

UBS Investment Research

苏宁云商

我们对苏宁开放平台及其O2O综合服务体系的认识

■ 成熟的线上开放平台商户拥挤、营销推广成本高昂

我们认为随着线上购物持续普及，对于上游大中型企业而言，对接B2C开放平台将逐渐成为需要常年维护的营销渠道之一；目前来看，市场份额集中、成熟的B2C网购平台较突出的问题在于：商户数量庞大及过于拥挤、消费者商品选择难度上升、商户营销推广难度及成本增加。

■ 苏宁平台提供了低费率、O2O落地等差异化的选择

苏宁开放平台为上游企业商户提供了天猫、京东以外的差异化选择，长期看可能逐渐形成3家较稳定的竞争格局；我们认为苏宁平台的优势在于：常年的供应链管理经验和O2O落地能力、低费率吸引力、限制同城同品类商户数量以及至2015年将形成的全国范围结合门店网点的自建物流配送网络。

■ 线上平台开放进一步延伸了苏宁的综合服务体系

我们认为目前苏宁线上平台的开放，本质是过去以门店为主的线下服务平台在线上的延伸；开放后苏宁对上下游将形成更完整的、包括门店/电子商务/金融/物流在内的综合服务体系；未来金融服务方面苏宁有望借首批民营银行牌照实现布局，2013年9月“苏宁银行”获得国家工商局名称核准。

■ 估值：维持“买入”评级，上调目标价至15元

相比之前，我们在收支预测中增加了开放平台的收入及毛利率预测，得到调整后2013/14/15年每股盈利0.09/0.22/0.45元，调整前为0.09/0.20/0.37元。同时相应上调了长期收入预测，采用DCF估值法得到新目标价15元（通过瑞银VCAM工具预测长期影响因素，WACC=9.2%），此前为10.5元。

重要数据 (Rmb百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	93,889	98,357	117,813	145,091	172,613
息税前利润 (UBS)	5,958	2,998	386	1,484	3,662
净利润 (UBS)	4,821	2,676	669	1,644	3,292
每股收益 (UBS, Rmb)	0.69	0.37	0.09	0.22	0.45
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.15	0.05	0.00	0.02	0.07

盈利能力和估值	五年历史均值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润率 (%)	5.6	3.0	0.3	1.0	2.1
ROIC (EBIT) %	(217.5)	145.1	9.1	28.3	87.6
EV/EBITDA (core) x	-	8.0	32.0	19.5	12.7
市盈率 (UBS) (x)	23.3	21.5	>100	58.1	29.0
净股息收益率 (%)	0.7	0.6	0.0	0.2	0.5

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2013年10月08日19时56分的股价 (Rmb12.93) 得出；

彭子姮

分析师

S1460511010004

ziheng.peng@ubssecurities.com

+86-213-866 8811

全球证券研究报告

中国

百货零售业

12个月评级

买入
保持不变

12个月目标价

Rmb15.00/US\$2.45
之前: Rmb10.50/US\$1.72

股价

Rmb12.93/US\$2.11

路透代码: 002024.SZ 彭博代码002024.CH

2013年10月9日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb13.21-4.94/US\$2.16-0.81

市值 Rmb95.5十亿/US\$15.6十亿

已发行股本 7,383百万 (ORDA)

流通股比例 67%

日均成交量 (千股) 172,046

日均成交额(Rmb 百万) Rmb1,500.3

资产负债表数据 12/13E

股东权益 Rmb28.8十亿

市净率 (UBS) 3.3x

净现金 (债务) Rmb22.5十亿

预测回报率

预测股价涨幅 +16.0%

预测股息收益率 0.0%

预测股票回报率 +16.0%

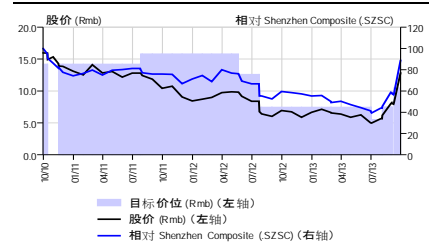
市场回报率假设 8.8%

预测超额回报率 +7.2%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/13E			12/12
	从	到	市场预测	实际
Q1	0.07	0.07	-	0.14
Q2	0.03	0.03	0.03	0.11
Q3E	(.00)	(.00)	(.00)	0.08
Q4E	(.00)	(.00)	(.00)	0.04
12/13E	0.09	0.09	0.09	
12/14E	0.20	0.22	0.20	

股价表现 (Rmb)



资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

特此鸣谢潘嘉怡

(Erica-Poon.Werkun@ubs.com)

对本报告的编制提供信息

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 11 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,本公司可能会有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。

2013/10/09 06:05

苏宁开放平台提供了差异化选择

我们认为随着线上购物持续普及、成为消费者常用的购物方式之一，上游品牌及各类供应商将持续推进电商化；对于上游大中型企业而言，对接B2C开放平台将逐渐成为需要常年维护的营销渠道之一，部分企业对B2C营销渠道的管理也将从外包转为自主管理。

目前来看，我们认为天猫（Tmall.com）作为国内规模最大的B2C网购平台较突出的问题在于：商户数量庞大及过于拥挤、消费者商品选择难度上升、商户营销推广难度及成本增加。实际上亚马逊作为美国单一规模最大的综合线上平台也存在类似的弱点。

我们认为B2C市场份额分列第2/3、并已形成全国网络的京东/苏宁，在自营基础上开放平台，为上游企业商户提供了天猫（Tmall.com）以外的B2C选择，长期看可能形成较稳定的竞争格局。

表1:苏宁为上游企业商户提供了天猫、京东以外的综合线上/线下平台

	天猫 (Tmall.com)	京东 (JD.com)	苏宁 (Suning.com)
流量品类	流量大，品类齐全；2012年全网2000亿元，电器城502亿元；电器城2013上半年销售额350亿元，全年目标约为1000亿元。	流量较大，品类主打3C/家电；2013年全网目标1000-1100亿元，开放平台交易额约占25-30%。	线上流量目前是短板，品类主打家电/3C/母婴；2013年双线预计约1300亿元（去税后1178亿元），线上含税销售额预计280-300亿元，开放平台13年4季度启动。
商户入驻	商户入驻门槛低、商户十分拥挤；对企业仅有营业执照、税务工商等基本要求。对黄金珠宝、彩妆等7类别商品有不高的实收资本金及注册时间要求。	商户门槛不高、较拥挤；公司注册资金超过50万元人民币，以及基本的工商、税收及行业相关资格要求。	商户门槛较高，不拥挤；品类、品牌及商品开放，但同品商户有限，同一城市同一商品类型限制5家以内的优选商户。
整体费率及账期	平台基础费率、商户营销推广费率较高，营销推广工具十分丰富；用户付款确认后即时到账，用户确认付款通常10天左右。	平台基础费率、商户营销推广费率较高，营销推广工具逐渐丰富；目前账期在30-45天左右，公司目标在2014年1季度缩短账期、实现实时结算。	平台零或免大部分基础费率，短期针对9-10月入驻商户以免费广告支持；账期为用户确认收货后次日到账；优质商户实行即时到账。
线下体验	没有线下门店展示	没有线下门店展示	1600家实体店，包括苏宁广场/EXPO超级店/旗舰店等业态，可实物展示，也可通过电子货架/二维码/视屏等虚拟展示；门店提供自提/支付/配送/鉴定等O2O服务。 1.0版本的互联网门店将于2013年4季度在全国重点城市试点，届时约100家核心门店向平台商户开放。
支付工具	支付宝	还未取得自主牌照的支付平台	易付宝
物流配送	基本为商家自主解决物流配送；	初步形成自建物流及自主配送体系，目前一二线城市物流体验较强；	物流服务跟进中，约2015年形成全国物流与自主配送网络；
金融服务	以支付宝为平台的金融服务工具十分丰富、普及程度高。	还未展开相关金融服务。	以易付宝为基础的金融服务初步展开。

数据来源：Tmall.com, JD.com, Suning.com, 瑞银证券整理

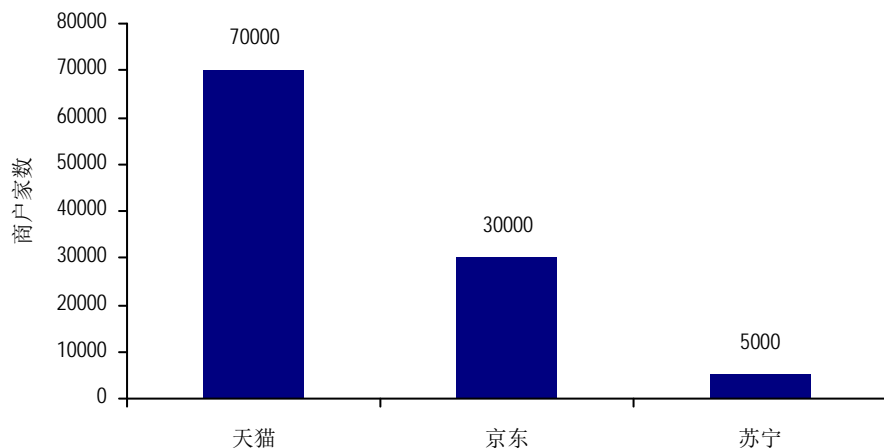
聚划算等管理事件反映了综合平台资源的稀缺性，苏宁提供了O2O的差异化选择

我们认为近年阿里系内淘宝小二、聚划算发生的招商及营销管理事件实质反映了综合平台资源的稀缺性，即便未来阿里对商家上架的流程进行改革，缩短步骤并减少人为因素影响，仍难以降低由商户拥挤导致的线上展示资源的稀缺。

我们认为作为第二梯队的线上综合平台，苏宁平台的优势在于：

- 多年精耕细作和持续改进的管理经验、执行力得以在云商开放平台上移植，常年对接上游供应商形成的供应链对接及信息管理能力将从线下门店向线上延伸；
- O2O实践线下门店将在实物及虚拟展示体验、配送、支付、服务等方面为上游品牌及供应商提供“落地”的选择。

图1:苏宁首批商户数限制在5000家，远低于天猫、京东开放平台



数据来源：瑞银证券整理

平台费率及营销推广成本比较：苏宁低费率增加平台吸引力

目前天猫的基础平台费率包括：保证金、技术服务销售佣金及年费。随着流量近年高速增长和商户数量急剧上升，营销推广平台如阿里妈妈、聚划算等已成为天猫平台最核心的利润来源。

京东商城当前的费率也较高，我们估计商户综合费率可能超过10-15%；同时京东为商户提供仓储及配送服务。

苏宁开放平台实行基础平台零费率，免除百货、日用等优势品类佣金，收取低保证金、较低的消费者保障基金和易付宝费率，未来将逐渐向供应商提供物流服务并收取相关服务佣金。

表2: 苏宁对开放平台商户提出免费政策，让利吸引商户

	天猫 (Tmall.com)	京东 (JD.com)	苏宁 (Suning.com)
平台费率	1、保证金：品牌旗舰店带TM商标10万，全部为R商标的5万；专营店带TM商标的15万，全部为R商标的10万元；卖场型旗舰店商标为15万元。 2、技术服务费：费率+年费形式；其中实时扣技术服务费根据经营品类不同按照销售额（不包含运费）的0.5-5%征收，大部分品类技术服务费率在2-5%之间； 年费在1-6万之间，大部分品类在3-6万元。参照店铺DSR评分和年销售额两项指标，年费有条件向商家返还，返还比例为50%和100%。	1、保证金：按类目分为1、3、5、10万； 2、平台使用费：6000元； 3、类目抽佣：5%-20%； 4、仓储服务费：按类目收费； 5、配送服务费：按类目收费； 6、营销服务费：协商。	1、免年费、平台使用费和技术服务年费永久免费。 2、免除百货、日用、图书等互补商户的品类佣金，其他品类佣金为2%-5%不等，并根据店铺评分和退款纠纷率两项指标对佣金有条件返还。 3、收取低保证金，低保证金按类目分为1、3、5万三个档次。 4、消费者保障基金。占销售额的0.1%，用于向顾客提供售后服务。 5、易付宝使用费用，快捷支付：0.6%，非快捷支付：0.4%。

数据来源：Tmall.com, JD.com, Suning.com, 瑞银证券整理

表3: 苏宁短期针对9-10月入驻商户以免费广告支持

	天猫 (Tmall.com)	京东 (JD.com)	苏宁 (Suning.com)
营销工具及费用	<p>阿里妈妈营销推广平台:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 淘宝直通车: 按点击付费, 包括定向、店铺推广及站外投放; 2) 钻石展位: 实时竞价的展示广告平台, 至13年10月累计投放广告4159亿次; 3) 淘宝客: 买家确认收货的效果类广告, 佣金可在5-50%范围任意调整; 4) 网销宝: 通过优先推荐, 将产品信息展现在买家网购的各种必经通道上, 并按潜在买家的点击付费。 5) 超级卖霸: 针对不同类型卖家的推广需求制定不同主题、保持周周更新的活动。 6) 聚划算: 阿里巴巴旗下团购网站, 卖家每次参加聚划算商品团均须缴纳一定的技术服务费, 按成交额缴纳约3%费率, 部分类目费率为1%。 7) 特殊活动策划营销: 如双十一等节日促销。 	<p>京东广告服务产品目前有:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 全网广告展位: 流量定价, 根据展位位置4万元-22万元/天不等; 2) 首页单品展位: 面向POP平台商家, 单品销售定价的展示; 3) 京东快车: 包括站内推广、京东联盟、EDM邮件推广三大模块; 4) 周末耍大牌: 每期一个品牌在周末集中投放, 全网站全方位多角度曝光, 营造大品牌轰动效应; 5) JD商务舱: 为京东POP商家及品牌供应商量身打造的站外营销产品; 6) 京东商城销售联盟: 联合媒体合作伙伴帮助京东商城推广商品、扩大品牌知名度的合作平台, 按有效购买行为提佣金, 佣金率为1-8%不等。 	<p>短期针对9-10月入驻商户以免费广告支持:</p>

数据来源: Tmall.com, JD.com, Suning.com, 瑞银证券整理

平台店铺类型比较: 苏宁强调品牌背书以及 O2O 落地能力

从店铺类型来看, 天猫的划分以商品类目为主, 京东重点在区分是否包含京东物流服务, 苏宁在当前阶段强调了品牌背书以及结合线下实体门店的O2O落地能力。

表4: 苏宁强调品牌背书以及O2O落地能力

	天猫 (Tmall.com)	京东 (JD.com)	苏宁 (Suning.com)
店铺类型	<p>有旗舰店、专卖店和专营店三种店铺类型</p> <p>旗舰店: 商家以自有品牌入驻, 包括一个及多个自有品牌商品以及卖场型品牌 (仅限天猫主动邀请入驻);</p> <p>专卖店: 经营一个及多个授权销售品牌;</p> <p>专营店: 经营两个及以上他人品牌商品以及同时经营自有品牌商品, 一个招商大类下专营店只能申请一家。</p>	<p>四种类型:</p> <p>FBP/LBP-买断/代销京东经营: 商家五地入库 (北京, 上海, 广州, 成都, 武汉), 京东负责仓储、配送以及客服, 商家能享受京东自营商品同等服务;</p> <p>SOPL-商家经营京东物流, 商家无须入库, 要求订单产生后12小时内将产生的订单包装好发货, 分别发货到京东的五地仓储, 36小时内到达京东各地分拨仓库, 由京东开具给消费者的发票;</p> <p>SOP-商家经营自管物流, 与淘宝商城模式类似, 要求订单产生后12小时内发货, 由商家承担所有服务。</p>	<p>苏宁易购:</p> <p>以“品牌+品牌授权代理商+零售商”为主。以苏宁品牌为入驻商户背书, 杜绝假冒伪劣产品和走私漏税现象。</p> <p>苏宁实体门店:</p> <p>落地线下苏宁门店实物展示、二维码展示及门店自提: 目前1600家实体店, 包括苏宁广场、生活广场、EXPO超级店、旗舰店等多种业态, 可实物展示, 也可通过电子货架、二维码、视屏等虚拟展示。</p> <p>门店将提供货物自提、门店支付、门店配送、门店鉴定等诸多O2O服务。</p> <p>1.0版本的互联网门店将于2013年4季度在全国重点城市试点, 届时约100家核心门店向平台商户开放。</p>

数据来源: Tmall.com, JD.com, Suning.com, 瑞银证券整理

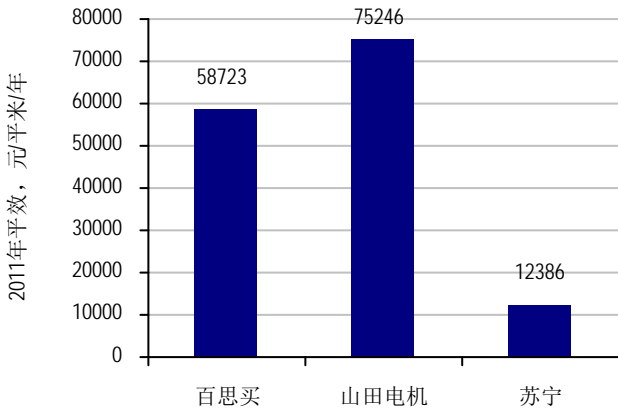
线上开放平台 O2O 落地，可拓展双线品类、提升门店平效

我们认为苏宁在线下门店平效、商品陈列效率、品类数量方面，长期来看，均有较大的提升空间。从实践来看，品类从家电/3C进一步扩充至标准化百货日用品类，既被海外零售商如山田电机、百思买乃至沃尔玛等实践，苏宁自身也在过去多年的经营中持续扩充品类、提升平效。

我们认为，线上开放平台如果能够较好结合O2O落地线下门店，则可较高效扩展线下门店的商品品类，效率将高于苏宁自营百货及日用品类。目前部分苏宁旗舰店已设立红孩子及母婴专柜，我们期待开放平台的启动长期不仅将提升线上平台收入，也将促进线下门店的品类拓展和平效提升。

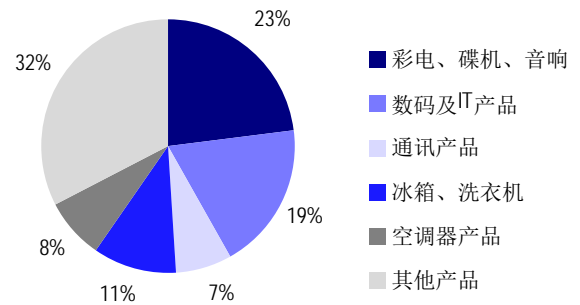
山田电机LABI型旗舰店除了经营家电、消费电子、娱乐软件、二手汽车外，还经营包括宽带申请安装、餐饮、冷饮纸巾、禽蛋糕点、非处方药等，总销售收入中包括家庭相关产品、小家电、烹饪用具、视听软件等。

图2: 横向比较下长期看，苏宁门店平效提升的潜力大



数据来源：公司财报

图3: 山田电机销售收入中其他产品占比最大

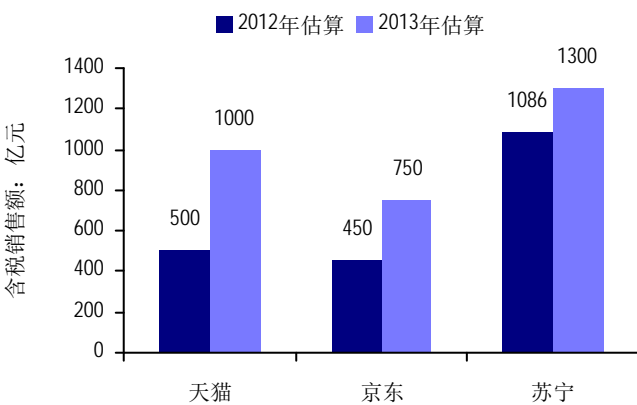


数据来源：公司财报

苏宁本质是对上下游的服务提供商

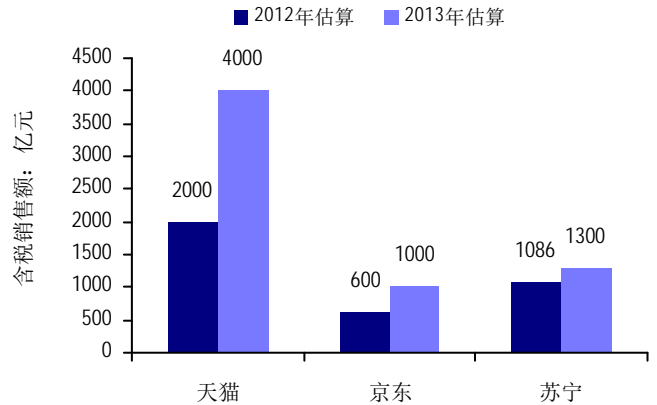
我们认为目前苏宁线上平台的开放，本质是过去以门店为主的线下服务平台在线上的延伸；开放后苏宁对上下游将形成更完整的、包括门店/电子商务/金融/物流在内的综合服务体系。未来金融服务方面苏宁有望借首批民营银行牌照实现布局，物流方面苏宁在2015年将基本建成全国范围的物流网络。

图4: 天猫、京东、苏宁电器大类销售额比较



数据来源：公司财报，瑞银证券整理

图5: 天猫、京东、苏宁全网销售额



数据来源：公司财报，瑞银证券整理

金融服务比较：支付宝占绝对优势，苏宁有望借首批民营银行牌照与供应链金融布局

阿里系以支付宝为基础为消费者和商家提供多种金融及资金运用服务，包括转账、还款、信用支付、缴费、贷款、理财等6大类近50种较成熟的资金管理工具，实际已涵盖了传统银行业的存、贷功能。庞大的用户、资金基础令支付宝在金融服务方面占据绝对的优势。

我们认为苏宁有望借首批民营银行牌照与供应链融资布局金融服务。2012年12月公司即成立重庆苏宁小额贷款公司（注册资本3亿元）开展类供应链金融业务，2013年9月“苏宁银行”获工商局名称核准。

此外长期看，苏宁全国近1600家连锁店也具备为包括存贷、理财、保险等综合金融服务“O2O”提供实体网点的潜力。

表 5: 支付宝占绝对优势，苏宁有望借首批民营银行牌照与供应链金融布局

	天猫 (Tmall.com)	京东 (JD.com)	苏宁 (Suning.com)
金融及资金流通服务	支付宝为消费者和商家提供多种金融及资金运用产品，包括转账、还款、信用支付、缴费、贷款、理财、其他等6大类近50种较成熟的资金流通服务。	还未取得自主牌照的支付平台，目前在线支付方式有6种，包括与银行、银联等的支付合作。 2013年9月在上海成立小额贷款公司。	易付宝为易购自主牌照的支付平台，2013年易购首批10亿元平台信贷资金将对开放平台入驻供应商提供，以收取低利率为目标，还将推出面向商户和消费者的基金、保险理财产品等增值金融服务； 目前易付宝已推出购机票火车票、酒店、彩票、游戏、信用卡还款、水电煤气缴费等服务功能。

数据来源：Tmall.com, JD.com, Suning.com, 瑞银证券整理

物流服务比较：苏宁、京东在 2015 年基本建成全国范围的物流网络

天猫现阶段基本为商家自主选择快递公司合作；京东目前包括7大自建物流中心、25个城市前端物流中心、37个一、二级分拨中心，900个配送站点、300个自提点，自建配送队伍约万人，计划2015年基本建成全国范围的物流网络；

苏宁计划约在2015年自建完成60个物流基地、12个自动化拣选中心、5000个围绕门店的城市配送点，10000辆自有配送车辆和50000名快递队伍，基本辐射全国。

表 6: 苏宁、京东约在 2015 年基本建成全国范围的物流网络

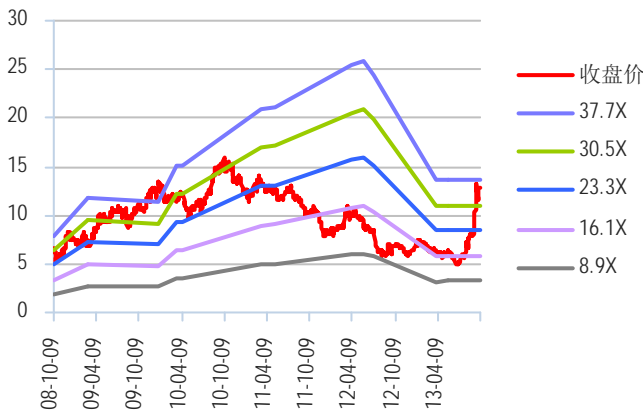
	天猫 (Tmall.com)	京东 (JD.com)	苏宁 (Suning.com)
002024 仓储物流	现阶段基本为商家自主选择快递公司合作。也与第三方推出了覆盖区域较小的物流服务，分别有： E速宝（与上海、广深、北京、浙江等部分地区本地物流商合作）； 次日必达（覆盖江浙沪、北京、天津、广深等12个城市）	自建物流体系：目前包括7大物流中心、25个城市前端物流中心、37个一、二级分拨中心，900个配送站点、300个自提点，覆盖全国360多个核心城市，配送队伍超万人。 配送方式根据城市层级区分，共包括：极速达、211限时达、大家电211、货到付款、定时达、开箱验机、自提、夜间配、大家电夜间配送、第三方配送等10种选择。	“物流云”将逐步开放。 计划约在2015年建成12个自动化拣选中心、60个大型物流基地和5000个围绕门店的城市配送点，配套有10000辆自有配送车辆和50000名快递队伍，基本辐射全国。 2013年4季度在部分重点城市推出“云仓储”和“云速递”服务。

数据来源：Tmall.com, JD.com, Suning.com, 瑞银证券整理

目标价推导及估值

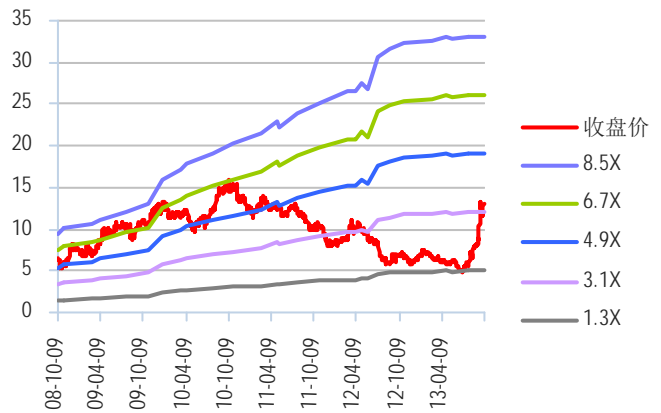
估值

图6:公司历史PE估值区间 (wind一致预期EPS)



数据来源: Wind

图7:公司历史PB估值区间



数据来源: Wind

乐观/悲观情景假设分析

乐观情况分析: 我们认为目前对公司估值影响最大的是收入增速。在乐观情形下, 我们预计13年收入增长超过20%, 对应每股估值约20元。

悲观情况分析: 在悲观情形下, 我们预计公司2013年收入增速低于15%, 对应每股估值约为10元。

收支预测增加开放平台业务

较此前预测, 我们在收支预测中增加了开放平台的收入及毛利率预测, 得到调整后2013/14/15年每股盈利0.09/0.22/0.45元, 调整前分别为0.09/0.20/0.37元。

表7: 我们在收支预测中增加了开放平台的收入及毛利率预测, 单位: 万元

平台及金融	2014E	2015E	2016E	2017E
营业额	416009	842419	1404032	2106048
毛利率%	5%	8%	10%	12%
毛利润	20800	67394	140403	252726

数据来源: 瑞银证券估算

同时我们对公司长期收入做了更乐观的预期, 由此前+10E/+15E/+25E的3%/2.5%/2.0%上调至8%/5%/3%; 由于假设平台业务毛利率略低于整体业务毛利率, 长期息税前利润率预测由此前+10E/+15E/+25E的3.2%/3.3%/3.5%略下调至2.9%/3.2%/3.0%; 同时由于近期贝塔系数大幅下降, WACC由此前的10.5%下调至9.2%。

采用DCF估值法得到公司新目标价15元 (通过瑞银VCAM工具预测影响公司长期估值的因素, WACC=9.2%), 较原目标价10.5元上调42%, 新目标价对应市值1107亿元。

表8: 苏宁云商瑞银VCAM估值摘要 [002024.SZ]

相对年 财年	+1E 2013E	+2E 2014E	+3E 2015E	+4E 2016E	+5E 2017E	+6E 2018E	+7E 2019E	+8E 2020E	+9E 2021E	+10E 2022E
息税前利润	327	1,293	3,006	4,647	6,382	6,061	6,829	7,652	8,529	9,456
折旧及摊销*	1,855	2,143	1,929	2,089	2,174	2,331	2,553	2,783	3,019	3,261
资本支出	(7,950)	(7,200)	(5,000)	(4,050)	(3,040)	(3,497)	(4,340)	(5,287)	(6,340)	(7,499)
运营资本变动	5,571	5,631	6,230	5,389	4,775	4,242	4,500	4,666	4,801	4,900
所得税(营运)	(82)	(323)	(755)	(1,165)	(1,599)	(1,515)	(1,707)	(1,913)	(2,132)	(2,364)
其他	(584)	(694)	(698)	(721)	(711)	(636)	(664)	(689)	(710)	(725)
自由现金流	(863)	850	4,713	6,189	7,981	6,987	7,170	7,211	7,167	7,029
增长		NM	454.2%	31.3%	29.0%	-12.5%	2.6%	0.6%	-0.6%	-1.9%

估值	
明计现金流现值	47,541
期末价值(第15年)现值	34,316
企业价值	81,857
占永续价值百分比	42%
联营公司及其他	1,846
-少数股东权益	563
现金盈余**	24,225
-债务***	5,742
权益价值	101,622
已发行股数[m]	7,383.0
每股权益价值(Rmb/股)	13.80
权益成本	9.2%
股息收益率	0.1%
1年期目标价(Rmb/股)	15.00

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	8.0%	5.0%	3.0%
息税前利润率	2.9%	3.2%	3.0%
资本支出/销售收入	2.3%	1.9%	1.5%
投资资本回报率	-218.6%	2684.1%	338.1%

估值对应指标			
财年	2013E	2014E	1年预期
企业价值/息税折旧摊销前利润	37.5x	23.8x	26.0x
企业价值/息税前利润	250.4x	63.3x	76.4x
自由现金流收益率	NM	1.0%	0.6%
市盈率(现值)	146.0x	68.8x	78.4x
市盈率(目标)	159.1x	75.0x	85.4x

加权平均资本成本	
无风险利率	3.80%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	1.08
债务/权益比	6.0%
边际税率	25.0%
权益成本	9.2%
债务成本	8.0%
WACC	9.2%

期末假设值	
VCH(年数)	15
对应的自由现金流增长	0.4%
投资资本回报率增幅	35.5%
企业价值/息税折旧摊销前利润	6.2x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

数据来源: UBS-VCAM

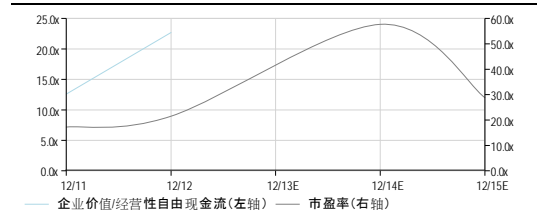
损益表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业收入	49,897	58,300	75,505	93,889	98,357	117,813	19.8	145,091	23.2	172,613	19.0
营业费用 (不含折旧)	(46,723)	(54,101)	(69,846)	(86,958)	(93,941)	(115,572)	23.0	(141,464)	22.4	(167,022)	18.1
息税折旧摊销前利润 (UBS)	3,173	4,199	5,659	6,931	4,416	2,241	-49.3	3,627	61.8	5,591	54.1
折旧	(380)	(461)	(522)	(972)	(1,418)	(1,855)	30.8	(2,143)	15.5	(1,929)	-10.0
营业利润 (息税前利润, UBS)	2,793	3,738	5,136	5,958	2,998	386	-87.1	1,484	284.6	3,662	146.8
其他盈利和联营公司盈利	(66)	15	(95)	112	57	205	258.8	215	4.9	215	0.0
净利息	223	173	361	403	186	237	27.3	253	6.9	303	19.9
非正常项目 (税前)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	2,951	3,926	5,402	6,473	3,242	828	-74.5	1,952	135.8	4,180	114.1
税项	(691)	(938)	(1,297)	(1,587)	(736)	(203)	-72.5	(484)	138.7	(1,045)	115.9
税后利润	2,260	2,988	4,106	4,886	2,505	625	-75.1	1,468	134.9	3,135	113.6
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	(90)	(99)	(94)	(65)	171	44	-74.4	176	302.7	157	-11.0
净利润 (本地会计准则)	2,170	2,890	4,012	4,821	2,676	669	-75.0	1,644	145.9	3,292	100.2
净利润 (UBS)	2,170	2,890	4,012	4,821	2,676	669	-75.0	1,644	145.9	3,292	100.2
税率 (%)	23	24	24	25	23	25	7.9	25	1.2	25	0.8
不计非正常项目税率 (%)	23	24	24	25	23	25	9.5	25	0.2	25	0.4
每股 (Rmb)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
每股收益 (本地会计准则)	0.33	0.43	0.57	0.69	0.37	0.09	-75.7	0.22	145.9	0.45	100.2
每股收益 (UBS)	0.33	0.43	0.57	0.69	0.37	0.09	-75.7	0.22	145.9	0.45	100.2
每股股息净值	0.04	0.03	0.10	0.15	0.05	0.00	-91.2	0.02	391.7	0.07	200.3
每股现金收益	0.38	0.50	0.65	0.83	0.57	0.34	-40.0	0.51	50.0	0.71	37.9
每股账面净值	1.30	2.08	2.62	3.19	3.96	3.90	-1.5	4.12	5.6	4.54	10.3
资产负债表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
有形固定资产净值	3,380	3,304	5,976	8,601	11,065	14,985	35.4	18,486	23.4	21,902	18.5
无形固定资产净值	566	765	1,310	4,595	6,267	8,358	33.4	9,893	18.4	9,565	-3.3
净营运资本 (包括其他资产)	(5,226)	(11,854)	(8,127)	(11,363)	(12,639)	(16,995)	34.5	(21,699)	27.7	(27,233)	25.5
其他负债	(28)	(196)	(528)	(1,118)	(1,276)	(1,276)	0.0	(1,276)	0.0	(1,276)	0.0
运营投入资本	(1,307)	(7,981)	(1,369)	715	3,417	5,071	48.4	5,404	6.5	2,959	-45.2
投资	1	937	1,180	1,241	1,846	1,846	0.0	1,846	0.0	1,846	0.0
运用资本总额	(1,306)	(7,043)	(189)	1,956	5,262	6,917	31.4	7,249	4.8	4,804	-33.7
股东权益	8,776	14,540	18,338	22,328	28,459	28,789	1.2	30,400	5.6	33,527	10.3
少数股东权益	336	385	507	702	652	609	-6.7	433	-28.9	276	-36.2
总股东权益	9,112	14,925	18,845	23,031	29,112	29,398	1.0	30,832	4.9	33,803	9.6
净债务 / (现金)	(10,418)	(21,968)	(19,034)	(21,074)	(23,849)	(22,481)	-5.7	(23,583)	4.9	(28,999)	23.0
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	(1,306)	(7,043)	(189)	1,956	5,262	6,917	31.4	7,249	4.8	4,804	-33.7
现金流量表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	2,793	3,738	5,136	5,958	2,998	386	-87.1	1,484	284.6	3,662	146.8
折旧	380	461	522	972	1,418	1,855	30.8	2,143	15.5	1,929	-10.0
营运资本变动净值	(1,201)	(2,166)	786	(1,026)	(1,450)	(5,893)	306.5	(5,725)	-2.9	(6,316)	10.3
其他 (经营性)	1,623	3,359	(2,924)	280	2,102	11,218	433.8	10,913	-2.7	11,483	5.2
经营性现金流 (税前/息前)	3,596	5,392	3,521	6,185	5,068	7,565	49.3	8,814	16.5	10,758	22.1
收到 / (支付) 利息净值	223	173	361	403	186	237	27.3	253	6.9	303	19.9
已付股息	(438)	(239)	(233)	(700)	(1,049)	(369)	-64.82	(33)	-90.94	(164)	391.73
已缴付税项	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
资本支出	(2,454)	(1,195)	(4,680)	(6,094)	(6,012)	(7,950)	32.2	(7,200)	-9.4	(5,000)	-30.6
并购/处置净值	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	(843)	(1,723)	(2,467)	(2,762)	4,415	(806)	-	(825)	2.4	(1,155)	40.0
股份发行	0	0	0	(5)	4,748	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	931	3,429	(2,013)	(1,431)	7,864	(1,369)	-	1,102	-	5,416	391.3
外汇/非现金项目	2,162	8,121	(922)	3,471	(5,089)	0	-	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	3,093	11,550	(2,934)	2,040	2,775	(1,369)	-	1,102	-	5,416	391.3
核心息税折旧摊销前利润	3,173	4,199	5,659	6,931	4,416	2,241	-49.3	3,627	61.8	5,591	54.1
维护资本支出	(380)	(461)	(522)	(972)	(1,418)	(1,855)	30.8	(2,143)	15.5	(1,929)	-10.0
维护营运资本净支出	-	0	0	(1,026)	(1,450)	(5,893)	306.5	(5,725)	-2.9	(6,316)	10.3
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	-	3,738	5,136	4,933	1,548	(5,508)	-	(4,241)	-23.0	(2,654)	-37.4

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。附注: 对于部分公司而言, 所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

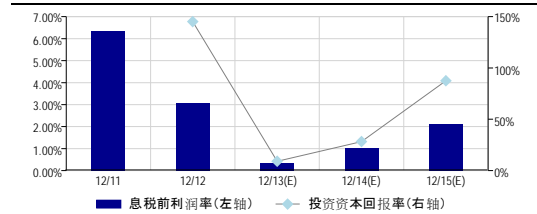
公司概况

苏宁电器股份有限公司是中国 3C（家电、电脑、通讯）家电连锁零售行业的领先者。“十一五”期间公司继续稳步推进连锁发展，在国内各地进行门店拓展。公司是国家商务部重点培育的“全国 20 家大型商业企业集团”之一。公司目前经营的商品包括空调、冰洗、彩电、音像、小家电、通讯、电脑、数码八个品类，近千个品牌，20 多万个规格型号。

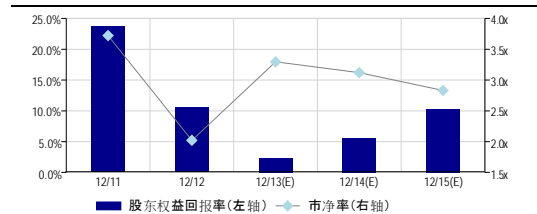
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



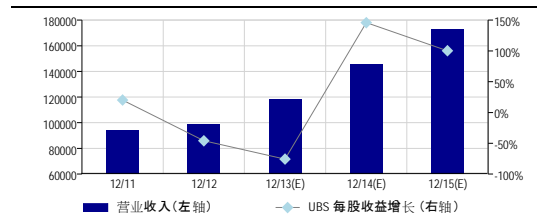
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长（UBS每股收益）



估值 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
市盈率 (本地会计准则)	23.3	17.2	21.5	NM	58.1	29.0
市盈率 (UBS)	23.3	17.2	21.5	>100	58.1	29.0
股价/每股现金收益	19.1	14.3	14.0	37.8	25.2	18.3
净股息收益率 (%)	0.7	1.3	0.6	0.0	0.2	0.5
市净率	4.7	3.7	2.0	3.3	3.1	2.8
企业价值/营业收入 (核心)	-	0.7	0.4	0.6	0.5	0.4
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	9.0	8.0	32.0	19.5	12.7
企业价值/息税前利润 (核心)	-	10.4	11.7	NM	NM	19.4
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	12.6	22.7	NM	NM	NM
企业价值/运营投入资本	-	NM	NM	NM	NM	NM

企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
平均市值	83,117	56,393	95,463	95,463	95,463
+ 少数股东权益	702	652	609	433	276
+ 平均净债务 (现金)	(20,501)	(20,054)	(22,462)	(23,165)	(23,032)
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(1,241)	(1,846)	(1,846)	(1,846)	(1,846)
核心企业价值	62,077	35,146	71,764	70,885	70,861

增长率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	18.5	24.3	4.8	19.8	23.2	19.0
息税折旧摊销前利润 (UBS)	8.6	22.5	-36.3	-49.3	61.8	54.1
息税前利润 (UBS)	1.8	16.0	-49.7	-87.1	NM	146.8
每股收益 (UBS)	3.3	20.2	-46.0	-75.7	145.9	100.2
每股现金收益	10.3	27.8	-31.2	-40.0	50.0	37.9
每股股息净值	9.2	50.0	-65.8	-91.2	NM	NM
每股账面净值	32.0	21.8	24.0	-1.5	5.6	10.3

利润率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税折旧摊销前利润/营业收入	6.6	7.4	4.5	1.9	2.5	3.2
息税前利润/营业收入	5.6	6.3	3.0	0.3	1.0	2.1
净利润 (UBS) /营业收入	4.5	5.1	2.7	0.6	1.1	1.9

资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	NM	NM	NM	9.1	28.3	NM
税后投资资本回报率	-	NM	NM	6.8	21.3	65.6
净股东权益回报率	23.2	23.7	10.5	2.3	5.6	10.3

偿付比率	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润/净利息	-	-	-	-	-	-
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	7.8	4.6	7.2	20.0	10.0	6.7
股息支付率 (%，UBS 每股收益)	14.4	21.8	13.8	5.0	10.0	15.0
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	NM	NM	NM	NM

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入/运营投入资本	NM	NM	NM	27.8	27.7	NM
营业收入/固定资产	9.8	9.2	6.4	5.8	5.6	5.8
营业收入/净营运资本	NM	NM	NM	NM	NM	NM

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
经营性自由现金流/息税前利润	-	0.8	0.5	NM	NM	NM
资本支出/营业收入 (%)	5.4	6.5	6.1	6.7	5.0	2.9
资本支出/折旧	5.4	6.3	4.2	4.3	3.4	2.6

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
净债务/总权益	NM	(94.4)	(83.8)	(78.1)	(77.6)	(86.5)
净债务/ (净债务 + 权益)	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务 (核心) / 企业价值	-	(33.0)	(57.1)	(31.3)	(32.7)	(32.5)

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。
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年10月08日19时56分的股价 (Rmb12.93) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

彭子姮

分析师

S1460511010004

ziheng.peng@ubssecurities.com

+86-213-866 8811

■ 苏宁云商

苏宁电器股份有限公司是中国3C（家电、电脑、通讯）家电连锁零售行业的领先者。“十一五”期间公司继续稳步推进连锁发展，在国内各地进行门店拓展。公司是国家商务部重点培育的“全国20家大型商业企业集团”之一。公司目前经营的商品包括空调、冰洗、彩电、音像、小家电、通讯、电脑、数码八个品类，近千个品牌，20多万个规格型号。

■ 风险声明

宏观经济风险：住宅房地产销量大幅下滑，居民消费能力下降；行业风险：竞争环境恶化，竞争对手为扩大市场份额采取长期低价策略；公司风险：战略布局方向失误，未及时调整门店及网购布局。

■ 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。

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	44%	32%
中性	持有/中性	46%	32%
卖出	卖出	10%	19%
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%	低于1%
卖出	卖出	低于1%	低于1%

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09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

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提及内容的限制。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: 彭子姮。

涉及报告中提及的公司的披露

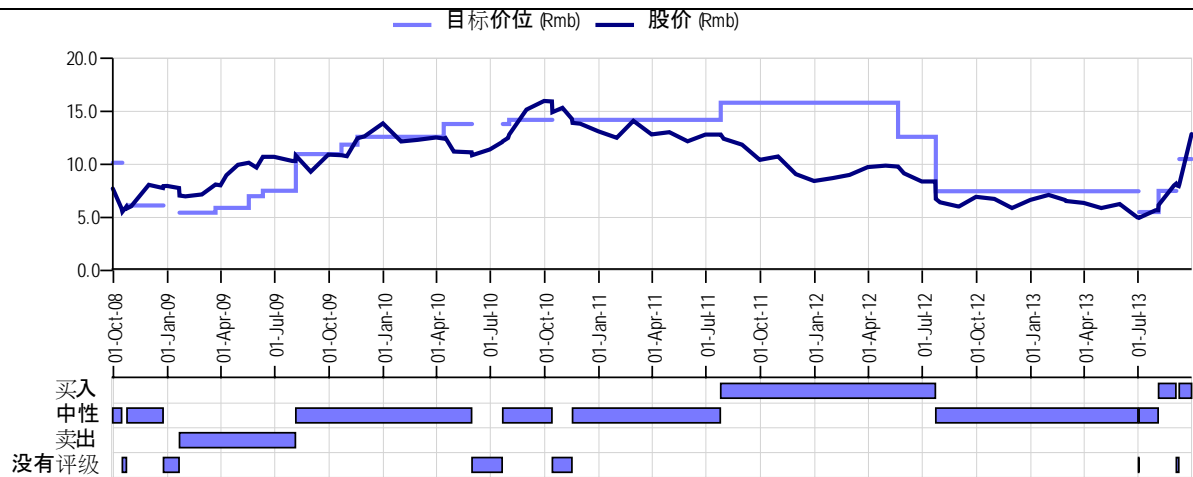
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
苏宁云商	002024.SZ	买入	不适用	Rmb12.85	2013年09月30日

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,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

苏宁云商 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2013年9月30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 and 解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所述的观点不一致。

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)和金融市场监管局(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 (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial 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(及其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的公司,注册于瑞士,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. 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,出版人及发言人。**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。**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。