

天康生物

成长可见度高，上调目标价

13 年商品化疫苗收入有望增长 5 倍

在我们 13 年 9 月实地调研和发布公司买入报告之后，公司商品化疫苗的高速成长性正在被市场高度关注。我们预计公司 13 年商品化疫苗有望收入约 1 亿元，同比增长约 5 倍，其中猪蓝耳疫苗和口蹄疫疫苗约各 5000 万元左右（视结算进度而略有差异），该业务的高速成长可见性强。

近期再获新突破，预计 14 年仍有高成长性

公司猪口蹄疫苗悬浮培养工艺已在 13 年 12 月通过 GMP 验证，我们预计在 14 年一季度有望获得批文。此外，公司猪蓝耳疫苗 14 年有望进入普及期，并享受示范效应带来的订单，我们认为具有 2-3 亿元收入空间。公司禽流感疫苗在 13 年 12 月已获得临床许可，进一步拓展了潜在业务空间。

农业规模化加速，上调盈利预测

我们认为十八届三中全会后将进一步推动中国农业规模化，公司作为优质疫苗供应商，未来扩张空间得到拓展。在上调销量和单价预期并考虑 13 年增发因素后，我们将公司 2013-2017 年 EPS 由 0.39/0.52/0.65/0.81/1.00 元上调为 0.42/0.52/0.70/0.89/1.10 元。

估值：上调目标价到 14.5 元，维持“买入”评级

我们上调了盈利预期，并对公司长期前景更为乐观，相应将目标价由 10.7 元上调为 14.5 元，维持“买入”评级。目标价基于瑞银 VCAM 模型，WACC 假设为 8.2%。

Equities

中国

农业

12 个月评级

买入

保持不变

12 个月目标价

Rmb14.50

之前: Rmb10.70

股价

Rmb11.58

路透代码: 002100.SZ 彭博代码 002100 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb11.78-6.05

市值 Rmb4.44 十亿/US\$0.73 十亿

已发行股本 383 百万 (ORDA)

流通股比例 90%

日均成交量(千股) 6,668

日均成交额(Rmb 百万) Rmb62.8

普通股股东权益 (12/13E) Rmb1.69 十亿

市净率 (UBS, 12/13E) 3.0x

净债务 / EBITDA 0.3x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	%	市场预测
12/13E	0.39	0.42	7.04	0.37
12/14E	0.52	0.52	-0.42	0.50
12/15E	0.65	0.70	7.39	0.65

王鹏

分析师

S1460511040005

dennis.wang@ubssecurities.com

+86-213-866 8837

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	2,369	2,984	3,327	3,822	4,353	5,029	5,792	6,584
息税前利润(UBS)	159	119	143	224	314	429	534	651
净利润(UBS)	107	77	108	169	225	305	387	477
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.29	0.20	0.28	0.42	0.52	0.70	0.89	1.10
每股股息(Rmb)	0.03	0.08	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净债务/(现金)	(510)	(509)	(388)	(75)	72	169	396	695
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(%)	6.7	4.0	4.3	5.9	7.2	8.5	9.2	9.9
ROIC (EBIT) (%)	10.6	7.7	9.0	13.5	17.7	22.6	25.9	29.7
EV/EBITDA(core)x	23.4	25.1	15.9	16.6	11.7	8.7	7.1	5.3
市盈率(UBS, 稀释后) (x)	39.1	52.2	26.7	27.7	22.4	16.5	13.0	10.5
权益自由现金流(UBS) 收益率 %	1.6	0.4	5.0	0.6	4.4	3.8	7.0	8.8
净股息收益率(%)	0.3	0.7	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	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 2013 年 12 月 05 日 11 时 26 分的股价(Rmb11.58)得出;

投资主题

天康生物

投资理由

公司是动物疫苗行业的挑战者，在已经稳固政府招标苗份额排名第二之后，有望通过开拓商品化疫苗“蓝海”市场而推动盈利快速增长。

公司在 2012 年开始进入商品化动物疫苗的直销市场，如猪蓝耳病和口蹄疫疫苗等。我们预计中国种猪场对猪蓝耳病疫苗的市场潜在需求约 10 亿元，预计公司有望通过产品优势和高效营销能力获取 20-30% 份额，盈利有望进入快速增长期。

市场可能担忧商品苗行业空间和公司竞争力。我们认为养殖规模化推动了疫苗行业空间快速扩张，且公司在疫苗招标上的成功并持续增加的兽药批文，已证明公司的营销和研发能力。我们看好公司在商品疫苗市场前景，我们预测公司 2013-15 年 EPS 为 0.42/0.52/0.70 元(市场一致预期 0.35/0.47/0.62)，目标价 14.5 元(WACC8.2%)，对应 13-15 年 PE 为 35/28/21 倍，给予“买入”评级。

乐观情景

如果公司优质商品化的猪蓝耳弱毒疫苗和合成肽口蹄疫疫苗获得市场认可，市场份额迅速超过 10%，同时饲料业务受益于大豆和玉米成本降低，则公司有望实现盈利快速增长。基于瑞银 DCF/VCAM 估值模型，估值可能达到 15.9 元/股。

悲观情景

如果生猪价格低迷导致商品化疫苗市场增长缓慢，同时饲料业务销售压力加大，则公司可能盈利增速明显降低，估值可能跌到 10.4 元/股。

近期催化剂

公司商品化疫苗业务有望收入增加和市场份额提升；猪瘟 E II 疫苗及猪圆环病毒疫苗或获批，可能成为股价正面催化剂。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb14.50

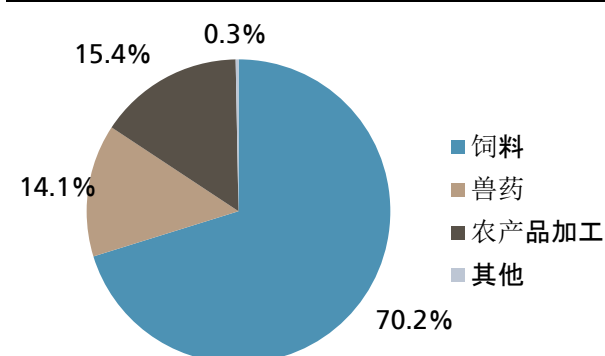
公司简介

天康生物主营动物生物药品、饲料及添加剂生产、棉籽加工、畜禽（含种畜禽）繁育养殖业务。公司立足新疆，向中原、东北等地布局产能，销售区域已经覆盖全国。公司动物生物药品业务已经拥有中国农业部核发的口蹄疫疫苗、猪蓝耳病疫苗、猪瘟疫苗等多类疫苗的生产批文；饲料品种涵盖预混料、浓缩料、配合料在内的 100 多个畜禽饲料品种；公司的棉籽加工业务分布在新疆棉花产区。

行业展望

我们认为，动物饲料行业将快速走向规模优势。而动物疫苗行业正处于养殖户觉醒期，更贵但更好的商品化疫苗正在普及。我们相信公司有望打开商品化动物疫苗市场并获得较大市场份额。

收入按产品分布，2012 (%)



来源:公司公告

各类产品毛利

单位: 百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
毛利					
饲料	149.5	174.8	199.8	247.0	275.0
兽药	273.1	306.3	388.9	478.6	581.3
农产品加工	15.0	40.6	80.0	80.0	80.0
其他	12.0	4.0	5.0	5.0	5.0
总计	449.6	525.6	673.7	810.6	941.3

来源:公司公告、瑞银证券估算

13 年商品化疫苗收入有望增长 5 倍，成长性可见度高

在我们 13 年 9 月实地调研并发布天康生物报告之后，公司的商品化疫苗业务的高速成长性正在被市场关注和认可。我们对公司进行了持续跟踪，公司疫苗后续发展趋势支持了我们此前的判断，我们认为公司成长性仍有望超出市场预期，股价仍有向上空间。

我们预计，公司 2013 年商品化疫苗收入约 1 亿元，较 2012 年 2000 万元水平增长约 5 倍。这主要得益于公司突出的产品优势和高效的营销能力。我们估计其中双基因缺失的猪蓝耳疫苗和口蹄疫疫苗约各 5000 万元左右（视结算进度而略有差异），高速增长可见性强。

近期再获新突破，预计 14 年商品化疫苗仍有高成长性

一方面，悬浮培养工艺近期获得突破。公司猪口蹄疫疫苗的悬浮培养工艺改造已经在 13 年 12 月通过国家 GMP 验证，我们预计在 2014 年一季度将获得生产批文。公司采用了无血清悬浮培养技术，也属于市场领先产品，与主要竞争对手的低血清悬浮培养技术各有千秋。我们认为公司有望分享猪口蹄疫商品化疫苗的市场成长。

另一方面，公司猪蓝耳疫苗经过 2012 年的试用，有望在 2014 年进入普及期。尤其是公司前期大力打入大型猪场，销售以推力为主，从 2014 年开始，公司有望享受示范效应的品牌拉力。对比猪口蹄疫和蓝耳病的危害性和疫苗需求，我们认为公司猪蓝耳病疫苗单品实现 2-3 亿元市场空间具有可能性（市场容量分析可参见我们前期报告）。

后备疫苗品种进展顺利。公司禽流感疫苗在 2013 年 12 月获得的临床许可，而猪瘟 E2 疫苗正在申报临床，同时猪圆环病毒疫苗也进展顺利。我们认为，公司已经具备了良好的疫苗梯队和研发体系机制，如果在销售激励上保持高效，已经具有中国商品化动物疫苗行业头羊的潜力。

农业规模化加速，上调盈利预测

在党的十八届三中全会文件中，中央已经明确了推动农业规模化的总体方向。我们认为，从 2013 年生猪跌破成本价而仔猪仍然积极补栏来看，生猪的养殖规模化已经走出启动期，进入快速成长阶段。我们认为公司未来成长空间得到扩张，盈利趋势向好，因此我们上调盈利预测。

1) 上调商品化疫苗收入

我们将商品化疫苗收入分拆为猪蓝耳和猪口蹄疫两部分。考虑到公司猪口蹄疫悬浮培养技术获得突破并预期在 2014 年获得生产批文，我们预期 2015-2017 年该疫苗收入为 1.35/1.8/2.25 亿元。

此外，我们预期公司猪瘟 E2 和猪圆环疫苗有望在 2015 年获得突破性进展。由于存在较大不确定性，我们在公司“其他疫苗”收入预测中略上调了对 16-

17 年售价和销量预期，单价由 0.5/0.5 元上调为 0.55/0.6 元，销量由 1.5/2.5 亿份上调为 2.0/3.0 亿份，以反映对该业务更高的预期。

2)政府招标禽流感疫苗业务有望实现收入

据报道，公司禽流感疫苗已进入临床阶段，我们预计最晚 2015 年有望获得生产批文。我们将公司 2015-2017 年销量预计由 5000/10000/15000 万羽份上调为 5000/10000/20000 万羽份。

3)盈利预测上调

根据我们新的预测，我们将公司 2013-2017 年 EPS 预期从 0.39/0.52/0.65/0.81/1.00 元上调为 0.42/0.52/0.70/0.89/1.10 元，反映我们对公司长期前景更为乐观的看法。改变我们预期的是国家进一步推动土地流转和扶持规模化养殖的政策环境，以及国内规模养殖企业迅速发展的经济环境。

图片 1: 我们上调了对 2015-2017 年的盈利预测

单位: 百万元	调整后					调整前				
	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
收入	3,822	4,353	5,029	5,792	6,584	3,825	4,326	5,013	5,744	6,527
收入增长率 (YOY)	14.9%	13.9%	15.5%	15.2%	13.7%	14.9%	13.1%	15.9%	14.6%	13.6%
成本	3,148	3,542	4,088	4,666	5,261	3,158	3,547	4,100	4,667	5,263
毛利率	17.6%	18.6%	18.7%	19.4%	20.1%	17.4%	18.0%	18.2%	18.8%	19.4%
销售费用	237	270	277	319	362	230	247	276	316	359
管理费用	203	222	231	266	303	203	212	231	264	300
净利润	169	225	305	387	477	169	226	284	352	435
净利润增长率 (YOY)	56.4%	33.1%	35.8%	26.6%	23.4%	56.4%	33.2%	25.9%	23.6%	23.7%
EPS (元)	0.42	0.52	0.70	0.89	1.10	0.39	0.52	0.65	0.81	1.00

来源: 瑞银证券估算

估值: 上调目标价到 14.5 元, 维持买入评级

我们对公司维持看好的判断。我们认为公司激励高效，技术领先，质量稳定，有望持续扩大销售份额。尤其是目前中国规模化养殖已经展示了较大的成长性和体量效应，更坚定了我们看好公司长期成长的信心。

由于我们上调了盈利预期，并对公司长期前景更为乐观，相应上调公司目标价由 10.7 元上调为 14.5 元，维持“买入”评级。目标价基于瑞银 VCAM 模型，WACC 假设为 8.2%。

天康生物 (002100.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	2,369	2,984	3,327	3,822	14.9	4,353	13.9	5,029	5,792	6,584
毛利	405	450	526	674	28.1	811	20.3	941	1,126	1,323
息税折旧摊销前利润(UBS)	206	178	208	281	35.0	376	34.0	496	606	727
折旧和摊销	(47)	(59)	(65)	(57)	-12.9	(62)	9.7	(67)	(72)	(77)
息税前利润(UBS)	159	119	143	224	56.9	314	40.2	429	534	651
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	4	29	34	12	-63.2	5	-59.7	0	0	0
净利息	(38)	(57)	(42)	(40)	5.7	(38)	4.9	(48)	(51)	(54)
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	126	91	134	196	46.5	281	43.1	382	483	596
税项	(18)	(14)	(30)	(29)	1.7	(56)	-90.8	(76)	(97)	(119)
税后利润	108	77	104	167	60.3	225	34.6	305	387	477
优先股股息及少数股权	0	0	4	2	-48.3	0	-	0	0	0
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	107	77	108	169	56.4	225	33.1	305	387	477
净利润 (UBS)	107	77	108	169	56.4	225	33.1	305	387	477
税率(%)	14.4	15.6	22.3	15.0	-32.9	20.0	33.3	20.0	20.0	20.0
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)	0.29	0.20	0.28	0.42	48.2	0.52	23.9	0.70	0.89	1.10
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.29	0.20	0.28	0.42	48.2	0.52	23.9	0.70	0.89	1.10
EPS (UBS, 基本)	0.29	0.20	0.28	0.42	48.2	0.52	23.9	0.70	0.89	1.10
每股股息净值(Rmb)	0.03	0.08	0.04	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
每股账面价值	2.72	2.95	3.15	3.90	23.8	4.38	12.3	5.03	5.85	6.86
平均股数(稀释后)	375.42	383.19	383.19	404.42	5.5	434.16	7.4	434.16	434.16	434.16
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	158	379	395	523	32.5	670	28.0	767	993	1,293
其他流动资产	946	873	896	1,045	16.7	1,161	11.1	1,322	1,491	1,667
流动资产总额	1,104	1,252	1,291	1,569	21.5	1,831	16.7	2,088	2,485	2,959
有形固定资产净值	529	578	772	877	13.5	896	2.2	941	980	1,015
无形固定资产净值	162	160	173	162	-6.5	150	-7.0	139	128	117
投资/其他资产	110	311	291	245	-15.8	222	-9.4	269	258	258
总资产	1,906	2,301	2,527	2,852	12.9	3,099	8.7	3,437	3,851	4,349
应付账款和其他短期负债	164	210	393	419	6.6	459	9.4	513	571	631
短期债务	490	690	685	500	-27.03	500	0.00	500	500	500
流动负债总额	655	900	1,079	919	-14.8	959	4.3	1,013	1,071	1,131
长期债务	178	198	98	98	0.0	98	0.0	98	98	98
其它长期负债	27	72	112	112	0.0	112	0.0	112	112	112
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	860	1,170	1,288	1,129	-12.4	1,169	3.5	1,223	1,281	1,341
普通股股东权益	1,043	1,129	1,208	1,694	40.2	1,902	12.3	2,185	2,541	2,979
少数股东权益	3	1	31	29	-6.5	29	0.0	29	29	29
负债和权益总计	1,906	2,301	2,527	2,852	12.9	3,099	8.7	3,437	3,851	4,349
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)	107	77	108	169	56.4	225	33.1	305	387	477
折旧和摊销	47	59	65	57	-12.9	62	9.7	67	72	77
营运资本变动净值	(4)	86	64	(130)	-	(77)	40.8	(104)	(112)	(116)
其他营业性现金流	44	82	46	31	-32.5	36	17.4	49	62	54
经营性现金流	194	304	283	127	-55.1	247	94.2	317	409	492
有形资本支出	(127)	(286)	(140)	(100)	28.4	(50)	50.0	(150)	(100)	(100)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	11	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(22)	(3)	51	9	-	5	-	0	0	0
投资性现金流	(149)	(278)	(89)	(91)	-2.0	(45)	50.3	(150)	(100)	(100)
已付股息	(10)	(11)	(29)	(15)	50.0	0	-	0	0	0
股份发行/回购	227	1	0	332	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(50)	(58)	(18)	(40)	-118.24	(55)	-37.38	(70)	(82)	(93)
债务及优先股变化	(130)	220	(130)	(185)	-42.46	0	-	0	0	0
融资性现金流	36	152	(178)	92	-	(55)	-	(70)	(82)	(93)
现金流量中现金的增加/(减少)	81	178	16	128	692.5	147	14.3	97	227	299
外汇/非现金项目	0	43	0	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	81	221	16	128	692.5	147	14.3	97	227	299

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。

天康生物 (002100.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)	39.1	52.2	26.7	27.7	22.4	16.5	13.0	10.5
市盈率 (UBS, 稀释后)	39.1	52.2	26.7	27.7	22.4	16.5	13.0	10.5
股价/每股现金收益	27.2	29.5	16.6	20.7	17.5	13.5	11.0	9.1
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	1.6	0.4	5.0	0.6	4.4	3.8	7.0	8.8
净股息收益率(%)	0.3	0.7	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率	4.1	3.6	2.4	3.0	2.6	2.3	2.0	1.7
企业价值/营业收入(核心)	2.0	1.5	1.0	1.2	1.0	0.9	0.7	0.6
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	23.4	25.1	15.9	16.6	11.7	8.7	7.1	5.3
企业价值/息税前利润(核心)	NM	NM	23.2	20.8	14.1	10.0	8.0	5.9
企业价值/经营性自由现金流(核心)	26.1	29.1	18.8	19.0	13.1	9.5	7.7	5.7
企业价值/运营投入资本	3.2	2.9	2.1	2.8	2.5	2.3	2.1	1.8
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	4,216	4,016	2,883	4,437	4,437	4,437	4,437	4,437
净债务 (现金)	641	510	449	231	1	(120)	(120)	(545)
少数股东权益	3	1	31	29	29	29	29	29
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	4,860	4,526	3,363	4,698	4,467	4,346	4,346	3,921
- 非核心资产	(41)	(59)	(49)	(49)	(49)	(49)	(49)	(49)
核心企业价值	4,819	4,467	3,313	4,648	4,418	4,296	4,296	3,871
增长率(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	14.2	26.0	11.5	14.9	13.9	15.5	15.2	13.7
息税折旧摊销前利润(UBS)	19.4	-13.5	16.8	35.0	34.0	31.8	22.2	20.0
息税前利润(UBS)	22.2	-25.1	20.0	56.9	40.2	36.8	24.5	21.8
每股收益(UBS 稀释后)	4.6	-29.9	40.5	48.2	23.9	35.8	26.6	23.4
每股股息净值	3.9	154.7	-50.0	-	-	-	-	-
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	17.1	15.1	15.8	17.6	18.6	18.7	19.4	20.1
息税折旧摊销前利润率	8.7	6.0	6.3	7.3	8.6	9.9	10.5	11.0
息税前利润率	6.7	4.0	4.3	5.9	7.2	8.5	9.2	9.9
净利 (UBS) 率	4.5	2.6	3.2	4.4	5.2	6.1	6.7	7.2
ROIC (EBIT)	10.6	7.7	9.0	13.5	17.7	22.6	25.9	29.7
税后投资资本回报率	9.1	6.5	7.0	11.4	14.1	18.1	20.8	23.7
净股东权益回报率(UBS)	12.1	7.1	9.2	11.6	12.5	14.9	16.4	17.3
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	2.5	2.9	1.9	0.3	NM	NM	NM	NM
净债务/总权益	48.7	45.1	31.3	4.3	(3.7)	(7.6)	(15.4)	(23.1)
净债务/(净债务 + 权益)	32.8	31.1	23.9	4.2	(3.9)	(8.3)	(18.2)	(30.1)
净债务/企业价值	10.6	11.4	11.7	1.6	(1.6)	(3.9)	(9.2)	(18.0)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	98.0	NM	165.8	153.1
资本支出/营业收入(%)	5.4	9.6	4.2	2.6	1.1	3.0	1.7	1.5
息税前利润/净利息	4.2	2.1	3.4	5.6	8.3	9.0	10.5	12.0
股息保障倍数 (UBS)	9.5	2.6	7.3	-	-	-	-	-
股息支付率 (UBS) %	10.6	38.3	13.6	-	-	-	-	-
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	2,369	2,984	3,327	3,822	4,353	5,029	5,792	6,584
总计	2,369	2,984	3,327	3,822	4,353	5,029	5,792	6,584
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	159	119	143	224	314	429	534	651
总计	159	119	143	224	314	429	534	651

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	+25.2%
预测股息收益率	0.0%
预测股票回报率	+25.2%
市场回报率假设	9.3%
预测超额回报率	+15.9%

风险声明

我们认为公司产能扩张已经开始加速，包括成立东北饲料片区、新建以及改造疫苗产能等。我们认为，公司实体正逐步走向全国市场，因此，有几方面风险值得关注：子公司日益分散，管理风险加大；新饲料市场销售管理和成本控制风险值得关注；产能扩张后原料价格波动风险影响加大。

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 \pm 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（ \pm 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：王鹏。

涉及报告中提及的公司的披露

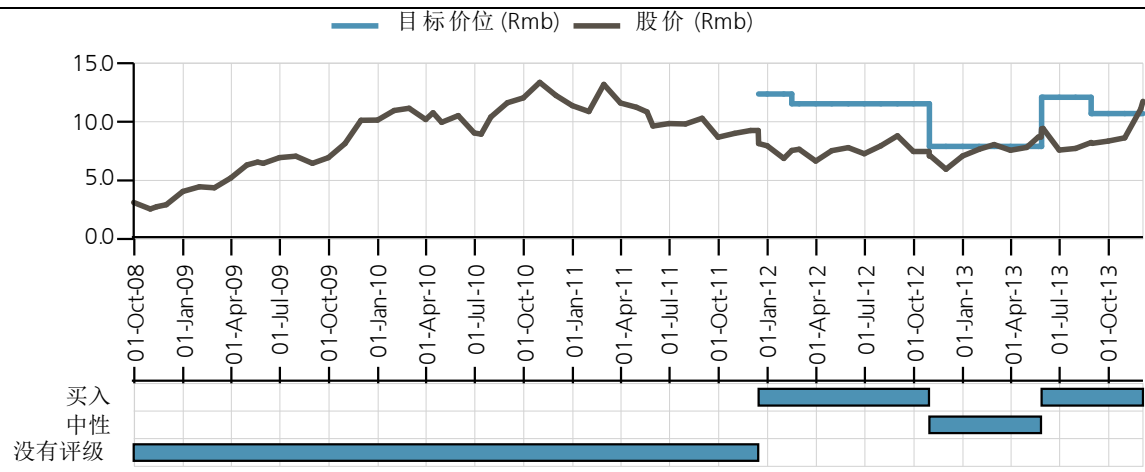
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
天康生物	002100.SZ	买入	不适用	Rmb11.75	2013 年 12 月 04 日

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。

天康生物 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银)；截止至 2013 年 12 月 4 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下述情形之任何地区、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。

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(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 (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/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 und 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。**香港:** 由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡:** 由UBS Securities Pte. Ltd. (mca (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.首尔分行於韩国分发。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)於马来西亚分发。**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 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。

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 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。

