

## 华润双鹤

### 首次覆盖：聚焦工业，迎接美好明天

#### 有望成为大输液行业变革的引领者

新版 GMP 对于大输液企业认证已于 2013 年 12 月 31 日结束，逾期未过企业将停产。截止 13 年，大输液企业的通过仅为 47%，大量企业停产所致的市场缺口会被行业龙头抢占。此外，有些企业确属难以承担认证成本，可能最终退出市场。我们认为大输液行业在 14-15 年将加速整合，公司有望受益。

#### 培育品种步入成长期，制剂业务有望多点开花

公司培育品种匹伐他汀、伯司庄、珂立苏等保持快速增长，逐步进入成长期，市场潜力大，未来有望成为业绩增长点。我们认为“降压零号”如进入《低价药目录》将提高产品竞争力，迎来再次快速增长。

#### BFS（三合一）有望引领新一轮包材更新，输液板块有望加速成长

包材更新是大输液行业盈利核心，公司 BFS（三合一）产品是目前最新一代包材，其对双鹤的意义类似于直立式软袋之于科伦的意义，我们认为随着各省招标陆续开始，BFS 有望迅速放量。该产品毛利高，对公司业绩拉动效应会很明显。

#### 估值：首次覆盖给予“买入”评级，目标价 32 元

我们给予公司 13-15 年预测 EPS 为 1.23/1.47/1.7 元，我们参考可比公司平均估值水平，给予公司 2014 年 22 倍 PE，得到公司目标价 32 元，给予“买入”评级。

### Equities

 中国  
药品

**12 个月评级** **买入**  
之前：未予评级

**12 个月目标价** **Rmb32.00**  
之前：-

**股价** **Rmb21.10**
**路透代码：** 600062.SS **彭博代码** 600062 CH

#### 交易数据和主要指标

**52 周股价波动范围** Rmb27.97-19.48

**市值** Rmb12.1 十亿/US\$1.99 十亿

**已发行股本** 572 百万 (ORDA)

**流通股比例** 47%

**日均成交量(千股)** 4,363

**日均成交额(Rmb 百万)** Rmb91.8

**普通股股东权益 (12/13E)** Rmb5.17 十亿

**市净率 (12/13E)** 2.3x

**净债务 / EBITDA** NM

#### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	%	市场预测
12/13E	-	1.23	-	1.30
12/14E	-	1.47	-	1.46
12/15E	-	1.70	-	1.74

季序我, 博士

分析师

S1460511080003

xuwu.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	5,367	6,383	6,989	7,361	4,871	5,515	6,216	6,882
息税前利润(UBS)	607	647	714	876	999	1,169	1,318	1,459
净利润 (UBS)	523	525	587	704	841	975	1,099	1,220
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.92	0.92	1.03	1.23	1.47	1.70	1.92	2.13
每股股息 (Rmb)	0.23	0.38	0.32	0.37	0.44	0.51	0.58	0.64
净债务 / (现金)	764	717	710	1,031	2,376	2,991	3,672	4,440
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(%)	11.3	10.1	10.2	11.9	20.5	21.2	21.2	21.2
ROIC (EBIT) (%)	21.7	20.0	19.4	21.9	26.6	33.6	36.4	38.7
EV/EBITDA(core)x	19.3	15.3	10.7	9.2	7.1	5.8	4.8	4.0
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	30.0	25.6	18.3	17.1	14.3	12.4	11.0	9.9
权益 FCF (UBS) 收益率 %	5.2	6.5	7.4	4.4	13.0	7.3	8.1	9.2
净股息收益率(%)	0.8	1.6	1.7	1.8	2.1	2.4	2.7	3.0

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 02 月 17 日 16 时 57 分的股价(Rmb21.10)得出；

# 投资主题

## 华润双鹤

### 投资理由

公司主要业务包括大输液业务与制剂业务。公司大输液业务业务量位居全国第二，近年来稳定增长。制剂业务主要布局于心脑血管、内分泌等慢病领域和儿科用药，市场空间极大。公司拳头产品“降压零号”是国内降压第一品牌。

此前，由于唯低价是取的招标政策对公司所在行业产生负面影响，公司受累，业绩增速有所下滑。但目前从行业和公司层面看，发生有益的变化：1.新版 GMP 认证使得 53%的大输液企业可能停产，作为龙头，我们相信公司将成为行业变革的引领者；2.BFS 作为高毛利产品伴随省份招标的开始，有望放量；3.若“降压零号”进入《低价药目录》，产品有望恢复增长；4.培育品种步入成长期。

我们认为公司经历几年调整期后，未来两年有望重回增长轨道。我们给予 13-15 年预测 EPS 为 1.23/1.47/1.70 元，基于 2014 年 PE22 倍，得到目标价 32 元，给予买入评级。

### 乐观情景

大输液业务与制剂业务是公司业绩主要来源。乐观情形下，假设 2014 年大输液业务收入 30 亿元，制剂业务收入 20 亿元，我们估算 EPS 为 1.50 元，高于我们预测 2%，每股估值 33 元。

### 悲观情景

悲观情形下，假设 2014 年大输液业务收入 28 亿元，制剂业务收入 18 亿元，我们估算 EPS 为 1.41 元，低于我们预测 4%，每股估值 31 元。

### 近期催化剂

《低价药目录》颁布

一季报发布

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb32.00

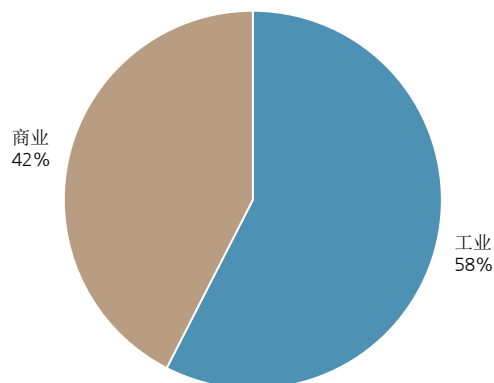
### 公司简介

华润双鹤 (ss600062)，前称为双鹤药业，主要从事药物的生产、加工与销售业务。公司产品主要分为三大类：大输液，心血管用药和内分泌类药物，主要产品包括降压 0 号，利复星，氧氟沙星等。除医药工业外，公司也涉足医药配送业务。

### 行业展望

公司是大输液领域龙头企业，销售规模居全国第二位。我国大输液行业销售量自 2006 年至 2010 年保持了加速增长，增速从 2007 年的 5%提升至 2010 年的 37%，这主要是受益于新医改的政策。2011 年，由于“唯低是取”的基药招标政策，玻璃瓶包装大规模退出市场，致使当年的大输液销量增速迅速下降至 5%，2012 年，塑瓶替代玻璃瓶输液的缺口，增速回升至 14%。12 年全国大输液消费量约 130 亿瓶/袋。我们相信未来行业将保持稳定增长。

### 收入按业务分布，2013H1 (%)



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

### 各部分业务毛利

百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
大输液	777	1013	1094	1203	1347
非输液产品	1066	1109	1230	1415	1627
商业	219	206	206	0	0
合计	2062	2328	2530	2618	2974

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

# 目录

<b>投资分析</b> .....	<b>4</b>
风险 .....	4
估值和推导我们目标价的基础.....	4
瑞银预期对比市场一致预期 .....	5
敏感性分析.....	5
<b>风险分析</b> .....	<b>5</b>
<b>竞争分析</b> .....	<b>6</b>
行业吸引力评估 .....	6
竞争优势 .....	6
管理层策略.....	6
<b>大输液业务有望加速增长</b> .....	<b>7</b>
大输液行业走出谷底，重回稳定增长.....	7
包材更新是大输液企业获取利润的核心手段.....	9
大输液行业面临变革，优势或将向行业龙头集中.....	11
双鹤吹灌封三合一产品有望引领下一轮包材升级.....	13
<b>制剂板块：培育品种进入成长期，未来有望多点开花</b> .....	<b>14</b>
布局慢病领域，把握人口老龄化机会.....	15
儿科用药市场潜力大，珂立苏快速增长.....	18
<b>财务状况</b> .....	<b>19</b>
损益表.....	19
资产负债表.....	20
现金流量表.....	20
资本回报率.....	21
<b>估值</b> .....	<b>21</b>
目标价推导.....	21
可比公司估值.....	22
<b>附录</b> .....	<b>22</b>
公司背景 .....	22

# 投资分析

公司主要业务包括大输液业务与制剂业务。公司大输液业务业务量位居全国第二，近年来稳定增长。制剂业务主要布局于心脑血管、内分泌等慢病领域和儿科用药，市场空间极大。公司拳头产品“降压零号”是国内降压第一品牌。

此前，由于唯低价是取的招标政策对公司所在行业产生负面影响，公司受累，业绩增速有所下滑。但我们认为应当注意到行业以及公司近期发生的变化：

1. 新版 GMP 对于大输液企业认证已于 2013 年 12 月 31 日结束，逾期未过的企业将停产。截止 13 年，大输液企业的通过仅为 47%，大量企业停产所致的市场缺口将由行业龙头抢占。此外，有些企业确属难以承担认证成本，可能最终应会退出市场。我们认为大输液行业在 14-15 年将加速整合，而龙头企业将最受益。
2. 公司拳头产品“降压零号”极有可能进入《低价药品目录》，届时产品提价将成为可能。我们认为提价不但能够直接增厚业绩且同时增强了产品的竞争力，“零号”有望迎来再次增长。
3. 公司输液产品 BFS（三合一）是目前行业最先进的包材产品，其对于双鹤的意义类似于直立式软袋之于科伦的意义，随着各省级招标的不断启动，BFS 有望快速放量。此外，公司直立式软袋于 13 年获批，加入竞争的行列。我们认为公司输液板块有较好机会，有望恢复增长。
4. 公司潜力品种匹伐他汀、伯司庄等已逐步进入成长期。随着公司营销变革的结束，未来有望快速增长。

我们认为公司 14 年有望恢复成长，将成为大输液行业变革的引领者和《低价药目录》的受益者。这是我们不同于市场的认知。

目前公司估值对应 14 年 PE 14 倍，而可比公司平均估值为 24 倍，医药板块平均估值 39 倍。我们认为目前公司价值明显低估，是很好的投资标的。

## 风险

1. SFDA 对于未如期在 2013 年通过新版 GMP 的大输液企业进行认证时，认证标准有所松动，可能致企业改造成本降低，大输液行业的整合速度将低于预期；
2. 省级招标仍然是制约公司 BFS（三合一）的放量因素，2014 年的招标节奏是公司大输液业务能否快速增长的关键；
3. 新品种放量是公司制剂业务增长的关键，如若未能保持增长势头，公司业绩有低于预期的风险。

## 估值和推导我们目标价的基础

我们选取科伦药业与华仁药业（主营业务为大输液企业）为可比公司，目前估价对应 14 年的平均估值为 24 倍，而公司估值仅为 14 倍，明显低估。

我们认为公司 14 年凭借 BFS（三合一）和新品种的放量，以及将快速抢占由于竞争对手未过新版 GMP 而造成的产品缺口，业绩有望超出市场预期，其成

长性处于可比公司中间水平。因此我们参考可比公司平均估值水平，给予公司 2014 年 22 倍 PE，得到目标价 32 元，给予“买入”评级。

图片 1: 可比公司估值（以 2014 年 2 月 17 日收盘价）

证券代码	证券简称	流通 市值 (亿 元)	EPS (元)			每股净资产 (元)			当前 股价 (元)	PE			PB		
			13E	14E	15E	13E	14E	15E		2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
002422.SZ	科伦药业	116	2.57	3.17	3.99	20.77	23.82	27.80	48.85	19	15	12	2.4	2.1	1.8
300110.SZ	华仁药业	53.14	0.28	0.37	0.52	2.98	3.52	3.98	12.36	44	33	24	4.1	3.5	3.1
平均										32	24	18	3.2	2.8	2.4
600062.SZ	华润双鹤	121	1.23	1.47	1.70	9.05	10.15	11.41	21.10	17	14	12	2.3	2.1	1.8

来源: 科伦药业与华仁药业数据来自于 wind 一致预期, 华润双鹤数据为瑞银证券估算

## 瑞银预期对比市场一致预期

对比 wind 一致预期与瑞银预期，14 年预测高于市场一致预期，如下表：

图片 2: 瑞银预期对比市场一致预期

净利润 (百万元)	2013E	2014E	2015E
瑞银证券预测	7.04	8.41	9.75
市场一致预测	7.18	8.29	9.92
差别	-1.95%	1.45%	-1.71%

来源: WIND, 瑞银证券估算

## 敏感性分析

公司的大输液业务和制剂业务是公司最大的两块业务，2012 年大输液收入 24 亿元，制剂业务收入 15 亿元。我们对两块业务做敏感性分析，具体如下：

图片 3: 14 年 EPS 敏感性分析

	大输液 (亿元)				
	25	28	30	32	
制剂 (亿元)	15	1.26	1.33	1.38	1.43
	18	1.33	1.41	1.45	1.5
	21	1.40	1.47	1.52	1.57
	24	1.46	1.54	1.59	1.64

来源: 瑞银证券估算

## 风险分析

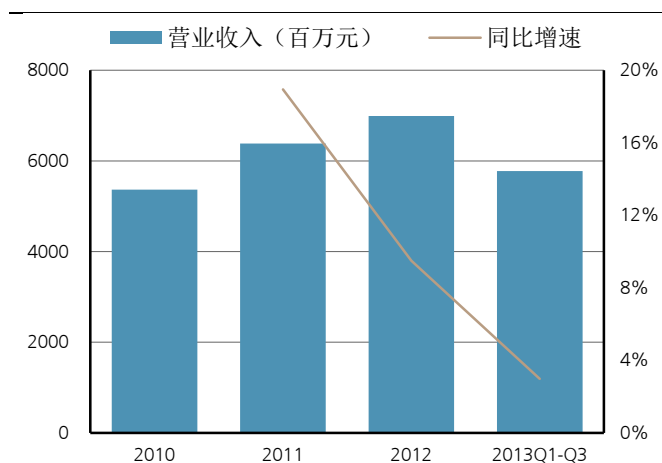
1. SFDA 对于未如期在 2013 年通过新版 GMP 的大输液企业进行认证时，认证标准有所松动，可能致企业改造成本降低，大输液行业的整合速度将低于预期；
2. 省级招标仍然是制约公司 BFS（三合一）的放量因素，2014 年的招标节奏是公司大输液业务能否快速增长的关键；
3. 新品种放量是公司制剂业务增长的关键，如若未能保持增长势头，公司业绩有低于预期的风险。

# 竞争分析

## 行业吸引力评估

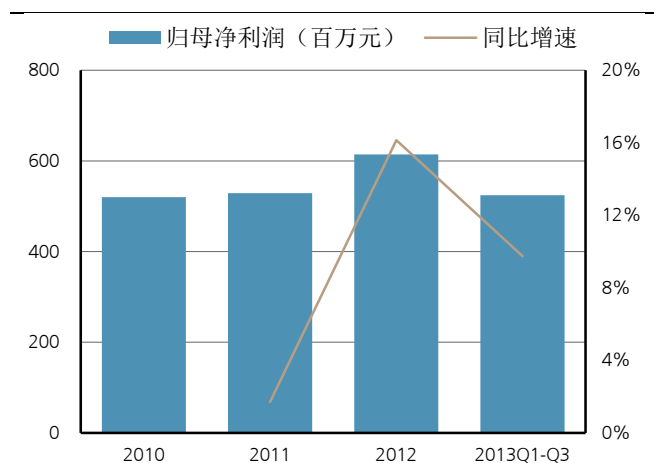
公司业务主要包括大输液业务与制剂业务。大输液业务处于行业第二的位置，近年来稳定增长，我们认为由于新版 GMP 将引起行业洗牌，公司未来制剂业务有望恢复快速增长。公司制剂业务主要布局慢病与儿科领域，公司新产品逐步进入成长期，未来有望多点开花。

图片 4: 公司有望迎来业绩拐点



来源: 公司公告, 瑞银证券整理

图片 5: 公司净利润有望快速增长



来源: 公司公告, 瑞银证券整理

## 竞争优势

**规模优势:** 大输液与心血管产品构成公司主营业务，规模优势明显：公司为大输液国内龙头企业，布点全国，业务规模位居第二，随着行业集中度进一步提升，公司大输液规模优势应会愈加明显。

**品牌优势:** 公司为拥有七十多年经营历史的老牌经营企业，在国内化学制剂行业占据重要地位，“双鹤”品牌知名度较高，公司“零号”是国内降压第一品牌。公司产品以大输液、心脑血管药为主，此外还包括部分内分泌业务。公司致力于打造大输液、降压药、降糖药第一品牌，品牌效应明显。

## 管理层策略

**聚焦三大营销模式:** 营销模式为企业核心竞争力的重要构成元素，公司聚焦三大营销模式：高端医院推广模式、基层促销模式、商业分校模式。公司通过政策制定、目标管理、绩效考核和费用控制等手段，使渠道与终端形成有机整体，结合自身丰富的产品线，分别采用适用的模式或多模式组合。

**品牌策略:** 公司为拥有七十余年历史的老牌企业，已经建立了知名度较高的“双鹤”品牌，在国内化学制剂行业占据重要地位。依托于自身的品牌优势，公司着力打造三大品牌——“中国降压药第一品牌”、“中国降糖药第一品牌”和“中国大输液第一品牌”

## 大输液业务有望加速增长

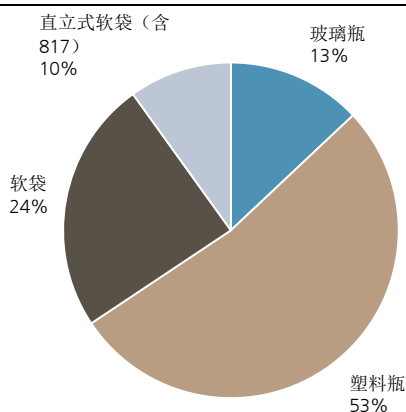
大输液是指容量大于等于 50ml 并直接由静脉滴注输入体内的液体无菌制剂，由于其用量和给药方式的特殊性，现已成为临床医疗不可缺少的一大类药物剂型。

按临床用途，大输液可分为 3 类：

- 基础输液：氯化钠，葡萄糖，复方电解质葡萄糖，是大输液销量最多的品种，约占总体销量 80%以上；
- 营养型输液：氨基酸大输液、白蛋白大输液和脂肪乳大输液；
- 治疗型输液：血容量扩容剂（代血浆等）、透析液、脑循环液、抗生素大输液。

大输液行业的发展，伴随了大输液包材的升级。目前我国大输液主要存玻璃瓶、塑料瓶、非 PVC 软袋和直立式软袋（含 817）四种形式。四种包材使用量的比例约为 1:5:3:1，我们认为未来非 PVC 软袋和直立式软袋（含 817）的占比将逐步提升。

图片 6: 2012 年大输液市场销售结构

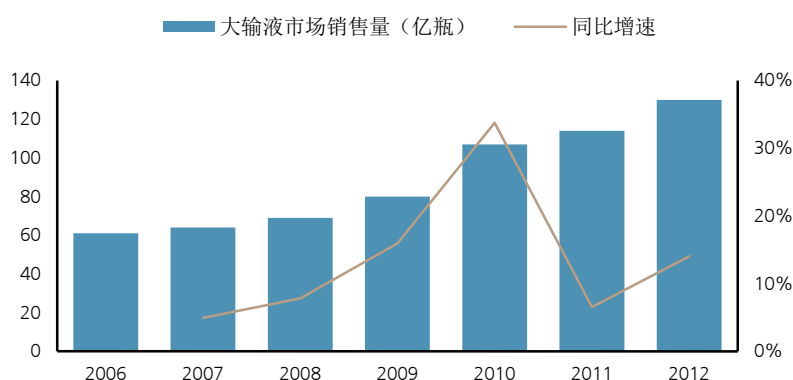


来源: 瑞银证券估算

## 大输液行业走出谷底，重回稳定增长

我国大输液行业销售量自 2006 年至 2010 年保持了加速增长，增速从 2007 年的 5% 提升至 2010 年的 37%，这主要是受益于新医改的政策。2011 年，由于“唯低是取”的基药招标政策，玻璃瓶包装大规模退出市场，致使当年的大输液销量增速迅速下降至 5%，2012 年，塑瓶替代玻璃瓶输液的缺口，增速回升至 14%。12 年全国大输液消费量约 130 亿瓶/袋。

图片 7: 大输液消费量稳定增长

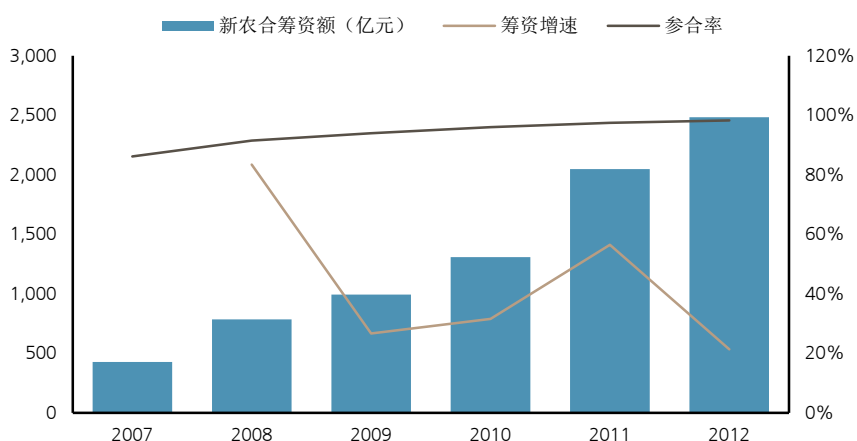


来源: 瑞银证券估算

- **基本药物招标唯低价是取的规则，致使玻璃瓶包装的基础输液退出市场，造成 11 年大输液行业增速下滑。**自 2010 年安徽基药招标最低价中标规则执行，后续招标省份多有效仿。由于玻瓶输液生产厂家众多，导致价格竞争非常激烈，玻瓶中标价格甚至低于成本价格，结果是企业低价中标，但未对市场供应玻瓶产品。玻瓶输液的退出，市场供应趋紧，导致了 11 年大输液行业增速的下滑。
- **塑瓶包装基础输液填补玻瓶市场缺口，行业 12 年重回稳定增长。**自 11 年年底，玻瓶退出造成的市场缺口逐步被塑瓶输液所填补，至 12 年年底，玻瓶包装的普通输液已基本退出市场，塑瓶对玻瓶的替代基本完成。目前输液市场的玻瓶包材仅用于治疗/营养型输液的生产，12 年玻瓶输液共销售约 17 亿瓶/袋，同比下降 40%，而同期塑瓶输液销售 69 亿瓶/袋，同比增长 33%。

我们认为近年来国家对基层医疗机构加大投入，乡镇卫生院和社区中心诊疗能力的不断提升，将能够支撑未来 2-3 年大输液行业保持 10% 以上的增速稳定增长。大输液行业目前的主要增长点在基层医疗机构，近年来新农合覆盖人数持续增加，补偿力度不断提高。2012 年新农合参合人数 8.05 亿人，覆盖率达到 98.3%，人均筹资额度从 11 年 246 元提高至 309 元，共筹资 2484.7 亿元，同比增长 21%。乡镇卫生院及社区中心的诊疗能力不断提高，规模也在逐渐扩大，我们认为大输液作为基层医疗机构最常用的制剂之一，将能够保持稳定增长。

图片 8: 新农合筹资强度与参合率稳步提升



来源: 卫计委, 瑞银证券估算

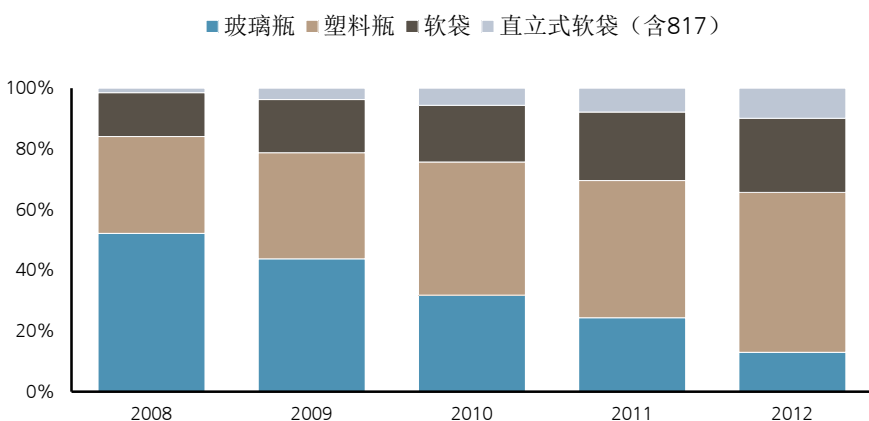
## 包材更新是大输液企业获取利润的核心手段

### 包材更迭-塑瓶替代玻瓶, 直立式软袋 (含 817) 侵蚀软袋市场

经历了 12 年塑瓶对玻瓶的替代, 直立式软袋 (含 817) 对普通软袋市场的冲击, 大输液包材的比例已有较大调整。我们估算 2012 年:

- 玻璃瓶销售量约 17 亿瓶/袋, 占比总销售量的 13%;
- 塑瓶销售约 69 亿瓶/袋, 占比销售总量的 53%;
- 普通软袋销售约 32 亿瓶/袋, 占比总销售量 24%;
- 直立式软袋 (含 817) 保持快速增长, 销售约 13 亿瓶/袋, 占比约 10%。

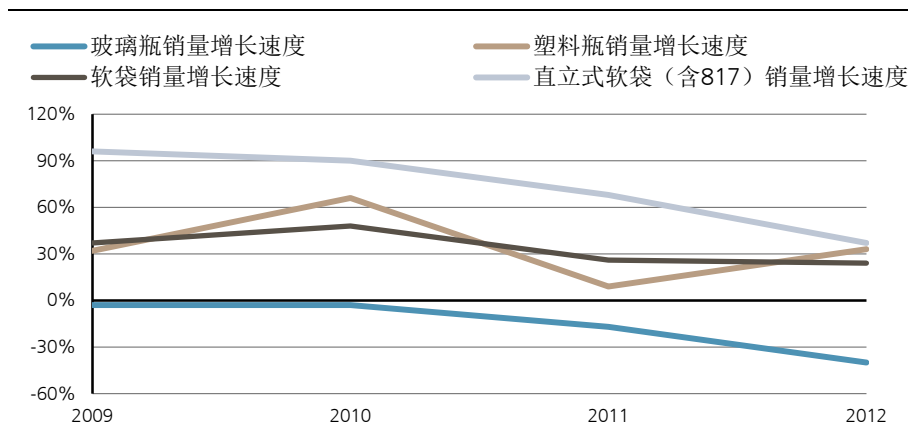
图片 9: 塑瓶输液替代玻瓶, 直立式软袋侵蚀软袋输液



来源: 瑞银证券估算

2012 年塑瓶填补玻瓶退出造成的市场缺口, 全年增长约 33%。12 年软袋增长约 24%; 而直立式软袋 (含 817) 销售了 13 亿袋, 增长了约 37%, 继续领跑大输液行业。

图片 10: 直立式软袋（含 817）增速最快



来源: 瑞银证券整理

包材更迭是由成本与中标价格共同作用的结果，包材更新是企业获取利润的核心手段

我们认为玻瓶的退出是由塑瓶生产成本下降和玻瓶中标价格降低共同作用的结果。

- 成本：通过大规模生产和技术改造，塑瓶生产成本低于玻瓶生产成本；
- 中标价格：由于企业间的恶性竞争，玻瓶中标价低于塑瓶中标价。

二者共同作用的结果是，塑瓶的利润空间高于玻瓶，对于企业和医疗机构而言，有动力选择具备较高利润空间的塑瓶输液，玻瓶退出市场。

我们认为当不同包材的生产成本相接近，且较高形式的包材的中标价格高的时候，将加速对较低形式包材的替代。如下，我们做了以下情景假设：

图片 11: 对包材更迭条件做情景假设

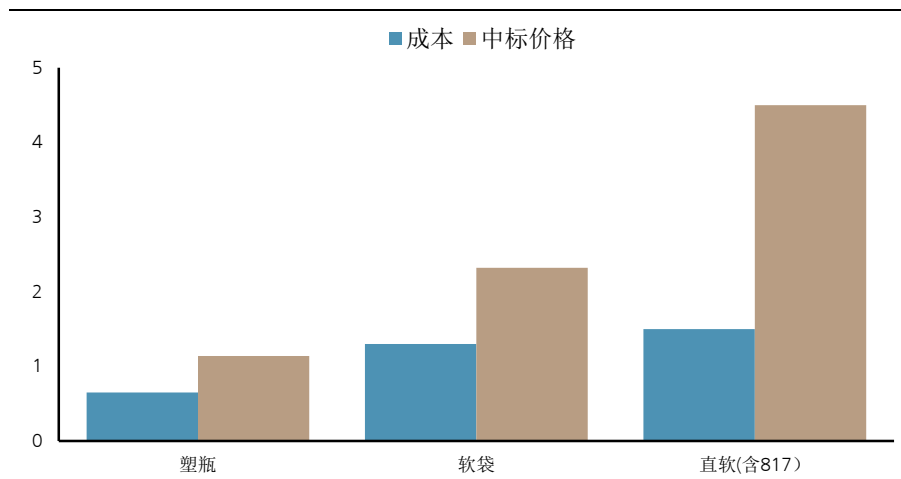
	假设	结果	范例
情景 1	成本相接近	拥有较大利润空间的包材形式将对利润空间较低的产品进行 <b>全面替代</b>	塑瓶全面替代玻瓶
情景 2	生产成本差距适中	拥有较大的利润的包材形式将对利润空间较低的产品 <b>侵蚀</b>	直立式软袋（含 817）侵蚀普通软袋市场
情景 3	生产成本差距较大	两种包材所面对的市场层次不同， <b>不会发生替代</b>	直立式软袋（含 817）和普通软袋并未对塑瓶造成替代

来源: 瑞银证券估算

目前基础输液市场，塑瓶输液已处于盈亏平衡，但我们认为由于普通软袋与直立式软袋（含 817）的生产成本与塑瓶仍有较大差距，短期内无法对塑瓶形成替代。然而随着市场对软袋与直立式软袋（含 817）投入加大，产能将不断增加，规模扩大和技术进步将有效降低成本，届时普通软袋与直立式软袋（含 817）应会对塑瓶逐步替代。

就基础输液而言，在包材更迭的周期当中，只有能够把握住新的包材形式才能够获得超额利润，直立式软袋与 817 软袋分别是科伦和双鹤最重要的输液盈利点。新包材形式的最大优势在于能够获取定价优势，企业对包材的升级能力决定了企业能否在包材更迭周期中获取绝对竞争优势。包材更新需要企业对于研发的持续投入和多年的技术沉淀，我们认为作为大输液行业领军者-双鹤等，能够持续取得竞争优势，而对于小企业，只能跟随。

图片 12: 不同包材利润空间对比示意图 (单位: 元)



来源: 瑞银证券整理

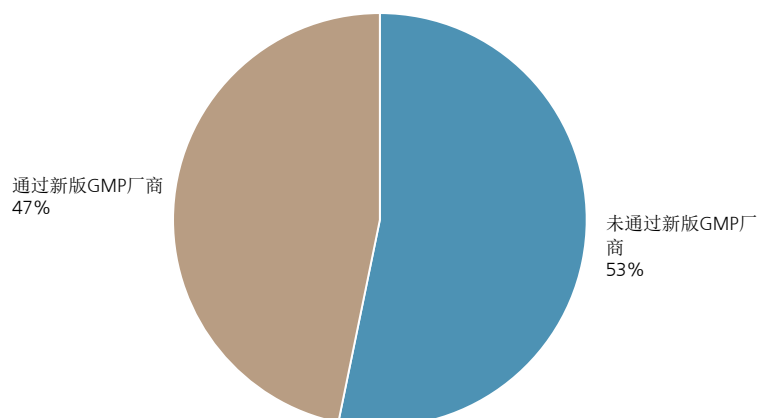
## 大输液行业面临变革，优势或将向行业龙头集中

### 预计新版 GMP 认证压力将促使大输液行业集中度进一步提升

我们估算大输液企业通过新版 GMP 认证的平均成本包括：（1）通过改造旧厂房，通过新版 GMP 成本约 2500-3000 万元（含设备）；（2）通过新建厂房，通过新版 GMP 成本约为 5000 万元（含设备）。根据工信部 2012 年医药企业按净利润排名，有 290 家大输液生产企业 12 年净利润不足 600 万元，有相当一部分企业要面对高企的认证成本。

截至 2013 年 12 月 31 日，SFDA 网站披露共有 167 家大输液生产企业通过了新版 GMP，国内有大输液企业共 357 家，新版 GMP 自 11 年 3 月执行以来仅通过 47% 的企业，对无菌注射剂企业的最后认证期限是 13 年 12 月 31 日，逾期停产，我们认为大量企业停产会导致竞争优势向行业龙头集中，促进行业集中度的进一步提升。

图片 13: 47%的大输液生产企业通过了新版 GMP



来源: SFDA, 瑞银证券整理

从地域的角度看, 江苏、山东、浙江、广东等大输液消费大省通过新版 GMP 的厂家数量较多, 通过比例较高, 行业景气度高。而对于通过比例较低的省份, 我们认为主要由于省内产能严重过剩, 小微企业没有动力寻求通过新版 GMP 认证, 预计这些省份将有相当部分企业面临淘汰。

图片 14: 按地域分析大输液企业新版 GMP 通过比率

排名	省份	大输液销售额占比	新版 GMP 通过数量	新版 GMP 通过比率
1	江苏	11.9%	22/43	51%
2	广东	11.6%	10/24	42%
3	北京	11.3%	5/9	56%
4	上海	10.5%	7/9	78%
5	浙江	6.6%	14/23	61%
6	山东	6.0%	13/26	50%
7	天津	4.8%	2/4	50%
8	辽宁	4.4%	6/17	36%
9	湖北	3.9%	7/15	47%
10	福建	3.7%	4/8	50%
11	湖南	3.6%	3/6	50%
12	四川	3.4%	7/17	41%
13	河南	3.3%	6/20	30%
14	陕西	3.3%	4/10	40%
15	黑龙江	3.0%	5/14	36%
16	河北	2.5%	10/10	100%
17	山西	1.9%	4/13	31%
18	吉林	1.8%	4/16	25%

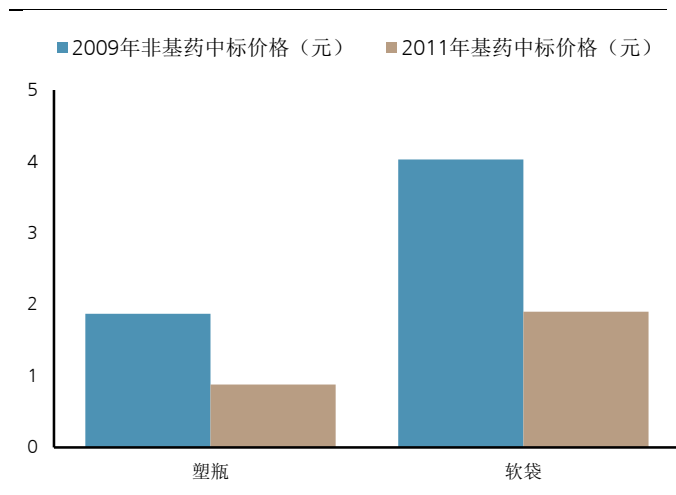
来源:SFDA, 瑞银证券估算

## 基本药物新一轮招标是大输液企业面临的另一个挑战

基础大输液属于基本药物品种，我们认为随着新一轮基药招标的进行，实行上下联动是大概率事件，价格竞争将愈加加剧，由于小型生产企业受成本上升和价格下降的双重挤压，退出市场恐怕会成为必然。

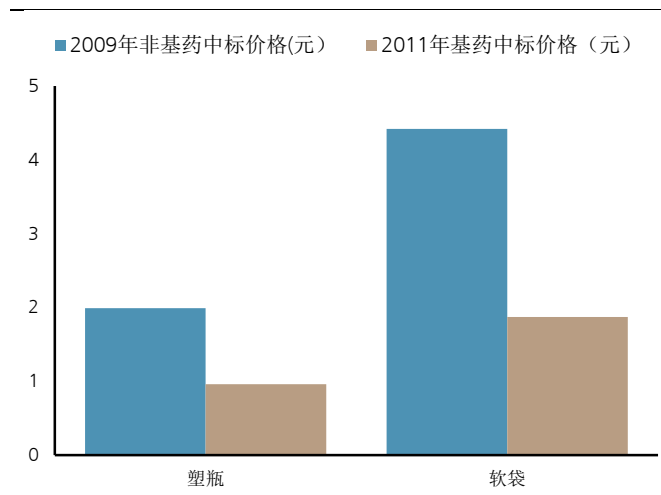
对比基药招标价格与之前的非基药价格，我们发现塑瓶及软袋产品都有较大降幅，在江苏省，基药招标前后，同厂家同规格品种价格降幅超过 50%，浙江省也是如此。我们认为在新一轮的基药招标过程中，价格拼杀在所难免。大输液产品价格将继续下行，这对于规模小，成本控制能力有限的小企业而言，将是雪上加霜。我们认为大输液行业集中度将进一步提高。下图以 250ml:2.25g(0.9%)，氯化钠注射液为例：

图片 15: 江苏省基药招标后基础大输液价格下跌 50%多



来源: 瑞银证券估算

图片 16: 浙江省基药招标后基础大输液价格下跌 50%多



来源: 瑞银证券估算

## 双鹤吹灌封三合一产品有望引领新一轮包材升级

### BFS(三合一)正式销售，未来有望引领输液板块增长

BFS(吹灌封三合一)是大输液行业包材创新最先进的产品。吹灌封三合一 (Blow/Fill/Seal, BFS) 是瑞士罗姆莱格独家技术，BFS 生产线以一体化的工序在无菌状态下将容器吹模成型、药液无菌灌装、容器密封等步骤，实现瓶、盖、环一体化，是目前全球最高标准的无菌生产工艺。

图片 17: BFS 与非 PVC 软袋和直立式软袋对比，具无菌优势且使用安全

产品	非 PVC 软袋	直立式软袋	三合一
特点	全密闭	直立+全密闭	一体化全密闭
优势	安全	方便+安全	安全+无渗漏+方便
工艺	软袋工艺	注塑，吹瓶 2 步法	吹灌封 BFS

来源: 瑞银证券整理

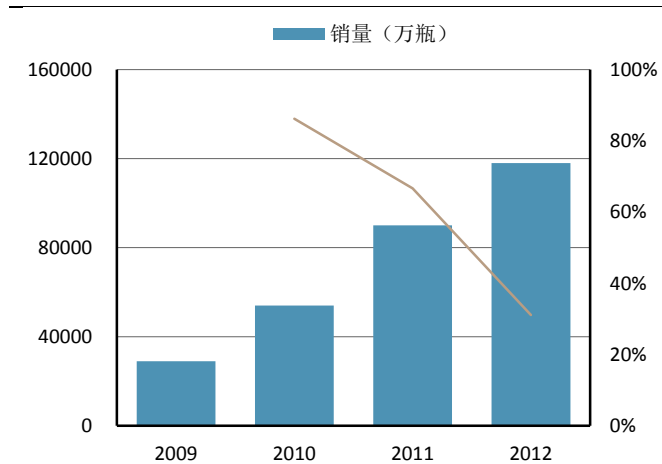
## 政策鼓励引进洗灌封技术，看好华润双鹤将引领国内包材升级，获取超额利润

政府政策是影响大输液行业发展的重要因素，针对提高大输液的安全标准，政府曾出台相关规定，引导产业升级。2012 年，工信部医药工业十二五规划中明确提出：鼓励引进、使用、消化吸收吹-罐-封三合一技术。我们认为在国内政策性市场的环境下，三合一将大有作为，未来发展空间广阔。

## BFS 将是双鹤大输液板块最重要的产品，其对双鹤的重要意义可类比直立式软袋对于科伦的贡献

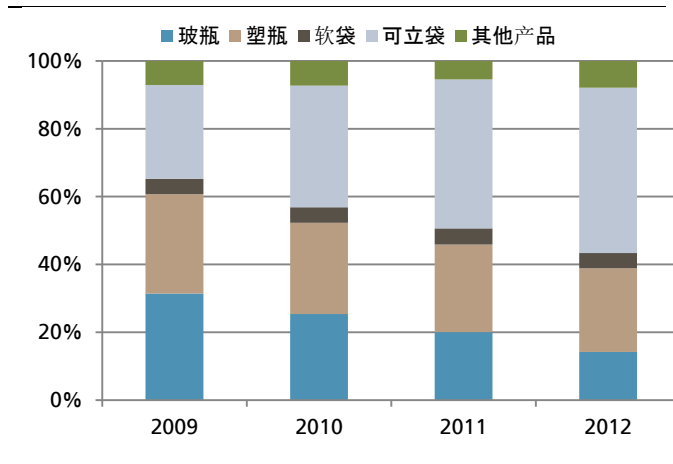
直立式软袋是目前输液产品中毛利率最高的包材品类，凭借此产品，科伦药业引领了上个包材更新周期，获得了超越行业的增速。我们认为 BFS 将引领本轮的包材升级周期，BFS 之于双鹤的意义类似于直立式软袋之于科伦药业的意义，BFS 有望带动华润双鹤大输液板块重回增长轨道。

图片 18: 科伦直立式软袋保持快速增长



来源: 公司数据

图片 19: 直立式软袋对科伦的毛利贡献占比约 50%



来源: 公司数据

2013 年公司精耕安徽、湖北市场，作为三合一推向市场头炮，同时公司向北京、辽宁市场做定点开发，逐步做产品推广。我们预计随着 14 年各省招标的逐步进行，BFS 有望在明后两年快速放量，我们预测 BFS 未来 3-5 年的时间能够上量 8 亿袋，有望贡献约毛利 20 亿元（12 年公司毛利为 23 亿元），单此一项业务就能够使得华润双鹤业绩翻倍。

## 制剂板块：培育品种进入成长期，未来有望多点开花

公司制剂业务主要涉及心脑血管、内分泌、儿科、抗感染等大用药领域，既有市场空间极大的慢病用药，也有未来潜力很大的儿科用药，我们看好公司在制剂业务的布局，未来有望逐步贡献利润。

## 布局慢病领域，把握人口老龄化机会

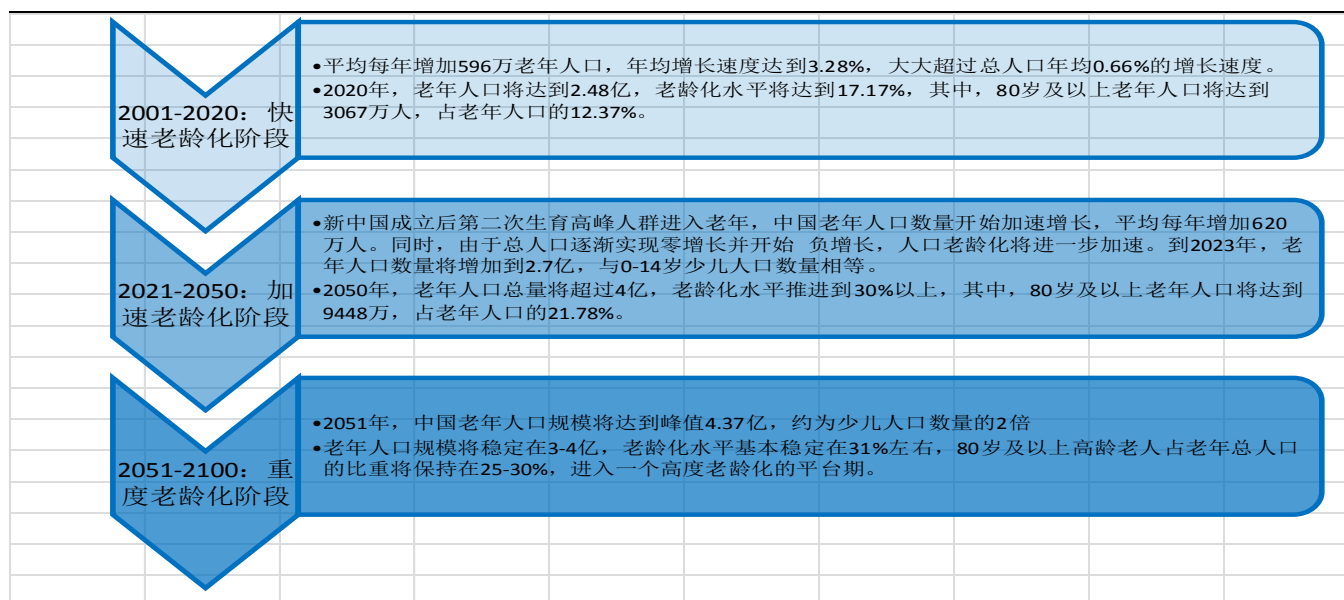
老龄化浪潮是药品市场增长的大逻辑，对中国而言尤其如此。慢病治疗领域无疑会是最为受益的品类。我们认为，在心血管药、肿瘤、内分泌等慢病领域布局的企业，将显著受益于中国人口老龄化。

根据人口老龄化办公室的数据显示，我国社会正面临极严重的人口老龄化趋势，且该趋势或将延续整个世纪。自1999年中国进入老龄社会开始，老年人口数量不断增加，老龄化程度持续加深，到2100年，老年人口总量将达3.18亿，占总人口的31.09%。

如果将目光放远，纵览整个二十一世纪，我国社会老龄化的趋势恐怕仅刚刚开始：

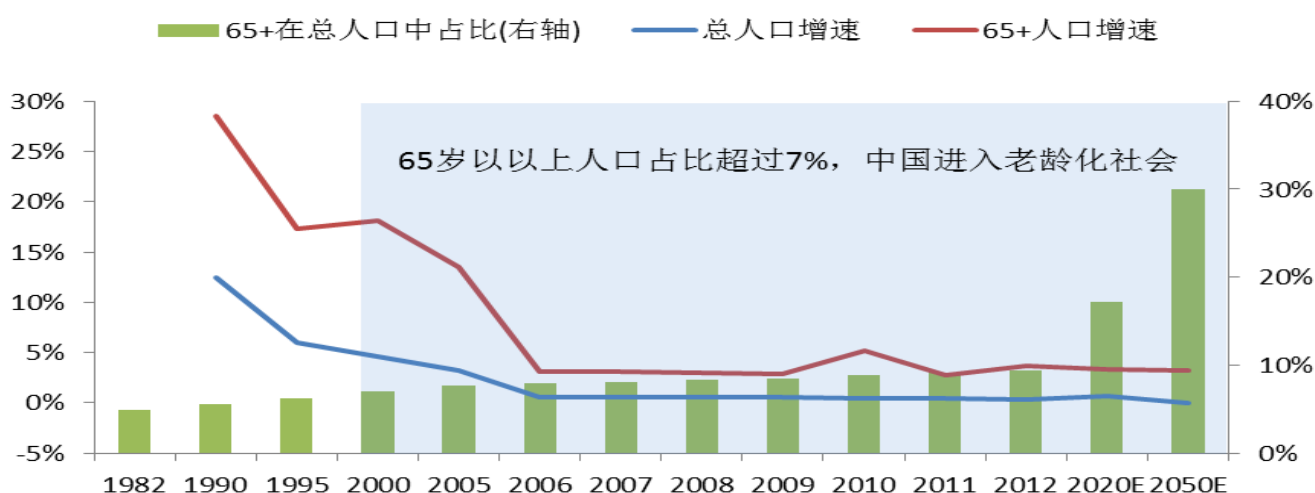
- 2001年至2020年是我国社会快速老龄化的阶段，老年人口年均增加596万人，2020年老龄化水平将达17.17%；
- 2021-2050年则是加速老龄化阶段，新中国成立后第二次生育高峰人群进入老年，至2050年，老年人口将超过4亿，老龄化水平推进至30%以上；
- 到21世纪下半叶，中国老年人口规模、老龄化程度以及高龄化程度都将在较高水平上保持基本稳定，老年人口总量保持在3亿以上，老龄化程度为31%左右，80岁及以上高龄老年人口规模将保持在8000-9000万，高龄化水平为25-30%，重度老龄化和高龄化问题将显得越来越突出。

图片 20: 中国老龄化逐步加深



来源: 人口老龄化办公室、瑞银证券整理

图片 21: 中国老龄化人口占比逐步提升



来源: 人口老龄化办公室, 瑞银证券整理

随着中国进入快速老龄化阶段, 老年人易患的慢性疾病也会呈加速增长趋势。我们预计心脑血管、糖尿病和肿瘤的疾病患病率会急剧增加。

图片 22: 伴随老龄化, 慢病发病率提升

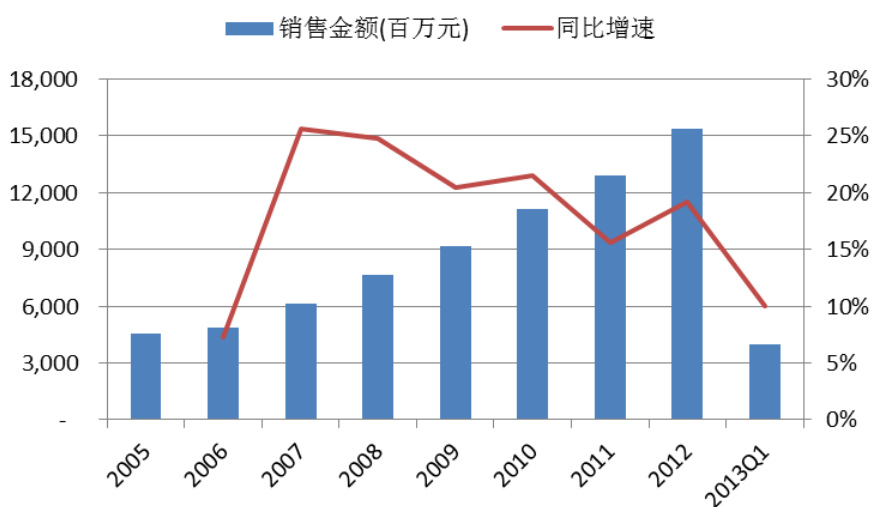
疾病别慢性病患者率(%)	1993	1998	2003	2008
循环系统疾病	31.4	38.8	50	85.5
其中: 心脏病	13.1	14.2	14.3	17.6
高血压	11.9	15.8	26.2	54.9
脑血管病	4	5.9	6.6	9.7
内分泌、营养和代谢疾病计	3.1	4.7	7.5	12.9
其中: 糖尿病	1.9	3.2	5.6	10.7
恶性肿瘤计	1	1.2	1.3	2
良性肿瘤计	0.9	0.9	0.8	1.2

来源: 卫生部

零号是主导品种, 匹伐他汀是潜力品种。

心脑血管疾病是心血管疾病和脑血管疾病的统称, 泛指由于高脂血症、血液黏稠、动脉粥样硬化、高血压等所导致的心脏、大脑及全身组织发生缺血性或出血性疾病的通称。心脑血管类用药是样本医院用药第二大品类, 近年来保持了较高增速。

图片 23: 样本医院心血管用药市场快速增长, 2005-2012 年复合增速达 19%



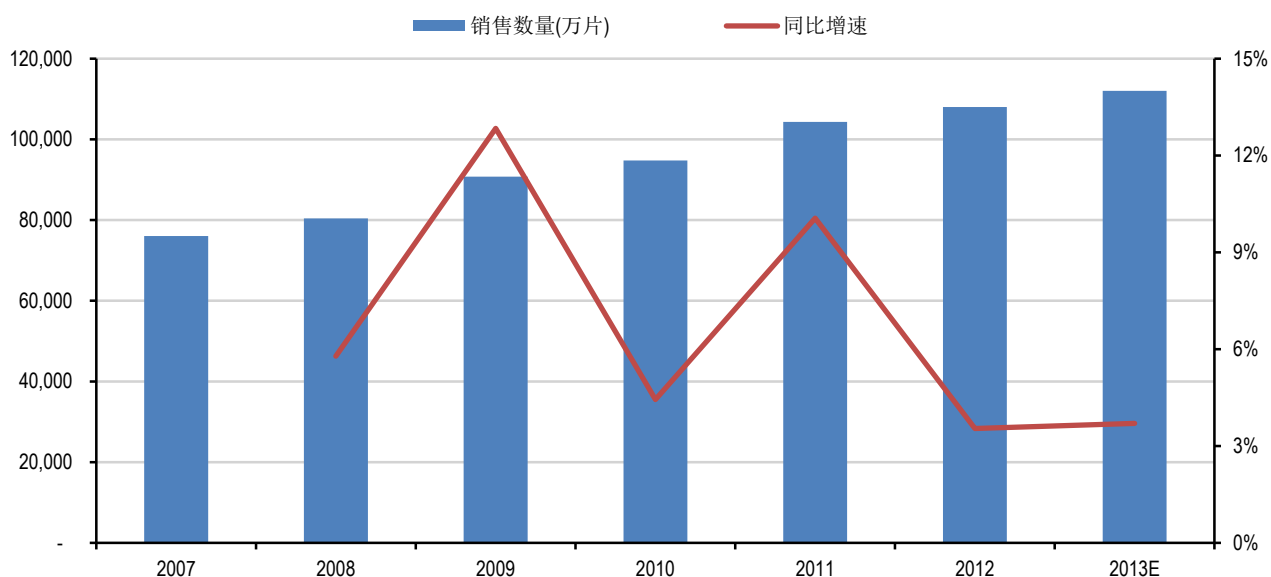
来源: PDB

公司心血管领域用药主要品种有降压 0 号、舒血宁、硝普纳以及匹伐他汀。

降压零号的通用名为复方利血平氨苯蝶啶片, 为复方制剂, 其组份为每片含氢氯噻嗪 12.5mg、氨苯蝶啶 12.5mg、硫酸双肼屈嗪 12.5mg、利血平 0.1mg。主要用于治疗轻、中度高血压, 对重度高血压需与其它降压药合用。

降压零号生产已有 30 多年历史, 是国内降压药物第一品牌, 日用药金额不到 1 元钱, 被誉为“中国最经济的降压药”。目前每年销量达到 10 亿片左右。

图片 24: 降压零号稳定增长



来源: 瑞银证券整理

近年来竞品下沉加上产品已经进入成熟期的原因，双鹤降压零片今年增速放缓，2013 全年，降压 0 号取得恢复性增长，全年销售约 11 亿片。我们认为未来降压零片销售将稳定增长，持续为公司贡献利润。

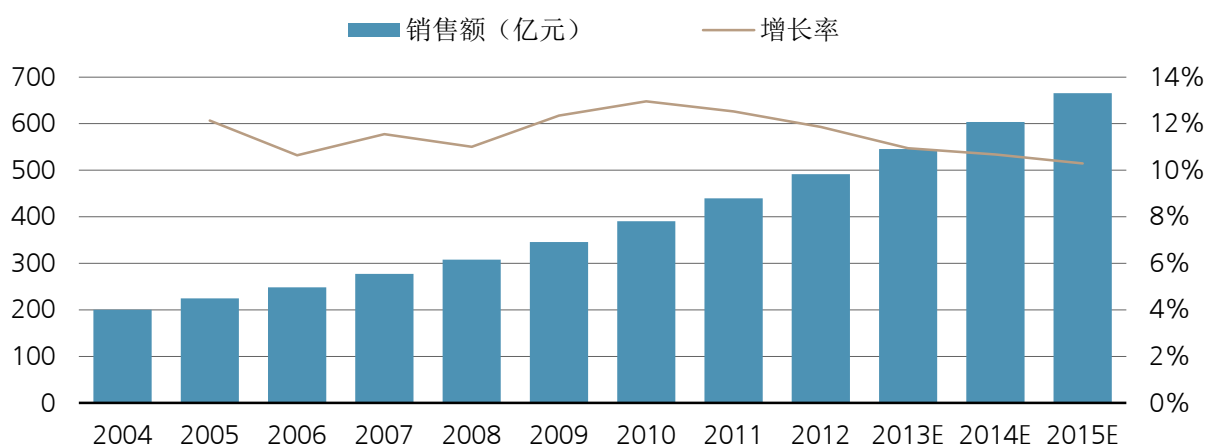
匹伐他汀的商品名是冠爽，临床上主要用于降血脂。我国高血脂症患者约有 9000 万人，市场潜力大。样本医院降血脂药年销售额在 13 亿元以上，年均增长 20% 以上。

匹伐他汀与瑞舒伐他汀都属于超级他汀，其用量微小但疗效好。匹伐他汀是三个日本厂商三共第一制药、兴和株式会社、日产化学在 03 年联合开发。双鹤在 09 年成功首仿上市，目前双鹤几乎与原研厂商分享了国内市场。2012 年公司销售约 1094 万元，同比增长 612%，我们认为冠爽未来将成长为公司的重要品种。

## 儿科用药市场潜力大，珂立苏快速增长

我国儿科用药市场保持了稳定的增长趋势，2008 年我国儿童用药（限药品说明书中标明儿童使用用法用量的药品）市场规模已达到 307.7 亿元，约占我国药品市场的 6.1%。我们估算 2015 年我国儿科用药市场规模将达到 680 亿元。

图片 25: 我国儿科用药市场仍将保持 10% 以上增速成长



来源: PDB, 瑞银证券估算

### 主导品种珂立苏有望快速增长

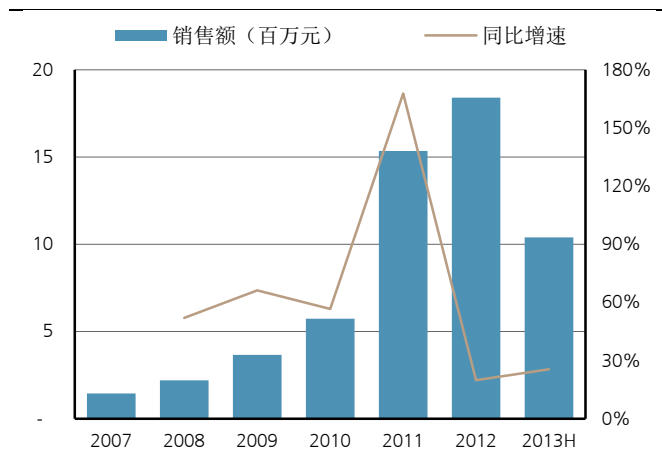
珂立苏通用名为注射用牛肺表面活性剂，主要用于治疗用于经临床和胸部放射线检查诊断明确的新生儿呼吸窘迫综合征（简称 RDS，又称肺透明膜病）。珂立苏市场潜力大，近年来保持了较快增速，2012 年销售约 9000 万元，同比增长 50%。

- **中国城市早产儿流行病学初步调查报告**显示：通过对我国较大范围的早产儿流行病学调查，对 16 个省、自治区、直辖市的 77 所城市医院 2002~2003 年调查结果：产科出生的新生儿中早产儿发生率为 7.8%；每年 1% 的比例递增。

- 按照我国每年出生 2000 多万新生儿计算，每年新生早产儿约 160 万，且每年递增 1%。
- 早产儿中胎龄 37 周者 RDS 发病率<5%， 23~25 周的早产儿 RDS 发生率为 91%,26~27 周的早产儿 RDS 发生率为 88%,28~29 周的早产儿 RDS 发生率为 74%,30~31 周的早产儿 RDS 发生率为 52%。

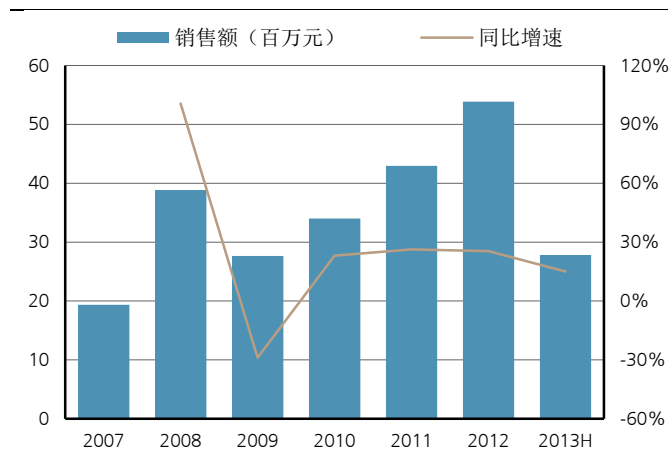
珂立苏近年来增长迅速，样本医院数据显示 2007-2012 年复合增速为 66% 远超其竞品固尔苏（23%），我们认为珂立苏将保持高速增长，不断蚕食固尔苏市场。

图片 26:样本医院珂立苏 2007-2012 复合增速为 66%



来源: PDB

图片 27: 样本医院固尔苏 2007-2012 复合增速为 23%



来源: PDB

## 财务状况

### 损益表

我们预计公司 13-15 年归属母公司净利润分别为 7.0/8.4/9.8 亿元，同比增速为 19.8%/19.5%/16.0%，我们预计公司净利润率为 9.6%/17.3%/17.7%。

图片 28: 损益表 (单位: 百万元)

	10-Dec	11-Dec	12-Dec	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	5,367	6,383	6,989	7,361	4,871	5,515
毛利	1,942	2,062	2,328	2,576	2,124	2,443
息税折旧摊销前利润 (UBS)	765	824	930	1,200	1,361	1,564
折旧和摊销	-158	-178	-217	-323	-362	-394
息税前利润(UBS)	607	647	714	876	999	1,169
联营及投资收益	2	5	0	0	0	0
其他非营业利润	-18	5	20	-2	30	14
净利息	2	-2	-2	-1	15	27
例外项目 (包括商誉)	24	48	31	0	0	0
税前利润	617	703	763	873	1,044	1,210
税项	-84	-150	-132	-151	-181	-210
税后利润	533	553	631	722	863	1,000
优先股股息及少数股权	-13	-24	-16	-18	-22	-26
净利润 (本地 GAAP)	520	529	614	704	841	975
净利润 (UBS)	523	525	587	704	841	975

来源:瑞银证券估算

## 资产负债表

我们预计公司 13-15 年总资产为 66.7/68.4/76.5 亿元, 负债为 14.3/9.4/10.1 亿元, 股东权益为 52.4/59.0/66.4 亿元;

图片 29: 资产负债表 (单位: 百万元)

	10-Dec	11-Dec	12-Dec	12/13E	12/14E	12/15E
现金和现金等价物	1,057	1,105	1,005	1,104	2,376	2,991
其他流动资产	2,137	2,593	2,887	2,940	1,847	2,069
流动资产总额	3,193	3,697	3,892	4,045	4,224	5,060
有形固定资产净值	1,313	1,426	1,926	1,931	1,909	1,869
无形固定资产净值	178	223	222	221	220	218
投资/其他资产	521	730	468	472	485	508
总资产	5,206	6,077	6,508	6,669	6,837	7,654
应付账款和其他短期负债	911	1,264	1,387	1,233	823	893
短期债务	279	387	295	73	0	0
流动负债总额	1,190	1,652	1,682	1,306	823	893
长期债务	13	0	0	0	0	0
其它长期负债	76	82	119	119	119	119
优先股	0	0	0	0	0	0
总负债(包括优先股)	1,280	1,734	1,801	1,425	942	1,011
普通股股东权益	3,863	4,258	4,654	5,173	5,802	6,524
少数股东权益	63	86	53	72	94	119
负债和权益总计	5,206	6,077	6,508	6,669	6,837	7,654

来源:瑞银证券估算

## 现金流量表

我们预计公司 13-15 年税前利润为 8.7/10.4/12.1 亿元, 折旧和摊销费用为 3.2/3.6/3.9 亿元。

图片 30:

现金流量表(Rmb 百万)	10-Dec	11-Dec	12-Dec	12/13E	12/14E	12/15E
净利润(支付优先股股息前)	520	529	614	704	841	975
折旧和摊销	158	178	217	323	362	394
营运资本变动净值	-147	-210	25	-133	582	-136
其他营业性现金流	657	721	154	-55	109	-17
经营性现金流	1,188	1,218	1,010	839	1,894	1,215
有形资本支出	-370	-339	-222	-307	-323	-340
无形资产支出	0	0	0	0	0	0
净(收购)/处置	8	13	52	0	0	0
其他投资性现金流	54	-78	-39	-24	-29	-35
投资性现金流	-308	-404	-208	-331	-352	-375
已付股息	-133	-131	-220	-185	-211	-253
股份发行/回购	0	-3	1	0	0	0
其他融资性现金流	-36	-16	-21	-1	15	27
债务及优先股变化	15	95	-92	-222	-73	0
融资性现金流	-154	-56	-332	-408	-269	-226
现金流量中现金的增加/(减少)	726	758	470	99	1,272	615
外汇/非现金项目	-693	-710	-570	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	33	48	-100	99	1,272	615

来源:瑞银证券估算

图片 31: 公司分项收入预测 (单位: 万元)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
大输液产品	191849	244209	263745	290120	324934
非输液类制剂	144579	153617	171283	196976	226522
医药商业及其他	301909	301106	301106	0	0
合计	638338	698932	736135	487096	551456

来源:公司公告, 瑞银证券估算

## 资本回报率

我们预计 2014 年由于公司剥离医药商业业务, 净利率得以大幅提高, 随着产品结构的进一步优化, 净利率有望继续稳定上升; 随着医药商业的剥离, 资产周转率略有下降。未来公司 ROE 有望逐步上升。

图片 32: 杜邦分析

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
ROE	12.9%	13.2%	14.3%	15.3%	15.8%
净利率	8.2%	8.4%	9.6%	17.3%	17.7%
资产周转率	105.0%	107.4%	110.4%	71.2%	72.1%
权益乘数	1.40	1.38	1.27	1.16	1.15

来源:瑞银证券估算

## 估值

### 目标价推导

我们选取科伦药业与华仁药业(主营业务为大输液企业)为可比公司, 目前估价对应 14 年的平均估值为 24 倍, 而公司估值仅为 14 倍, 明显低估。我们

预测公司 13-15 年预测 EPS 为 1.23/1.47/1.7 元，参考可比公司平均估值水平，给予公司 2014 年 22XPE，得到目标价 32 元，给予“买入”评级。

## 可比公司估值

华润双鹤的可比公司为科伦药业与华仁药业，三家公司主营业务均为大输液。科伦药业与华仁药业的 14 年平均估值 24 倍，我们认为华润双鹤 14 年业绩增长可期，目前仅 14 倍 PE，明显低估。

我们认为公司 14 年凭借 BFS（三合一）和新品种的放量，以及将快速抢占由于竞争对手未过新版 GMP 而造成的产品缺口，业绩有望超出市场预期，其成长性处于可比公司中间水平。因此我们参考可比公司平均估值水平，给予公司 2014 年 22 倍 PE，得到目标价 32 元，给予“买入”评级。

图片 33: 可比公司估值（以 2014 年 2 月 17 日收盘价）

证券代码	证券简称	流通 市值 (亿 元)	EPS (元)			每股净资产 (元)			当前 股价 (元)	PE			PB		
			13E	14E	15E	13E	14E	15E		2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
002422.SZ	科伦药业	116	2.57	3.17	3.99	20.77	23.82	27.80	48.85	19	15	12	2.4	2.1	1.8
300110.SZ	华仁药业	53.14	0.28	0.37	0.52	2.98	3.52	3.98	12.36	44	33	24	4.1	3.5	3.1
平均										32	24	18	3.2	2.8	2.4
600062.SZ	华润双鹤	121	1.23	1.47	1.70	9.05	10.15	11.41	21.10	17	14	12	2.3	2.1	1.8

来源: 科伦药业与华仁药业数据来自于 wind 一致预期，华润双鹤数据为瑞银证券估算

## 附录

### 公司背景

华润双鹤（ss600062），前称为双鹤药业，主要从事药物的生产、加工与销售业务。公司产品主要分为三大类：大输液，心血管用药和内分泌类药物，主要产品包括降压 0 号，利复星，氧氟沙星等。



## 华润双鹤 (600062.SS)

	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
<b>损益表(Rmb 百万)</b>										
营业收入	5,367	6,383	6,989	7,361	5.3	4,871	-33.8	5,515	6,216	6,882
毛利	1,942	2,062	2,328	2,576	10.7	2,124	-17.6	2,443	2,754	3,049
息税折旧摊销前利润(UBS)	765	824	930	1,200	28.9	1,361	13.5	1,564	1,748	1,928
折旧和摊销	(158)	(178)	(217)	(323)	49.2	(362)	12.1	(394)	(430)	(468)
息税前利润(UBS)	607	647	714	876	22.8	999	14.0	1,169	1,318	1,459
联营及投资收益	2	5	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	(18)	5	20	(2)	-	30	-	14	13	15
净利息	2	(2)	(2)	(1)	28.5	15	-	27	33	41
例外项目(包括商誉)	24	48	31	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	617	703	763	873	14.5	1,044	19.5	1,210	1,364	1,515
税项	(84)	(150)	(132)	(151)	-14.5	(181)	-19.5	(210)	(236)	(263)
税后利润	533	553	631	722	14.5	863	19.5	1,000	1,128	1,252
优先股股息及少数股权	(13)	(24)	(16)	(18)	-14.5	(22)	-19.5	(26)	(29)	(32)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	520	529	614	704	14.5	841	19.5	975	1,099	1,220
净利润(UBS)	523	525	587	704	19.8	841	19.5	975	1,099	1,220
税率(%)	13.6	21.4	17.3	17.3	0.0	17.3	0.0	17.3	17.3	17.3
<b>每股(Rmb)</b>										
每股收益(UBS 稀释后)	0.92	0.92	1.03	1.23	19.8	1.47	19.5	1.70	1.92	2.13
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.91	0.93	1.07	1.23	14.5	1.47	19.5	1.70	1.92	2.13
EPS(UBS, 基本)	0.92	0.92	1.03	1.23	19.8	1.47	19.5	1.70	1.92	2.13
每股股息净值(Rmb)	0.23	0.38	0.32	0.37	14.5	0.44	19.5	0.51	0.58	0.64
每股账面价值	6.76	7.45	8.14	9.05	11.2	10.15	12.2	11.41	12.82	14.38
平均股数(稀释后)	571.70	571.70	571.70	571.70	0.0	571.70	0.0	571.70	571.70	571.70
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>										
现金和现金等价物	1,057	1,105	1,005	1,104	9.9	2,376	115.2	2,991	3,672	4,440
其他流动资产	2,137	2,593	2,887	2,940	1.9	1,847	-37.2	2,069	2,319	2,558
流动资产总额	3,193	3,697	3,892	4,045	3.9	4,224	4.4	5,060	5,991	6,998
有形固定资产净值	1,313	1,426	1,926	1,931	0.3	1,909	-1.1	1,869	1,825	1,778
无形固定资产净值	178	223	222	221	-0.6	220	-0.6	218	216	214
投资/其他资产	521	730	468	472	0.9	485	2.8	508	539	582
总资产	5,206	6,077	6,508	6,669	2.5	6,837	2.5	7,654	8,572	9,572
应付账款和其他短期负债	911	1,264	1,387	1,233	-11.1	823	-33.2	893	975	1,053
短期债务	279	387	295	73	-75.29	0	-	0	0	0
流动负债总额	1,190	1,652	1,682	1,306	-22.4	823	-37.0	893	975	1,053
长期债务	13	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	76	82	119	119	-0.1	119	0.0	119	119	119
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	1,280	1,734	1,801	1,425	-20.9	942	-33.9	1,011	1,094	1,172
普通股股东权益	3,863	4,258	4,654	5,173	11.2	5,802	12.2	6,524	7,330	8,220
少数股东权益	63	86	53	72	34.8	94	30.9	119	148	180
负债和权益总计	5,206	6,077	6,508	6,669	2.5	6,837	2.5	7,654	8,572	9,572
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>										
净利润(支付优先股股息前)	520	529	614	704	14.5	841	19.5	975	1,099	1,220
折旧和摊销	158	178	217	323	49.2	362	12.1	394	430	468
营运资本变动净值	(147)	(210)	25	(133)	-	582	-	(136)	(148)	(142)
其他营业性现金流	657	721	154	(55)	-	109	-	(17)	(24)	(27)
经营性现金流	1,188	1,218	1,010	839	-17.0	1,894	125.8	1,215	1,356	1,519
有形资本支出	(370)	(339)	(222)	(307)	-38.3	(323)	-5.3	(340)	(374)	(411)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	8	13	52	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	54	(78)	(39)	(24)	-	(29)	-	(35)	(42)	(50)
投资性现金流	(308)	(404)	(208)	(331)	-59.0	(352)	-6.3	(375)	(416)	(462)
已付股息	(133)	(131)	(220)	(185)	15.9	(211)	-14.5	(253)	(293)	(330)
股份发行/回购	0	(3)	1	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(36)	(16)	(21)	(1)	93.41	15	-	27	33	41
债务及优先股变化	15	95	(92)	(22)	-140.49	(73)	67.18	0	0	0
融资性现金流	(154)	(56)	(332)	(408)	-22.9	(269)	34.0	(226)	(260)	(290)
现金流量中现金的增加(减少)	726	758	470	99	-78.8	1,272	1178.7	615	681	768
外汇/非现金项目	(693)	(710)	(570)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	33	48	(100)	99	-	1,272	1178.7	615	681	768

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。

## 华润双鹤 (600062.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)	30.1	25.4	17.5	17.1	14.3	12.4	11.0	9.9
市盈率 (UBS, 稀释后)	30.0	25.6	18.3	17.1	14.3	12.4	11.0	9.9
股价/每股现金收益	23.0	19.1	13.3	11.7	10.0	8.8	7.9	7.1
权益 FCF (UBS) 收益率 %	5.2	6.5	7.4	4.4	13.0	7.3	8.1	9.2
净股息收益率(%)	0.8	1.6	1.7	1.8	2.1	2.4	2.7	3.0
市净率	4.1	3.2	2.3	2.3	2.1	1.8	1.6	1.5
企业价值/营业收入(核心)	2.8	2.0	1.4	1.5	2.0	1.6	1.4	1.1
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	19.3	15.3	10.7	9.2	7.1	5.8	4.8	4.0
企业价值/息税前利润(核心)	24.4	19.6	14.0	12.5	9.7	7.8	6.4	5.3
企业价值/经营性自由现金流(核心)	22.4	17.7	11.2	9.9	6.8	6.2	5.1	4.2
企业价值/运营投入资本	5.3	3.9	2.7	2.8	2.6	2.6	2.3	2.0
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
市值	15,678	13,429	10,724	12,063	12,063	12,063	12,063	12,063
净债务 (现金)	(764)	(717)	(710)	(1,031)	(2,376)	(2,991)	(3,672)	(4,440)
少数股东权益	63	86	53	72	94	119	148	180
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>14,977</b>	<b>12,797</b>	<b>10,067</b>	<b>11,103</b>	<b>9,780</b>	<b>9,191</b>	<b>8,539</b>	<b>7,803</b>
- 非核心资产	(176)	(150)	(109)	(109)	(109)	(109)	(109)	(109)
<b>核心企业价值</b>	<b>14,802</b>	<b>12,647</b>	<b>9,958</b>	<b>10,994</b>	<b>9,671</b>	<b>9,082</b>	<b>8,430</b>	<b>7,694</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
营业收入	6.5	18.9	9.5	5.3	-33.8	13.2	12.7	10.7
息税折旧摊销前利润(UBS)	12.1	7.8	12.8	28.9	13.5	14.9	11.8	10.3
息税前利润(UBS)	11.0	6.6	10.4	22.8	14.0	17.1	12.7	10.7
每股收益(UBS 稀释后)	17.4	0.4	11.8	19.8	19.5	15.9	12.7	11.0
每股股息净值	-1.3	67.0	-15.9	14.5	19.5	15.9	12.7	11.0
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
毛利率	36.2	32.3	33.3	35.0	43.6	44.3	44.3	44.3
息税折旧摊销前利润率	14.3	12.9	13.3	16.3	27.9	28.4	28.1	28.0
息税前利润率	11.3	10.1	10.2	11.9	20.5	21.2	21.2	21.2
净利 (UBS) 率	9.7	8.2	8.4	9.6	17.3	17.7	17.7	17.7
ROIC (EBIT)	21.7	20.0	19.4	21.9	26.6	33.6	36.4	38.7
税后投资资本回报率	19.6	16.7	16.0	18.1	22.0	27.8	30.1	32.0
净股东权益回报率(UBS)	14.3	12.9	13.2	14.3	15.3	15.8	15.9	15.7
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
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	(19.5)	(16.5)	(15.1)	(19.7)	(40.3)	(45.0)	(49.1)	(52.9)
净债务/(净债务 + 权益)	(24.2)	(19.8)	(17.8)	(24.5)	(67.5)	(81.9)	(96.5)	NM
净债务/企业价值	(5.2)	(5.7)	(7.1)	(9.4)	(24.6)	(32.9)	(43.6)	(57.7)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	116.6	100.1	93.9	90.9	91.8	92.7
资本支出/营业收入(%)	6.9	5.3	3.2	4.2	6.6	6.2	6.0	6.0
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	4.0	2.4	3.2	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
股息支付率 (UBS) %	25.1	41.8	31.4	30.1	30.1	30.1	30.1	30.1
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
其他	5,367	6,383	6,989	7,361	4,871	5,515	6,216	6,882
<b>总计</b>	<b>5,367</b>	<b>6,383</b>	<b>6,989</b>	<b>7,361</b>	<b>4,871</b>	<b>5,515</b>	<b>6,216</b>	<b>6,882</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
其他	607	647	714	876	999	1,169	1,318	1,459
<b>总计</b>	<b>607</b>	<b>647</b>	<b>714</b>	<b>876</b>	<b>999</b>	<b>1,169</b>	<b>1,318</b>	<b>1,459</b>

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	+51.7%
预测股息收益率	2.1%
预测股票回报率	+53.8%
市场回报率假设	9.6%
预测超额回报率	+44.2%

---

## 风险声明

我们认为公司面临以下下行风险：1.大输液行业整合速度慢于预期；2.省级招标进展滞后，BFS 放量慢于预期；3.新品种放量慢于预期。

## 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](http://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 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
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 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
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

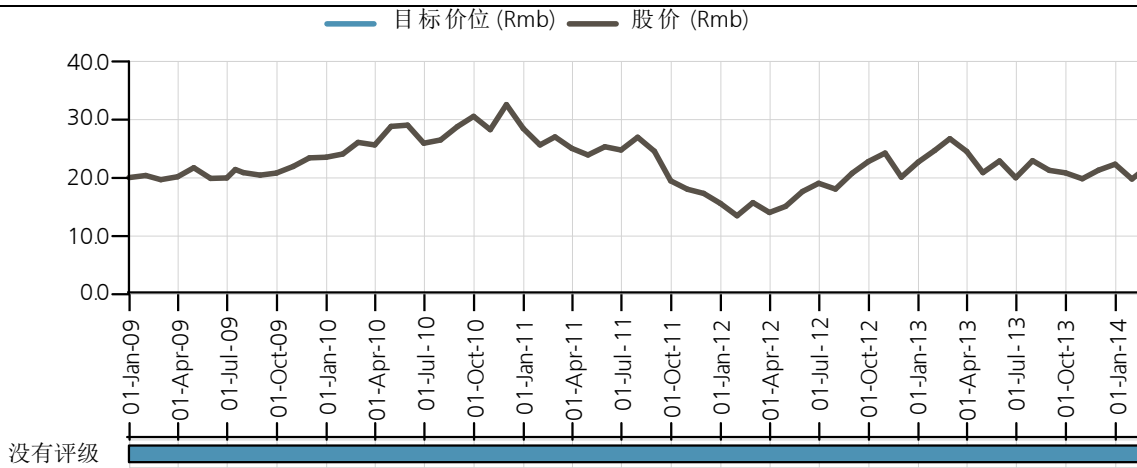
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
华润双鹤	600062.SS	未予评级	不适用	Rmb20.84	2014 年 02 月 14 日

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。

## 华润双鹤 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 2 月 14 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

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提供符合资格的合格投资者或专业客户。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(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 (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分发。**新加坡:** 由UBS Securities Pte. Ltd. (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., 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,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。2) UBS Wealth Management Australia Ltd的

客户:此声明由UBS Wealth Management Australia Ltd.分发。UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937(澳大利亚金融服务执照号:2311127) Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000的客户。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。由此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。

**新加坡:** 由UBS Securities Pte. Ltd. (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., 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,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。2) UBS Wealth Management Australia Ltd的

客户:此声明由UBS Wealth Management Australia Ltd.分发。UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937(澳大利亚金融服务执照号:2311127) Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000的客户。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。由此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。

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。

