

中国太保

财险是最大担心，但估值具备优势

预计 2014 年综合成本率将继续上升，主要城市仍面临激烈竞争

国内主要城市的财险市场仍将面临激烈竞争。我们认为中国太保 2014 年的综合成本率仍将继续上升，这主要由于主要城市电销、网销渠道带来的挑战以及理赔成本继续上升压缩利润率。我们预计公司 2013 年税前利润的 30% 来自财险业务，快速上升的综合成本率将继续是 2014 年担心的因素。

滚动至 2014 年，我们调整目标价至 23.14 元

滚动至 2014 年，我们调整目标价至 23.14 元。考虑到最新保费收入，我们更新对总保费收入预测，并预计 2013-2015 年寿险保费收入增速分别为 3%、9% 和 11%，财险保费收入增速分别为 18%、14% 和 13%。同时考虑最新投资表现，我们更新对 2013 年投资收益预测。因此我们上调 2013-2015 年净利润预测 11%、6% 和 7%。将估值模型滚动至 2014 年，得出新目标价为 23.14 元。

预计 2014 年新业务价值增速开始恢复

展望 2014 年，由于一次性税收对新业务价值增速的影响消失，我们期待公司新业务价值超过 5% 以上的增长。

估值：估值水平相对平安不再有溢价，维持“买入”

我们预计公司 2013-15 年 EPS 分别 1.01/1.17/1.24 元，此前分别 0.90/1.10/1.16 元。随着近期股价回调公司股价相对中国平安不再有溢价。由于稳健价值增长，公司目前股价仅相当于 0.85x 2014 年 P/EV，我们认为具备较好支撑。根据 SOTP 模型得出每股评估价值为 26.00 元（此前为 26.28 元），并估算公司每股评估价值相对 A 股有 11% 的溢价，从而得到新目标价为 23.14 元（此前 23.68 元）。该目标价对应 2014 年 1.15x P/EV 或 3.4x 隐含新业务倍数，维持“买入”评级。

Equities

中国
保险（全牌照）

12 个月评级 **买入**
保持不变

12 个月目标价 **Rmb23.14**
之前: **Rmb23.68**

股价 **Rmb17.22**

路透代码: 601601.SS 彭博代码 601601 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb23.00-15.40

市值 Rmb156 十亿/US\$25.8 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) 24,644

日均成交额(Rmb 百万) Rmb462.2

普通股股东权益 (12/13E) Rmb102 十亿

市净率 (12/13E) 1.6x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	%	市场预测
12/13E	0.90	1.01	11.48	1.05
12/14E	1.10	1.17	6.13	1.30
12/15E	1.16	1.24	7.12	1.63

潘 洪文

分析师

S1460513090002

hongwen.pan@ubssecurities.com

+86-213-866 8845

重要数据 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
除息前税前利润	10,670	10,399	6,113	11,539	13,419	14,194	15,996	16,879
净利润(UBS)	8,557	8,313	5,077	9,136	10,624	11,238	12,665	13,364
除息前每股收益	1.00	0.97	0.59	1.01	1.17	1.24	1.40	1.47
列报每股收益	1.00	0.97	0.59	1.01	1.17	1.24	1.40	1.47
调整后的每股资产净值 (UBS, Rmb)	12.80	13.21	14.93	17.45	20.17	23.04	26.08	27.38
盈利能力和估值	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
调整后的净资产收益率	10.7	11.0	5.4	9.1	9.8	9.7	10.2	10.0
股东权益回报率	11.0	10.6	5.9	9.2	10.0	11.7	10.4	10.2
除息前市盈率	24.2	22.0	34.6	17.1	14.7	13.9	12.3	11.7
市盈率(x)	24.2	22.0	34.6	17.1	14.7	13.9	12.3	11.7
股价/调整后资产净值(x)	1.9	1.6	1.4	1.0	0.9	0.7	0.7	0.6

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 2014 年 01 月 14 日 22 时 27 分的股价(Rmb17.22)得出；

投资主题

中国太保

投资理由

公司资本实力处于行业领先地位，更易抵抗资本市场下跌、更能支持业务转型。展望未来，我们继续看好公司寿险新业务价值良好增长、资管业务高于同业净投资收益率和稳健投资策略，但财险综合成本率恶化值得关注。公司战略定位清晰、坚持可持续价值增长，考虑到公司资本实力最为领先、新业务价值持续增长多年超越主要同业、估值水平具备明显优势，维持“买入”。公司目标价 23.14 元对应 2014 年 1.15 倍 P/EV。

乐观情景

保监会放开传统险预定利率，若公司抓住机遇在传统险销售方面取得较好成效、同时避免对分红险冲击，导致新业务价值增速重返 10% 以上，则估值可能回升至 1.3 倍 2014 年 P/EV，估值可能达到 26.23 元。

悲观情景

若保监会放开传统险预定利率后出现恶性的价格竞争，冲击公司主力产品分红险，从而导致新业务价值增速大幅放慢，同时车险综合成本率继续上升。则公司估值最低可能跌至 1.0 倍 2014 年 P/EV，估值可能达到 20.17 元。

近期催化剂

与德国安联合资设立专业健康险公司有望获批；随着产品结构逐步改善，新业务价值增速有望重返高速增长。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb23.14

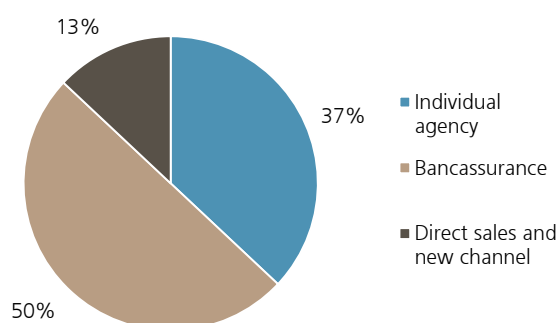
公司简介

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。

行业展望

寿险业目前正处于增速放缓期、结构调整期和发展转型期，但发展潜力大的格局未变。传统险预定利率放开后，我们预计寿险业竞争将逐渐加剧。公司寿险转型较早，新业务价值增速领先同业。我们预计财险业综合成本率将继续缓慢上升，但大型财险公司竞争优势明显。公司去年 2Q 以来采取激进销售策略份额虽上升，但综合成本率高于主要竞争对手，未来有望更加注重承保盈利。

首年保费分渠道构成(%)



来源：公司数据

EBIT by product segment

Rmb mn	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Life	93,203	93,461	96,001	104,736	116,775
Non-life	61,755	69,767	82,343	93,494	105,491
Total	154,958	163,228	178,343	198,229	222,266

来源：公司数据，瑞银证券估算

财险：介入农业险仍需时日

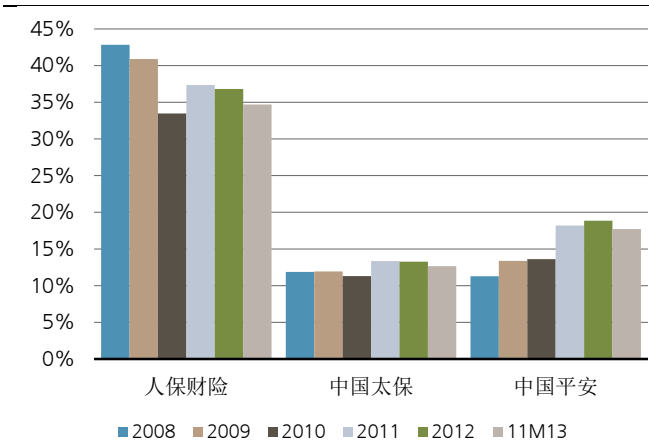
2013 年以来太保财险总保费增长较为稳健，截至 2013 年 11 月财险总保费收入 739 亿元，同比增长 18%。尽管竞争加剧，太保财险 2013 年以来成功的维持了主要城市的市场份额。更为激进的车险电销渠道策略以及理赔成本的继续上升，这二者使得 2013 年下半年太保财险的车险业务综合成本率在前三大财险公司中最高。我们认为太保财险 2013 年下半年车险的综合成本率可能超过 100%。

图片 1:太保财险月度保费收入及增速对比（十亿元）

	Jan-13	Feb-13	Mar-13	Apr-13	May-13	Jun-13	Jul-13	Aug-13	Sep-13	Oct-13	Nov-13	11M13
总保费	8.5	4.5	7.7	7.5	7.1	7.0	6.2	6.1	6.8	5.9	6.6	73.9
同比增速	25%	7%	24%	25%	22%	13%	15%	17%	11%	18%	12%	18%

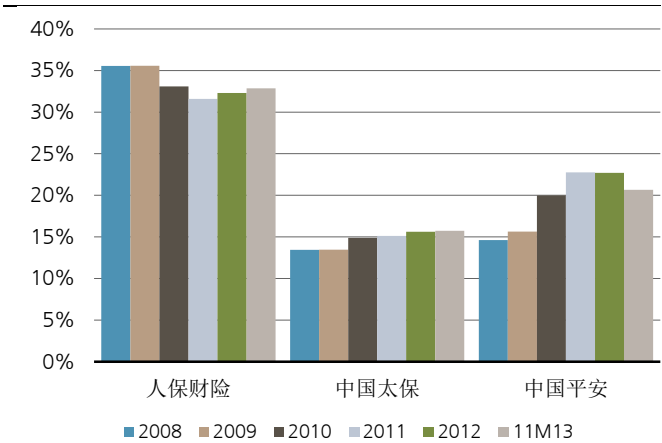
来源:公司数据

图片 2: 主要财险公司全国市场份额对比



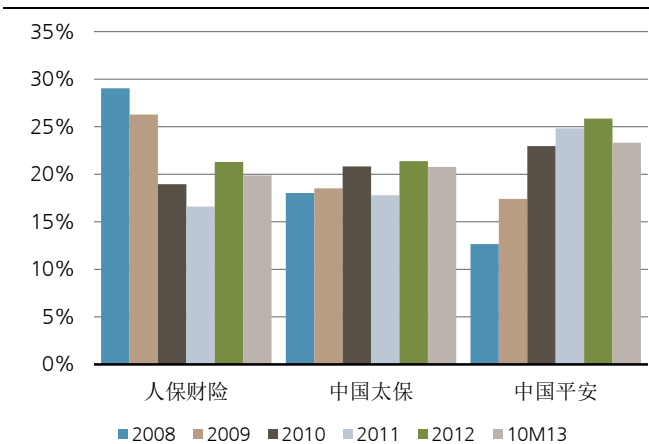
来源: CIRC, 瑞银证券

图片 3: 主要财险公司北京市场份额对比



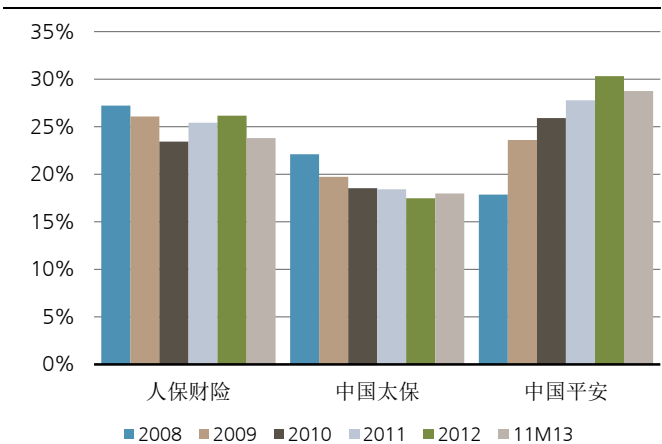
来源: CIRC, 瑞银证券

图片 4: 主要财险公司上海市场份额对比



来源: CIRC, 瑞银证券

图片 5: 主要财险公司深圳市场份额对比



来源: CIRC, 瑞银证券

我们认为，较长一段时间内农业险在中国仍将是盈利较高的一类业务，这主要由于：

- 政府补贴
- 非常快的保费增长（因而保单更为分散化）限制了当前综合成本率的上升
- 新准备金制度确实对目前年度农业险的盈利有一定影响，但由于总的自然灾害事件并没有显著增加，因此农业险的损失仍在可控范围内且盈利较好。

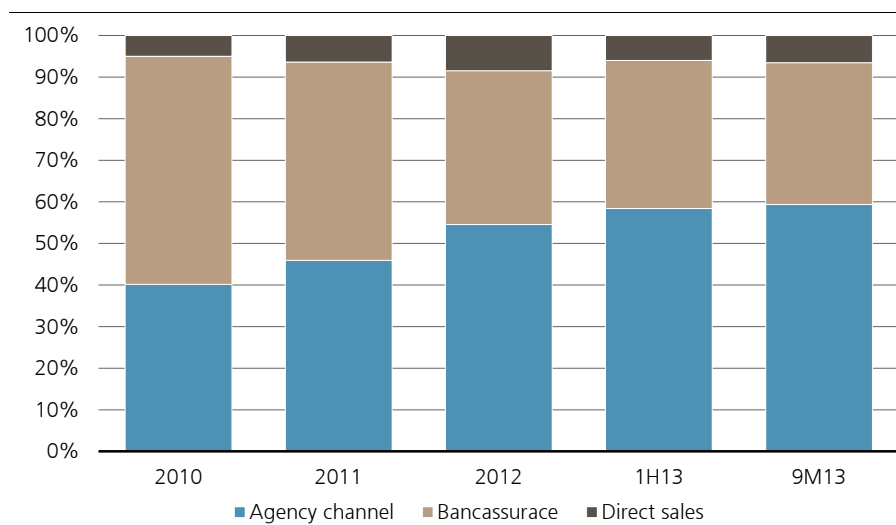
但我们预计太保财险介入农业险仍需时日。

寿险：聚焦营销，期待新业务价值继续保持稳健增长

公司继续执行“聚焦营销、聚焦期缴”的策略，以价值持续健康增长为导向。公司个险渠道保费占比继续上升，截至 2013 年 3 季度末公司个险渠道保费占比 59.4%。由于产品结构继续改善，我们预期公司 2014 年的首年保费（FYP）将逐渐恢复增长。公司个险渠道新单增速继续在主要竞争对手中保持领先，截至 2013 年中期个险新单同比增长 10.3%，我们预期全年个险新单保持 10% 左右增长。公司银保渠道继续推动银保渠道高价值产品的销售，在新保收入负增长下实现新业务价值同比 3.1% 增长，银保渠道转型效果明显。

展望 2014 年，由于一次性税收对新业务价值增速的影响消失，我们期待公司新业务价值增速恢复，期待超过 5% 以上的增长。

图片 6: 太保寿险分渠道的保费构成



来源: 公司数据

盈利预测调整概要:

- 考虑到公司最新保费收入增速，我们上调对 2013 年寿险总保费预测，调高幅度为 2%；同时我们调低对 2013-2015 年财险保费收入增速预测，分别下调 1%/3%/4%。
- 考虑到总保费收入预测的调整以及投资表现的改善，我们调高了 2013-2015 年税后净利润预测，分别上调 11%/6%/7%。

- 考虑上述变化，我们上调公司 2013-2015 年内含价值，分别调整 1%/1%/0%。
- 我们将估值模型滚动至 2014 年。

图片 7: 预测调整概要

净利润（百万元）	2013E	2014E	2015E
调整后	9,136	10,624	11,238
调整前	8,195	10,011	10,491
% change	11%	6%	7%
集团内含价值（百万元）	2013E	2014E	2015E
调整后	158,144	182,819	208,792
调整前	157,222	181,880	209,412
% change	1%	1%	0%
寿险总保费（百万元）	2013E	2014E	2015E
调整后	96,001	104,736	116,775
调整前	93,674	104,384	116,559
% change	2%	0%	0%
财险总保费（百万元）	2013E	2014E	2015E
调整后	82,343	93,494	105,491
调整前	83,422	96,057	109,925
% change	-1%	-3%	-4%
财险综合成本率	2013E	2014E	2015E
调整后	98.3%	98.8%	99.2%
调整前	98.3%	98.8%	99.2%
% change	0.0%	0.0%	0.0%

来源: 瑞银证券估算

估值：相对平安不再有溢价

图片 8: 中国平安与中国太保 P/EV 估值对比：太保相对平安不再有溢价



来源: 瑞银证券估算

因此，根据我们 SOTP 模型得出公司每股评估价值为 26.00 元（此前为 26.28 元），并估算公司每股评估价值相对 A 股有 11% 的溢价，从而我们得到新目标价为 23.14 元（此前为 23.68 元）。该目标价对应 2014 年 1.15x P/EV 或 3.4x 隐含新业务倍数。随着近期股价的回调，中国太保的估值相对中国平安

不再有溢价。由于稳健的新业务价值增长，公司目前估值水平仅相当于 0.85x 2014 年 P/EV，我们认为估值具备支撑。维持“买入”评级。

图片 9: 中国太保内含价值变动分析（百万元）

Analysis of movement in EV	2012	1H13	2013E	2014E	2015E	2016E
调整后净资产（寿险业务）	31,381	35,371	35,371	41,744	48,614	56,045
有效业务价值	40,900	49,043	49,043	56,562	64,570	72,978
期初内含价值	72,992	85,268	85,268	100,631	116,679	132,731
新业务价值	7,060	4,254	7,519	7,970	8,369	8,745
预期内含价值回报	7,717		8,828	9,106	8,712	8,384
经营经营差异	-244					
运营假设变动	-649					
内含价值利润	13,884	4,254	16,347	17,076	17,080	17,129
投资回报差异	437					
其他非经营差异	-1,295					
内含价值利润总额	13,026	4,254	16,347	17,076	17,080	17,129
资本/股息变化	-836		-984	-1,028	-1,028	-1,031
汇率变动及其他因素的影响	86					
期末内含价值（寿险业务）	85,268	91,520	100,631	116,679	132,731	148,828
非寿险内含价值	50,012	48,203	57,513	66,140	76,061	87,471
集团内含价值	135,280	139,723	158,144	182,819	208,792	236,299

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图片 10: 中国太保目标价推导

基于内含价值营运利润的 DCF 估值（百万元）	2014E	2015E	2016E
内含价值营运利润	17,076	17,080	17,129
风险贴现率	14.5%		
永续增长率	4.0%		
内含价值营运利润未来 3 年现值*	17,076	14,917	13,065
终值的贴现值@14.5%			124,430
寿险业务估值 @14.5% (1)			171,741
非寿险业务估值(2)			66,140
集团估值 (3) = (1) + (2)			235,629
加权股本数			9,062
每股评估价值（人民币元）			26.00
每股评估价值相对 A 股目标价的预期溢价（%）			11%
A 股目标价（人民币元）			23.14

来源: 瑞银证券估算

图片 11: 中国太保 12 个月动态股价的内含价值倍数 (P/EV)



来源: 瑞银证券估算

预测回报率

预测股价涨幅	+34.4%
预测股息收益率	2.4%
预测股票回报率	+36.8%
市场回报率假设	9.4%
预测超额回报率	+27.4%

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。

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。

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

瑞银 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。	44%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	45%	35%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	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 2013 年 12 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。当此类例外适用时，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：潘 洪文。

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 ¹⁶	601601.SS	买入	不适用	Rmb17.22	2014 年 01 月 14 日

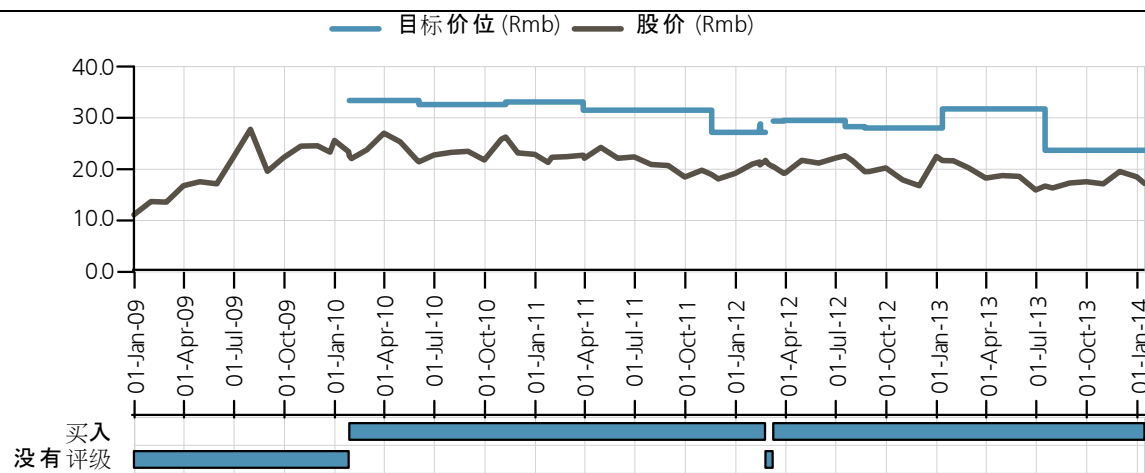
资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

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。

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 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 1 月 14 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下述情形之任何地区、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(CNMMV)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。**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:** 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) 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.首尔分行於韩国分发。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)於马来西亚分发。**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物体或元素。© UBS 2014 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。

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物体或元素。© UBS 2014 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。

