

**零售相对优势稳固，执行力提升助推二次转型**
**■ 零售业务厚积薄发支撑高盈利，利率市场化背景下拥有较强竞争力**

我们认为招行相比同业拥有较强零售优势，支撑ROE水平保持A股上市银行前三水平。其中，13年中期活期存款占比仍维持在51.6%的行业领先水平。与同业趋势一致，我们预计招行未来几年将面临资产质量和净息差下行压力。但相比同业招行在利率市场化中或更具优势，主要驱动：1) 拥有较强内生资本积累实力；2) 风险定价能力逐步提升；3) 同业业务监管政策风险或小于同业，3季末同业资产与应收款占总资产16%（同业平均30%左右）。

**■ 新管理层执行力较强，助推“二次转型”破局**

我们预计具有较强执行力的管理层稳步推进包括互联网金融、“两小”业务等战略转型，将为公司中长期经营表现提供支撑。其中，公司13年前三季度小微企业贷款较年初增长67%，占一般贷款比重提升至14%。我们预计“两小”业务占比提升将对公司贷款定价提升形成有力支撑。

**■ 配股完成解除资本瓶颈，溢价处历史底部估值有吸引力**

从公司历史动态PB估值分析，招行一次转型成功以来相对于A股股份制银行平均估值溢价在23%（06年底以来），并基本保持在0-80%之间波动。我们分析目前公司估值相对股份制平均溢价接近历史最低区域，考虑到公司拥有较强零售业务和中小微企业业务实力，其估值溢价有望逐步修复。

**■ 估值：重新覆盖列入瑞银A股Key Call，目标价13.63元（原24.50元）**

我们基于多阶段DDM模型得出目标价，考虑到行业经营风险上升我们上调股权成本率为13.65%，中长期ROE为13.7%。我们预计公司13/14年EPS分别为2.17/2.14元（原2.03/2.39元），引入15年EPS预测2.20元。公司目前股价对于14年PB/PE分别为0.9倍/5.3倍。

重要数据 (Rmb百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	96,298	113,433	132,211	148,241	164,819
税前利润	47,122	59,564	67,012	70,473	72,360
净利润	36,129	45,273	50,929	54,264	55,717
每股收益 (UBS, Rmb)	1.67	2.10	2.17	2.14	2.20
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.42	0.63	0.60	0.54	0.44

盈利能力和估值	五年历史均值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
股本回报率(UBS)	24.3	24.8	21.6	18.6	16.8
股价/营业利润	7.0	3.7	3.5	3.4	3.1
股价/每股账面净值(x)	2.6	1.2x	1.1x	0.9x	0.8x
市盈率(UBS)(x)	10.3	5.3	5.2	5.3	5.2
净息收益率(%)	2.6	5.6	5.3	4.7	3.9

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11月18日19时56分的股价(Rmb11.34)得出。

**甘宗卫**

分析师

S1460513090001

zongwei.gan@ubssecurities.com

+86-105-832 8755

中国

银行业（除储贷业务）

12个月评级

**买入**  
 保持不变

12个月目标价

**Rmb13.63/US\$2.24**  
 之前: Rmb24.50/US\$4.02

股价

**Rmb11.34/US\$1.86**

路透代码: 600036.SS 彭博代码600036 CH

**2013年11月19日**
**交易数据 (本币/US\$)**
**52周股价波动范围** Rmb14.78-9.83/US\$2.37-1.58

**市值** Rmb252十亿/US\$41.3十亿

**已发行股本** 17,666百万 (ORDA)

**流通股比例** 32%

**日均成交量 (千股)** 78,704

**日均成交额(Rmb 百万)** Rmb867.4

**资产负债表数据 12/13E**
**普通股权益** Rmb272十亿

**市净率** 1.1x

**一级资本比率** 9.6%

**预测回报率**
**预测股价涨幅** +20.2%

**预测股息收益率** 5.3%

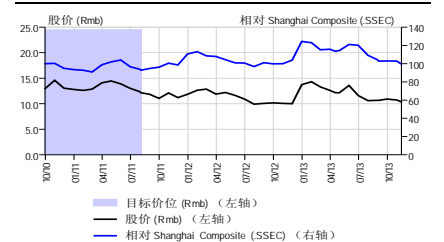
**预测股票回报率** +25.5%

**市场回报率假设** 9.0%

**预测超额回报率** +16.5%

**每股收益 (UBS, Rmb)**

	12/13E		12/12	12/12
	从	到市场预测	实际	实际
H1E	-	1.12	-	1.08
H2E	-	1.05	-	1.01
12/13E	2.03	2.17	2.03	
12/14E	2.39	2.14	2.39	

**股价表现 (Rmb)**


资料来源: UBS

[www.ubssecurities.com](http://www.ubssecurities.com)

目录	页
<b>投资主题</b>	<b>3</b>
— 关键催化剂.....	4
— 风险.....	4
— 估值和推导我们目标价的基础.....	4
— 乐观悲观/悲观情景假设分析.....	5
— 瑞银预期对比市场一致预期.....	5
— 敏感性分析.....	6
<b>1. 厚积薄发支撑高盈利，公司传统零售业务优势仍在</b>	<b>7</b>
<b>2. 二次转型有待突破，关注资产端定价提升</b>	<b>9</b>
— 2.1 资产端定价提升缓慢是制约“二次转型”的重要因素.....	9
— 2.2 “两小”业务发力，贷款定价与同业差距有望逐步缩窄.....	10
<b>3. 配股解决其资本瓶颈，同业业务监管政策风险或小于同业</b>	<b>11</b>
— 3.1 配股完成解决资本瓶颈，资本内生增长实力较强.....	11
— 3.2 拨贷比有待进一步提升.....	12
— 3.3 同业业务占比较低，监管政策风险或小于同业.....	13
<b>4. 投资建议与估值</b>	<b>14</b>

甘宗卫  
分析师  
S1460513090001  
zongwei.gan@ubssecurities.com  
+86-105-832 8755

## 投资主题

我们给予招行“买入”评级，DDM模型得出目标价13.63元，13/14/15年EPS预测分别为2.17/2.14/2.20元，目标价对应13/14/15年6.27/6.36/6.19倍PE，1.27/1.11/0.98倍PB。我们主要推荐理由包括：

### ■ 零售业务厚积薄发支撑高盈利，利率市场化背景下拥有较强竞争力

- 零售业务具有厚积薄发的特点，我们认为招行相比同业拥有较强零售传统优势，支撑ROE水平保持A股上市银行前三的水平（12年ROA1.46%，ROE24.8%）。其中，13年中期活期存款占比仍维持在51.6%的行业最高水平之列。
- 与同业趋势一致，我们认为招商银行未来几年将面临资产质量和净息差下行压力。但相比同业招行在利率市场化过程中或更有优势，主要驱动包括：1）拥有较强的内生资本积累实力；2）风险定价能力逐步提升；3）同业业务监管政策风险或小于同业，3季末同业资产与应收账款投资占总资产16%（同业平均30%左右）。

### ■ 新管理层执行力较强，助推“二次转型”破局

- 新管理层具有较强执行力，2013年初以来“两小”贷款业务增速显著提升，这将有助于以风险定价提升为核心的“二次转型”破局；
- 公司13年前三季度小微企业贷款较年初增长67%，占一般贷款比提升至14%。我们预计“两小”业务占比提升将对公司贷款定价提升形成有力支撑。

### ■ 配股完成解除资本瓶颈，溢价处历史底部估值有吸引力

- 公司13年9月前后完成配股融资约337亿，提升公司核心一级资本1.2个百分点至三季度末的9.38%的同业较高水平，资本瓶颈消除。
- 从公司历史动态PB估值分析，公司一次转型成功以来招行相对于A股股份制银行平均估值溢价在23%（06年底以来），并基本保持在0-80%之间波动。我们分析目前公司PB估值0.90倍，相对股份制银行平均持平，溢价接近历史最低区域；考虑到公司拥有较强零售业务和中小微企业业务实力，其估值溢价有望逐步修复。
- 同时，公司A股股价较H股有13%的折价，折价幅度处A+H银行股较高水平；考虑到公司基本面仍然优秀，我们认为估值具有较强吸引力。

## 关键催化剂

我们认为以下因素或有望成为短期对公司业绩和估值形成正面作用的有力催化剂，包括：

- 流动性环比改善或支撑估值溢价修复。在季节性因素和监管严控表外业务的影响下10月份社会融资总额低于预期；我们预计13年全年社会融资总额新增17万亿，对应11、12月份月均1万亿元，环比改善；预计流动性环比改善或持续至14年2月份。
- 资本实力提升+执行力提升支撑“两小”贷款业务较快增长，或助推公司2013年4季度及2014年息差表现超出预期，从而带来盈利增长超预期；

## 风险

我们认为下列因素或为公司业绩带来负面影响：

- 招行理财产品占总资产比重处于行业较高水平，13年3季度末为16%。若监管对于理财非标要求进一步拨备或资本计提，将对公司盈利带来负面冲击；
- 公司小企业贷款不良率回升较快，资产质量或面临一定压力。三季度末公司小企业贷款不良率环比回升29bps至1.77%。整体不良贷款余额环比回升15%，增幅较大，不良新增主要来自小企业贷款。同时，我们估算公司前三季度不良贷款毛生成率0.57%，年化核销比率0.06%，趋势与行业一致。
- 利率市场化推进快于预期，使得公司净息差回落快于预期。我们目前预计公司13-15年NIM分别回落25bps/11bps/12bps。

## 估值和推导我们目标价的基础

我们综合考虑当前宏观经济形势，结合招商银行自身发展状况，采用多阶段股利折现模型推导公司目标价。

其中假设长期可持续ROE为13.7%，以及永续增长率为4.5%。我们预计公司2013/2014/2015年的EPS为2.17/2.14/2.20元。

我们基于多阶段股利折现模型推导得到目标价为13.63元（股权成本假设13.65%），目标价对应13/14/15年6.27/6.36/6.19倍PE，1.27/1.11/0.98倍PB。我们考虑到公司基本面仍然优秀，估值具有较强吸引力，给予公司“买入”评级。

图1: A股上市银行目标价及估值

	股价 (RMB)	目标价 (RMB)	股价距离 目标价	投资评级	PE		PB		ROAA		ROAE		股息收益率	
					13E	14E	13E	14E	13E	14E	13E	14E	13E	14E
工行	3.79	4.59	21%	买入	5.13	5.47	1.02	0.90	1.39%	1.17%	21.26%	17.51%	5.84%	4.57%
农行	2.54	2.55	0%	中性	5.17	5.30	0.98	0.87	1.13%	0.98%	20.05%	17.35%	5.81%	4.71%
建行	4.32	5.30	23%	买入	5.17	5.34	1.00	0.88	1.43%	1.25%	20.64%	17.52%	5.80%	4.68%
中行	2.80	2.80	0%	中性	5.25	5.57	0.85	0.77	1.13%	0.98%	17.02%	14.43%	5.72%	4.49%
交行	4.04	4.05	0%	中性	4.78	5.10	0.72	0.65	1.12%	0.93%	15.81%	13.46%	4.19%	3.92%
招商	10.35	13.63	32%	买入	4.77	4.83	0.96	0.84	1.41%	1.40%	21.57%	18.62%	5.83%	6.74%
浦发	9.68	11.05	14%	买入	4.68	4.05	0.88	0.74	1.14%	1.16%	20.13%	19.88%	4.27%	4.94%
华夏	7.77	6.70	-14%	中性	4.87	4.34	0.83	0.72	0.91%	0.91%	17.95%	17.70%	4.11%	4.61%
平安	13.36	10.51	-21%	中性	7.42	6.52	1.11	0.97	0.86%	0.86%	16.08%	15.91%	2.69%	3.07%
南京	8.17	8.30	2%	中性	5.34	4.71	0.87	0.76	1.20%	1.14%	17.27%	17.18%	4.68%	5.30%
宁波	8.85	10.94	24%	买入	5.32	4.62	0.97	0.83	1.19%	1.17%	19.88%	19.40%	3.76%	4.33%
北京	7.66	9.90	29%	买入	4.90	4.20	0.82	0.71	1.13%	1.13%	17.93%	18.13%	4.08%	4.76%
算术平均					5.24	5.00	0.93	0.81	1.17%	1.10%	19.05%	17.60%	4.67%	4.68%

注：股价为2013年11月15日收盘价数据。 数据来源：Wind, 瑞银证券估算

## 乐观悲观/悲观情景假设分析

我们的乐观/悲观情景假设以现有资产负债表贷款余额为基准，并建立在对不良贷款率的乐观和悲观假设基础之上，并假设公司会在未来四年持续确认不良贷款到2016年拨备覆盖率达到100%。

### ■ 乐观情况-每股估值14.99元

在乐观情景下，我们预计至2016年不良率仅上升到2.5%（基准预测为3.3%），由此得出2013年-2016年EPS预测较基准预测提升6-8%，每股估值14.99元，对应2014年1.22倍PB。

### ■ 悲观情况-每股估值9.54元

在悲观情景下，我们预计至2016年不良率将上升到4.1%（基准预测为3.3%），并可能伴随小规模流动性风险事件，由此得出2013年-2016年EPS预测较基准预测下降10-13%，每股估值9.54元，对应2014年0.78倍PB。

## 瑞银预期对比市场一致预期

我们对招商银行2013-2015年净利润的预测低于市场一致预期0.4%-14.5%，主要原因为：

- 1) 我们对于利率市场化对于公司净息差的冲击预计更为激进，预计利率市场化或将在13年4季度或14年1季度进一步推进；
- 2) 我们对于公司信贷成本假设更为激进，预计公司中期资产质量压力或将持续至2015年。

表1: 瑞银预测对比市场一致预期

	2013E	2014E	2015E
瑞银预测净利润 (人民币百万元)	50,929	54,264	55,717
同比增速	12%	7%	3%
一致预期 (人民币百万元)	51,132	57,963	65,165
同比增速	13%	13%	12%
瑞银预测 vs 市场一致预期	-0.4%	-6.4%	-14.5%

数据来源: Wind, 瑞银证券估算。注: 一致预期截止2013年11月15日。

## 敏感性分析

以下是招商银行2014年净利润预测变动对于净息差和信贷成本变化的敏感性分析:

表2: 2014年净利润对于净息差和信贷成本变动的敏感性分析

		净息差较基准预测变动								
		-0.40%	-0.30%	-0.20%	-0.10%	0.00%	0.10%	0.20%	0.30%	0.40%
信贷成本	1.30%	-47%	-41%	-36%	-30%	-24%	-18%	-12%	-6%	0%
	1.20%	-44%	-38%	-32%	-26%	-20%	-15%	-9%	-3%	3%
	1.10%	-41%	-35%	-29%	-23%	-17%	-11%	-5%	1%	6%
	1.00%	-37%	-32%	-26%	-20%	-14%	-8%	-2%	4%	10%
	0.90%	-34%	-28%	-22%	-16%	-11%	-5%	1%	7%	13%
	0.80%	-31%	-25%	-19%	-13%	-7%	-1%	5%	10%	16%
	0.70%	-28%	-22%	-16%	-10%	-4%	2%	8%	14%	20%
	0.60%	-24%	-18%	-12%	-7%	-1%	5%	11%	17%	23%
	0.58%	-24%	-18%	-12%	-6%	0%	6%	12%	18%	24%
	0.50%	-21%	-15%	-9%	-3%	3%	9%	14%	20%	26%
	0.40%	-18%	-12%	-6%	0%	6%	12%	18%	24%	30%
	0.30%	-14%	-8%	-3%	3%	9%	15%	21%	27%	33%
	0.20%	-11%	-5%	1%	7%	13%	18%	24%	30%	36%
	0.10%	-8%	-2%	4%	10%	16%	22%	28%	34%	40%
0.00%	-4%	2%	7%	13%	19%	25%	31%	37%	43%	

数据来源: 瑞银证券估算

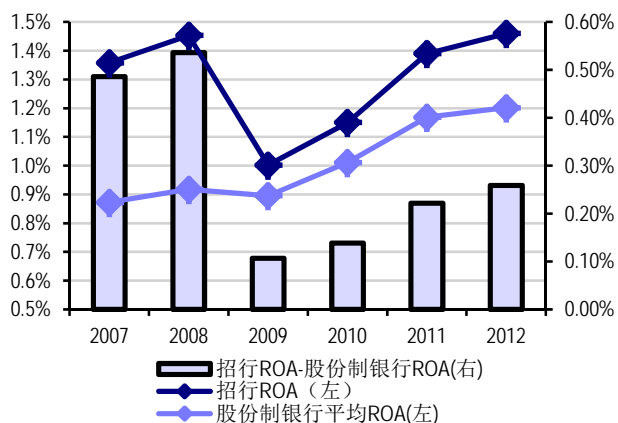
# 1. 厚积薄发支撑高盈利，公司传统零售业务优势仍在

招商银行较早进行零售业务改革，并在零售业务和中间业务收入方面取得了领先优势。我们认为在利率市场化的大背景下，公司零售端存款端将受到行业性冲击，但零售业务相比同业优势仍在。我们认为主要原因在于零售业务具有厚积薄发的特点，具体包括：

- 1) 前期投入较大，产生效益的时间较慢，但见效后收益较为稳定；
- 2) 具有明显的规模经济的特点；
- 3) 较为节约资本，风险资产收益较高。

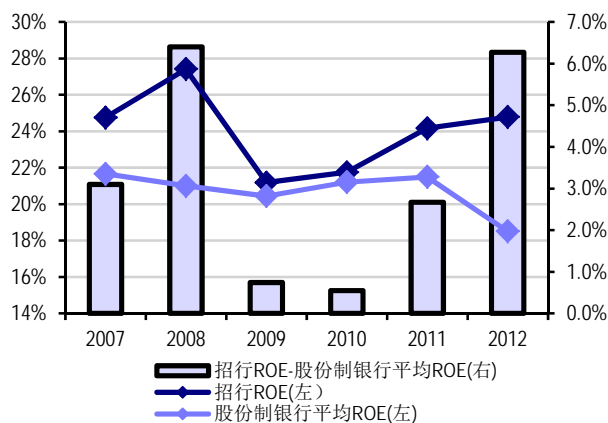
因此，我们可以看到招行相对同业其他银行在这一领先优势较为稳固，近几年存款成本一直处于上市银行最低水平之列。

图2: 招商银行总资产收益率领先同业（2012年及近五年平均）



数据来源：公司公告

图3: 招商银行净资产收益率均领先同业（2012年及近五年平均）



数据来源：公司公告

表3: 杜邦分析指标横向比较, 负债端成本和中间业务收入优势是招行高盈利能力的重要支柱 (2012)

	招行	兴业	浦发	华夏	平安	股份制平均	招行vs平均
净利息收入	2.85%	2.55%	2.52%	2.59%	2.31%	2.60%	0.25%
手续费及佣金净收入	0.64%	0.53%	0.30%	0.30%	0.40%	0.47%	0.16%
非利息收入	0.80%	0.53%	0.32%	0.32%	0.47%	0.54%	0.25%
营业收入	3.64%	3.08%	2.83%	2.91%	2.78%	3.14%	0.50%
成本	1.56%	1.01%	1.03%	1.37%	1.33%	1.28%	0.28%
拨备前利润	2.09%	2.07%	1.80%	1.54%	1.44%	1.86%	0.22%
拨备	0.18%	0.44%	0.28%	0.28%	0.22%	0.31%	-0.13%
其他	0.01%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%
税前利润	1.92%	1.63%	1.54%	1.26%	1.23%	1.56%	0.36%
税收及少数股东权益	0.46%	0.41%	0.36%	0.33%	0.29%	0.39%	0.07%
归属母公司净利润	1.46%	1.23%	1.17%	0.94%	0.94%	1.17%	0.29%
ROAA	1.46%	1.23%	1.17%	0.94%	0.94%	1.17%	0.29%
杠杆率	16.97	19.87	17.86	19.72	18.12	18.20	(1.22)
ROAE	24.78%	24.38%	20.95%	18.47%	16.95%	21.32%	3.46%
其中: ROAA的贡献	26.56%	22.33%	21.34%	17.04%	17.03%	21.32%	5.24%
杠杆的贡献	-1.79%	2.06%	-0.39%	1.42%	-0.07%	-0.00%	-1.79%

注: 上述股份制平均基于民生、兴业、中信、浦发、华夏、平安等八家上市银行, 杠杆贡献计算基于将各银行杠杆率统一至股份制平均水平。

数据来源: 公司公告, 瑞银证券估算

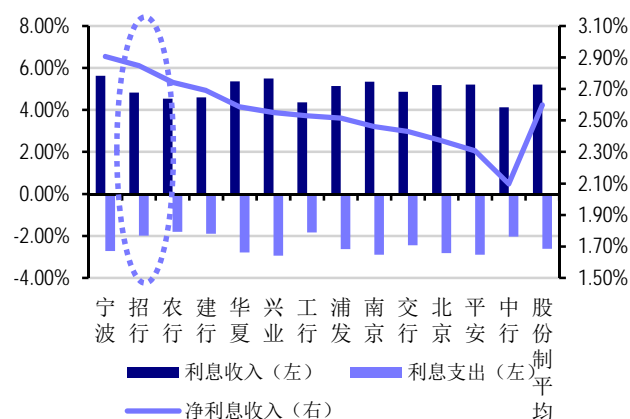
我们认为招行多年较高质量的服务水平和口碑, 以及由此衍生出的客户粘性是其存款端优势的重要支撑。突出表现在:

- 1) 公司储蓄存款占比较高, 13年中期末公司储蓄存款占比36.5%, 处于所有上市中小银行最高水平;
- 2) 活期储蓄存款占比较高, 公司活期储蓄占存款的比率21%, 仅低于所有上市银行中的农行, 支撑公司整体活期存款占比处于上市银行领先水平。

我们认为在银行业金融脱媒深化的过程中, 对公大企业脱媒程度将更大, 因此对公领域存款也势必将受到冲击; 招行较强的零售存款优势或支撑其成本未来表现优于同业。

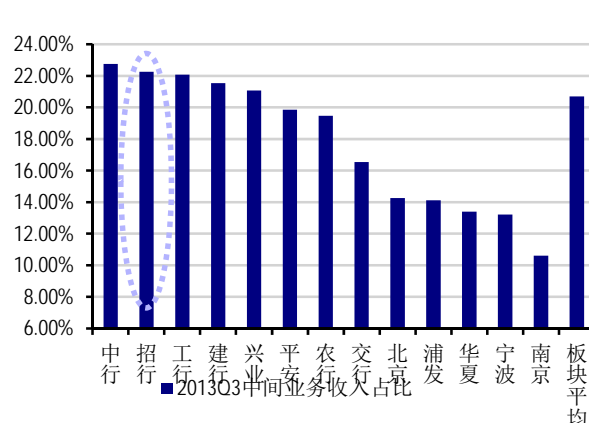


图4: 负债端成本优势是招行净利息收益率领先同业的主要支撑 (%平均总资产, 2012)



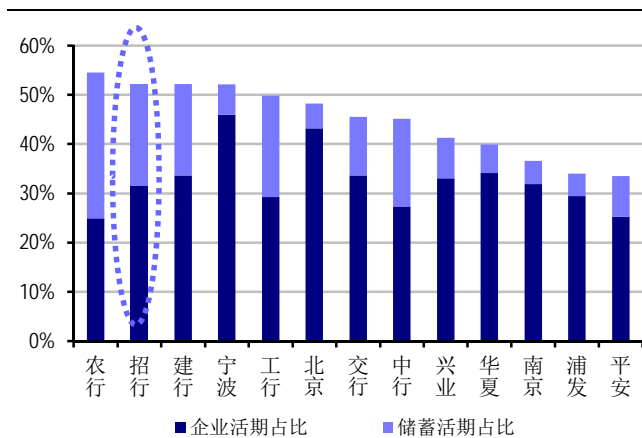
数据来源: 公司公告

图5: 招行中间业务实力较强, 手续费及佣金占比处同业较高水平



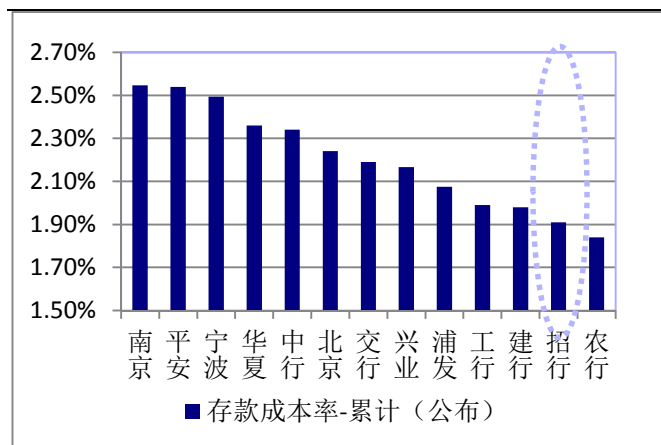
数据来源: 公司公告

图6: 活期存款占比处同业最高水平之列 (2013H1)



数据来源: 公司公告

图7: 存款成本率处同业最低水平之列 (2013H1)



数据来源: 公司公告

## 2. 二次转型有待突破, 关注资产端定价提升

### 2.1 资产端定价提升缓慢是制约“二次转型”的重要因素

我们认为利率市场化及金融脱媒背景下, 资产端定价提升是商业银行竞争优势的重要方面; 近年来公司估值溢价回落或反映了市场对于公司以风险定价提升为核心的“二次转型”进展较慢的疑虑。

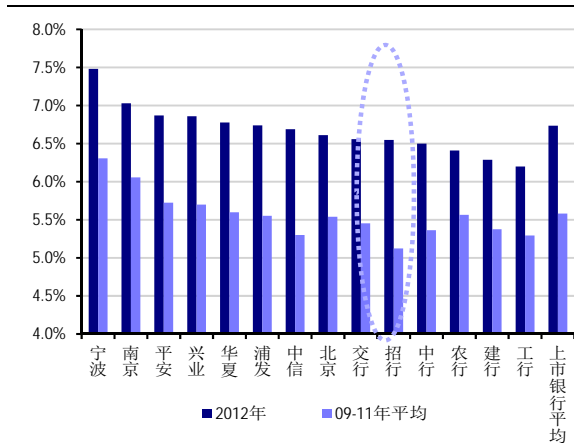
表4: 近几年来招行贷款收益率、剔除信贷成本后贷款收益率与同业差距略有缩窄

贷款收益率-累计（公布）	2009	2010	2011	2012
招行	4.42%	4.87%	6.08%	6.55%
股份制银行平均	5.03%	5.25%	6.34%	6.83%
差距	-0.61%	-0.38%	-0.34%	-0.28%
剔除信贷成本后收益率				
招行	4.13%	4.44%	5.52%	6.23%
股份制银行平均	4.58%	4.75%	5.78%	6.17%
差距	-0.45%	-0.31%	-0.26%	0.06%

注：12年剔除信贷成本后贷款收益率较高或源于当年信贷成本较低，12年信贷成本0.31%，同比回落22bps。

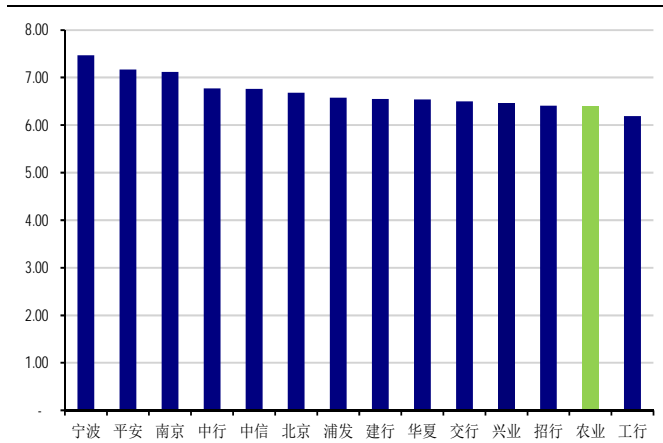
数据来源：公司公告

图8: 招行贷款定价仍处于可比同业较低水平



数据来源：公司公告

图9: 招商银行对公贷款利率处于行业较低水平，仍有提升空间（2012，单位：%）



数据来源：公司公告

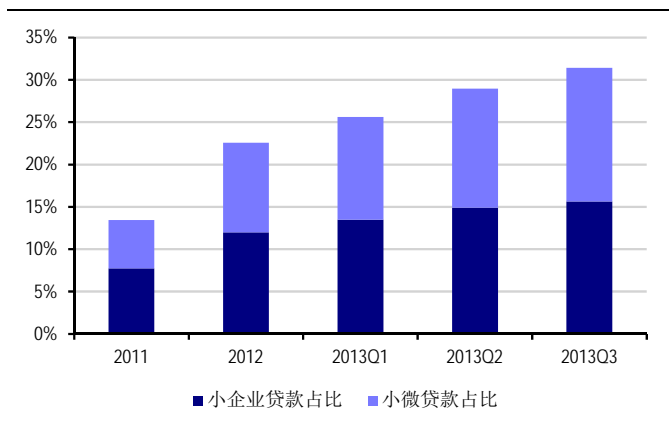
## 2.2 “两小”业务发力，贷款定价与同业差距有望逐步缩窄

招行2012年明确提出两小战略，2012年初以来“两小”贷款业务增速显著提升，显示出新管理层具有较强执行力。我们认为这将有助于以风险定价提升为核心的“二次转型”破局，小微企业贷款和小企业贷款占整体贷款比重逐步提升将有利于提升招商银行整体贷款定价水平。

2013年前三季度公司小企业贷款和小微企业贷款分别较年初增长47%和67%，两者合计占一般贷款的比重较年初提升8.8个百分点至31.4%；同时两者加权平均贷款利率较基准上浮比率较去年全年提升0.8和3.2个百分点至22.8%和32.6%。

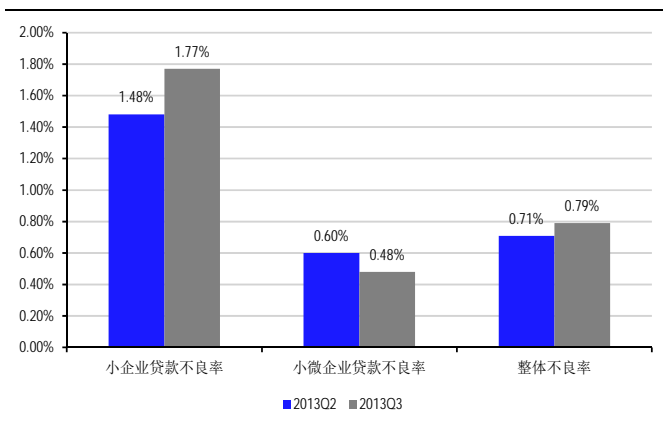
同时，我们注意到公司小企业贷款不良率回升，或带来一定资产质量压力；我们认为较好的风险控制或是控制公司资产质量压力、及获取更大剔除风险后收益率的关键。

图10: 近年来公司“两小”业务占比提升, 支撑贷款定价提升



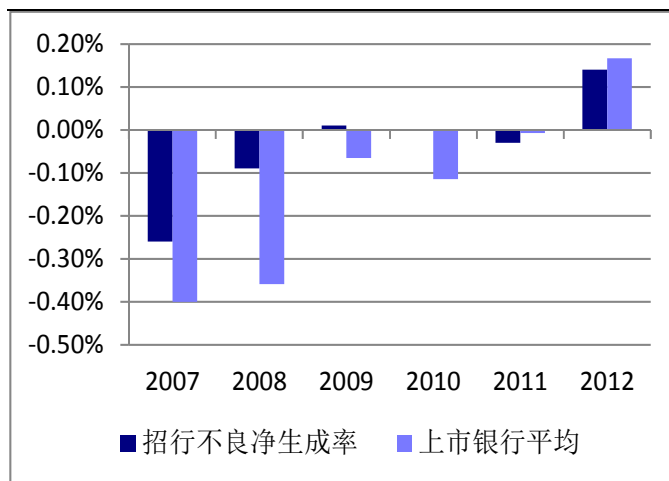
数据来源: 公司公告

图11: 公司小企业贷款不良率回升幅度较大, 或带来一定资产质量压力



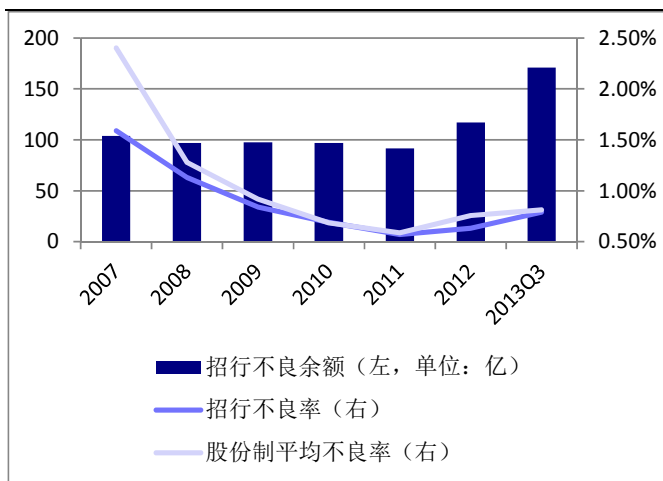
数据来源: 公司公告

图12: 不良净生成率处可比同业较低水平



数据来源: 公司公告, 瑞银证券估算

图13: 不良率有所回升, 资产质量压力与同业趋势一致



数据来源: 公司公告, 瑞银证券估算

### 3. 配股解决其资本瓶颈, 同业业务监管政策风险或小于同业

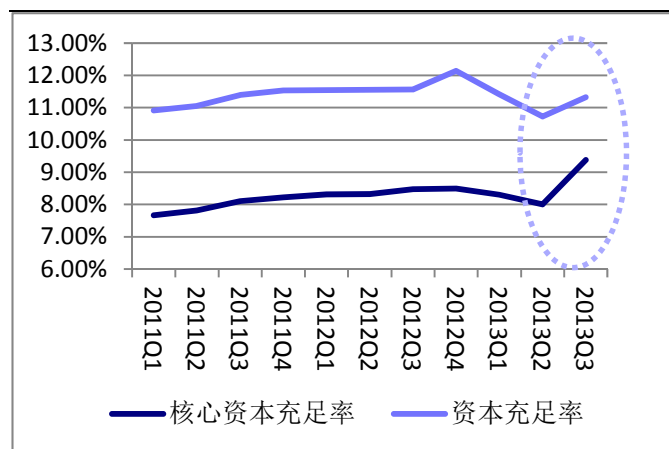
#### 3.1 配股完成解决资本瓶颈, 资本内生增长实力较强

我们认为招行拥有较高资本充足率水平及较强内生资本积累实力, 将对公司竞争力优势形成支撑。13年下半年公司完成配股融资约336.6亿, 提升公司核心一级资本充足率1.2个百分点。公司三季度末核心一级资本充足率和总资本充足率分别提升至9.38%和11.32%, 达到同业较高水平; 并高于监管要求, 资本瓶颈消除。

同时, 我们分析剔除实施资本管理新办法的影响, 在没有外部股权融资的情况下招行核心资本充足率自2011Q1持续环比回升, 体现出公司较强的资本内生

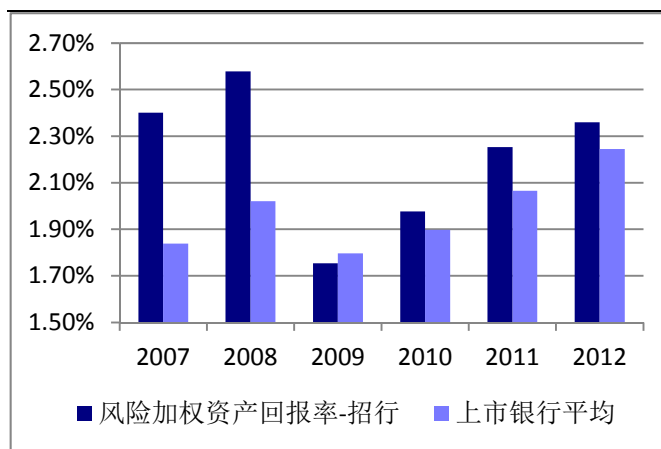
积累能力。我们认为公司目前较高的资本充足水平和内生资本积累实力将为其“两小”业务战略的推进提供支撑。

图14: 核心及总资本充足水平呈逐季提升趋势



数据来源: 公司公告

图15: 公司风险资产回报率处同业较高水平



数据来源: 公司公告

表5: 公司具有较强内生增长能力 (基于监管要求的自由现金流测算)

百万元人民币	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
风险资产增加	244,575	285,107	314,001	316,871	665,046	466,628	443,294
核心资本充足率要求	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%
核心资本要求	20,789	24,234	26,690	26,934	56,529	39,663	37,680
净利润	18,235	25,769	36,127	45,277	50,929	54,264	55,717
股息	4,531	6,257	9,062	13,593	15,279	13,566	11,143
自由现金流	-7,085	-4,722	375	4,750	-20,878	1,035	6,894
占风险资产比重	-0.61%	-0.33%	0.02%	0.23%	-0.76%	0.03%	0.19%
风险资产增速%	30%	28%	27%	25%	18%	29%	32%
分红率假设	27%	7%	25%	24%	30%	na	30%

注: 上述净利润包括少数股东收益。

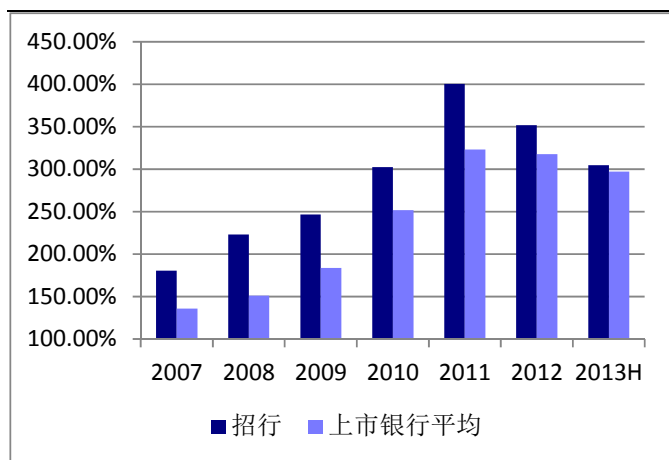
数据来源: 公司公告, 瑞银证券估算

### 3.2 拨贷比有待进一步提升

公司三季度末拨备覆盖率环比回落24个百分点至281%，拨贷比环比回升4bps至2.21%。我们分析三季度信贷成本0.59%，同比提升30bps，环比提升4bps；

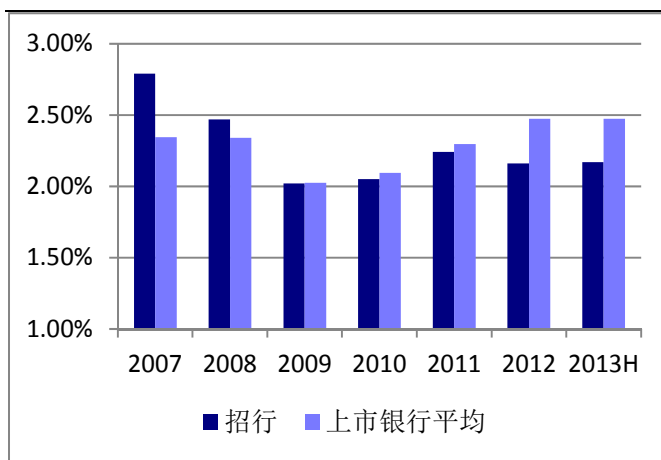
当前公司资产质量压力仍然存在，同时拨贷比仍低于未来监管2.5%的要求，预计信贷成本将保持在较高水平。我们预计公司13/14/15年信贷成本分别为0.49%/0.58%/0.74%。

图16: 招行拨备覆盖率处于较高水平



数据来源：公司公告

图17: 现阶段招行拨贷比略低于同业平均



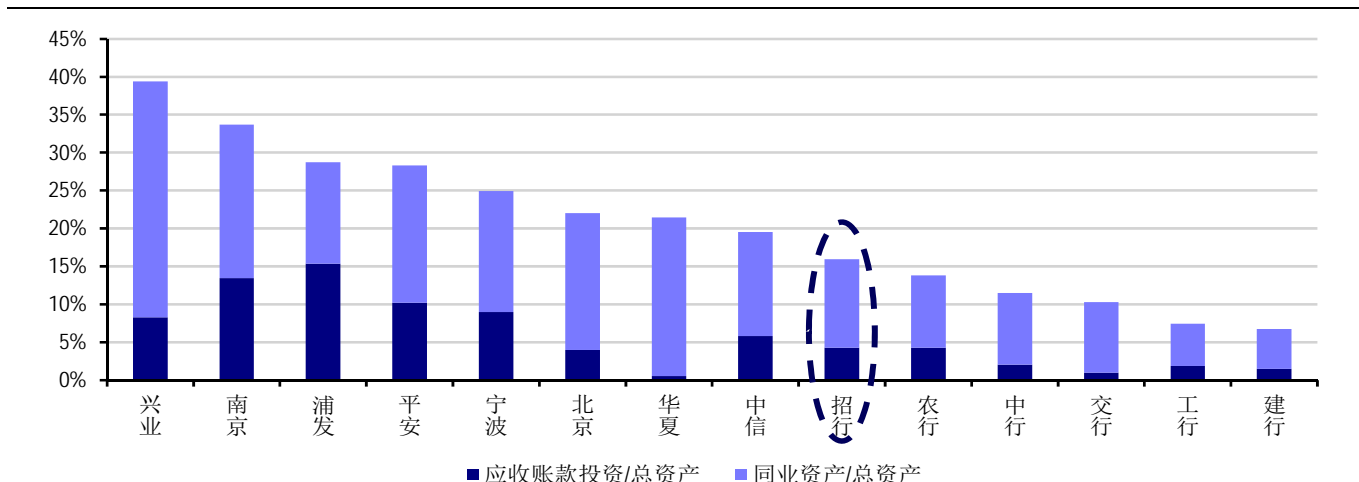
数据来源：公司公告

### 3.3 同业业务占比较低，监管政策风险或小于同业

我们分析2011年以来中小银行同业业务及应收账款投资业务增长较快，同业业务驱动下的规模扩张成为其盈利增长的重要驱动。其中，我们认为类信贷资产占上述银行同业及投资业务的比率逐步扩张达到较高水平，这或使其面临一定监管政策风险（具体包括增加拨备计提和资本要求等），从而给同业及类信贷业务占比较高的银行盈利及资本带来较大冲击。

同业业务监管政策风险方面，我们认为招商银行相比同类银行或面临较小风险。主要原因：公司同业及投资业务扩张较为谨慎，3季末同业资产与应收账款投资占总资产16%，处于较低水平（同类可比银行平均30%左右）。

图18: 招行同业资产及应收账款投资占比处于可比股份制银行较低水平（2013Q3）



数据来源：公司公告

## 4. 投资建议与估值

我们基于多阶段股利折现模型推导得到目标价为13.63元（股权成本假设13.65%），目标价对应13/14/15年6.27/6.36/6.19倍PE，1.27/1.11/0.98倍PB。

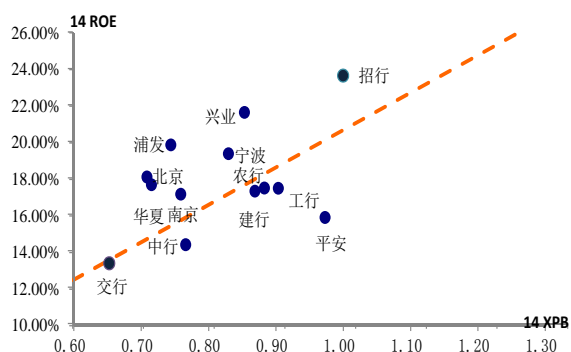
目前招行A股14年PB在0.9倍，与板块平均持平，估值溢价处历史最低位（2006年底以来）；同时，公司A股股价较H股有13%的折价，折价幅度处同业较高水平。我们考虑到公司基本面仍然优秀，估值具有较强吸引力，给予公司“买入”评级。

图19: 招商银行相对于A股股份制银行平均水平动态PB估值溢价处于历史最低水平



数据来源：Wind，瑞银证券估算

图20: A股上市银行ROE与PB关系（2014E）



注：ROE数据来自Wind一致预期（截至2013年11月15日）。

数据来源：Wind，瑞银证券估算

表6: 利润表 (Rmb m)

利润表 (Rmb m)	2009 FY	2010 FY	2011 FY	2012 FY	2013e FY	2014e FY	2015e FY
净利息收入	40,364	57,076	76,307	88,374	97,999	110,882	119,289
非利息收入	11,129	14,338	19,991	25,059	34,212	37,359	45,529
手续费及佣金	7,993	11,330	15,628	19,739	28,622	31,484	39,355
其他	3,136	3,008	4,363	5,320	5,591	5,875	6,175
<b>营业总收入</b>	<b>51,493</b>	<b>71,414</b>	<b>96,298</b>	<b>113,433</b>	<b>132,211</b>	<b>148,241</b>	<b>164,819</b>
营业总成本	26,207	32,634	40,889	48,350	55,264	64,485	73,344
员工成本	12,686	16,002	20,316	23,932	27,623	32,521	37,183
其他成本	10,392	12,479	14,482	16,863	19,708	23,069	26,272
营业税	3,129	4,153	6,091	7,555	7,933	8,894	9,889
<b>拨备前利润</b>	<b>25,286</b>	<b>38,780</b>	<b>55,409</b>	<b>65,083</b>	<b>76,947</b>	<b>83,756</b>	<b>91,474</b>
拨备	3,073	5,570	8,199	5,491	10,008	13,368	19,212
非信贷资产拨备	-102	-69	151	92	0	0	0
营业外收支净额	69	64	63	64	74	85	97
<b>税前净利润</b>	<b>22,384</b>	<b>33,343</b>	<b>47,122</b>	<b>59,564</b>	<b>67,012</b>	<b>70,473</b>	<b>72,360</b>
税收	4,149	7,574	10,995	14,287	16,083	16,209	16,643
少数股东权益	0	0	2	-4	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>18,235</b>	<b>25,769</b>	<b>36,129</b>	<b>45,273</b>	<b>50,929</b>	<b>54,264</b>	<b>55,717</b>
加权平均股本总额	22,943	25,110	21,577	21,577	23,454	25,332	25,332
期末总股本	19,119	21,577	21,577	21,577	25,332	25,332	25,332
每股净利润 (Rmb)	0.79	1.03	1.67	2.10	2.17	2.14	2.20
每股净利润-摊薄 (Rmb)	0.79	1.03	1.67	2.10	2.17	2.14	2.20
每股现金股利 (Rmb)	0.20	0.25	0.42	0.63	0.65	0.54	0.44
每股净资产 (Rmb)	4.85	6.21	7.65	9.28	10.74	12.28	13.94
分红率	25%	24%	25%	30%	30%	25%	20%
<b>增长率</b>							
净利息收入	-14%	41%	34%	16%	11%	13%	8%
手续费及佣金收入	3%	42%	38%	26%	45%	10%	25%
营业收入	-7%	39%	35%	18%	17%	12%	11%
营业成本	11%	25%	25%	18%	14%	17%	14%
拨备前利润	-21%	53%	43%	17%	18%	9%	9%
净利润	-13%	41%	40%	25%	12%	7%	3%
每股净利润-摊薄	-13%	29%	63%	25%	3%	-1%	3%
每股现金股利	208%	26%	69%	50%	3%	-18%	-18%
每股净资产	40%	28%	23%	21%	16%	14%	14%

数据来源: 公司公告, 瑞银证券估算

表7: 资产负债表和资本充足水平 (Rmb m)

	2009 FY	2010 FY	2011 FY	2012 FY	2013e FY	2014e FY	2015e FY
风险加权资产	1,161,776	1,446,883	1,760,884	2,077,755	2,742,801	3,209,430	3,652,723
生息资产	1,806,243	2,150,615	2,489,714	2,921,423	3,530,573	4,150,378	4,697,858
贷款总额	1,185,822	1,431,451	1,641,075	1,904,463	2,189,566	2,458,236	2,756,956
存款总额	1,608,146	1,897,178	2,220,060	2,532,444	2,912,311	3,320,034	3,751,639
总资产	2,067,941	2,402,507	2,794,971	3,408,099	3,973,311	4,526,781	5,119,678
总负债	1,975,158	2,268,501	2,629,961	3,207,698	3,701,156	4,215,639	4,766,385
股东权益	92,783	134,006	164,997	200,328	272,001	310,986	353,138
贷款净额	311,460	245,629	209,624	263,388	285,103	268,671	298,720
<b>增长率</b>							
风险加权资产	27%	25%	22%	18%	32%	17%	14%
生息资产	32%	19%	16%	17%	21%	18%	13%
<b>贷款总额</b>	<b>36%</b>	<b>21%</b>	<b>15%</b>	<b>16%</b>	<b>15%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>
<b>存款总额</b>	<b>29%</b>	<b>18%</b>	<b>17%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>14%</b>	<b>13%</b>
总资产	32%	16%	16%	22%	17%	14%	13%
总负债	32%	15%	16%	22%	15%	14%	13%
股东权益	17%	44%	23%	21%	36%	14%	14%
贷款净额	55%	-21%	-15%	26%	8%	-6%	11%
<b>存贷比 (%)</b>	<b>74%</b>	<b>75%</b>	<b>74%</b>	<b>75%</b>	<b>75%</b>	<b>74%</b>	<b>73%</b>
风险加权资产占总资产比重	56%	60%	63%	61%	69%	71%	71%
净资产占总资产比重	4.49%	5.58%	5.90%	5.88%	6.85%	6.87%	6.90%

数据来源: 公司公告, 瑞银证券估算



表8: 重要指标及杜邦分析

重要指标	2009 FY	2010 FY	2011 FY	2012 FY	2013e FY	2014e FY	2015e FY
净息差 (%)	2.23%	2.65%	3.06%	3.03%	2.78%	2.67%	2.54%
净利差 (%)	2.14%	2.56%	2.94%	2.87%	2.58%	2.42%	2.28%
手续费及佣金收入比重 (%)	16%	16%	16%	17%	22%	21%	24%
成本收入比 (%)	51%	46%	42%	43%	42%	44%	45%
成本收入比 (营业税前)	45%	40%	36%	36%	36%	38%	39%
营业收入增长率- 营业成本增长	-18%	14%	10%	0%	2%	-5%	-3%
税率	19%	23%	23%	24%	24%	23%	23%
拨备前利润占总贷款比重	2.13%	2.71%	3.38%	3.42%	3.51%	3.41%	3.32%
一级资本 (Rmb m)	77,026	116,329	144,745	176,401	264,377	303,363	345,514
资本总额 (Rmb m)	120,898	165,954	202,957	252,231	328,106	371,122	417,753
一级资本充足率 (%)	6.63%	8.04%	8.22%	8.49%	9.64%	9.45%	9.46%
总资本充足率 (%)	10.45%	11.47%	11.53%	12.14%	11.96%	11.56%	11.44%
风险资产回报率	1.57%	1.78%	2.05%	2.18%	1.86%	1.69%	1.53%
不良贷款总额 (Rmb m)	9,732	9,686	9,173	11,694	28,590	66,005	107,987
拨备总额 (Rmb m)	24,005	29,291	36,704	41,138	50,123	62,328	80,236
资产减值损失 (Rmb m)	3,073	5,570	8,199	5,491	10,008	13,368	19,212
不良率	0.82%	0.68%	0.56%	0.61%	1.31%	2.69%	3.92%
拨备覆盖率 (%)	247%	302%	400%	352%	175%	94%	74%
拨贷比 (%)	2.02%	2.05%	2.24%	2.16%	2.29%	2.54%	2.91%
资产减值损失 / 贷款总额 (%)	0.26%	0.39%	0.50%	0.29%	0.46%	0.54%	0.70%
不良贷款变动 (Rmb m)	55	-46	-513	2,521	16,896	37,415	41,982
拨备总额变动 (Rmb m)	2,397	5,286	7,413	4,434	8,985	12,206	17,908
不良贷款同比增长 (%)	1%	0%	-5%	27%	144%	131%	64%
拨备总额同比增长 (%)	11%	22%	25%	12%	22%	24%	29%
<b>杜邦分析 (占平均资产比重)</b>							
净利息收入	2.22%	2.55%	2.94%	2.85%	2.66%	2.61%	2.47%
手续费及佣金收入	0.61%	0.64%	0.77%	0.81%	0.93%	0.88%	0.94%
营业收入	2.83%	3.19%	3.71%	3.66%	3.58%	3.49%	3.42%
营业成本	1.44%	1.46%	1.57%	1.56%	1.50%	1.52%	1.52%
营业净利润	1.39%	1.73%	2.13%	2.10%	2.08%	1.97%	1.90%
拨备	0.16%	0.25%	0.32%	0.18%	0.27%	0.31%	0.40%
营业外收支净额	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
税前净利润	1.23%	1.49%	1.81%	1.92%	1.82%	1.66%	1.50%
税收和其他调整	0.23%	0.34%	0.42%	0.46%	0.44%	0.38%	0.35%
加权平均资产回报率	1.00%	1.15%	1.39%	1.46%	1.38%	1.28%	1.16%
杠杆率 (倍数)	21.1	19.7	17.4	17.0	15.6	14.6	14.5
加权平均净资产回报率	21.13%	22.73%	24.17%	24.78%	21.55%	18.61%	16.77%

数据来源: 公司公告, 瑞银证券估算

## ■ 招商银行A

招商银行成立于1987年，是中国境内首家股份制商业银行。公司分别于2002年和2006年在上海和香港上市。相比同类股份制银行，招商银行拥有较强的零售业务和中小企业业务实力。截至2012年末其资产总额达到3.4万亿元，存款总额达到2.5万亿元，公司在境内外共运营有961家分支机构。

## ■ 风险声明

我们认为影响中国银行业/招商银行的主要下行风险因素包括：1) 宏观经济的下行及房地产市场波动或带来的银行资产质量风险；2) 中期金融脱媒、存款利率市场化或冲击行业及公司负债端资金来源，并带来息差缩窄的压力；3) 资本及流动性管理等有关的监管政策调整或带来盈利方面的冲击。

## ■ 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。

## 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)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 <sup>1</sup>	投行服务覆盖率 <sup>2</sup>
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 <sup>3</sup>	投行服务覆盖率 <sup>4</sup>
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:** 甘宗卫。

## 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
招商银行A <sup>2, 4, 5, 16</sup>	600036.SS	暂停评级	不适用	Rmb11.34	2013年11月18日

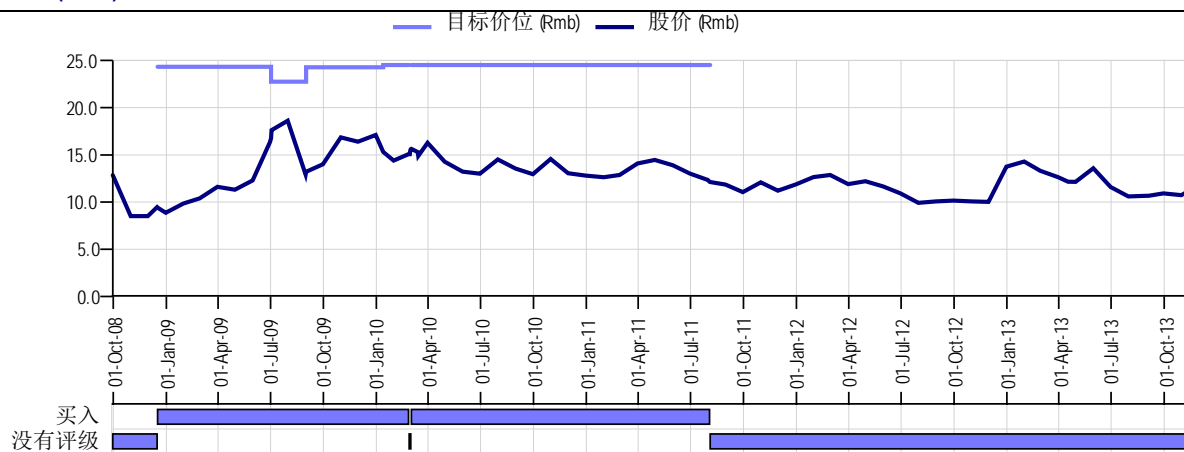
资料来源: UBS (瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

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。
5. 在今后的3个月里, UBS AG, 其关联单位或分支机构预期或试图在投资银行服务方面从该公司/实体得到报酬。
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。

### 招商银行A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2013年11月18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人员沟通。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,在未获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 C.JSC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:**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)监管的特准投资推介商。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。**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) 107/09/2013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.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(澳大利亚金融服务牌照号:231087)和/或UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务牌照号: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。

