

## 欧菲光

### 触摸屏业务已具备国际竞争力，摄像头模组将成为重要看点

#### 触摸屏业务具备明显的规模优势和产业一体化优势

公司触摸屏业务在行业内具备明显的规模优势和产业链垂直一体化优势，主要客户包括联想、华为、酷派、三星等。随着中大尺寸触摸屏产能投放、中小尺寸触摸屏份额进一步提升，公司触摸屏业务营收仍有望保持快速增长。另外公司自主开发的 Metal Mesh 触摸屏具备物料成本低、导电性良好等优点，如果良率提升顺利、有望在中大尺寸应用上占据较大市场份额。

#### CCM（微摄像头模组）是公司未来重要看点

公司基于原有镜头底座和滤光片加工能力，以及扎实的客户关系基础，集中资源投入摄像头模组业务。目前已通过豪威/三星/索尼等 CMOS 厂商技术认证，切入联想、小米、宇龙、金立、华为等客户的摄像头模组供应链，也已经具备月产千万级的产能规模，有潜力在短期内成为行业内主流供应商。

#### 注重研发与新技术储备，构建中长期竞争力

公司注重研发与新技术储备。除自主开发的 Metal Mesh 触摸屏产品外，在摄像头领域，公司收购美国 Tessera Technologies Inc 子公司 DigitalOptics Corporation 公司的 MEMS 摄像头相关资产和专利等，在具备前景的 MEMS 摄像头方面做了相关技术储备，在未来的摄像头技术升级趋势中占据主动。

#### 估值：我们再次覆盖欧菲光，给予“买入”评级，目标价 28 元。

我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.88/1.24/1.53 元，基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型，在 WACC 7.8% 的情况下，推导出目标价 28 元，给予“买入”评级，目标价对应 2014/15/16 年 PE 分别为 31.82/22.58/18.30 倍。

### Equities

中国

电子元件与设备

12 个月评级	<b>买入</b>
	之前: 未予评级
12 个月目标价	Rmb28.00
	之前: -
股价	Rmb22.15
路透代码: 002456.SZ 彭博代码	002456 CH
<b>交易数据和主要指标</b>	
52 周股价波动范围	Rmb29.15-19.47
市值	Rmb20.6 十亿/US\$3.30 十亿
已发行股本	930 百万 (ORDA)
流通股比例	47%
日均成交量(千股)	12,670
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb285.0
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb3.98 十亿
市净率 (12/14E)	5.2x
净债务 / EBITDA	0.5x
<b>每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)</b>	
	从 到 % 市场预测
12/14E	- 0.88 - 0.89
12/15E	- 1.24 - 1.32
12/16E	- 1.53 - 1.68

张孝达

分析师

S1460513110001

xiaoda.zhang@ubssecurities.com

+86-21-3866 8986

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	1,245	3,932	9,102	16,215	23,961	31,967	38,127	43,277
息税前利润(UBS)	52	433	798	1,029	1,427	1,766	2,053	2,277
净利润 (UBS)	23	331	571	821	1,156	1,426	1,658	1,839
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.03	0.43	0.62	0.88	1.24	1.53	1.78	1.98
每股股息 (Rmb)	0.00	0.21	0.19	0.27	0.32	0.42	0.49	0.55
现金 / (净债务)	(655)	(1,205)	(1,382)	(641)	(654)	154	1,422	2,262
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	4.1	11.0	8.8	6.3	6.0	5.5	5.4	5.3
ROIC (EBIT) (%)	4.0	21.0	22.3	22.2	27.9	30.4	33.9	35.3
EV/EBITDA(core)x	53.0	12.7	21.2	17.4	13.1	10.8	9.3	8.4
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	NM	17.2	33.8	25.1	17.8	14.4	12.4	11.2
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(13.4)	(12.0)	(5.9)	4.9	1.4	5.8	8.4	6.6
净股息收益率(%)	0.0	2.8	0.9	1.2	1.5	1.9	2.2	2.5

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 05 月 26 日 20 时 26 分的股价(Rmb22.15)得出；

# 投资主题

## 欧菲光

### 投资理由

欧菲光是国内领先的薄膜型触摸屏企业，在行业内具备明显的规模优势和产业链垂直一体化优势，主要客户包括联想、华为、酷派、三星等。另外公司自主开发的 Metal Mesh 触摸屏具备物料成本低、导电性良好等优点，如果良率提升顺利、有望在中大尺寸应用上占据较大市场份额。

公司基于原有镜头底座和滤光片加工能力，集中资源投入摄像头模组业务发展。摄像头模组客户和触摸屏模组客户部分高度重合，公司有望借助原有客户群基础实现摄像头模组业务销售放量。目前公司已通过豪威/三星/索尼等 CMOS 厂商技术认证，切入联想、小米、宇龙、金立、华为等客户的摄像头模组供应链，也已经具备月产千万级的产能规模。可以说在较短时间内已经成为摄像头模组领域的重要厂商之一。

我们预计欧菲光 2014-2016 年 EPS 分别为 0.88/1.24/1.53 元，基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型，在 WACC 7.8% 的情况下，推导出目标价 28 元，给予“买入”评级，目标价对应 2014/15/16 年 PE 分别为 31.82/22.58/18.30 倍。

### 乐观情景

公司触摸屏毛利率上升 0.25 个百分点，同时公司摄像头模组产能提升 1%，那么公司 2014 年 EPS 将为 0.93 元，对应每股估值为 29.59 元。

### 悲观情景

公司触摸屏毛利率下降 0.25 个百分点，同时公司摄像头模组产能降低 1%，那么公司 2014 年 EPS 将为 0.84 元，对应每股估值为 26.72 元。

### 近期催化剂

公司 Metal Mesh 产品良率提升、客户导入顺利；微摄像头模组业务产能进一步释放；业绩超预期。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb28.00

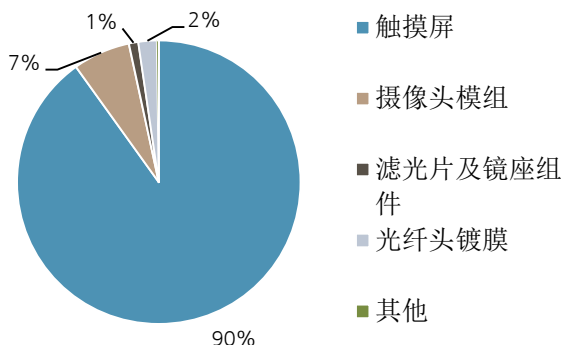
### 公司简介

欧菲光主营薄膜电容式触摸屏、玻璃电容式触摸屏、纯平电阻屏、红外截止滤光片及镜座组件、光纤头镀膜等，已经完成从盖板玻璃到触屏模组的触屏供应链垂直整合，并开始向摄像头模组领域延伸；下游应用领域主要是以智能手机、Pad 和触屏 NB 为代表的带触摸屏的移动终端；公司薄膜电容式触摸屏(GFF)产能国内领先，主要客户包括联想、华为、酷派、三星等。

### 行业展望

随着智能手机渗透率快速上升，上游触摸屏市场亦进入稳定成长期；但中低端智能机、平板电脑、触控 PC 等下游需求仍维持较快增长。同时触摸屏行业产能往国内转移的趋势明显，预计未来一段时间内国内龙头厂商营收仍将保持快速增长。而以 Metal Mesh 为代表的新技术如果良率提升顺利，将会在中大尺寸领域有重要的应用。摄像头模组产品保持着明显的像素升级趋势，是未来两三年内相对确定的硬件升级方向，高像素的产品比例处于不断提升过程中。

### 收入按产品划分，2013 年(%)



数据来源：公司财报

### 各类业务的毛利

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
触摸屏	752	1,430	1,684	2,021	2,320
摄像头模组	1	32	372	762	1,059
滤光片及镜座组件	25	11	28	28	27
光纤头镀膜	5	6	7	7	7
液晶 LCM 模组			101	280	581
其他	3	1	1	1	2
合计	786	1,478	2,192	3,099	3,996

数据来源：WIND，瑞银证券估算

## 投资分析

欧菲光是国内领先的薄膜型触摸屏企业，在行业内具备明显的规模优势和产业一体化优势，主要客户包括联想、华为、酷派、三星等。公司开发的 Metal Mesh 触摸屏产品未来有望在中大尺寸领域具备较大的影响力。同时公司围绕光电领域进行相关多元化扩张，进入 LCM 及摄像头模组领域，构成公司中长期成长动力。

- 触摸屏业务具备明显的规模优势和产业一体化优势

公司凭借积累的光学技术和制造经验，结合管理层高效率的执行能力和对市场反应快速，致力发展 GFF 触摸屏技术。最后促使公司在 2010-2013 年消费电子（手机、平板电脑）智能化、轻薄化潮流中大放异彩，成为国内出货量最大的触摸屏制造商，遥遥领先于其他厂商。

同时，公司垂直一体化的产业链体系，包括强化盖板玻璃、ITO 薄膜、ITO 玻璃、Metal Mesh、sensor、显示模组和触控模组等产品。公司进行的全产业链布局使得其在生产物料成本、客户和市场响应上均有较强竞争优势。

- CCM（微摄像头模组）成为新的增长点

公司基于自身原有镜头底座和滤光片加工能力，集中资源投入摄像头模组业务发展。而摄像头模组客户和触摸屏模组客户部分高度重合，公司有望借助原有客户群基础实现摄像头模组业务销售放量，进而复制 GFF 触摸屏的成功路线，获得新的成长动力。目前公司已通过豪威/三星/索尼等 CMOS 厂商技术认证，切入联想、小米、宇龙、金立、华为等客户的摄像头模组供应链，也已经具备月产千万级的产能规模。

- 注重新技术储备，构建长期竞争力

公司注重研发与新技术储备。触摸屏领域，公司开发的基于自主知识产权的 Metal Mesh 技术。Metal Mesh 产品物料成本低、导电性良好，未来有望在中大尺寸触摸屏领域具备重要影响力。在摄像头领域，公司收购美国 Tessera Technologies Inc 子公司 DigitalOptics Corporation 公司的 MEMS 摄像头相关资产和专利等，在具备前景的 MEMS 摄像头方面做了相关技术储备。

估值：我们再次覆盖欧菲光，预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.88/1.24/1.53 元，基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型，在 WACC 假设为 7.8% 的情况下，推导出目标价为 28 元，给予“买入”评级，目标价对应 2014/15/16 年 PE 分别为 31.82/22.58/18.30 倍。

## 风险

- 随着公司产品不断丰富，低毛利率产品产销占比进一步上升，导致公司整体毛利率下滑；
- 下游大客户联想、三星、酷派等的智能手机、平板电脑、TV 出货量不及预期，进而影响公司产品出货量。
- 触摸屏市场竞争格局恶化，触摸屏价格降幅超出预期，有可能导致公司触摸屏产品毛利率下降。

## 估值和推导我们目标价的基础

### 基本假设

- 触摸屏业务仍具备较快增速，其中：小尺寸触摸屏维持相对稳定增长；中小尺寸和中大尺寸触摸屏处于快速增长过程中。2014 年，小尺寸、中小尺寸和中大尺寸触摸屏收入分别增长 31%、92%和 45%。
- 摄像头模组业务处于迅速放量过程中，预计 2014 年-2015 年分别达到 1050 万套/月和 2200 万套/月的规模。
- 摄像头模组业务和 LCM 业务毛利率低于触摸屏业务。

### 目标价推导

我们以智能手机产业链上的德赛电池、劲胜股份、安洁科技、长信科技、欣旺达、水晶光电、长盈精密和歌尔声学作为可比公司进行分析，这 8 家公司 2014/15/16 年 PE 市场一致预期均值分别为 27.48/20.32/15.74 倍。短期内受到触摸屏行业景气度影响，公司估值低于行业平均水平；但公司触摸屏业务已经具备国际竞争力、且仍处于较快的增长通道中，摄像头模组业务也开始放量，未来成长性较好，我们认为其估值水平有望得到提升。

我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.88/1.24/1.53 元，基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型，在 WACC 假设为 7.8%的情况下，推导出目标价 28 元，给予“买入”评级，2014/15/16 年 PE 分别为 31.82/22.58/18.30 倍。

## 瑞银预期对比市场一致预期

我们对公司 2014/15/16 年 EPS 预测分别低于市场一致预期 1.99%/3.31%/14.22%，主要基于以下原因：

- 摄像头模组业务和 LCM 业务占比不断提升，由于其毛利率低于触摸屏业务，因此有可能拉低公司综合毛利率。

- 大尺寸触摸屏业务进展受制于触控笔记本渗透率的提升，有可能低于市场一致预期。

图表 1: 瑞银预期对比市场一致预期

	2014E	2015E	2016E
市场一致预期 EPS (元)	0.90	1.28	1.78
瑞银预测 EPS (元)	0.88	1.24	1.53
瑞银对比市场预期	-1.99%	-3.31%	-14.22%

来源: WIND, 瑞银证券估算; 注: 市场一致预期数据截至 2014 年 5 月 26 日

## 敏感性分析

公司 2014 年业绩对触摸屏产品毛利率和微摄像头模组产量比较敏感。我们分析: 2014 年触摸屏产品毛利率每变动 0.5 个百分点, 对公司 2014 年 EPS 的影响是 0.05 元左右; 2014 年微摄像头模组产量变化 2%, 对公司 2014 年 EPS 的影响是 0.04 元。

图表 2: 2014 年预测 EPS 敏感性分析 (元)

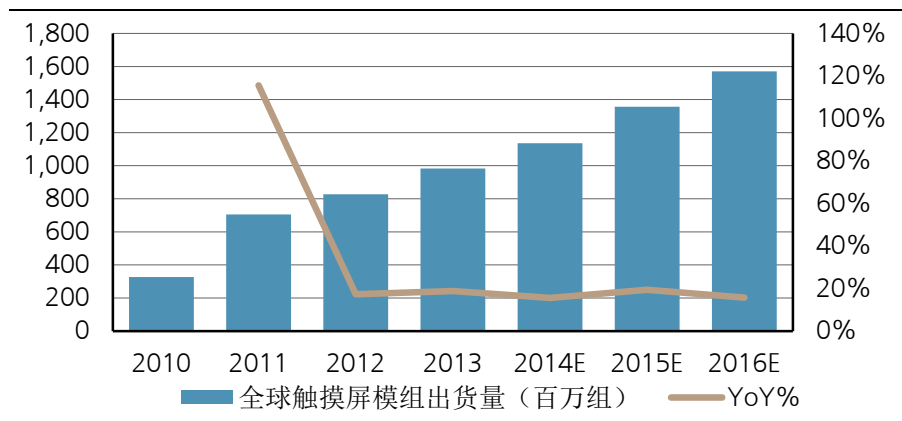
2014	触摸屏毛利率				
	-1%	-0.5%	0%	0.5%	1%
-4%	0.70	0.75	0.80	0.85	0.90
-2%	0.74	0.79	0.84	0.89	0.95
微摄像头模组产量	0.78	0.83	0.88	0.93	0.98
2%	0.82	0.87	0.92	0.97	1.02
4%	0.86	0.91	0.96	1.02	1.07

来源: 瑞银证券估算

## 触摸屏进入稳定增长期，长期成长动力依赖于笔记本、车载触控、智能手表等需求

随着智能手机渗透率快速上升和平板电脑市场发展进入稳定成长期，上游触摸屏市场亦进入稳定成长期。根据全球触控屏龙头厂商 TPK 公开数据显示，2014 年全球触控触摸屏模组有望达到 11.36 亿组，2013-2016 全球整体触控市场 CAGR 将达到 17%。

图表 3: 全球触摸屏模组出货量预测



来源: TPK 公司年报

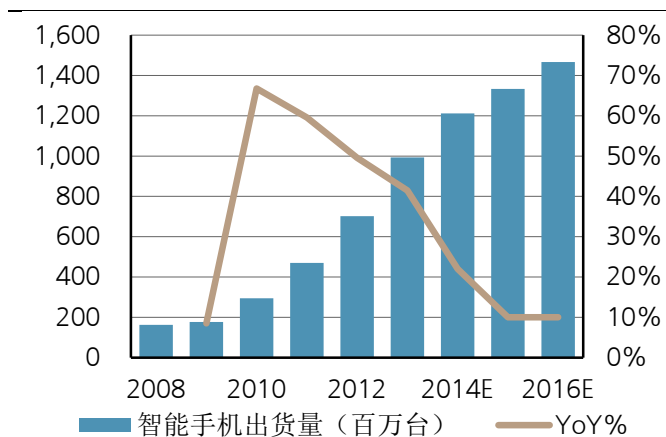
## 智能手机增速放缓，平板电脑仍保持快速增长，触控笔记本渗透率仍维持在低位

### 智能手机增速放缓，增长动力主要来自于中低端智能机

根据瑞银全球科技团队预测，2014/2015 年全球智能手机出货量分别有望达到 12.12 亿台和 13.33 亿台，同比增速分别为 25%/10%，同时 2014/15 年智能手机渗透率趋于饱和，分别为 72%和 77%。

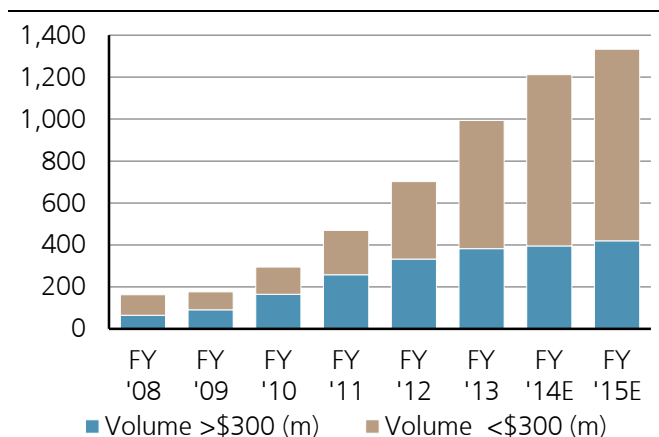
虽然智能手机总体渗透率趋于饱和，但全球中低端智能手机需求增速仍然较高，根据瑞银全球科技团队预测，2014 年全球中低端智能手机增速将达到 34%，出货量有望达到 8.16 亿台。以欧菲光为代表的国内智能手机供应链仍有望受益。

图表 4: 全球智能手机出货量预测



来源: 瑞银证券估算

图表 5: 全球不同价格智能手机出货量 (百万台) 对比

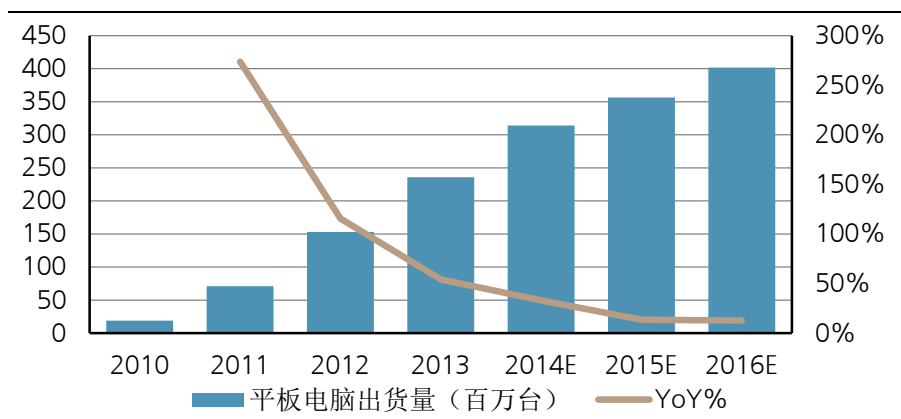


来源: 瑞银证券估算

### 平板电脑仍保持快速增长

根据瑞银全球科技团队预测, 全球平板电脑出货量仍保持较快增长, 2014 年增长 33%, 出货量将达到 3.14 亿台。

图表 6: 全球平板电脑出货量预测



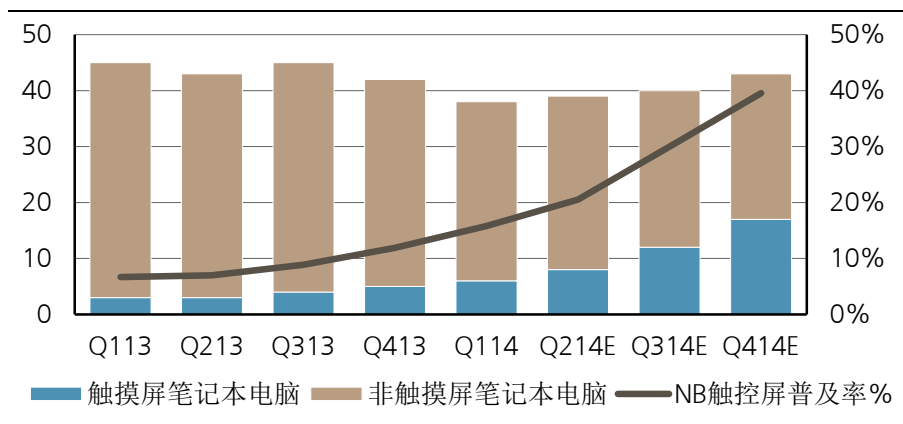
来源: 瑞银证券估算

### 触控笔记本渗透率仍维持在低位

2013 年, 由于 Win8 系统和超级本用户体验均不如人意, 因此超级本销量和渗透率均低于市场预期。根据瑞银全球科技团队预测, 2014 年触控笔记本电脑累计出货量将达到 4300 万台, 渗透率将达到 26.7%。长期来看, 超级本和 AIO 一体机仍是未来笔记本电脑发展主流趋势, 我们认为触控屏对以上子行业的渗透率将是缓慢循序渐进的过程, 主要依靠相关触控技术的突破和成本压缩、以及超级本产业链的完善。



图表 7: 全球笔记本电脑触控屏出货量（百万台）及普及率%

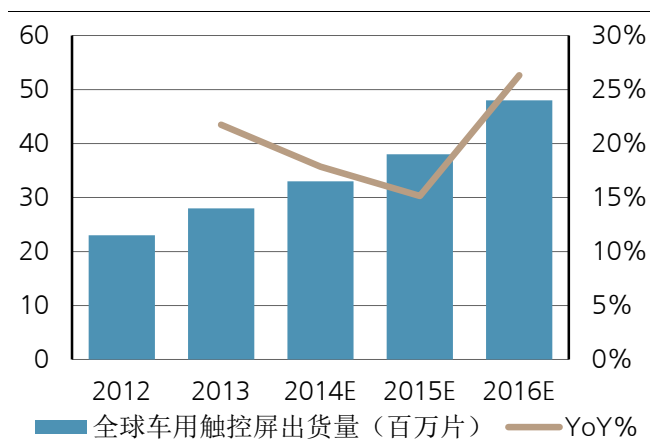


来源: 瑞银证券估算

## 未来触控行业新动力：汽车触控屏应用和智能手表等新型市场

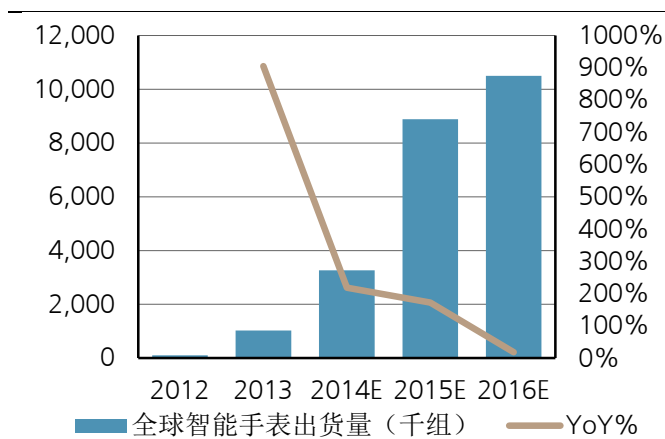
除中低端智能手机、平板电脑、触控 NB、AIO 一体机的市场发展和渗透率上升外，触摸屏在其他领域（如汽车应用、智能手表）的发展同样值得我们注意：1）以 Tesla 为代表的厂商在汽车领域使用车用触控屏进行行驶操作；2）智能手表、手环等触控应用推陈出新。根据 TPK 公司公开数据显示，2014/2015 全球车用触摸屏出货量或将分别达到 3300 万/3800 万组，同比增速分别为 18%/15%；2014/2015 全球智能手表触摸屏出货量或将分别达到 326/888.5 万组，同比增速分别为 218%/172%。

图表 8: 全球车用触控屏出货量预测



来源: TPK 公司年报

图表 9: 全球智能手表出货量预测



来源: TPK 公司年报



# 公司触摸屏业务：具备明显的规模优势和产业链一体化优势

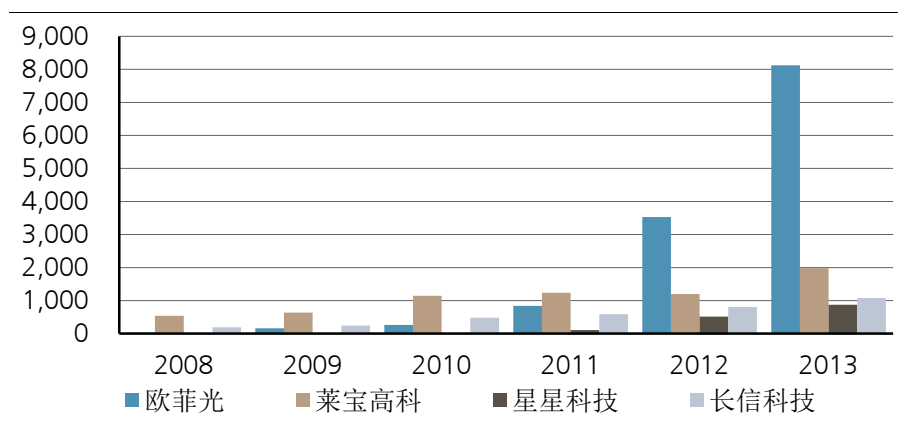
欧菲光是国内触控屏制造和触控系统解决方案行业的领军者，对于行业发展倚重的规模效应和产业链深度理解深刻，并付诸于行动，是目前行业内最具规模优势和产业链深度的触摸屏企业。

## 规模优势显著

智能手机产业链需要追求一定的规模效应。欧菲光是国内为数不多的具备大规模稳定供货能力的触摸屏厂商。2012 年欧菲光突破相关触摸屏产能瓶颈，促使公司触摸屏产品销量大幅增长，当期触摸屏销售总量为 5300 万片，触摸屏整体收入超越国内同行。2013 年公司触摸屏产品销量为 11500 万片，维持高速增长水平，同比增速达到 117%。

从触摸屏产品销售收入看，2013 欧菲光触摸屏销售收入达到 81.24 亿，同比增速高达 130%。与国内上市可比公司进行比较，公司触摸屏收入规模明显处于行业领先地位。

图表 10: 欧菲光销售收入（百万元）居于行业领先地位

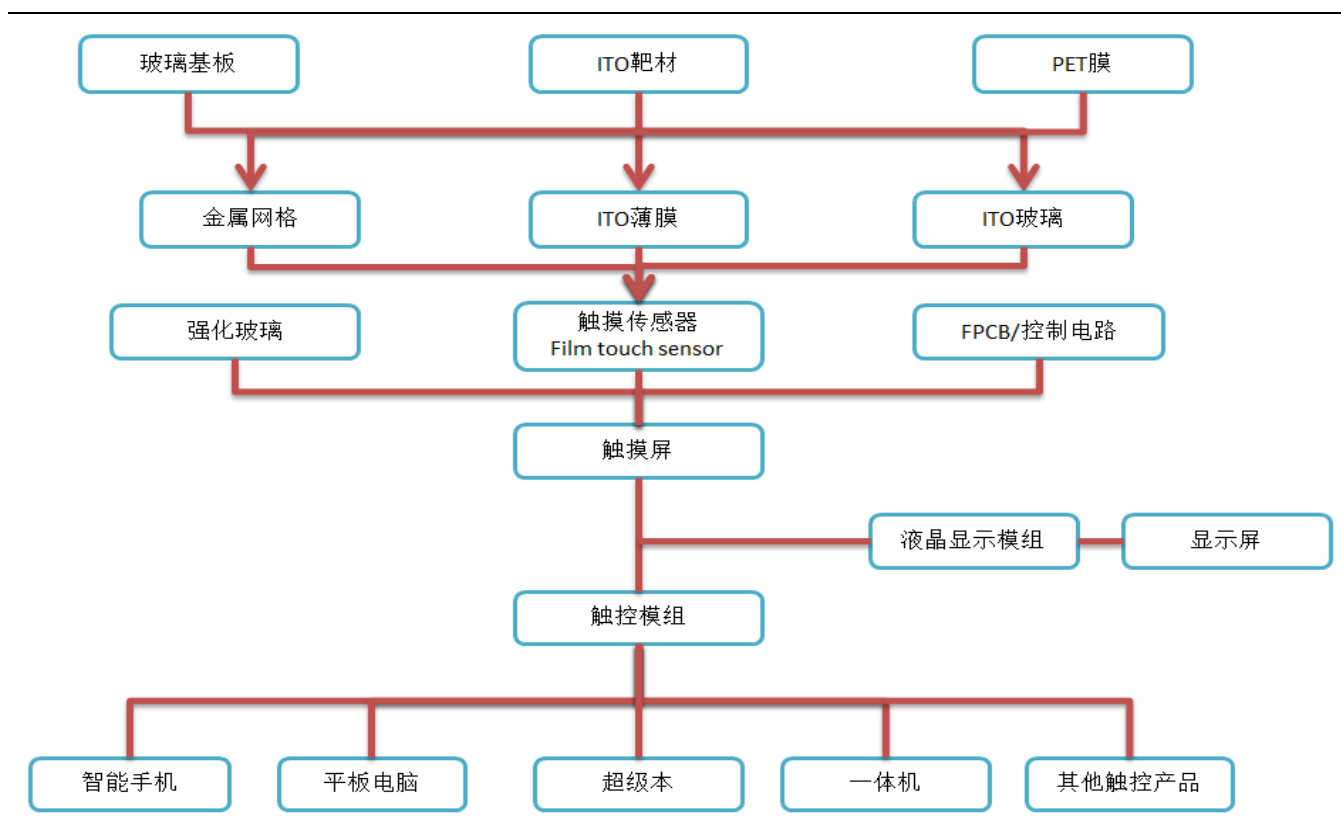


来源: WIND, 备注: 星星科技的触摸屏收入数据主要是其全资子公司深越光电总收入数据

## 产业链一体化优势

公司已完成触控系统垂直一体化的全产业链布局，生产内容涵盖强化玻璃、ITO 导电薄膜（或 ITO 导电玻璃）、纳米银金属网栅导电膜、Touch sensor、触摸屏模组等中间和最终产品，打通了产业链的上下游，实现了产业链的一体化整合。

图表 11: 触摸屏行业产业链结构图



来源: 公司财报, 瑞银证券整理

产业链一体化整合有助于提升公司的竞争力, 主要体现在以下几方面:

- (1) 通过构建垂直一体化产业链, 控制产业链中的各个环节, 可以帮助公司缩短研究开发及市场推广周期, 并有助于对客户需求快速响应、及时交货。
- (2) 价格竞争依然是触摸屏行业竞争的最重要因素之一。在产品价格不断下降的趋势下, 构建垂直一体化产业链布局可以掌握价格主动性; 通过不断提升上游原材料内生比例, 也可以缓解价格下降的压力。

### 发展 LCM (液晶显示模组) 业务, 进一步深化产业链

根据公司在 2013 年 10 月披露的非公开发行预案, 公司拟募投“液晶显示模组扩产项目”, 总投资额达到 20.77 亿元, 项目达产后, 预计年销售收入达到 126 亿元, 实现年利润总额 7.21 亿元。

发展 LCM 业务, 除了进一步深化产业链、较大幅度地增加销售收入外, 更重要的是顺应触摸屏与液晶屏全贴合的产业趋势, 为客户提供一站式的服务, 增加客户粘性。

全贴合技术是用胶材料将面板和触摸屏进行无缝隙完全贴合, 目前市场上常见的全贴合方案主要有 OGS 和 GFF 方案, 两种贴合工艺稍有区别。全贴合技术优势: 1) 全贴合技术挤压出屏幕间空气, 减少显示面板和玻璃之间的反光, 促进触摸屏的透光度, 进而达到提高显示效果的目的; 2) 贴合可以有效降低

显示面板噪声对触控信号的干扰。全贴合技术劣势：1) OGS 全贴合产品良率较低，因此成本较高；GFF 全贴合技术透光性相对 OGS 全贴合技术较差，反光性大，但 GFF 全贴合良品率最高，因此成本也最低。

## 公司技术路线储备丰富

### 触控技术之争

触摸屏技术从过去的单点电阻式触摸屏，发展至多点电容式触摸屏，目前主流的触控技术包括玻璃技术、薄膜技术、On-cell/In-cell 技术等，另外也有 Metal Mesh 等新技术在未来可能有重要影响。

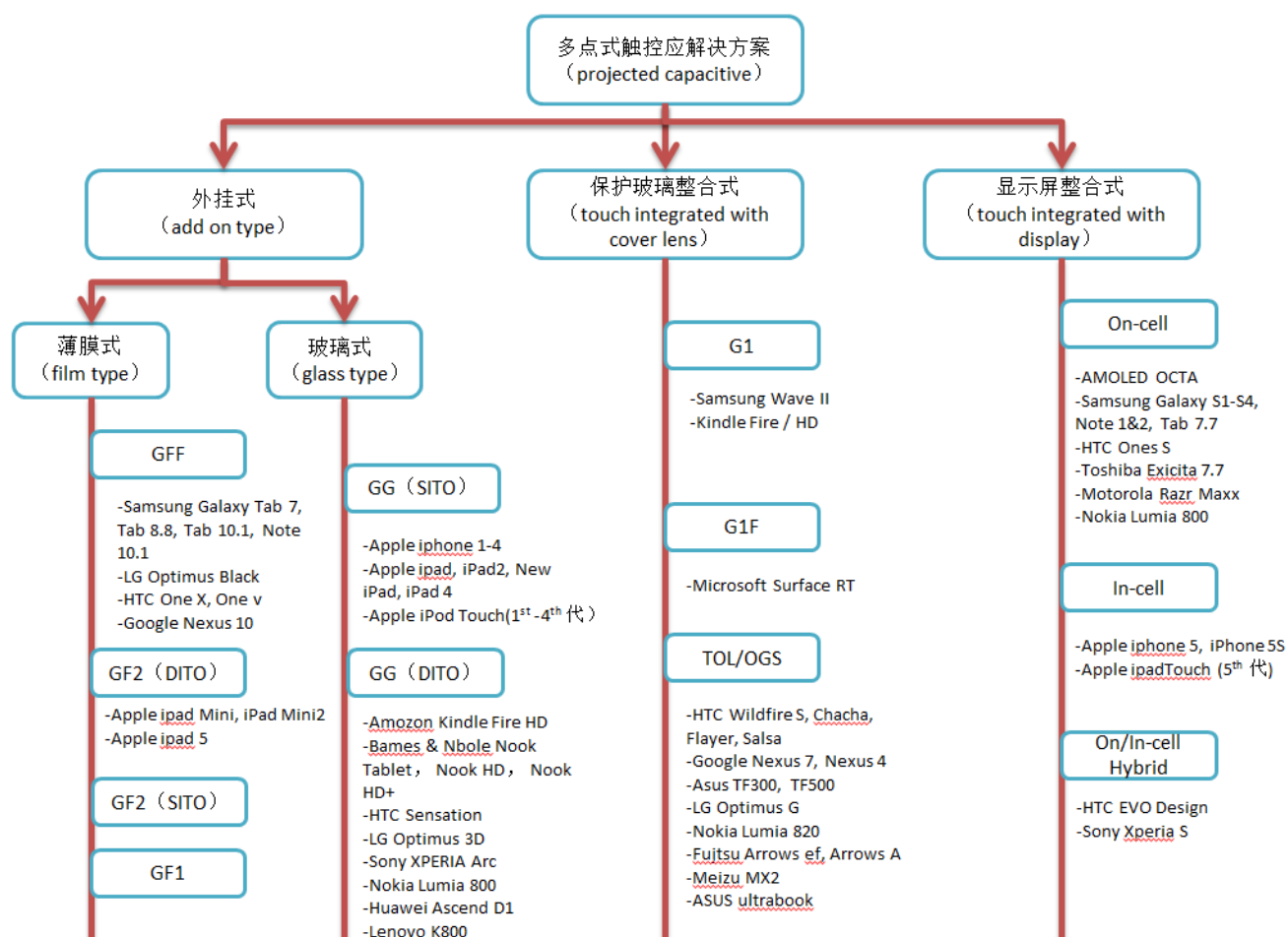
- (1) 由于 GFF 触控方案生产成本较低，产品性能优于 GG 触控产品，因此被大部分主流厂商采用，其中包括三星、苹果、诺基亚、华为、中兴、LG、谷歌、联想、小米等。我们认为，在中低端触摸屏市场，GFF 触控技术在未来 1-2 年仍是主流。
- (2) 虽然 In-cell/On-cell 触摸屏生产成本偏高，并且产品良率偏低，但相应终端产品改良空间更大，因此我们认为 In-cell/On-cell 有望成为中高端小尺寸触摸屏的主要解决方案技术。
- (3) Metal Mesh 将主要应用在大尺寸触摸屏中；长期看有望引领中大尺寸触摸屏市场主流。

图表 12: 触控传感触摸屏市场的演进

设备	屏幕尺寸	目前传感器结构		未来的传感器结构 (2014-2015E)		
		主导结构	其他	主导结构	其他	新兴结构
智能手机	3"-6"	GFF, IN/ON-CELL	G/G (SITO), OGS, GF1	GFF, IN/ON-CELL	G/G (SITO), OGS, GF1	
平板电脑	7"-12"	GFF, GF2	OGS, G/G (SITO/DITO)	GFF, GF2	OGS, G/G (SITO), SSG	
笔记本电脑 (NB)	10"-15"	OGS	GFF, SSG	OGS	GFF, SSG	银纳米线, 金属丝网
一体化电脑	> 20"	OGS	G/G (SITO)	OGS	G/G (SITO)	银纳米线, 金属丝网

来源: 瑞银证券整理

图表 13: 不同形式的投射式电容器触控解决方案



来源: 瑞银证券整理

## 公司技术路线储备丰富

基于对国内消费电子产品的深刻理解及多年来的研发积累，公司形成了分布合理、覆盖面广的产品结构，具体包括：GFF 薄膜式电容屏（强化玻璃+双层 ITO 膜结构）、GG 玻璃式电容屏（强化玻璃+ITO 玻璃结构），GF 薄膜式电容屏（强化玻璃+单层 ITO 膜结构）、PF 薄膜式电容屏（亚克力面板+单层 ITO 膜结构）OGS 等，囊括了国内主流移动智能终端厂家的市场需求，产品系列齐全，涵盖薄膜式电容屏及玻璃式电容屏，具有较大的客户拓展及选择空间。

其中，公司最具影响力的产品是 GFF 薄膜式电容屏，以及未来可能对行业产生重要影响的 Metal Mesh 产品。

## GFF 薄膜式电容屏

基于对 GFF 技术的理解和新应用，以及对 GFF 市场需求的潜在性判断，公司集中研发和生产资源，战略性投入 GFF 业务。随着公司电容式触控屏良率攀升，以及完成国内知名手机厂商的客户导入（联想、Moto、小米、三星、华

为等），迅速抢占了国内大部分中低端触摸屏市场份额，确定其行业领先地位。同时，公司依赖客户需求增长带来的生产规模效益，给中低端触摸屏行业竞争对手设置进入门槛和技术壁垒。

## Metal Mesh 触摸屏产品

纳米银金属网栅透明导电膜（Metal Mesh）触摸屏主要由银/铜为原材料，采用卷对卷制程工艺，主要系先在薄膜上面进行溴化银涂布，然后经过黄光制程曝光、洗银等程序。

- Metal Mesh 优点：1) 低阻抗特性明显（约为 30-50Ω/平米），所以导电性更佳，是 ITO 的 10 倍以上；2) 制作材料、生产工艺相对简单（可实现卷对卷大面积规模化生产），生产成本及能耗远低于 ITO 技术；3) 相较 OGS 产品有明显良率优势，并且良率有望逐渐提升；4) 可用于柔性触控面板，特别是中大尺寸触摸屏。
- Metal Mesh 缺点：1) 透光性较差，视觉效果不佳；2) Metal Mesh 生产产品良率尚不稳定，能否大量量产尚未肯定；3) 容易与液晶面板不匹配而产生莫尔纹。

图表 14: ITO 与 Metal Mesh 的特征对比

	ITO	金属丝网 (Metal Mesh)
<b>技术</b>	稳定阶段	发展初期
<b>采用材料</b>	钨（稀有、昂贵）	铜、银
<b>生产成本</b>	较高（生产工艺较复杂）	较低
<b>透光性</b>	优秀（达标 ITO 膜：95%）	合理（）90%；需要精细的金属宽度）
<b>导电性</b>	相对较差	较好
<b>电阻率/平</b>	通常）100Ω	通常 30-50Ω
<b>柔韧性</b>	柔韧性差	非常柔韧
<b>可见性</b>	极低	可见（室外）
<b>应用</b>	传统，小型尺寸	
<b>优点</b>	良好的透光性 得到客户认可的材料及制作工艺	成本较低（低于 ITO 膜 30%左右） 电阻率较低 导电性较好 柔韧性较好 没有银纳米线的氧化问题 触控传感器最薄（-50 微米）
<b>缺点</b>	生产工艺/材料成本昂贵 柔韧性差 导电性与透光性要相互折中	行业分散 透光度较差（金属丝网网格） 生产良率较低 产生莫尔纹
<b>供应链公司</b>	日东电工，尾池，帝人，欧菲光，东丽，宸鸿，友达，深圳南玻，正达，安可，芜湖长信	MN Tech, Atmel, 富士胶片, 3M, UniPixel, 洋华光电, 欧菲光, 日立化成, 界面光电, 英特盛

来源: 瑞银证券整理

2013 年 11 月 10 日，公司发布公告称由欧菲光完全自主知识产权的纳米银金属网栅透明导电膜触摸屏（Metal Mesh）正式进入量产阶段，初期产能 1.5KK/月。并与联想、惠普、戴尔、华硕、宏基、三星等全球前六大 PC 品牌进行超过 60 款机型开样合作，并开始部分批量生产。

2014年1月2日公司公告成功研发应用于智能手机领域的定型无边框5吋Metal Mesh触控面板新产品，该产品具备无边框、支持单层多点、支持曲面触控的特点。另外根据公开资料显示，欧菲光Metal Mesh技术已经开发并申请专利400余项，其中发明专利200余项，已授权160多项。

Metal Mesh触摸屏产品对于公司的意义在于，如果其良率进展顺利，凭借成本优势和导电性能上的优势，有望在中大尺寸触摸屏市场上占据较大市场份额；届时将会对公司的营收和利润做出重要贡献。

## 摄像头模组业务已经初现规模

公司业务聚焦于移动互联产业的信息输入、输出模组的研发、制造、销售，产品从触摸屏扩展到液晶显示及摄像头，主营业务围绕光电领域进行相关多元化扩张。

### 摄像头模组市场像素升级趋势明显

随着智能手机渗透率不断提升，硬件升级进程也有放缓的趋势。但摄像头模组、金属机壳等零组件依然保持着明显的升级趋势。以摄像头模组为例，无论是前置摄像头还是后置摄像头，均有明显的提升趋势。从2014年比较有代表性的机型来看，前置摄像头一般标配至5M像素，后置摄像头提升至13M。

图表 15: 2013 年畅销手机摄像头配置情况

手机型号	摄像头 (Mpx)	
	前置	后置
Vivo Xplay	5	13
Oppo Find5	2	13
魅族 MX2 (16GB)	1	8
小米 2S	2	8
联想 S920	2	8
华为 C8812	0.3	3
中兴 U930	0.3	5

来源: 公司数据, 瑞银证券整理

图表 16: 2014 年畅销手机摄像头配置情况

手机型号	摄像头 (Mpx)	
	前置	后置
Vivo Xplay 3S	5	13
Nubia Z5S	5	13
小米 M3	2	13
华为 荣耀 X1	5	13
华为 荣耀 3X	5	13
酷派 Dashen F1	5	13
联想 S8	5	13
TCL S720T	5	13

来源: 公司数据, 瑞银证券整理

另外根据瑞银全球科技团队预测，主流 Lens 厂商大立光的季度以及年度产品结构情况来看，高像素的产品比例也处于不断提升过程中，其中 13M 的产品比例从 2013 年 5%，预计提升到 2014 年 20%，2015 年 36% 的水平。

图表 17: 大立光季度和年度产品结构变化

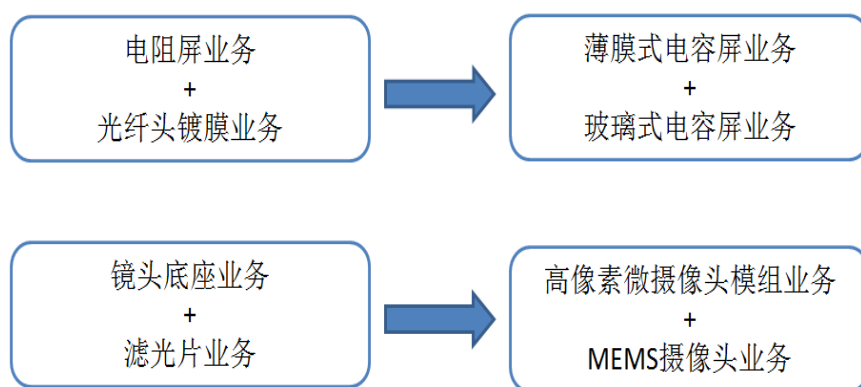
	季度数据								年度数据						
	Q113	Q213	Q313	Q413	Q114	Q214E	Q314E	Q414E	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
VGA	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	5%	5%	3%	2%	1%	1%	1%
1.3M Pix	26%	19%	23%	23%	14%	18%	20%	19%	7%	5%	2%	18%	23%	18%	18%
2M Pix	2%	2%	3%	4%	3%	3%	1%	1%	32%	26%	16%	6%	3%	2%	2%
3M Pix	2%	5%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	26%	28%	15%	5%	3%	2%	1%
5M Pix	29%	29%	26%	9%	24%	20%	16%	15%	19%	33%	45%	24%	25%	18%	11%
8M Pix	38%	39%	39%	44%	42%	40%	38%	36%	0%	3%	20%	45%	40%	39%	31%
13M Pix	2%	5%	5%	6%	13%	15%	22%	26%	0%	0%	0%	0%	5%	20%	36%

来源: 公司数据, UBS AG 估算

## 公司复制触摸屏成功路线，积极发展摄像头业务

欧菲光作为国内出货量最大的触摸屏厂商，占据了国内主流手机厂商的市场份额，并积累了深厚客户关系。公司基于自身原有镜头底座和滤光片加工能力，集中资源投入摄像头模组业务发展。而摄像头模组客户和触摸屏模组客户部分高度重合，公司有望借助原有客户群基础实现摄像头模组业务销售放量，进而复制 GFF 触摸屏的成功路线，获得新的成长动力。

图表 18: 公司复制触摸屏成功路线，积极发展摄像头业务



来源: 瑞银证券整理

根据公司 2012 年 2 月公告，公司摄像头模组业务进展顺利，其中新品研发、产能建设和产品出货量均有所突破：1) 带光学防抖 (OIS) 功能的 1300 万像素摄像头模组研发成功，并具备 10KK/月量产能力，预计每月稳定出货量达到 6~7KK；2) 公司已经切入联想、小米、宇龙、金立等客户的摄像头模组供应链，主要以 500、800 万像素微摄像头模组产品为主，包含部分 1300 万像素产品。

根据公司 2012 年 8 月公告，其微摄像模组产品获得 OVT (豪威科技) AA 级认证，说明公司具备 500 万像素摄像头模组自主研发和量产实力。OVT 是摄像头行业美国知名 COMS 厂商，其全球市场份额排名第一，其认证也是摄像



头模组厂商高难度认证之一。根据公司最新公布数据：1) 公司的微摄像头模组产品中，800 万像素技术通过豪威/三星/索尼认证；2) 1200 万像素微摄像头模组技术通过索尼认证。

凭借公司在触摸屏产品积累的客户关系，公司高像素微摄像头模组产品已于 2013 年通过相关客户认证和量产。2013 年公司摄像头模组销售收入达到 5.88 亿元，摄像头模组毛利率为 5.4%。未来随着良率提升、规模效应进一步发挥，毛利率将恢复到正常的水平。

另外，公司拟进行非公开发行，拟投入 20.31 亿元进行高像素微摄像头模组研发和生产，进一步扩大公司微摄像头模组产品产能，增强公司配套能力并增强客户粘性。其中，该募投项目建设期 1.5 年，预计项目建成达产后年销售收入 63 亿元，实现年利润总额 6.3 亿元。

## 收购 MEMS 摄像头资产，布局新的技术储备

为了提升公司未来在消费电子产业的核心竞争力和丰富公司产品线，尤其是为客户提供更优质的摄像头产品。公司于 2014 年 3 月 27 日公告，公司将以 5000 万美元通过子公司（香港欧菲光科技有限公司）收购美国 Tessera Technologies Inc 子公司 DigitalOptics Corporation 公司（以下简称“DOC”）的 MEMS 摄像头相关资产，其中包括：1) DOC 基于 MEMS 技术成像系统的特定资产；2) DOC 的 Flip Chip、WLO(Wafer Level Optics) 和 MO(Micro Optics)及摄像模组的 280 余项专利所有权；3)DOC 的 MEMS 和摄像模组其他相关专利许可；4) Tessera 的 FotoNation 业务软件功能的授权许可。

### MEMS 摄像头与 VCM 传统摄像头之争

MEMS (Micro-Electro Mechanical System) 摄像头就是使用 MEMS 模块替代传统 VCM 音圈马达来驱动镜头组移动，进而实现自动对焦功能的摄像头。实际上，在智能移动便携电子设备轻薄化发展趋势驱动下，部分智能移动便携电子设备里的元器件中早已采用相关 MEMS 技术，如陀螺仪、麦克风、加速度传感器、RF 滤波器等。MEMS 摄像头的优缺点有如下：

- 优点：1) MEMS 器件本身刚性大，系统稳定性优于 VCM，根据 DOC 公开数据显示 MEMS 摄像头对焦速度要比普通 VCM 摄像头快 7 倍；2) MEMS 摄像头尺寸更小，同时 MEMS 摄像头可动机械结构误差范围不到 1 微米，二 VCM 则通常只能做到 10~20 微米，所以 MEMS 对焦精度高于 VCM；3) MEMS 摄像头典型功耗低，只有传统 VCM 摄像头的 1% 左右，因此导致 MEMS 摄像头发热量比 VCM 摄像头低 10℃。
- 缺点：1) MEMS 摄像头无法做到大幅度移位，导致 MEMS 摄像头在成像素质上比不上顶级 VCM 镜头高度；2) 由于 MEMS 摄像头采用晶圆光学蚀刻制程，MEMS 模块容易在剧烈震动中损坏；3) 目前 MEMS 摄像头品种选择性少，不像成熟的 VCM 摄像头市场产品丰富。

## MEMS 摄像头技术有望成为摄像头模组设计的重要方向

MEMS 摄像技术尚处于发展前期阶段，但 2013 年 10 月 OPPO 已经与 DOC 签下业内首笔 MEMS 摄像头量产订单，成为全球首家引入 MEMS 摄像头模块的手机厂商。未来随着成本进一步下降、产能瓶颈消除，MEMS 摄像头技术有望成为摄像头模组设计的重要方向。

公司收购 DOC 的 MEMS 摄像头资产，为未来摄像头技术升级做了相关技术储备，但短期内对公司业绩贡献相对有限，未来两年公司摄像头模组大规模产能的释放依然依赖于 VCM 产品。

## 财务分析

### 触摸屏收入仍维持快速增长，摄像头、LCM 占比持续提升

我们预计公司在小尺寸触摸屏业务稳步增长的基础上，大尺寸业务和摄像头业务销售有望放量将增厚公司业绩。我们认为国产智能手机市场的崛起仍是公司小尺寸触摸屏业务发展主要动力，预计 2014/15 年公司触摸屏业有望实现收入 112.27/136.56 亿元，分别对应同比增速为 38%/22%。如果 Metal Mesh 产品进展顺利、下游触摸屏笔记本市场渗透率提升，那么公司触摸屏业务营收有望进一步提升。

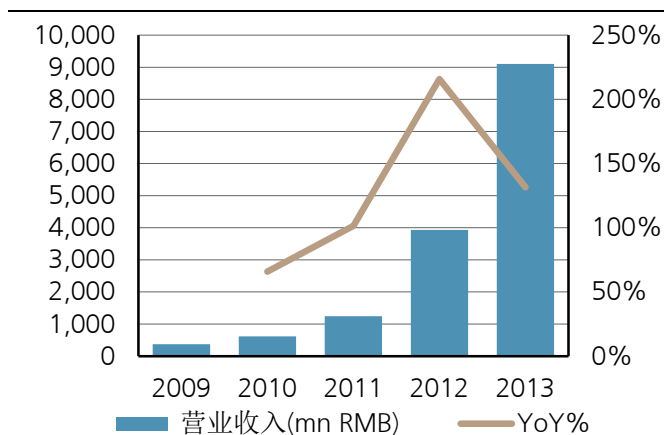
另外，随着公司摄像头模组和 LCM 产能逐步释放，相关收入占比处于持续提升的过程中。预计 2014 年-2016 年，摄像头模组在总营收中的占比将分别达到 18.01%、23.60%和 23.29%，LCM 业务在总营收中的占比将分别达到 9.56%、17.19%和 25.96%。

图表 19: 公司分项目收入预测表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,904	9,019	16,215	23,961	31,967
单位: 百万元					
触摸屏	3,531	8,124	11,227	13,656	15,677
YoY%	321%	130%	38%	22%	15%
摄像头模组	20	588	2,920	5,656	7,446
YoY%			397%	94%	32%
滤光片及镜座组件	154	97	254	254	247
YoY%	-26%	-37%	161%	0%	-3%
光纤头镀膜	173	189	234	227	221
YoY%	2%	9%	24%	-3%	-3%
液晶 LCM 模组			1,550	4,120	8,300
YoY%				166%	101%
其他	46	20	30	48	77
YoY%	70%	-57%	50%	60%	60%

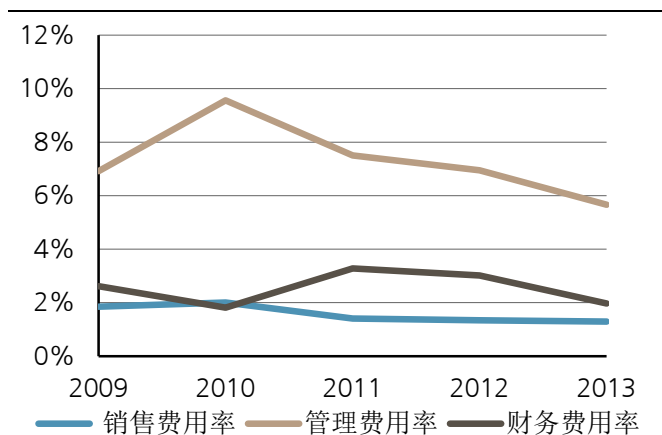
来源: 瑞银证券估算

图表 20: 2009-2013 公司收入和增速



来源: WIND

图表 21: 2009-2013 公司三项费用率情况



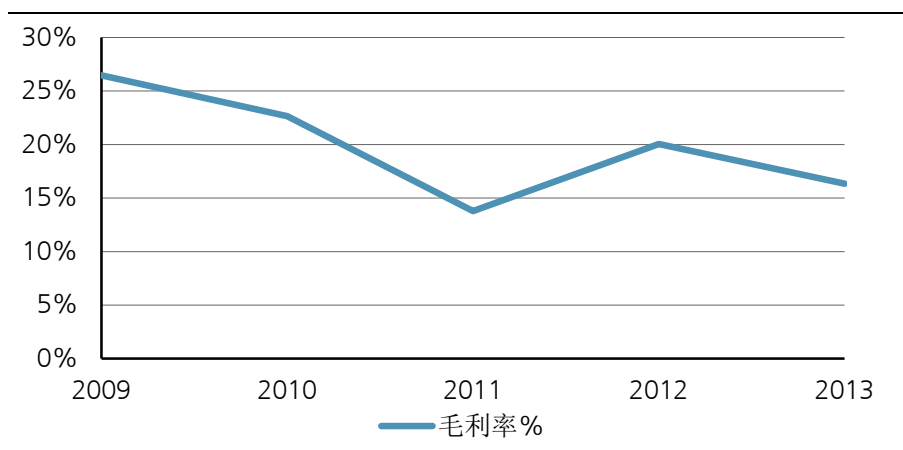
来源: WIND

## 毛利率有下降趋势

2013 年公司毛利率下滑的主要原因: 1) 触摸屏市场竞争加剧, 导致触摸屏销售单价持续下降; 2) 为了满足移动终端厂商一站式采购需求, 公司新增触控显示全贴合产品。而触控显示全贴合产品核心核心原材料之一液晶显示屏模组主要外购获取。由于其价值高于触摸屏模组, 同时对公司全贴合产品附加值较低, 所以直接拉低触控显示屏全贴合产品的整体毛利率。

未来随着摄像头模组和 LCM 占比进一步提升, 由于其毛利率低于触摸屏业务, 公司综合毛利率有可能进一步走低。

图表 22: 2009-2013 公司毛利率趋势



来源: WIND

## 估值及我们目标价的推导

### 可比公司估值

我们以智能手机产业链上、业绩能见度较高的 8 家公司作为可比公司, 包括德赛电池、劲胜股份、安洁科技、长信科技、欣旺达、水晶光电、长盈精密

和歌尔声学。这 8 家公司 2014/15/16 年 PE 市场一致预期均值分别为 27.48/20.32/15.74 倍。短期内受到触摸屏行业景气度影响，公司估值低于行业平均水平；但公司触摸屏业务已经具备国际竞争力、且仍处于较快的增长通道中，摄像头模组业务也开始放量，未来成长性较好，我们认为其估值水平有望得到提升。

图表 23: 可比公司估值表

公司	代码	股价	EPS			PE		
			2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
德赛电池	000049	42.86	1.40	1.96	2.59	30.54	21.87	16.56
劲胜股份	300083	20.39	0.94	1.36	1.85	21.79	14.95	11.02
安洁科技	002635	36.59	1.27	1.79	2.51	28.82	20.46	14.56
长信科技	300088	19.49	0.91	1.27	1.46	26.92	19.29	16.78
水晶光电	002273	18.42	0.46	0.63	0.83	40.13	29.04	22.19
长盈精密	300115	18.95	0.69	0.96	1.26	27.35	19.66	15.01
欣旺达	300207	25.55	0.69	1.16	1.69	37.11	22.06	15.09
歌尔声学	002241	26.50	1.35	1.67	2.11	23.70	19.16	15.16
平均值						27.48	20.32	15.74
欧菲光	002456	22.15 (当前股价)	0.88	1.24	1.53	25.17	17.86	14.48
欧菲光	002456	28.00 (目标价)	0.88	1.24	1.53	31.82	22.58	18.30

来源: WIND, 股价取自 2014 年 5 月 26 日 备注: 长信科技、歌尔声学、欧菲光为瑞银证券估算

## 关键假设

- 触摸屏业务仍具备较快增速，其中：小尺寸触摸屏维持相对稳定增长；中小尺寸和中大尺寸触摸屏处于快速增长过程中。2014 年，小尺寸、中小尺寸和中大尺寸触摸屏收入分别增长 31%、92%和 45%。
- 摄像头模组业务处于迅速放量过程中，预计 2014 年-2015 年分别达到 1050 万套/月和 2200 万套/月的规模。
- 摄像头模组业务和 LCM 业务毛利率低于触摸屏业务。

## 目标价推导

我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.88/1.24/1.53 元，基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型，在 WACC 假设为 7.8%的情况下，推导出目标价 28 元，给予“买入”评级，目标价对应 2014/15/16 年 PE 分别为 31.82/22.58/18.30 倍。

图表 24: 欧菲光[SZ.002456]瑞银 VCAM 估值表

相对年 财年	+1E 2014E	+2E 2015E	+3E 2016E	+4E 2017E	+5E 2018E	+6E 2019E	+7E 2020E	+8E 2021E	+9E 2022E	+10E 2023E
息税前利润	1,029	1,427	1,766	2,053	2,277	2,603	2,800	2,974	3,119	3,229
折旧及摊销*	228	246	271	298	316	344	386	429	472	514
资本支出	(540)	(630)	(765)	(900)	(885)	(982)	(1,076)	(1,165)	(1,248)	(1,321)
运营资本变动	(180)	(620)	107	498	(100)	(140)	(128)	(127)	(123)	(115)
所得税(营运)	(154)	(214)	(265)	(308)	(342)	(390)	(420)	(446)	(468)	(484)
其他	(213)	(232)	(240)	(185)	(154)	(175)	(182)	(185)	(184)	(178)
自由现金流	169	(24)	874	1,456	1,112	1,259	1,380	1,480	1,569	1,644
增长		-114.5%	NM	66.6%	-23.6%	13.2%	9.6%	7.3%	6.0%	4.8%

估值	
明计现金流现值	12,774
期末价值(第18年)现值	13,369
<b>企业价值</b>	<b>26,142</b>
占永续价值百分比	51%
联营公司及其他	0
少数股东权益	0
现金盈余**	1,434
债务***	3,139
权益价值	24,437
已发行股数 [m]	930.2
<b>每股权益价值 (Rmb/股)</b>	<b>26.30</b>
权益成本	7.9%
股息收益率	1.3%
<b>1年期目标价 (Rmb/股)</b>	<b>28.00</b>

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	8.8%	6.4%	4.0%
息税前利润率	4.4%	4.0%	2.9%
资本支出/销售收入	1.8%	1.6%	1.2%
投资资本回报率	22.6%	19.4%	13.7%

估值对应指标			
财年	2014E	2015E	1年预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	20.8x	15.6x	18.4x
企业价值 / 息税前利润	25.4x	18.3x	22.0x
自由现金流收益率	0.6%	NM	0.4%
市盈率(现值)	29.8x	21.2x	25.6x
市盈率(目标)	31.7x	22.6x	27.3x

加权平均资本成本	
无风险利	4.50%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.69
债务/权益比	15.4%
边际税率	15.0%
权益成本	7.9%
债务成本	6.9%
<b>WACC</b>	<b>7.8%</b>

期末假设值	
VCH(年数)	18
对应的自由现金流增长	2.6%
回报率增幅	7.1%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	9.1x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

\* 折旧和非商誉摊销

\*\* 无须维持运营的现金部分

\*\*\* 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: UBS-VCAM

## 公司背景

欧菲光主营薄膜电容式触摸屏、玻璃电容式触摸屏、纯平电阻屏、红外截止滤光片及镜座组件、光纤头镀膜等,已经完成从盖板玻璃到触屏模组的触屏供应链垂直整合,并开始向摄像头模组领域延伸;下游应用领域主要是以智能手机、Pad 和触屏 NB 为代表的带触摸屏的移动终端;公司薄膜电容式触摸屏(GFF)产能国内领先,主要客户包括联想、华为、酷派、三星等。欧菲光 2013 年实现营业收入达 91.02 亿元,同比增长 131.5%,同期净利润为 5.71 亿元,同比上升 77.95%。

图表 25: 欧菲光前十大股东明细

股东名称	持股数量(股)	持股比例 (%)	股份性质
1.深圳市欧菲投资控股有限公司	104,727,168	22.52	流通受限股份
2.裕高(中国)有限公司	72,000,000	15.48	流通 A 股
3.乌鲁木齐恒泰安股权投资合伙企业(有限合伙)	20,951,040	4.5	流通 A 股
4.深圳市创新资本投资有限公司	14,855,046	3.19	流通 A 股
5.全国社保基金五零二组合	14,000,000	3.01	流通 A 股
6.交通银行-易方达科讯股票型证券投资基金	11,333,735	2.44	流通 A 股
7.全国社保基金一一六组合	8,000,000	1.72	流通 A 股
8.周雪钦	8,000,000	1.72	流通 A 股
9.国金证券股份有限公司	8,000,000	1.72	流通 A 股
10.BILL & MELINDA GATES FOUNDATION TRUST	8,000,000	1.72	流通 A 股

来源:公司财报 备注: 截止时间 2013 年 12 月 31 日

## 欧菲光 (002456.SZ)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
<b>损益表(Rmb 百万)</b>										
营业收入	1,245	3,932	9,102	16,215	78.2	23,961	47.8	31,967	38,127	43,277
毛利	172	788	1,487	2,192	47.4	3,099	41.3	3,996	4,637	5,210
息税折旧摊销前利润(UBS)	101	544	977	1,257	28.6	1,672	33.7	2,036	2,351	2,593
折旧和摊销	(49)	(110)	(179)	(228)	26.9	(246)	7.9	(271)	(298)	(316)
息税前利润(UBS)	52	433	798	1,029	29.0	1,427	38.7	1,766	2,053	2,277
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	15	64	63	70	11.1	70	0.0	70	70	70
净利息	(41)	(119)	(179)	(134)	25.4	(137)	-2.3	(158)	(172)	(183)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	26	378	682	965	41.6	1,360	40.9	1,678	1,951	2,164
税项	(5)	(57)	(110)	(145)	-31.1	(204)	-40.9	(252)	(293)	(325)
税后利润	21	321	571	821	43.6	1,156	40.9	1,426	1,658	1,839
优先股股息及少数股权	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	21	321	571	821	43.6	1,156	40.9	1,426	1,658	1,839
净利润(UBS)	23	331	571	821	43.6	1,156	40.9	1,426	1,658	1,839
税率(%)	18.9	15.1	16.2	15.0	-7.4	15.0	0.0	15.0	15.0	15.0
<b>每股(Rmb)</b>										
每股收益(UBS 稀释后)	0.03	0.43	0.62	0.88	41.5	1.24	40.9	1.53	1.78	1.98
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.03	0.42	0.62	0.88	41.5	1.24	40.9	1.53	1.78	1.98
每股收益(UBS, 基本)	0.03	0.43	0.62	0.88	41.5	1.24	40.9	1.53	1.78	1.98
每股股息净值(Rmb)	0.00	0.21	0.19	0.27	44.0	0.32	21.4	0.42	0.49	0.55
每股账面价值	1.27	1.68	3.51	4.27	21.7	5.34	24.9	6.63	8.10	9.72
平均股数(稀释后)	768.00	768.00	916.65	930.16	1.5	930.16	0.0	930.16	930.16	930.16
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>										
现金和现金等价物	378	806	1,660	1,990	79.8	2,477	24.5	3,785	5,553	6,893
其他流动资产	1,035	2,175	4,144	7,292	76.0	10,609	45.5	14,145	16,881	19,160
流动资产总额	1,413	2,981	5,804	9,282	59.9	13,086	41.0	17,930	22,434	26,052
有形固定资产净值	708	1,386	2,735	2,866	4.8	3,045	6.2	3,323	3,700	4,184
无形固定资产净值	23	162	238	321	35.0	427	32.8	543	669	653
投资/其他资产	237	250	743	562	-24.3	662	17.8	762	862	962
总资产	2,381	4,778	9,520	13,031	36.9	17,220	32.1	22,558	27,665	31,852
应付账款和其他短期负债	375	1,474	3,195	6,424	101.1	9,120	42.0	12,764	15,998	18,177
短期债务	711	1,777	2,412	500	-79.27	500	0.00	500	500	500
流动负债总额	1,086	3,251	5,606	6,924	23.5	9,620	38.9	13,264	16,498	18,677
长期债务	322	233	631	2,131	237.7	2,631	23.5	3,131	3,631	4,131
其它长期负债	0	0	16	0	-	0	-	0	0	0
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	1,408	3,484	6,253	9,055	44.8	12,252	35.3	16,395	20,129	22,808
普通股股东权益	973	1,294	3,267	3,976	21.7	4,968	24.9	6,163	7,536	9,044
少数股东权益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
负债和权益总计	2,381	4,778	9,520	13,031	36.9	17,220	32.1	22,558	27,665	31,852
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>										
净利润(支付优先股股息前)	21	321	571	821	43.6	1,156	40.9	1,426	1,658	1,839
折旧和摊销	49	110	179	228	26.9	246	7.9	271	298	316
营运资本变动净值	(311)	(375)	(313)	(181)	42.3	(621)	-243.7	107	498	(100)
其他营业性现金流	35	123	253	674	166.9	137	-79.7	158	172	183
经营性现金流	(207)	179	691	1,542	123.3	918	-40.5	1,962	2,626	2,239
有形资本支出	(427)	(862)	(1,830)	(540)	70.5	(630)	-16.7	(765)	(900)	(885)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	(8)	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	0	0	6	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(427)	(862)	(1,832)	(540)	70.5	(630)	-16.7	(765)	(900)	(885)
已付股息	(15)	0	(49)	(86)	-76.2	(301)	-249.7	(389)	(458)	(514)
股份发行/回购	0	0	1,455	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(46)	(8)	(271)	(175)	35.56	0	-	0	0	0
债务及优先股变化	805	977	797	(412)	-	500	-	500	500	500
融资性现金流	743	969	1,932	(672)	-	199	-	111	42	(14)
现金流量中现金的增加/(减少)	109	287	790	330	-58.3	487	47.8	1,308	1,768	1,339
外汇/非现金项目	(1)	141	64	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	108	428	855	330	-61.4	487	47.8	1,308	1,768	1,339

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。



## 欧菲光 (002456.SZ)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	NM	17.7	33.8	25.1	17.8	14.4	12.4	11.2
市盈率 (UBS, 稀释后)	NM	17.2	33.8	25.1	17.8	14.4	12.4	11.2
股价/每股现金收益	64.8	12.9	25.7	19.7	14.7	12.1	10.5	9.6
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(13.4)	(12.0)	(5.9)	4.9	1.4	5.8	8.4	6.6
净股息收益率 (%)	0.0	2.8	0.9	1.2	1.5	1.9	2.2	2.5
市净率	4.9	4.4	6.0	5.2	4.1	3.3	2.7	2.3
企业价值/营业收入(核心)	4.3	1.8	2.3	1.4	0.9	0.7	0.6	0.5
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	53.0	12.7	21.2	17.4	13.1	10.8	9.3	8.4
企业价值/息税前利润(核心)	NM	15.9	26.0	21.3	15.3	12.4	10.7	9.6
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	13.3	23.4	18.8	13.9	11.3	9.8	8.9
企业价值/运营投入资本	4.2	3.3	5.8	4.7	4.3	3.8	3.6	3.4
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
市值	4,731	5,682	19,431	20,603	20,603	20,603	20,603	20,603
净债务 (现金)	632	1,205	1,294	1,294	1,294	1,294	1,294	1,294
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0	0
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>5,363</b>	<b>6,887</b>	<b>20,725</b>	<b>21,897</b>	<b>21,897</b>	<b>21,897</b>	<b>21,897</b>	<b>21,897</b>
非核心资产	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>核心企业价值</b>	<b>5,363</b>	<b>6,887</b>	<b>20,725</b>	<b>21,897</b>	<b>21,897</b>	<b>21,897</b>	<b>21,897</b>	<b>21,897</b>
<b>增长率 (%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
营业收入	101.4	NM	131.5	78.2	47.8	33.4	19.3	13.5
息税折旧摊销前利润(UBS)	8.0	NM	79.8	28.6	33.1	21.8	15.4	10.3
息税前利润(UBS)	-23.8	NM	84.2	29.0	38.7	23.8	16.3	10.9
每股收益(UBS 稀释后)	-95.2	NM	44.8	41.5	40.9	23.4	16.3	10.9
每股股息净值	-	-	-11.9	44.0	21.4	29.3	17.7	12.4
<b>利润率与盈利能力 (%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
毛利率	13.8	20.0	16.3	13.5	12.9	12.5	12.2	12.0
息税折旧摊销前利润率	8.1	13.8	10.7	7.7	7.0	6.4	6.2	6.0
息税前利润率	4.1	11.0	8.8	6.3	6.0	5.5	5.4	5.3
净利 (UBS) 率	1.9	8.4	6.3	5.1	4.8	4.5	4.3	4.3
ROIC (EBIT)	4.0	21.0	22.3	22.2	27.9	30.4	33.9	35.3
税后投资资本回报率	3.7	18.4	18.7	18.9	23.7	25.8	28.8	30.0
净股东权益回报率(UBS)	2.4	29.2	25.1	22.7	25.8	25.6	24.2	22.2
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	6.5	2.2	1.4	0.5	0.4	(0.1)	(0.6)	(0.9)
净债务/总权益 %	67.3	93.1	42.3	16.1	13.2	(2.5)	(18.9)	(25.0)
净债务 / (净债务 + 总权益) %	40.2	48.2	29.7	13.9	11.6	(2.6)	(23.3)	(33.3)
净债务/企业价值	12.2	17.5	6.7	2.9	3.0	(0.7)	(6.5)	(10.3)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入 (%)	NM	21.9	20.1	3.3	2.6	2.4	2.4	2.0
息税前利润/净利息	1.3	3.7	4.5	7.7	10.4	11.2	11.9	12.5
股息保障倍数 (UBS)	-	2.1	3.4	3.3	3.8	3.7	3.6	3.6
股息支付率 (UBS) %	-	48.8	29.7	30.2	26.0	27.3	27.6	28.0
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	1,245	3,932	9,102	16,215	23,961	31,967	38,127	43,277
<b>总计</b>	<b>1,245</b>	<b>3,932</b>	<b>9,102</b>	<b>16,215</b>	<b>23,961</b>	<b>31,967</b>	<b>38,127</b>	<b>43,277</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	52	433	798	1,029	1,427	1,766	2,053	2,277
<b>总计</b>	<b>52</b>	<b>433</b>	<b>798</b>	<b>1,029</b>	<b>1,427</b>	<b>1,766</b>	<b>2,053</b>	<b>2,277</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	+26.4%
预测股息收益率	1.2%
预测股票回报率	+27.6%
市场回报率假设	9.5%
预测超额回报率	+18.1%

---

## 风险声明

我们认为公司面临的主要风险包括：触摸屏行业技术更新速度加快，行业内竞争对手大量涌入，竞争格局恶化；公司触摸屏产品销售价格降幅超预期，与竞争对手产品差异化差距小，使得公司面临市场风险加大；公司产品质量不达标，或者未能及时完成产品客户认证，可能导致公司面临客户取消订单，失去供应商资格。

## 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。	47%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	34%
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 2014 年 03 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：张孝达。

### 涉及报告中提及的公司的披露

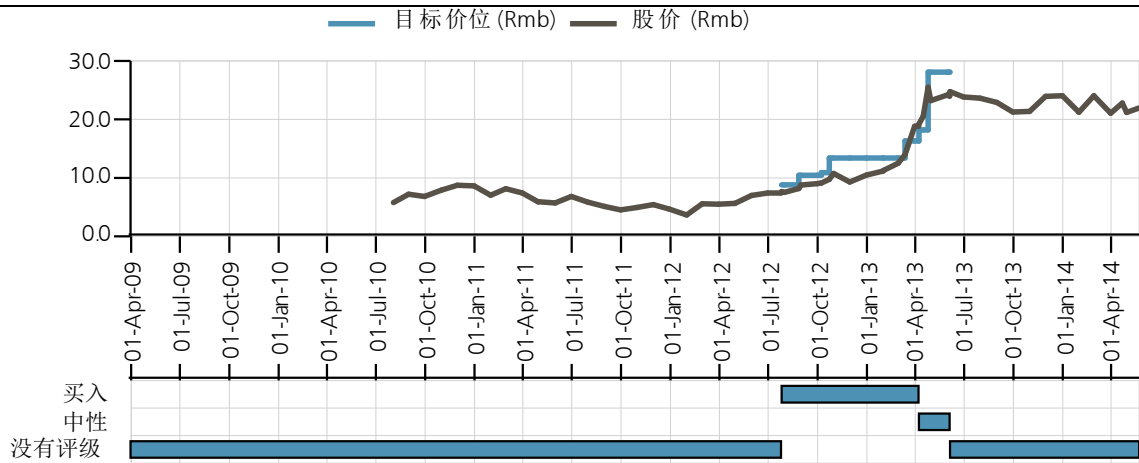
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
欧菲光	002456.SZ	未予评级	不适用	Rmb21.95	2014 年 05 月 23 日

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。

## 欧菲光 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 5 月 23 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. (mca) (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。

