

# 瑞康医药

## 医疗器械配送支持业绩快速增长

### 上调净利润预测，估值进入合理区间，上调评级至“中性”

在并购驱动下，公司未来两年医疗器械和高值耗材配送业务有望实现快速增长，我们将公司 2016-18 年净利润预测上调至 4.72/6.51/8.25 亿元（原预测为 2.96/3.79/4.75 亿元）。同时公司股价较 2015 年 10 月份的高点已经下调 45%，估值进入合理区间，我们上调评级至“中性”。

### 并购料将驱动未来两年医疗器械和耗材配送业务快速增长

公司 2015 年医疗器械及耗材配送业务收入约 10 亿元，已实现翻倍增长。公司预计 2016 年将通过并购完成 20 省器械及耗材配送，器械配送收入增速有望超过 150%。我们看好器械配送成为公司增长主要驱动力：1) 器械未来集中招标采购是趋势，行业集中度将提升；2) 小企业众多，并购机遇多。3) 器械配送毛利率高（23%vs 药品 8%），对公司盈利拉动更明显。但我们同时认为短时间跨多省大量并购，对公司跨省整合及运营能力考验很大。

### 药品配送省内市场份额仍有提升空间

目前，公司在山东药品配送市场占比约 10%，仍有提升空间。我们预计未来两年公司药品配送收入增速仍将维持在 15% 以上：1) 公司对山东省三级医院、二级及以上医院、基层的覆盖率分别达到 100%、98%、95%，是省内渠道覆盖率最高的公司且纯销占比约 90%。在新一轮招标带来的行业洗牌中具备优势。2) 作为上市公司，瑞康具备融资优势，在行业集中度提升过程中将收购小流通企业，维持高于行业增速。

### 估值：上调目标价至 33.22 元，上调评级至“中性”

考虑到增发摊薄，我们预测 16/17/18 年 EPS 为 0.70/0.96/1.21 元，根据 DCF 贴现现金流模型（WACC6.2%）得到目标价 33.22 元。我们将评级从“卖出”上调至“中性”。

## Equities

中国  
药品

12 个月评级 **中性**  
之前: 卖出

12 个月目标价 **Rmb33.22**  
之前: **Rmb30.00**

股价 **Rmb31.21**

路透代码: 002589.SZ 彭博代码 002589 CH

### 交易数据和主要指标

|                  |                        |
|------------------|------------------------|
| 52 周股价波动范围       | Rmb104.25-23.84        |
| 市值               | Rmb17.3 十亿/US\$2.65 十亿 |
| 已发行股本            | 555 百万 (ORDA)          |
| 流通股比例            | 23%                    |
| 日均成交量(千股)        | 4,169                  |
| 日均成交额(Rmb 百万)    | Rmb118.5               |
| 普通股股东权益 (12/16E) | Rmb6.63 十亿             |
| 市净率 (12/16E)     | 3.2x                   |
| 净债务 / EBITDA     | 1.0x                   |

### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

|        | 从    | 到    | %  | 市场预测 |
|--------|------|------|----|------|
| 12/16E | 0.68 | 0.70 | 2  | 0.92 |
| 12/17E | 0.87 | 0.96 | 10 | 1.01 |
| 12/18E | 1.09 | 1.21 | 11 | 1.09 |

林娜, 博士  
分析师

S1460516030002  
na.lin@ubssecurities.com  
+86-105-832 8255

| 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                | 5,926  | 7,786 | 9,750 | 13,202 | 16,522  | 20,035  | 24,042  | 28,851  |
| 息税前利润(UBS)          | 260    | 317   | 392   | 732    | 1,041   | 1,349   | 1,685   | 1,986   |
| 净利润(UBS)            | 144    | 181   | 236   | 472    | 651     | 825     | 1,047   | 1,247   |
| 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)  | 0.33   | 0.42  | 0.43  | 0.70   | 0.96    | 1.21    | 1.54    | 1.83    |
| 每股股息 (Rmb)          | 0.03   | 0.03  | 0.03  | 0.04   | 0.07    | 0.10    | 0.13    | 0.16    |
| 现金 / (净债务)          | (265)  | (694) | (406) | (746)  | (2,212) | (2,483) | (2,761) | (2,831) |
| 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(%)           | 4.4    | 4.1   | 4.0   | 5.5    | 6.3     | 6.7     | 7.0     | 6.9     |
| ROIC (EBIT) (%)     | 17.3   | 14.6  | 12.6  | 13.0   | 12.1    | 13.3    | 14.9    | 15.8    |
| EV/EBITDA(core)x    | 15.4   | 19.0  | 52.6  | 23.2   | 17.3    | 14.1    | 11.5    | 9.9     |
| 市盈率(UBS, 稀释后) (x)   | 31.2   | 33.5  | 96.5  | 44.9   | 32.6    | 25.7    | 20.3    | 17.0    |
| 权益自由现金流 (UBS) 收益率 % | (10.7) | (5.6) | (2.6) | (6.8)  | (1.4)   | 0.1     | 0.3     | 1.8     |
| 净股息收益率(%)           | 0.3    | 0.2   | 0.1   |        |         |         |         |         |

、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 2016 年 05 月 16 日 22 时 36 分的股价(Rmb31.21)得出；

## 瑞银证券 研究 主题页

我们的观点与本文内容概览

[图示主题](#) →

## 关键问题

**问：在行业增速降至个位数的情况下，未来3年，公司药品配送能否维持15%以上增长？**

可以。1) 作为上市公司瑞康具备资金优势，可持续收购兼并小企业并扩大供应商，以及向省外扩张。2) 新一轮招标提升未来3年山东省医药配送增速，且招标带来重新洗牌，作为龙头企业瑞康具备优势。我们预计公司药品配送业务2016/17/18年实现20%/18%/18%的收入增长。

[更多](#) →**问：医疗器械是否会成为公司未来3年业绩增长的主要驱动力？**

会。公司预计投资约19亿通过并购将医疗器械业务扩展至全国。我们预计2016/17/18年器械配送收入增速分别为160%/50%/30%。器械配送毛利率超过20%，远高于药品配送。我们预计18年器械配送将贡献超过50%的毛利。(2014/2015年分别是16%/26%)。但并购导致的高增长之后，我们对公司能否短时间驾驭跨多省并购，以维持长期高增长尚存疑虑。

[更多](#) →

## 瑞银证券观点

我们预计未来两年并购驱动医疗器械和耗材配送业务快速增长，且药品配送省内市场份额仍有提升空间。公司业务进入品类+地域均快速拓展的时期。我们上调公司评级至“中性”

## 论据

公司规划2016年计划完成20个省份器械公司并购，现已完成14省，预计上半年并表带动公司利润增长110%-160%，未来3年，公司计划将业务拓展到30省，每个省份开展10条业务线。

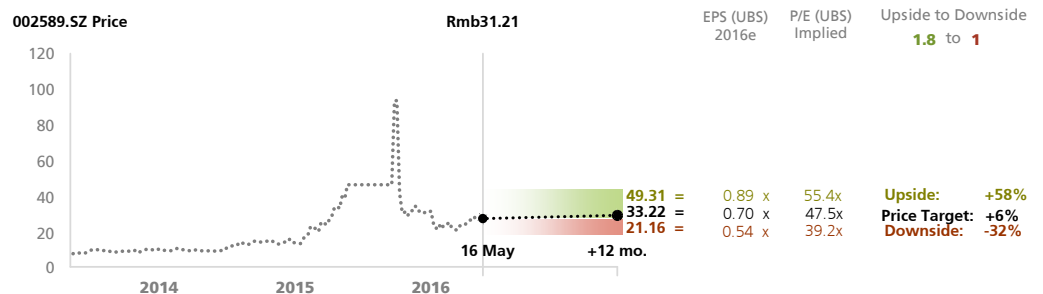
## 什么已反映在股价中？

公司基本面中的积极因素在估值中有所反应：目前公司股价对应16年PE为45倍（考虑增发摊薄），高于可比公司的36倍，已基本反映了其未来3年高于可比公司的增速。通过与投资者沟通，市场对其今年业绩快速增长已经基本形成一致预期，因主要由并购驱动，市场对2016年业绩增速是否会超预期的敏感度不高。我们更为关心的是并购之后，公司能否克服地方保护等问题，顺利整合省外器械公司，并通过拓展新业务，达到较快增长。

...

[更多](#) →

## 乐观/悲观情景分析



| 价格影响因素 (2016E) | 药品配送收入增速 | 药品配送毛利率 | 器械收入增速 | 器械毛利率 | EPS  |
|----------------|----------|---------|--------|-------|------|
| 乐观情景 49.31 元   | 23%      | 11%     | 210%   | 30%   | 0.89 |
| 基准情景 33.22 元   | 20%      | 9%      | 160%   | 27%   | 0.70 |
| 悲观情景 21.16 元   | 17%      | 7%      | 110%   | 24%   | 0.54 |

Source: UBS

[更多](#) →

## 公司背景

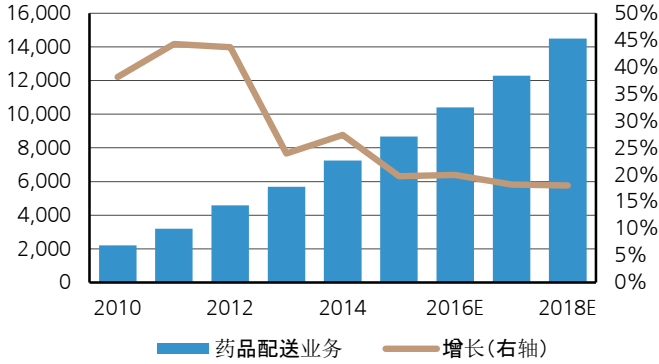
瑞康医药是山东省医药商业流通公司，近年医疗器械配送增长较快，并已开启省外扩张。

[更多](#) →

图示主题

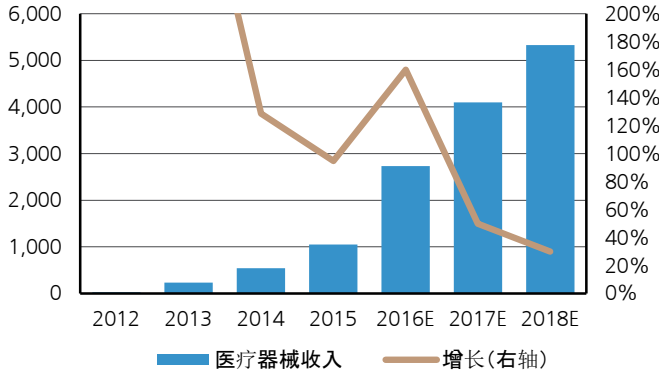
[返回](#) ↑

百万元

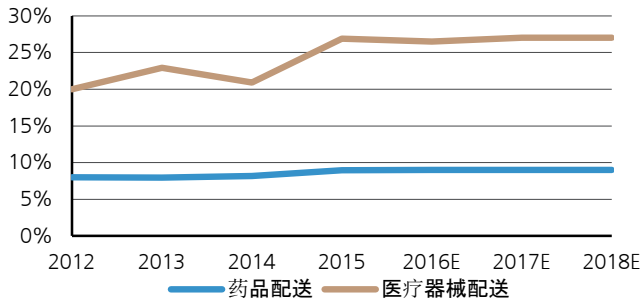


在并购及新一轮招标提升公司市场份额的驱动下，我们预计未来3年公司药品收入增速超过15%

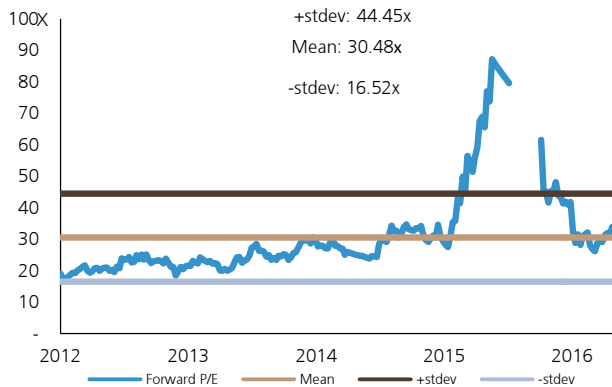
百万元



在并购+新业务加载共同驱动下，2016E-18E 公司器械配送收入有望实现快速增长



器械配送毛利率高于药品配送



公司估值处于历史平均水平

## 关键问题

[返回 ↑](#)

### 问: 在行业增速降至个位数的情况下, 未来 3 年, 公司药品配送能否维持 15% 以上增长?

#### 瑞银证券观点

可以。1) 在行业集中度提升的背景下, 作为上市公司瑞康具备资金优势, 可持续收购兼并小企业并扩大供应商, 以及向省外扩张。2) 新一轮招标料将提升未来 3 年山东省医药配送增速, 且招标有望带来重新洗牌, 作为龙头企业瑞康具备优势。我们预计公司药品配送业务 2016/17/18 年实现 20%/18%/18% 的收入增长。

#### 论据

1) 行业政策和资金大环境有利于龙头企业, 集中度提升。2) 公司预计 2016 年将控股收购至少 6 个省份的药品配送公司, 实现出省扩张。3) 公司主要为直销业务, 料将受益于两票制等行业改革。

#### 什么已反映在股价中?

市场一致预期 (摊薄后) 对应估值约 40X 2016E PE, 也反映了市场对公司未来医药商业市场份额提升的预期。

### 医药商业: 艰难中存在机遇, 行业集中度不断提升

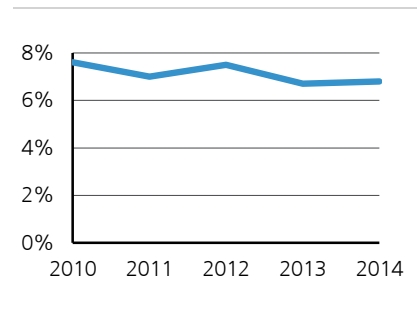
自 2010 年, 医药商业领域开始步入收入增长逐步放缓的阶段, 据万得资讯统计, 2014 年药品流通行业总商品销售额为 15021 亿元, 同比增长 15.2%。然而相较 2010 年的增长率 24.6%, 医药商业领域的增速还是呈现出了较大幅度的下降。原因是下游的医院终端和基层终端收入增长速度逐步放缓。

受药品招标降低药价影响, 中间流通企业也承压。医药商业毛利率水平呈现整体下降趋势: 由 2010 年的 7.6% 下降至 2014 年的 6.80%。

更为重要的是, 作为下游的医疗机构在整个链条中话语权较强, 对流通企业压款现象越来越严重。我们统计了国药一致、国药控股、上海医药、华东医药、九州通、瑞康医药、嘉事堂 2010-2015 年的应收账款周转天数, 可以看到各家公司都呈现逐年上升的趋势 (国药系 2015 年开始严格控制应收账款, 短期有效果)。2014 年药品批发企业对医疗机构平均应收账款周转天数为 122 天, 应收账款总额为 587 亿, 占对公立医院销售总额的 37.6%。

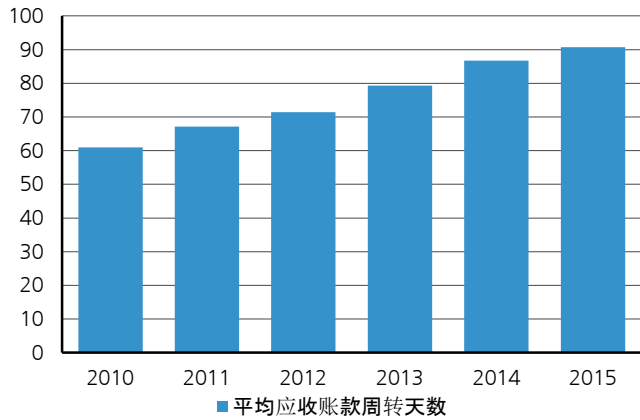
大量的资金需求阻碍了小型流通企业的扩张能力。新版 GSP 提升行业认证标准, 部分中小流通企业或将因无法满足标准而退出市场。而省级招标的彻底推行也使得流通行业中马太效应愈发明显。

图表 1: 医药商业毛利率



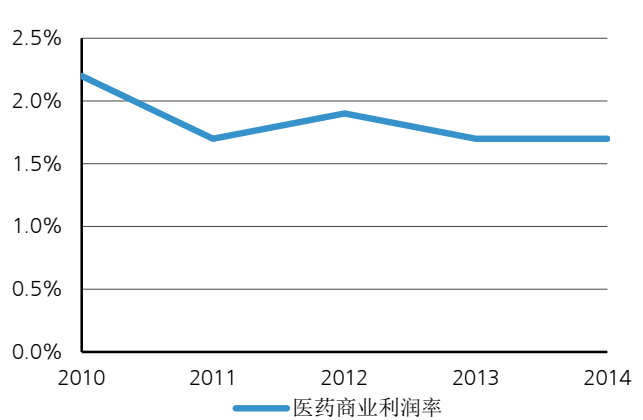
来源: Wind

图表 2: 药品批发企业应收账款周转天数有所提升



来源: 瑞银证券整理

图表 3: 医药商业利润率



来源: Wind

图表 4: 医药流通上市公司应收账款周转天数逐渐上升

|            | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|------------|------|------|------|------|------|------|
| 国药一致       | 73   | 77   | 80   | 85   | 95   | 91   |
| 国药控股       | 73   | 78   | 85   | 96   | 106  | 104  |
| 上海医药       | 47   | 57   | 61   | 64   | 68   | 75   |
| 华东医药       | 56   | 57   | 53   | 53   | 55   | 56   |
| 九州通        | 8    | 11   | 16   | 24   | 34   | 47   |
| 瑞康医药       | 108  | 120  | 123  | 127  | 130  | 142  |
| 嘉事堂        | 62   | 71   | 83   | 105  | 118  | 120  |
| 平均应收账款周转天数 | 61   | 67   | 71   | 79   | 87   | 91   |

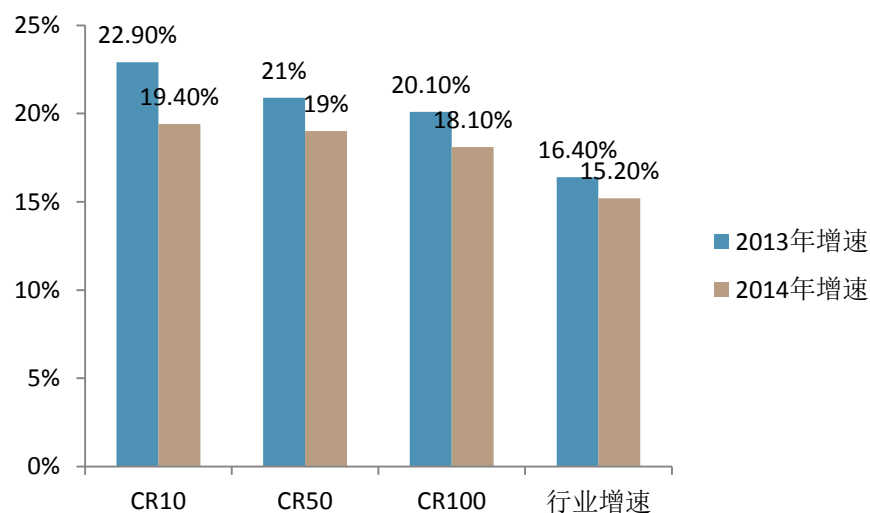
来源: 公司公告

### 大型企业增速快于行业

在行业增速放缓的同时，行业集中度不断提升。从行业市场占有率来看，2014 年前 100 位药品批发企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模为 65.9%，比上年提高 1.6 个百分点，其中前三位药品批发企业占 30.9%，比上年提高 1.2 个百分点。

从增速上看，尽管大型企业增速也在放缓，但仍超过行业增速：2013 年营业收入前 10 名的企业收入增速为 22.9%，前 50 位 21%，前 100 为 20%，行业增速仅为 16.4%。2014 年前 10 名的企业收入增速为 19.4%，前 50 位 19%，前 100 为 18.1%，行业增速仅为 15.2%

图表 5: 医药流通行业中大企业增速快于行业



来源:国家统计局, 瑞银证券估算

### 公司省内销售网络布局完善, 招标结束后有望增速提升

公司对省内规模以上医院、医疗机构的覆盖率分别超过 98%、96%，对省内三级医院的覆盖率为 100%，是山东省直销到终端客户覆盖率最高、营业额最大的商业公司。

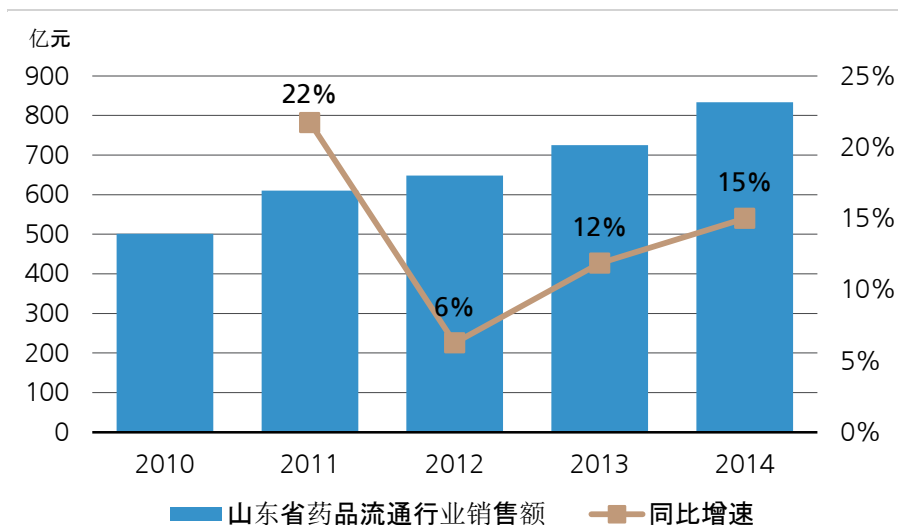
根据国家商务部的统计，公司 2014 年就超越了竞争对手山东海王银河医药，成为省内批发企业营收第一名。随公司覆盖终端的拓展，其上游供应商也逐年提升。目前，我们估计瑞康在山东药品市场的占比已超过 10%，具备规模优势。

2015 年底山东省开启了新一轮药品招标及药品配送招标，预计 2016 年将完成，在新一轮行业洗牌过程中，公司市场份额有望进一步提升。预计未来三年公司药品配送业务收入仍能够维持 15% 以上的快速增长。

### 省外布局开启

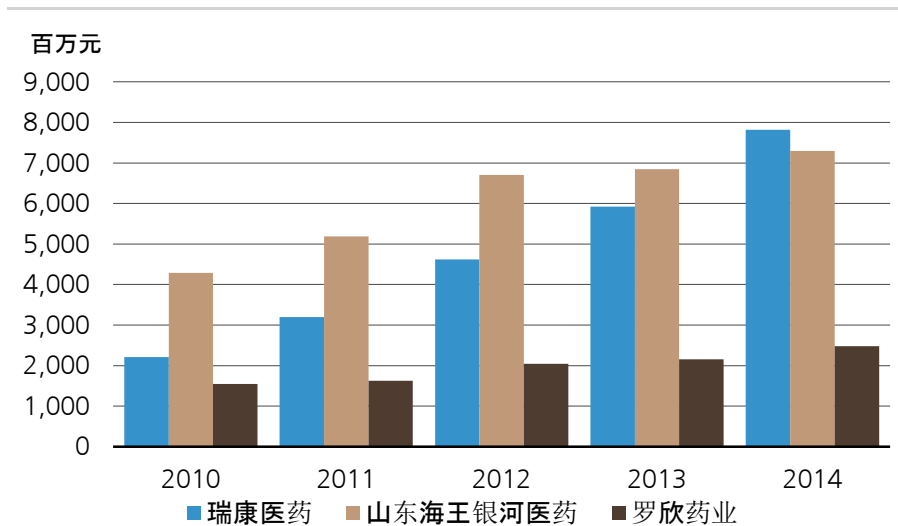
现在公司药品配送业务已经开始向山东省外发展，公司计划 2016 年控股收购至少 6 个省份的药品配送公司。公司已经启动了再融资项目，计划募集资金 31 亿，用于在全国并购医疗器械及药品销售公司，建立全国的纯销配送体系。

图表 6:山东省医药流通行业增速（亿元）



来源: Wind

图表 7: 山东省医药流通行业领军企业收入



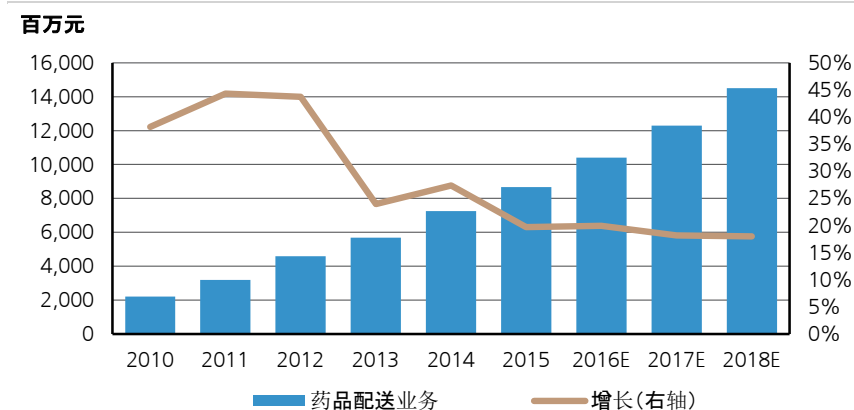
来源: 公司数据, 中华人民共和国商务部

### 料将受益于两票制改革

今年 4 月, 国务院发文要求综合医改试点省份必须实施“两票制”, 现有试点省份为分别为江苏、安徽、福建、青海, 上海、陕西、浙江、四川可能为第二批, 未来有可能全国推广。

“两票制”是指药品从药厂卖到经销商开一次发票, 经销商销售到医院再开一次发票, 也就意味着药品流通环节中, 不能出现分销, 仅能选择一个配送商。公司在山东省直销比例高, 是山东省终端客户覆盖率最高的商业公司。如两票制实施, 将有望获得更多市场份额。

图表 8: 公司药品配送业务预计增速 (2010-2018E)



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

### 布局医疗福利管理 (PBM) 业务, 提升流通企业价值

PBM 业务是一种专业化的第三方服务, 协调管理保险机构、制药商、医院和药房, 目的在于对医疗费用进行有效管理、节省支出, 增加药品效益, 控制药品费用增长。通过向被代理的机构和制药企业收取管理费用。目前全世界最成功的 PBM 服务在美国, 由于美国有着医药分家的特质, 因此 PBM 在美国的应用得到了完全的体现, 控制医疗支出, 增加医疗管理效率以及患者服务感受等。在中国, 目前开始步入 PBM 领域的有海虹控股、平安保险以及人寿保险。

我们认为目前在中国开展 PBM 业务并使其真正发挥医疗费用控制的作用, 与 PBM 业务在美国的成熟营运方式有所区别, 这主要是因为国内现在的药品仍在医院内销售以及医保是由政府部门而非商业机构运营导致的。我们认为, 现阶段在国内发展 PBM 业务主要的切入方式有:

- 1) 药品供应链的电子信息化: 有序而符合监管要求。** 随着医改政策不断推进, 对药品从生产、采购、配送, 直至使用等各个流程提出了新的业务和监管要求, 搭建全信息平台系统, 实现药品采购、供应、使用全程信息公开和全程监督成为了政府部门和医院的新需求。
- 2) 院内诊疗、处方系统的电子信息化:** 主要表现为 HIS 系统、医院药房电子信息化等。我国大部分医院尤其是非三甲医院信息化仍有很大改进空间。近年来, 北京、上海等大城市的挂号、his 系统、药房电子化、护士给药等流程电子化率提升非常快, 我们预计在全国、各等级医院逐渐普及将是大趋势。
- 3) 合理用药监控:** 随各省对抗生素、中药注射剂等药品使用各项规定逐渐出台, 以及医保资金趋紧后对控制药费、减少过度医疗现象的需求增加, 对合理用药监控系统的需求将逐渐上升。
- 4) 议价平台:** 现在嘉事堂等流通企业与政府合作, 通过议价的方式降低整体药费, 满足了招标、医保部门的需求。
- 5) 审方外包:** 随商业健康险普及及政府将医保托管给商业保险公司, 市场对专业性很强的外包审方服务商需求将有所提升。



公司 2015 年先后控股收购了济南同邦信息、上海旺云信息，参股苏州鼎丞大通医疗科技有限公司，并与北京沛合健康科技有限公司股东签订控股收购协议，开始积极布局线上业务板块，着重发展药品福利管理（PBM）业务。我们认为公司所布局的 PBM 业务板块都是既能形成短期业绩贡献，长期看又具备发展前景的业务。4 家 PBM 业务相关公司均已有成熟的业务模式及客户资源，我们预计其 2016 年将能贡献过千万的净利润。

以公司收购的上海旺云信息为例，曾成功上线了：

- 1) 浦东新区新农合药品供应链管理信息系统；
- 2) 青浦、奉贤、嘉定和浦东新区四大区县药品采购平台。包括药品采购管理、医用低值耗材采购管理、医用高值耗材采购管理、中药饮片及颗粒剂采购管理等系统。
- 3) 上海市医药信息平台——唯一的技术服务提供商。该平台为全市医疗机构提供药品网上公开采购，基本上实现医疗机构药品采购公开、透明，为政府主管部门提供一个有效的现代化的监控管理平台。
- 4) 医院智能药库药房管理信息系统。医院药库药房是供应链管理流程上的重要环节，但目前大部分医疗机构多数为手工记录，或者半电子化记录。
- 5) 区县药品供应链管理信息平台

并跟上海市多家医院和社区卫生服务中心有业务合作。

短期看，对于瑞康这样主要服务于医院、基层医疗机构的公司，并购药品供应链管理、医院内部信息化管理的公司一方面创造利润，更重要的是加强在产业链中的优势地位及议价能力，拓展药品及器械配送业务。

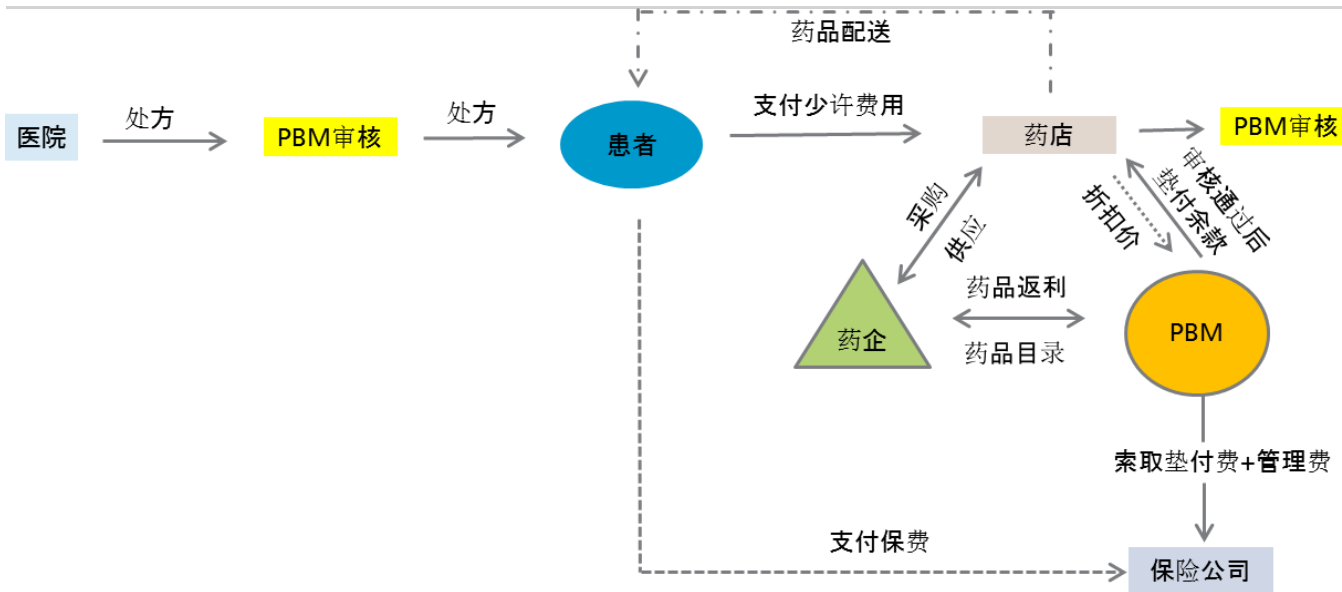
长期看，PBM 业务是降低医疗费用、对接互联网信息化、提升医疗效率的必经之路：1) 医保资金由商业保险公司托管+商业高端健康险/补充医疗保险的兴起，料将带动外包服务商的崛起；2) 处方流转、医保支付价改革有望真正带动可降低药费、优化效率、并具有审核功能的 PBM 业务大发展。

图表 9: 公司收购 4 家 PBM 相关业务公司详情

| 公司     | 业务类型                      | 产品与服务   | 客户类型   |
|--------|---------------------------|---|--|
| 济南同邦信息 | 计算机软件开发,销售,技术服务           | 医疗卫生领域管理类软件开发, 信息技术服务商  | 主要为中小型企业为主   |
| 上海旺云信息 | His 系统、远程诊疗               | 浦东新区新农合药品供应链管理信息系统/上海医药信息平台技术服务提供商/医院智能药库药房管理信息系统/区县药品供应链管理信息平台                   | 主要为上海的政府部门、医疗机构、配送服务企业和行业客户                              |
| 苏州鼎丞大通 | 医院药事管理信息化流程方案和以合理用药处方审核为主 | 处方合理用药安全监测系统/抗菌药物临床应用管理系统/药品使用统计系统/门诊处方点评系统/电子药历系统/病历查看系统/药品分类授权使用管理系统/医药信息在线查询系统 | 获得了包括北京朝阳医院、上海长征医院、南京军区南京总医院、北京军区总医院、南京军区福州总医院等多家三甲医院的订单 |
| 北京沛合健康 | 专注于健康险服务的外包服务商            | 服务不仅包括了收件、录入、影像、医疗审核等基础服务, 同时可以前置到帮助保险公司为投保团体做签约前的服务方案设计。                         | 已经有包括中国人寿、人保寿险在内的二十多家大型保险公司用户                            |

来源: 瑞银证券整理

图表 10: 美国 PBM 流程



来源: 瑞银证券整理

## 关键问题

[返回](#) ↑**问: 医疗器械是否会成为公司未来 3 年业绩增长的主要驱动力?****瑞银证券观点**

会。公司预计投资约 19 亿通过并购将医疗器械业务扩展至全国。我们预计 2016/17/18 年器械配送收入增速分别为 160%/50%/30%。器械配送毛利率超过 20%，远高于药品配送。我们预计 18 年器械配送将贡献超过 50% 的毛利。(2014/2015 年分别是 16%/26%)。但并购导致的高增长之后，我们对公司能否短时间驾驭跨多省并购，以维持长期高增长尚存疑虑。

**论据**

1) 公司计划于 2016 年完成 20 个省份控股式收购医疗器械和医用耗材商业公司，并在之后将业务下沉至市级及基层网络。2016 年上半年公司预计净利润同比增长 110-160%，主要来源于省外新收购公司增加的利润，公司省外器械并购已有成效。2) 未来 3 年公司计划完成 30 个省份，每个省份 10 条业务线的规划。

**什么已反映在股价中?**

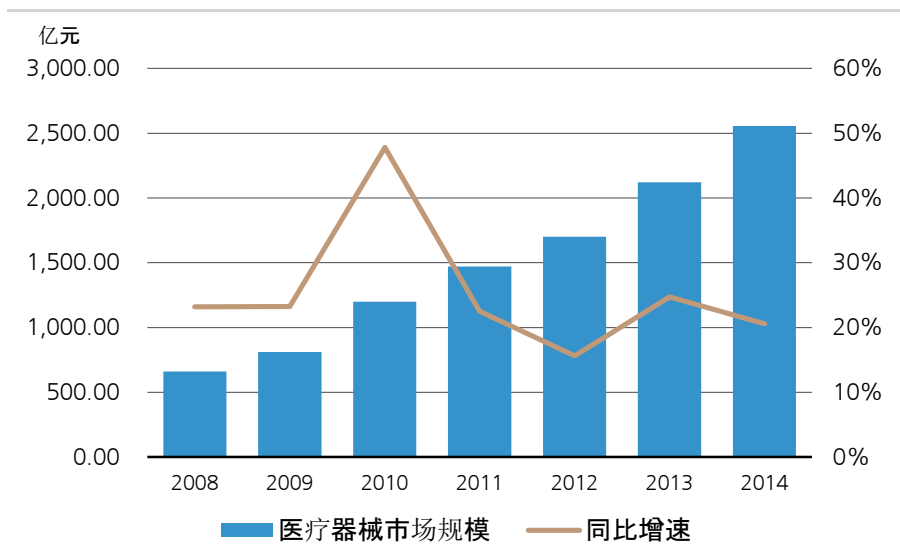
市场对公司 2016/17 年 EPS 预测增速分别为 111% 和 40%，已经反映了对器械并购的乐观预期。而市场一致预期（摊薄后）对应估值约 40X 2016E PE，也反映了市场对其高增长的预期。

**医疗器械配送增速快，竞争格局散乱**

医疗器械及耗材品种繁多，其上游制造商和下游使用科室均较分散，小型医疗器械的销售也多通过代理进行。行业整体呈现“小、散、乱”的格局。我们认为未来 3 年将是医疗器械配送产业集中度提升的关键时期：

- 1) 器械流通行业的监管力度在逐渐加强，2015 年 1 月，《医疗器械经营质量管理规范》出台，这是 CFDA 首次发布医疗器械 GSP。
- 2) 器械经销商所承担的医院账期和库存管理的压力也更大，对经销商的资金要求程度更高。
- 3) 未来器械有望实现统一招标，利好可覆盖全省甚至全国的流通企业发展。

图表 11: 全国医疗器械市场规模



来源: Wind

### 医疗器械是未来发展重点，全国布局外延式收购

从 2011 年开始，公司采取业内创新的直销模式开拓医疗器械销售业务。2012-2015 年公司分别实现医疗器械销售收入 2875 万元、2.36 亿元、5.4 亿、10.5 亿，其中 2015 年公司省外器械收入 1.75 亿，业务处于快速增长期。

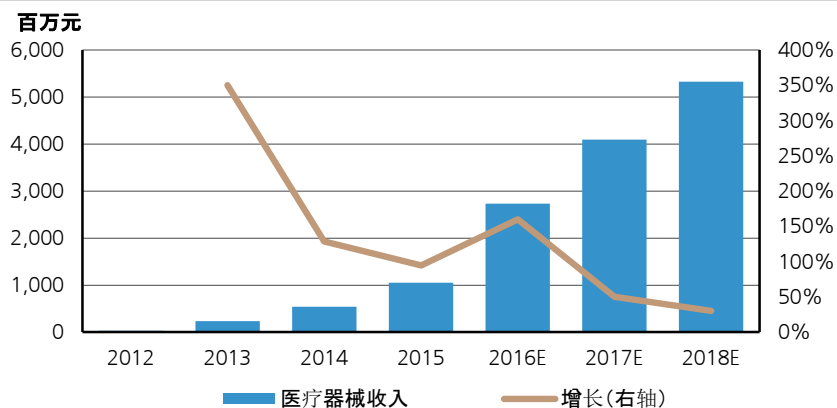
公司医疗器械业务利润率远高于药品配送，2014 年/2015 年，器械配送业务毛利率分别为 21%/27%。器械业务的高速增长，有望提升公司盈利能力，带来可观盈利增长。

图表 12: 2015 年下半年瑞康开始收购/新建各省级器械配送公司

| 被购买方名称           | 股权取得时点     | 股权取得成本 (元)  | 参控关系 | 股权取得比例 (%) | 股权取得方式 | 主营业务                              |
|------------------|------------|-------------|------|------------|--------|-----------------------------------|
| 黑龙江瑞康世纪医药有限公司    | 2015.12.01 | 89,539      | 子公司  | 100        | 购买     | 医疗器械销售                            |
| 南昌普健实业有限公司       | 2015.12.01 | 6,805,662   | 子公司  | 100        | 购买     | 药品器械等批发                           |
| 广州康吉贸易有限公司       | 2015.10.01 | 2,339,893   | 子公司  | 100        | 购买     | 医疗器械销售                            |
| 新泰市同福堂医药有限公司     | 2015.11.01 | 13,173,820  | 子公司  | 51         | 购买     | 药品器械等批发                           |
| 石家庄格美医疗器械有限公司    | 2015.12.01 | 4,391,796   | 子公司  | 100        | 购买     | 医疗器械销售                            |
| 北京瑞康时代医药有限公司     | 2015.11.01 | 86,672,300  | 子公司  | 100        | 购买     | 医疗器械销售                            |
| 济南同邦信息有限公司       | 2015.02.01 | 5,950,000   | 子公司  | 95         | 购买     | 计算机软件开发,销售,技术服务                   |
| 苏州鼎丞大通医疗科技有限公司   | 2015.11.01 | 108,142,404 | 子公司  | 73         | 购买     | 医疗材料及器械的开发、技术转让;软件开发、销售,并提供相关技术服务 |
| 上海旺云信息技术有限公司     | 2015.04.01 | 17,780,000  | 子公司  | 51         | 购买     | 信息技术,计算机领域内的技术开发,咨询服务             |
| 北京沛合健康科技有限公司     | 2015.10.01 | 119,019,994 | 子公司  | 80         | 购买     | 软件开发,服务外包                         |
| 西安沛合信息技术有限公司     |            |             | 孙公司  |            | 新设立    | 软件开发,服务外包                         |
| 北京沛合科技有限公司西安分公司  |            |             | 孙公司  |            | 新设立    | 软件开发,服务外包                         |
| 北京瑞诚泰达经贸有限公司     | 2015.07.01 | 28,458,882  | 子公司  | 51         | 购买     | 医疗器械销售                            |
| 北京天健君安经贸有限公司     | 2015.07.01 | 35,533,581  | 子公司  | 51         | 购买     | 医疗器械销售                            |
| 北京盛世利康医疗器械有限公司   | 2015.07.01 | 16,009,490  | 子公司  | 51         | 购买     | 医疗器械销售                            |
| 江西科洋实业有限公司       | 2015.12.01 | 48,194,608  | 孙公司  | 51         | 购买     | 药品器械等批发                           |
| 广州康海医药生物科技发展有限公司 | 2015.09.30 | 22,419,607  | 孙公司  | 51         | 购买     | 医疗器械销售                            |
| 北京久鼎盛世科技有限公司     | 2015.12.01 | 25,500,000  | 孙公司  | 51         | 购买     | 医疗器械销售                            |
| 北京悦康北卫医药有限公司     | 2015.12.01 | 70,406,914  | 孙公司  | 80         | 购买     | 药品器械等批发                           |
| 宁波天脉健康管理有限公司     | 2015.12.01 | 8,679,148   | 子公司  | 51         | 购买     | 医疗器械等销售                           |
| 上海欣欣荣华投资有限公司     | 2015.4.22  |             | 子公司  | 100        | 新设立    | 投资管理,咨询                           |
| 山东瑞康洗涤服务有限公司     | 2015.5.25  |             | 子公司  | 100        | 新设立    | 清洗服务,配送服务,服装租赁,被服制作               |
| 上海佑融林承医药产业投资有限公司 | 2015.4.29  |             | 子公司  | 100        | 新设立    | 医药行业投资,医药科技领域技术咨询                 |
| 湖南瑞康医药有限公司       | 2015.12.2  |             | 子公司  | 100        | 新设立    | 药品器械等批发                           |
| 山东瑞康医药上海有限公司     | 2015.4.22  |             | 子公司  | 100        | 新设立    | 医疗器械批发,零售                         |
| 山西瑞康滨海医疗器械有限公司   | 2015.11.13 |             | 子公司  | 100        | 新设立    | 医疗器械销售                            |
| 瑞康医药浙江有限公司       | 2015.11.25 |             | 子公司  | 100        | 新设立    | 医疗器械,中成药                          |
| 哈尔滨众天医疗科技有限公司    | 2015.11.06 |             | 孙公司  | 90         | 新设立    | 互联网                               |
| 北京恒盛凯利经贸有限公司     | 2015.4.20  |             | 孙公司  | 51         | 新设立    | 医疗器械销售                            |

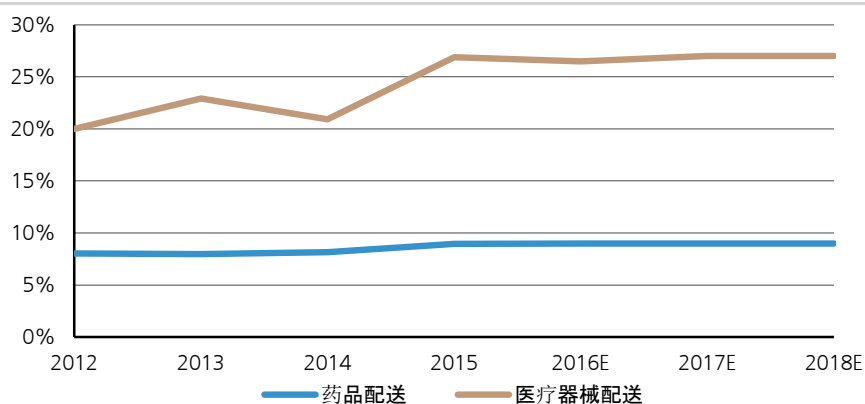
来源: 公司数据

图表 13: 瑞康医药医疗器械收入及增速 (2012-2018E)



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 14: 瑞康医药医疗器械配送毛利率远高于药品配送

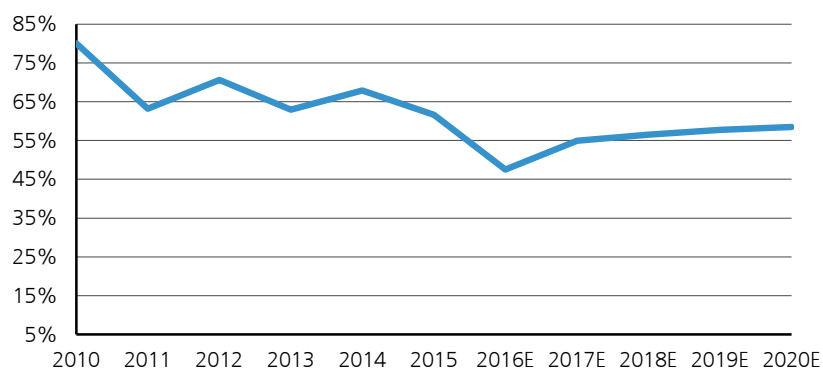


来源: 公司数据, 瑞银证券估算

### 充沛资金支持并购发展

为了继续延续公司外延式收购的战略, 公司于 2015 年 2 月定向增发, 募集 12 亿元的资金, 全部用于补充公司流动资金。此外, 公司 2015 年年底筹备再一次增发, 拟募集不超过 31 亿元, 发行价由 30.96 元/股调低至 24.76 元/股, 已经获证监会批准。

图表 15: 定增后公司资产负债率大幅下降



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

### 有望在并购后获得 1+1) 2 的效果

公司在全国进行大规模器械配送企业并购之前, 已经在山东省进行了尝试:

- 1) 公司在山东省建立了检验、介入、骨科、设备、医护、五官科、口腔、血液透析等十大事业部, 并建立了医疗器械的信息化管理体系, 为后续全国化并购建立可复制模板。
- 2) 公司主要实施控股式收购, 被并购的器械公司原团队仍保留一定的股权 (多为 49%), 原有管理团队变动小, 有助于与公司一起将企业做强。
- 3) 瑞康能够为并购企业提供更多的上游供应商、充足的资金支持, 使其在招投标过程中更具优势, 有望在并购之后获得 1+1>2 的效果。

### 后续整合考验公司跨省管理及运营能力

尽管公司在山东省进行了充分的准备, 并实施了控股式收购, 我们认为, 短时间、多省同时进行的大量并购, 仍对公司的人员素质、管理、整合、及当地的政府关系有较高的要求:

- 1) 药品及器械流通呈现较强的地域性特点: 地方保护及与医院的人情关系考验流通公司跨省经营能力。
- 2) 器械配送业务小而散乱, 部分高值器械和耗材的配送人员具有一定销售功能, 对人员素质和公司管理能力提出挑战。
- 3) 器械及耗材配送的账期较药品更长, 2015 年公司应收账款同比增长 54%, 我们判断器械业务占比提升是重要原因。对公司现金流的考验也较大。

## 盈利预测调整

在考虑公司定增情况下，我们将公司 2016-18 年净利润预测上调 59.6%/71.5%/73.8%至 4.72/6.51/8.25 亿元。主要调整包括：

- 1) 我们上调 2016/2017/2018 年医疗器械收入预测至 27.31/40.97 /53.62 亿元，上调 2016/2017 年医疗器械毛利率 4.0ppt/4.5ppt，主要考虑到公司外延并购医疗器械公司拓展业务，增加省份医疗器械覆盖，并在之后将业务下沉至市级及基层网络。
- 2) 新增 PBM 业务预测。公司 2015 年移动医疗收入 1094.2 万元，考虑到公司开始布局 PBM 业务，我们预计 2016/2017/2018 公司 PBM 收入将达 0.50/0.75/0.98 亿元，同比增长 356.9%/50.0%/30.0%。
- 3) 提高销售费用率和管理费用率。我们考虑到随着业务拓展尤其是医疗器械业务，医疗器械产品的广告费用、人员的差旅费用等将会有所提升。



图表 16: 盈利预测调整

|                   | 2015A   | 2016E   | 2017E   | 2018E   |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>收入 (百万元)</b>   |         |         |         |         |
| 原预测               | 9,674   | 12,092  | 15,121  | 18,901  |
| - 药品              | 8,474   | 10,476  | 12,953  | NA      |
| - 器械              | 727     | 1,018   | 1,425   | NA      |
| - PBM             | 0       | 0       | 0       | NA      |
| 新预测               | 9,750   | 13,202  | 16,522  | 20,035  |
| - 药品              | 8,670   | 10,401  | 12,290  | 14,504  |
| - 器械              | 1,051   | 2,731   | 4,097   | 5,326   |
| - PBM             | 11      | 50      | 75      | 98      |
| 增幅 (%)            |         | 35.4%   | 25.1%   | 21.3%   |
| - 药品              |         | 20.0%   | 18.2%   | 18.0%   |
| - 器械              |         | 160.0%  | 50.0%   | 30.0%   |
| - PBM             |         | 356.9%  | 50.0%   | 30.0%   |
| 调整 (%)            |         | 9.2%    | 9.3%    | 6.0%    |
| - 药品              | 2.3%    | -0.7%   | -5.1%   | NA      |
| - 器械              | 44.5%   | 168.4%  | 187.6%  | NA      |
| - PBM             | NA      | NA      | NA      | NA      |
| <b>毛利率</b>        |         |         |         |         |
| 原预测               | 9%      | 9.1%    | 9.2%    | 9.2%    |
| - 药品              | 8%      | 8%      | 8%      | NA      |
| - 器械              | 23%     | 22.5%   | 22.5%   | NA      |
| 新预测               | 11%     | 12.2%   | 13.2%   | 13.7%   |
| - 药品              | 9%      | 9.0%    | 9.0%    | 9.0%    |
| - 器械              | 27%     | 26.5%   | 27.0%   | 27.0%   |
| 调整 (%)            | 2.1ppts | 3.1ppts | 3.9ppts | 4.5ppts |
| - 药品              | 1.3ppts | 1.3ppts | 1.3ppts | NA      |
| - 器械              | 4.4ppts | 4.0ppts | 4.5ppts | NA      |
| <b>毛利 (百万元)</b>   |         |         |         |         |
| 原预测               | 855     | 1,096   | 1,395   | 1,744   |
| 新预测               | 1,070   | 1,607   | 2,173   | 2,749   |
| 增幅 (%)            |         | 50.2%   | 35.2%   | 26.5%   |
| 调整 (%)            |         | 46.7%   | 55.8%   | 57.6%   |
| <b>营业利润率</b>      |         |         |         |         |
| 原预测               | 3%      | 3.3%    | 3.4%    | 3.4%    |
| 新预测               | 3%      | 4.9%    | 5.4%    | 5.6%    |
| 调整 (%)            |         | 1.6ppts | 2.0ppts | 2.3ppts |
| <b>营业利润 (百万元)</b> |         |         |         |         |
| 原预测               | 320     | 397     | 509     | 636     |
| 新预测               | 309     | 642     | 886     | 1,126   |
| 增幅 (%)            |         | 107.7%  | 38.0%   | 27.1%   |
| 调整 (%)            |         | 61.8%   | 74.1%   | 77.0%   |
| <b>净利率</b>        |         |         |         |         |
| 原预测               | 2%      | 2.4%    | 2.5%    | 2.5%    |
| 新预测               | 2%      | 3.6%    | 3.9%    | 4.1%    |
| 调整 (%)            |         | 1.1ppts | 1.4ppts | 1.6ppts |
| <b>净利润 (百万元)</b>  |         |         |         |         |
| 原预测               | 239     | 296     | 379     | 475     |
| 新预测               | 236     | 472     | 651     | 825     |
| 增幅 (%)            |         | 100.2%  | 37.7%   | 26.8%   |
| 调整 (%)            |         | 59.6%   | 71.5%   | 73.8%   |

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

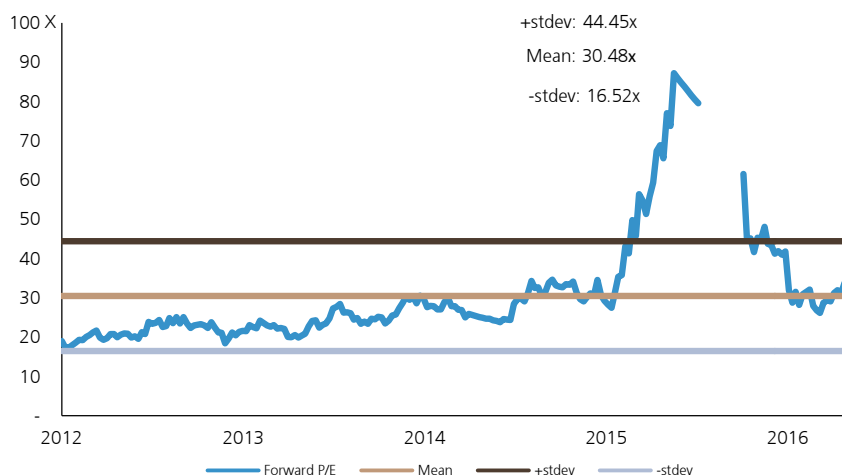
图表 17: 费率调整

|                   | 2015A | 2016E   | 2017E   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|-------------------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>销售费用率</b>      |       |         |         |         |         |         |
| 原预测               | 3.0%  | 3.2%    | 3.2%    | 3.2%    | 3.2%    | 3.2%    |
| 新预测               | 4.2%  | 4.2%    | 4.4%    | 4.5%    | 4.7%    | 4.8%    |
| 调整 (%)            |       | 1.0ppts | 1.2ppts | 1.3ppts | 1.5ppts | 1.6ppts |
| <b>销售费用 (百万元)</b> |       |         |         |         |         |         |
| 原预测               | 290   | 387     | 484     | 605     | 741     | 889     |
| 新预测               | 409   | 554     | 727     | 902     | 1,130   | 1,385   |
| 增幅 (%)            |       | 35.7%   | 31.1%   | 24.0%   | 25.3%   | 22.6%   |
| 调整 (%)            |       | 43.3%   | 50.2%   | 49.1%   | 52.5%   | 55.8%   |
| <b>管理费用率</b>      |       |         |         |         |         |         |
| 原预测               | 1.6%  | 1.6%    | 1.6%    | 1.6%    | 1.6%    | 1.6%    |
| 新预测               | 2.3%  | 2.3%    | 2.4%    | 2.4%    | 2.4%    | 2.4%    |
| 调整 (%)            |       | 0.8ppts | 0.7ppts | 0.8ppts | 0.8ppts | 0.8ppts |
| <b>管理费用 (百万元)</b> |       |         |         |         |         |         |
| 原预测               | 159   | 189     | 242     | 303     | 371     | 445     |
| 新预测               | 225   | 308     | 388     | 475     | 575     | 695     |
| 增幅 (%)            |       | 36.6%   | 26.2%   | 22.3%   | 21.0%   | 21.0%   |
| 调整 (%)            |       | 63.0%   | 60.4%   | 56.9%   | 55.0%   | 56.3%   |
| <b>财务费用率</b>      |       |         |         |         |         |         |
| 原预测               | 0.7%  | 0.6%    | 0.7%    | 0.7%    | 0.8%    | 0.8%    |
| 新预测               | 0.8%  | 0.6%    | 0.9%    | 1.1%    | 1.0%    | 0.9%    |
| 调整 (%)            |       | 0.0ppts | 0.2ppts | 0.3ppts | 0.3ppts | 0.2ppts |
| <b>财务费用 (百万元)</b> |       |         |         |         |         |         |
| 原预测               | 64    | 77      | 110     | 142     | 177     | 220     |
| 新预测               | 74    | 83      | 147     | 216     | 246     | 273     |
| 增幅 (%)            |       | 11.4%   | 77.2%   | 46.7%   | 14.1%   | 10.8%   |
| 调整 (%)            |       | 7.6%    | 34.2%   | 52.2%   | 39.0%   | 24.2%   |

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

## 什么已反映在股价中?

[返回](#) ↑



公司 PE 处于历史均值

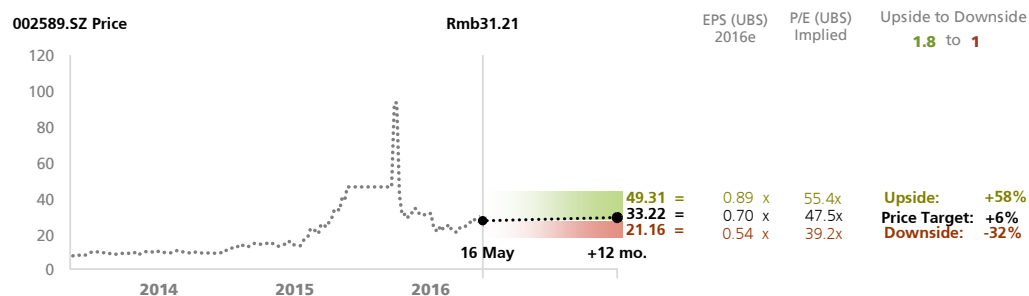
**公司基本面中的积极因素在估值中有所反应：**目前公司股价对应 16 年 PE 为 45 倍（考虑增发摊薄），高于可比公司的 36 倍，已基本反映了其未来 3 年高于可比公司的增速。通过与投资者沟通，市场对其今年业绩快速增长已经基本形成一致预期，因主要由并购驱动，市场对 2016 年业绩增速是否会超预期的敏感度不高。我们更为关心的是并购之后，公司能否克服地方保护等问题，顺利整合省外器械公司，并通过拓展新业务，达到较快增长。

图表 18: 可比公司估值

| 证券代码      | 证券简称  | EPS (元) |       |       | EPS<br>16E-18E<br>CARG | 当前股价 (元) | PE    |       | PEG   |       | ROE   |       | PB   |      |
|-----------|-------|---------|-------|-------|------------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|
|           |       | 2016E   | 2017E | 2018E |                        |          | 2016E | 2017E | 2016E | 2017E | 2016E | 2017E |      |      |
| 医疗流通行业    |       |         |       |       |                        |          |       |       |       |       |       |       |      |      |
| 600998.SS | 九州通*  | 0.49    | 0.61  | 0.73  | 22%                    | 17.52    | 36    | 29    | 1.64  | 1.33  | 9%    | 10%   | 3.14 | 2.88 |
| 002462.SZ | 嘉事堂*  | 0.97    | 1.29  | 1.63  | 29%                    | 36.00    | 37    | 28    | 1.26  | 0.95  | 14%   | 15%   | 4.50 | 4.03 |
| 000028.SZ | 国药一致* | 2.32    | 2.98  | 3.52  | 23%                    | 68.61    | 30    | 23    | 1.27  | 0.99  | 14%   | 15%   | 3.98 | 3.42 |
| 002727.SZ | 一心堂   | 0.82    | 1.00  | 1.19  | 21%                    | 21.30    | 26    | 21    | 1.25  | 1.02  | 16%   | 17%   | 4.23 | 3.63 |
| 603368.SH | 柳州医药  | 1.86    | 2.28  | 2.70  | 21%                    | 75.85    | 41    | 33    | 1.97  | 1.61  | 13%   | 14%   | 5.05 | 4.42 |
| 603939.SS | 益丰药房  | 0.72    | 0.92  | 1.18  | 28%                    | 30.40    | 42    | 33    | 1.51  | 1.18  | 15%   | 16%   | 5.91 | 5.09 |
| 002788.SZ | 鹭燕医药  | 1.15    | 1.35  | NA    | NA                     | 50.65    | 44    | 38    | NA    | NA    | 14%   | 14%   | 5.14 | 4.57 |
| 平均        |       | 1.19    | 1.49  | 1.83  | 24%                    |          | 36    | 29    | 1.49  | 1.18  | 14%   | 15%   | 4.56 | 4.01 |
| 002589.SZ | 瑞康医药* | 0.70    | 0.96  | 1.21  | 32%                    | 31.21    | 45    | 33    | 1.40  | 1.01  | 10%   | 9%    | 3.20 | 2.93 |

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 5 月 16 日收盘价。

## 乐观/悲观情景分析

[返回](#) ↑

瑞康医药 目前估价报  
31.21元(5月16日收  
盘价).

| 价格影响因素<br>(2016E) | 药品配送收入增速 | 药品配送毛利率 | 器械收入增速 | 器械毛利率 | EPS  |
|-------------------|----------|---------|--------|-------|------|
| 乐观情景 49.31 元      | 23%      | 11%     | 210%   | 30%   | 0.89 |
| 基准情景 33.22 元      | 20%      | 9%      | 160%   | 27%   | 0.70 |
| 悲观情景 21.16 元      | 17%      | 7%      | 110%   | 24%   | 0.54 |

Source: UBS

## 当前股价面临的风险偏于上档(1.8:1)

瑞康医药目前估价报 31.21 元(5月16日收盘价)。

**乐观情景 (49.31 元):** 若公司外延发展好于预期，我们假设 2016 年药品配送收入增速为 23%，毛利率为 11%；器械收入增速为 210%，毛利率 30%。分别高于基准假设 3/2/50/3 个百分点。我们估算 2016 年 EPS 为 0.89 元/股，对应每股估值 49.31 元。

**基准情景 (33.22 元):** 基准情景下，我们预计 2016 年药品配送收入增速为 20%，毛利率为 9%；器械收入增速为 160%，毛利率 27%。我们估算 2016 年 EPS 为 0.70 元，得出目标价 33.22 元。

**悲观情景 (21.16 元):** 若公司外延发展不达预期，我们假设 2016 年药品配送收入增速为 17%，毛利率为 7%；器械收入增速为 110%，毛利率 24%。分别低于基准假设 3/2/50/3 个百分点。我们估算 2016 年 EPS 为 0.54 元/股，对应每股估值 21.16 元。

## 目标价推导

我们基于 DCF 贴现现金流模型 (WACC=6.2%) 得出公司目标价 33.22 元。公司当前股价对应 2016 年 PE 为 45 倍，考虑到公司更快的业绩增长，我们认为公司估值处于合理区间。

# 图表 19: DCF 估值

| 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     | 374           |            | 25,000<br>20,000<br>15,000<br>10,000<br>5,000<br>0 |
| 再投资率            | 85.0% | 第二阶段DCF估值     | 1,195         |            |  |
| 第二阶段投入资本回报率     | 9.6%  | 第二阶段终值        | 21,974        |            |  |
| 第二阶段增长率         | 8.2%  | 非核心业务价值       | 7             |            |  |
| 终期增长率           | 4.0%  | <b>企业价值</b>   | <b>23,550</b> |            |  |
| 终期投入资本回报率       | 7.2%  | 调整:           |               |            |  |
|                 |       | 净现金(净债务)      | (746)         |            |  |
|                 |       | 少数股东权益        | 225           |            |  |
|                 |       | <b>净现值</b>    | <b>22,579</b> |            |  |
|                 |       | 已发行股份数(百万)    | 680           |            |  |
| <b>加权平均资本成本</b> |       | <b>目标价(元)</b> | <b>33.22</b>  | 2%         | 5%   |
| 无风险利率           | 2.9%  |               |               | 93%        | 0%   |
| 权益风险溢价          | 5.0%  |               |               | 终值         | 合营公司价值   |
| β系数             | 0.8   |               |               |            |  |
| 权益成本            | 7.0%  |               |               |            |  |
| 债务成本            | 6.0%  |               |               |            |  |
| 边际税率            | 25.0% |               |               |            |  |
| 税后债务成本          | 4.5%  |               |               |            |  |
| 债务/总资本          | 30.0% |               |               |            |  |
| 加权平均资本成本        | 6.2%  |               |               |            |  |

来源: 瑞银证券估算

## 公司背景

[返回](#) ↑

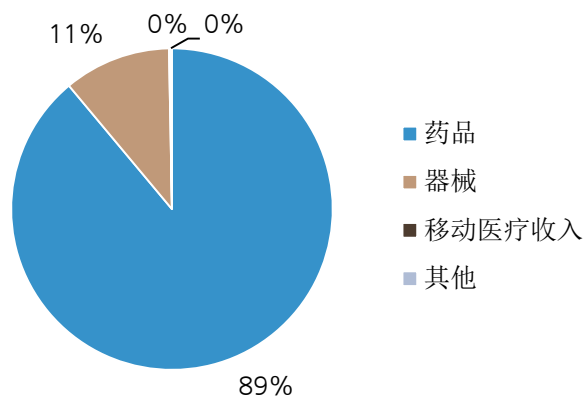
|         |                |
|---------|----------------|
| 市值      | Rmb17.3bn      |
| 已发行股票数量 | 555m (COM)     |
| 行业      | 医药流通行业，多元      |
| 地区      | 中国             |
| 网站      | www.realcan.cn |

瑞康医药是山东省医药商业流通公司，近年医疗器械配送增长较快，并已开启省外扩张。

## 行业前景

我们估计未来两年国内医药流通行业的整体收入增速在13%-15%。随着新版 GSP 和山东省集中招标的执行，大部分中小流通企业可能面临整合甚至退出，大型商业企业有望通过市场份额提升获得超越行业均速的增长。此外，随着行业标准趋严，医疗器械行业也有望从分散走向集中。此过程中，我们认为公司或将成为山东省医疗器械市场的整合者。

### 2015 公司收入结构 (%)



### 产品毛利分拆

|      | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 药品   | 591   | 778   | 837   | 989   | 1200  |
| 器械   | 113   | 282   | 724   | 1106  | 1438  |
| 医用织物 | 0     | 0     | 6     | 18    | 32    |
| pbm  | 0     | 8     | 40    | 60    | 78    |
| 其他   | 1     | 2     | 0     | 0     | 0     |
| 总计   | 705   | 1070  | 1607  | 2173  | 2749  |

来源:公司数据, 瑞银证券估算

# 瑞康医药 (002589.SZ)

|                      | 12/13  | 12/14  | 12/15  | 12/16E  | %      | 12/17E  | %      | 12/18E | 12/19E  | 12/20E  |
|----------------------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|---------|---------|
| <b>损益表(Rmb 百万)</b>   |        |        |        |         |        |         |        |        |         |         |
| 营业收入                 | 5,926  | 7,786  | 9,750  | 13,202  | 35.4   | 16,522  | 25.1   | 20,035 | 24,042  | 28,851  |
| 毛利                   | 509    | 705    | 1,070  | 1,607   | 50.2   | 2,173   | 35.2   | 2,749  | 3,419   | 4,103   |
| 息税折旧摊销前利润(UBS)       | 272    | 343    | 438    | 778     | 77.4   | 1,094   | 40.7   | 1,411  | 1,756   | 2,066   |
| 折旧和摊销                | (12)   | (26)   | (47)   | (46)    | -1.7   | (53)    | 16.4   | (62)   | (71)    | (80)    |
| 息税前利润(UBS)           | 260    | 317    | 392    | 732     | 86.8   | 1,041   | 42.2   | 1,349  | 1,685   | 1,986   |
| 联营及投资收益              | 0      | 1      | 1      | 0       | -71.0  | 0       | 5.0    | 0      | 0       | 0       |
| 其他非营业利润              | 0      | 0      | 0      | 0       | -      | 0       | -      | 0      | 0       | 0       |
| 净利息                  | (66)   | (77)   | (74)   | (83)    | -11.4  | (147)   | -77.2  | (216)  | (246)   | (273)   |
| 例外项目(包括商誉)           | 0      | 0      | 0      | 0       | -      | 0       | -      | 0      | 0       | 0       |
| 税前利润                 | 194    | 242    | 318    | 649     | 103.9  | 894     | 37.7   | 1,134  | 1,439   | 1,713   |
| 税项                   | (49)   | (60)   | (75)   | (162)   | -115.5 | (224)   | -37.7  | (284)  | (360)   | (428)   |
| 税后利润                 | 145    | 182    | 243    | 487     | 100.3  | 671     | 37.7   | 851    | 1,080   | 1,285   |
| 优先股股息及少数股权           | (1)    | (1)    | (7)    | (15)    | -103.1 | (20)    | -37.7  | (26)   | (32)    | (39)    |
| 非常项目                 | 0      | 0      | 0      | 0       | -      | 0       | -      | 0      | 0       | 0       |
| 净利润(本地 GAAP)         | 144    | 181    | 236    | 472     | 100.2  | 651     | 37.7   | 825    | 1,047   | 1,247   |
| 净利润(UBS)             | 144    | 181    | 236    | 472     | 100.2  | 651     | 37.7   | 825    | 1,047   | 1,247   |
| 税率(%)                | 25.4   | 24.8   | 23.7   | 25.0    | 5.7    | 25.0    | 0.0    | 25.0   | 25.0    | 25.0    |
| <b>每股(Rmb)</b>       |        |        |        |         |        |         |        |        |         |         |
| 每股收益(UBS 稀释后)        | 0.33   | 0.42   | 0.43   | 0.70    | 63.4   | 0.96    | 37.7   | 1.21   | 1.54    | 1.83    |
| 每股收益(本地会计准则, 稀释后)    | 0.33   | 0.42   | 0.43   | 0.70    | 63.4   | 0.96    | 37.7   | 1.21   | 1.54    | 1.83    |
| 每股收益(UBS, 基本)        | 0.33   | 0.42   | 0.43   | 0.70    | 63.4   | 0.96    | 37.7   | 1.21   | 1.54    | 1.83    |
| 每股股息净值(Rmb)          | 0.03   | 0.03   | 0.03   | 0.04    | 6.3    | 0.07    | 106.4  | 0.10   | 0.13    | 0.16    |
| 每股账面价值               | 3.74   | 4.13   | 5.76   | 9.76    | 69.4   | 10.65   | 9.1    | 11.76  | 13.17   | 14.85   |
| 平均股数(稀释后)            | 435.88 | 435.78 | 554.54 | 679.75  | 22.6   | 679.75  | 0.0    | 679.75 | 679.75  | 679.75  |
| <b>资产负债表(Rmb 百万)</b> |        |        |        |         |        |         |        |        |         |         |
| 现金和现金等价物             | 648    | 579    | 1,178  | 1,097   | -6.9   | 1,445   | 31.7   | 1,708  | 2,076   | 2,476   |
| 其他流动资产               | 3,342  | 4,470  | 6,275  | 8,360   | 33.2   | 10,392  | 24.3   | 12,367 | 14,778  | 17,416  |
| 流动资产总额               | 3,990  | 5,049  | 7,452  | 9,456   | 26.9   | 11,837  | 25.2   | 14,075 | 16,854  | 19,892  |
| 有形固定资产净值             | 319    | 451    | 790    | 907     | 14.8   | 1,016   | 12.1   | 1,119  | 1,228   | 1,343   |
| 无形固定资产净值             | 88     | 132    | 546    | 2,621   | 379.6  | 3,681   | 40.5   | 3,727  | 3,771   | 3,811   |
| 投资/其他资产              | 56     | 47     | 73     | 75      | 2.9    | 75      | 0.8    | 75     | 74      | 73      |
| 总资产                  | 4,454  | 5,678  | 8,862  | 13,058  | 47.4   | 16,609  | 27.2   | 18,996 | 21,926  | 25,119  |
| 应付账款和其他短期负债          | 1,892  | 2,580  | 3,874  | 4,356   | 12.5   | 5,471   | 25.6   | 6,541  | 7,832   | 9,379   |
| 短期债务                 | 913    | 1,273  | 1,584  | 1,843   | 16.38  | 3,657   | 98.42  | 4,191  | 4,837   | 5,306   |
| 流动负债总额               | 2,804  | 3,853  | 5,457  | 6,199   | 13.6   | 9,128   | 47.3   | 10,733 | 12,669  | 14,686  |
| 长期债务                 | 0      | 0      | 0      | 0       | -      | 0       | -      | 0      | 0       | 0       |
| 其它长期负债               | 0      | 0      | 0      | 0       | -      | 0       | -      | 0      | 0       | 0       |
| 优先股                  | 0      | 0      | 0      | 0       | -      | 0       | -      | 0      | 0       | 0       |
| 总负债(包括优先股)           | 2,804  | 3,853  | 5,457  | 6,199   | 13.6   | 9,128   | 47.3   | 10,733 | 12,669  | 14,686  |
| 普通股股东权益              | 1,632  | 1,798  | 3,194  | 6,635   | 107.7  | 7,236   | 9.1    | 7,993  | 8,955   | 10,092  |
| 少数股东权益               | 18     | 27     | 210    | 225     | 7.0    | 245     | 9.0    | 270    | 303     | 341     |
| 负债和权益总计              | 4,454  | 5,678  | 8,862  | 13,058  | 47.4   | 16,609  | 27.2   | 18,996 | 21,926  | 25,119  |
| <b>现金流量表(Rmb 百万)</b> |        |        |        |         |        |         |        |        |         |         |
| 净利润(支付优先股股息前)        | 144    | 181    | 236    | 472     | 100.2  | 651     | 37.7   | 825    | 1,047   | 1,247   |
| 折旧和摊销                | 12     | 26     | 47     | 46      | -1.7   | 53      | 16.4   | 62     | 71      | 80      |
| 营运资本变动净值             | (500)  | (450)  | (858)  | (1,611) | -87.8  | (917)   | 43.1   | (905)  | (1,120) | (1,091) |
| 其他营业性现金流             | 70     | 79     | 109    | 106     | -2.9   | 167     | 57.8   | 241    | 278     | 311     |
| 经营性现金流               | (274)  | (164)  | (466)  | (987)   | -111.6 | (46)    | 95.3   | 222    | 276     | 547     |
| 有形资本支出               | (153)  | (177)  | (109)  | (132)   | -21.0  | (142)   | -7.6   | (153)  | (165)   | (179)   |
| 无形资本支出               | 0      | 0      | 0      | (56)    | -      | (56)    | 0.0    | (56)   | (56)    | (56)    |
| 净(收购)/处置             | 0      | 0      | 0      | (2,050) | -      | (1,025) | 50.0   | 0      | 0       | 0       |
| 其他投资性现金流             | (18)   | (25)   | (291)  | 0       | -      | 0       | -      | 0      | 0       | 0       |
| 投资性现金流               | (171)  | (202)  | (400)  | (2,238) | NM     | (1,224) | 45.3   | (210)  | (222)   | (235)   |
| 已付股息                 | (11)   | (15)   | (18)   | (24)    | -30.3  | (49)    | -106.4 | (68)   | (86)    | (109)   |
| 股份发行/回购              | 592    | 5      | 1,279  | 2,992   | 133.9  | 0       | -      | 0      | 0       | 0       |
| 其他融资性现金流             | (5)    | (72)   | (211)  | (83)    | 60.70  | (147)   | -77.22 | (216)  | (246)   | (273)   |
| 债务及优先股变化             | 172    | 360    | 296    | 259     | -12.34 | 1,814   | 599.40 | 534    | 646     | 469     |
| 融资性现金流               | 748    | 277    | 1,346  | 3,144   | 133.7  | 1,618   | -48.5  | 251    | 314     | 87      |
| 现金流量中现金的增加(减少)       | 303    | (88)   | 479    | (81)    | -      | 348     | -      | 263    | 368     | 399     |
| 外汇/非现金项目             | (53)   | 18     | 120    | 0       | -      | 0       | -      | 0      | 0       | 0       |
| 资产负债表现金增加(减少)        | 250    | (70)   | 599    | (81)    | -      | 348     | -      | 263    | 368     | 399     |

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。

# 瑞康医药 (002589.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)       | 31.2         | 33.5         | NM            | 44.9          | 32.6          | 25.7          | 20.3          | 17.0          |
| 市盈率 (UBS, 稀释后)           | 31.2         | 33.5         | 96.5          | 44.9          | 32.6          | 25.7          | 20.3          | 17.0          |
| 股价/每股现金收益                | 28.7         | 29.4         | NM            | 40.9          | 30.1          | 23.9          | 19.0          | 16.0          |
| 权益自由现金流 (UBS) 收益率 %      | (10.7)       | (5.6)        | (2.6)         | (6.8)         | (1.4)         | 0.1           | 0.3           | 1.8           |
| 净股息收益率(%)                | 0.3          | 0.2          | 0.1           | 0.1           | 0.2           | 0.3           | 0.4           | 0.5           |
| 市净率                      | 2.8          | 3.4          | 7.1           | 3.2           | 2.9           | 2.7           | 2.4           | 2.1           |
| 企业价值/营业收入(核心)            | 0.7          | 0.8          | 2.4           | 1.4           | 1.1           | 1.0           | 0.8           | 0.7           |
| 企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)       | 15.4         | 19.0         | 52.6          | 23.2          | 17.3          | 14.1          | 11.5          | 9.9           |
| 企业价值/息税前利润(核心)           | 16.2         | 20.6         | NM            | 24.6          | 18.2          | 14.7          | 12.0          | 10.3          |
| 企业价值/经营性自由现金流(核心)        | 25.8         | 28.2         | NM            | NM            | 21.9          | 16.8          | 13.7          | 11.4          |
| 企业价值/运营投入资本              | 2.8          | 3.0          | 7.4           | 3.2           | 2.2           | 2.0           | 1.8           | 1.6           |
| <b>企业价值 (Rmb 百万)</b>     | <b>12/13</b> | <b>12/14</b> | <b>12/15</b>  | <b>12/16E</b> | <b>12/17E</b> | <b>12/18E</b> | <b>12/19E</b> | <b>12/20E</b> |
| 市值                       | 3,996        | 6,065        | 22,444        | 17,307        | 17,307        | 17,307        | 17,307        | 17,307        |
| 净债务 (现金)                 | 253          | 479          | 550           | 576           | 1,479         | 2,348         | 2,622         | 2,796         |
| 少数股东权益                   | 9            | 23           | 119           | 217           | 235           | 257           | 286           | 322           |
| 养老金拨备/其他                 | 0            | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>企业价值总额</b>            | <b>4,259</b> | <b>6,567</b> | <b>23,112</b> | <b>18,101</b> | <b>19,021</b> | <b>19,912</b> | <b>20,216</b> | <b>20,425</b> |
| 非核心资产                    | (53)         | (40)         | (66)          | (66)          | (66)          | (67)          | (67)          | (68)          |
| <b>核心企业价值</b>            | <b>4,206</b> | <b>6,528</b> | <b>23,047</b> | <b>18,035</b> | <b>18,955</b> | <b>19,846</b> | <b>20,149</b> | <b>20,358</b> |
| <b>增长率(%)</b>            | <b>12/13</b> | <b>12/14</b> | <b>12/15</b>  | <b>12/16E</b> | <b>12/17E</b> | <b>12/18E</b> | <b>12/19E</b> | <b>12/20E</b> |
| 营业收入                     | 28.2         | 31.4         | 25.2          | 35.4          | 25.1          | 21.3          | 20.0          | 20.0          |
| 息税折旧摊销前利润(UBS)           | 41.3         | 25.9         | 27.9          | 77.4          | 40.7          | 28.9          | 24.4          | 17.7          |
| 息税前利润(UBS)               | 40.8         | 22.0         | 23.5          | 86.8          | 42.2          | 29.6          | 24.9          | 17.8          |
| 每股收益(UBS 稀释后)            | 12.1         | 25.7         | 2.4           | 63.4          | 37.7          | 26.8          | 26.9          | 19.0          |
| 每股股息净值                   | 3.3          | 2.7          | 24.4          | 6.3           | 106.4         | 37.7          | 26.8          | 26.9          |
| <b>利润率与盈利能力(%)</b>       | <b>12/13</b> | <b>12/14</b> | <b>12/15</b>  | <b>12/16E</b> | <b>12/17E</b> | <b>12/18E</b> | <b>12/19E</b> | <b>12/20E</b> |
| 毛利率                      | 8.6          | 9.1          | 11.0          | 12.2          | 13.2          | 13.7          | 14.2          | 14.2          |
| 息税折旧摊销前利润率               | 4.6          | 4.4          | 4.5           | 5.9           | 6.6           | 7.0           | 7.3           | 7.2           |
| 息税前利润率                   | 4.4          | 4.1          | 4.0           | 5.5           | 6.3           | 6.7           | 7.0           | 6.9           |
| 净利 (UBS) 率               | 2.4          | 2.3          | 2.4           | 3.6           | 3.9           | 4.1           | 4.4           | 4.3           |
| ROIC (EBIT)              | 17.3         | 14.6         | 12.6          | 13.0          | 12.1          | 13.3          | 14.9          | 15.8          |
| 税后投资资本回报率                | 12.9         | 11.0         | 9.6           | 9.7           | 9.1           | 10.0          | 11.2          | 11.8          |
| 净股东权益回报率(UBS)            | 11.3         | 10.6         | 9.5           | 9.6           | 9.4           | 10.8          | 12.4          | 13.1          |
| <b>资本结构与覆盖率</b>          | <b>12/13</b> | <b>12/14</b> | <b>12/15</b>  | <b>12/16E</b> | <b>12/17E</b> | <b>12/18E</b> | <b>12/19E</b> | <b>12/20E</b> |
| 净债务/息税折旧摊销前利润            | 1.0          | 2.0          | 0.9           | 1.0           | 2.0           | 1.8           | 1.6           | 1.4           |
| 净债务/总权益 %                | 16.0         | 38.0         | 11.9          | 10.9          | 29.6          | 30.0          | 29.8          | 27.1          |
| 净债务/(净债务 + 总权益) %        | 13.8         | 27.6         | 10.7          | 9.8           | 22.8          | 23.1          | 23.0          | 21.3          |
| 净债务/企业价值                 | 6.3          | 10.6         | 1.8           | 4.1           | 11.7          | 12.5          | 13.7          | 13.9          |
| 资本支出 / 折旧 %              | NM           | NM           | NM            | NM            | NM            | NM            | NM            | NM            |
| 资本支出/营业收入(%)             | 2.6          | 2.3          | 1.1           | 1.0           | 0.9           | 0.8           | 0.7           | 0.6           |
| 息税前利润/净利息                | 3.9          | 4.1          | 5.3           | 8.8           | 7.1           | 6.3           | 6.8           | 7.3           |
| 股息保障倍数 (UBS)             | 12.8         | 15.7         | 12.9          | 19.8          | 13.2          | 12.2          | 12.2          | 11.4          |
| 股息支付率 (UBS) %            | 7.8          | 6.4          | 7.8           | 5.0           | 7.6           | 8.2           | 8.2           | 8.8           |
| <b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>    | <b>12/13</b> | <b>12/14</b> | <b>12/15</b>  | <b>12/16E</b> | <b>12/17E</b> | <b>12/18E</b> | <b>12/19E</b> | <b>12/20E</b> |
| 其他                       | 5,926        | 7,786        | 9,750         | 13,202        | 16,522        | 20,035        | 24,042        | 28,851        |
| <b>总计</b>                | <b>5,926</b> | <b>7,786</b> | <b>9,750</b>  | <b>13,202</b> | <b>16,522</b> | <b>20,035</b> | <b>24,042</b> | <b>28,851</b> |
| <b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b> | <b>12/13</b> | <b>12/14</b> | <b>12/15</b>  | <b>12/16E</b> | <b>12/17E</b> | <b>12/18E</b> | <b>12/19E</b> | <b>12/20E</b> |
| 其他                       | 260          | 317          | 392           | 732           | 1,041         | 1,349         | 1,685         | 1,986         |
| <b>总计</b>                | <b>260</b>   | <b>317</b>   | <b>392</b>    | <b>732</b>    | <b>1,041</b>  | <b>1,349</b>  | <b>1,685</b>  | <b>1,986</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  | +6.4% |
| 预测股息收益率 | 0.2%  |
| 预测股票回报率 | +6.6% |
| 市场回报率假设 | 7.9%  |
| 预测超额回报率 | -1.3% |

---

## 估值方法及风险声明

我们采用 DCF 贴现现金流模型推导出目标价。

我们认为公司可能面临的上行风险主要包括：1) 医药器械拓展超预期：如公司医疗器械并购及整合效果超预期，公司未来成长空间打开，有望出现业绩和估值双重提升；2) 公司 PBM 业务属于医药流通中的创新业务，也是提升公司产业链地位和盈利能力的业务，如公司在 PBM 业务领域持续并购，且在市场情绪催化下，涉及该类型业务的公司估值有望继续上行，估值有提升空间。

我们认为公司可能面临的下行风险主要包括：1) 定增失败，如公司股价低于增发价格，定增失败，将影响公司医疗器械业务并购进展。2) 医药配送业务下游为医院，且受当地政府管理，具有一定的地方保护特色，如公司不能处理好与当地政府和医院的关系，在当地发展业务难度可能较大。3) 短时间大规模跨多省并购考验公司管理能力，且需要大量人才储备；4) 公司主要为溢价收购，存在商誉减值的风险；5) 器械配送业务账期更长，且医院回款速度在下降，公司现金流压力较大，加上并购需要大量资金，财务费用有大幅上升的风险，且公司可能有进一步融资需求。

## 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。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 <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。                | 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 <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 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：林娜, 博士.

## 涉及报告中提及的公司的披露

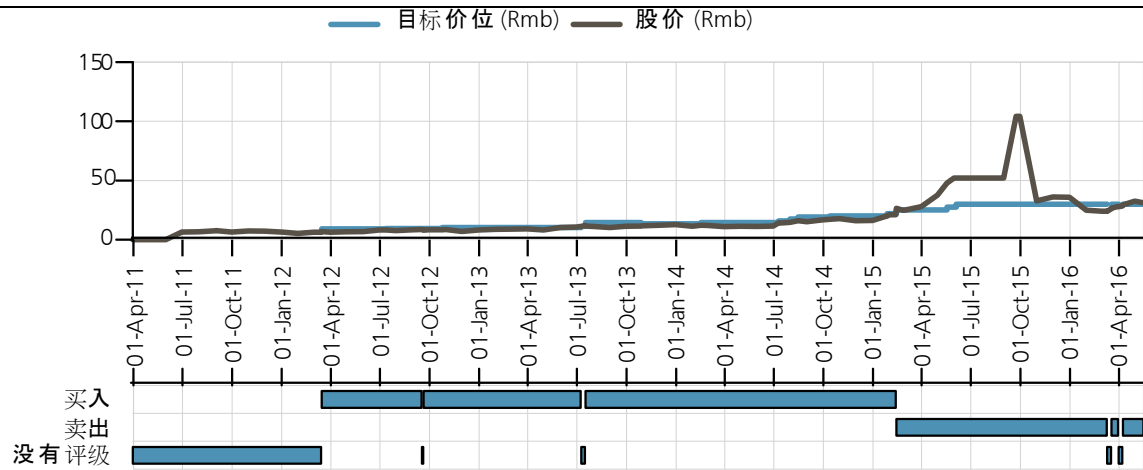
| 公司名称 | 路透        | 12 个月评级 | 短期评级 | 股价       | 定价日期及时间          |
|------|-----------|---------|------|----------|------------------|
| 瑞康医药 | 002589.SZ | 卖出      | 不适用  | Rmb31.21 | 2016 年 05 月 16 日 |

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,包括估值和风险信息,请联系：UBS Securities LLC, 1285 Avenue of Americas, New York, NY 10019, USA, 联系人：Investment Research。

### 瑞康医药 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银)；截止至 2016 年 5 月 16 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、某些情况下还会通过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。

UBS Neo可提供所有全球研究报告。关于UBS Neo的用户权限问题,请与您的客户顾问联系。

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。**

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,本文件也将被视为同由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。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 Limited意大利分支机构分发。如果UBS Limited意大利分支机构的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视为同由UBS Limited意大利分支机构编制。**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股份有限公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel und Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号1010257812,注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号08113-37。**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](http://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对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](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。





