊		联合化疗治疗晚期非小细胞肺癌	520例	
津力达颗粒		2型糖尿病	360例	

来源：公司公告，瑞银证券整理，其中，红色部分为已经完成

公司在 2012 年发布的芪苈强心胶囊循证实验，带动产品 2013 年翻番增长，我们预计在 2014 年仍将伴随覆盖医院向更多地三级、二级医院延伸高速扩张，预计未来 2-3 年有望达到 5 亿左右水平。

2014 年，公司有望发布通心络胶囊的“颈动脉斑块的预后研究”和参松养心胶囊循证实验结果。我们预计将拓展这两个大产品在临床上的应用。

基药招标有望推动业绩快速增长

基药招标进度：今年以来，青海、吉林、山东、上海、广东新版基药招标已经出结果，安徽省、湖北、甘肃出台基药招标正在进行中。

图表 5:各省基药招标进度

招标时间		对基药品种使用要求
北京	2013.4 启动基药增补招标，8 月公布结果	基层医疗机构优先使用最低价品种。使用数量应达到 30%以上
青海	2013.7 启动招标，10 月公布结果	
吉林	2013.6 启动，2014.4 陆续公布各批结果	
山东	2013.9 启动基药招标，2014.1-2014.5 逐批公布结果	基层医疗机构只配备使用最低价品种
上海	2013.10 启动基药招标，2014.4 公布结果	
广东	2013.11 公布方案，2014.1 首次中标结果公告	
进行中的招标省份		
安徽	2014.5 启动	二级以上医院基药使用比例大增：县级医疗机构基药使用比例大于等于 80%，省市级医疗机构大于等于 70%。二级以上医院基药使用比例大增：县级医疗机构基药使用比例大于等于 80%，省市级医疗机构大于等于 70%。
甘肃	2014.4 启动	综合评分高的且价格高者限在二级以上医疗机构使用，价格最低者在全省范围内使用
湖北	2014.5 启动	优质优价、单独定价产品，如基药不中，仍可保留二级以上医院市场。

来源:各省招标网站。

公司基层市场销售队伍组建较晚，即使进入基药目录最早的通心络胶囊，其基药销售占比也仅有 20% 左右。公司现在基药销售队伍已经组建完毕，且参松养心、连花清瘟也新进入国家基药目录。随着招标省份逐渐增多，我们预计将推动公司业绩增长。

估值：目标价 40 元，上调评级至“买入”

我们看好公司基层销售队伍逐渐成熟、各省基药招标逐渐开展后未来基药销售的潜力，看好在循证医学实验带动下，一线产品适应证拓展带来的二次放量和二线产品的快速增长。我们的目标价对应 2014-16 年 PE 为 53/41/33 倍，相对于中药板块估值偏高，但是考虑到以 2013 年为基数，公司 14/15/16 年净利润复合增速分别高达 83%/54%/43%，以及公司独有的竞争力和长期前景，我们认为目标价合理，上调评级至“买入”。

图表 5:中药类公司估值水平 (以 2014 年 7 月 11 日收盘价为准)

证券代码	证券简称	当前股价	EPS			PE			PEG		
600535	天士力	36.29	1.38	1.77	2.24	26	21	16	0.86	0.70	0.57
600557	康缘药业	26.80	0.76	1.02	1.15	35	26	23	1.27	0.95	0.87
300026	红日药业	27.22	0.77	1.06	1.43	35	26	19	1.18	0.76	0.55
平均						32	24	20	1.11	0.80	0.67
002603	以岭药业	40.00	0.75	0.97	1.2	53	41	33	0.86	0.76	0.70

来源:天士力、红日药业为万得一致预期, 康缘药业、以岭药业为瑞银证券估算

以岭药业 (002603.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	1,953	1,649	2,490	3,186	27.9	3,979	24.9	4,760	5,474	6,295
毛利	1,336	1,125	1,660	2,167	30.5	2,718	25.4	3,308	3,821	4,406
息税折旧摊销前利润(UBS)	548	212	315	526	67.2	684	29.8	836	1,018	1,177
折旧和摊销	(59)	(63)	(80)	(51)	-35.7	(58)	13.7	(65)	(71)	(75)
息税前利润(UBS)	489	149	235	475	102.3	625	31.6	771	947	1,102
联营及投资收益	0	0	7	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	(5)	(4)	(3)	(7)	-134.4	(10)	-40.6	(5)	(7)	(8)
净利息	6	44	34	22	-36.5	23	6.9	30	41	53
例外项目(包括商誉)	43	28	16	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	533	216	289	489	69.2	638	30.4	796	981	1,147
税项	(78)	(30)	(45)	(69)	-52.1	(89)	-30.4	(119)	(147)	(172)
税后利润	454	186	244	421	72.3	549	30.4	677	834	975
优先股股息及少数股权	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	454	186	244	421	72.3	549	30.4	677	834	975
净利润(UBS)	417	162	231	421	82.5	549	30.4	677	834	975
税率(%)	14.7	14.1	15.6	14.0	-10.1	14.0	0.0	15.0	15.0	15.0
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	0.83	0.29	0.41	0.75	80.6	0.97	30.4	1.20	1.48	1.73
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.90	0.34	0.44	0.75	70.5	0.97	30.4	1.20	1.48	1.73
每股收益(UBS, 基本)	0.83	0.29	0.41	0.75	80.6	0.97	30.4	1.20	1.48	1.73
每股股息净值(Rmb)	0.08	0.10	0.10	0.15	44.4	0.19	30.4	0.23	0.44	0.00
每股账面价值	6.70	6.96	7.71	8.37	8.6	9.21	10.1	10.24	11.51	12.82
平均股数(稀释后)	503.21	552.50	557.95	563.88	1.1	563.88	0.0	563.88	563.88	563.88
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	1,962	1,499	710	733	3.3	809	10.3	1,173	1,538	2,022
其他流动资产	1,220	1,195	1,986	2,167	9.1	2,571	18.6	2,855	3,253	3,643
流动资产总额	3,183	2,695	2,695	2,900	7.6	3,380	16.5	4,028	4,790	5,664
有形固定资产净值	540	519	670	972	45.0	1,243	27.9	1,473	1,633	1,739
无形固定资产净值	264	341	354	356	0.4	340	-4.5	323	308	293
投资/其他资产	239	611	938	939	0.1	749	-20.2	559	413	308
总资产	4,225	4,166	4,658	5,166	10.9	5,711	10.5	6,383	7,144	8,005
应付账款和其他短期负债	219	130	247	392	58.5	470	20.1	573	632	768
短期债务	155	0	0	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	374	130	247	392	58.5	470	20.1	573	632	768
长期债务	47	47	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	103	144	153	152	-0.3	152	-0.1	152	152	151
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	524	321	400	544	36.1	622	14.4	725	784	920
普通股股东权益	3,702	3,845	4,258	4,623	8.6	5,089	10.1	5,659	6,360	7,085
少数股东权益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
负债和权益总计	4,225	4,166	4,658	5,166	10.9	5,711	10.5	6,383	7,144	8,005
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	454	186	244	421	72.3	549	30.4	677	834	975
折旧和摊销	59	63	80	51	-35.7	58	13.7	65	71	75
营运资本变动净值	(946)	(23)	(676)	(44)	93.5	(320)	NM	(181)	(339)	(253)
其他营业性现金流	538	93	732	(18)	-	(14)	20.6	(25)	(35)	(46)
经营性现金流	105	319	380	410	8.2	273	-33.4	536	531	751
有形资本支出	0	0	0	(352)	NM	(123)	65.1	(89)	(68)	(61)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	0	0	0	(352)	NM	(123)	65.1	(89)	(68)	(61)
已付股息	(27)	(42)	(55)	(56)	-2.1	(82)	-45.9	(107)	(132)	(250)
股份发行/回购	65	0	11	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(38)	43	44	21	-51.12	8	-63.64	25	34	44
债务及优先股变化	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	0	0	0	(35)	-	(74)	-113.2	(83)	(98)	(206)
现金流量中现金的增加/(减少)	105	319	380	23	-93.8	76	222.7	364	365	484
外汇/非现金项目	1,454	(782)	(1,169)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	1,559	(463)	(789)	23	-	76	222.7	364	365	484

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。

以岭药业 (002603.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)	33.7	NM	65.1	38.3	29.4	23.8	19.3	16.5
市盈率 (UBS, 稀释后)	36.6	87.0	68.9	38.3	29.4	23.8	19.3	16.5
股价/每股现金收益	32.1	62.6	51.2	34.1	26.6	21.7	17.8	15.4
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	0.6	2.3	2.4	0.4	1.0	2.8	2.9	4.4
净股息收益率(%)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.7	0.8	1.6	0.0
市净率	4.5	3.7	3.7	3.4	3.1	2.8	2.5	2.2
企业价值/营业收入(核心)	7.7	7.6	6.0	4.7	3.8	3.1	2.6	2.2
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	27.4	59.5	47.8	28.6	21.9	17.5	14.0	11.7
企业价值/息税前利润(核心)	NM	NM	NM	NM	24.0	19.0	15.1	12.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	NM	NM	NM	25.2	18.7	15.2	12.4
企业价值/运营投入资本	NM	5.8	5.1	4.1	3.7	3.3	3.1	2.8
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	16,786	14,064	15,744	15,802	15,802	15,802	15,802	15,802
净债务(现金)	(1,760)	(1,452)	(710)	(733)	(809)	(1,173)	(1,538)	(2,022)
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0	0
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	15,026	12,612	15,034	15,068	14,993	14,629	14,264	13,780
非核心资产	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
核心企业价值	15,025	12,611	15,032	15,067	14,991	14,627	14,263	13,778
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	18.4	-15.6	51.0	27.9	24.9	19.6	15.0	15.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	38.4	-61.3	48.5	67.2	29.8	22.4	21.7	15.6
息税前利润(UBS)	40.8	-69.5	57.5	102.3	31.6	23.3	22.9	16.3
每股收益(UBS 稀释后)	0.9	-64.7	41.2	80.6	30.4	23.3	23.2	17.0
每股股息净值	13.9	18.4	1.1	44.4	30.4	23.3	89.0	-
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	68.4	68.2	66.6	68.0	68.3	69.5	69.8	70.0
息税折旧摊销前利润率	28.1	12.9	12.6	16.5	17.2	17.6	18.6	18.7
息税前利润率	25.0	9.0	9.4	14.9	15.7	16.2	17.3	17.5
净利(UBS)率	21.4	9.8	9.3	13.2	13.8	14.2	15.2	15.5
ROIC (EBIT)	34.5	6.9	7.9	12.8	15.3	17.6	20.4	22.3
税后投资资本回报率	29.4	5.9	6.7	11.0	13.2	15.0	17.3	19.0
净股东权益回报率(UBS)	17.4	4.3	5.7	9.5	11.3	12.6	13.9	14.5
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	(3.2)	(6.9)	(2.3)	(1.4)	(1.2)	(1.4)	(1.5)	(1.7)
净债务/总权益 %	(47.6)	(37.8)	(16.7)	(15.9)	(15.9)	(20.7)	(24.2)	(28.5)
净债务/(净债务 + 总权益) %	(90.7)	(60.7)	(20.0)	(18.8)	(18.9)	(26.1)	(31.9)	(39.9)
净债务/企业价值	(11.7)	(11.5)	(4.7)	(4.9)	(5.4)	(8.0)	(10.8)	(14.7)
资本支出 / 折旧 %	0.0	0.0	0.0	NM	NM	181.1	122.8	101.4
资本支出/营业收入(%)	0.0	0.0	0.0	11.0	3.1	1.9	1.2	1.0
息税前利润/净利息	NM							
股息保障倍数 (UBS)	9.8	2.9	4.1	5.1	5.1	5.1	3.3	-
股息支付率 (UBS) %	10.2	34.2	24.4	19.6	19.6	19.6	30.0	-
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	1,953	1,649	2,490	3,186	3,979	4,760	5,474	6,295
总计	1,953	1,649	2,490	3,186	3,979	4,760	5,474	6,295
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	489	149	235	475	625	771	947	1,102
总计	489	149	235	475	625	771	947	1,102

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	+39.9%
预测股息收益率	0.7%
预测股票回报率	+40.6%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+31.4%

风险声明

我们认为公司的主要风险包括：1、限售股解禁后部分股东出售导致股价有压力。2、主要原材料价格波动，公司 EPS 对主要原材料采购价格敏感性较高，原材料价格上涨可能对公司利润产生较大负面影响。3、基药招标持续延迟，公司主要产品均以进入 2012 版基药目录，各省招标延迟导致产品销售不达预期。

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。	48%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	41%	30%
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 06 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述及内容的限制。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

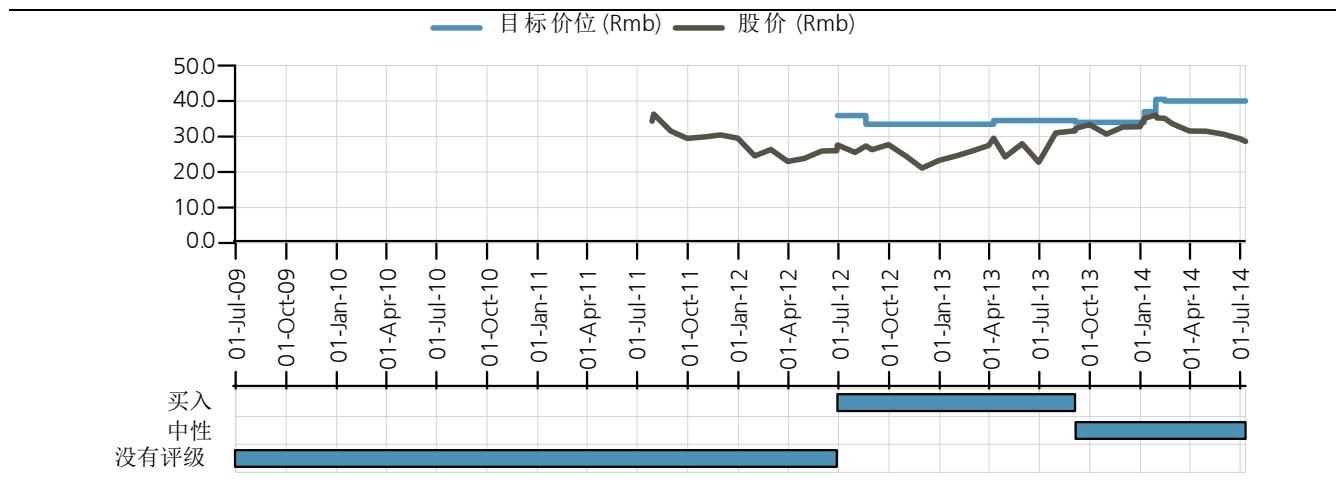
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
以岭药业	002603.SZ	中性	不适用	Rmb28.60	2014 年 07 月 11 日

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。

以岭药业 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 7 月 11 日

全球声明

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

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

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险，投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者，并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险，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 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）监管的挂牌投资推介商。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股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel 和 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网。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：**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。**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：**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。

