

中国

保险 (全牌照)

12个月评级

买入

保持不变

12个月目标价

Rmb23.68/US\$3.87

保持不变

股价

Rmb17.30/US\$2.83

路透代码: 601601.SS 彭博代码601601 CH

2013年9月2日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb23.00-15.40/US\$3.70-2.51

市值 Rmb157十亿/US\$25.6十亿

已发行股本 9,062百万 (ORDA)

流通股比例 45%

日均成交量 (千股) 18,877

日均成交额(Rmb 百万) Rmb314.0

资产负债表数据 12/13E

股东权益 Rmb101十亿

金融债务 -

投资资产总计 Rmb696十亿

预测回报率

预测股价涨幅 +36.9%

预测股息收益率 1.8%

预测股票回报率 +38.7%

市场回报率假设 8.5%

预测超额回报率 +30.2%

每股收益 (UBS, Rmb)

| | 12/13E | 12/12 |
|--------|--------|-------|
| UBS | 市场预测 | 实际 |
| H1E | 0.60 | - |
| H2E | 0.30 | - |
| 12/13E | 0.90 | 1.00 |
| 12/14E | 1.10 | 1.20 |

股价表现 (Rmb)



资料来源: UBS

www.ubssecurities.com

UBS Investment Research

中国太保

NBV增速略低于预期，综合成本率恶化

■ 寿险新业务价值继续适度增长

太保寿险上半年NBV同比增长4.8%，达到42.5亿规模，与瑞银预期基本一致，但略低于市场一致预期。个人渠道首年保费同比增长10.3%，银保渠道首年保费同比减少12.9%。银保渠道首年保费占首年保费比例由1H12的50.4%降至1H13的49.9%，渠道转型的效果正在显现。

■ 综合成本率恶化，尤其车险综合成本率令人失望

2013年上半年财险综合成本率上升3.5pt至97.7%，其中赔付率提高2.5个点至62.2%。综合成本率的上升主要来自车险，车险综合成本率提高4.2个点至99.8%、显著恶化，该增长可能来自激进的市场扩张。尽管我们预期财险综合成本率会上升，但车险综合成本率令人失望。我们认为太保财险的综合成本率在主要财险公司中最差。

■ 资本实力仍处于行业领先地位，抗风险能力最强

截至2013年6月末，集团偿付能力充足率达到282%，其中太保寿险偿付能力充足率193%（2012年底为211%）。公司偿付能力充足率在同业中保持最高，应能更好的抵抗市场的下行风险。

■ 估值：维持买入评级，目标价23.68元

我们维持目标价23.68元（根据DCF模型得出公司每股评估价值为26.28元不变，同时我们估算公司每股评估价值相对于A股目标价有11%的溢价率）。我们的目标价对应2013年1.36x P/EV或10.55x隐含新业务倍数。我们维持对公“买入”评级。

| 重要数据 (Rmb百万) | 12/11 | 12/12 | 12/13E | 12/14E | 12/15E |
|-----------------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 除息前税前利润 | 10,399 | 6,113 | 10,351 | 12,644 | 13,251 |
| 净利润 (UBS) | 8,313 | 5,077 | 8,195 | 10,011 | 10,491 |
| 除息前每股收益 | 0.97 | 0.59 | 0.90 | 1.10 | 1.16 |
| 列报每股收益 | 0.97 | 0.59 | 0.90 | 1.10 | 1.16 |
| 调整后的每股资产净值 (UBS, Rmb) | 13.21 | 14.93 | 17.35 | 20.07 | 13.41 |

| 盈利能力和估值 | 五年历史均值 | 12/12 | 12/13E | 12/14E | 12/15E |
|----------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 调整后的净资产收益率 | 8.8 | 5.9 | 9.3 | 10.9 | 11.0 |
| 股东权益回报率 | 8.8 | 5.9 | 9.3 | 10.9 | 11.0 |
| 除息前市盈率 | 34.5 | 34.6 | 19.1 | 15.7 | 14.9 |
| 市盈率 (x) | 34.5 | 34.6 | 19.1 | 15.7 | 14.9 |
| 股价/调整后资产净值 (x) | 1.8 | 1.4 | 1.0 | 0.9 | 1.3 |

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。

估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年08月30日22时05分的股价 (Rmb17.30) 得出；

孙旭

分析师

S140511010013

janet.sun@ubssecurities.com

+86-213-866 8852

本报告由瑞银证券有限责任公司编制

分析师声明及要求披露的项目从第 9 页开始

UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

2013/09/02 06:07

特此鸣谢
潘洪文(hongwen.pan@ubssecurities.com)
对本报告的编制提供帮助。

中国太保 2013年9月2日

2013年中期业绩回顾

中国太保2013年上半年净利润同比增长107.1%，达到54.6亿，相当于我们2013预测值的60.5%。增长的主要原因是低基数效益以及投资收入的增加。上半年新业务价值（NBV）同比增长4.8%达到42.5亿元，其中个险渠道贡献80.3%的新业务价值，而去年同期占比为78.5%。

表 1: 太保寿险分渠道的新业务价值对比

| 新业务价值按渠道分 | 1H13 | 1H12 |
|-----------|--------|--------|
| 个险渠道 | 80.3% | 78.5% |
| 银保渠道 | 13.4% | 13.6% |
| 团险渠道 | 6.3% | 7.9% |
| 合计 | 100.0% | 100.0% |

资料来源: 公司数据

太保寿险1H13首年保费同比下降12%，个险渠道首年保费增长10.3%，显示公司产品结构的持续优化。

表 2: 太保寿险分渠道的首年保费对比

| 百万元 | 1H13 | 1H12 | % change |
|------|--------|--------|----------|
| 个险渠道 | 8,042 | 7,288 | 10.3% |
| 银保渠道 | 10,954 | 12,582 | -12.9% |
| 团险渠道 | 2,950 | 5,072 | -41.8% |
| 合计 | 21,946 | 24,942 | -12.0% |

资料来源: 公司数据

2013年上半年太保财险的综合成本率达到97.7%，同比上升3.5ppt，其中赔付率提高了2.5ppt达到62.2%。赔付率上升主要来自车险，车险综合成本率高达99.8%，同比上升4.2个百分点；非车险综合成本率87.8%、维持稳定。

表 3: 太保财险综合成本率及构成

| % | 1H13 | 1H12 | change |
|-------|------|------|--------|
| 赔付率 | 62.2 | 59.7 | 2.5 |
| 费用率 | 35.5 | 34.5 | 1.0 |
| 综合成本率 | 97.7 | 94.2 | 3.5 |

资料来源: 公司数据

较好的投资表现支撑净利润增长，但浮亏较大增加令人担忧：2013年上半年总投资收益同比增长80.8%、达到156亿。公司上半年净投资收益率5%，相比去年同期为4.9%；总投资收益率4.8%，相比去年上半年3.9%。公司上半年计提了4.88亿资产减值损失，相比去年同期的24亿；上半年已实现投资收益2.07亿，相比去年同期22亿亏损。截至2013年6月末公司累计浮亏为40.2亿元，相比去年底18.7亿元。

财务实力仍然处于行业最领先地位：2013年6月，由于良好的投资组合表现，公司BVPS增长0.1%至10.63元、EV增长3.3%至1397亿；集团偿付能力充足率

中国太保 2013年9月2日

达到282%，其中太保寿险偿付能力充足率193%（2012年底为211%）。公司在同业中保持最高的偿付能力充足率。

表 4: 太保集团偿付能力充足率及预测

| Group solvency (百万元) | 2011 | 2012 | 1H13 | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Actual Net Assets | 76,796 | 96,177 | 96,306 | 101,390 | 108,643 | 115,733 |
| Actual Capital | 73,556 | 92,254 | 90,887 | 97,382 | 104,530 | 111,511 |
| Minimum Capital | 25,884 | 29,600 | 32,208 | 34,327 | 39,811 | 46,172 |
| Solvency Margin | 284% | 312% | 282% | 284% | 263% | 242% |
| | | | | | | |
| Actual capital - start of period | 76,673 | 73,556 | 75,348 | 92,254 | 97,382 | 104,530 |
| ... NPAT | 8,313 | 5,077 | 5,464 | 8,151 | 10,002 | 10,481 |
| ... Other comprehensive income | (8,951) | 9,168 | (2,198) | - | - | - |
| ... Dividends | (3,010) | (3,010) | (3,172) | (3,024) | (2,853) | (3,501) |
| ... Equity financing | | 8,297 | | | | |
| ... Sub-debt issuance | 6,000 | 7,500 | - | - | - | - |
| ... Others | (5,469) | (8,334) | 15,445 | | | |
| Actual capital - end of period | 73,556 | 92,254 | 90,887 | 97,382 | 104,530 | 111,511 |

资料来源: 公司数据, 瑞银证券估算

表 5: 太保寿险偿付能力充足率及预测

| CPIC Life (百万元) | 2011 | 2012 | 1H13 | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------------------------------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|
| Actual Capital | 34,213 | 43,478 | 42,993 | 50,057 | 58,279 | 67,764 |
| Minimum Capital | 18,267 | 20,654 | 22,235 | 23,959 | 27,792 | 32,239 |
| Solvency Margin | 187% | 211% | 193% | 209% | 210% | 210% |
| | | | | | | |
| Actual capital - start of period | 36,687 | 34,213 | 43,478 | 43,478 | 50,057 | 58,279 |
| ... NPAT | 3,175 | 2,495 | 3,462 | 7,504 | 9,250 | 9,485 |
| ... Other comprehensive income | (6,713) | 5,959 | (1,758) | - | - | - |
| ... Dividends | (1,140) | (836) | | (925) | (1,027) | - |
| ... Sub-debt issuance | 6,000 | 7500 | | | | |
| ... Others | (3,796) | (5,853) | (2,189) | | | |
| Actual capital - end of period | 34,213 | 43,478 | 42,993 | 50,057 | 58,279 | 67,764 |

资料来源: 公司数据, 瑞银证券估算

NBV增长显示持续产品构成的改善: 2013年上半年，公司NBV同比增长4.8%至42.5亿。公司上半年首年保费下降12%、达到219亿。公司13个月及25个月的保单继续率为90.4%和88.3%，而去年同期分别为91.6%和90.6%。

代理人正在恢复，渠道改革进展良好: 太保寿险一直努力提升代理人数量，我们看到今年上半年增员效果开始体现。公司上半年个险首年保费同比增长10.3%，增长主要来自于期缴产品。代理人的月人均产能同比上升7.4%至4754元。银保首年保费同比下降12.9%，这使得个险渠道首年保费在首年保费中的占比从去年同期29.2%提升至1H13的36.6%，银保首年保费占比从去年同期50.4%降至1H13的49.9%。

中国太保 2013年9月2日

综合成本率上升主要来自车险：2013年上半年综合成本率同比上升3.5ppt至97.7%，增长主要来自车险的增长。太保财险2013年上半年总保费收入423亿，同比增长20%，增速高于行业增速的16.6%，这使得太保财险的市场份额上升0.4个百分点。2013年上半年太保财险新型渠道总保费（包括交叉销售，电话销售和网络销售）同比增长42.1%，达到81.8亿，占总保费比例19.3%。

估值

我们维持目标价23.68元（根据DCF模型得出公司每股评估价值为26.28元不变，同时我们估算公司每股评估价值相对于A股目标价有11%的溢价率）。我们的目标价对应2013年1.36x P/EV或10.55x隐含新业务倍数。我们维持对公司“买入”评级。

表 6: 中国太保内含价值变动分析（百万元）

| 百万元 | 2011 | 2012 | 1H13 | 2013E | 2014E | 2015E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 调整后净资产（寿险业务） | 35,836 | 31,381 | 35,371 | 35,371 | 41,361 | 48,011 |
| 有效业务价值 | 34,778 | 40,900 | 49,043 | 49,043 | 56,562 | 64,570 |
| 期初内含价值 | 70,613 | 72,992 | 85,268 | 85,268 | 99,709 | 115,739 |
| 新业务价值 | 6,714 | 7,060 | 4,254 | 7,519 | 8,008 | 8,408 |
| 预期内含价值回报 | 7,254 | 7,717 | | 7,847 | 9,050 | 10,331 |
| 经营经营差异 | -190 | -244 | | | | |
| 运营假设变动 | -1,018 | -649 | | | | |
| 内含价值利润 | 12,760 | 13,884 | 4,254 | 15,366 | 17,058 | 18,739 |
| 投资回报差异 | -10,556 | 437 | | | | |
| 其他非经营差异 | 1,333 | -1,295 | | | | |
| 内含价值利润总额 | 3,537 | 13,026 | 4,254 | 15,366 | 17,058 | 18,739 |
| 资本/股息变化 | -1,140 | -836 | | -925 | -1,027 | -1,128 |
| 汇率变动及其他因素的影响 | -18 | 86 | | | | |
| 期末内含价值（寿险业务） | 72,992 | 85,268 | 91,520 | 99,709 | 115,739 | 133,350 |
| 非寿险内含价值 | 40,572 | 50,012 | 48,203 | 57,513 | 66,140 | 76,061 |
| 集团内含价值 | 113,564 | 135,280 | 139,723 | 157,222 | 181,880 | 209,412 |

资料来源: 公司数据, 瑞银证券估算

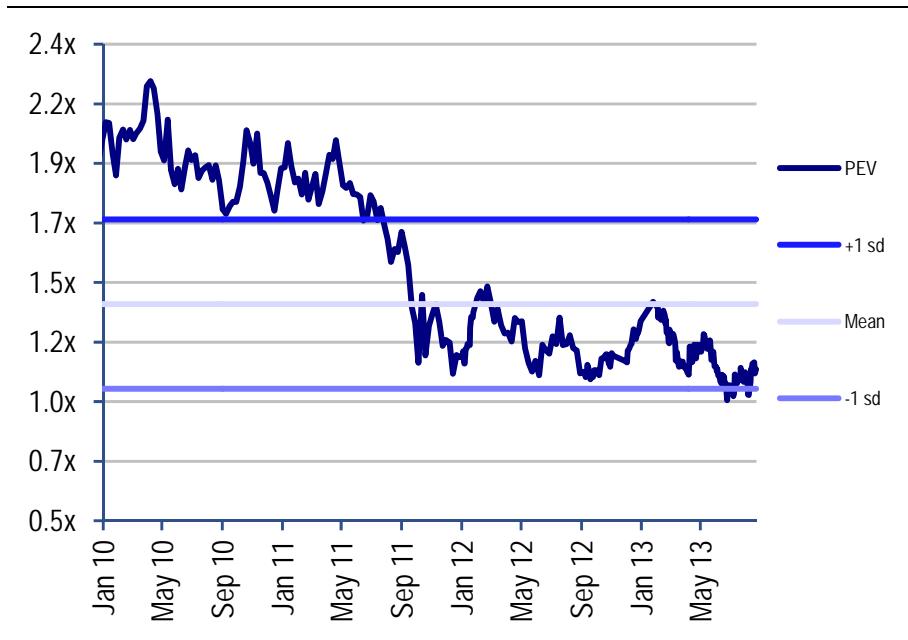
中国太保 2013年9月2日

表 7: 中国太保目标价推导 (百万元)

| | 2013E | 2014E | 2015E |
|------------------------------------|--------|--------|---------|
| DCF using EV Op Profits | | | |
| EV Operating Profits | 15,366 | 17,058 | 18,739 |
| COE | 14.5% | | |
| Terminal Growth | 4.0% | | |
| PV of 3 year EV Op Profits | 15,366 | 14,897 | 14,293 |
| PV of Terminal Value @14.5% | | | 136,129 |
| Valuation @14.5% COE/Discount Rate | | | 180,685 |
| Valuation of non-life | | | 57,513 |
| Valuation (group) | | | 238,199 |
| Current Price | | | 23.75 |
| Weighted Number of Shares | | | 9,062 |
| 每股评估价值 (人民币元) | | | 26.28 |
| 每股评估价值相对A股目标价的预期溢价率 (%) | | | -11% |
| A股目标价 (人民币元) | | | 23.68 |

资料来源: 瑞银证券估算

图 1: Historical 12-month forward P/EV



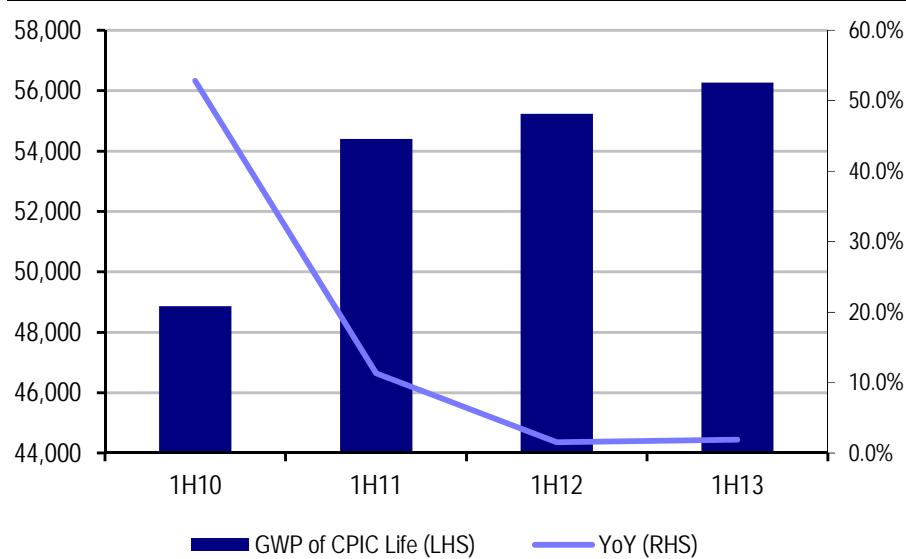
资料来源: 瑞银证券估算

人寿保险

2013年上半年太保寿险总保费同比上升1.9%至563亿元。个险首年保费同比增长10.3%，主要是期缴保费驱动。银保首年保费同比下降12.9%。首年保费中，个险渠道首年保费占比36.6%（去年同期29.2%），银保首年保费占比49.9%（去年同期50.4%）。

中国太保 2013年9月2日

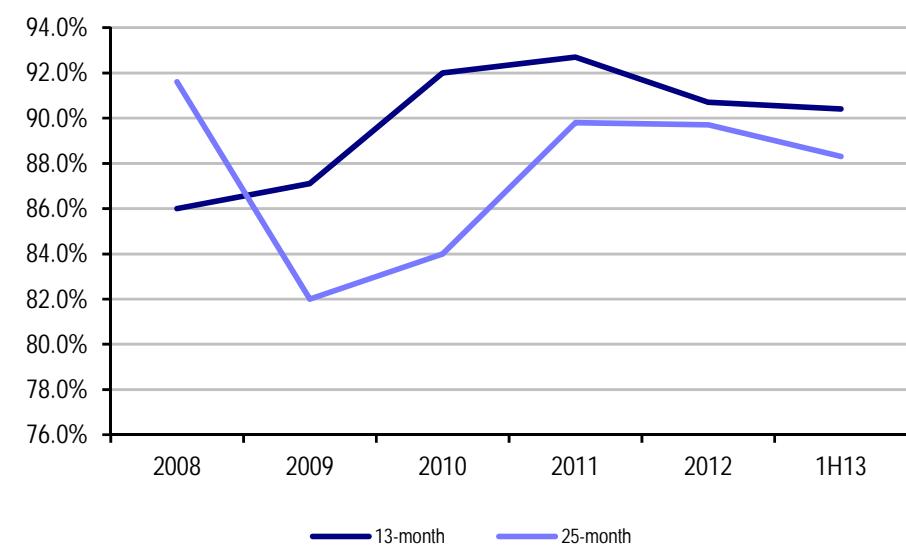
图 2: 太保寿险总保费及增速对比 (百万元)



资料来源: Company data, 瑞银证券估算

太保寿险13个月及25个月的保单继续率为 90.4% 和 88.3%，相比2012年上半年分别为91.6%和90.6%。

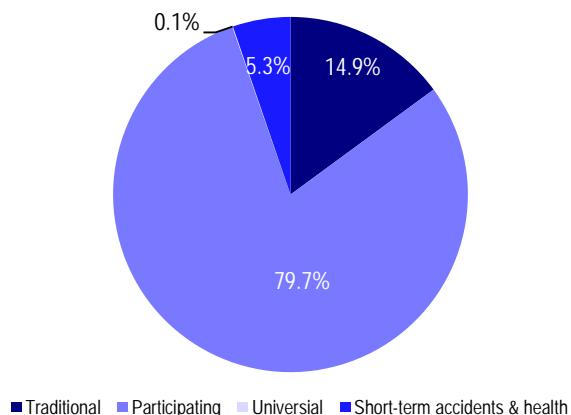
图 3: 太保寿险13个月和25个月保单继续率对比



资料来源: 公司数据, 瑞银证券估算

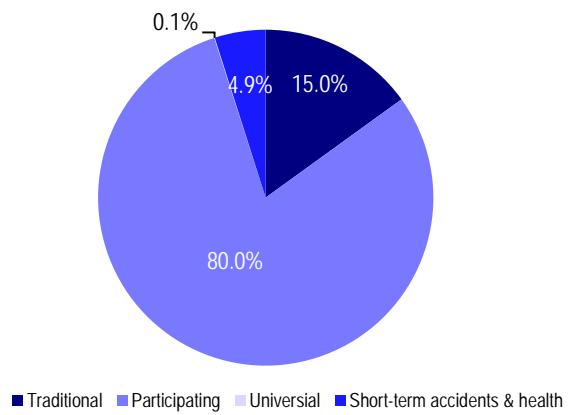
中国太保 2013年9月2日

图 4: 太保寿险分产品结构的保费- 1H13



资料来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图 5: 太保寿险分产品结构的保费- 1H12

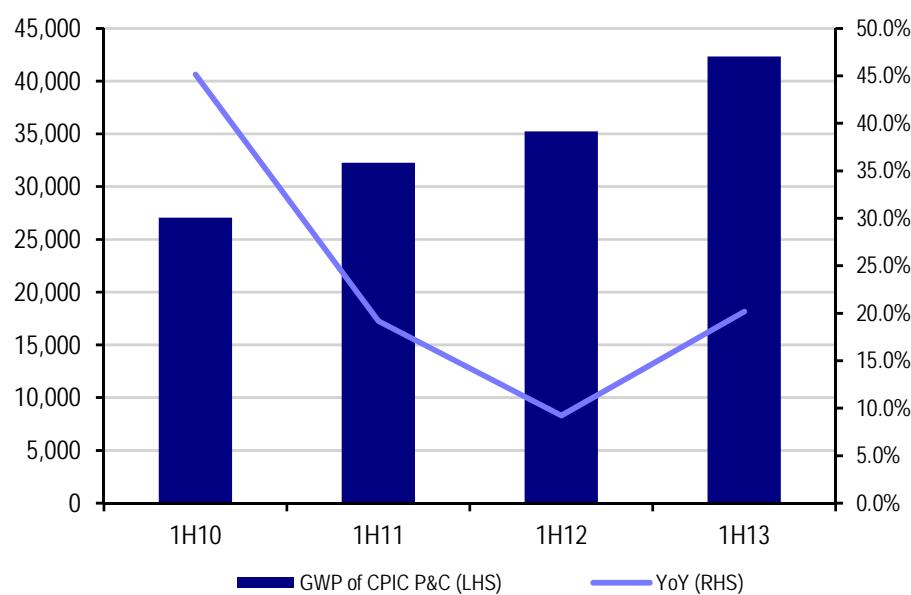


资料来源: 公司数据, 瑞银证券估算

财险业务

2013年上半年太保财险总保费424亿，同比增长20.2%。上半年太保财险新型渠道总保费（包括交叉销售，电话销售和网络销售）同比增长42.1%，达到81.8亿，占总保费比例19.3%。上半年综合成本率同比上升3.5ppt达到97.7%，增长主要来自车险的综合成本率上升。

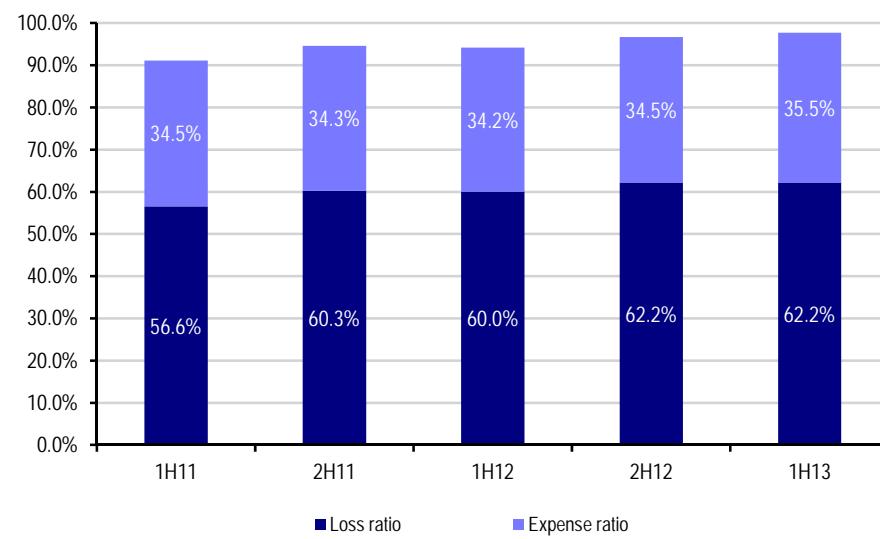
图 6: 太保财险总保费及对比 (人民币 百万元)



资料来源: 公司数据, 瑞银证券估算

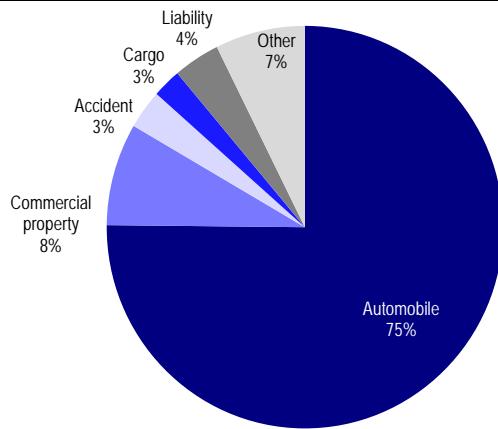
中国太保 2013年9月2日

图 7: 太保财险赔付率、费用率对比



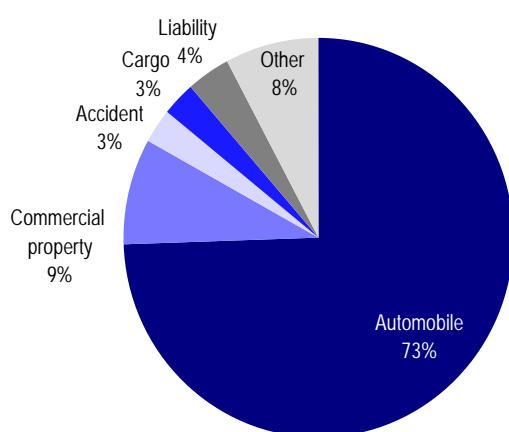
资料来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图 8: 太保财险分产品结构的保费 - 1H13



资料来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图 9: 太保财险分产品结构的保费- 1H12



资料来源: 公司数据, 瑞银证券估算

■ 中国太保

中国太平洋保险（集团）股份有限公司是在1991年5月13日成立的中国太平洋保险公司的基础上组建而成的保险集团公司。它是中国第一家全国性股份制综合商业保险公司。作为一家国内领先的综合保险公司，太平洋保险旗下拥有寿险、财险及资产管理业务。以签单保费总额计，太平洋保险的寿险和财险业务2004年以来一直位居行业前三名。

■ 风险声明

投资中国保险公司（中国太保）可能面临着以下风险：（1）经济与政策风险，监管当局改变对资本金或者偿付能力额度的要求；（2）长时间的经济增速放缓，可能减少对保险的需求；（3）巨灾风险；（4）偿付能力不足的风险；（5）投资风险和资产负债匹配错配的风险；（6）渠道及产品风险；（7）保险准备金提取不足的风险等。

■ 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。

中国太保 2013年9月2日

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 | 46% | 35% |
| 中性 | 持有/中性 | 44% | 37% |
| 卖出 | 卖出 | 10% | 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% | 33% |
| 卖出 | 卖出 | 低于1% | 20% |

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2013年06月30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 |

中国太保 2013年9月2日

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: 孙旭.

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 |
|--------------------------|-----------|---------|------|----------|-------------|
| 中国太保 ^{2, 4, 16} | 601601.SS | 买入 | 不适用 | Rmb16.97 | 2013年08月28日 |

资料来源：UBS（瑞银）。所有价格均为当地市场收盘价

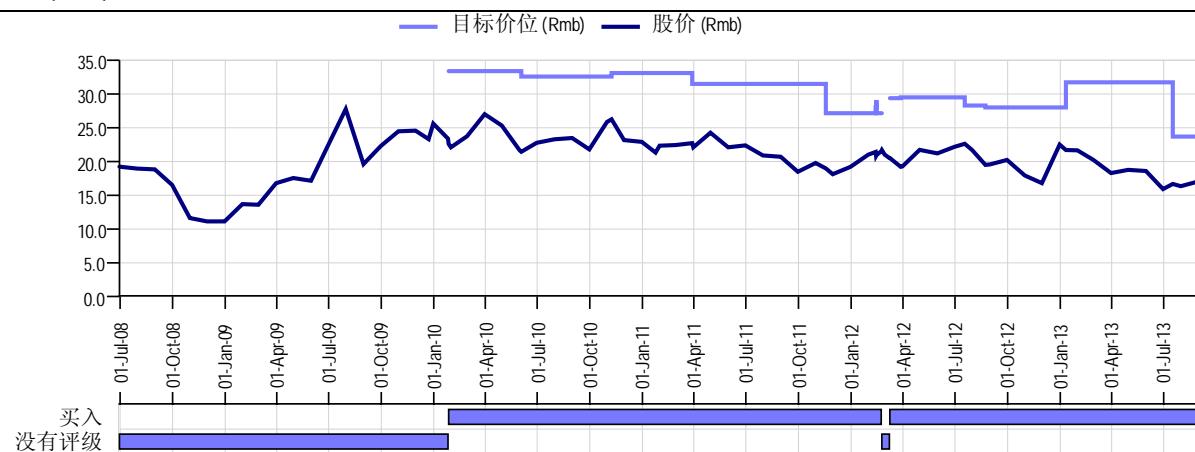
本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

2. 在过去的12个月里，UBS AG, 其关联单位或子公司曾担任该公司/实体或其关联单位证券发行或配售的经办人/联席经办人、承销商或证券配售代理。
4. 在过去的12个月里，UBS AG, 其关联单位或子公司在对该公司/实体的投资银行业务中取得过报酬。
16. UBS Securities (Hong Kong) Limited 是这家公司在香港上市股票的做市商。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

中国太保 2013年9月2日

中国太保 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2013年8月28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)。

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很高的风险，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收回已投资的金额。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受的损失(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。

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(ACP)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，本文件或任何其它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。**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的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A编制。**南非：**由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited分发。**以色列：**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。本材料仅发放给且或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”，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 and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号1010257812，注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号08113-37。**美国：**由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者；或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**香港：**由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡：**由UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 033/11/2012 and 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繫。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.仅向机构投资者分发。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。**澳大利亚：**由UBS AG(澳大利亚金融服务执照号：231087)和/或UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务执照号：231098)分发。本文件所含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年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的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。**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。**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 (253825-x)于马来西亚分发。**印度：**Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码：+912261556000 SEBI 注册号：NSE 现金交易：INB230951431, NSE 期货与期权：INF230951431; BSE 现金交易：INB010951437。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2013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。

