

上海医药

现有业务稳健增长，医药电商为“新种子”业务

具备规模、资源优势，现有业务稳健增长

公司是全国性医药流通企业并有众多潜力工业品种。覆盖 1.5 万家医疗机构，其中三级医院 938 家（占总数 49%）；拥有 1895 家连锁零售药房；托管 65 家医院药房；高值药品直送(DTP)业务市场份额第一（30%）。公司具备规模优势、上下游及政府关系的资源优势，我们预计未来两三年现有业务仍将维持双位数稳健增长。

以 DTP 切入医药电商，与京东签署排他性合作协议，激励机制较为完善

公司的电商业务以 DTP 业务为切入点，DTP 业务没有如医保对接（多自费药）、处方来源（高值、自费药严重影响医院药占比）、用户粘性等医药电商关键问题，且公司已在 22 个城市拥有 26 家 DTP 药房，具备线下服务患者的能力。管理团队持有电商公司 30% 股权，激励问题得到较好解决。公司 5 月 18 日与京东签署排他性合作协议，弥补了流量\小件配送短板。公司医药电商起点扎实、资源充分、激励完善，我们看好公司电商业务长期前景。

激励改善和内在效率提升是公司未来重要驱动力

医药电商子公司灵活的股权结构设置是公司在激励机制方面新尝试，体现了管理层在现有体制下积极求变的态度。公司已经实现领导团队的平稳过渡，新管理层对于国企管理经验丰富，我们期待能够借助上海国资改革的契机，推进内部管理和激励机制改善。我们看好其内部经营效率提升带来的收入、利润率、ROE 的同步提升。

估值：上调目标价至 40.6 元，“买入”评级

我们略上调 2015/16/17 年盈利预测到 1.11/1.28/1.47（原 1.07/1.28/1.44 元），基于对电商业务的乐观预期，将中期盈利预测由 6% 上调至 8%，根据瑞银 VCAM 现金流贴现模型(WACC 从 8.2% 下调至 7.8%)，得目标价 40.6 元。当前股价对应 2016/17 年 PE 为 23/20 倍，远低于 54/46 的行业均值，维持“买入”评级。

Equities

中国
药品

12 个月评级 **买入**
保持**不变**

12 个月目标价 **Rmb40.60**
之前: **Rmb30.50**

股价 **Rmb29.11**

路透代码: 601607.SS 彭博代码 601607 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb31.05-11.93

市值 Rmb71.9 十亿/US\$11.6 十亿

已发行股本 1,923 百万 (ORDA)

流通股比例 42%

日均成交量(千股) 48,617

日均成交额(Rmb 百万) Rmb1,188.0

普通股股东权益 (12/15E) Rmb30.0 十亿

市净率 (12/15E) 2.6x

净债务 / EBITDA NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/15E	1.07	1.11	3.75	1.09
12/16E	1.28	1.28	0.09	1.25
12/17E	1.44	1.47	2.03	1.40

季序我, 博士

分析师

S1460511080003

xuwo.ji@ubssecurities.com

+86-105-832 8980

林娜, 博士

分析师

S1460514080001

na.lin@ubssecurities.com

+86-105-832 8255

重要数据 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	68,078	78,223	92,399	108,828	128,456	150,443	173,009	202,421
息税前利润(UBS)	2,668	2,902	3,394	4,205	4,892	5,654	6,488	7,591
净利润 (UBS)	2,053	2,214	2,591	2,998	3,454	3,964	4,541	5,005
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.76	0.82	0.96	1.11	1.28	1.47	1.69	1.86
每股股息 (Rmb)	0.24	0.26	0.29	0.38	0.44	0.50	0.58	0.63
现金 / (净债务)	8,584	6,929	3,550	4,749	6,237	8,254	11,156	14,237
盈利能力和估值	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
息税前利润率(%)	3.9	3.7	3.7	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8
ROIC (EBIT) (%)	18.2	16.9	16.1	17.3	19.1	21.1	23.4	26.6
EV/EBITDA(core)x	6.3	7.5	7.6	14.8	12.6	10.8	9.1	7.5
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	14.9	15.6	14.1	26.1	22.7	19.7	17.2	15.6
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	1.6	0.3	(1.5)	3.0	3.8	4.7	6.1	6.6
净股息收益率(%)	2.1	2.0	2.1	1.3	1.5	1.7	2.0	2.2

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 2015 年 05 月 21 日 22 时 27 分的股价(Rmb29.11)得出;

投资主题

上海医药

投资理由

公司是全国前三位的医药流通企业，拥有分销、纯销、药店零售、高值药品直送（DTP，direct to patient）、电商等各种医药流通业态。同时，公司拥有众多有潜力的工业品种，如能够改善企业文化，整合旗下各子公司资源，提升经营效率，未来发展潜力很大。过去公司受困于国企体制，管理问题突出，经营效率偏低。但这一情形已出现明显改善的迹象：1）公司已经实现领导团队的平稳过渡，新管理层对于国企管理经验丰富，有望借助上海国资改革的契机，推进管理和激励机制改善。2）电商子公司灵活的股权结构设置体现了管理层在现存机制下求变的态度。未来3年，我们一方面看好内部经营效率提升带来的收入增加和利润率提升，另一方面看好流通行业变革和整合过程中龙头企业的机遇。预计未来3年公司净利润CAGR约为16%，维持“买入”评级，通过VCAM贴现现金流模型（WACC 7.8%）得到公司目标价40.6元，对应公司2016/2017年PE32/28倍

乐观情景

如果管理改善超预期，我们估算公司15年工业业务增长15%，公司2015年EPS有望实现1.21元，对应每股估值可达到44.25元。

悲观情景

如果公司经营效率改善慢于预期，仅实现2015年收入过千亿的规划，同比增长仅8%，2015EPS仅达到1.04元，对应每股估值为38元。

近期催化剂

1) 上海市国资改革出台具体方案 2) 公司新管理层推行新的管理、激励计划

12个月评级

买入

12个月目标价

Rmb40.60

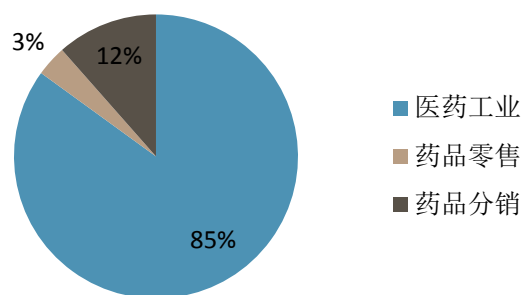
公司简介

上海医药是国内大型综合医药集团，以营收计规模位列全国前五，同时也是全国第二大医药流通企业。公司主要业务涵盖制药、医药分销及药品零售，同时也提供供应链解决方案。

行业展望

未来5年，在医保保障力度增大、人口结构老龄化、居民健康保健需求增加等因素促进下，我们预计国内医药产业将保持稳定增长，维持15%左右增速。

图表 1: 2014 年收入构成 (%)



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 2: 各类产品毛利

(百万 元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
医药工业	5254	5468	6059	6579	7108
药品零售	594	641	731	807	888
药品分销	4115	4977	5976	7111	8460
其他	280	318	15	15	15

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

线下规模、资源优势突出

上海医药是国内 4 大全国性医药流通企业之一，2013 年流通主营业务收入为全国第三。2014 年医药流通收入达 854 亿。公司资源优势突出：

1) 公司与外资厂商合作较多，2014 年合资与进口产品的销售占比为 49.87%，远高于行业均值。公司与罗氏、施贵宝成立联营企业，在进口药品、新药方面有优势。

2) 公司与下游医疗机构，尤其是华东地区三甲医院业务合作紧密。公司已经覆盖 1.5 万医疗机构，其中三甲医院近千家，占全国三甲医院总数 49%。

3) 公司 DTP 业务网络布局覆盖 22 个城市，共有 26 家 DTP 定点药房。子公司上药众协长期从事 DTP 业务，具有慈善赠药的资质，全国 7 大慈善机构通过众协药店向患者派发。

4) 云商公司将依托医院托管的药房，实现医院自费药品的电子处方定点向公司药房导流。公司目前已托管 65 家医院药房，44 家已实现信息系统对接，14 年药房托管收入突破 14 亿，增长近 4 倍。部分托管医院药房电子处方的导入已实现，如瑞金医院非医保自费产品定点流入公司与之合办的瑞金药房。

5) 自营药房和加盟连锁药房近 2000 家

图表 3: 2013 年批发企业主营业务收入前 5 位排序

排名	企业名称	主营业务收入(亿元)
1	中国医药集团总公司	1866.0406
2	华润医药商业集团有限公司	735.4395
3	上海医药集团股份有限公司	710.0239
4	九州通医药集团有限公司	333.4667
5	广州医药有限公司	246.4551

来源: 2013 年药品流通行业运行统计分析报告

图表 4: 2014 年公司主要医药流通业务收入、利润

	收入(亿元)	同比增长	毛利率	营业利润率
医药零售	33.76	12.85%	19.00%	1.32%
医药分销	820	20.57%	6.07%	2.54%
其中: 高端药品直送业务	22.82	29.66%		
疫苗	25.55	42.74%		
高值耗材	13.12	54.35%		
药房托管	14	470%		

来源: 公司公告

图表 5: 公司流通业务覆盖终端广泛

	数量 (家)
托管医院药房	65
覆盖的医疗机构	15,188
其中: 三甲医院	938
DTP 定点药房	26
零售药房	1,895

来源: 公司公告

探索医药电商新模式

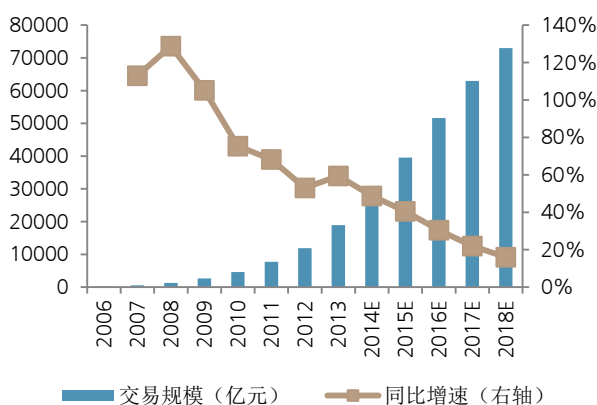
电商已经对于传统零售行业形成很大的影响, 医药领域虽然受影响较晚, 但趋势已经形成。尤其是 2013 年以来, 医药电商发展加快, 成为药品零售的新业态。包括多家上市公司在内, 医药公司纷纷加大投资, 力图转型。国内医药电商行业正迎来自诞生以来较好的发展时机。

- (1) 中国消费者的电商购物习惯已逐步形成, 电商整体销售规模快速增长;
- (2) 药品是“标准化”的产品, 从这个属性来看, 适合电商的发展;
- (3) 政府有意解决“以药养医”问题, 医药电商可能成为推进“医药分开”, 挤压药品灰色利益的抓手之一, 因此政府对此持鼓励态度。

由于政府的支持态度, 医药电商的相关监管政策正呈现出快速放开的趋势:

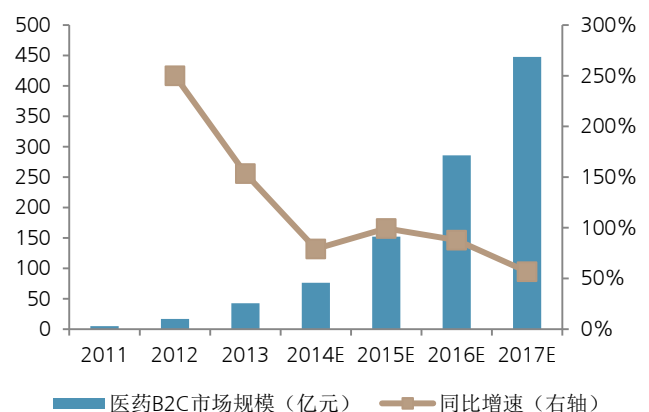
- (1) 2014 年 5 月 28 日, 药监局发布《互联网食品药品经营监督管理办法 (征求意见稿)》, 明确提出互联网药品经营者可以按照药品分类管理规定的要求凭处方销售处方药;
- (2) 与此同时, 在海南、上海、天津等地上网药店的医保支付试点正在开展。

图表 6: 我国网络购物交易规模快速增长



来源: 艾瑞咨询

图表 7: 我国医药电商行业已步入发展快车道



来源: 医药物资协会《2013 年中国医药互联网发展报告》、瑞银证券

目前, 尽管二级市场对医药电商均给予了高估值, 但是实业并真正做起来。医保对接、处方的获取、最后一公里配送及用户粘性是医药电商发展初期面临的主要问题。针对这些问题:

1) 公司采取了以 DTP 业务为切入点, 以最容易做电商也是公司强项业务入手, 由高值自费药品 (肿瘤药为主) 逐渐向其他慢性病拓展的策略。

2) 与综合性电商京东排他性合作, 借力京东流量。

以 DTP 为切入点

高值药品直送主要以肿瘤药等高价值自费药品为主, 直接面对终端消费者。在医院控制药占比、自费药占比及药品进医院困难的大环境下, DTP 业务发展迅速, 目前国内 DTP 市场规模 80 亿元, 公司判断未来 10 年每年会有 40% 的高速增长。公司 DTP 业务目前国内市场份额约 30%, 市场规模为市场首位。

以 DTP 为切入点有以下优势:

- 1、公司具有先发优势, 2014 年收入约 23 亿, 线下网络布局已有 22 个城市、26 家药店。
- 2、上游优势: 公司跟跨国企业和国内著名的肿瘤药厂家保持良好的关系。
- 3、慈善赠药的资质, 全国 7 大慈善机构通过众协药店向患者派发。
- 4、用户粘性: 抗肿瘤药属于专科用药, 在患者使用期内多会重复购买。
- 5、团队优秀, 上药众协长期从事 DTP 业务, 积累了丰富的线下解决方案

公司以有业务基础的 DTP 为切入口, 短期将围绕以肿瘤药为主的自费市场, 首先将在上药有较强医院资源的 10 个大城市开展肿瘤等慢性病的高值药品直送业务, 提升患者的服务体验。

激励机制完备

毋庸置疑, 上药、国药等全国性流通企业在政府资源、规模优势方面均具备优势, 但在此轮医药电商引领的医药流通企业估值上行行情中, 上药估值显著弱于嘉事堂、九州通、一心堂等企业。我们认为主要的问题在于: 医药电商是快速变化、竞争激烈的新领域, 上药的国企背景使得市场担心其执行力和应变能力。

公司从事电商的子公司, 上海医药大健康云商股份有限公司 (上药云健康) 由公司和众协总经理季军 (代管理团队持有) 共同投资设立, 分别持有 70% 和 30% 股份。管理层持股比例较高, 激励充分, 有助于电商业务的健康发展。

上药引入京东作为合作者, 共同增资上药云健康, 双方明确为充分激励上药云健康管理团队, 未来按照市场化原则对上药云健康的管理团队设立激励机制。从整个公司层面看, 上药云健康既引入了具有实力的外部投资者, 又对管理团队进行了充分激励, 是管理团队在现有体制下积极求变的尝试, 也有望成为公司内部激励机制改革的先行者。

与京东合作, 增强电商竞争力

2015 年 5 月 15 日上药与京东签订《战略合作框架协议》, 双方在

1) 处方药电子商务领域建立全面、排他性的战略合作伙伴关系, 打造处方药的线上销售平台及线下配送网络。上药云健康**独家**拥有在京东电商平台销售处方药的权利, 京东将与上药云健康分享销售相关数据及资源。

2) 上药与京东共同增资上药云健康：上药以众协药业 100%股权出资，京东以现金以及相关资源出资。但目前上药云健康最终股权结构尚未确定。

国内现有医药电商模式主要有：天猫医药馆、壹药网等大型电商企业进入医药电商领域，建设三方平台，也有九州通、以岭药业、华润医药等医药工业和流通企业自建平台。对于前者来说，主要的短板在于上游药品尤其是处方药的资源及及相关经营资质的获取，对于后者而言，主要短板在于流量导入以及“最后一公里”配送问题。

京东是国内最大的自营电商企业，拥有全国范围的广泛的电商用户基础，2014 年网站交易额达 2602 亿。与京东合作，可以弥补医药电商企业最大的弱势-流量导入，同时，京东成熟的配送体系可以在“最后一公里”给上药云健康以支持。上药云健康有望成为将两者优势结合起来的电商平台。上药云健康同时拥有近 2000 家线下门店（主要在经济发达地区）、强大的流量导入能力、同时解决了药品冷链配送能力及“最后一公里”配送问题。

与京东的强强联合，有助于上药云健康在未来医药电商领域“剩者为王”。

图表 8: 国内医药上市公司在医药电商方面的尝试

公司	发展医药电商的举措
九州通	1) 持续运营并发展“好药师”网站 2) 与春雨医生等垂直类健康应用展开合作 3) 牵头组建全国首个中药材大宗商品电商交易平台
一心堂	1) 专门建立电商事业部门，投资 1.2 亿元 2) 2015 年 1 月底，一心堂网上药店中药馆正式上线
太安堂	1) 投资 4 亿元用于“太安堂电子商务及连锁业务建设项目” 2) 斥资 3.5 亿元收购专注于网上医药商品零售的康爱多 100%股权
嘉事堂	1) 将医药电商业务作为下一个业务发展重点 2) 对全资子公司北京嘉事堂连锁药店有限责任公司进行增资扩股，电商运营团队及技术骨干出资 2000 万元，持股比例为 20%

来源:公司公告、瑞银证券整理

估值：提升目标价至 40.6 元，维持“买入”评级

我们略上调 2015/16/17 年盈利预测到 1.11/1.28/1.47（原 1.07/1.28/1.44 元），基于对电商业务的乐观预期，将中期盈利预测由 6%上调至 8%，根据瑞银 VCM 现金流贴现模型(WACC 从 8.2%下调至 7.8%)，得到目标价 40.6 元。当前股价对应 2016/17 年 PE 为 23/20 倍，远低于 54/46 的 A 股医药流通行业均值，估值有上行空间，维持“买入”评级。

图表 9: 预测调整明细

		调整前			调整后		
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
药品零售	收入 (亿元)	37.47	41.41	45.55	37.47	41.41	45.55
	同比增速		10.50%	10.00%	11.00%	10.50%	10.00%
药品分销	收入 (亿元)	972.34	1,148.31	1,357.18	971.70	1156.32	1364.46
	同比增速		18.10%	18.19%	18.50%	19.00%	18.00%
医药工业	收入 (亿元)	117.55	133.42	151.43	118.80	126.52	134.12
	同比增速		13.50%	13.50%	7.00%	6.50%	6.00%
其他/内部抵消	收入 (亿元)	-39.70	-39.70	-39.70	-39.70	-39.70	-39.70
合计	收入 (亿元)	1087.66	1283.44	1514.46	1088.28	1284.56	1504.43
	同比增速		18.00%	18.00%	17.78%	18.04%	17.12%

来源: 瑞银证券估算

图表 10: 公司 VCAM 估值明细

相对年	+1E	+2E	+3E	+4E	+5E	+6E	+7E	+8E	+9E	+10E
财年	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
息税前利润	4,205	4,892	5,654	6,488	7,591	10,465	11,876	13,311	14,732	16,098
折旧及摊销*	324	341	360	380	400	1,665	1,933	2,219	2,515	2,817
资本支出	(863)	(863)	(863)	(863)	(863)	(3,330)	(3,660)	(3,962)	(4,222)	(4,427)
运营资本变动	(1,230)	(1,119)	(1,095)	(721)	(1,023)	(3,177)	(3,745)	(3,966)	(4,113)	(4,169)
所得税 (营运)	(841)	(978)	(1,131)	(1,298)	(1,898)	(2,302)	(2,613)	(2,928)	(3,241)	(3,542)
其他	(821)	(981)	(1,099)	(1,128)	(1,471)	(1,771)	(1,918)	(2,037)	(2,120)	(2,156)
自由现金流	774	1,292	1,827	2,858	2,737	1,550	1,875	2,637	3,552	4,621
增长		66.9%	41.4%	56.4%	-4.2%	-43.4%	21.0%	40.6%	34.7%	30.1%

估值	
明计现金流现值	52,121
期末价值 (第 25 年) 现值	51,749
企业价值	103,870
占永续价值百分比	50%
联营公司及其他	3,950
-少数股东权益	3,289
现金盈余**	6,901
-债务***	8,848
权益价值	102,583
已发行股数 [m]	2,688.9
每股权益价值 (Rmb/股)	38.20
权益成本	7.8%
股息收益率	1.4%
1年期目标价 (Rmb/股)	40.60

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	12.0%	8.0%	5.5%
息税前利润率	4.0%	3.2%	2.7%
资本支出/销售收入	1.1%	0.9%	0.7%
投资资本回报率	16.6%	13.2%	11.9%

估值对应指标			
财年	2015E	2016E	1年预期
企业价值 / 息税前利润	22.9x	19.8x	21.6x
企业价值 / 息税前利润	24.7x	21.2x	23.2x
自由现金流收益率	0.7%	1.2%	0.9%
市盈率 (现值)	34.4x	29.8x	32.4x
市盈率 (目标)	36.6x	31.7x	34.5x

加权平均资本成本	
无风险利率	3.49%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.85
债务/权益比	10.9%
边际税率	25.0%
权益成本	7.8%
债务成本	5.3%
WACC	7.8%

期末假设值	
VCH (年数)	25
对应的自由现金流增长	2.7%
投资资本回报率增幅	8.5%
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	7.6x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: 瑞银证券

图表 11: 可比公司估值 (股价截至 2015 年 5 月 20 日)

证券名称	证券代码	市值 (亿元)	当前股价 (LC)	PE			PEG		EPS		
				2015E	2016E	2017E	2015	2015E	2016E	2017E	
A 股流通行业公司											
九州通*	600998	481.91	29.33	77	60	44	2.43	0.38	0.49	0.66	
嘉事堂*	002462	148.42	61.84	84	61	45	2.32	0.74	1.02	1.37	
一心堂	002727	203.66	78.24	53	43	35	2.29	1.47	1.84	2.23	
益丰药房	603939	145.81	91.13	83	66	53	3.23	1.09	1.38	1.73	
南京医药	600713	134.43	14.98	59	41	30	1.43	0.25	0.36	0.51	
浙江震元	000705	73.21	21.91	173	153	122	9.17	0.13	0.14	0.18	
国药一致*	000028	296.56	81.78	37	29	26	1.94	2.24	2.78	3.16	
国药股份	600511	202.48	42.29	34	28	24	1.69	1.24	1.49	1.79	
柳州医药	603368	131.85	117.20	62	51	44	3.35	1.88	2.28	2.65	
中国医药	600056	198.25	19.58	31	26		-0.31	0.63	0.76		
瑞康医药*	002589	289.06	104.25	91	72	61	4.01	1.14	1.45	1.72	
均值				68	54	46	2.77				
港股及美股流通公司											
国药控股	1099.HK	1095.77	39.60	30	25	20	1.35	1.30	1.59	1.95	
CVS	CVS.N	1144.20	101.41	20	17	15	1.35	5.17	5.90	6.79	
walgreen	WBA.O	802.76	84.89	23	19	17	1.27	3.67	4.42	5.13	
均值				24	20	17	1.91				
上海医药	601607	781.94	29.08	26	23	20	1.74	1.11	1.28	1.47	

来源: Wind 资讯, Bloomberg, 瑞银证券估算。*为瑞银证券估算, 其他为市场一致预期。

上海医药 (601607.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	68,078	78,223	92,399	108,828	17.8	128,456	18.0	150,443	173,009	202,421
毛利	9,286	10,243	11,405	12,781	12.1	14,513	13.6	16,471	19,031	22,266
息税折旧摊销前利润(UBS)	3,248	3,503	4,041	4,529	12.1	5,233	15.5	6,014	6,868	7,991
折旧和摊销	(580)	(601)	(647)	(324)	-49.8	(341)	5.2	(360)	(380)	(400)
息税前利润(UBS)	2,668	2,902	3,394	4,205	23.9	4,892	16.3	5,654	6,488	7,591
联营及投资收益	619	557	842	287	-66.0	237	-17.2	178	117	77
其他非营业利润	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利息	(199)	(233)	(436)	(209)	52.1	(223)	-6.8	(202)	(155)	(84)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	3,088	3,226	3,800	4,283	12.7	4,906	14.6	5,631	6,450	7,584
税项	(627)	(628)	(808)	(857)	-6.0	(981)	-14.6	(1,126)	(1,290)	(1,896)
税后利润	2,461	2,597	2,992	3,426	14.5	3,925	14.6	4,505	5,160	5,688
优先股股息及少数股权	(408)	(384)	(401)	(428)	-6.8	(471)	-10.0	(541)	(619)	(683)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	2,053	2,214	2,591	2,998	15.7	3,454	15.2	3,964	4,541	5,005
净利润(UBS)	2,053	2,214	2,591	2,998	15.7	3,454	15.2	3,964	4,541	5,005
税率(%)	20.3	19.5	21.3	20.0	-5.9	20.0	0.0	20.0	20.0	25.0
每股(Rmb)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
每股收益(UBS 稀释后)	0.76	0.82	0.96	1.11	15.7	1.28	15.2	1.47	1.69	1.86
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.76	0.82	0.96	1.11	15.7	1.28	15.2	1.47	1.69	1.86
每股收益(UBS, 基本)	0.76	0.82	0.96	1.11	15.7	1.28	15.2	1.47	1.69	1.86
每股股息净值(Rmb)	0.24	0.26	0.29	0.38	31.8	0.44	14.6	0.50	0.58	0.63
每股账面价值	9.16	9.65	10.35	11.17	8.0	12.07	8.1	13.11	14.30	15.58
平均股数(稀释后)	2,688.91	2,688.91	2,688.91	2,688.91	0.0	2,688.91	0.0	2,688.91	2,688.91	2,688.91
资产负债表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
现金和现金等价物	13,525	12,978	11,608	15,864	36.7	17,432	9.9	21,173	23,913	28,233
其他流动资产	25,277	29,536	37,050	41,683	12.5	47,093	13.0	52,805	58,038	64,925
流动资产总额	38,802	42,515	48,658	57,547	18.3	64,525	12.1	73,978	81,952	93,159
有形固定资产净值	4,259	4,809	4,994	5,648	13.1	6,286	11.3	6,905	7,505	8,084
无形固定资产净值	4,580	5,184	6,335	6,239	-1.5	6,143	-1.5	6,047	5,950	5,854
投资/其他资产	3,428	3,804	4,354	4,530	4.0	4,780	5.5	5,008	5,239	5,497
总资产	51,069	56,312	64,341	73,964	15.0	81,734	10.5	91,938	100,646	112,594
应付账款和其他短期负债	17,197	19,779	24,049	27,970	16.3	32,764	17.1	37,916	42,977	49,546
短期债务	4,901	5,924	7,953	11,010	38.43	11,089	0.72	12,813	12,652	13,891
流动负债总额	22,098	25,703	32,003	38,979	21.8	43,853	12.5	50,729	55,629	63,437
长期债务	41	125	105	105	0.0	105	0.0	105	105	105
其它长期负债	1,229	1,482	1,133	1,133	0.0	1,133	0.0	1,133	1,133	1,133
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	23,368	27,311	33,241	40,218	21.0	45,092	12.1	51,968	56,868	64,676
普通股股东权益	24,639	25,954	27,822	30,040	8.0	32,466	8.1	35,253	38,442	41,899
少数股东权益	3,062	3,047	3,277	3,705	13.1	4,176	12.7	4,717	5,336	6,019
负债和权益总计	51,069	56,312	64,341	73,964	15.0	81,734	10.5	91,938	100,646	112,594
现金流量表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
净利润(支付优先股股息前)	2,053	2,214	2,591	2,998	15.7	3,454	15.2	3,964	4,541	5,005
折旧和摊销	580	601	647	324	-49.8	341	5.2	360	380	400
营运资本变动净值	(1,878)	(2,249)	(2,198)	(732)	66.7	(695)	5.1	(583)	(175)	(327)
其他营业性现金流	396	407	(1,182)	461	-	502	8.8	518	524	498
经营性现金流	1,151	973	(142)	3,051	-	3,602	18.0	4,259	5,270	5,576
有形资本支出	(689)	(869)	(397)	(863)	-117.5	(863)	0.0	(863)	(863)	(863)
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	514	(24)	(45)	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(174)	(893)	(442)	(863)	-95.2	(863)	0.0	(863)	(863)	(863)
已付股息	(645)	(699)	(780)	(1,028)	-31.8	(1,177)	-14.6	(1,351)	(1,548)	(1,706)
股份发行/回购	55	35	5	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(850)	(1,148)	434	829	91.08	957	15.39	1,156	1,397	1,628
债务及优先股变化	(812)	1,090	248	3,046	1,129.84	77	-97.47	1,718	(165)	1,234
融资性现金流	(2,253)	(722)	(93)	2,848	-	(144)	-	1,522	(316)	1,155
现金流量中现金的增加/(减少)	(1,277)	(641)	(677)	5,036	-	2,595	-48.5	4,919	4,092	5,868
外汇/非现金项目	(48)	94	(693)	(780)	-12.5	(1,028)	-31.8	(1,177)	(1,351)	(1,548)
资产负债表现金增加/(减少)	(1,325)	(547)	(1,370)	4,256	-	1,567	-63.2	3,741	2,740	4,320

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。

上海医药 (601607.SS)

估值(x)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	14.9	15.6	14.1	26.1	22.7	19.7	17.2	15.6
市盈率 (UBS, 稀释后)	14.9	15.6	14.1	26.1	22.7	19.7	17.2	15.6
股价/每股现金收益	11.6	12.3	11.3	23.6	20.6	18.1	15.9	14.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	1.6	0.3	(1.5)	3.0	3.8	4.7	6.1	6.6
净股息收益率(%)	2.1	2.0	2.1	1.3	1.5	1.7	2.0	2.2
市净率	1.2	1.3	1.3	2.6	2.4	2.2	2.0	1.9
企业价值/营业收入(核心)	0.3	0.3	0.3	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	6.3	7.5	7.6	14.8	12.6	10.8	9.1	7.5
企业价值/息税前利润(核心)	7.7	9.0	9.0	16.0	13.5	11.5	9.7	7.9
企业价值/经营性自由现金流(核心)	8.5	10.1	9.7	16.1	13.6	11.5	9.6	7.9
企业价值/运营投入资本	1.4	1.5	1.5	2.8	2.6	2.4	2.3	2.1
企业价值 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
市值	29,775	34,476	36,646	71,924	71,924	71,924	71,924	71,924
净债务 (现金)	(8,853)	(7,756)	(5,239)	(4,149)	(5,493)	(7,246)	(9,705)	(12,696)
少数股东权益	2,982	3,054	3,162	3,491	3,941	4,447	5,026	5,677
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	23,904	29,774	34,569	71,266	70,372	69,125	67,245	64,905
非核心资产	(3,305)	(3,517)	(3,897)	(4,034)	(4,178)	(4,329)	(4,488)	(4,655)
核心企业价值	20,599	26,258	30,673	67,232	66,194	64,796	62,757	60,250
增长率(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	24.0	14.9	18.1	17.8	18.0	17.1	15.0	17.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	10.3	7.9	15.4	12.1	15.5	14.9	14.2	16.4
息税前利润(UBS)	9.6	8.8	17.0	23.9	16.3	15.6	14.7	17.0
每股收益(UBS 稀释后)	0.5	7.8	17.1	15.7	15.2	14.8	14.5	10.2
每股股息净值	50.0	8.3	11.5	31.8	14.6	14.8	14.5	10.2
利润率与盈利能力(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
毛利率	13.6	13.1	12.3	11.7	11.3	10.9	11.0	11.0
息税折旧摊销前利润率	4.8	4.5	4.4	4.2	4.1	4.0	4.0	3.9
息税前利润率	3.9	3.7	3.7	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8
净利 (UBS) 率	3.0	2.8	2.8	2.8	2.7	2.6	2.6	2.5
ROIC (EBIT)	18.2	16.9	16.1	17.3	19.1	21.1	23.4	26.6
税后投资资本回报率	14.0	13.1	12.2	13.8	15.3	16.9	18.7	19.9
净股东权益回报率(UBS)	8.6	8.8	9.6	10.4	11.1	11.7	12.3	12.5
资本结构与覆盖率	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
净债务/息税折旧摊销前利润	(2.6)	(2.0)	(0.9)	(1.0)	(1.2)	(1.4)	(1.6)	(1.8)
净债务/总权益 %	(31.0)	(23.9)	(11.4)	(14.1)	(17.0)	(20.7)	(25.5)	(29.7)
净债务/(净债务 + 总权益) %	(44.9)	(31.4)	(12.9)	(16.4)	(20.5)	(26.0)	(34.2)	(42.3)
净债务/企业价值	(41.7)	(26.4)	(11.6)	(7.1)	(9.4)	(12.7)	(17.8)	(23.6)
资本支出 / 折旧 %	153.8	196.1	88.0	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	1.0	1.1	0.4	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4
息税前利润/净利息	13.4	12.4	7.8	20.1	21.9	28.0	41.9	NM
股息保障倍数 (UBS)	3.2	3.2	3.3	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
股息支付率 (UBS) %	31.4	31.6	30.1	34.3	34.1	34.1	34.1	34.1
分部门收入 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
其他	68,078	78,223	92,399	108,828	128,456	150,443	173,009	202,421
总计	68,078	78,223	92,399	108,828	128,456	150,443	173,009	202,421
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
其他	2,668	2,902	3,394	4,205	4,892	5,654	6,488	7,591
总计	2,668	2,902	3,394	4,205	4,892	5,654	6,488	7,591

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	+39.5%
预测股息收益率	1.5%
预测股票回报率	+41.0%
市场回报率假设	8.5%
预测超额回报率	+32.5%

风险声明

我们认为上海医药面临的主要风险有：1)药品行业增速下滑。2) 医药电商整体估值下降。

要求披露

本报告由 UBS Limited (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

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。	45%	37%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	43%	33%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	12%	20%
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 2015 年 03 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; 林娜, 博士。

涉及报告中提及的公司的披露

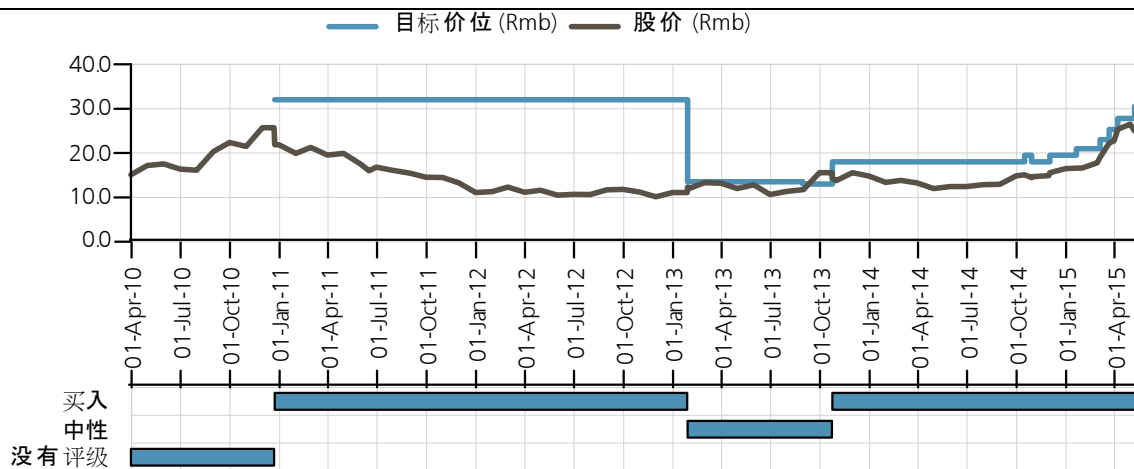
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
上海医药 ⁵	601607.SS	买入	不适用	Rmb29.11	2015 年 05 月 21 日

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。

5. 在今后的3个月里, UBS AG, 其关联单位或分支机构预期或试图在投资银行服务方面从该公司/实体得到报酬。除非特别指出, 请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

上海医药 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 5 月 21 日

全球声明

本文件由 UBS Limited (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)。

我们通过 UBS Neo、瑞银客户门户和 UBS.com (以下统称为“系统”) 向客户提供全球研究报告, 还可能通过第三方供应商提供这些报告, 或由瑞银和/或第三方通过电子邮件或其他电子途径发出。通过全球研究报告向客户提供的服务可能在层次和类型上有所不同, 这取决于多个因素, 比如客户在接收报告的频率和途径方面的偏好, 客户的风险情况、投资重心和投资角度 (例如是覆盖整个市场还是专注于某个行业, 是长期还是短期等), 客户与瑞银的整体关系以及法律和监管方面的限制。

通过系统接收全球研究报告的客户在接触和/或使用这些报告方面受到本全球声明以及相应系统的使用条款的约束。

通过第三方供应商、电子邮件或其他电子途径接收全球研究报告的客户在使用这些报告方面受到本全球声明以及瑞银使用条款/声明 (<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html>) 的约束。以这种方式接触和/或使用全球研究报告即表明客户已经阅读并同意接受瑞银使用条款/声明的约束, 而且同意瑞银按照瑞银隐私声明 (<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/privacy.html>) 和 cookie 通告 (<http://www.ubs.com/global/en/homepage/cookies/cookie-management.html>) 处理其个人数据并使用 cookie。

通过系统或其他任何方式接收全球研究报告即表明客户同意, 在未事先取得瑞银书面同意前, 不复制、修改或调整这些报告, 不在这些报告的基础上衍生出其他报告, 不将这些报告转交给第三方, 不对这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果加以商业利用, 也不从这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果或估算数字中抽取数据。

如欲获取 UBS Neo 和客户门户上的所有可用全球研究报告, 请与您的客户顾问联系。

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较高的风险, 而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对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（ACPR）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 (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。由波兰金融监管局（Polish Financial Supervision Authority）监管。如果 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分析师对本报告作出了贡献，本报告也将视为由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 编制。**俄罗斯：**由 UBS Bank (OOO) 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（注册号：1995/011140/07，金融服务提供商编号：7328）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。**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。**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 (MCI (P) 016/09/2014 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，出版人及发行人。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。**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 (资本市场服务执照号：CMSL/A0063/2007) 于马来西亚分发。本报告仅供专业/机构客户使用，不供任何零售客户使用。**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 2015 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。

