

# 华海药业

## 国内制剂产品线有望不断丰富

### 仿制药审评积压情况严重，优先审评政策或将年内出台

近年来，由于药品注册申请数量远远超出药监部门的审评能力，国内药品审评出现大量积压的情况。2013年末，化学仿制药在提交申请后，需要等待平均34个月方能进入审评状态。漫长的审评等待时间对国内民众用药构成负面影响，也影响了国内药企的健康发展。在此情况下，为临床急需品种和高质量品种开通“绿色通道”，以加速其研发和上市进度，已成为较明晰的政策方向。我们预计仿制药优先审批政策在2014年年内出台的可能性较高。

### 若政策出台，公司国内制剂产品线有望显著强化

作为国内首家实现规模化制剂出口的企业，华海有大量药品的美国注册审批进度快于国内。一旦政策出台，我们预计，公司国内制剂产品线有望显著强化，公司精神系统用药和沙坦类降压药产品线受益将尤为明显。

### 厚积终将薄发，持续看好公司未来成长前景

过去一年中，公司同时遭受了原料药环保整治、制剂产品美国FDA审批周期延长双重压力，经营业绩和股价均滑落至低位。我们认为公司的经营情况正在逐步改善，2015/16年公司制剂出口、国内制剂、生物药等业务板块均存在出现突破性进展的可能。我们认为，经过多年深耕，公司在研发能力、国际化布局等方面已具备很强的素质，我们持续看好公司在中长期的发展前景。

### 估值：上调目标价至16.5元，给予“买入”评级

考虑到仿制药优先审批政策有望带来的利好，以及产品需要获批后才能转化为业绩，我们维持2014-16年公司EPS预测0.44/0.58/0.80元不变，并提高公司远期盈利预测。根据瑞银VCAM贴现现金流模型（WACC8.4%）得到目标价16.5元（原15.2元）。给予“买入”评级。

## Equities

 中国  
药品

12个月评级	<b>买入</b>	
	保持不变	
12个月目标价	<b>Rmb16.50</b>	之前: Rmb15.20
股价	<b>Rmb13.12</b>	
路透代码: 600521.SS 彭博代码 600521 CH		
<b>交易数据和主要指标</b>		
52周股价波动范围	Rmb16.90-9.92	
市值	Rmb10.3十亿/US\$1.68十亿	
已发行股本	785百万 (ORDA)	
流通股比例	56%	
日均成交量(千股)	6,710	
日均成交额(Rmb百万)	Rmb78.2	
普通股股东权益(12/14E)	Rmb3.19十亿	
市净率(12/14E)	3.2x	
净债务/EBITDA	0.7x	
<b>每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)</b>		
	<b>UBS</b>	<b>市场预测</b>
12/14E	0.44	0.48
12/15E	0.58	0.58
12/16E	0.80	0.74

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	1,827.61	2,014.39	2,296.41	2,434.19	3,115.77	3,957.02	4,946.28	6,158.12
息税前利润(UBS)	327.52	392.13	415.04	443.31	618.48	838.89	1,048.61	1,305.52
净利润(UBS)	229.30	297.04	318.66	342.13	459.12	626.32	769.40	983.67
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.32	0.36	0.42	0.44	0.58	0.80	0.98	1.25
每股股息 (Rmb)	0.10	0.20	0.20	0.19	0.26	0.35	0.43	0.55
现金/(净债务)	(153.53)	(141.94)	(14.37)	(342.71)	(542.34)	(648.75)	(585.02)	(514.95)
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	17.9	19.5	18.1	18.2	19.9	21.2	21.2	21.2
ROIC (EBIT) (%)	23.4	20.8	16.2	13.5	16.3	19.4	21.8	24.6
EV/EBITDA(core)x	15.3	12.1	17.5	17.8	13.5	10.2	8.2	6.6
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	33.3	27.5	33.6	30.1	22.4	16.5	13.4	10.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	2.1	2.0	3.6	(1.5)	0.1	1.9	4.3	5.1
净股息收益率(%)	0.9	2.0	1.4	1.5	1.9	2.7	3.3	4.2

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08月19日22时37分的股价(Rmb13.12)得出。

# 投资主题

## 华海药业

### 投资理由

华海药业是中国首家在欧美市场实现制剂规模化销售的制药企业。公司是全球最大的普利、沙坦、精神神经类原料药供应商之一。依托原料药基础，公司从2006年前后开始向制剂出口业务升级。经过八年积累，目前公司制剂出口平台已经系统性成型，氯沙坦、拉莫三嗪控释片等多个产品的美国年销售额突破千万美元。我们预计，再经过五年左右的积累公司将有望达到全球中等仿制药企业的水平。在此过程中，公司业务规模和盈利水平有望大幅提高。我们预测公司14-16年EPS 0.44/0.58/0.80元，根据瑞银VCAM现金流贴现模型（WACC8.4%）得到目标价16.5元。

### 乐观情景

若原料药业务从二季度开始回升，制剂新产品获批顺利，我们预计2014年原料药及中间体业务有望实现收入15.2亿元，同比增长5%；制剂业务有望实现收入12.4亿元，同比增长50%。我们估算其EPS为0.51元，高出我们预测约15%，对应每股估值为21元。

### 悲观情景

若原料药业务年内没有起色，制剂新产品获批推后，我们预计2014年原料药及中间体业务有望实现收入13.0亿元，同比下滑10%；制剂业务有望实现收入10.3亿元，同比增长25%。我们估算其EPS为0.37元，低于我们预测约15%，对应每股估值为12元。

### 近期催化剂

制剂出口方面，公司后续通用名药产品获得FDA批准的及时性将对公司业绩和股价造成重要影响；国内制剂方面，仿制药优先审批政策是否能如期出台，将对公司股价造成重要影响。原料药方面，公司近期受到环保问题困扰。环保问题的解决进度对公司业绩和股价影响较大。

12个月评级

买入

12个月目标价

Rmb16.50

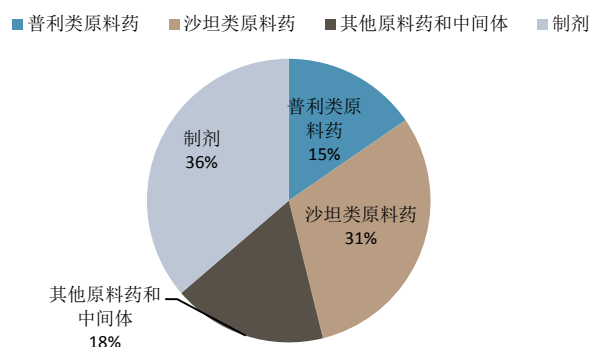
### 公司简介

浙江华海药业股份有限公司主营医药制剂、原料药和中间体，产品以心血管用药、抗抑郁用药和抗病毒药物为主。其中心血管药物ACE抑制剂在国际上品种最多、产销量最大。近年来，公司沙坦类原料药快速增长，成为公司发展新的重要驱动力。

### 行业展望

我们认为，未来四年欧美市场仍将处于品牌药集中专利到期的阶段，市场规模有望较快增长。由于进入壁垒较高，欧美通用名药市场竞争格局良好。以美国为例，我们估计其通用名药市场规模在300亿美元水平，但核心竞争企业仅有数十家。目前华海在研发、申报、营销渠道等方面已具备过硬能力，如果后续产品顺利获批，我们预计公司将呈现高速增长状态。

### 2013年收入构成(%)



来源: 公司数据

### 各类产品毛利

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
普利类原料药	112	99	90	90	90
沙坦类原料药	317	262	232	260	280
其他原料药中间体	159	132	110	148	170
制剂产品	201	463	607	880	1250
其他	22	51	20	86	90
合计	811	1007	1059	1464	1880

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

# 仿制药审评积压情况严重，优先审评政策或将年内出台

近年来，由于企业提交的药品注册申请数量很大，而药监部门因人员不足造成审评能力有限，药品审评出现大量积压的情况。以 2013 年为例，药品审评中心全年受理新药注册申请 7529 个，完成审评 4491 个，积压问题进一步突出。

药品积压所带来的直接后果是：新的药品注册申请需要进行时间漫长的“排队”方能进入审评状态。化学药尤其是化学仿制药，由于申报数量众多（2013 年化药新申请以受理号计共 6409 个）成为审评积压的重灾区。到 2013 年末，仿制药（ANDA）申请甚至需要等待 34 个月才能启动审评。

图表 1: 化学药各审批通道启动审评情况

序列	2012 年 1 月		2012 年 12 月		2013 年 12 月	
	进入中心时间	等待时间	进入中心时间	等待时间	进入中心时间	等待时间
IND（药品临床试验申报）	2011 年 5 月	6 个月	2012 年 8 月	4 个月	2013 年 6 月	6 个月
验证性临床	2010 年 12 月	12 个月	2011 年 8 月	15 个月	2012 年 5 月	19 个月
NDA（新药申请）	2011 年 1 月	11 个月	2011 年 11 月	12 个月	2012 年 10 月	14 个月
ANDA（仿制药申请）	2010 年 10 月	14 个月	2010 年 12 月	24 个月	2011 年 2 月	34 个月

来源:国家药监局《2013 年药品审评报告》

漫长的审评等待时间对国内民众用药构成负面影响，也影响了国内药企的健康发展。在药监部门审评能力短期内无法大幅提升的情况下，为临床急需品种和高质量品种开通“绿色通道”，以加速其研发和上市进度，已成为较明晰的政策方向。

国家药品审评中心于今年发布的《2013 年药品审评报告》中亦提出：“2014 年，药品审批中心将积极配合国家总局积极推进临床急需仿制药优先审评制度建设”。我们预计仿制药优先审批政策在 2014 年年内出台的可能性很高。

由于国内绝大部分药企仍以生产仿制药为主，我们认为，仿制药优先审批政策一旦出台，将对国内药企的竞争格局产生重大影响：1）部分研发能力占优、较多品种具备优先审批资质的企业，将可能通过不断获得新产品实现快速增长，甩开竞争对手；2）而大多数仍然以低水平、高重复仿制为主的企业，则可能因为新产品难以获批、已有产品不断招标降价，自身竞争力越发下降。

## 若政策出台，公司国内制剂产品线有望显著强化

从政策鼓励的方向来看，我们预计按照国际标准研发、得到欧美市场认可的高质量仿制药，将是加速审评的重点品类之一。作为国内首家实现规模化制剂出口的企业，华海有大量药品的美国注册审批进度快于国内。一旦政策出台，这些品种有望具备优先审批资质，国内制剂生产线有望因此得到显著强化。

市场传统观点认为：华海的制剂业务以海外为中心，国内市场由于获批的制剂产品有限，长期前景受到限制。我们认为，如果仿制药优先审批政策推出，这一情况或将改变，有望出现制剂出口反哺国内制剂的局面。

公司制剂出口业务在不同发展阶段研发重点也不尽相同。因此，我们将公司在美国市场的研发申报产品按照两个阶段来进行梳理：

▪ **阶段一：2007-2014 年，围绕具备原料药优势的品种进行制剂开发**

在这个阶段公司初涉美国市场，资金实力和研发经验均有所不足。因此公司将拥有自产原料药、成本优势明显的普利、沙坦、精神系统用药作为研发重点。

**图表 2:公司原料药美国注册文号（DMF）列表**

普利	沙坦	其他降压药	精神/神经系统	其他
卡托普利	氯沙坦	卡维地洛	帕罗西汀	奈韦拉平
恩纳普利	缬沙坦	氢氯噻嗪	依地普仑	拖拉塞米
赖诺普利	坎地沙坦	琥珀酸美托洛尔	利培酮	伏立康唑
贝那普利	厄贝沙坦		西酞普兰	非布索坦
福辛普利	替米沙坦		喹硫平	硫酸氢氯吡格雷
喹那普利	奥美沙坦		罗匹尼罗	托伐普坦
雷米普利	依普沙坦		左乙拉西坦	他达拉非
			多奈哌齐	盐酸吡格列酮
			度洛西汀	安贝生坦
			拉莫三嗪	恩替卡韦
			阿立哌唑	普瑞巴林
			帕潘立酮	利伐沙班
			托吡酯	盐酸芬戈莫德

来源:FDA

2007 年以来，公司已累计获得了 14 个制剂品种的 FDA 认证（其中拉莫三嗪与 Par 合作生产）

图表 3: 华海美国市场已获批的制剂产品整理

序号	品种名称	品种英文名	治疗类别
1	盐酸苯那普利片	Benazepril hydrochloride	普利类降压药
2	赖诺普利片	Lisinopril	
3	赖诺普利氢氯噻嗪	Lisinopril and Hydrochlorothiazide	
4	卡托普利片	Captopril	
5	氯沙坦钾片	Losartan potassium	沙坦类降压药
6	厄贝沙坦片	Irbesartan	
7	厄贝沙坦/氢氯噻嗪	Irbesartan and Hydrochlorothiazide	
8	盐酸多奈哌齐片	Donepezil hydrochloride	精神神经系统用药
9	盐酸罗匹尼罗片	Ropinirole hydrochloride	
10	利培酮	Risperidone	
11	左乙拉西坦速释片	Levetiracetam IR	
12	拉莫三嗪控释片	Lamotrigine	
13	奈韦拉平片	NEVIRAPINE	其他
14	美索巴莫 (750mg)	Methocarbamol	

来源:FDA (拉莫三嗪是与 Par 合作生产, ADNA 文号归属于 Par Pharma)

此外, 公司目前还有 20-30 种产品处于 FDA 审批过程之中。我们估计, 公司已获批和已向 FDA 申报的产品, 已经涵盖了普利、沙坦、精神神经系统三个领域/种类的绝大部分主流产品。

▪ **阶段二: 2014 年以来, 研发重点开始向临近专利到期、缓控释等高毛利品种倾斜**

经过多年积累, 公司在资金实力、研发申报能力等方面已得到大幅提升。从 2014 年开始, 公司海外制剂的研发重点, 也开始从原料药成本优势品种转变为临近专利到期品种和缓控释等高技术壁垒品种, 如图表 3 中列出的于 2013 年获 FDA 批准的“拉莫三嗪控释片”。

相较而言, 公司国内制剂的产品线仍然较为单薄, 国内制剂收入主要由帕罗西汀、福辛普利等少数品种贡献。在沙坦、普利、精神系统用药三个领域, 公司多个产品存在国外审批进度领先国内的情况。

图表 4: 华海国内已获批产品整理

序号	产品名称	治疗类别
1	盐酸舍曲林片	精神系统用药
2	盐酸帕罗西汀片	
3	利培酮片	
4	赖诺普利片	普利类降压药
5	福辛普利钠片	
6	氯沙坦钾片	沙坦类降压药
7	厄贝沙坦片	
8	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	
9	依非韦伦片	其他
10	盐酸非索那定胶囊	
11	盐酸二甲双胍缓释片	
12	奈韦拉平片	
13	硫酸苄地那韦片	

来源:SFDA

结合公司国内外药品申报进度以及国内市场的实际情况，我们认为，一旦仿制药优先审批政策出台，公司精神神经系统用药和沙坦类降压药两条产品线受益将最为明显。

#### ■ 精神和神经系统用药

精神神经系统用药是公司近年来海外市场申报的重点领域。公司已有多奈哌齐、罗匹尼罗、利培酮、左乙拉西坦、拉莫三嗪控释片等五个精神用药品种获得 FDA 批准。我们估计，喹硫平、西酞普兰、阿立哌唑、度洛西汀等其他主流精神用药品种也在公司的研发申报序列之中。

公司国内市场仅有舍曲林、帕罗西汀、利培酮及其分散片获得批准。一旦仿制药优先审批通道开通，公司将有望快速形成健全的精神和神经系统用药产品线。

**值得特别强调的是，公司研发团队拥有很强的缓控释产品研发能力。针对精神神经系统用药缓控释产品较多、疗效优于普通剂型的特点，公司在申请这类药品普通剂型的同时，也对缓控剂型进行了密集申报。**

目前，国内精神和神经系统用药的缓控式产品，普遍处于较为良好的竞争格局。公司已在美国获批或处于申报流程中的品种，如拉莫三嗪控释片（已获批）、左乙拉西坦缓释片（2011 年 9 月向 FDA 申报）、罗匹尼罗控释片（2012 年 7 月向 FDA 申报）等，国内市场尚没有产品供应。我们预计，若仿制药优先审批政策顺利出台，公司可能在精神/神经系统领域获得多个竞争格局良好的高端产品，在精神/神经系统领域的竞争力有望显著增强。

#### ■ 沙坦类降压药

沙坦类制剂是目前全球最主流的抗高血压用药之一。公司作为全球最大的沙坦类原料药供应商之一，成本优势明显，因此沙坦类制剂也是公司过去一个阶段海外市场开发的重点。



目前，公司已有氯沙坦、厄贝沙坦、厄贝沙坦/氢氯噻嗪三个品种获得了美国 ANDA 文号，这些品种在美国仿制药市场的份额已普遍在 20% 以上。我们预计，氯沙坦/氢氯噻嗪、缬沙坦及其复方制剂、坎地沙坦及其复方制剂、替米沙坦及其他复方制剂、奥美沙坦及其复方制剂等主流品种也均在公司最近几年的研发申报管线中，并可能在未来 1-3 年内陆续获得美国 FDA 批准。

目前，公司在国内市场也仅有氯沙坦、厄贝沙坦、厄贝沙坦/氢氯噻嗪三个品种获得批准。我们预计，仿制药优先审批政策一旦出台，也将带动公司沙坦类制剂在国内的审批进程提速。

除了审批环节，公司所生产的高品质仿制药，在获批后的招标过程中也有望享受政策优惠。国家发改委于 08 年和 10 年先后两次发布《药品价格管理办法征求意见稿》，均明确提出“国内生产且出口到欧盟、美国和日本市场的品种”可以申请产品的单独定价。我们预计，未来若“仿制药优先审批政策”和“优质优价”政策逐步落实，公司国内制剂的发展空间将迎来质变。

## 厚积终将薄发，持续看好公司未来前景

我们认为，公司作风务实，围绕以制剂出口为核心的发展战略进行了近十年的深耕，在研发能力、国际化布局等方面已经具备了很强的素质。

过去一年中，公司原料药业务遭遇区域环保整治压力、制剂出口业务因美国 FDA 审批周期延长遭遇短期产品获批断档，经营业绩和股价均滑落至低位。

从目前的情况来看，公司的经营情况正在逐步改善。我们认为 2015/16 年制剂出口、国内制剂等业务均具备出现突破性进展的可能：

- 制剂出口：公司已具备每年申报 10-15 个 ANDA 的能力，且申报品种开始向高技术壁垒品种倾斜。随着越来越多的产品进入获批周期，我们预计公司每年在美国市场的产品获批数量有望逐步增多，并可能再次有高毛利产品出现；
- 国内制剂：仿制药优先审批政策一旦出台，制剂出口反哺国内制剂的局面将会出现，国内制剂的成长空间有望大幅提升；
- 生物药：与 Oncobiologic 在单抗领域的合作平稳推进，阿达木单抗和贝伐单抗已进入临床一期；
- 原料药：三季度已全面恢复生产，短期内环保问题仍存在一定的不确定性，但我们认为环保问题只是短期一次性困难；

我们持续看好公司在中长期的发展前景。鉴于仿制药优先审批等政策可能带动公司国内产品审批提速，并带动公司中长期业绩增速提高，我们上调公司远期盈利预测，根据瑞银 VCAM 模型（WACC8.4%）得到目标价 16.5 元（原为 15.2 元），给予“买入”评级。

## 华海药业 (600521.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	1,827.61	2,014.39	2,296.41	2,434.19	6.0	3,115.77	28.0	3,957.02	4,946.28	6,158.12
毛利	724.31	811.16	1,007.15	1,059.16	5.2	1,464.41	38.3	1,879.59	2,349.48	2,925.11
息税折旧摊销前利润(UBS)	415.07	492.99	547.32	523.98	-4.3	712.76	36.0	959.77	1,197.72	1,484.82
折旧和摊销	(87.56)	(100.87)	(132.28)	(80.67)	-39.0	(94.28)	16.9	(120.88)	(149.11)	(179.30)
息税前利润(UBS)	327.52	392.13	415.04	443.31	6.8	618.48	39.5	838.89	1,048.61	1,305.52
联营及投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
其他非营业利润	(27.21)	(4.68)	34.18	(6.88)	-	5.05	-	13.50	(16.17)	(8.44)
净利息	(26.19)	(31.48)	(36.91)	(43.18)	-17.0	(83.39)	-93.1	(115.54)	(127.26)	(139.82)
例外项目(包括商誉)	(0.96)	45.90	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
税前利润	273.16	401.87	412.30	393.25	-4.6	540.14	37.4	736.85	905.18	1,157.26
税项	(59.07)	(63.37)	(48.88)	(51.12)	-4.6	(81.02)	-58.5	(110.53)	(135.78)	(173.59)
税后利润	214.09	338.49	363.42	342.13	-5.9	459.12	34.2	626.32	769.40	983.67
优先股股息及少数股权	2.82	2.63	(4.25)	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
非常项目	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
净利润(本地 GAAP)	216.91	341.12	359.17	342.13	-4.7	459.12	34.2	626.32	769.40	983.67
净利润(UBS)	229.30	297.04	318.66	342.13	7.4	459.12	34.2	626.32	769.40	983.67
税率(%)	21.6	15.8	11.9	13.0	9.7	15.0	15.4	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)	0.32	0.36	0.42	0.44	3.1	0.58	34.2	0.80	0.98	1.25
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.31	0.42	0.48	0.44	-8.5	0.58	34.2	0.80	0.98	1.25
每股收益(UBS, 基本)	0.32	0.42	0.42	0.44	3.1	0.58	34.2	0.80	0.98	1.25
每股股息净值(Rmb)	0.10	0.20	0.20	0.19	-4.7	0.26	34.2	0.35	0.43	0.55
每股账面价值	2.18	2.73	3.83	4.07	6.3	4.46	9.7	5.00	5.64	6.46
平均股数(稀释后)	710.81	706.89	754.42	785.30	4.1	785.30	0.0	785.30	785.30	785.30
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	351.49	292.25	548.80	617.32	12.5	1,387.06	124.7	1,424.63	1,762.85	2,039.52
其他流动资产	1,028.74	1,362.66	2,050.12	2,012.60	-1.8	2,311.31	14.8	2,860.00	3,430.11	4,135.92
流动资产总额	1,380.23	1,654.91	2,598.91	2,629.92	1.2	3,698.37	40.6	4,284.63	5,192.96	6,175.44
有形固定资产净值	570.51	871.58	1,053.42	1,456.59	38.3	1,885.89	29.5	2,108.82	2,309.79	2,492.15
无形固定资产净值	118.55	232.95	237.36	242.21	2.0	247.55	2.2	253.42	259.88	267.99
投资/其他资产	507.74	457.18	576.41	893.08	54.9	768.94	-13.9	666.35	581.90	511.77
总资产	2,577.03	3,216.61	4,466.10	5,221.81	16.9	6,600.75	26.4	7,313.23	8,344.53	9,447.35
应付账款和其他短期负债	504.58	787.78	840.25	1,011.06	20.3	1,111.12	9.9	1,254.05	1,515.36	1,764.35
短期债务	505.01	434.19	519.88	916.74	76.34	1,886.11	105.74	2,030.10	2,304.58	2,511.18
流动负债总额	1,009.59	1,221.96	1,360.13	1,927.80	41.7	2,997.23	55.5	3,284.15	3,819.94	4,275.54
长期债务	0.00	0.00	43.29	43.29	0.0	43.29	0.0	43.29	43.29	43.29
其它长期负债	37.88	45.61	43.40	43.40	0.0	43.40	0.0	43.40	43.40	43.40
优先股	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
总负债(包括优先股)	1,047.47	1,267.57	1,446.82	2,014.50	39.2	3,083.92	53.1	3,370.85	3,906.63	4,362.23
普通股股东权益	1,528.33	1,940.86	3,006.97	3,195.00	6.3	3,504.51	9.7	3,930.07	4,425.58	5,072.80
少数股东权益	1.23	8.17	12.31	12.31	0.0	12.31	0.0	12.31	12.31	12.31
负债和权益总计	2,577.03	3,216.61	4,466.10	5,221.81	16.9	6,600.75	26.4	7,313.23	8,344.53	9,447.35
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)	216.91	341.12	359.17	342.13	-4.7	459.12	34.2	626.32	769.40	983.67
折旧和摊销	87.56	100.87	132.28	80.67	-39.0	94.28	16.9	120.88	149.11	179.30
营运资本变动净值	24.33	(273.43)	(45.66)	23.44	-	(178.97)	-	(382.58)	(344.33)	(443.77)
其他营业性现金流	173.18	416.39	403.67	206.50	-48.8	42.15	-79.6	70.80	141.22	105.20
经营性现金流	501.98	584.95	849.46	652.74	-23.2	416.58	-36.2	435.41	715.40	824.40
有形资本支出	(346.06)	(447.81)	(466.24)	(803.41)	-72.3	(402.42)	49.9	(244.26)	(268.69)	(295.56)
无形资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
净(收购)/处置	(21.86)	4.67	21.57	21.57	0.0	21.57	0.0	21.57	21.57	21.57
其他投资性现金流	4.60	(0.49)	(681.97)	(1.96)	-	(2.36)	-	(2.83)	(3.39)	(4.07)
投资性现金流	(363.32)	(443.63)	(1,126.64)	(783.80)	30.4	(383.21)	51.1	(225.52)	(250.52)	(278.06)
已付股息	(44.88)	(53.86)	(109.49)	(157.06)	-43.4	(149.61)	4.7	(200.77)	(273.88)	(336.45)
股份发行/回购	60.00	125.42	816.67	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
其他融资性现金流	(175.12)	90.89	111.19	(40.22)	-	(83.39)	-107.33	(115.54)	(127.26)	(139.82)
债务及优先股变化	464.94	(70.83)	128.98	396.87	207.69	969.36	144.25	143.99	274.47	206.61
融资性现金流	304.94	91.63	947.34	199.58	-78.9	736.36	268.9	(172.31)	(126.67)	(269.66)
现金流量中现金的增加(减少)	443.60	232.95	670.16	68.52	-89.8	769.74	NM	37.58	338.21	276.67
外汇/非现金项目	(315.57)	(292.19)	(413.61)	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
资产负债表现金增加/(减少)	128.02	(59.24)	256.55	68.52	-73.3	769.74	NM	37.58	338.21	276.67

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。



## 华海药业 (600521.SS)

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)	35.2	23.4	29.8	30.1	22.4	16.5	13.4	10.5
市盈率 (UBS, 稀释后)	33.3	27.5	33.6	30.1	22.4	16.5	13.4	10.5
股价/每股现金收益	23.9	17.5	23.7	24.4	18.6	13.8	11.2	8.9
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	2.1	2.0	3.6	(1.5)	0.1	1.9	4.3	5.1
净股息收益率(%)	0.9	2.0	1.4	1.5	1.9	2.7	3.3	4.2
市净率	4.9	3.6	3.7	3.2	2.9	2.6	2.3	2.0
企业价值/营业收入(核心)	3.5	3.0	4.2	3.8	3.1	2.5	2.0	1.6
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	15.3	12.1	17.5	17.8	13.5	10.2	8.2	6.6
企业价值/息税前利润(核心)	19.4	15.3	23.1	21.1	15.5	11.6	9.3	7.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	18.1	17.2	21.5	25.4	16.1	11.7	9.1	7.3
企业价值/运营投入资本	4.5	3.2	3.7	2.8	2.5	2.3	2.0	1.8
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
市值	7,513.79	6,971.91	10,639.92	10,303.17	10,303.17	10,303.17	10,303.17	10,303.17
净债务 (现金)	(14.94)	147.73	78.15	178.54	442.52	595.55	595.55	595.55
少数股东权益	1.23	8.17	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
养老金拨备/其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>企业价值总额</b>	<b>7,500.09</b>	<b>7,127.81</b>	<b>10,730.39</b>	<b>10,494.02</b>	<b>10,758.00</b>	<b>10,911.03</b>	<b>10,911.03</b>	<b>10,911.03</b>
非核心资产	(1,146.54)	(1,146.54)	(1,146.54)	(1,146.54)	(1,146.54)	(1,146.54)	(1,146.54)	(1,151.54)
<b>核心企业价值</b>	<b>6,353.55</b>	<b>5,981.27</b>	<b>9,583.85</b>	<b>9,347.48</b>	<b>9,611.47</b>	<b>9,764.49</b>	<b>9,764.49</b>	<b>9,759.49</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
营业收入	78.7	10.2	14.0	6.0	28.0	27.0	25.0	24.5
息税折旧摊销前利润(UBS)	119.8	18.8	11.0	-4.3	36.0	34.7	24.8	24.0
息税前利润(UBS)	194.5	19.7	5.8	6.8	39.5	35.6	25.0	24.5
每股收益(UBS 稀释后)	NM	10.9	18.0	3.1	34.2	36.4	22.8	27.8
每股股息净值	20.0	100.0	0.0	-4.7	34.2	36.4	22.8	27.8
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
毛利率	39.6	40.3	43.9	43.5	47.0	47.5	47.5	47.5
息税折旧摊销前利润率	22.7	24.5	23.8	21.5	22.9	24.3	24.2	24.1
息税前利润率	17.9	19.5	18.1	18.2	19.9	21.2	21.2	21.2
净利 (UBS) 率	12.5	14.7	13.9	14.1	14.7	15.8	15.6	16.0
ROIC (EBIT)	23.4	20.8	16.2	13.5	16.3	19.4	21.8	24.6
税后投资资本回报率	19.3	17.2	14.3	11.7	13.8	16.5	18.5	20.9
净股东权益回报率(UBS)	16.2	17.1	12.9	11.0	13.7	16.8	18.4	20.7
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	0.4	0.3	0.0	0.7	0.8	0.7	0.5	0.3
净债务/总权益 %	10.0	7.3	0.5	10.7	15.4	16.5	13.2	10.1
净债务/(净债务 + 总权益) %	9.1	6.8	0.5	9.7	13.4	14.1	11.6	9.2
净债务/企业价值	2.4	2.4	0.1	3.7	5.6	6.6	6.0	5.3
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	193.6	175.9
资本支出/营业收入(%)	18.9	22.2	20.3	NM	12.9	6.2	5.4	4.8
息税前利润/净利息	12.5	12.5	11.2	10.3	7.4	7.3	8.2	9.3
股息保障倍数 (UBS)	3.2	2.1	2.1	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
股息支付率 (UBS) %	30.8	47.6	47.3	43.7	43.7	43.7	43.7	43.7
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	1,827.61	2,014.39	2,296.41	2,434.19	3,115.77	3,957.02	4,946.28	6,158.12
<b>总计</b>	<b>1,827.61</b>	<b>2,014.39</b>	<b>2,296.41</b>	<b>2,434.19</b>	<b>3,115.77</b>	<b>3,957.02</b>	<b>4,946.28</b>	<b>6,158.12</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	327.52	392.13	415.04	443.31	618.48	838.89	1,048.61	1,305.52
<b>总计</b>	<b>327.52</b>	<b>392.13</b>	<b>415.04</b>	<b>443.31</b>	<b>618.48</b>	<b>838.89</b>	<b>1,048.61</b>	<b>1,305.52</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	+25.8%
预测股息收益率	2.9%
预测股票回报率	+28.7%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+19.5%

---

## 风险声明

我们认为，公司面临的主要下行风险包括：1) 若浙江地区的环保要求进一步提升，可能对公司原料药产能的恢复造成负面影响；2) 若 FDA 对通用名药产品的审批周期进一步拉长，将对公司业务造成负面影响。

## 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](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

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。	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%
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 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

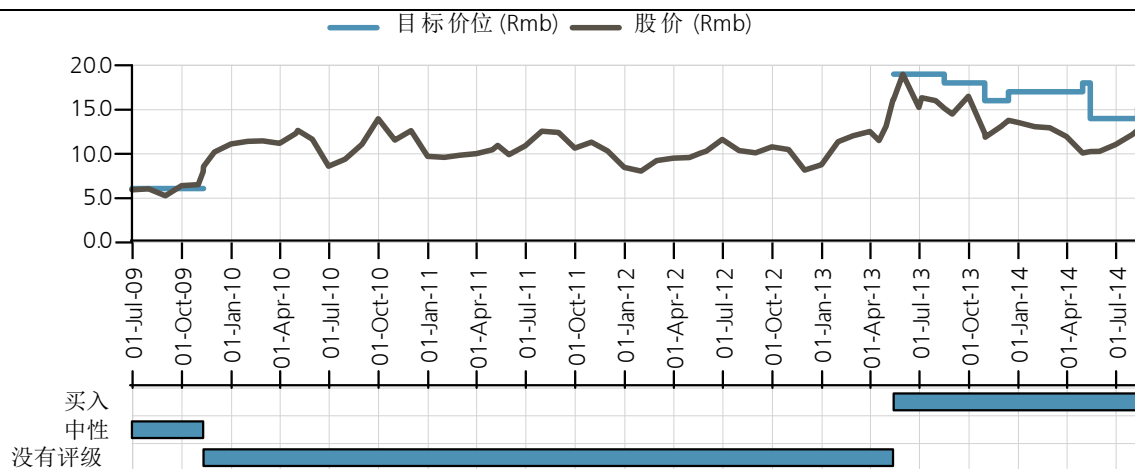
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
华海药业	600521.SS	买入	不适用	Rmb13.12	2014 年 08 月 19 日

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。

## 华海药业 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 8 月 19 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前述情形之任何地区、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(或部分)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。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

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) 条的规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：**由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**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。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：**本文件由瑞银集团（及其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia (瑞银集团子公司) 的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国机构投资者。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. 向专业投资者分发（除非另有许可）。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。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**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，仅供专业用户使用，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分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 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。