

中国太保

寿险表现好于财险

新业务价值增长主要由于假设调整，投资收益驱动净利润上升

2013 年公司新业务价值同比增长 6.2% 至 75 亿元，但剔除贴现率假设变化我们估算新业务价值约 70 亿、与去年持平。这主要由于公司在银保渠道继续进行改革。集团内含价值同比增长 6.7% 至 1444 亿元，其中寿险内含价值同比增长 14.1%。净利润同比增长 82.4% 至 93 亿元，与此前业绩预告基本一致。

预期 2014 年新业务价值增长较为强劲

年初至今保费数据显示，太保寿险 2014 年 1-2 月保费保持 30% 强劲增长。我们认为产品差异化的增加及渠道分销能力的增强将驱动 2014 年中国寿险行业继续恢复性增长。我们分别调高 2014-16 年太保寿险新业务价值增速预测至 13%/7%/6%，此前为 6%/5%/5%。

2014 年太保财险综合成本率可能超过 100%

太保财险 2013 年综合成本率 99.5%，而 2012/2013H1 分别 95.8%/97.7%。我们估算 2013H2 综合成本率 100.8%，并认为财险业务将继续面临更激烈竞争，综合成本率将继续上升。我们上调 2014/15/16E 综合成本率至 100.3%/99.8%/99.8%。2014 年很可能是综合成本率最高点，我们期待公司调整激进扩张策略。因此，我们认为公司 2014 年市场份额保持平稳或略下降。我们调低 2014-2016 年净利润预测，分别下调了 8%/2%/2%。

估值：目前价格对应 0.85x 2014E P/EV，新目标价 22.57 元

我们根据 SOTP 模型得出每股评估价值 25.36 元（此前为 26 元），并估算公司每股评估价值相对 A 股有 11% 溢价，从而得到新目标价为 22.57 元（此前 23.14 元）。该目标价对应 2014 年 1.22x P/EV 或 4.4x 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 **Rmb22.57**
之前: **Rmb23.14**

股价 **Rmb15.75**

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 Rmb20.27-15.08

市值 Rmb143 十亿/US\$23.0 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) 17,067

日均成交额(Rmb 百万) Rmb280.1

普通股股东权益 (12/14E) Rmb105 十亿

市净率 (12/14E) 1.4x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/14E	1.17	1.08	-7.58
12/15E	1.24	1.22	-1.77
12/16E	1.40	1.36	-2.37

潘 洪文

分析师

S1460513090002

hongwen.pan@ubssecurities.com

+86-213-866 8845

Highlights (Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(本地会计准则，稀释后)	0.97	0.59	1.02	1.08	1.22	1.36	1.49	1.65
EPS (UBS, diluted)	0.97	0.59	1.02	1.08	1.22	1.36	1.49	1.65
Emb value EPS (UBS)	1.48	1.61	1.71	1.99	1.95	1.95	1.99	2.03
Emb value per share (UBS)	13.21	14.93	15.93	18.44	21.05	23.78	24.97	26.22
每股股息 (Rmb)	0.35	0.35	0.40	0.38	0.43	0.48	0.52	0.58
TNAV per share (UBS)	8.76	10.43	10.71	11.41	12.27	13.23	14.26	15.41
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (local GAAP, diluted) x	22.0	34.6	18.1	14.5	12.9	11.5	10.6	9.6
P/Emb value EPS (UBS) x	14.3	12.7	10.8	7.9	8.1	8.1	7.9	7.7
P/EV per share (UBS) x	1.6	1.4	1.2	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6
RoEV (UBS) %	17.8	17.5	17.0	17.1	14.7	13.0	12.3	11.9
Return on TNAV (UBS) %	11.0	5.4	9.5	9.5	9.9	10.3	10.4	10.7
净股息收益率(%)	1.6	1.7	2.2	2.4	2.7	3.0	3.3	3.7

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 28 日 22 时 37 分的股价(Rmb15.75)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、新业务价值速持续多年超越主要同业、估值水平具备明显优势，维持“买入”。公司目标价 22.57 元对应 2014 年 1.22 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 23.98 元。

悲观情景

若保监会放开传统险预定利率后出现恶价格竞争，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超过 100%。则公司估值最低可能跌至 0.8 倍 2014 年 P/EV，估值可能达到 14.76 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

Rmb22.57

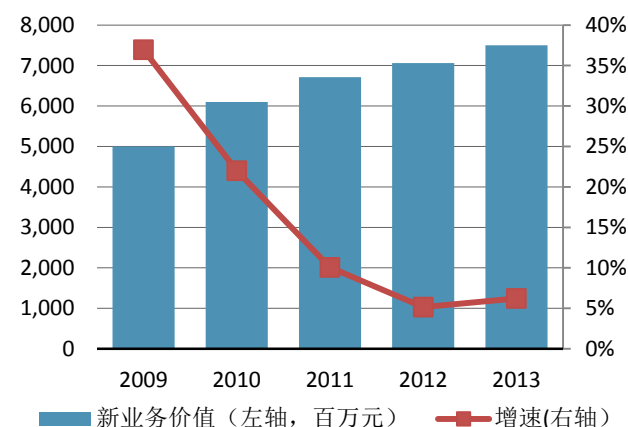
公司简介

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

寿险行业正在经历长期的产品结构调整和销售渠道改革。2013 年进行的银保渠道改革有望在 2014 年继续。银保渠道经历 2013 年的渠道改革，我们认为很可能持续到 2014 年。对财险行业，随着竞争加剧成本控制应将成为主题曲。总体而言，我们预计在未来几个季度索赔成本将进一步上升。

新业务价值及增速对比



来源：公司公告，瑞银证券

中国太保财险综合成本率对比

	2009	2010	2011	2012	2013
费用率	36.5%	36.3%	34.5%	34.6%	33.50%
赔付率	61.0%	57.4%	58.6%	61.2%	66.00%
综合成本率	97.5%	93.7%	93.1%	95.8%	99.50%

来源：公司公告，瑞银证券

2013 年业绩回顾

净利润同比增长 82.4%至 93 亿元（对比 2012 年为 50.8 亿元）。与之前业绩预告的 91 亿元基本一致。净利润的增长主要受益于总投资收益的恢复，总投资收益从 2012 年的 185 亿元增长 70.5%至 316 亿元。

寿险业务

新业务价值同比增长 6.2%至 75 亿元。但剔除贴现率假设变化的影响，我们估算新业务价值约 70 亿、与去年基本持平。个险渠道贡献新业务价值 82.1%，同比上升 3.4pps。

图表 1: 分渠道新业务价值（百万元）

分渠道新业务价值	2012	2013	% change
个险渠道	5,558	6160	10.8%
银保渠道	920	923	0.3%
团险	582	416	-28.5%
合计	7,060	7,499	6.2%

来源:公司公告

首年保费收入 同比下降 9.1%至 339 亿元（对比 2012 年为 373 亿元）。太保在 2013 年下半年继续在产品结构调整和渠道变革方面做出努力。2013 年下半年，个险渠道首年保费收入增长 10.5%至 49 亿元（对比 2012 年下半年为 44 亿元），个险渠道增速保持平稳。2013 年下半年银保渠道首年保费收入同比下降 21.8%至 44 亿元，2012 年下半年为 56 亿元。

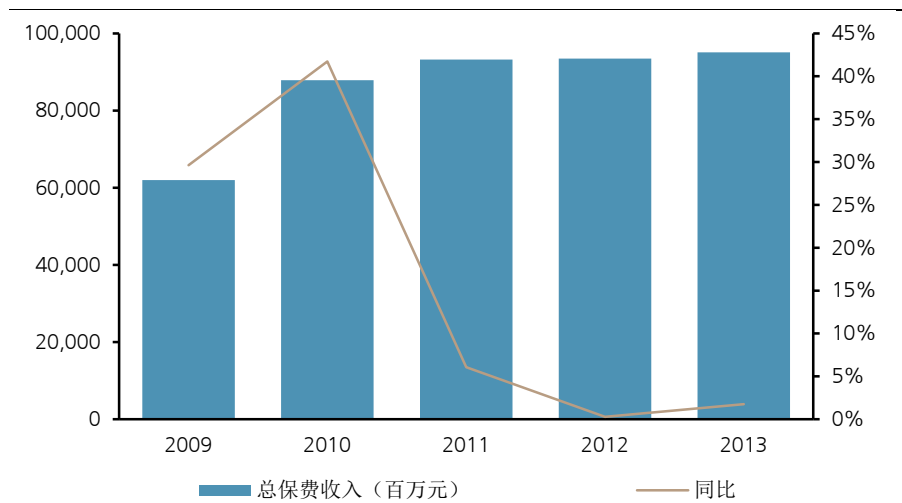
图表 2: 中国太保首年保费收入及新业务价值增速预测

	2014E	2015E	2016E
首年保费收入增速	8%	7%	6%
新业务价值增速	13%	7%	6%

来源: 瑞银证券估算

总保费收入同比增长 1.8%至 951 亿元（对比 2012 年为 935 亿元），2012 年增速为 0.3%。个险代理总保费收入同比增长 13.6%至 580 亿元，贡献总寿险保费收入的 60.9%（对比 2012 年为 54.6%）。

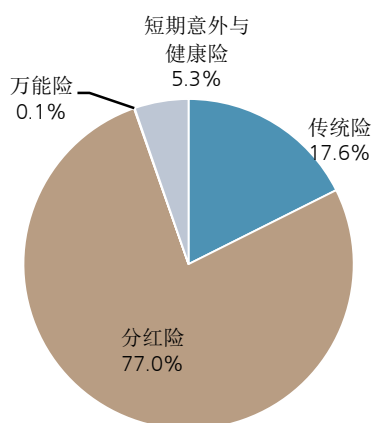
图表 3: 中国太保总保费收入



来源: 公司公告

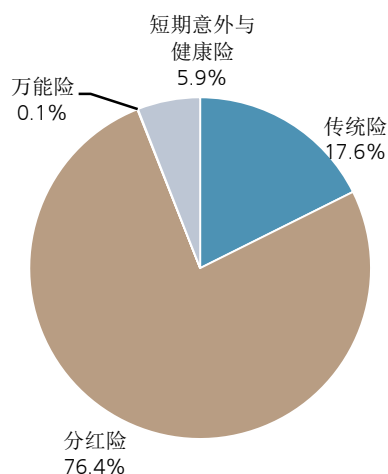
分红险产品贡献 2013 年保费收入的 76%（对比 2012 年为 77%），仍是太保人寿最占主导地位的产品。传统寿险产品贡献 2013 年保费收入的 18%，与此前持平。

图表 4: 分产品总保费收入（2013）



来源: 公司公告

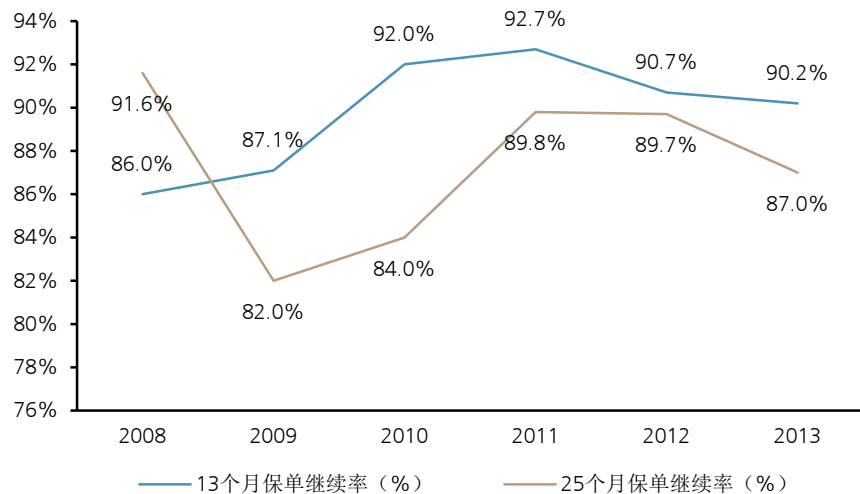
图表 5: 分产品总保费收入（2012）



来源: 公司公告

2013 年保单继续率小幅下降。13 个月保单继续率从 2012 年的 90.7%下降至 90.2%，同时 25 个月保单继续率从 2012 年的 89.7%下降至 87.0%。

图表 6: 中国太保保单继续率

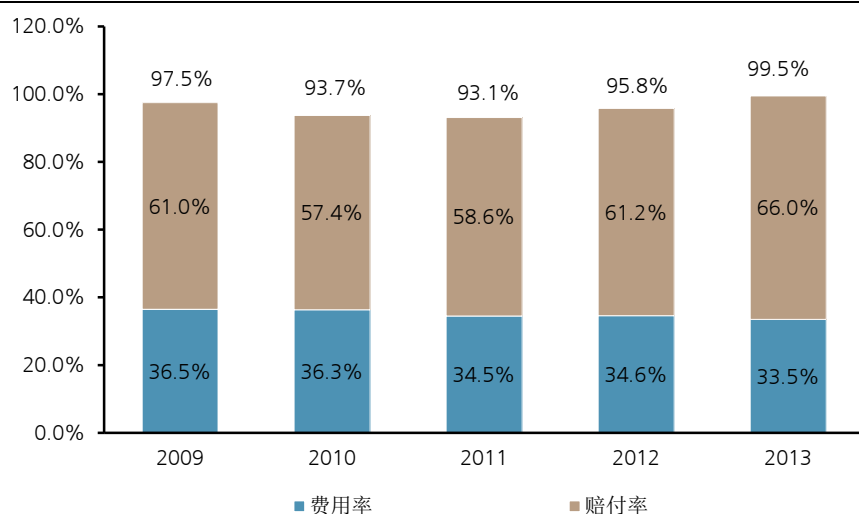


来源: 公司公告

财险业务

太保财险 2013 年综合成本率为 99.5%，相比 2012 年 95.8%、2013 年中期 97.7%快速上升。我们估计 2013 年下半年综合成本率 100.8%。我们认为财险业务将继续面临更为激烈的竞争，综合成本率将继续上升。

图表 7: 中国太保综合成本率



来源: 公司公告

其他条件不变下, 太保财险综合成本率很可能在 2014 年达到最高点, 我们期待公司适度调整 2013 年激进的市场扩张策略。因此, 我们认为太保财险 2014 年市场份额保持平稳或略下滑。

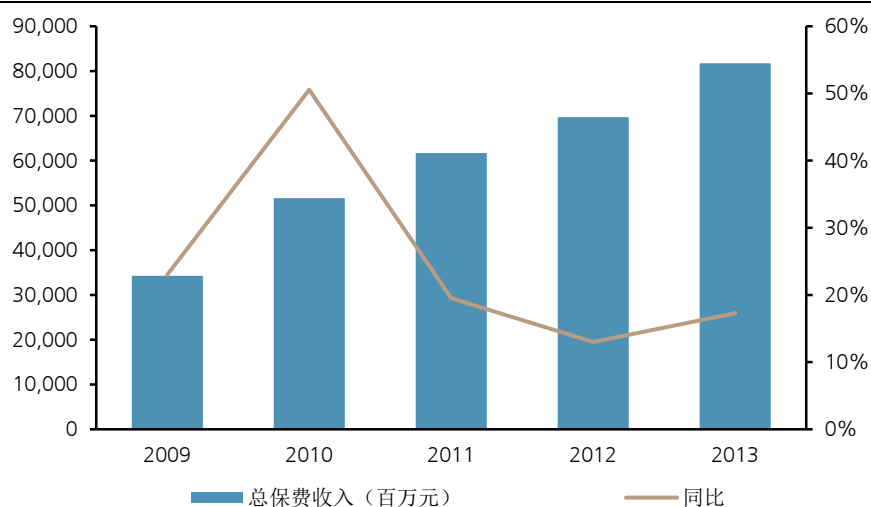
图表 8: 主要保险公司综合成本率对比

	2H13	2013	2014E		2015E		2016E	
			调整前	调整后	调整前	调整后	调整前	调整后
人保财险	99.7%	96.7%						
平安财险	99.4%	97.3%	97.2%	98.8%	97.7%	98.9%	98.5%	99.2%
太保财险	100.9%	99.5%	98.8%	100.3%	99.2%	99.8%	99.3%	99.8%

来源: 公司公告, 瑞银证券估算。

总保费收入同比增长 17.3%至 817 亿元 (对比 2012 年为 697 亿元)。新型渠道, 如交叉销售、电销、网销同比增长 28.7%至 167 亿元 (对比 2012 年为 130 亿元)。

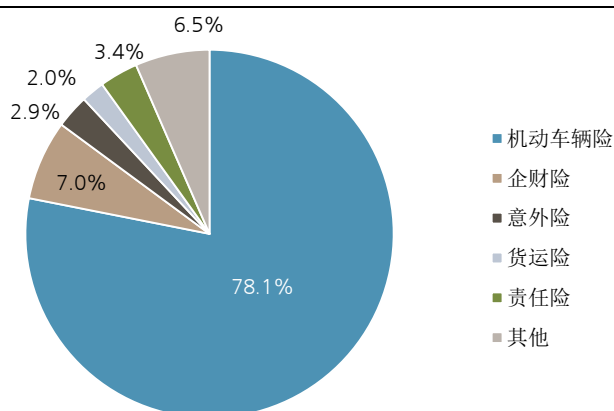
图表 9: 太保财险总保费收入及增速对比



来源: 公司公告

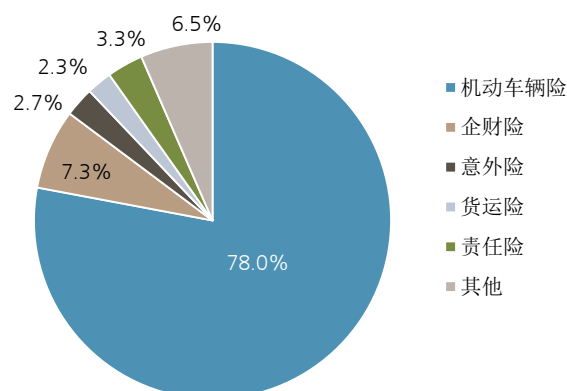
车险依然是太保财险的主要产品，贡献2013年总保费收入的78%，与2012年相同。

图表 10: 太保财险分产品总保费收入（2013）



来源: 公司公告

图表 11: 太保财险分产品总保费收入（2012）



来源: 公司公告

集团

集团内含价值同比增长 6.7%至 1444 亿元（对比 2012 年为 1353 亿元）。
每股净资产同比增长 2.9%至每股 10.9 元（对比 2012 年为每股 10.6 元）。

总投资收益同比增长 70.5%至 316 亿元（对比 2012 年为 185 亿元）。总投资收益率为 5%，对比 2012 年为 3.3%；净投资收益率为 5%，对比 2012 年为 4.9%。太保 2013 年计提资产减值损失 13 亿元，对比 2012 年为 44 亿元，一定程度上助推了总投资收益增长。

集团 2013 年底偿付能力为 283%，对比 2012 年底为 312%；太保寿险 2013 年底偿付能力为 191%，对比 2012 年为 211%；太保财险 2013 年偿付能力为 162%，对比 2012 年为 188%。太保集团偿付能力充足率仍是同类保险公司最高之一。我们预计集团将考虑通过子公司发行次级债来提高整体偿付能力。2014 年 2 月太保财险已获保险会批准，发行 10 年期次级债 40 亿元，我们预计将在 2014 年内发行完成。

盈利预测调整概要

我们调低 2014-2016 年净利润预测，分别下调了 8%/2%/2%，这主要反映：

- 2013 年业绩报告数据
- 2014-2016 年财险综合成本率假设分别由 98.8%/99.2%/99.3% 提升至 100.3%/99.8%/99.8%。

图表 12: 盈利预测调整概要

净利润（百万元）	2014E	2015E	2016E
调整后	9,819	11,039	12,365
调整前	10,624	11,238	12,665
% change	-8%	-2%	-2%
集团内含价值（百万元）	2014E	2015E	2016E
调整后	167,144	190,711	215,507
调整前	182,819	208,792	236,299
% change	-9%	-9%	-9%
新业务价值增长率	2014E	2015E	2016E
调整后	13%	7%	6%
调整前	6%	5%	5%
总保费收入-寿险（百万元）	2014E	2015E	2016E
调整后	106,913	119,903	133,627
调整前	104,736	116,775	129,531
% change	2%	3%	3%
总保费收入-财险（百万元）	2014E	2015E	2016E
调整后	92,785	104,663	118,105
调整前	93,494	105,491	119,070
% change	-1%	-1%	-1%
综合成本率	2014E	2015E	2016E
调整后	100.3%	99.8%	99.8%
调整前	98.8%	99.2%	99.3%
% change	1%	1%	0%

来源:瑞银证券估算

估值

根据 SOTP 模型得出每股评估价值为 25.36 元（此前为 26 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 22.57 元（此前 23.14 元）。该目标价对应 2014 年 1.22x P/EV 或 4.41x 隐含新业务倍数，维持“买入”评级。

图表 13: 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	18,000	17,705	17,716
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*	18,000	15,463	13,513
终值的贴现值@14.5%			128,695
寿险业务估值 @14.5% (1)			175,671
非寿险业务估值(2)			54,142
集团估值 (3) = (1) + (2)			229,812
加权股本数			9,062
每股评估价值（人民币元）			25.36
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）			22.57

来源: 瑞银证券估算

图表 14: 中国太保内含价值变动分析 (百万元)

内含价值变动分析	2012	1H13	2013	2014E	2015E	2016E
调整后净资产 (寿险业务)	31,381	35,371	35,371	33,791	39,245	44,609
有效业务价值	40,900	49,043	49,895	63,507	71,981	81,048
期初内含价值	72,992	85,268	85,268	97,298	113,002	128,449
新业务价值	7,060	4,254	7,499	8,474	9,067	9,611
预期内含价值回报	7,717		9,079	9,526	8,638	8,105
经营经营差异	-244		499			
运营假设变动	-649		-1,586			
内含价值利润	13,884	4,254	15,491	18,000	17,705	17,716
投资回报差异	437		-3,099			
经纪假设变动差异			2,362			
其他非经营差异	-1,295		-807			
内含价值利润总额	13,026	4,254	13,947	18,000	17,705	17,716
资本/股息变化	-836		-1,976	-2,296	-2,258	-2,260
汇率变动及其他因素的影响	86		59			
期末内含价值 (寿险业务)	85,268	91,520	97,298	113,002	128,449	143,905
非寿险内含价值	50,012	48,203	47,080	54,142	62,263	71,602
集团内含价值	135,280	139,723	144,378	167,144	190,711	215,507

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

图表 15: 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	+43.3%
预测股息收益率	2.7%
预测股票回报率	+46.0%
市场回报率假设	9.6%
预测超额回报率	+36.4%

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 $\pm 6\%$ 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：潘 洪文。

涉及报告中提及的公司的披露

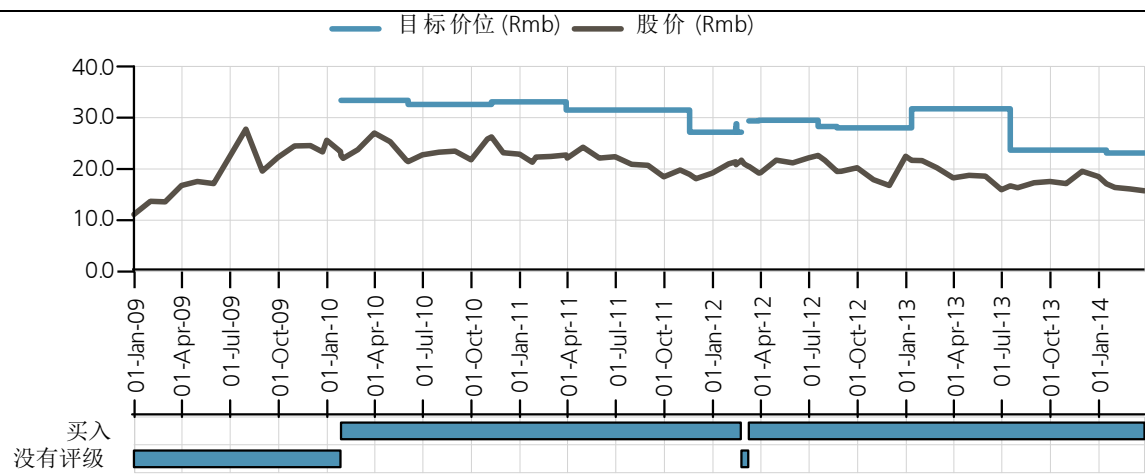
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
中国太保	601601.SS	买入	不适用	Rmb15.75	2014 年 03 月 28 日

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。

中国太保 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 3 月 28 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，出版人及发布人。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。

