

东阿阿胶

品牌优势突出，海外谋皮战略成效初显

下调盈利预测和目标价

由于受高基数影响，16Q1 收入利润增速均仅 3.5% 左右，我们下调 2016/2017/2018 年盈利预测至 2.83/3.22/3.65 元/股（原预测 2.99/3.49/3.97 元/股），下调目标价至 59.13 元。主要调整包括：1）考虑到 Q1 发货低于预期，我们将阿胶块全年的销量增速预测由-3% 下调至-6%。2）将阿胶块 2016/17 年价格预计涨幅由 20%/20% 下调至 15%/12%。3）将桃花姬 2016 年收入增速预测由 35% 下调至 25%。我们对公司未来 3 个季度业绩增速恢复较为乐观。

品牌及产业链优势突出，有能力维持较高毛利率

公司品牌较强，近年通过提价形成了自身高端保健品的品牌形象，有稳定的核心消费群体，具备持续提价能力，能够抵消原料驴皮价格上涨，维持 70% 以上的高毛利率。

海外谋皮战略成效初显

受饲养成本高、缺乏高效繁殖基数等影响，驴存栏量逐年下滑，驴皮价格逐年提升。公司一方面建设上游原料基地，掌控驴皮收购终端，另一方面从海外收购驴皮锁定上游驴皮原料，目前海外来源的驴皮已占公司驴皮来源的 30% 以上。

估值：下调目标价至 59.13 元，维持“买入”评级

我们通过 DCF 贴现现金流模型（WACC=7.2%）得出公司目标价 59.13 元。目前公司股价对应 2016E PE16X 较可比公司 27X 有较大折价，已过度反映公司进入平稳增长的阶段。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 **Rmb59.13**
之前: **Rmb65.30**

股价 **Rmb46.02**

路透代码: 000423.SZ 彭博代码 000423 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb61.80-38.06

市值 Rmb30.1 十亿/US\$4.61 十亿

已发行股本 654 百万 (ORDA)

流通股比例 77%

日均成交量(千股) 8,119

日均成交额(Rmb 百万) Rmb378.9

普通股股东权益 (12/16E) Rmb8.34 十亿

市净率 (12/16E) 3.6x

净债务 / EBITDA NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/16E	2.99	2.83	-6	2.91
12/17E	3.49	3.22	-8	3.41
12/18E	3.97	3.65	-8	4.04

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	4,016	4,009	5,450	6,159	6,973	7,896	8,942	10,126
息税前利润(UBS)	1,343	1,471	1,758	2,124	2,398	2,704	3,043	3,455
净利润 (UBS)	1,203	1,366	1,625	1,848	2,104	2,390	2,708	3,092
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	1.84	2.09	2.48	2.83	3.22	3.65	4.14	4.73
每股股息 (Rmb)	0.70	0.80	0.80	0.96	1.12	1.25	1.43	1.63
现金 / (净债务)	2,214	2,550	1,579	2,475	3,487	4,629	5,976	7,537
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(%)	33.5	36.7	32.3	34.5	34.4	34.2	34.0	34.1
ROIC (EBIT) (%)	72.0	54.1	42.7	40.1	41.7	43.2	44.8	46.8
EV/EBITDA(core)x	18.2	13.2	15.2	12.2	10.4	8.9	7.6	6.3
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	23.7	16.9	18.8	16.3	14.3	12.6	11.1	9.7
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	1.4	1.7	2.3	4.5	5.1	5.8	6.7	7.6
净股息收益率(%)	1.6	2.3	1.7	2.1	2.4	2.7	3.1	3.5

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 2016 年 05 月 18 日 21 时 57 分的股价(Rmb46.02)得出；

关键问题

问：东阿阿胶有足够的品牌认可度可以继续提升价格而不影响销量吗？

短期大幅提价之后，销量冲击不可避免，但长期看，阿胶块销量较为稳定。我们预计未来 3 年阿胶块年销量稳定在 1200-1300 吨。

[更多→](#)**问：东阿阿胶可以将原材料（驴皮）的上涨传导至消费者吗？**

可以，尽管近年驴皮价格大幅上涨，但是公司毛利率和净利率均呈现稳中略升的趋势。公司具备品牌优势，核心消费者忠诚度高，能够转嫁原料上涨带来的成本压力。

[更多→](#)**问：考虑到现有驴皮短缺，东阿阿胶能否找到其他的渠道来供应此原材料？**

能。1) 公司通过海外收购驴皮解决原料短缺；2) 在国内公司通过辅助农户养驴并签订收购协议+自建养驴基地的方式增加驴皮供给。

[更多→](#)

瑞银证券观点

1) 公司阿胶系列产品未来 3 年销量将基本维持稳定；2) 我们认为公司有维持高毛利率，转嫁成本上涨压力的能力，预计未来毛利率维持在 70% 以上 3) 公司短期通过海外驴皮收购，长期通过反哺上游，增加农户养驴量的方式增加驴皮供给。

论据

1) 2013 年以来，公司阿胶块提价 1.6 倍，现价高出竞争者 1 倍左右，但销量调整不大，说明核心消费者具备品牌忠诚度。2) 2010 年到 2015 年驴皮价格上涨超过 15 倍，但阿胶系列产品通过提价，毛利率从 68% 提高到 73%。3) 驴皮供应方面，2015 年公司海外进口驴皮占总供应量 40% 左右，成为公司驴皮重要来源，同时也在积极拓展国内驴皮来源。

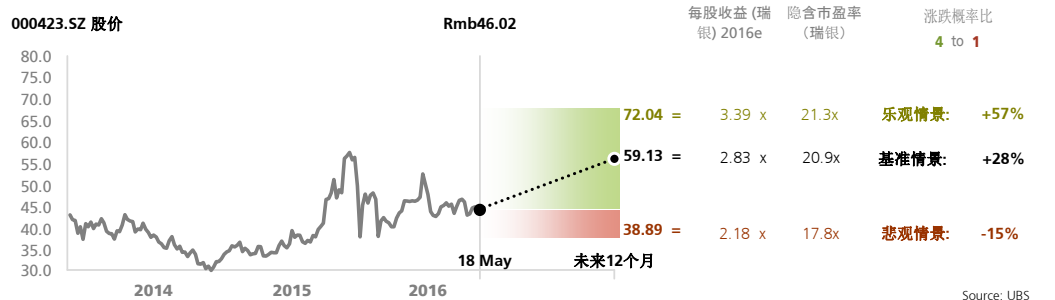
什么已反映在股价中？

过去 7 年，公司股价对应的预期市盈率在 16-31 倍之间，均值在 23 倍左右。公司当前股价对应 2016 年预期市盈率仅 16 倍，处于历史估值低点，低于可比公司 27 倍，已包含市场对公司驴皮供应短缺及未来阿胶价格上涨带来负面影响的担忧。

...

[更多→](#)

乐观/悲观情景分析



价格影响因素 (2016E)	阿胶块销量增速	阿胶块价格	阿胶及系列毛利率	EPS
乐观情景 72.04 元	-3%	2740 元/公斤	78%	3.39
基准情景 59.13 元	-6%	2491 元/公斤	73%	2.83
悲观情景 38.89 元	-9%	1949 元/公斤	68%	2.18

Source: UBS

[更多→](#)

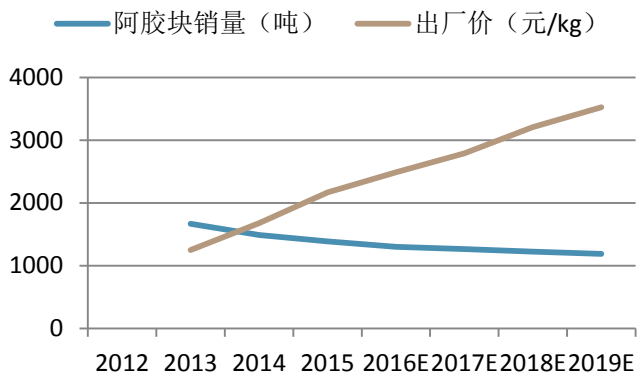
公司背景

东阿阿胶是一家生产和销售阿胶及复方阿胶药品和保健品的企业，阿胶是一种以驴皮为原料的传统补血保健品。

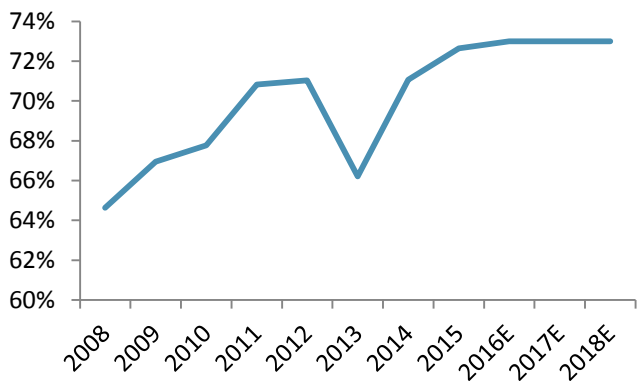
[更多 →](#)

图示主题

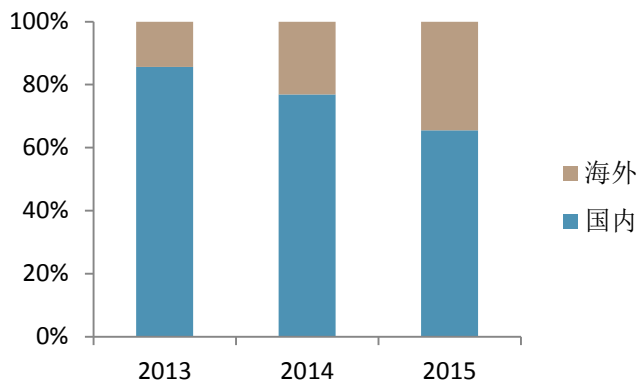
[返回](#) ↑



我们预计未来 3 年阿胶系列持续提价，销量基本保持稳定



我们预计公司将通过提价将驴皮价格上涨转嫁至消费者，阿胶系列毛利率稳中略升



海外驴皮占比提升



目前估值处于历史较低水平

上述图表来源: 公司数据, 瑞银研究

关键问题

[返回 ↑](#)

问: 东阿阿胶有足够的品牌认可度可以继续提升价格而不影响销量吗?

瑞银证券观点

短期大幅提价之后，销量冲击不可避免，但长期看，阿胶块销量较为稳定。我们预计未来3年阿胶块年销量稳定在1200-1300吨。

论据

1) 东阿阿胶销量受驴皮供应限制，主要由产量决定，而非完全由消费者决定 2) 阿胶行业良莠不齐，品牌价值吸引高端消费人群；3) 2013年以来，公司阿胶块提价1.6倍，现价高出竞争者1倍左右，但销量调整不大，说明核心消费者具备品牌忠诚度。

什么已反映在股价中?

市场一致预期对应公司2016年市盈率仅16倍，低于可比公司17倍，对应PEG小于1倍。表明市场对公司长期依靠提价提升业绩的担忧。

我们预计未来3年阿胶系列销量保持稳定

快速大幅提价对终端销量的短期冲击不可避免，公司需要配合终端熬胶等活动，促进终端销售，减少渠道库存。

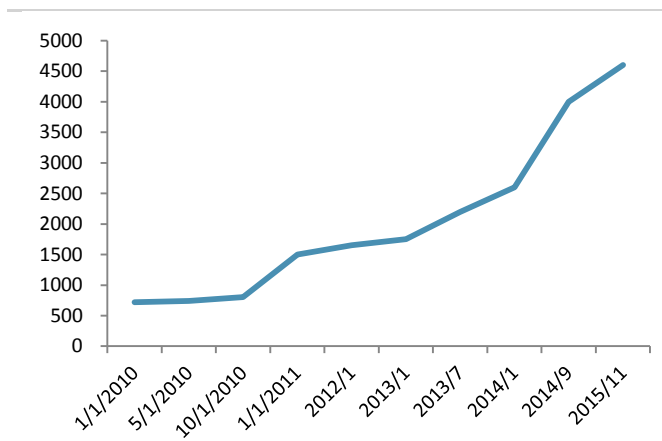
持续提价后，东阿阿胶的终端价已经超过4500元/千克，超出其他竞争对手价格一倍，明确了其高端定位。在行业良莠不齐，原料来源有待验证的大环境情况下，反而有助于1)吸引高端人群的持续消费；2)增加礼品需求；长期看，在品牌壁垒下，东阿阿胶产品能够做到提价而销量维持稳定。

图表 1: 公司产品近年不断提价

时间	产品	调整	原因
2010.02.01	阿胶块	出厂价上涨20%	由于国内毛驴的存栏量逐年下降，驴皮资源日趋紧张，导致原料收购价格不断上涨
2010.05.26	阿胶块	出厂价上涨5%	鉴于国内毛驴的存栏量逐年下降，驴皮资源日趋紧张，导致原料收购价格不断上涨
2010.10.09	阿胶块	出厂价上涨10%	鉴于国内毛驴的存栏量逐年下降，驴皮资源日趋紧张，导致原料收购价格不断上涨
2011.01.07	阿胶块	出厂价上调幅度不超过60%	由于农业机械化城市化快速发展，通货膨胀预期下养殖成本大幅增加，国内毛驴的存栏量逐年下降，阿胶的主要原料驴皮资源日趋紧张，收购价格不断上涨。
2012.01.04	复方阿胶浆	零售价上调幅度不超过30%	主要原材料中药材涨幅均在2倍以上
	阿胶块	出厂价上涨10%，零售价不变	鉴于人工、企业运营和原料成本大幅上升
2012.01.19	阿胶块	零售指导价上调10%	随着人们滋补健康意识的增强及对阿胶价值认同度加深，对阿胶的需求越来越大，阿胶市场整体供不应求。同时，根据阿胶市场实际销售情况，综合考虑经销商渠道物流、人工成本及管理成本上升，产业链质量保护等因素
2013.07.13	阿胶块	出厂价上调25%，零售价做相应的调整	基于公司及阿胶行业可持续发展需要等因素
2014.08.16	复方阿胶浆	上调复方阿胶浆最高零售价格，上调幅度不超过53%	由于复方阿胶浆主要原料中药材价格持续上涨，人工、能源等其他成本也不断上升，严重挤压了该产品的市场发展空间
2014.09.13	阿胶块	出厂价上调53%，零售价将做相应调整	随着阿胶的药用价值和滋补养生价值被越来越多的消费者接受，阿胶的市场需求也在不断扩大，而作为阿胶主要原料的驴皮资源持续萎缩态势未获缓解
2015.04.09	210克桃花姬阿胶糕	出厂价上调25%，零售价亦做相应调整	结合市场与原料成本上涨情况
2015.11.17	阿胶块、复方阿胶浆、桃花姬阿胶糕	出厂价上调15%，零售价亦做相应调整	根据公司布局阿胶全产业链的战略目标，结合市场与原料情况

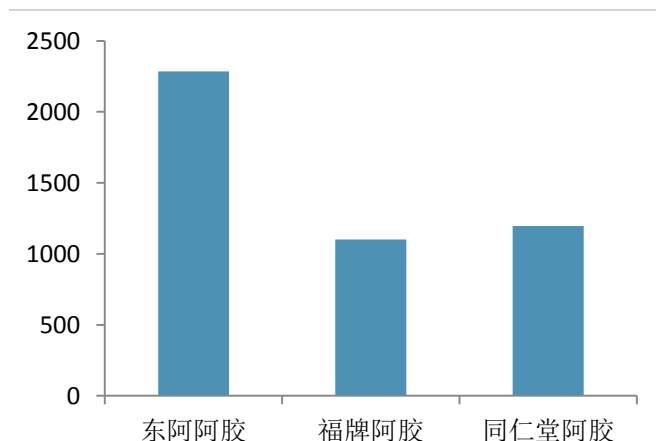
来源:公司公告

图表 2: DEEJ 终端零售价不断提升 (元/kg)



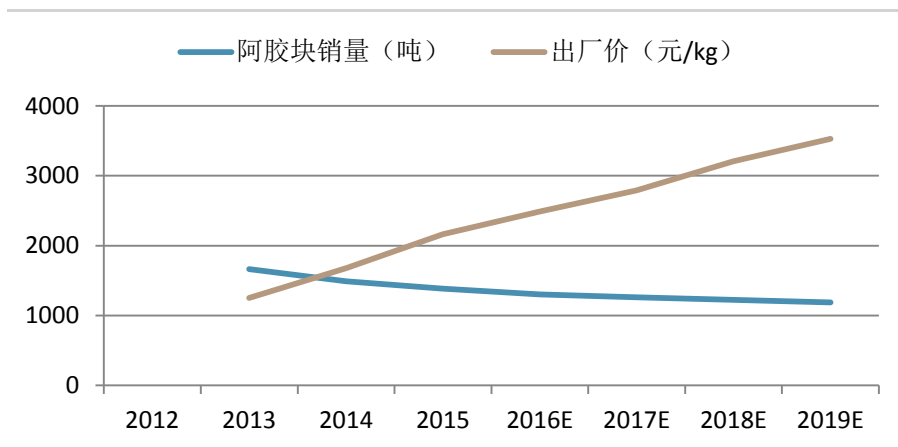
来源: 公司数据

图表 3: DEEJ 终端零售价远高于主要竞争对手 (元/500g)



来源: 终端调研

图表 4: 我们预计未来 3 年阿胶系列销量基本保持稳定



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

关键问题

[返回 ↑](#)

问: 东阿阿胶可以将原材料（驴皮）的上涨传导至消费者吗？

瑞银证券观点

可以，尽管近年驴皮价格大幅上涨，但是公司毛利率和净利率均呈现稳中略升的趋势。公司具备品牌优势，核心消费者忠诚度高，能够转嫁原料上涨带来的成本压力。

论据

2010 年到 2015 年驴皮价格上涨超过 15 倍，但阿胶系列产品通过提价，毛利率从 68% 提高到 73%。

什么已反映在股价中？

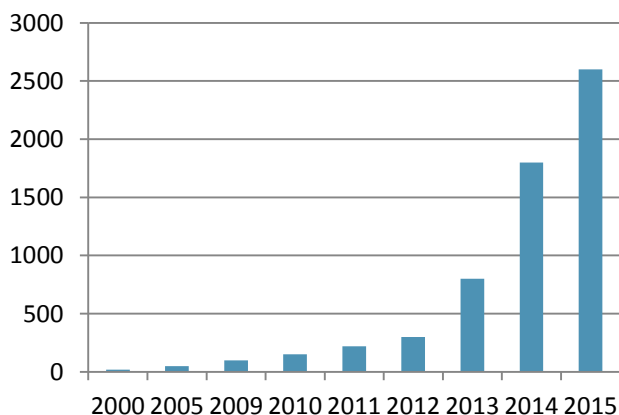
市场一致预期对应公司 2016 年市盈率仅 16 倍，低于可比公司 27 倍，对应 PEG 小于 1 倍。表明市场对公司提价能力的担忧

产品不断提价抵消原料涨价影响

过去 10 年，阿胶主要原材料驴皮的价格从 50 元/张上升至约 2600 元/张，根据我们测算，已经占阿胶块成本的 90% 以上。在这个过程中，公司凭借品牌优势，不断提高主要产品售价，将原料上涨压力转嫁到终端消费者。我们认为，在上游养驴产业做大或者能够稳定进口原料之前，驴皮仍有涨价可能，不过随着养驴收益提高，农户养殖积极性提升，涨价幅度将趋缓，公司产品也将采取小幅涨价的模式。

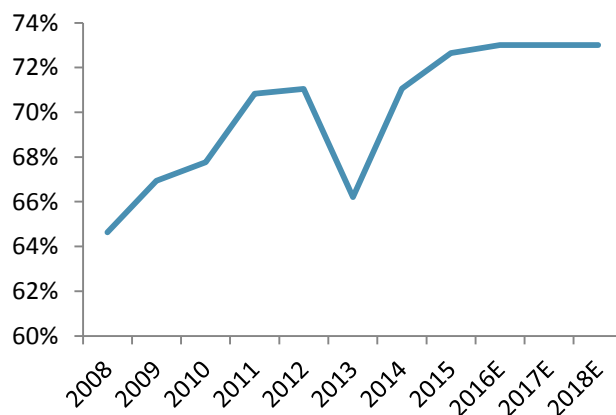
尽管原料驴皮价格上涨，但除 2013 年驴皮价格短时间过快增长，而产品提价幅度较小导致毛利率下降外，公司总体毛利率呈现稳中略升的趋势，我们预计公司未来阿胶系列产品毛利率维持在 70% 以上。

图表 5: 近 10 年驴皮价格大幅上涨（元/张）



来源: 瑞银证券调研

图表 6: 公司阿胶系列毛利率保持稳定



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

关键问题

[返回 ↑](#)

问: 考虑到现有驴皮短缺, 东阿阿胶能否找到其他的渠道来供应此原材料?

瑞银证券观点

能。1) 公司通过海外收购驴皮解决原料短缺; 2) 在国内公司通过辅助农户养驴并签订收购协议+自建养驴基地的方式增加驴皮供给。

论据

1) 2015 年, 公司海外进口驴皮占总供应量 40%左右, 成为公司驴皮重要来源。2) 公司在意大利、澳大利亚、秘鲁、墨西哥等国签订协议, 收购驴皮。3) 公司在蒙东辽西建设百万头毛驴养殖示范基地。

什么已反映在股价中?

市场一致预期对应公司 2016 年市盈率仅 16 倍, 低于可比公司 27 倍, 说明市场对公司稳定、持续解决原料问题信心不大。

多种手段保障驴皮供给

随着经济的发展以及城镇化进程的加速, 驴的役使功效逐渐减弱, 而因缺乏完整的下游产业链、高效繁殖技术及大规模养殖产业, 驴存栏量下降明显。

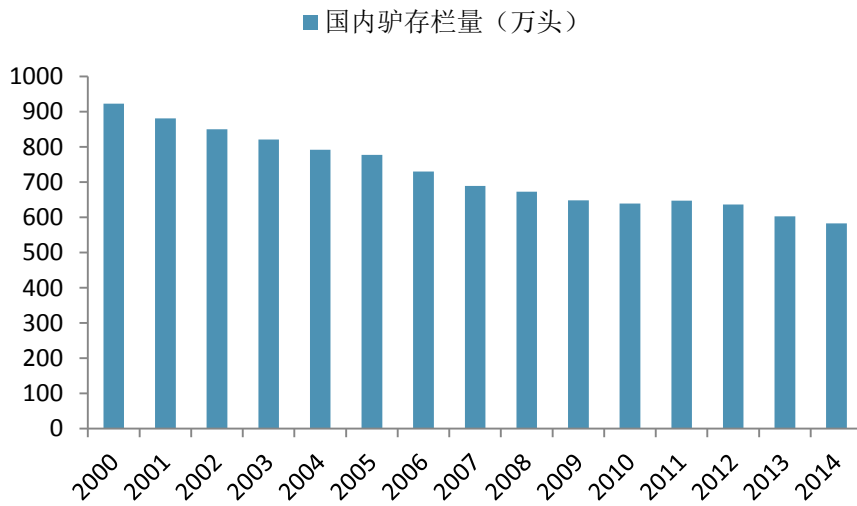
为了保障国内原料供应, 公司先后实施了“原料资源涵养”、“以肉谋皮 以工哺畜”发展战略并在蒙东辽西建设百万头毛驴养殖示范基地, 推进“政府+企业+银行+合作社+规模化养殖户”的发展模式。公司挖掘毛驴价值, 开发驴奶、驴血、驴尿的价值, 提高农户养驴收入, 帮助农户繁育毛驴并签订收购协议, 以下游反哺上游, 以提高农户养殖积极性。

另一方面为保障原材料的供给, 公司开始从其他产驴国家购进驴皮。公司已经在秘鲁、埃及、墨西哥、澳大利亚等 10 多个国家收购驴皮, 甚至建立自己的屠宰场。

根据半岛都市报报道, 最近 3 年来, 青岛口岸的进口驴皮数量直线上升, 以青岛口岸为例, 根据检验检疫部门数据, 2013 年进口驴皮总量为 932.9 吨, 2014 年达到 1500.7 吨, 2015 年这一数字上升到了 2244.8 吨。原产国主要集中在秘鲁、墨西哥和埃及, 其中秘鲁占 50%以上。

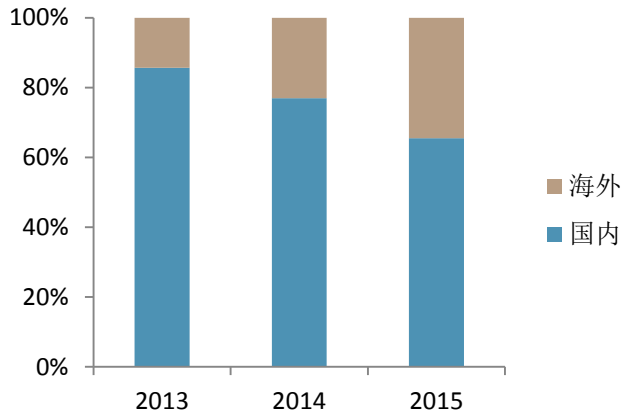
2015 年, 公司海外来源的驴皮已经占公司原料的 30%以上。

图表 7: 国内驴存栏量逐渐下降 (万头)



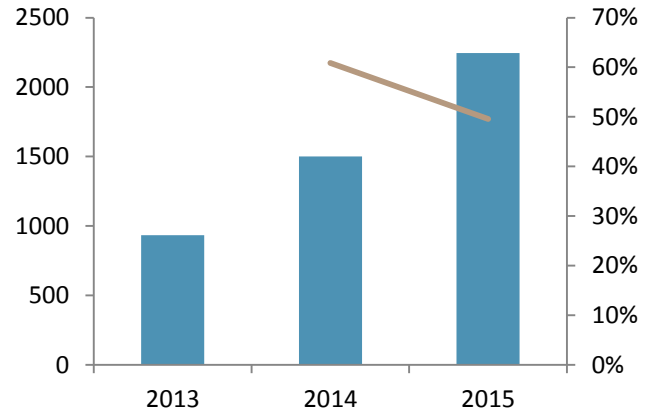
来源: 国家统计局

图表 8: 公司海外来源驴皮比例上升



来源: 公司调研, 瑞银证券测算

图表 9: 黄岛口岸进口驴皮数量快速增长 (吨)



来源: 半岛都市报

盈利预测调整

因公司 2016Q1 的收入及净利润低于我们预期，我们小幅下调了公司 2016 年的盈利预测，主要调整如下：

- 1) 考虑到 Q1 发货低于预期，我们将阿胶块全年的销量增速预测由-3%下调至-6%。
- 2) 我们将阿胶块 2016/17 年价格预计涨幅由 20%/20%下调至 15%/12%。
- 3) 我们将桃花姬 2016 年收入增速预测由 35%下调至 25%。

图表 10: 关键假设调整

	2015A	2016E	2017E	2018E
原预测				
阿胶块销量增速	-7%	-3%	-3%	-3%
阿胶块价格(元/公斤)	2,166	2,599	3,119	3,587
桃花姬收入增速	35%	35%	30%	20%
阿胶浆收入增速	30%	20%	15%	10%
阿胶及系列毛利率	72.64%	73.50%	73.00%	73.00%
销售费用(百万元)	127,678	138,955	162,266	181,284
销售费用率	28.21%	26.00%	26.00%	26.00%
管理费用(百万元)	42,318	50,772	59,289	66,238
管理费用率	9.35%	9.50%	9.50%	9.50%
新预测				
阿胶块销量增速	-7%	-6%	-3%	-3%
阿胶块价格(元/公斤)	2,166	2,491	2,790	3,208
桃花姬收入增速	35%	25%	30%	20%
阿胶浆收入增速	30%	20%	15%	10%
阿胶及系列毛利率	72.64%	73.00%	73.00%	73.00%
销售费用(百万元)	127,678	131,603	147,046	164,210
销售费用率	28.21%	26.00%	26.00%	26.00%
管理费用(百万元)	42,318	48,086	53,728	60,000
管理费用率	9.35%	9.50%	9.50%	9.50%
调整				
阿胶块销量增速	0.0ppts	-3.0ppts	0.0ppts	0.0ppts
阿胶块价格(元/公斤)	0.0%	-4.2%	-10.6%	-10.6%
桃花姬收入增速	0.0ppts	-10.0ppts	0.0ppts	0.0ppts
阿胶浆收入增速	0.0ppts	0.0ppts	0.0ppts	0.0ppts
阿胶及系列毛利率	0.0ppts	-0.5ppts	0.0ppts	0.0ppts
销售费用(百万元)	0.0%	-5.3%	-9.4%	-9.4%
销售费用率	0.0ppts	0.0ppts	0.0ppts	0.0ppts
管理费用(百万元)	0.0%	-5.3%	-9.4%	-9.4%
管理费用率	0.0ppts	0.0ppts	0.0ppts	0.0ppts

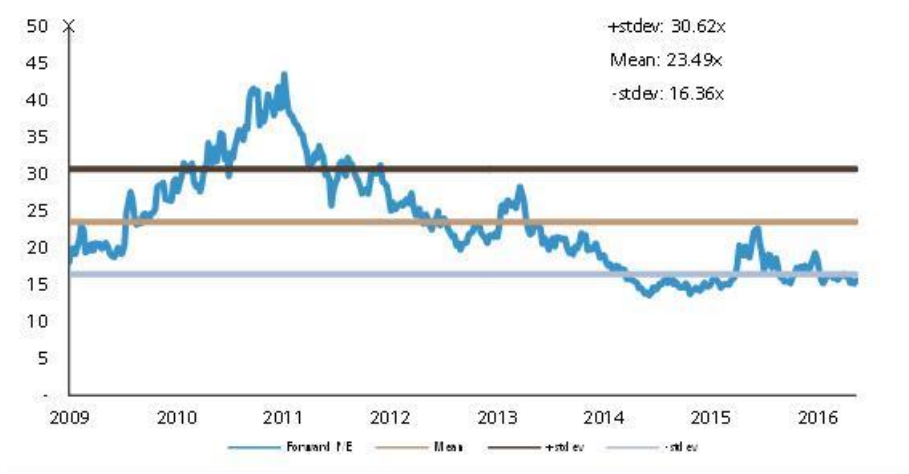
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 11: 盈利预测调整

	2016E			2017E			2018E		
	调整前	调整后	变动幅度	调整前	调整后	变动幅度	调整前	调整后	变动幅度
收入	64.42	61.59	-4.39%	75.58	69.73	-7.75%	85.53	78.96	-7.68%
毛利	42.19	39.86	-5.53%	49.07	44.80	-8.71%	55.12	50.32	-8.70%
净利润	19.59	18.48	-5.63%	22.85	21.04	-7.93%	25.94	23.90	-7.84%
EPS	2.99	2.83	-5.63%	3.49	3.22	-7.93%	3.97	3.65	-7.84%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

什么已反映在股价中？

[返回](#) ↑

公司当前估值处于历史较低水平

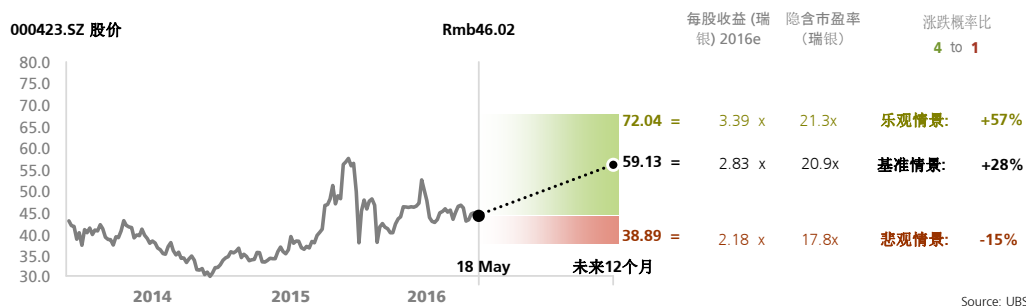
过去 7 年，公司股价对应的预期市盈率在 16-31 倍之间，均值在 23 倍左右。公司当前股价对应 2016 年预期市盈率仅 16 倍，处于历史估值低点，低于可比公司 27 倍，已包含市场对公司驴皮供应短缺及未阿胶价格上涨带来负面影响的担忧。

图表 12: 东阿阿胶估值低于可比公司均值

证券代码	证券简称	EPS CAGR (2016E-2018E)	PE		PEG		PB		ROE	
			2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
600085.SS	同仁堂	13%	36	32	2.8	2.4	4.71	4.18	12%	12%
600436.SS	片仔癀	22%	40	33	1.9	1.5	6.35	5.50	16%	17%
600993.SS	马应龙	12%	31	28	2.7	2.4	3.80	3.38	12%	12%
000538.SZ	云南白药*	12%	21	19	1.8	1.6	4.12	3.55	21%	20%
600572.SS	康恩贝	6%	21	18	3.6	3.0	3.25	2.81	14%	14%
600750.SS	江中药业*	19%	19	16	1.0	0.9	3.14	2.74	18%	18%
000999.SZ	华润三九	11%	17	16	1.6	1.4	2.53	2.19	15%	15%
平均	平均	15%	27	23	2.0	1.7	3.99	3.48	15%	15%
000423.SZ	东阿阿胶*	14%	16	14	1.2	1.0	3.61	3.07	24%	23%

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, 数据截止 2016 年 5 月 18 日。

乐观/悲观情景分析

[返回](#) ↑

东阿阿胶目前股价为
46.02元(5月18日收
盘价).

价格影响因素 (2016E)	阿胶块销量增速	阿胶块价格	阿胶及系列毛利率	EPS
乐观情景 72.04 元	-3%	2740 元/公斤	78%	3.39
基准情景 59.13 元	-6%	2491 元/公斤	73%	2.83
悲观情景 38.89 元	-9%	1949 元/公斤	68%	2.18

Source: UBS

当前股价面临的风险偏于上档 (4:1)

东阿阿胶目前股价为 46.02 元 (5 月 18 日收盘价).

乐观情景 (72.04 元): 若阿胶块价格继续攀升, 且阿胶块销量影响不大, 我们假设 2016 年阿胶块销量增速为-3%, 阿胶块价格为 2740 元/公斤 (较 2015 年价格上升 26.5%), 毛利率上升至 78%。分别高于基准假设 3/10/5 个百分点。我们估算 2016 年 EPS 为 3.39 元/股, 对应每股估值 72.04 元。

基准情景(59.13 元): 基准情景下, 我们假设 2016 年阿胶块销量增速为-6%, 阿胶块价格为 2491 元/公斤 (较 2015 年价格上升 15%), 毛利率为 73%。我们估算 2016 年 EPS 为 2.83 元/股, 得出目标价 59.13 元。

悲观情景 (38.89 元): 若阿胶块价格下降, 且阿胶块销量不理想, 我们假设 2016 年阿胶块销量增速为-9%, 阿胶块价格为 1949 元/公斤 (较 2015 年下降 10%), 毛利率下降至 68%。分别低于基准假设 3/10/5 个百分点。我们估算 2016 年 EPS 为 2.18 元/股, 对应每股估值 38.89 元。

目标价推导

我们基于 DCF 贴现现金流模型 (WACC=7.2%) 得出公司目标价 59.13 元, 对应 2016 年 PE21 倍。公司当前股价对应 2016 年预期 PE 为 16 倍, 我们认为市场未充分反映公司未来业绩增长的预期。

图表 13: 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	10,005		0%
再投资率	10.0%	第二阶段DCF估值	18,330		
第二阶段投入资本回报率	21.0%	第二阶段终值	7,944		
第二阶段增长率	2.1%	非核心业务价值	-		
终期增长率	2.0%	企业价值	36,279		
终期投入资本	7.2%	调整:			
		净现金/(净债务)	2,475		
		少数股东权益	(81)		
		净现值	38,672		
		已发行股份数(百万)	654		
加权平均资本成本		目标价(元)	59.13		
无风险利率	2.9%				
权益风险溢价	5.0%				
β系数	0.9				
权益成本	7.2%				
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	7.2%				

来源: 瑞银证券估算

公司背景

[返回](#) ↑

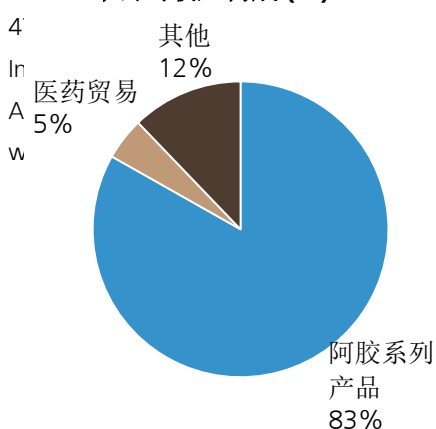
市值	Rmb30.1bn
已发行股票数量	654m (COM)
行业	工业, 多元
地区	中国
网站	http://www.dongeejiao.com/

东阿阿胶是一家生产和销售阿胶及复方阿胶药品和保健品的企业，阿胶是一种以驴皮为原料的传统补血保健品。

行业前景

收益于人均收入的提升，我国保健品市场增长迅速，增速有望保持在 25%左右。高端自用保健品及高端礼品市场增长迅速，我们相信东阿阿胶具备品牌优势，有望成为高端自用保健品的龙头企业。

2015年公司收入构成 (%)



来源: 公司数据

产品毛利分拆

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
阿胶及系列	2,549	3,288	3,695	4,129	4,611
医药贸易	10	45	60	65	78
药用辅料	7	0	0	0	0
其他	62	188	231	286	344
合计	2,628	3,521	3,986	4,480	5,032

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

东阿阿胶 (000423.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	4,016	4,009	5,450	6,159	13.0	6,973	13.2	7,896	8,942	10,126
毛利	2,550	2,628	3,521	3,986	13.2	4,480	12.4	5,032	5,699	6,454
息税折旧摊销前利润(UBS)	1,405	1,550	1,857	2,276	22.6	2,562	12.6	2,880	3,231	3,654
折旧和摊销	(61)	(79)	(99)	(152)	54.3	(164)	7.7	(176)	(187)	(199)
息税前利润(UBS)	1,343	1,471	1,758	2,124	20.8	2,398	12.9	2,704	3,043	3,455
联营及投资收益	46	102	152	5	-96.9	5	5.0	5	5	6
其他非营业利润	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利息	48	40	17	59	240.8	89	50.5	122	159	203
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	1,437	1,613	1,927	2,188	13.6	2,493	13.9	2,831	3,208	3,663
税项	(217)	(241)	(289)	(328)	-13.4	(374)	-13.9	(425)	(481)	(549)
税后利润	1,220	1,372	1,638	1,860	13.6	2,119	13.9	2,406	2,727	3,114
优先股股息及少数股权	(17)	(7)	(13)	(12)	7.5	(15)	-26.9	(16)	(19)	(21)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	1,203	1,366	1,625	1,848	13.7	2,104	13.8	2,390	2,708	3,092
净利润(UBS)	1,203	1,366	1,625	1,848	13.7	2,104	13.8	2,390	2,708	3,092
税率(%)	15.1	14.9	15.0	15.0	-0.1	15.0	0.0	15.0	15.0	15.0
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	1.84	2.09	2.48	2.83	13.7	3.22	13.8	3.65	4.14	4.73
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	1.84	2.09	2.48	2.83	13.7	3.22	13.8	3.65	4.14	4.73
每股收益(UBS, 基本)	1.84	2.09	2.48	2.83	13.7	3.22	13.8	3.65	4.14	4.73
每股股息净值(Rmb)	0.70	0.80	0.80	0.96	19.9	1.12	16.5	1.25	1.43	1.63
每股账面价值	7.65	9.06	10.72	12.75	18.9	15.01	17.7	17.54	20.43	23.73
平均股数(稀释后)	654.02	654.02	654.02	654.02	0.0	654.02	0.0	654.02	654.02	654.02
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	2,214	2,550	1,659	2,475	49.2	3,487	40.9	4,629	5,976	7,537
其他流动资产	1,789	2,877	4,774	5,580	16.9	6,244	11.9	7,179	8,093	9,185
流动资产总额	4,003	5,427	6,433	8,055	25.2	9,731	20.8	11,808	14,069	16,722
有形固定资产净值	1,204	1,463	1,539	1,566	1.7	1,581	1.0	1,584	1,576	1,556
无形固定资产净值	185	234	205	192	-6.1	179	-6.7	166	152	139
投资/其他资产	587	336	432	436	0.9	440	0.9	445	449	454
总资产	5,980	7,460	8,609	10,249	19.0	11,931	16.4	14,002	16,247	18,871
应付账款和其他短期负债	798	1,357	1,375	1,758	27.8	1,949	10.8	2,344	2,683	3,129
短期债务	0	0	80	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	798	1,357	1,455	1,758	20.8	1,949	10.8	2,344	2,683	3,129
长期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	97	75	71	71	0.0	71	0.0	71	71	71
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	895	1,432	1,526	1,829	19.8	2,020	10.4	2,415	2,754	3,200
普通股股东权益	5,002	5,922	7,014	8,339	18.9	9,815	17.7	11,475	13,362	15,519
少数股东权益	82	105	69	81	17.1	96	18.5	112	131	152
负债和权益总计	5,980	7,460	8,609	10,249	19.0	11,931	16.4	14,002	16,247	18,871
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	1,203	1,366	1,625	1,848	13.7	2,104	13.8	2,390	2,708	3,092
折旧和摊销	61	79	99	152	54.3	164	7.7	176	187	199
营运资本变动净值	(194)	(654)	(606)	(133)	78.0	(137)	-2.5	(159)	(144)	(158)
其他营业性现金流	(191)	(133)	(140)	(342)	-144.7	(416)	-21.8	(490)	(577)	(675)
经营性现金流	879	657	978	1,526	56.1	1,715	12.4	1,916	2,174	2,458
有形资本支出	(481)	(275)	(275)	(163)	40.5	(163)	0.0	(163)	(163)	(163)
无形资本支出	0	0	0	(2)	-	(2)	14.5	(1)	(1)	(1)
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(719)	676	(1,126)	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(1,200)	401	(1,400)	(165)	88.2	(165)	0.2	(165)	(165)	(165)
已付股息	(458)	(458)	(523)	(523)	0.0	(627)	-19.9	(731)	(821)	(935)
股份发行/回购	34	3	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	73	46	(24)	59	-	89	50.54	122	159	203
债务及优先股变化	(102)	(14)	78	(80)	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	(453)	(422)	(469)	(544)	-16.1	(538)	1.1	(609)	(662)	(733)
现金流量中现金的增加/(减少)	(774)	636	(891)	816	-	1,012	24.0	1,142	1,347	1,561
外汇/非现金项目	300	(300)	0	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(474)	336	(891)	816	-	1,012	24.0	1,142	1,347	1,561

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。

东阿阿胶 (000423.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)	23.7	16.9	18.8	16.3	14.3	12.6	11.1	9.7
市盈率 (UBS, 稀释后)	23.7	16.9	18.8	16.3	14.3	12.6	11.1	9.7
股价/每股现金收益	22.5	15.9	17.8	15.0	13.3	11.7	10.4	9.1
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	1.4	1.7	2.3	4.5	5.1	5.8	6.7	7.6
净股息收益率(%)	1.6	2.3	1.7	2.1	2.4	2.7	3.1	3.5
市净率	5.7	3.9	4.4	3.6	3.1	2.6	2.3	1.9
企业价值/营业收入(核心)	6.4	5.1	5.2	4.5	3.8	3.3	2.7	2.3
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	18.2	13.2	15.2	12.2	10.4	8.9	7.6	6.3
企业价值/息税前利润(核心)	19.0	13.9	16.1	13.0	11.2	9.5	8.0	6.7
企业价值/经营性自由现金流(核心)	19.3	15.0	17.1	13.1	11.2	9.6	8.1	6.7
企业价值/运营投入资本	NM	7.5	6.9	5.2	4.7	4.1	3.6	3.1
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	28,474	23,021	30,619	30,098	30,098	30,098	30,098	30,098
净债务 (现金)	(2,451)	(2,382)	(2,064)	(2,027)	(2,981)	(4,058)	(5,303)	(6,757)
少数股东权益	73	94	87	75	89	104	122	142
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	26,097	20,733	28,642	28,146	27,206	26,144	24,917	23,483
非核心资产	(578)	(328)	(425)	(429)	(434)	(439)	(445)	(450)
核心企业价值	25,519	20,405	28,217	27,717	26,772	25,705	24,472	23,033
增长率(%)	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
营业收入	31.4	-0.2	35.9	13.0	13.2	13.2	13.2	13.2
息税折旧摊销前利润(UBS)	19.9	10.4	19.7	22.6	12.6	12.4	12.2	13.1
息税前利润(UBS)	21.4	9.5	19.5	20.8	12.9	12.7	12.6	13.5
每股收益(UBS 稀释后)	15.6	13.5	19.0	13.7	13.8	13.6	13.3	14.2
每股股息净值	0.0	14.3	0.0	19.9	16.5	12.3	14.0	13.9
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	63.5	65.5	64.6	64.7	64.3	63.7	63.7	63.7
息税折旧摊销前利润率	35.0	38.7	34.1	37.0	36.8	36.5	36.1	36.1
息税前利润率	33.5	36.7	32.3	34.5	34.4	34.2	34.0	34.1
净利 (UBS) 率	29.9	34.1	29.8	30.0	30.2	30.3	30.3	30.5
ROIC (EBIT)	72.0	54.1	42.7	40.1	41.7	43.2	44.8	46.8
税后投资资本回报率	61.1	45.9	36.3	34.1	35.4	36.7	38.1	39.8
净股东权益回报率(UBS)	26.0	25.0	25.1	24.1	23.2	22.5	21.8	21.4
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	(1.6)	(1.6)	(0.9)	(1.1)	(1.4)	(1.6)	(1.8)	(2.1)
净债务/总权益 %	(43.5)	(42.3)	(22.3)	(29.4)	(35.2)	(39.9)	(44.3)	(48.1)
净债务/(净债务 + 总权益) %	(77.1)	(73.3)	(28.7)	(41.6)	(54.3)	(66.5)	(79.5)	(92.7)
净债务/企业价值	(8.7)	(12.5)	(5.6)	(8.9)	(13.0)	(18.0)	(24.4)	(32.7)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	119.4	110.1	102.1	95.3	89.3
资本支出/营业收入(%)	12.0	6.8	5.0	2.7	2.3	2.1	1.8	1.6
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	2.6	2.6	3.1	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
股息支付率 (UBS) %	38.1	38.3	32.2	33.9	34.7	34.3	34.5	34.4
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	4,016	4,009	5,450	6,159	6,973	7,896	8,942	10,126
总计	4,016	4,009	5,450	6,159	6,973	7,896	8,942	10,126
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	1,343	1,471	1,758	2,124	2,398	2,704	3,043	3,455
总计	1,343	1,471	1,758	2,124	2,398	2,704	3,043	3,455

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	+28.5%
预测股息收益率	2.4%
预测股票回报率	+30.9%
市场回报率假设	7.9%
预测超额回报率	+23.0%

估值方法及风险声明

我们通过 DCF 贴现现金流模型得出目标价。

我们认为公司面临的主要风险在于：1、由于连年提价且阿胶块保质期较长，渠道和消费者家中均可能有东阿阿胶块存货，有可能影响 2016 年公司对经销商发货（收入）；2、阿胶提价后，销售量大幅下降，导致业绩不达预期。3、考虑到驴皮存栏量逐渐减少，且阿胶生产企业增多，驴皮价格存在大涨可能，给公司盈利能力带来负面影响。4、驴皮出口国的政局稳定性、国内进口政策变化等均有可能造成进口驴皮供给短缺乃至暂停，对公司阿胶产量可能有负面影响。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。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：林娜, 博士.

涉及报告中提及的公司的披露

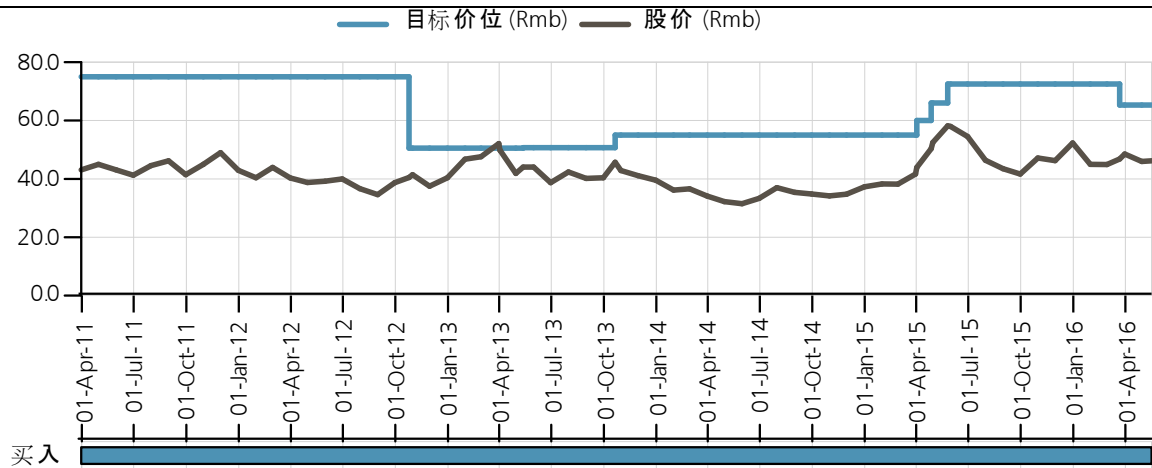
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
东阿阿胶	000423.SZ	买入	不适用	Rmb46.20	2016 年 05 月 17 日

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。

东阿阿胶 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银)；截止至 2016 年 5 月 17 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: 除非在此特别说明,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 (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受瑞士金融市场监管局(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

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主体或元素。© 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。



