

UBS Investment Research**中国医药流通行业报告****医药流通行业：被低估的行业性机遇****■ 医疗流通行业的低利润率为行业重组提供了条件**

目前整个医药流通行业的格局导致整个行业在过去几年毛利率不断下跌，整个行业平均净利润率不到1%，这种格局在之前的美国和日本也出现过，我们的实证证明，医药流通行业的低利润率为整合和兼并提供了条件。

■ 十二·五规划的定位以及目前各大公司的未来战略使行业整合成为趋势

十二·五规划明确提出了医药流通企业的整合要求，这个要求是改变医药流通乱象的必然要求，同时目前看来各家大型国有流通企业都为整合准备了充足的现金流，使得这个行业的整合成为大势所趋。

■ 行业整合为医疗流通行业带来新的市场结构，颠覆行业的低利润率状况

完成整合之后，中国市场上的模式将会形成众多医药公司，少数流通大企业，众多医院药店的商业业态，这种业态决定了医药流通企业的利润率有可能大幅上升。因此，我们认为目前医药商业企业的价值在很大程度上被低估。

2011年1月4日

www.ubssecurities.com

邹敏

分析师

S1460208060037

amy.zou@ubssecurities.com

+8621-3866 8898

特此鸣谢姜征昊(David-A.Jiang@ubssecurities.com)

对本报告的编制提供信息。

目录	页
有别于大众的认识	3
第一部分 医疗流通行业的低利润率为行业重组提供了条件	3
— 1.1 医药商业企业的概念	3
— 1.2 医药商业企业的历史演化	4
— 1.3 医药商业企业的分布	5
— 1.4 医药商业企业由于技术门槛低，获利容易，近年来行业整体进入低利润时代...	6
— 1.5 海外经验告诉我们，医药流通行业整合多是发生在行业微利时期	6
第二部分 “十二·五”规划的大企业定位以及目前各大公司的未来战略使行业整合成为大势所趋	8
— 2.1 行业的低利润率导致流通企业灰色地带盈利的特殊模式	8
— 2.2 灰色地带的取缔成为行业整合的导火索	9
— 2.3 十二·五规划对医药流通企业的定位决定了行业整合之大势所趋	10
第三部分 中国特有市场结构将颠覆医药流通企业的低利润率状况。	11
— 3.1 过去的分散业态使得商业企业没有要价能力	11
— 3.2 未来的集中业态给医药商业企业一个完全不同的行业生态位	11
— 3.3 事实上，在某些流通企业集中度较高的地区，这个毛利提高的趋势已经出现	12

邹敏
分析师
S1460208060037
amy.zou@ubssecurities.com
+8621-3866 8898

有别于大众的认识

通过调研，我们发现市场看到了行业整合的趋势，但市场虽然看到了行业整合的机会，却忽略了医疗流通产业业态变化给整个行业带来的估值提升的机会，中国市场上，分散的制药厂，分散的流通企业，分散的医院和药店，即将变成高集中的流通企业以及分散的制药厂，分散的医院这样一种生存业态。这种业态将给医药流通企业带来强大的要价能力，为医药流通行业整体毛利率的上升和利润的大幅提升，带来了条件。因此，我们认为，市场大大低估了医药流通行业整体未来盈利能力。

第一部分 医疗流通行业的低利润率为行业重组提供了条件

1.1 医药商业企业的概念

如图1所示，医药商业企业是连接医药生产企业和医院等最终销售企业的平台。注意目前医药零售行业是一个完全竞争的行业，由于脱离医院这个强势单元，自身增速近年比较缓慢，而医院近年由于基层医保等和基础医疗设施的建设，增速非常快。

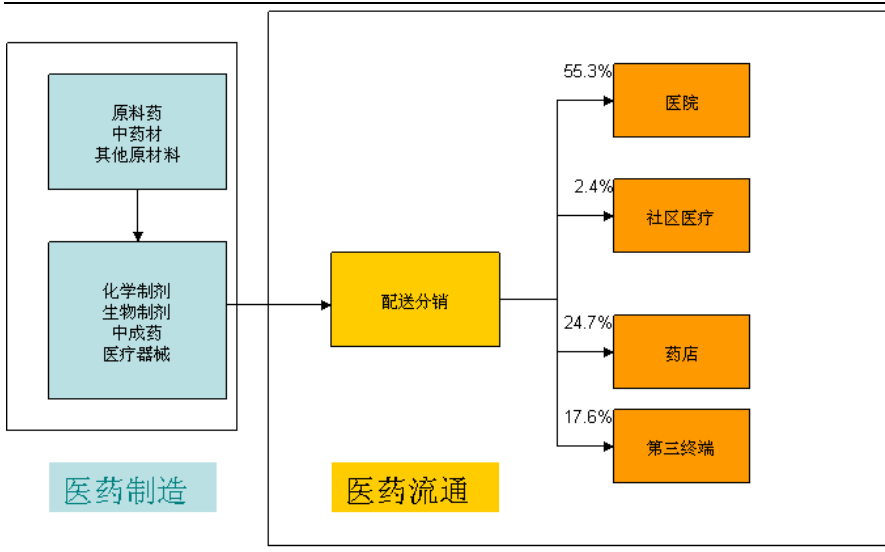
那么为什么会出现医药商业企业呢？请看以下数据：

根据南方所统计，我国目前拥有7,100多家已注册的医药生产企业，流通批发企业13,000多家，截至2009年,我国有20,291家医院,其中三级医院为1,233家,而二级和二级以下的医院达19058家。

对于大多数药厂来说，自己建立配送团队完成配送任务送到这些医院（还没考虑药店）是几乎无法完成的任务。因此需要医药流通企业担当配送人的角色。

（下图根据中国药品零售发展研究中心2009中国药品零售市场发展报告，销售终端分为四级：(a) 县市级以上医院，(b) 城市社区服务终端 (c) 药店终端 – 指县市级以上药店 (d) 第三终端为县乡镇以下医疗机构和药店)

图 1: 医药流通概念示意图



数据来源: 中国药品零售发展研究中心<<2009中国药品零售市场发展报告>>

1.2 医药商业企业的历史演化

那么我国的医药商业企业究竟是怎么形成的呢，这个问题表1最好的阐述了我国企业发展的历史：

表1: 我国医药商业行业演化历史

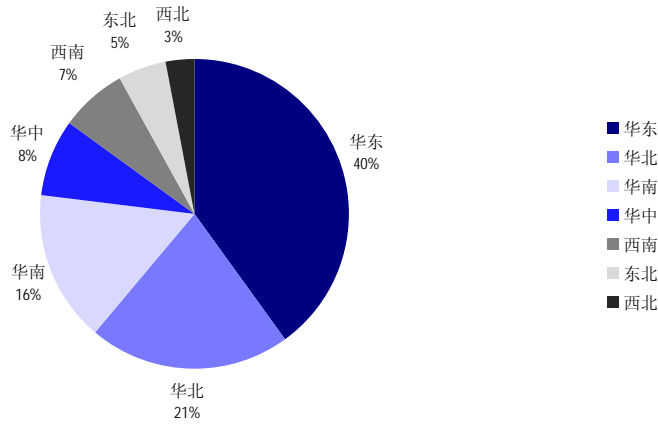
医药商业演化阶段	1950-1983	1984-1998	1999-至今
经济体制	计划经济	计划为主，市场为辅	市场经济
市场状况	中央控制，统购包销，医药供不应求	经济转轨，统购包销逐渐淡出	市场化程度提高，国家调控加强，兼并重组及收购此起彼伏
竞争格局	国家垄断，三级批发，逐级调拨模式	国家垄断仍在，三级批发模式被打破。无序竞争加剧	垄断竞争市场，竞争进一步加剧
市场主体	国企为主，如中国医药公司	国企为主，如中国医药集团总公司	国企，民营，合资企业并存。
批发企业	≈2000家	上万家	≈1,3000家

数据来源：中国药品零售发展研究中心

这里面我们可以看到如今的区域巨头是从地方的医药公司演化而来，其对地方的控制有一定能力，但是也是由于演化来的层次不同，各个医药企业占据的资源有天然差异，国药集团可以说是占有天然优势，而九州通因为其模式不同也可以说是一个全国性企业，其他企业在部分地区占有一定优势。

1.3 医药商业企业的分布

图2: 中国医药流通市场份额



数据来源：第一财经、瑞银证券估算

从上图2，我们可以看到我国医药流通市场份额最大的三个区域为华东、华北以及华南，基本上与人口和经济发展程度相匹配，而在这些主要区域，各自有着市场份额比较高的龙头企业，表2是一些代表性企业的分布，但是实际上，在每个地区，这些代表性企业的份额，都不是非常大，比如在华东最大的医药流通企业上海医药，其市场份额约为17%，而其市场仅仅在上海一市。因此我们可以说这个市场集中度目前还是非常低的。

表2: 我国主要医药流通企业分布

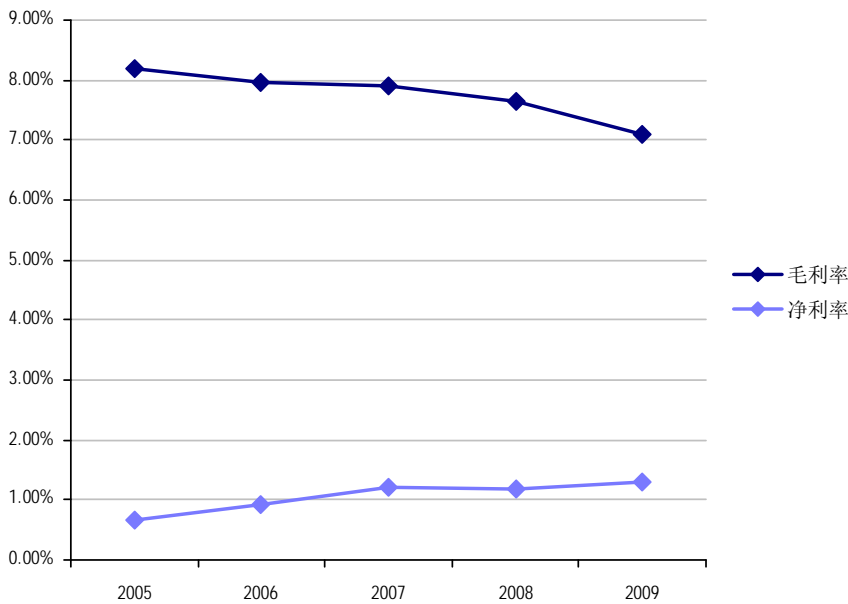
区域名称	代表性企业
华东	上海医药，国控上海，南京医药，华东医药，安徽华源
华北	北医股份，国药股份，国控北京、太平集团
华南	一致药业，广州医药
华中	九州通、长沙双鹤、国控湖南/湖北
西南	重庆医药，桐君阁，云南省医药
东北	哈药集团医药，国控沈阳
西北	新疆新特药，兰州医药，青海省医药

数据来源：医药经济信息网

1.4 医药商业企业由于技术门槛低，获利容易，近年来行业整体进入低利润时代

其实，从本质上来说，医药流通企业，只要有一个存储仓库，几辆冷冻车，就可以开一家，因此当90年代末医药流通企业放开后，当时大量有一些资源的人都来开医药流通企业，导致整个行业流通企业一下子变成上万家，在这种状态下，行业整体就进入了恶性竞争，图3可以看到近几年上市医药流通企业的毛利率水平和净利率水平

图3: 中国医药商业行业毛利率及净利率水平



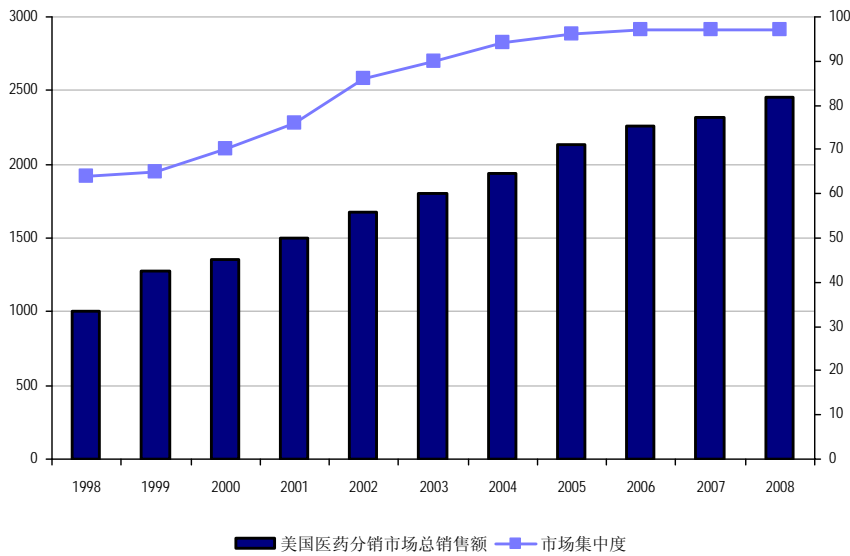
数据来源：医药经济信息网

1.5 海外经验告诉我们，医药流通行业整合多是发生在行业微利时期

美国模式

美国采用完全市场化的模式：商业保险机构监督企业和零售企业，因此，保险公司为了自己的保单利益，核算十分到位，价格上面有掌控能力，对企业监管很到位，通过对医药报销的成本控制，其分销企业可以说是微利，所以规模优势是决定力量。80年代开始整合，05年基本整合完毕。但是，早在上世纪90年代，美国前十大医药制造商在其国内市场上的市场份额已经超过40%，在集中度如此高的生产者面前，医药分销公司并没有很强的要价能力，因此我们在下文表3中看到美国公司的净利润率提升并不明显。

图4:美国医药分销市场总销售额以及集中度

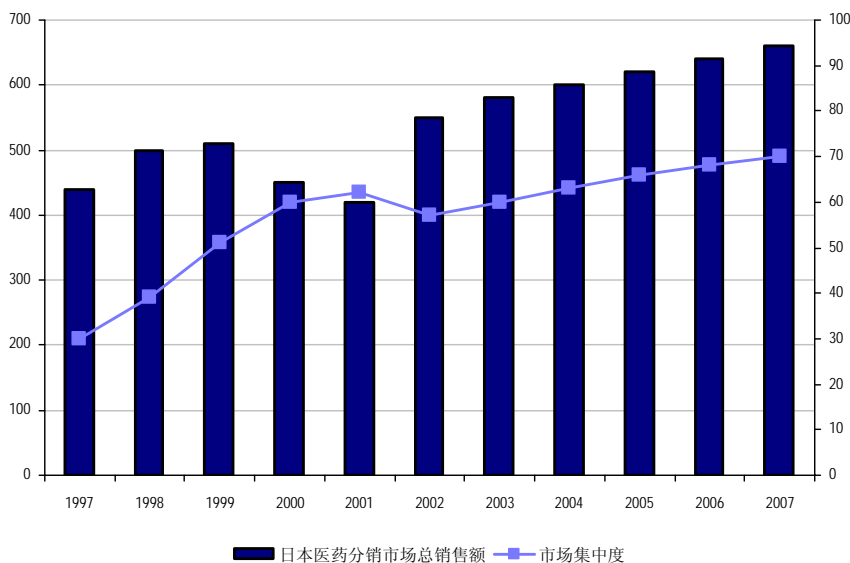


数据来源:瑞银证券估算

日本模式

政府监管为主：因此集中过程比较缓慢，不过行业集中也是趋势，全民医保1961年开始，从此之后缓慢集中，目前医药分销企业还有约100多家。此外，与美国相似，早在上世纪90年代，日本前八大医药制造商在其国内市场上的市场份额已经超过44%，在集中度如此高的生产者面前，医药分销公司并没有很强的要价能力，因此我们看到了行业微利导致的整合，但是分销公司整体的盈利能力却没有上升的如此之快。

图5: 日本医药分销市场总销售额以及集中度



数据来源:瑞银证券估算

表3: 美国与日本前三大医药流通企业关键财务数据比对 (单位: 亿美元)

		美国			日本		
全行业	1998	2009	CAGR	全行业	1997	2009	CAGR
市场规模	1200	3100	8%	市场规模	502	852	5%
集中度	61	97		集中度	29	72	
龙头企业				龙头企业			
MCK				Suzuken			
销售收入	300	1099	11%	销售收入	88	190	7%
净利润	0.8	1.84		净利润	0.9	0.81	
CAH				Mediceo			
销售收入	251	981.6	12%	销售收入	29	278	21%
净利润	0.8	1.45		净利润	0.2	0.7	
ABC				Alfresa			
销售收入	95	779.5	19%	销售收入	115	225	6%
净利润	0.5	1.40		净利润	0.7	0.7	

数据来源 Bloomberg、瑞银证券估算

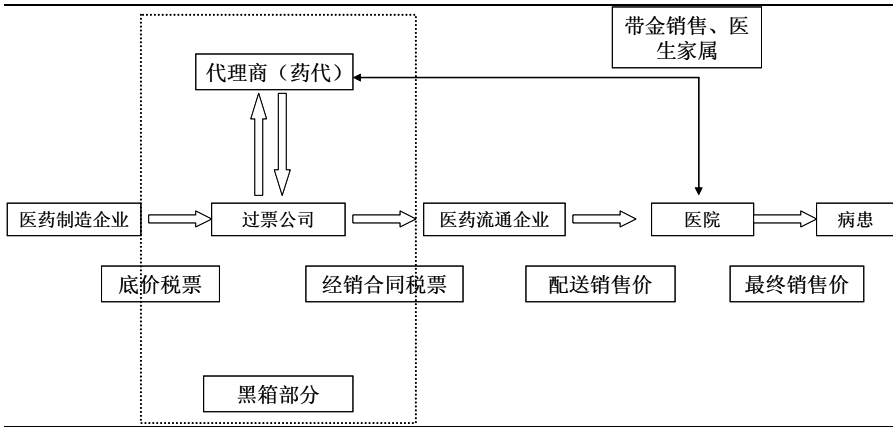
第二部分 “十二·五” 规划的大企业定位 以及目前各大公司的未来战略使行业整 合成为大势所趋

2.1 行业的低利润率导致流通企业灰色地带盈利的特殊模式

按照道理，一个行业进入极端微利状态下，会开始行业整合，那么为什么行业整合过去多年力度不大呢，这是由于我国医药商业企业的以前特殊的盈利状态决定的。

与医药流通行业的低利润率的情况同时发生的是在中国医药行业，一方面，中国存在数量众多的中小医药企业，研发和销售能力相对较弱，开发医院的能力和品种有限。另一个方面，国内公立医院仍然属于强势地位，存在很多没有药品经营资质、却掌握较为固定的药品销售渠道和药品来源的人，暂且称之为“代理商”或“药代”。居间人以抵扣率获得区域代理权后，要想把药品顺利销往医院，还必须要提供合法资质的商业公司的税票。于是，就产生了居间人通过“过票公司”，在将药品销售给合同经销商的过程。在这种情况下，合同经销商承担的任然是配送和垫资的功能。在低利润的情况下，好多小型医药流通企业于是与这些过票公司相勾结，从而弥补行业的微利。

图6: 带金销售示意图



数据来源:瑞银证券

2.2 灰色地带的取缔成为行业整合的导火索

这种混乱的局面显然不是我国卫生管理部门愿意看到的局面，于是一次又一次地调控措施开始出台，其实调控最简单的思路，就是回到大的医药流通公司掌控配送的局面下面，政府监督与管理会相对简单很多。

2009年2月4日，国家六部委联合下发《关于进一步规范医疗卫生机构药品集中采购工作的意见》，明确提出了以省（自治区、直辖市）为单位进行集中招标，宣告了从2000年起的以省、市、区、县、军队、煤炭、油田等职工医疗系统各自为政分散招标时代的结束，并明确投标主体由过去委托当地商业转为生产企业作为投标主体。新的招标规则的出台预示对传统招投标方式的改革，同时也隐含着对底价代理模式的冲击。

除了招投标形式转变带来的影响外，药品价格政策的变化也是促使底价代理模式转型的重要因素之一。2009年11月23日，国家发改委、卫生部、人保部联合发布《改革药品及医疗服务价格形成机制的意见》，其中，明确提出今后的价格管理要坚持政府调控及市场调节相结合，并提出将对流通环节加价率进行上限控制。

这些举措，直接导致小型医药流通企业的“营业外收入”大幅缩小，在这种状态下，行业整合才真正成为了可能，过去一年，我们看到很多小企业被国药控股、上海医药等集团公司收购，主要动力也是由于这些企业现在真正变成了无利可图的企业。

表4: 近年来国内医药流通企业重大收购

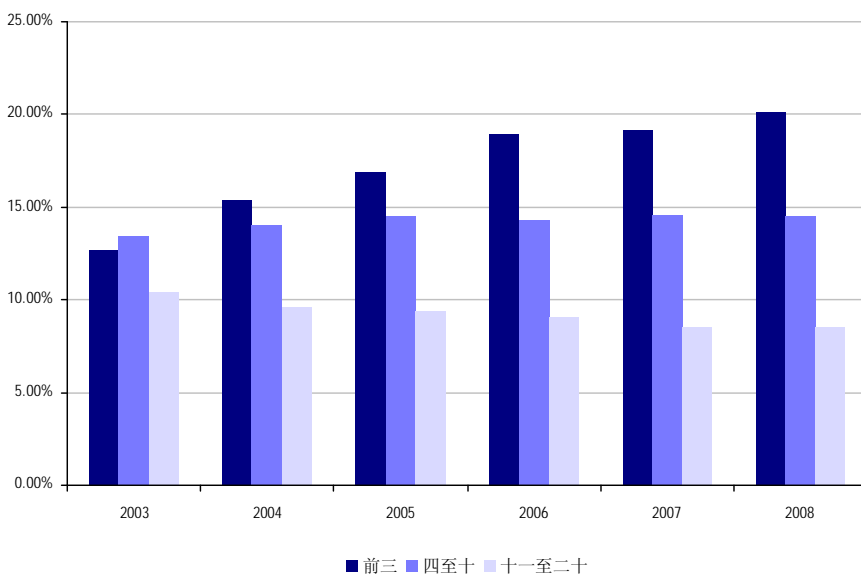
时间	收购者	收购目标	收购金额(万元)/股份
2010.8	华润集团	北京医药集团	以28%华润股份换全控北药
2010.4	上海医药	26.39%青岛国风药业股份有限公司股权	15,000.00
2010.4	国药控股	67%重庆民营医昌野药业	3,000.00
2010.4	国药控股	美罗药业批发和零售连锁资产	3,800.50
2010.1	一致药业	南宁医药有限责任公司药品经营业务	7,147.79
2009.12	上海医药	52%商丘新先锋股权	2,927.81
2009.3	中国医药	北京华立九州医药有限公司	8,000.00
2008.5	国药集团	新疆药业	100,000.00
2008.12	国药集团	宁夏医药	2,000.00

数据来源: 第一财经

2.3 十二·五规划对医药流通企业的定位决定了行业整合之大势所趋

《全国药品流通行业发展规划纲要(2011-2015年)》规划的具体目标是“到2015年, 通过鼓励支持企业兼并重组和充分市场竞争, 培育1至2家年销售额过千亿的跨地区全国性的大型医药商业集团; 20家年销售过百亿的区域性大型医药企业。药品批发‘百强’企业年销售占全行业年销售总额80%以上。”而目前我国有超过13,000家医药流通企业。根据中国医药商业协会的2009年度全国医药流通企业的调查数据表明, 目前销售过百亿的企业只有8家。排名第一的中国医药集团总公司, 销售额为650亿元。过30亿元的企业已达到33家; 过20亿元的企业有38家; 销售规模超过10亿元的有86家企业。百强企业2008年的销售收入仅占全国医药商业销售总额的67.29%。因此按照规划的定位, 医药流通行业还将会有更多的整合。

图7: 2003-2008年医药商业市场集中度



数据来源:九州通(600998.SH)招股说明书

第三部分 中国特有市场结构将颠覆医药流通企业的低利润率状况。

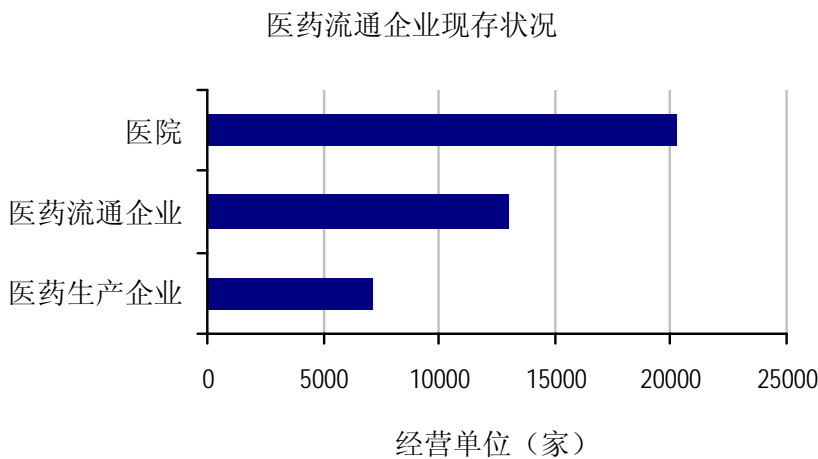
3.1 过去的分散业态使得商业企业没有要价能力

既然我们现在很多分析师已经意识到了行业整合的趋势，我们是否发现，随着行业整合的行程的加快，我们会看到整个行业盈利状态的好转呢？

请想一下，原来我们拥有7,100多家医药生产企业，13,000多家医药流通企业，20,291家医院。

这个模型我们用下图表示：

图8:医药产业业态示意图



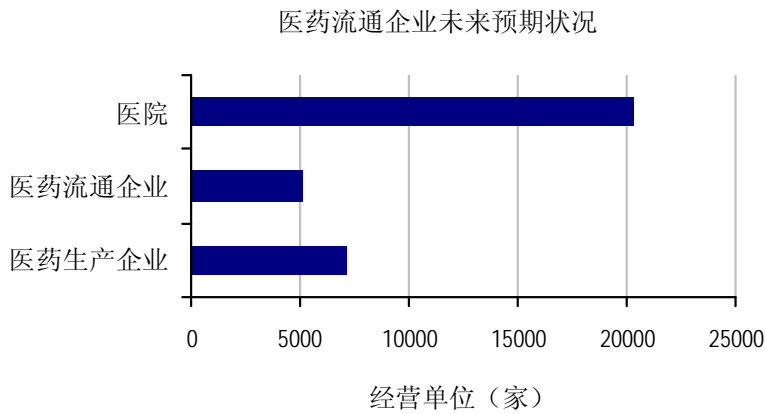
数据来源:医药经济信息网

这种业态下面，根据SCP分析，处于分散装态下任何公司的要价都是不足的，行业恶性竞争再所难免。

3.2 未来的集中业态给医药商业企业一个完全不同的行业生态位

那么，如果按照我国十二·五规划的要求，我们做到了医药批发百强企业占据80%，我国的医药流通企业，我们假设，前6大公司，占据行业的40%，那么我们会看到，这个行业的业态，会变成如下情况：

图9: 十二五之后医药产业业态示意图



数据来源:瑞银证券估算

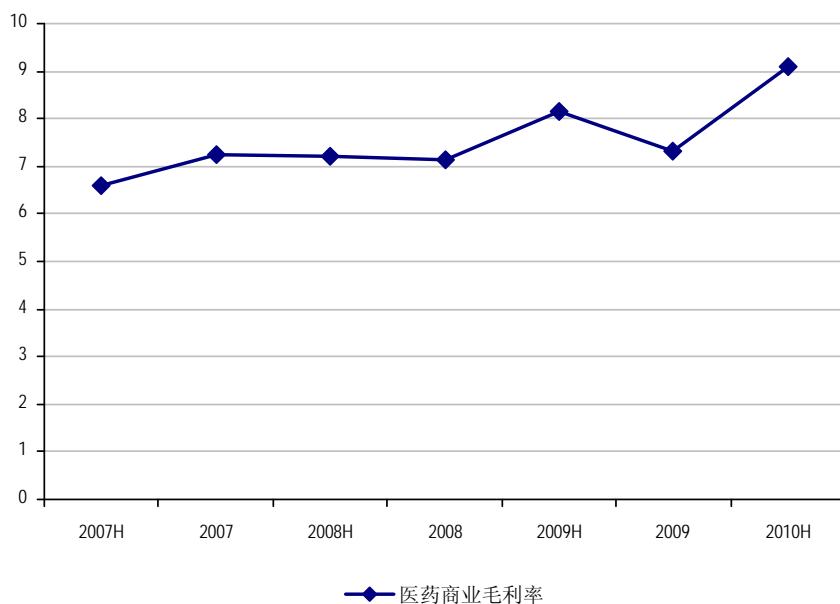
这里需要补充说明的是医药制造业企业，因为行业景气度如今依然很高，我们看不到大规模兼并的可能性，因此我们判断，其整合进程大大落后于流通企业。而下游的医院，目前我国仍然是公立的单体医院强势地位的业态，在可见的未来，我们也看不到能够促进整合的因素。

那么这种业态下，医药流通企业的要价能力将会在很大程度上提高。

3.3 事实上，在某些流通企业集中度较高的地区，这个毛利提高的趋势已经出现

我们知道，比如上海地区，55%左右的市场是由上海医药控制的，对照调研数据，我们发现，上海医药在上海地区的毛利已经开始提高，这个趋势我们判断，未来随着行业整合度的提高，会在整合程度比较集中的地区陆续出现，而且会持续提高。而行业整体盈利能力的改善，估值上我们认为并未完全体现。

图10: 上海医药近年来毛利率水平变化



数据来源:万得

上海医药是上市医药流通企业中，主营业务特别集中，在上海地区市场份额特别高的企业。我们认为，其毛利率的提高其实反应的是区域寡头要价能力的提高。这种趋势将会随着十二·五规划行业整合的深化而得到不断加强。上海医药只不过是医药流通行业整体盈利能力回升的先锋。我们判断，医药流通行业接下来几年，不仅存在着行业整合的外延式机会，更存在这行业盈利能力回升的内生式机会。而目前市场上的各类分析，没有反应这方面的价值，因此我们认为整个行业存在着价值重估的机会。

■ 风险声明

本文所述行业特点的变化仍然存在如下风险：1、国家医改政策变化发生重大变化的风险；2、行业内特大型企业经营面临重大改变的风险。

■ 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；（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。

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)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	49%	40%
中性	持有/中性	42%	35%
卖出	卖出	8%	21%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	14%
卖出	卖出	低于1%	0%

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（投行）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（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2010年12月31日。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	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三个月内上涨
卖出	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三个月内下跌

主要定义

预测股票收益率 (FSR) 指在未来的12个月内, 预期价格涨幅加上股息总收益率

市场收益率假设 (MRA) 指一年期当地利率加上5% (假定的并非预测的股票风险溢价)

处于观察期 (UR): 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”, 以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

短期评级 反映股票的预期近期 (不超过三个月) 表现, 而非基本观点或投资卖点的任何变

股票目标价 的投资期限为未来12个月。

例外和特殊案例

英国和欧洲投资基金的评级和定义: 买入: 结构、管理、业绩、折扣等因素积极; 中性: 结构、管理、业绩、折扣等因素中性; 减持: 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

主要评级段例外 (CBE): 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此, 被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候, 会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格, 因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中述及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 邹敏.

除非特别指出, 请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

全球声明

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)。在某些国家,UBS AG也称UBS SA。

本报告仅在相关法律许可的情况下发放。本报告所包含的投资策略或建议并不构成适合接收方的特定情况的投资建议或个人投资建议。本报告仅为提供信息而发表,不构成广告,在任何国家和地区也不应被理解为一项购买或出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或要约。除了有关瑞银证券、其子公司及关联机构的信息外,瑞银没有对本报告所含信息的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本报告也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。瑞银不承诺投资者一定获利,也不与投资者约定分享投资收益或分担投资损失。市场有风险,投资需谨慎。任何接收方不应认为本报告可以取代自己的判断。过去的表现并不一定能作为未来表现的参考。任何投资或报酬的价值皆有可能下跌和上涨,而您可能无法全额取回已投资的金额。本报告所含的任何意见,可在不发出通知的情形下做出更改,亦可因采用不同假设和标准而与瑞银其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。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。本报告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。负责撰写本报告的分析师可能为了收集、合成和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银没有义务更新本报告所含任何信息或将该等信息保持在最新状态。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。撰写本报告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、销售与交易业务。

本报告中所述证券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和其他市场因素而出现巨大的波动。过去的表现并不一定能预示未来的结果。外汇汇率可能对本报告所提及证券或相关工具的价值、价格或收入带来负面影响。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。瑞银或其关联机构以及瑞银或其关联机构的董事、员工或代理人均不对由于使用本报告全部或部分内容和遭致的损失或损害负责。

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)及/或瑞银资本市场公司)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,此类信息在本研究报告中另行披露,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。瑞银集团及其关联机构和员工可能对此处提及的金融工具或衍生品进行建仓或平仓,作自营交易,和买卖。

本报告中所述任何价格只作资讯之用并不代表对个别证券或其他工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾在该等价格成交。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。

英国和欧洲其他地区:除非在此特别说明,本报告由作为瑞银集团分支机构的 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户,且仅提供给此类人员。本报告中所含信息不适用于私人客户,且私人客户也不应以此为依据。UBS Limited 受金融服务管理局(FSA)监管。瑞银研究报告符合 FSA 所有关于披露之要求和法规,并于适用时在研究报告中显示。**法国:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国金融市场管理局(AMF)监管。如果 UBS Securities France S.A.的分析师参与本报告的编制,本报告也将被视同由 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 Menkul Degerler AS 代表 UBS Limited 编制。**俄罗斯:**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士:**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**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 的分析师参与本报告的编制,本报告也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非:**UBS South Africa (Pty) Limited (注册号:1955/011140/07)是 JSE 有限公司 南非期货交易所和南非债券交易所的成员。瑞银南非有限公司是经授权的金融服务提供商。具体地址、邮编和董事名单可直接索取或参见 <http://www.ubs.co.za>。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报告所含的内容负责。所有美国投资者对本报告所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:**由 UBS Securities Canada Inc.分发,UBS Securities Canada Inc.是 UBS AG 的分支机构,加拿大主要证券交易所和加拿大投资者保护基金的成员。若需要,可提供财务状况的陈述和董事及高管成员名单。**香港:**由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡:**由 UBS Securities Pte. Ltd.[mica (p) 039/11/2009 和 Co. Reg. No.: 198500648C]或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或报告衍生或有关之事宜,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。此报告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 Ltd 仅向机构投资者分发。当本报告由 UBS Securities Japan Ltd 编制,则 UBS Securities Japan 为本报告的作者,出版人及发布人。**澳大利亚:**由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号:231087)和 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号:231098)仅分发给按照 2001 年颁布的公司法 s761G 定义的机构客户。**新西兰:**由 UBS New Zealand Ltd 分发。投资顾问及投资经纪人之披露文件可免费以书面形式向 PO Box45, Auckland, NZ 索取。**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。**韩国:**由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行在韩国分发。本报告可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:**本报告获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。

由 UBS Limited 编制的本报告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报告。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2011 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。

