

# 中国石化 A

## 美元成本降低：保持持续的优势地位

### 中石化目标降低原油进口成本低于基准价格 1 美元

根据路透社报道，中石化已要求旗下交易部门联合石化，采购原油的离岸价格目标是比原油加权平均每桶折价 1 美元。中石化进口原油 2 亿吨，如果每桶原油进口成本比加权原油价格减少 1 美元/桶，那么意味着中石化对于中国的成品油定价基准原油价格将具有持续的成本优势，即使进口价格与三地原油价格持平，成本也将有 1 美元/桶下降空间，光炼油业务就能节省成本 87 亿元，增厚业绩 0.056 元/股。

### 原油、成品油进出口权放开后 通过提高效率拉开与地炼的差距

亚洲的平均炼油 EBIT 大约为 2 美元左右，降低 1 美元的原油成本将是十分巨大的成本优势，因此即使未来原油进出口权全面放开，我们认为地炼对石化的冲击是有限的。

### 要实现目标需要多方布局：激励贸易团队 优化油品结构 采用金融衍生品

我们猜测要实现这以目标需要：1) 适当采用金融衍生品，例如期货或者掉期市场。2) 优化原油结构。虽然现在高硫和重质原油对 Brent 的价差已经非常小，但通过增加这些原油的进口，或者进口折扣较大的伊拉克巴士拉轻质油，也可以降低原油进口价格。3) 中石化需要提高中联化的效率，通过规模效获得成本摊薄，而不是压价。

### 估值：重申“买入”评级 目标价 6.36 元/股

我们认为中石化股价走势将不受短期业绩波动的影响，今年有望通过提高效率降低成本，盘活存量（提高经营杠杆）创造长时间的盈利改善空间。我们重申对中石化的“买入”评级，采用 PE 估值法，给予 2014 EPS 9.8xPE，维持公司 6.36 元/股目标价不变。

## Equities

中国

大型石油公司

 12 个月评级 **买入**

 12 个月目标价 **Rmb6.36**

 股价 **Rmb5.33**

路透代码: 600028.SS 彭博代码 600028 CH

### 交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb5.94-4.10
市值	Rmb624 十亿/US\$102 十亿
已发行股本	91,052 百万 (ORDA)
流通股比例	39%
日均成交量(千股)	64,134
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb312.6
普通股股东权益 (12/13E)	Rmb577 十亿
市净率 (12/13E)	1.1x

### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	UBS	市场预测
12/13E	0.59	0.60
12/14E	0.65	0.66
12/15E	0.64	0.68

严蓓娜

分析师

S1460511080002

nina.yan@ubssecurities.com

+86-213-866 8884

重要数据 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
净利润 (UBS)	71,305	72,112	63,735	71,956	78,933	78,442	85,049	89,364
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.62	0.62	0.54	0.59	0.65	0.64	0.70	0.73
CEPS (UBS, diluted) (Rmb)	1.15	1.17	1.13	1.25	1.38	1.45	1.56	1.65
DACF (UBS)	153,801	160,067	160,123	178,788	198,087	206,832	223,736	236,593
每股股息净值(Rmb)	0.12	0.18	0.18	0.21	0.23	0.23	0.25	0.26
盈利能力和估值	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
产量(千桶石油当量/日)	1,100	1,117	1,172	1,223	1,324	1,423	1,523	1,589
ROACE (UBS) %	11.6	10.5	7.7	8.1	7.9	7.2	7.2	6.9
EV/DACF (UBS) x	6.2	5.4	5.1	5.1	4.8	4.8	4.6	4.5
股价 / 每股现金收益 (稀释后) (x)	6.4	5.2	4.5	4.3	3.9	3.7	3.4	3.2
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	11.7	9.8	9.6	9.0	8.2	8.3	7.7	7.3
净股息收益率(%)	1.7	2.9	3.5	4.0	4.4	4.3	4.7	4.9

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 2014 年 03 月 04 日 21 时 56 分的股价(Rmb5.33)得出。

# 投资主题

## 中国石化 A

### 投资理由

我们看好公司营销业务重组的前景：一方面，中石化的销售板块的回报稳定且较高，ROE 近 20%，对社会资本和金融资本来说具有很强的吸引力；另外一方面，通过引入资本，盘活存量，公司可将更多的现金投入到高增长和高 ROE 的项目，提高整体效率。

同时我们看好公司炼油战略性改善：第一，成品油定价机制下，我们预计公司的平均炼油盈利水平将保持 1-2 美元/桶，较 13 年之前明显改善；第二，在未来的 3-5 年中油品升级过程中，成品油价格有望继续上升，并继续提升炼油的盈利水平。

我们采用 PE 估值法，给予 14 年 PE 9.8 倍，得到目标价 6.36 元/股，维持“买入”评级。我们预测 2013-15 年 EPS 分别为 0.59/0.65/0.64 元，市场一致预期分别为 0.60/0.66/及 0.67 元。

### 乐观情景

假设布伦特油价上涨至每桶 110 美元以上，中国需求回升超预期，美国天然气价格大幅度上升，化工景气在 2014 年回升到 2010 年的单吨盈利水平，并提高公司炼油盈利 2 美元/桶，我们估算每股估值会上升到 8.4 元。

### 悲观情景

若长期布伦特油价下跌至每桶 85 美元，公司每股估值可能降为 4.4 元/股。

### 近期催化剂

我们认为公司股价存在多个正面催化剂包括：1) 营销业务将引入社会及民营资本，板块价值有望获重估；2) 若低通胀及油价平稳；3) 成品油升级有利于改善炼油盈利，天然气涨价总体利好上游企业；4) 天然气产量有望提升；5) 石化产业景气度或转好；6) 公司主要煤制气项目有望获批；7) 降本增效或将有助于提高 ROIC，降低净负债率。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb6.36

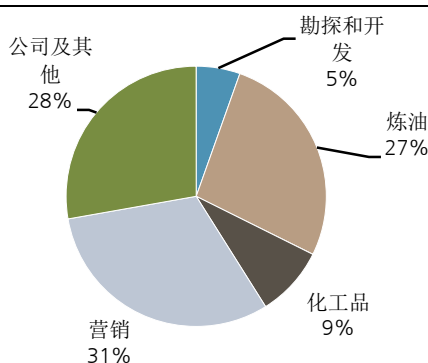
### 公司简介

中国石化是中国领先的一体化能源和石油公司，在东部及沿海地区居于主导地位，占中国石油总需求的 74%。公司的上游石油资产和生产规模小于其下游炼油和石化业务。中国石化的盈利对国际油价、国内炼油业务利润率以及全球石化周期反应敏感。

### 行业展望

我们预计由于非 OPEC 供应逐步增加，美国的能源效率提高，原油的长期价格将长期下降到 92 美元/桶。若成品油定价机制维持稳定，油品升级有望逐步提升炼油盈利；低价的天然气原料可能持续对大石化的盈利能力造成压力。

### 收入按业务分布, 2012 (%)



来源: 公司数据

### 各类产品 EBIT

百万元	2011	2012	2013E	2014 E	2015 E
勘探和开发	71,631	70,054	62,172	65,184	55,674
炼油	(35,780)	(11,444)	9,431	16,387	17,054
化工品	26,732	1,178	1,925	4,043	8,491
营销	44,696	42,652	36,365	38,547	40,859
公司及其他	(1,749)	(3,778)	(2,500)	(2,500)	(2,500)
总计	105,530	98,662	107,393	121,660	119,579

公司数据，瑞银证券估算

## 中石化目标降低原油进口成本低于基准价格 1 美元

根据路透社报道，中石化已要求旗下交易部门联合石化，采购原油的离岸价格目标是比原油加权平均每桶折价 1 美元。中石化进口原油 2 亿吨，如果每桶原油进口成本比加权原油价格减少 1 美元/桶，那么意味着中石化对于中国的成品油定价基准原油价格将具有持续的成本优势，即使进口价格与三地原油价格持平，成本也将有 1 美元/桶下降空间，光炼油业务就能节省成本 87 亿元，增厚业绩 0.056 元/股。

## 原油、成品油进出口权放开后 通过提高效率拉开与地炼的差距

亚洲的平均炼油 EBIT 大约为 2 美元左右，降低 1 美元的原油成本将是十分巨大的成本优势，因此即使未来原油进口权全面放开，我们认为地炼对石化的冲击是有限的。

(1) 石化的新建炼厂的规模在 1000 万吨以上，平均炼厂的规模也在 500 万吨以上，而地炼超过 500 万吨一次加工能力的公司仅有 4-6 家；

(2) 原油贸易技巧也需要时间磨合，例如去年中化的 1000 万吨原油进口权，仅用了 500 万吨，也在不断优化自己的贸易网络；而中石化企图通过强化中联化来进一步拉卡距离；

(3) 由于大多数的地炼几种在山东、江苏等少数几个省份，缺少成品油零售网络对于油源充分的环境下的竞争是十分不利的。那么余下的唯一风险就是对于成品油的市场监管，减少不符合标准的成品油以次充好，获得暴利。

## 网络价值凸显要实现目标需要多方布局： 激励贸易团队 优化油品结构 采用金融衍生品

我们猜测要实现这一目标公司需要：

(1) 适当采用金融衍生品，例如期货或者掉期市场。央企在中航油 08 年新加坡市场巨亏之后，就已经停止了一切的期货交易。对于期货市场是否能持续为公司创造利润，改变过去高吸低抛的失败经验，我们认为这将取决于中联化的激励机制是否到位，因为石油交易员的流动性很大，个人能力很容易获得市场的公平定价。

(2) 优化原油结构。虽然现在高硫和重质原油对 Brent 的价差已经非常小，但通过增加这些原油的进口，或者进口折扣较大的伊拉克巴士拉轻质油，也可以降低原油进口价格。因为石化的炼油复杂度远远超过亚洲的平均水平，可以炼制重质和高硫原油。

(3) 中石化需要提高中联化的效率，通过规模效获得成本摊薄，由于中国已经是全球最大的原油进口商，而中国的 70% 以上的原油都由中石化进口，

中石化是全球最大的原油进口商，在全球的贸易网络和基础设施方面理应享有规模效应带来的成本优势。

## 估值：重申“买入”评级 目标价 6.36 元/股

我们认为中石化股价走势将不受短期业绩波动的影响，今年有望通过提高效率降低成本，盘活存量（提高经营杠杆）创造长时间的盈利改善空间。我们重申对中石化的“买入”评级，采用 PE 估值法，给予 2014 EPS 9.8xPE，维持公司 6.36 元/股目标价不变。

### 预测回报率

预测股价涨幅	+19.3%
预测股息收益率	4.4%
预测股票回报率	+23.7%
市场回报率假设	9.6%
预测超额回报率	+14.1%

### 风险声明

在中国，我们认为，政府在国际油价大幅上涨的情况下进行干预将是主要风险因素。政府干预可能包括对下游炼油产品设定最高价或对上游原油产品征收暴利税等等。油价、炼油利润率和石化利润率都具有易波动、高周期性和高季节性的特点。因此，我们对全球 GDP 增速、季节性需求和库存水平预测的任何修正都可能导致我们对公司短期或长期盈利预测的大幅调整。鉴于业内规划项目的规模庞大，执行风险也不容忽视。最后，石油和化工生产企业也存在工厂设备故障的风险。

## 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。

**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 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
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 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
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：严蓓娜。

### 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
中国石化 A <sup>2, 3, 4, 16a, 16b</sup>	600028.SS	买入	不适用	Rmb5.38	2014 年 03 月 03 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。

- 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。
- UBS AG, HK Branch 目前正就中国石油化工股份有限公司（“中国石化公司”）提议与中国石油化工集团公司（“中国石化集团”）成立一家各持一半股份的合资企业（并表于中国石化公司）来收购中国石化集团在三宗海外上游资产中的权益一事担任中国石化公司的联席财务顾问。

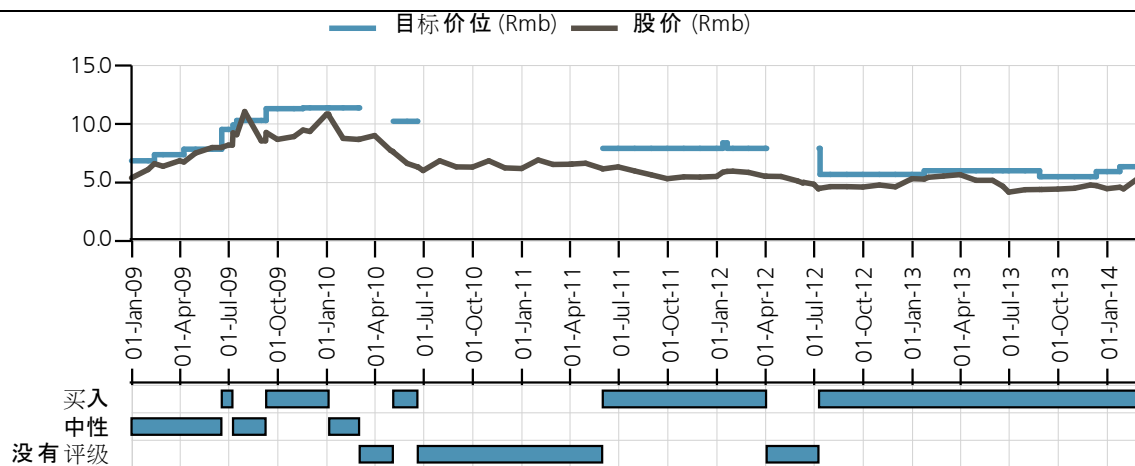
4. 在过去的 12 个月里, UBS AG, 其关联单位或子公司在对该公司/实体的投资银行业务中取得过报酬。

16a. UBS Securities (Hong Kong) Limited 是这家公司在香港上市股票的做市商。

16b. UBS Securities LLC 为该公司证券和/或存托证券提供做市服务。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

### 中国石化 A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 3 月 3 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：** 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”，任何其他人士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。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. (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，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** 1) 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 761G 条所定义的“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。2) UBS Wealth Management Australia Ltd 的客户：此声明由 UBS Wealth Management Australia Ltd. 分发给 UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937（澳大利亚金融服务执照号：231127）Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000 的客户。本文仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。由此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咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件（包括任何产品披露声明）。UBS AG 被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议，因此 UBS AG 负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**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 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。

