

尔康制药

新型辅料和淀粉胶囊拉动公司业绩

公司估值没有充分反映基本面利好

我们认为，目前的估值没有充分反映尔康作为辅料业务的龙头企业受益行业监管趋紧以及淀粉胶囊的发展前景等利好因素。公司当前股价仅对应 39 倍的 2016 年预期市盈率，处于公司历史平均估值水平，低于行业平均的 74 倍。我们认为公司当前的估值过于悲观地反映了医药工业增速下滑对辅料行业的影响，同时没有预期到新型辅料产品及淀粉胶囊对公司业绩的拉动。

辅料业务受益集中度提高及新型辅料的热销

相较于成熟的欧美市场来说，我国辅料行业行业集中度低、竞争分散，中国辅料市场还远远未饱和。未来三年大量原研药物专利到期，有利于高端仿制药市场的快速发展，同时料将带动对新型辅料的需求。受辅料行业集中度提高以及新型辅料的热销影响，我们预计辅料业务 16-18 年收入增速为 11.2%/9.3%/6.9%，毛利增速 CAGR 为 7.81%。

淀粉胶囊有望成为公司未来三年业绩主要驱动力

公司是目前全球唯一一家实现淀粉胶囊产业化的药用辅料生产企业，已掌握了以木薯为原材料到核心工艺的整体产业链条。目前公司淀粉胶囊的销售模式主要为：1) 公司产品自用；2) 互联网销售；3) 向海外出口。我们预计淀粉胶囊替代明胶胶囊的市场规模至少在 140 亿左右。随着自用及海外出口的拓展，我们预计淀粉胶囊 16-18 年收入增速为 200%/80%/50%，对公司毛利贡献占比为 26%/36%/44%，毛利增速 CAGR 为 64%。

估值：目标价 39.26 元，维持“买入”评级

我们基于 DCF 贴现现金流模型（WACC=7.6%）得出公司目标价 39.26 元，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		Rmb39.26		
		之前: Rmb36.33		
股价		Rmb31.81		
路透代码: 300267.SZ 彭博代码 300267 CH				
交易数据和主要指标				
52 周股价波动范围		Rmb44.00-21.77		
市值		Rmb32.7 十亿/US\$5.06 十亿		
已发行股本		1,028 百万 (ORDA)		
流通股比例		18%		
日均成交量(千股)		3,274		
日均成交额(Rmb 百万)		Rmb97.5		
普通股股东权益 (12/16E)		Rmb4.92 十亿		
市净率 (12/16E)		6.6x		
净债务 / EBITDA		NM		
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)				
	从	到	% 市场预测	
12/16E	0.75	0.82	9	0.85
12/17E	0.95	1.02	7	1.16
12/18E	1.19	1.15	-3	1.53
赵冰, 博士				
分析师				
S1460515110001				
bing.zhao@ubssecurities.com				
+86-213-866 8814				

重要数据 (Rmb 百万)	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
营业收入	1,011	1,370	1,756	2,132	2,561	3,005	3,685	4,385
息税前利润(UBS)	219	340	642	824	1,078	1,295	1,624	1,955
净利润 (UBS)	192	284	605	840	1,052	1,184	1,470	1,773
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.21	0.31	0.66	0.82	1.02	1.15	1.43	1.72
每股股息 (Rmb)	0.03	0.05	0.10	0.14	0.17	0.19	0.24	0.29
现金 / (净债务)	502	(9)	1,826	1,911	2,028	2,238	2,737	3,570
盈利能力和估值	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
息税前利润率(%)	21.7	24.8	36.5	38.6	42.1	43.1	44.1	44.6
ROIC (EBIT) (%)	31.8	27.8	31.8	30.4	31.5	30.8	32.6	34.3
EV/EBITDA(core)x	17.5	35.5	34.3	34.5	26.2	21.4	16.8	13.8
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	26.6	52.5	43.5	38.9	31.1	27.6	22.3	18.4
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	3.2	(0.4)	(0.2)	0.4	0.6	1.0	1.9	3.0
净股息收益率(%)	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	0.8	0.9

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 价得出，(E)：根据 2016 年 04 月 13 日 17 时 56 分的股价(Rmb31.81)得出；

关键问题

问：受制剂行业增长疲软的影响，公司辅料业务未来三年是否还有盈利增长空间？

有。虽然制剂整体的收入和利润增速在下滑，但仿制药质量一致性评价有助于拉动对辅料质量的要求，辅料龙头企业有望受益。另外高端制剂的发展有助于带动新型辅料的增长。我们预计辅料业务 16-18 年收入增速为 11.2%/9.3%/6.9%，毛利增速 CAGR 为 7.81%。

[更多→](#)

问：淀粉胶囊是否能在未来三年成为公司盈利的主要驱动力？

能。公司是全球第一家将淀粉囊产业化的企业，已具备大规模生产优势和上游原料的支持。公司的淀粉囊在医药领域的市场规模较大，我们看好淀粉胶囊替代明胶胶囊的前景。我们预计淀粉胶囊 16-18 年收入增速为 200%/80%/50%，对公司毛利贡献占比为 26%/36%/44%，毛利增速 CAGR 为 64%。

[更多→](#)

瑞银证券 VIEW

公司作为辅料行业龙头企业，有望受益仿制药质量一致性评价以及辅料行业监管趋严等政策利好。公司是目前全球唯一一家实现淀粉胶囊产业化的药用辅料生产企业，已掌握了以木薯为原材料到核心工艺的整体产业链条。我们看好淀粉胶囊替代明胶胶囊的前景。

论据

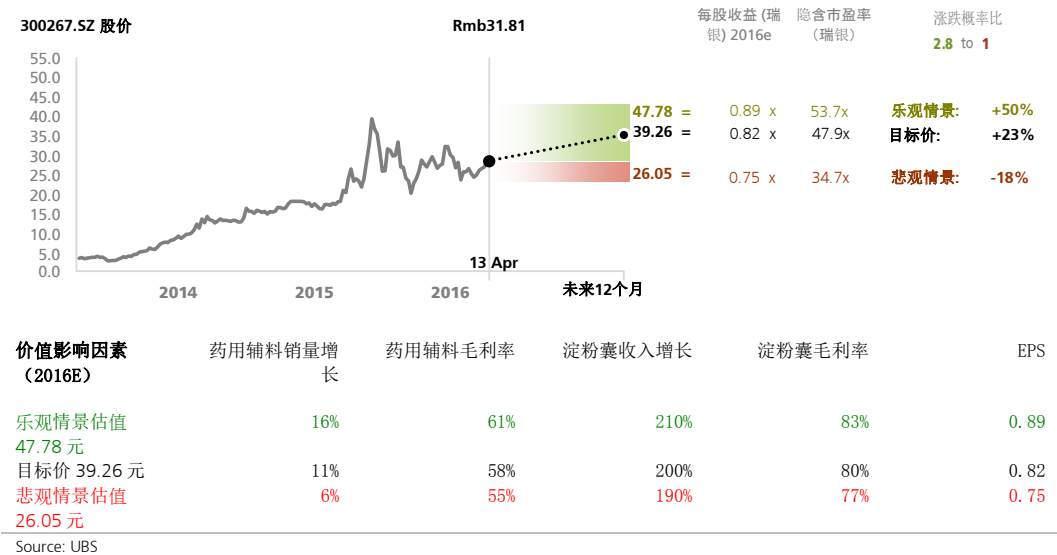
我国药用辅料行业集中度较低，且拥有合格牌照的企业比例小，辅料成本仅占药品市场的 2%-3%，尚未饱和有较大发展空间。由于淀粉植物胶囊具有分子结构稳定、无交联反应、不含防腐剂、不用环氧乙烷消毒、环保等优点，我们认为植物胶囊替代明胶胶囊的市场规模至少在 140 亿左右。

什么已反映在股价中？

当前股价没有充分反映公司未来的成长预期 公司当前股价仅对应 39 倍的 2016 年预期市盈率，处于公司历史平均估值水平，低于行业平均的 74 倍。瑞银剩余收益估值模型显示，尔康股价中仅包含 46% 的长期增长前景预期，低于业务转型的信邦制药。我们认为公司当前的估值过于悲观地反映了医药工业增速下滑对辅料行业的影响，同时没有预期到新型辅料产品及淀粉胶囊对公司业绩的拉动。...

[更多→](#)

乐观/悲观情景分析



[更多→](#)

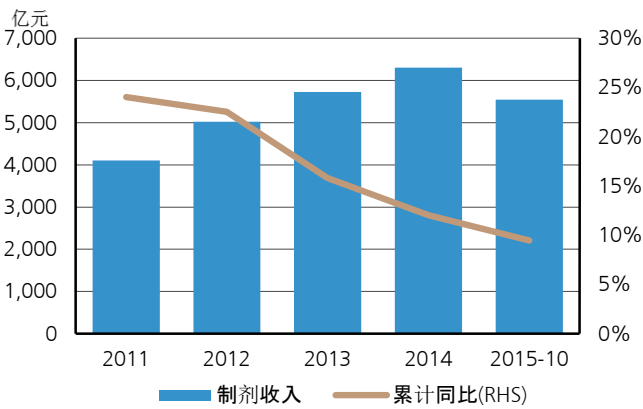
公司背景

尔康制药成立于 2003 年，是国内品种最全、销售收入规模最大的专业药用辅料生产企业。公司目前拥有 100 多个药用辅料品种，主要产品包括药用甘油、药用蔗糖、药用乙醇、药用丙二醇、药用氢氧化钠等。经过多年发展，公司逐步形成了以药用辅料为核心，兼顾新型抗生素的发展路线。

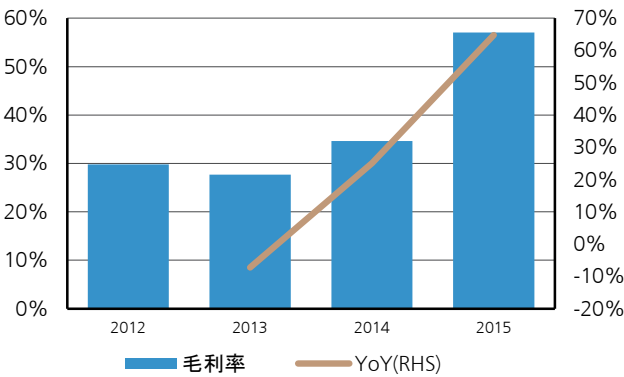
[更多→](#)

图示主题

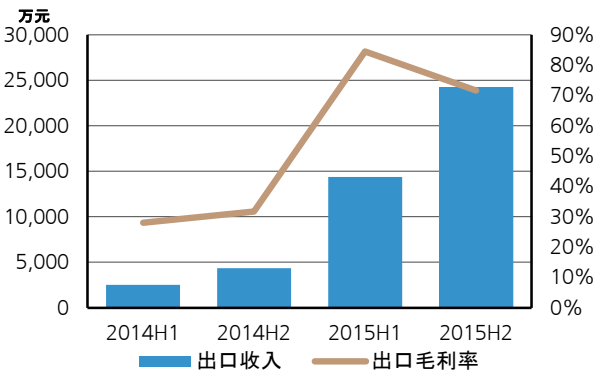
[返回](#) ↑



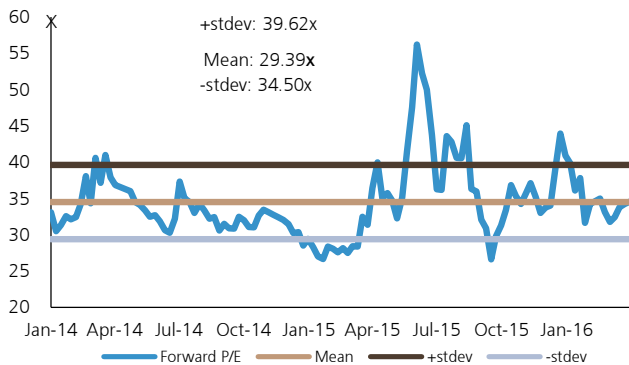
制剂行业的收入增速下滑，对上游辅料行业的增长形成一定的压力。



受新型辅料热销的拉动，公司 2015 年药用辅料业务的毛利率达到 57%。



淀粉及淀粉囊产品的出口拉动公司海外出口业务大幅增长。



公司目前估值处于平均水平。

关键问题

[返回](#) ↑

问: 受制剂行业增长疲软的影响, 公司辅料业务未来三年是否还有盈利增长空间?

瑞银证券 VIEW

有。虽然制剂整体的收入和利润增速在下滑, 但仿制药质量一致性评价有助于拉动对辅料质量的要求, 辅料龙头企业有望受益。另外高端制剂的发展有助于带动新型辅料的增长。我们预计辅料业务 16-18 年收入增速为 11.2%/9.3%/6.9%, 毛利增速 CAGR 为 7.81%。

论据

我国药用辅料行业集中度较低, 且拥有合格牌照的企业比例小, 辅料成本仅占药品市场的 2%-3%, 尚未饱和有较大发展空间。2015 年改性淀粉的热销使得公司药用辅料的毛利率在 2015 年达到 57%, 同比增长 22ppt。

什么已经得到反映?

公司当前股价仅对应 39 倍的 2016 年市盈率, 处于公司历史平均估值水平。由于药用辅料行业政策监管日益严格, 行业前景较好, 可比公司 2016 年预期 PE 达到近 74 倍左右。我们认为公司当前的估值过于悲观地反映了医药工业增速下滑对辅料行业的影响, 同时没有预期到新型辅料产品对公司业绩的拉动以及中国辅料行业还有较大的发展空间。

尔康制药 2015 年辅料收入 11.35 亿元, 同比增加 25.89%。加上 2015 年收入 1.7 亿的普通淀粉因统计口径改变被划入原料药范围, 公司 2015 年辅料实际收入同比将达 44.75%。公司在辅料表现靓丽, 我们认为公司辅料业务在未来三年仍有盈利增长空间。

国内辅料市场未饱和, 仍有发展空间

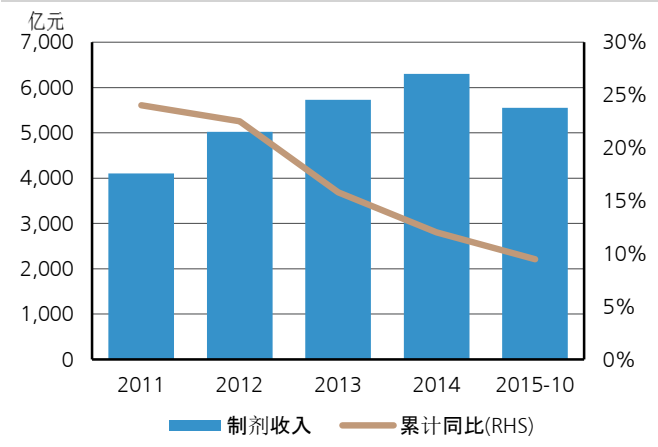
目前我国辅料行业行业集中度低、竞争分散, 龙头企业市场份额不超过 2%。大部分企业游离在化工和食品行业之间, 缺乏符合药用标准的专业药用辅料企业。“毒胶囊”事件反映我国在药用辅料质量安全和监管存在一定漏洞。据统计, 相较于成熟市场药用辅料占制剂成本 10%-20%左右, 我国因药用辅料行业集中度较低, 质量监管有限, 辅料的成本只占药品市场的 2%-3%。在辅料行业饱和之后, 欧美开始药用辅料向食品发展。相较于成熟的欧美市场来说, 中国辅料市场还远远未饱和。

去年以来, 监管环境以及出台相关政策对药品行业质量要求提高, 一半以上企业撤回药品申请。仿制药一致性评价要求 API 与原研是否一致、所用辅料与原研是否一致、工艺与原研是否一致。我们认为仿制药质量一致性评价有助于拉动对辅料质量的要求, 《加强药用辅料监督管理的有关规定》有助于药用辅料行业准入门槛提高。作为少数几家上市的药用辅料公司, 公司目前拥有 121 个辅料品种, 在辅料市场占有率处领先地位, 未来有望继续提高市场份额。

高端制剂行业在发展, 能带动新型辅料增长

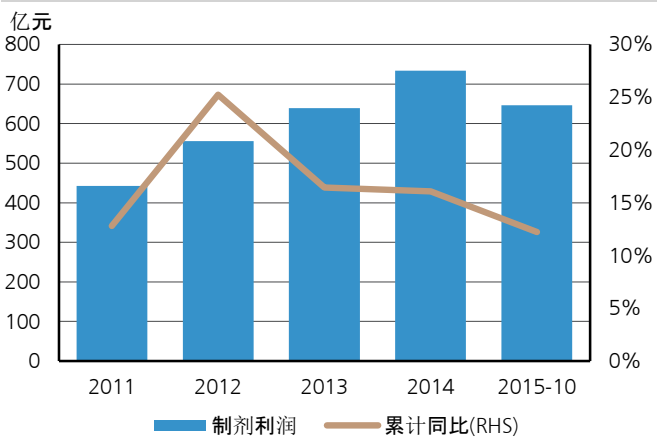
虽然整体医药工业和制剂增速在放缓，但是考虑到未来三年有大量原研药物专利到期，有利于仿制药市场尤其是高端仿制药市场的快速发展，同时带动对新型辅料的需求。以改性淀粉为例，天然淀粉经过适当化学处理，引入某些化学基团，改变其直链和支链结构，生成淀粉衍生物。由于改性淀粉的理化性能发生改变，使得其更适应于各种复杂工艺条件下的食品或药品的加工，比如高温加热杀菌、激烈机械搅拌、形成水溶性胶体等。公司持续加大淀粉系列产品在国内外市场推广力度，目前改性淀粉产品已经率先打开东南亚市场。2015 年公司改性淀粉实现销售收入 3.2 亿元，毛利率达到 82%。改性淀粉的热销也使得公司药用辅料的毛利率在 2015 年达到 57%，同比增长 22 个百分点。受辅料行业集中度提高以及新型辅料的热销，我们预计辅料业务 16-18 年收入增速为 11.2%/9.3%/6.9%，毛利增速 CAGR 为 7.81%。

图表 1: 制剂收入及增速



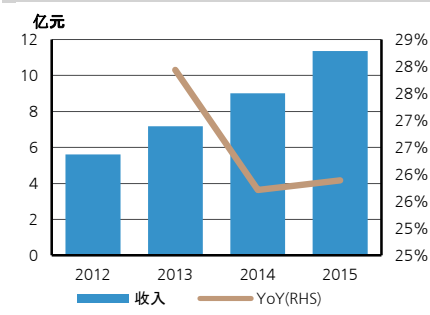
来源: WIND

图表 2: 制剂利润及增速



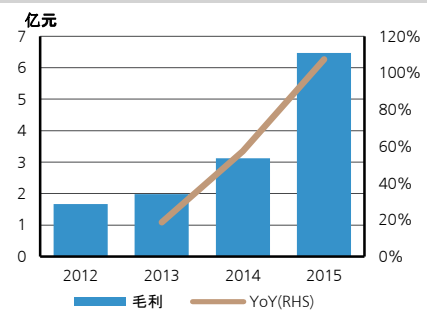
来源: WIND

图表 3: 辅料业务收入



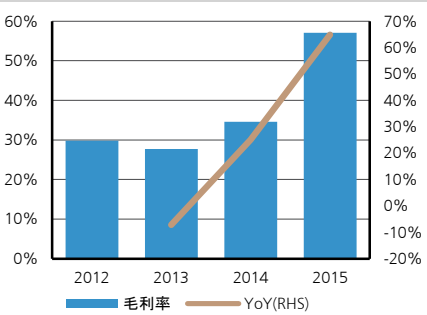
来源: 公司数据

图表 4: 辅料业务毛利



来源: 公司数据

图表 5: 辅料业务毛利率



来源: 公司数据

关键问题

[返回](#) ↑**问: 淀粉胶囊是否能在未来三年成为公司盈利的主要驱动力?**

瑞银证券 VIEW

能。公司是全球第一家将淀粉囊产业化的企业，已具备大规模生产优势和上游原料的支持。公司的淀粉囊在医药领域的市场规模较大，我们看好淀粉胶囊替代明胶胶囊的前景。我们预计淀粉胶囊 16-18 年收入增速为 200%/80%/50%，对公司毛利贡献占比为 26%/36%/44%，毛利增速 CAGR 为 64%。

论据

由于淀粉植物胶囊具有分子结构稳定、无交联反应、不含防腐剂、不用环氧乙烷消毒、环保等优点，我们认为植物胶囊替代明胶胶囊的市场规模至少在 140 亿左右。

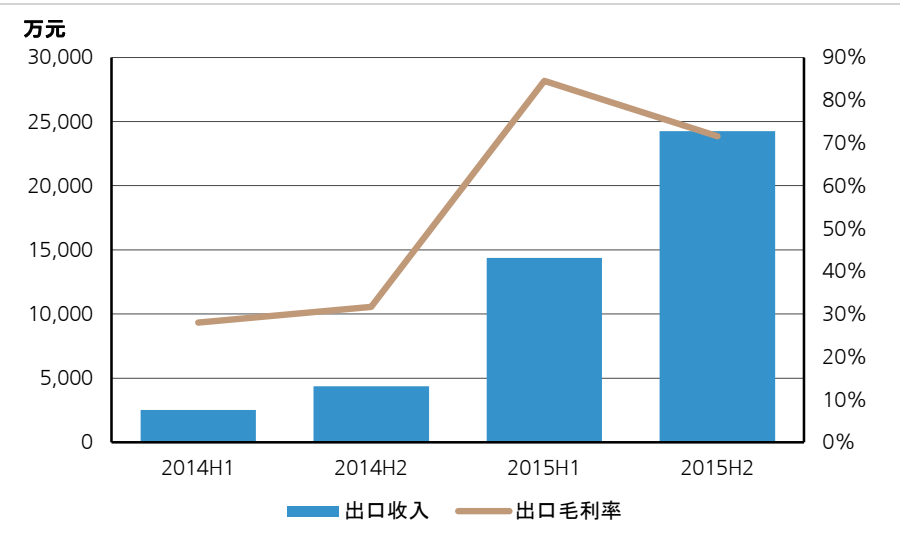
什么已经得到反映?

公司目前股价仅对应 39 倍的 2016 年预期市盈率，低于行业平均的 74 倍。瑞银剩余收益估值模型显示，尔康股价中仅包含 46% 的长期增长前景预期，低于业务转型的信邦制药。我们认为目前股价包含的长期增长前景预期没有充分反映尔康作为辅料业务的龙头企业受益行业监管趋紧以及淀粉胶囊的发展前景等利好因素。

公司 2015 年淀粉和淀粉囊产品收入约 6.3 亿元，其中淀粉囊收入约 1.24 亿元，改性淀粉 3.3 亿元，普通淀粉 1.7 亿元。相对于动物氨基酸制成的明胶，淀粉胶囊避免了交联反应、携带动物病原体等不利因素。由于淀粉胶囊具有分子结构稳定、无交联反应、不含防腐剂、不用环氧乙烷消毒、环保等优点，我们相信未来在药品领域替代明胶胶囊空间较大。如果按照全球明胶空心胶囊产量约为 14000 亿粒，20% 的市场为淀粉胶囊替代，淀粉胶囊 500 元/万粒推算，淀粉胶囊替代明胶胶囊的市场规模至少在 140 亿左右。

公司是目前全球唯一一家实现淀粉胶囊产业化的药用辅料生产企业，已掌握了以木薯为原材料到核心工艺的整体产业链条。公司在柬埔寨投资年产木薯淀粉 18 万吨生产线，既充分利用当地资源，也减少成本开支，为下游产业链提供丰富的原料支持。目前公司淀粉胶囊的销售模式主要为：1) 公司产品自用；2) 互联网销售；3) 向海外出口。公司积极拓展淀粉胶囊产品在国内成品药领域的运用。根据公司年报，2015 年 10 月公司获得淀粉空心胶囊的药品注册批件；2016 年公司阿莫西林胶囊制剂和盐酸雷尼替丁胶囊制剂已获得更换药品外包材的补充申请批件。公司目前有 14 个胶囊品种正在申报更换药品外包材。在海外出口上，受淀粉及淀粉胶囊出口影响，公司的海外出口收入大幅增长。2015 年全年海外出口收入达到 3.86 亿元，而 2014 年同期仅为 0.69 亿元；2015 年海外出口毛利率达到 76.38%。随着自用及海外出口的拓展，我们预计淀粉胶囊 16-18 年收入增速为 200%/80%/50%，对公司毛利贡献占比为 26%/36%/44%，毛利增速 CAGR 为 64%。

图表 6: 出口收入及毛利率



来源: WIND

2015 年业绩基本符合预期

尔康制药 2015 年收入 17.6 亿元，同比增加 28.14%；归属于上市公司股东的净利润为 6.05 亿元，同比增加 109.71%，公司 2015 年净利润高于瑞银估算 8.8%，低于市场一致预期 2%；归母扣非净利润为 5.2 亿元，同比增加 108.63%；经营活动现金流净额 5.2 亿元，同比增长 195.90%；2015 年每股收益 0.66 元/股较 2014 年 0.32 元/股提升 106.25%；ROE 也提升显著，从 2014 年的 19.84% 上升至 2015 年的 29.02%。同时公司每 10 股派发现金红利 1 元，每 10 股转增 10 股。

分季度来看，公司 2015 年二三季度净利润分别为 1.95 亿元和 1.42 亿元，同比增长 141.92% 和 142.48%。第四季度延续二、三季度的优异表现，收入达 5.28 亿元，归母净利润为 1.74 亿元，净利润同比增长 96.13%。分行业来看，2015 年公司药用辅料收入 1.13 亿元，同比增长 25.89%；成品药收入 2.9 亿元，同比减少 14.4%；淀粉及淀粉囊系列产品收入 6.28 亿元，收入较去年增长 657.41%，毛利率 63.70%，较去年增加 14.89 个百分点。

我们对公司 2016/2017 年的业绩预测低于市场的一致预测分别为 7% 和 16%。我们业绩预测低于市场的主要原因在于，淀粉胶囊业务主要面对海外，海外推广的未来发展趋势面临一定的不确定性；我们预计随着淀粉囊产品的销售量增长，产品售价将有一定的下降导致毛利率呈现下降趋势。

图表 7: 2015 年业绩回顾

万元	2014A	2015A	2015E	YOY	Diff.vs.UBSs
营业收入	137,035.85	175,599.89	166,233.95	28.1%	5.6%
毛利	58,121.20	90,379.36	89,181.89	55.5%	1.3%
毛利率	42%	51%	54%	9.1ppt	-2.2ppt
管理费用	14,872.04	16,704.26	16,623.39	12.3%	0.5%
管理费用率	10.85%	9.51%	10.00%	-1.3ppt	-0.5ppt
销售费用	8,608.94	7,867.47	7,480.53	-8.6%	5.2%
销售费用率	6.28%	4.48%	4.50%	-1.8ppt	0.0ppt
财务费用	241.92	-337.74	-682.61	-239.6%	-50.5%
财务费用率	0.18%	-0.19%	-0.41%	-0.4ppt	0.2ppt
归母净利润	28,828.86	60,457.87	55,583.48	109.7%	8.8%
EPS（摊薄）	0.32	0.66	0.54	106.3%	22.1%

来源: WIND, 瑞银证券估算

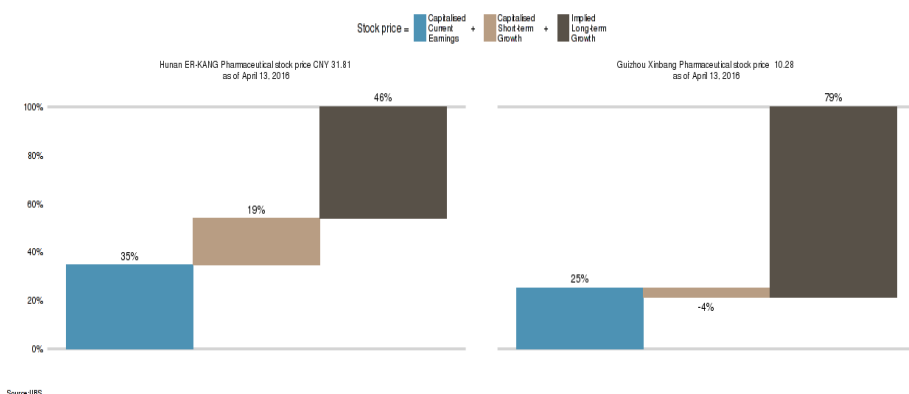
图表 8: 瑞银估算和一致预期

	16E	17E
收入(百万元)		
瑞银预测	2,132	2,561
一致预测	2,397	3,108
差异	-11%	-18%
净利润(百万元)		
瑞银预测	840	1052
一致预测	903	1253
差异	-7%	-16%
EPS(元/每股)		
瑞银预测	0.82	1.02
一致预测	0.88	1.22
差异	-7%	-16%

来源: WIND，瑞银证券估算

什么已反映在股价中？

[返回](#) ↑



市场股价所反映的尔康未来增长预期比信邦小得多。

来源：瑞银证券估算

当前股价没有充分反映公司未来的成长预期

公司当前股价仅对应 39 倍的 2016 年预期市盈率，处于公司历史平均估值水平，低于行业平均的 74 倍。瑞银剩余收益估值模型显示，尔康股价中仅包含 46% 的长期增长前景预期，低于业务转型的信邦制药。我们认为公司当前的估值过于悲观地反映了医药工业增速下滑对辅料行业的影响，同时没有预期到新型辅料产品及淀粉胶囊对公司业绩的拉动。

我们通过瑞银剩余收益估值模型，分析公司当前股价所包含的增长预期。我们将公司股价与信邦制药做对比。2014 年起，信邦制药通过一系列的收购兼并，完成了从单一的制药企业向多元化医药医疗企业的转变。公司将医疗服务业务作为业务发展的核心，目前已形成了以贵阳市为核心辐射贵州的医疗产业布局，预计 2016 年其贡献毛利占比为 25%。目前信邦制药股价中包含了 79% 的长期增长前景预期，而尔康股价中仅包含 46% 的长期增长前景预期。我们认为目前股价包含的长期增长前景预期没有充分反映尔康作为辅料业务的龙头企业受益行业监管趋紧以及淀粉胶囊的发展前景等利好因素。

可比公司估值

公司从事的药用辅料业务可比上市公司较少，我们选择与其业务结构相近或属性相近的山河药辅和元力股份比较。目前，由于药用辅料行业政策监管日益严格，行业前景较好，可比公司 2016 年预期 PE 达到近 74 倍左右。考虑到公司作为辅料行业的龙头企业，随着辅料行业的治理整顿，有望能获得快于

行业平均的增速；以及淀粉囊业务在 2016 年有望面临较高的成长性，我们认为目标价对应公司 2016E 48 倍 PE 估值是合理的。

图表 9: 可比公司估值

证券代码	证券简称	EPS Growth (2016-2017)	当前股价 (元)	Market Cap (in million CNY)	PE		PB		ROE	
					2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
300452.SZ	山河药辅	26.3%	99.61	4,622	82.09	65.01	9.50	8.29	12%	13%
300174.SZ	元力股份	23.2%	22.49	3,059	65.25	52.96	6.90	6.35	9%	9%
平均		24.7%	61.05	3,840	73.67	58.98	8.20	7.32	10%	11%
300267.SZ	尔康制药*	25.2%	31.81	32,712	38.93	31.10	6.65	5.61	18%	20%

来源: WIND，瑞银证券估算。注：*为瑞银证券估算，其余为 wind 一致预期。股价为 2016 年 4 月 13 日收盘价。

估值：目标价 39.26 元

通过 DCF 现金流贴现模型（WACC=7.6%）得出目标价 39.26 元，对应 2016E PE 为 48 倍，维持“买入”评级。

图表 13: DCF 估值摘要

假设		估值		各阶段的企业价值分解		
		(人民币 百万元)		(人民币 百万元)		
第二阶段时间跨度	10	第一阶段DCF估值	3,612			
再投资率	50.0%	第二阶段DCF估值	13,144			
第二阶段投入资本回报率	25.5%	第三阶段终值	21,770			
第二阶段增长率	12.8%	非核心业务价值	-			
终期增长率	5.0%	企业价值	38,526			
终期投入资本	9.0%	调整:				
		净债务/(净现金)	(1,911)			
		少数股东权益	66			
		净现值	40,372			
		已发行股份数(百万)	1,028			
加权平均资本成本		目标价(元)	39.26			
无风险利率	3.1%					
权益风险溢价	5.0%					
β系数	0.9					
权益成本	7.6%					
债务成本	5.6%					
边际税率	15.0%					
税后债务成本	4.8%					
债务/总资本	0.0%					
加权平均资本成本	7.6%					

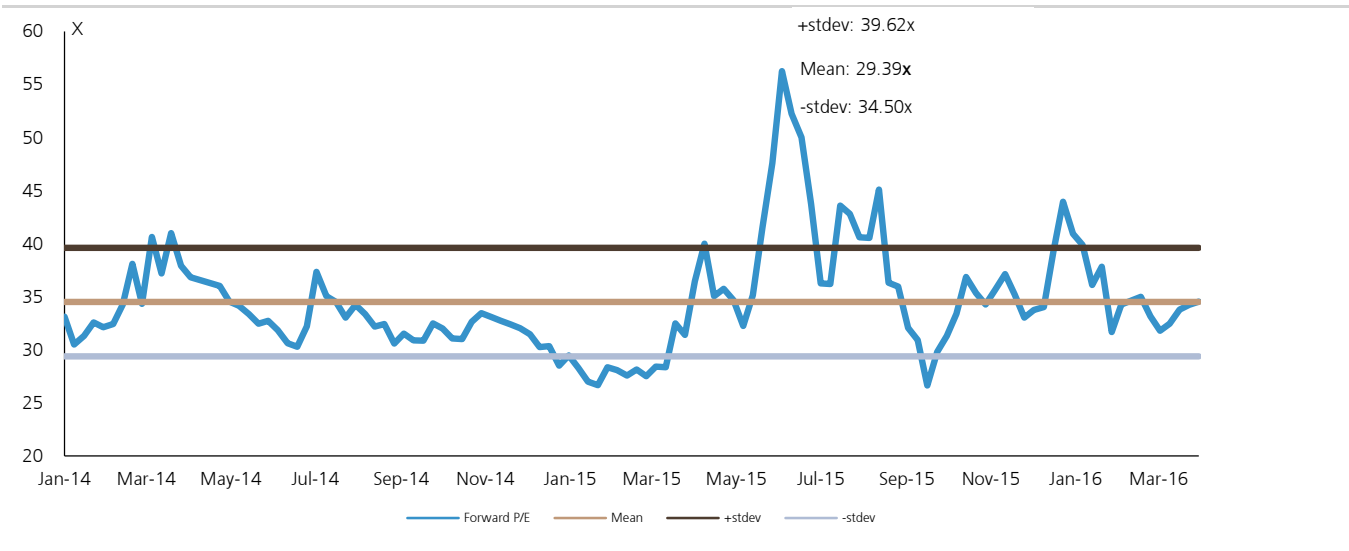
来源: 瑞银证券估算

现估值处于历史均值水平

公司历史平均动态估值波动较大，从 15 倍到 50 多倍，历史均值在 30 倍左右。公司历史平均估值不高的原因主要在于药用辅料行业“多小散乱”，缺乏有效的监管。随着前期股价大幅调整，市场担忧辅料业务受医药工业增速

放缓影响的不利因素得到缓解。然而公司作为辅料龙头企业受益于行业监管趋严仍有望获得快于行业的平均增速，以及公司新业务淀粉囊发展前景良好的利好因素则没有充分反应，我们认为公司未来的估值还有一定的提升空间。

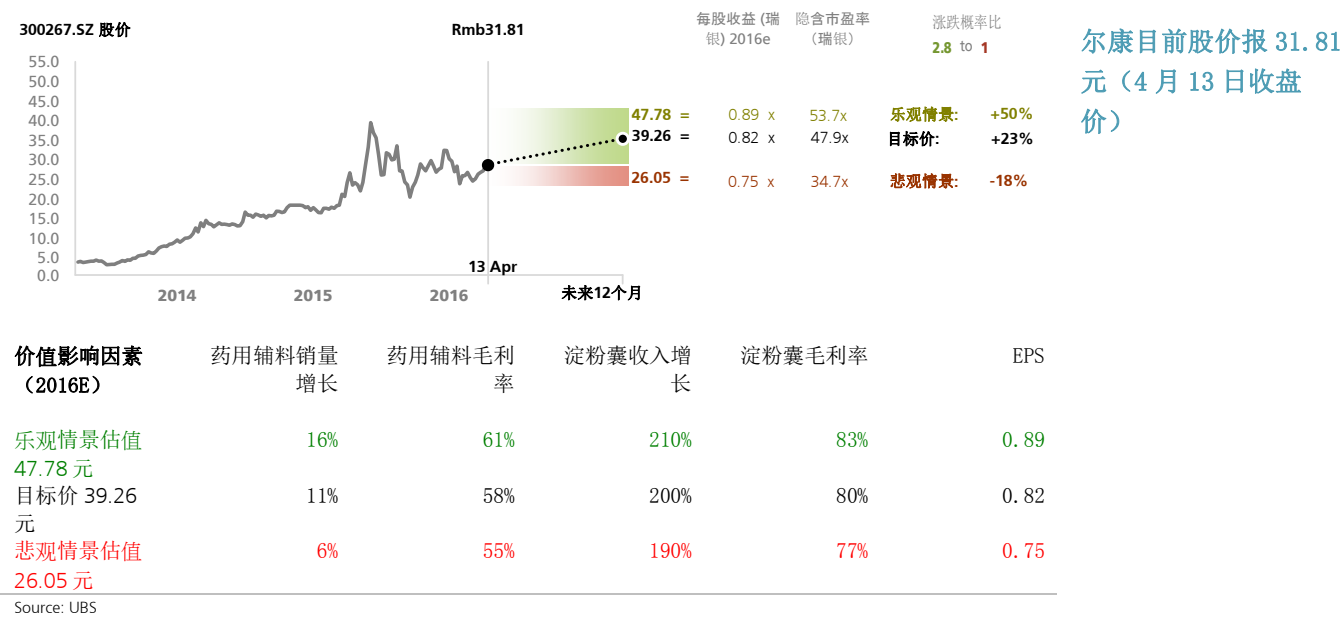
图表 10: 1-year forward PE



来源: 公司数据，瑞银证券估算

乐观/悲观情景分析

[返回](#)



来源：瑞银证券估算

当前股价面临的风险明显偏于上档(2.8:1)

尔康制药目前股价报 **31.81 元** (4 月 13 日收盘价).

乐观情景 (每股估值 47.78 元): 若淀粉胶囊推广顺利且拓展到食品等多领域，辅料业务增长好于我们预期。我们假设药用辅料销量增长 16%，毛利率 61%，淀粉囊收入增长 210%，毛利率 83%。推导出 EPS0.89 元/股，对应每股估值为 47.78 元。

基准情景 (目标价 39.26 元): 若淀粉胶囊推广顺利，辅料业务增长稳定。我们假设药用辅料销量增长 11%，毛利率 58%，淀粉囊收入增长 200%，毛利率 80%。推导出 EPS0.82 元/股，目标价为 39.26 元。

悲观情景 (每股估值 26.05 元): 若淀粉胶囊在制剂上的应用进展缓慢，且相关批件比预期有所延迟。我们假设药用辅料销量增长 6%，毛利率 55%，淀粉囊收入增长 190%，毛利率 77%。推导出 EPS0.75 元/股，对应每股估值为 26.05 元。

公司背景

[返回](#) ↑

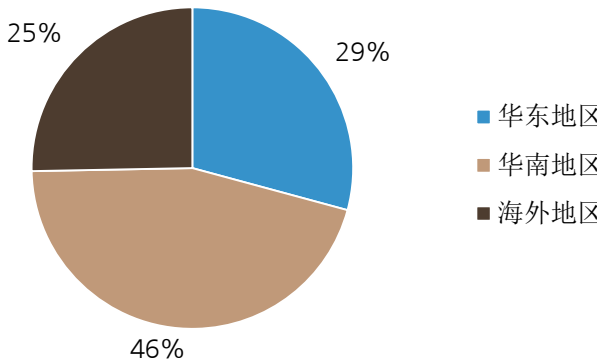
市值	Rmb\$32.7bn
已发行股票数量	1028m (COM)
行业与前景	工业，出口
地区	中国
网站	http://www.hnerkang.com/

尔康制药成立于 2003 年，是国内品种最全、销售收入规模最大的专业药用辅料生产企业。公司目前拥有 100 多个药用辅料品种，主要产品包括药用甘油、药用蔗糖、药用乙醇、药用丙二醇、药用氢氧化钠等。经过多年发展，公司逐步形成了以药用辅料为核心，兼顾新型抗生素的发展路线。

行业展望

就整体而言，国内药用辅料行业仍处于“小、散、乱”状态，作为行业龙头公司市场份额也不过 2-3%。据统计，现有药用辅料生产企业共约 400 家，其中专业从事药用辅料生产的企业约 90 家，占比不到 23%。近年来，我国制药工业在经济加速发展中以双倍于 GDP 增速的势头发展，制药工业的持续快速增长拉动了上游药用辅料行业的发展。近五年，我国药用辅料市场销售额平均增长率在 15-20% 以上，其中新型药用辅料的增长更为明显。随着“毒胶囊”事件在 2013 年的曝光，国家开始加强对药用辅料行业的监管。随着对药用辅料行业治理整顿的深入，我们预计行业龙头公司有望获得较大的市场份额及较快的增速。

2015 年各地区市场收入 (%)



分产品毛利拆分

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
药用辅料	312	647	731	804	850
蔗糖	NA	39	41	45	50
淀粉	NA	269	316	347	347
其他	NA	339	374	411	452
成品药	226	194	146	169	193
淀粉囊	25	105	298	536	804
其他品种	19	-43	-31	-21	-85
总毛利	581	904	1,144	1,488	1,761

来源:公司数据，瑞银证券估算

尔康制药 (300267.SZ)

	12/13	12/14	12/15	12/16E	%	12/17E	%	12/18E	12/19E	12/20E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	1,011	1,370	1,756	2,132	21.4	2,561	20.1	3,005	3,685	4,385
毛利	364	581	904	1,144	26.5	1,488	30.1	1,761	2,178	2,613
息税折旧摊销前利润(UBS)	259	414	737	895	21.4	1,173	31.2	1,427	1,803	2,182
折旧和摊销	(40)	(74)	(95)	(71)	-25.5	(96)	34.9	(133)	(179)	(227)
息税前利润(UBS)	219	340	642	824	28.4	1,078	30.8	1,295	1,624	1,955
联营及投资收益	0	(1)	1	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	(6)	(6)	13	38	195.4	13	-66.2	25	19	22
净利息	11	(2)	3	54	NM	56	3.4	60	70	90
例外项目 (包括商誉)	1	5	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	225	336	659	916	39.0	1,147	25.2	1,380	1,713	2,067
税项	(32)	(48)	(60)	(84)	-39.0	(105)	-25.2	(207)	(257)	(310)
税后利润	194	287	599	832	39.0	1,042	25.2	1,173	1,456	1,757
优先股股息及少数股权	(1)	1	6	8	39.0	10	25.2	11	14	16
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	193	288	605	840	39.0	1,052	25.2	1,184	1,470	1,773
净利润 (UBS)	192	284	605	840	39.0	1,052	25.2	1,184	1,470	1,773
税率(%)	14.0	14.4	9.1	9.1	0.0	9.1	0.0	15.0	15.0	15.0
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	0.21	0.31	0.66	0.82	24.6	1.02	25.2	1.15	1.43	1.72
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.21	0.32	0.66	0.82	24.6	1.02	25.2	1.15	1.43	1.72
每股收益 (UBS, 基本)	0.21	0.31	0.66	0.82	24.6	1.02	25.2	1.15	1.43	1.72
每股股息净值(Rmb)	0.03	0.05	0.10	0.14	37.7	0.17	25.2	0.19	0.24	0.29
每股账面价值	1.46	1.78	4.07	4.79	17.6	5.67	18.5	6.65	7.88	9.37
平均股数(稀释后)	908.96	908.96	921.65	1,028.36	11.6	1,028.36	0.0	1,028.36	1,028.36	1,028.36
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	502	351	2,020	1,973	-2.4	2,373	20.3	2,449	3,209	3,751
其他流动资产	364	623	1,016	1,083	6.6	1,332	22.9	1,488	1,824	2,110
流动资产总额	866	974	3,037	3,056	0.6	3,705	21.2	3,938	5,034	5,861
有形固定资产净值	493	997	1,475	2,004	35.9	2,609	30.2	3,277	3,798	4,272
无形固定资产净值	49	196	239	240	0.5	243	1.1	244	245	246
投资/其他资产	39	54	51	71	39.7	78	9.5	81	88	93
总资产	1,447	2,221	4,801	5,371	11.9	6,634	23.5	7,540	9,165	10,471
应付账款和其他短期负债	94	152	298	272	-8.8	351	29.1	394	501	590
短期债务	0	160	195	0	-	254	-	90	321	0
流动负债总额	94	311	493	272	-44.9	604	122.4	484	822	590
长期债务	0	200	0	61	-	91	49.0	121	151	181
其它长期负债	19	32	51	51	0.0	51	0.0	51	51	51
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	113	543	544	384	-29.4	747	94.4	656	1,025	822
普通股股东权益	1,327	1,622	4,184	4,921	17.6	5,831	18.5	6,838	8,108	9,634
少数股东权益	7	56	74	66	-10.6	56	-14.8	45	32	15
负债和权益总计	1,447	2,221	4,801	5,371	11.9	6,634	23.5	7,540	9,165	10,471
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	193	288	605	840	39.0	1,052	25.2	1,184	1,470	1,773
折旧和摊销	40	74	95	71	-25.5	96	34.9	133	179	227
营运资本变动净值	24	110	(156)	(128)	18.0	(107)	16.2	(107)	(174)	(161)
其他营业性现金流	109	(11)	(25)	(48)	-93.6	(135)	-183.4	(81)	(145)	(147)
经营性现金流	365	461	519	736	41.7	905	23.1	1,129	1,330	1,693
有形资本支出	(204)	(527)	(571)	(600)	-5.2	(700)	-16.7	(800)	(700)	(700)
无形资本支出	0	0	0	(1)	-	(3)	-125.0	(2)	(2)	(1)
净 (收购) / 处置	0	(1)	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(26)	(83)	(79)	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(231)	(611)	(649)	(601)	7.4	(703)	-16.9	(802)	(702)	(701)
已付股息	(24)	(45)	(45)	(103)	-126.3	(142)	-37.7	(177)	(200)	(248)
股份发行/回购	0	79	1,989	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	0	(108)	(115)	54	-	56	3.37	60	70	90
债务及优先股变化	0	360	(165)	(134)	18.93	284	-	(133)	261	(291)
融资性现金流	(24)	285	1,665	(182)	-	198	-	(250)	131	(449)
现金流量中现金的增加/(减少)	110	134	1,534	(48)	-	401	-	76	760	542
外汇/非现金项目	(191)	(286)	136	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(81)	(151)	1,670	(48)	-	401	-	76	760	542

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。

尔康制药 (300267.SZ)

估值(x)	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	26.5	51.7	43.5	38.9	31.1	27.6	22.3	18.4
市盈率 (UBS, 稀释后)	26.6	52.5	43.5	38.9	31.1	27.6	22.3	18.4
股价/每股现金收益	22.0	41.7	37.6	35.9	28.5	24.8	19.8	16.4
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	3.2	(0.4)	(0.2)	0.4	0.6	1.0	1.9	3.0
净股息收益率(%)	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	0.8	0.9
市净率	3.8	9.2	7.0	6.6	5.6	4.8	4.0	3.4
企业价值/营业收入(核心)	4.5	NM	NM	NM	NM	NM	8.2	6.9
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	17.5	35.5	34.3	34.5	26.2	21.4	16.8	13.8
企业价值/息税前利润(核心)	20.7	NM	NM	NM	28.5	23.6	18.6	15.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	20.4	NM	NM	NM	29.1	24.0	19.0	15.7
企业价值/运营投入资本	6.6	NM	NM	NM	9.0	7.3	6.1	5.3
企业价值 (Rmb 百万)	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
市值	5,104	14,903	26,162	32,712	32,712	32,712	32,712	32,712
净债务 (现金)	(542)	(246)	(908)	(1,868)	(1,970)	(2,133)	(2,487)	(2,487)
少数股东权益	7	56	65	70	61	51	38	23
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	4,569	14,712	25,319	30,913	30,803	30,630	30,263	30,248
非核心资产	(27)	(44)	(44)	(44)	(44)	(44)	(44)	(44)
核心企业价值	4,542	14,669	25,275	30,869	30,759	30,586	30,219	30,204
增长率(%)	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
营业收入	21.1	35.6	28.1	21.4	20.1	17.4	22.6	19.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	37.2	59.8	78.1	21.4	31.2	21.7	26.3	21.0
息税前利润(UBS)	29.6	55.0	88.8	28.4	30.8	20.2	25.5	20.4
每股收益(UBS 稀释后)	28.0	47.8	110.1	24.6	25.2	12.6	24.1	20.6
每股股息净值	0.0	90.0	100.0	37.7	25.2	12.6	24.1	20.6
利润率与盈利能力(%)	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
毛利率	36.0	42.4	51.5	53.7	58.1	58.6	59.1	59.6
息税折旧摊销前利润率	25.6	30.2	42.0	42.0	45.8	47.5	48.9	49.8
息税前利润率	21.7	24.8	36.5	38.6	42.1	43.1	44.1	44.6
净利 (UBS) 率	19.0	20.7	34.4	39.4	41.1	39.4	39.9	40.4
ROIC (EBIT)	31.8	27.8	31.8	30.4	31.5	30.8	32.6	34.3
税后投资资本回报率	27.3	23.8	28.9	27.6	28.6	26.2	27.7	29.2
净股东权益回报率(UBS)	15.5	19.3	20.8	18.5	19.6	18.7	19.7	20.0
资本结构与覆盖率	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
净债务/息税折旧摊销前利润	(1.9)	0.0	(2.5)	(2.1)	(1.7)	(1.6)	(1.5)	(1.6)
净债务/总权益 %	(37.6)	0.5	(42.9)	(38.3)	(34.5)	(32.5)	(33.6)	(37.0)
净债务/（净债务 + 总权益） %	(60.3)	0.5	(75.1)	(62.1)	(52.6)	(48.2)	(50.6)	(58.7)
净债务/企业价值	(11.1)	0.1	(7.2)	(6.2)	(6.6)	(7.3)	(9.1)	(11.8)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	20.2	NM	NM	28.1	27.3	26.6	19.0	16.0
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	8.0	6.2	6.6	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
股息支付率 (UBS) %	12.5	16.0	15.2	16.9	16.9	16.9	16.9	16.9
分部门收入 (Rmb 百万)	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
其他	1,011	1,370	1,756	2,132	2,561	3,005	3,685	4,385
总计	1,011	1,370	1,756	2,132	2,561	3,005	3,685	4,385
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
其他	219	340	642	824	1,078	1,295	1,624	1,955
总计	219	340	642	824	1,078	1,295	1,624	1,955

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	+23.4%
预测股息收益率	0.4%
预测股票回报率	+23.8%
市场回报率假设	7.9%
预测超额回报率	+15.9%

估值方法及风险声明

我们基于 DCF 现金流贴现模型得出目标价。公司的上行风险包括：淀粉囊和柠檬酸市场的开拓；公司医药工业产品收入增速超预期；海外订单的贡献；人民币贬值。下行风险包括：人民币升值；淀粉胶囊被仿制的风险；政策监管的影响；磺苄西林钠中标结果不理想。

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。UBS（瑞银）是或者可能是这份报告可能针对的债务证券（或相关衍生产品）的委托人。

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。	49%	32%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	38%	26%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	14%	19%
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 2016 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 的任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在美国金融业监管局(FINRA)注册或具备该机构所认可的分析师资格，该分析师可能不是 UBS Securities LLC 的关联人员，并且也不受 FINRA 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。

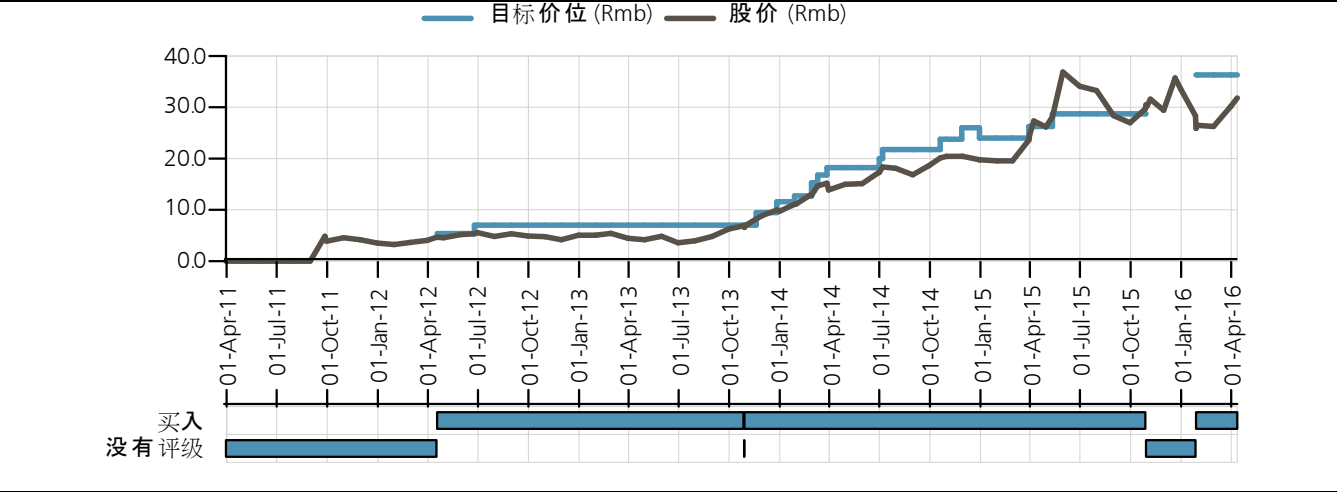
瑞银证券有限责任公司: 赵 冰, 博士.

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
尔康制药	300267.SZ	买入	不适用	Rmb31.81	2016 年 04 月 12 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,请参考这份报告正文中的"价值与风险"章节。若想取得本报告涉及公司的完整披露,包括估值和风险的信息, 请联系：UBS Securities LLC, 1285 Avenue of Americas, New York, NY 10019, USA, 联系人：Investment Research。

尔康制药 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银)；截止至 2016 年 4 月 12 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)。

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摘取数据。

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 and 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,本文件或任何其他其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。由波兰金融监管局(Polish Financial Supervision Authority)监管。如果 UBS Limited (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 分析师对本报告作出了贡献,本报告也将视为由 UBS Limited (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział 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 和 Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia (瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号 1010257812,注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号 08113-37。**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。UBS Securities LLC 不担任在美

国《证券交易法》(Securities Exchange Act) 15B (即 Municipal Advisor Rule) 下定义的市政实体(Municipal Entity)的市政顾问(Municipal Advisor)或 Obligated Person, 在本文件中的观点和意见, 无意被视为, 也不构成 Municipal Advisor Rule 所定义的建议。

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) 018/09/2015 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。

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。UBS Securities India Private Ltd 提供券商服务, SEBI 注册号为: NSE 资本市场-INB230951431, NSE 期货与期权-INF230951431, NSE 货币衍生产品-INE230951431, BSE 资本市场-INB010951437; 商业银行服务, SEBI 注册号为: INM000010809; 以及研究分析服务, SEBI 注册号为: INH000001204。瑞银集团、其关联机构、或子公司可能持有本报告所涉及印度公司的债券或其他证券。在过去的 12 个月里, 瑞银集团、其关联机构或子公司可能在该印度公司的非投资银行证券相关业务和/或非证券业务中取得过报酬。在本研究报告发布前的 12 个月里, 该印度公司可能是瑞银集团、其关联机构、或子公司投资银行业务和/或非投资银行证券相关业务和/或非证券业务客户。关联机构信息请参见瑞银集团年报, 链接为: http://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html

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物体或元素。© UBS 2016 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。

