

# 贵州茅台

## 集团改革方案略偏利好，建仓仍有可为

### 贵州披露茅台集团改革规划

3月17日贵州省国资委公开表示，2017年左右茅台集团销售收入目标达到1000亿元；将以上市公司为核心，探索建立股权激励机制或者员工持股，把握投资移动互联网、清洁能源等新兴产业机会，到16年底完成股份公司再融资；拟将茅台股份的系列酒业务分拆至新公司，将集团其他白酒业务整合到习酒公司，争取系列酒和习酒两家公司分别独立上市。

### 方案三个要点对公司略偏利好

总体解读我们认为略偏利好，短期内预计将进一步聚焦核心能力：1) 系列酒业务拆分将有助于提升消费者对茅台酒的认知度和忠诚度。2) 我们认为公司战略并不清晰，非酒新产业多元化，酱香酒分散在三个上市实体，可能不利于公司估值提升；3) 股权激励和员工持股效果，需视方案而定，即如何解决“股权激励预期收益不超过总薪酬30%”规定带来的激励不力问题。

### 避险情绪和较低估值，建仓茅台仍是时机

我们近期调研发现部分沿海企业已无用工荒，可能反应实体经济并不活跃。市场对此的担忧可能带来对低估值稳增长公司的偏好。茅台14年PE仅11倍，明显低于国际同行和国内其他消费品。我们估计公司在高端酒的市场份额可能从以前的1/3上升到2013年1/2。我们认为，伴随着公司盈利增速回暖，现在估值仍然偏低，建仓的窗口仍然开启。

### 估值：维持买入评级

我们维持盈利预测和206元的目标价，维持公司“买入”评级。目标价基于瑞银VCAM模型，WACC假设为9.2%。

| Equities                       |                     |
|--------------------------------|---------------------|
| 中国                             |                     |
| 酿酒业                            |                     |
| 12个月评级                         | 买入                  |
| 12个月目标价                        | Rmb206.00           |
| 股价                             | Rmb174.37           |
| 路透代码: 600519.SS 彭博代码 600519.CH |                     |
| 交易数据和主要指标                      |                     |
| 52周股价波动范围                      | Rmb202.44-118.76    |
| 市值                             | Rmb181十亿/US\$29.2十亿 |
| 已发行股本                          | 1,038百万 (ORDA)      |
| 流通股比例                          | 43%                 |
| 日均成交量(千股)                      | 3,779               |
| 日均成交额(Rmb 百万)                  | Rmb532.7            |
| 普通股股东权益 (12/13E)               | Rmb41.6十亿           |
| 市净率 (12/13E)                   | 4.3x                |
| 净债务 / EBITDA                   | NM                  |
| 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)             |                     |
|                                | UBS 市场预测            |
| 12/13E                         | 13.63 13.98         |
| 12/14E                         | 15.22 15.15         |
| 12/15E                         | 17.34 17.36         |

**王鹏**

分析师

S1460511040005

dennis.wang@ubssecurities.com

+86-213-866 8837

**赵琳**

分析师

S1460511020005

lin.zhao@ubssecurities.com

+86-105-832 8186

**何淼**

分析师

S1460513080001

miao.he@ubssecurities.com

+86-105-832 8478

| 重要数据 (Rmb 百万)      | 12/10  | 12/11  | 12/12  | 12/13E | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 12/17E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入               | 11,633 | 18,402 | 26,455 | 28,767 | 31,581 | 36,436 | 41,914 | 49,376 |
| 息税前利润(UBS)         | 6,986  | 11,987 | 18,416 | 19,681 | 21,718 | 24,705 | 27,969 | 32,696 |
| 净利润 (UBS)          | 5,051  | 8,763  | 13,308 | 14,152 | 15,801 | 18,003 | 20,377 | 23,814 |
| 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb) | 4.87   | 8.44   | 12.82  | 13.63  | 15.22  | 17.34  | 19.63  | 22.94  |
| 每股股息 (Rmb)         | 2.30   | 4.00   | 4.15   | 6.00   | 5.02   | 6.31   | 7.20   | 8.14   |
| 净债务 / (现金)         | 12,888 | 18,255 | 22,062 | 26,819 | 35,414 | 45,308 | 56,583 | 70,267 |
| 盈利能力和估值            | 12/10  | 12/11  | 12/12  | 12/13E | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 12/17E |
| 息税前利润率(%)          | 60.1   | 65.1   | 69.6   | 68.4   | 68.8   | 67.8   | 66.7   | 66.2   |
| ROIC (EBIT) (%)    | 133.2  | 189.0  | 181.7  | 131.2  | 120.6  | 122.5  | 126.1  | 134.5  |
| EV/EBITDA(core)x   | 19.0   | 14.4   | 11.3   | 7.8    | 6.8    | 5.6    | 4.7    | 3.7    |
| 市盈率 (UBS, 稀释后) (x) | 29.6   | 22.0   | 17.4   | 12.8   | 11.5   | 10.1   | 8.9    | 7.6    |
| 权益 FCF (UBS) 收益率 % | 3.2    | 4.4    | 3.3    | 6.1    | 7.6    | 9.1    | 10.4   | 12.2   |
| 净股息收益率(%)          | 1.6    | 2.1    | 1.9    | 3.4    | 2.9    | 3.6    | 4.1    | 4.7    |

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19日20时26分的股价(Rmb174.37)得出。

# 投资主题

## 贵州茅台

### 投资理由

公司是中国白酒行业龙头，我们预计将坚持打造最高端品牌的战略。我们认为公司业绩核心驱动要素是茅台酒的量价。12 年以来茅台酒价格回落明显，有望开拓政商需求之外的民众消费空间。我们看好茅台酒销量逆势增长前景，预计 2016 年销量比 2013 年增加 30%。同时公司在手 200 多亿元现金，有望成为行业整合者。

市场可能悲观于行业不景气和市场“蛋糕”缩小。我们认为茅台酒因长期供不应求而需求空间较大，我们看好公司强大的品牌价值和存货价值，预计公司 13-15 年 EPS 为 13.63/15.22/17.34 元（市场一致预期 14.07/15.45/17.65 元），目标价为 206 元，对应 13-15 年 PE 为 15/14/12，给予公司“买入”评级。

### 乐观情景

飞天茅台酒的收入同比增速是影响公司业绩的核心因素。假设 2013 年茅台酒收入同比增速为 15%，那么基于瑞银 DCF/VCAM 估值模型，每股估值可能达到 215 元。

### 悲观情景

假设飞天茅台酒 2013 年收入同比增速仅为 5%，则基于瑞银 DCF/VCAM 估值模型，每股估值可能跌至 196 元。

### 近期催化剂

茅台酒渠道库存已经下降至正常值以下，公司一批价格如果回升，我们认为将对股价有正面影响。公司 2014 年的中期财务报告有望表现良好，并对股价有正面刺激作用。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb206.00

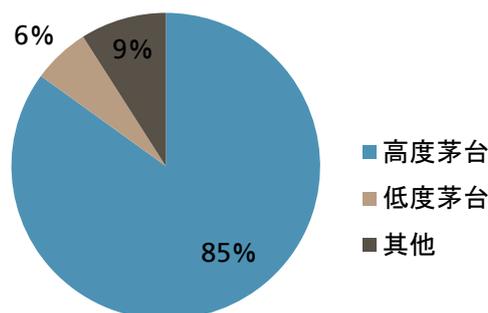
### 公司简介

贵州茅台酒股份有限公司是国内白酒行业最有名的公司之一，茅台酒被誉为‘国酒’。公司以 53 度茅台酒为主力产品，以 15 年、30 年、50 年陈等为超高端年份酒，还开发了 43 度、38 度和 33 度等低度茅台酒以及其他系列酒以提升市场份额。2012 年，公司的茅台酒产量达 42824 吨。

### 行业展望

中国白酒行业在经历了持续多年的景气之后，由于价格虚高和供给过剩而进入了去产能和去库存的调整期，我们预计行业将调整 2-3 年，行业趋势可能是高端靠品牌、低端靠电商的局面。公司拥有优秀的品牌形象和口碑，目前价格、品质和销量结构较为合理，龙头地位有望在行业调整期进一步提升。

### 收入按产品分布，2012 (%)



来源: 公司公告

### 各类产品的毛利

| 单位: 亿元 | 2011  | 2012  | 2013E | 2014E | 2015E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利     |       |       |       |       |       |
| 高度茅台   | 158.5 | 226.3 | 249.5 | 270.5 | 307.6 |
| 其他     | 10.0  | 17.8  | 15.2  | 17.9  | 23.6  |
| 总计     | 168.5 | 244.1 | 264.6 | 288.5 | 331.2 |

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

## 贵州披露茅台集团改革规划

据媒体报道，3月17日，贵州省国资委召开会议，表示茅台集团的发展方向是成为“产融结合的多元化控股集团，到2017年左右，集团整体销售收入达到千亿元级。”茅台集团将对茅台酒、其他酒业、上下游产业等七大业务板块进行梳理，逐步培养形成6-7个子集团。包括：

1) 茅台酒—股权激励和再融资。将以上市公司贵州茅台为核心，探索建立股权激励机制或者员工持股，把握投资移动互联网、清洁能源等新兴产业的机会，投资新领域，到2016年底完成股份公司再融资。

2) 系列酒—拆分。将现有系列酒整体剥离至相对控股的新公司，供、产、销完全独立。2014年完成新公司拆分工作，2015年开始“引战”工作。新公司择机并购其他酒类企业或借壳上市。

3) 习酒—继续上市。茅台集团将保健酒公司、技术开发公司、葡萄酒公司的酒类业务转移至习酒公司完全控股。14年启动，16年完成。在引入中粮集团的基础上，择机引入多种战略投资者。到2014年底前争取习酒公司上市。

5) 物流—做大。将积极引入中运、中远、顺丰、申通、圆通、中通、韵达等物流企业参股物流公司，2014年将旗下各贸易公司整合至贵州酒业发展公司，积极引入非公经济进入参股。

（有关茅台集团下属酒类子公司的资料，请见正文后附件）

## 方案三个要点给公司带来略偏正面影响

总体解读我们认为是略微偏利好，短期内预计将进一步聚焦核心能力。长期战略的问题和激励的不确定性，仍有待进一步落实。

### 首先，好消息是系列酒业务拆分，有助提升品牌价值

我们认为，公司系列酒业务历来表现不佳，一来是毛利率低不受重视，二来公司缺乏市场销售人才，在2011年以前茅台酒价格走高不愁销的背景下，系列酒的拓展很大程度上是借茅台品牌的东风。而在2012年行业景气下滑后，系列酒业务缺乏销售理念和人才的弱点暴露出来。

我们认为，对系列酒业务进行合理拆分，在产能、库存、销售和市场推广上独立运行，品牌隔离有助于提升消费者对茅台酒的认知度和忠诚度，对公司品牌是有利的。

### 不过，我们认为战略并不清晰

一方面，上述方案在逐渐拆分系列酒业务的同时，将推动公司投资新领域（移动互联网、清洁能源等）。我们认为公司地处贵州，又是大型酒类国企，在这些新领域没有足够人才储备和经营优势，如果开展这方面的多元化，将不利于公司整体估值。

另一方面，我们认为酒类产业整合思路不清晰。按此方案，未来将形成集团控股茅台股份和习酒两大酒类上市公司、茅台股份下再控股系列酒上市公司的格局。我们认为，就酱香型白酒而言，如果集团总产能分布在三个上市公司中，如何回避同业竞争的质疑会是一个问题。

## 最后，股权激励和员工持股效果，需视方案而定

资本市场可能比较关注股权激励，认为将有助焕发企业活力。我们认为，愿望和出发点好的。但是，从上海国企改革经验来看存在重大限制，即《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》中规定的“股权激励预期收益不超过总薪酬 30%”。从高管薪酬来看，2012 年董事长为 114 万元，总经理为 108 万元，按 30% 折算，股权激励收益分别不能超过 34.2 和 32.4 万元。

我们认为，尽管对高管而言，这个收益标准已经高于公司员工年平均收入，但却难以与公司业绩和股价表现挂钩，对高管的激励作用下降。因此，我们认为，股权激励和员工持股对公司的利好程度，仍要视最终的执行方案而定。

## 避险情绪和较低估值，建仓茅台仍是时机

**避险情绪或来自用工荒的消失。**中国 14 年 1-2 月工业增加值同比增速仅 8.6%，为 2009 年 4 月以来的最低值。我们在近期沿海企业调研中了解到，2014 年招工进展明显好于往年，“民工荒”已不再，企业也没有上调工资计划。我们认为市场对实体经济的担忧，可能反映为股票市场的避险情绪，从而对低估值稳增长的公司产生偏好。

**茅台估值远低于国际同行。**作为中国最享盛名的白酒品牌，我们认为公司在 2013 年继续扩大了在高端白酒中的市场份额，竞争形态更优化，有望率先走出行业衰退。对比国际烈酒龙头平均 15 倍的 PE，茅台公司目前股价对应 2014 年 11 倍 PE 估值（按 UBS 盈利预测计算）明显偏低。

**建仓仍是良好窗口期。**从中国白酒行业来看，我们认为行业仍将处于渠道去库存和企业去产能的过程，行业景气难以回升。但茅台公司依靠多年积累的需求“蓄水池”和积极有效的营销调整，进一步稳固了在行业的领导地位，我们预计公司在高端酒的市场份额可能从以前的 30% 上升到 2013 年 50%。我们认为，公司作为品牌消费品，品牌价值和行业地位已获公认。

14 年以来，我们从渠道了解到，公司产销两旺，渠道库存低于一个月，一批价格维持在 900 元/瓶。资本市场已经由春节前的悲观怀疑转向春节后的乐观。我们认为在中国极大的居民需求面前，茅台仍有较大发展空间，伴随着公司盈利增速回暖，现在估值仍然偏低，构成了投资的良好窗口期。

## 估值：维持盈利预测和目标价，维持买入评级

我们维持对公司的盈利预测和 206 元的目标价。我们继续看好公司品牌价值和良好的渠道。新的改革方案说明当地政府对公司仍然给予大力支持，我们解读为偏利好，因此我们继续维持公司“买入”评级。

## 附件：茅台集团主要酒类子公司简介

习酒公司：2013 年销售额 26.8 亿元（同比-4.9%），白酒销量达 17490 吨（同比+16.5%）。公司是茅台集团旗下第二大的白酒实体，年产酱香和浓香基酒能力 2 万吨（来自贵州政府网）。

技术开发公司：是集团负责浓香型白酒产销的子公司，也是贵州茅台的股东，持股 2.91%。年产能约 6000 吨。2013 年销售额约 6 亿元（来自贵州政府网）。

保健酒公司：通常指集团下属的白金酒公司，2012 年销售回款约 9.16 亿元（来自四川日报）。

注：销售额一般包括 17% 增值税， $\text{收入} = \text{销售额} / (1 + 17\%)$ 。销售回款和销售额基本相当，存在账期差别。

## 贵州茅台 (600519.SS)

| 损益表(Rmb 百万)       | 12/10    | 12/11    | 12/12    | 12/13E   | %     | 12/14E   | %     | 12/15E   | 12/16E   | 12/17E   |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|-------|----------|-------|----------|----------|----------|
| 营业收入              | 11,633   | 18,402   | 26,455   | 28,767   | 8.7   | 31,581   | 9.8   | 36,436   | 41,914   | 49,376   |
| 毛利                | 10,580   | 16,851   | 24,411   | 26,466   | 8.4   | 28,851   | 9.0   | 33,117   | 37,815   | 44,296   |
| 息税折旧摊销前利润(UBS)    | 7,269    | 12,330   | 18,847   | 20,265   | 7.5   | 22,459   | 10.8  | 25,573   | 28,945   | 33,775   |
| 折旧和摊销             | (283)    | (343)    | (431)    | (584)    | 35.6  | (741)    | 26.7  | (869)    | (975)    | (1,079)  |
| 息税前利润(UBS)        | 6,986    | 11,987   | 18,416   | 19,681   | 6.9   | 21,718   | 10.4  | 24,705   | 27,969   | 32,696   |
| 联营及投资收益           | 0        | 3        | 3        | 5        | 61.1  | 5        | 0.0   | 5        | 5        | 5        |
| 其他非营业利润           | (1)      | (6)      | (140)    | (255)    | -82.2 | 1        | -     | (1)      | (1)      | (2)      |
| 净利息               | 177      | 351      | 421      | 430      | 2.3   | 452      | 4.9   | 556      | 623      | 722      |
| 例外项目(包括商誉)        | 0        | 0        | 0        | 0        | -     | 0        | -     | 0        | 0        | 0        |
| 税前利润              | 7,162    | 12,335   | 18,700   | 19,861   | 6.2   | 22,176   | 11.7  | 25,265   | 28,597   | 33,422   |
| 税项                | (1,823)  | (3,084)  | (4,692)  | (4,964)  | -5.8  | (5,543)  | -11.7 | (6,315)  | (7,148)  | (8,354)  |
| 税后利润              | 5,340    | 9,250    | 14,008   | 14,897   | 6.3   | 16,633   | 11.7  | 18,950   | 21,449   | 25,067   |
| 优先股股息及少数股权        | (289)    | (487)    | (700)    | (745)    | -6.3  | (832)    | -11.7 | (947)    | (1,072)  | (1,253)  |
| 非常项目              | 0        | 0        | 0        | 0        | -     | 0        | -     | 0        | 0        | 0        |
| 净利润(本地 GAAP)      | 5,051    | 8,763    | 13,308   | 14,152   | 6.3   | 15,801   | 11.7  | 18,003   | 20,377   | 23,814   |
| 净利润(UBS)          | 5,051    | 8,763    | 13,308   | 14,152   | 6.3   | 15,801   | 11.7  | 18,003   | 20,377   | 23,814   |
| 税率(%)             | 25.4     | 25.0     | 25.1     | 25.0     | -0.4  | 25.0     | 0.0   | 25.0     | 25.0     | 25.0     |
| 每股(Rmb)           | 12/10    | 12/11    | 12/12    | 12/13E   | %     | 12/14E   | %     | 12/15E   | 12/16E   | 12/17E   |
| 每股收益(UBS 稀释后)     | 4.87     | 8.44     | 12.82    | 13.63    | 6.3   | 15.22    | 11.7  | 17.34    | 19.63    | 22.94    |
| 每股收益(本地会计准则, 稀释后) | 4.87     | 8.44     | 12.82    | 13.63    | 6.3   | 15.22    | 11.7  | 17.34    | 19.63    | 22.94    |
| EPS(UBS, 基本)      | 4.87     | 8.44     | 12.82    | 13.63    | 6.3   | 15.22    | 11.7  | 17.34    | 19.63    | 22.94    |
| 每股股息净值(Rmb)       | 2.30     | 4.00     | 4.15     | 6.00     | 44.7  | 5.02     | -16.4 | 6.31     | 7.20     | 8.14     |
| 每股账面价值            | 17.72    | 24.07    | 32.74    | 40.11    | 22.5  | 49.87    | 24.4  | 60.37    | 72.19    | 86.30    |
| 平均股数(稀释后)         | 1,038.18 | 1,038.18 | 1,038.18 | 1,038.18 | 0.0   | 1,038.18 | 0.0   | 1,038.18 | 1,038.18 | 1,038.18 |
| 资产负债表(Rmb 百万)     | 12/10    | 12/11    | 12/12    | 12/13E   | %     | 12/14E   | %     | 12/15E   | 12/16E   | 12/17E   |
| 现金和现金等价物          | 12,888   | 18,255   | 22,062   | 26,819   | 21.6  | 35,414   | 32.0  | 45,308   | 56,583   | 70,267   |
| 其他流动资产            | 7,412    | 9,575    | 14,007   | 15,257   | 8.9   | 17,503   | 14.7  | 20,480   | 24,331   | 29,094   |
| 流动资产总额            | 20,300   | 27,830   | 36,069   | 42,076   | 16.7  | 52,918   | 25.8  | 65,788   | 80,914   | 99,361   |
| 有形固定资产净值          | 4,192    | 5,426    | 6,807    | 8,719    | 28.1  | 10,485   | 20.2  | 11,523   | 12,354   | 13,081   |
| 无形固定资产净值          | 452      | 808      | 863      | 966      | 12.0  | 860      | -11.0 | 754      | 648      | 541      |
| 投资/其他资产           | 643      | 837      | 1,103    | 1,003    | -9.1  | 903      | -10.0 | 903      | 1,003    | 1,103    |
| 总资产               | 25,588   | 34,901   | 44,842   | 52,765   | 17.7  | 65,166   | 23.5  | 78,967   | 94,918   | 114,087  |
| 应付账款和其他短期负债       | 7,028    | 9,481    | 9,526    | 9,061    | -4.9  | 10,489   | 15.8  | 12,451   | 15,054   | 18,324   |
| 短期债务              | 0        | 0        | 0        | 0        | -     | 0        | -     | 0        | 0        | 0        |
| 流动负债总额            | 7,028    | 9,481    | 9,526    | 9,061    | -4.9  | 10,489   | 15.8  | 12,451   | 15,054   | 18,324   |
| 长期债务              | 0        | 0        | 0        | 0        | -     | 0        | -     | 0        | 0        | 0        |
| 其它长期负债            | 10       | 17       | 18       | 18       | 0.0   | 18       | 0.0   | 18       | 18       | 18       |
| 优先股               | 0        | 0        | 0        | 0        | -     | 0        | -     | 0        | 0        | 0        |
| 总负债(包括优先股)        | 7,038    | 9,497    | 9,544    | 9,078    | -4.9  | 10,507   | 15.7  | 12,469   | 15,072   | 18,342   |
| 普通股股东权益           | 18,399   | 24,991   | 33,994   | 41,638   | 22.5  | 51,778   | 24.4  | 62,670   | 74,946   | 89,591   |
| 少数股东权益            | 151      | 412      | 1,304    | 2,049    | 57.1  | 2,881    | 40.6  | 3,828    | 4,901    | 6,154    |
| 负债和权益总计           | 25,588   | 34,901   | 44,842   | 52,765   | 17.7  | 65,166   | 23.5  | 78,967   | 94,918   | 114,087  |
| 现金流量表(Rmb 百万)     | 12/10    | 12/11    | 12/12    | 12/13E   | %     | 12/14E   | %     | 12/15E   | 12/16E   | 12/17E   |
| 净利润(支付优先股股息前)     | 5,051    | 8,763    | 13,308   | 14,152   | 6.3   | 15,801   | 11.7  | 18,003   | 20,377   | 23,814   |
| 折旧和摊销             | 283      | 343      | 431      | 584      | 35.6  | 741      | 26.7  | 869      | 975      | 1,079    |
| 营运资本变动净值          | 632      | 781      | (2,381)  | (1,560)  | 34.5  | (817)    | 47.6  | (1,015)  | (1,248)  | (1,495)  |
| 其他营业性现金流          | 521      | 746      | 563      | 309      | -45.0 | 374      | 20.9  | 387      | 445      | 528      |
| 经营性现金流            | 6,487    | 10,634   | 11,921   | 13,486   | 13.1  | 16,099   | 19.4  | 18,243   | 20,548   | 23,927   |
| 有形资本支出            | (1,732)  | (2,184)  | (4,212)  | (2,500)  | 40.6  | (2,300)  | 8.0   | (1,800)  | (1,800)  | (1,800)  |
| 无形资本支出            | 0        | 0        | 0        | 0        | -     | 0        | -     | 0        | 0        | 0        |
| 净(收购)/处置          | 0        | 0        | 0        | 0        | -     | 0        | -     | 0        | 0        | 0        |
| 其他投资性现金流          | (31)     | 64       | 12       | 5        | -     | 5        | -     | 5        | 5        | 5        |
| 投资性现金流            | (1,763)  | (2,120)  | (4,199)  | (2,495)  | 40.6  | (2,295)  | 8.0   | (1,795)  | (1,795)  | (1,795)  |
| 已付股息              | (1,118)  | (2,171)  | (4,150)  | (6,234)  | -50.2 | (5,209)  | 16.4  | (6,555)  | (7,478)  | (8,447)  |
| 股份发行/回购           | 0        | 0        | 0        | 0        | -     | 0        | -     | 0        | 0        | 0        |
| 其他融资性现金流          | 0        | 0        | 0        | 0        | -     | 0        | -     | 0        | 0        | 0        |
| 债务及优先股变化          | 0        | 0        | 0        | 0        | -     | 0        | -     | 0        | 0        | 0        |
| 融资性现金流            | (1,118)  | (2,171)  | (4,150)  | (6,234)  | -50.2 | (5,209)  | 16.4  | (6,555)  | (7,478)  | (8,447)  |
| 现金流量中现金的增加(减少)    | 3,606    | 6,343    | 3,572    | 4,757    | 33.2  | 8,595    | 80.7  | 9,894    | 11,275   | 13,684   |
| 外汇/非现金项目          | (460)    | (976)    | 235      | 0        | -     | 0        | -     | 0        | 0        | 0        |
| 资产负债表现金增加/(减少)    | 3,145    | 5,366    | 3,807    | 4,757    | 25.0  | 8,595    | 80.7  | 9,894    | 11,275   | 13,684   |

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。

## 贵州茅台 (600519.SS)

| 估值(x)                    | 12/10          | 12/11          | 12/12          | 12/13E         | 12/14E         | 12/15E         | 12/16E         | 12/17E         |
|--------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| P/E (本地 GAAP, 稀释后)       | 29.6           | 22.0           | 17.4           | 12.8           | 11.5           | 10.1           | 8.9            | 7.6            |
| 市盈率 (UBS, 稀释后)           | 29.6           | 22.0           | 17.4           | 12.8           | 11.5           | 10.1           | 8.9            | 7.6            |
| 股价/每股现金收益                | 28.0           | 21.2           | 16.8           | 12.3           | 10.9           | 9.6            | 8.5            | 7.3            |
| 权益 FCF (UBS) 收益率 %       | 3.2            | 4.4            | 3.3            | 6.1            | 7.6            | 9.1            | 10.4           | 12.2           |
| 净股息收益率(%)                | 1.6            | 2.1            | 1.9            | 3.4            | 2.9            | 3.6            | 4.1            | 4.7            |
| 市净率                      | 8.1            | 7.7            | 6.8            | 4.3            | 3.5            | 2.9            | 2.4            | 2.0            |
| 企业价值/营业收入(核心)            | NM             | 9.7            | 8.0            | 5.5            | 4.8            | 4.0            | 3.2            | 2.5            |
| 企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)       | 19.0           | 14.4           | 11.3           | 7.8            | 6.8            | 5.6            | 4.7            | 3.7            |
| 企业价值/息税前利润(核心)           | 19.8           | 14.8           | 11.5           | 8.1            | 7.0            | 5.8            | 4.8            | 3.8            |
| 企业价值/经营性自由现金流(核心)        | 22.3           | 16.5           | 12.3           | 8.6            | 7.3            | 5.9            | 4.8            | 3.7            |
| 企业价值/运营投入资本              | NM             | NM             | NM             | NM             | 8.5            | 7.2            | 6.1            | 5.1            |
| <b>企业价值 (Rmb 百万)</b>     | <b>12/10</b>   | <b>12/11</b>   | <b>12/12</b>   | <b>12/13E</b>  | <b>12/14E</b>  | <b>12/15E</b>  | <b>12/16E</b>  | <b>12/17E</b>  |
| 市值                       | 149,325        | 193,098        | 231,393        | 181,027        | 181,027        | 181,027        | 181,027        | 181,027        |
| 净债务 (现金)                 | (11,316)       | (15,572)       | (20,158)       | (24,441)       | (31,117)       | (40,361)       | (50,946)       | (63,425)       |
| 少数股东权益                   | 151            | 412            | 1,304          | 2,049          | 2,881          | 3,828          | 4,901          | 6,154          |
| 养老金拨备/其他                 | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>企业价值总额</b>            | <b>138,159</b> | <b>177,939</b> | <b>212,539</b> | <b>158,636</b> | <b>152,791</b> | <b>144,495</b> | <b>134,982</b> | <b>123,756</b> |
| - 非核心资产                  | (64)           | (64)           | (54)           | (54)           | (54)           | (54)           | (54)           | (54)           |
| <b>核心企业价值</b>            | <b>138,095</b> | <b>177,875</b> | <b>212,485</b> | <b>158,582</b> | <b>152,737</b> | <b>144,441</b> | <b>134,928</b> | <b>123,702</b> |
| <b>增长率(%)</b>            | <b>12/10</b>   | <b>12/11</b>   | <b>12/12</b>   | <b>12/13E</b>  | <b>12/14E</b>  | <b>12/15E</b>  | <b>12/16E</b>  | <b>12/17E</b>  |
| 营业收入                     | 20.3           | 58.2           | 43.8           | 8.7            | 9.8            | 15.4           | 15.0           | 17.8           |
| 息税折旧摊销前利润(UBS)           | 18.3           | 69.6           | 52.9           | 7.5            | 10.8           | 13.9           | 13.2           | 16.7           |
| 息税前利润(UBS)               | 17.5           | 71.6           | 53.6           | 6.9            | 10.4           | 13.8           | 13.2           | 16.9           |
| 每股收益(UBS 稀释后)            | 17.1           | 73.5           | 51.9           | 6.3            | 11.7           | 13.9           | 13.2           | 16.9           |
| 每股股息净值                   | 113.5          | 73.8           | 3.8            | 44.7           | -16.4          | 25.8           | 14.1           | 13.0           |
| <b>利润率与盈利能力(%)</b>       | <b>12/10</b>   | <b>12/11</b>   | <b>12/12</b>   | <b>12/13E</b>  | <b>12/14E</b>  | <b>12/15E</b>  | <b>12/16E</b>  | <b>12/17E</b>  |
| 毛利率                      | NM             |
| 息税折旧摊销前利润率               | 62.5           | 67.0           | 71.2           | 70.4           | 71.1           | 70.2           | 69.1           | 68.4           |
| 息税前利润率                   | 60.1           | 65.1           | 69.6           | 68.4           | 68.8           | 67.8           | 66.7           | 66.2           |
| 净利率 (UBS) 率              | 43.4           | 47.6           | 50.3           | 49.2           | 50.0           | 49.4           | 48.6           | 48.2           |
| ROIC (EBIT)              | 133.2          | 189.0          | 181.7          | 131.2          | 120.6          | 122.5          | 126.1          | 134.5          |
| 税后投资资本回报率                | NM             |
| 净股东权益回报率(UBS)            | 30.7           | 40.4           | 45.1           | 37.4           | 33.8           | 31.5           | 29.6           | 28.9           |
| <b>资本结构与覆盖率</b>          | <b>12/10</b>   | <b>12/11</b>   | <b>12/12</b>   | <b>12/13E</b>  | <b>12/14E</b>  | <b>12/15E</b>  | <b>12/16E</b>  | <b>12/17E</b>  |
| 净债务/息税折旧摊销前利润            | (1.8)          | (1.5)          | (1.2)          | (1.3)          | (1.6)          | (1.8)          | (2.0)          | (2.1)          |
| 净债务/总权益                  | (69.5)         | (71.9)         | (62.5)         | (61.4)         | (64.8)         | (68.1)         | (70.9)         | (73.4)         |
| 净债务/(净债务 + 权益)           | NM             |
| 净债务/企业价值                 | (9.3)          | (10.3)         | (10.4)         | (16.9)         | (23.2)         | (31.4)         | (41.9)         | (56.8)         |
| 资本支出 / 折旧 %              | NM             | 185.1          |
| 资本支出/营业收入(%)             | 14.9           | 11.9           | 15.9           | 8.7            | 7.3            | 4.9            | 4.3            | 3.6            |
| 息税前利润/净利息                | NM             |
| 股息保障倍数 (UBS)             | 2.1            | 2.1            | 3.1            | 2.3            | 3.0            | 2.7            | 2.7            | 2.8            |
| 股息支付率 (UBS) %            | 47.3           | 47.4           | 32.4           | 44.0           | 33.0           | 36.4           | 36.7           | 35.5           |
| <b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>    | <b>12/10</b>   | <b>12/11</b>   | <b>12/12</b>   | <b>12/13E</b>  | <b>12/14E</b>  | <b>12/15E</b>  | <b>12/16E</b>  | <b>12/17E</b>  |
| 其他                       | 11,633         | 18,402         | 26,455         | 28,767         | 31,581         | 36,436         | 41,914         | 49,376         |
| <b>总计</b>                | <b>11,633</b>  | <b>18,402</b>  | <b>26,455</b>  | <b>28,767</b>  | <b>31,581</b>  | <b>36,436</b>  | <b>41,914</b>  | <b>49,376</b>  |
| <b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b> | <b>12/10</b>   | <b>12/11</b>   | <b>12/12</b>   | <b>12/13E</b>  | <b>12/14E</b>  | <b>12/15E</b>  | <b>12/16E</b>  | <b>12/17E</b>  |
| 其他                       | 6,986          | 11,987         | 18,416         | 19,681         | 21,718         | 24,705         | 27,969         | 32,696         |
| <b>总计</b>                | <b>6,986</b>   | <b>11,987</b>  | <b>18,416</b>  | <b>19,681</b>  | <b>21,718</b>  | <b>24,705</b>  | <b>27,969</b>  | <b>32,696</b>  |

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。

## 预测回报率

---

|         |        |
|---------|--------|
| 预测股价涨幅  | +18.1% |
| 预测股息收益率 | 3.2%   |
| 预测股票回报率 | +21.3% |
| 市场回报率假设 | 9.6%   |
| 预测超额回报率 | +11.7% |

---

## 风险声明

公司面临的主要下行风险：经济景气持续下滑导致高端酒需求减弱，公务消费受舆论压力或预算限制可能减少对高端酒的需求。

## 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：王鹏；赵琳；何淼。

### 涉及报告中提及的公司的披露

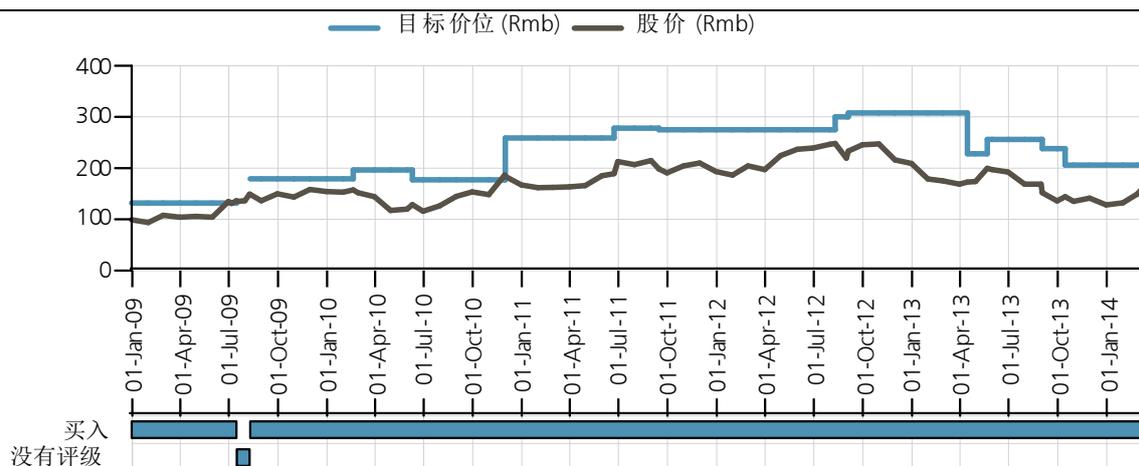
| 公司名称 | 路透        | 12 个月评级 | 短期评级 | 股价        | 定价日期及时间          |
|------|-----------|---------|------|-----------|------------------|
| 贵州茅台 | 600519.SS | 买入      | 不适用  | Rmb171.32 | 2014 年 03 月 18 日 |

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。

除非特别指出，请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

## 贵州茅台 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 3 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[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。

