

## 双汇发展

### 股价已反映悲观预期，建议“买入”

#### 屠宰：特许店扩张带来盈利能力稳步提升

我们认为双汇特许店的模式是从简单的农产品加工过渡到渠道品牌化农产品。消费者对双汇品牌粘性明显提高，终端产品溢价能力稳步提升。今年公司应会增加屠宰终端，特许店占比进有望进一步提高。我们预计 14 年全年完成 1650 万头屠宰量，头均利润 62 元，屠宰收入/利润增速分别达到 19%/20%。

#### 肉制品：产品结构升级仍在继续，盈利能力有望持续提升

我们预计，公司 14 年肉制品销量 190 万吨，吨税前利润 1900 元，收入/净利润增速分别为 15%/25%。其中：1) 特优级产品占比预计将从 13 年 72% 提升至今年 75% 以上。高温产品继续升级，中温产品销量增长会明显超过 13 年，且结构升级是主要亮点；2) 低温产品预计在 15 年初现成效。考虑到产能建设及销售团队组建，我们预计公司与 SFD 合作的低温产品明年上半年上市。

#### 预计原料成本总体压力不大

我们认为 14 年猪价波动对公司盈利压力影响不大：1) 我们预计 14/15 年猪价同比波动幅度为-4%/10%，猪肉占生产成本仅为 20% 左右，结构升级基本能覆盖成本上涨；2) 公司目前冻肉储备 30 万吨左右足以支撑前三季度肉制品原料供应；3) 通过中美猪价价差有望锁定部分成本；4) 下半年是肉制品销售旺季，单位摊销费用会明显小于上半年，猪价波动影响也会弱于上半年。

#### 估值：下调盈利预测和目标价，股价已反映悲观预期，建议“买入”

我们下调了销量预测并上调了猪价，将 14-16 年 EPS 从 2.43/3.06/3.58 元下调至 2.30/2.67/3.13 元（若考虑股权激励费用 14 年 EPS 为 2.19 元），基于瑞银 VCM(WACC6.8%) 得到新目标价 48 元，对应 14/15 年 PE21/18x。目前股价对应 14/15 年 PE 分别为 15/13x。我们认为目前股价已包含猪价上涨等悲观因素，随着肉制品旺季到来，预计市场预期和估值有望修复，建议买入。

## Equities

中国  
食品加工业

12 个月评级 **买入**  
保持不变

12 个月目标价 **Rmb48.00**  
之前: **Rmb52.00**

股价 **Rmb34.27**

路透代码: 000895.SZ 彭博代码 000895 CH

### 交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb50.00-33.52		
市值	Rmb75.4 十亿/US\$12.1 十亿		
已发行股本	2,201 百万 (ORDA)		
流通股比例	48%		
日均成交量(千股)	5,188		
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb200.6		
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb16.2 十亿		
市净率 (12/14E)	4.6x		
净债务 / EBITDA	NM		
<b>每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)</b>			
	从	到	%市场预测
12/14E	2.43	2.30	-5.31
12/15E	3.06	2.67	-12.69
12/16E	3.58	3.13	-12.69

赵琳

分析师

S1460511020005

lin.zhao@ubssecurities.com

+86-105-832 8186

王鹏

分析师

S1460511040005

dennis.wang@ubssecurities.com

+86-213-866 8837

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	35,832	39,705	44,950	52,242	63,276	74,543	83,891	93,930
息税前利润(UBS)	2,021	4,117	5,341	6,713	7,882	9,237	10,654	11,878
净利润(UBS)	1,334	3,127	4,100	5,064	5,873	6,885	7,943	8,856
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.61	1.42	1.86	2.30	2.67	3.13	3.61	4.02
每股股息(Rmb)	0.29	0.39	0.52	0.70	0.86	0.00	0.00	0.00
现金 / (净债务)	1,760	2,774	3,651	5,915	10,377	14,931	19,733	25,215
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(%)	5.6	10.4	11.9	12.9	12.5	12.4	12.7	12.6
ROIC (EBIT) (%)	107.8	113.5	66.1	60.5	70.5	78.6	73.6	59.9
EV/EBITDA(core)x	18.7	10.3	14.4	9.6	7.9	6.3	5.1	4.6
市盈率(UBS, 稀释后) (x)	60.0	22.2	21.6	14.9	12.8	11.0	9.5	8.5
权益自由现金流(UBS) 收益率 %	3.6	6.6	2.8	7.6	7.9	8.4	9.1	10.4
净股息收益率(%)	0.8	1.2	1.3	2.0	2.5	0.0	0.0	0.0

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 30 日 18 时 56 分的股价(Rmb34.27)得出；

## 投资主题

### 双汇发展

#### 投资理由

我们看好双汇发展，主要基于：1) 我们认为双汇屠宰特许店的模式是从简单的农产品加工过渡到渠道品牌化农产品，特许店扩张有望带来盈利能力稳步提升，我们预计 14 年屠宰收入和利润增速有望分别达到 19% 和 20%。2) 肉制品方面，高温产品继续升级，中温休闲产品开发以特优级产品为主，低温产品预计在 15 年初现成效，产品结构升级仍在继续，盈利能力有望持续提升。3) 14 年猪价波动对公司盈利压力影响应该不大。我们认为双汇股价目前已经包含了猪价上涨等悲观因素。我们预计，随着肉制品旺季到来，市场预期和估值有望修复。不考虑股权激励费用，我们预计 14-16 年 EPS 分别为 2.30/2.67/3.13 元，基于瑞银 DCF 模型得出 12 个月为目标价 48 元，对应 14/15 年 PE 为 21 和 18 倍，给予买入评级。

#### 乐观情景

如果低温新品增长快于预期，14/15 年肉制品增速达到 20-25%，且猪价温和上涨，那么基于瑞银 VCAM 模型我们估计每股估值可能达到 60 元，高于现在目标价 25%，对应 14 年 PE 为 25 倍。

#### 悲观情景

如果低温产品推出效果低于预期，肉制品增速放缓至 5-10%，且 14 年猪价上涨超预期（15% 以上），公司每股估值可能跌至 38 元，低于现在目标价 21%，对应 14 年 PE 为 18 倍。

#### 近期催化剂

1) 大低温产品推向市场；2) 收购 SFD 后，公司在原材料和生产技术上有较好的协同效应，3) 生猪价格上涨低于预期。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb48.00

#### 公司简介

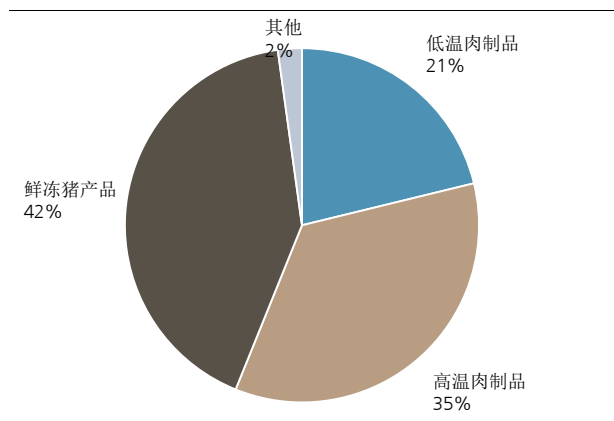
河南双汇投资发展股份有限公司成立于 1998 年，总部设在河南省。作为一家国有企业，双汇目前是中国最大的肉类加工企业，占有 2% 以上的国内市场份额，在高温肉制品领域占有 40-50% 的份额。“双汇”品牌（尤其是在高温肉制品领域）享誉全国。

#### 行业展望

我们预计未来屠宰及肉制品行业发展将会保持缓慢但正增长的发展。随着国家城市化进程加快、居民收入水平提高及生活节奏变快，肉制品，尤其是低温肉制品的人均消费量及增速会明显提升。行业中的龙头企业有望符合未来发展趋势，从中受益。

#### 收入按产品分布，2013(%)

图表 1: 收入按产品分布，2013(%)



来源: 公司公告

#### 各类产品的毛利

图表 2: 各类产品的毛利

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
低温肉制品	1,873	2,170	2,728	3,109	3,588
高温肉制品	3,324	4,217	5,074	5,740	6,600
鲜冻猪产品	1,628	2,127	3,117	4,181	5,322
其他	317	220	220	220	220
总计	7,141	8,734	11,139	13,250	15,731

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

# 屠宰：特许店扩张带来盈利能力有望稳步提升

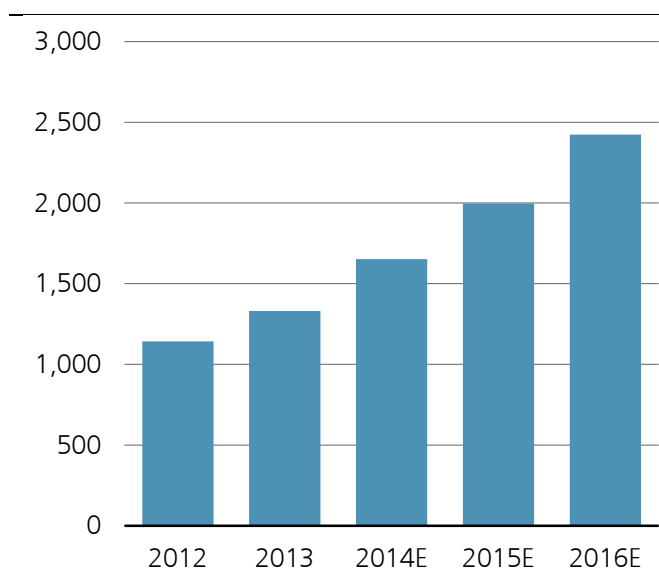
双汇通过特许店模式进一步提升消费者品牌肉粘性，终端溢价能力稳步提升。从 13 年开始，双汇屠宰的销售模式从简单的终端点扩张逐步聚焦特许店模式。我们认为特许店模式的优势在于：1) 单店进行销量考核，终端店的存活率大幅提升。2) 公司对于特许店的价格和库存掌控能力更强，特许店一般维持 2-3 天的生猪库存作为周转，在猪价上涨过程中能有效实现价格的传导。3) 特许店的分割肉比例较高，双汇利用其强大的物流体系能够满足不同区域不同分割肉的需求，降低损耗。

我们认为，双汇特许店的模式是从简单的农产品加工过渡到渠道品牌化农产品，屠宰利润未来受猪价的影响会逐步弱化。根据我们终端调研发现，即使在 5 月份猪价大幅上涨的过程中，特许店销量略有下降，但整体盈利能力还在提升，双汇生猪屠宰的价格转嫁能力非常强。我们预计，14 年，双汇屠宰终端整体增加 1-1.2 万个，其中特许店增加 7000 个，占比进一步提高。

**产能扩张稳步推进。**截止 13 年底，公司屠宰产能达到 2000 万头。扣除 13 年投产的新厂，全年产能利用率 75%左右。我们预计，14-15 年将分别新增产能 200 和 400 万头左右。

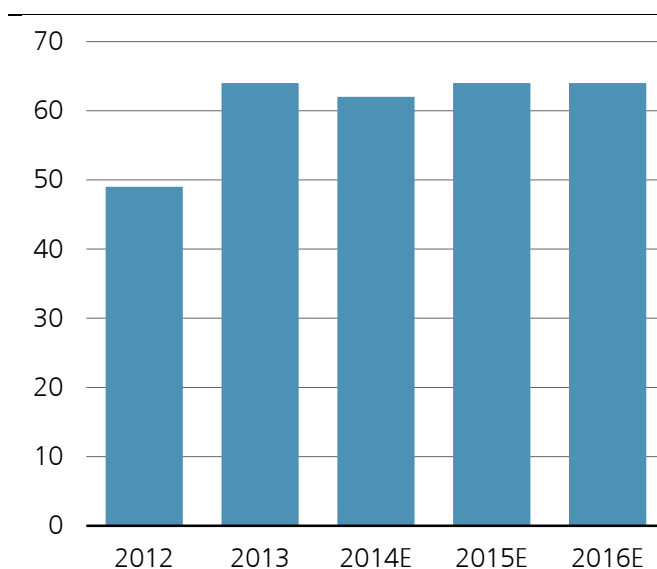
我们预计，14 年全年完成 1650 万头屠宰量，头均利润 62 元，屠宰收入和利润增速有望分别达到 19%和 20%。

图表 3: 屠宰数量 (单位: 万头)



来源: 公司数据; 瑞银证券估算

图表 4: 生猪屠宰利润 (单位: 元/头)



来源: 公司数据; 瑞银证券估算

# 肉制品：产品结构升级仍在继续，盈利能力持续提升

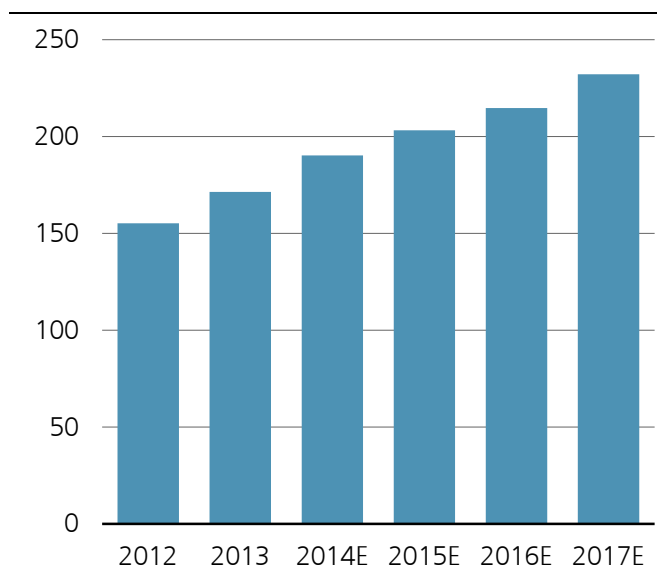
**中高温产品结构升级仍在继续。（1）传统高温产品继续升级。**13 年，公司将王中王改造升级成新王中王，13 年销售突破 2 万吨，使得王中王系列在 13 年整体增长 20% 左右。我们认为，未来公司还会在现有明星单品上继续进行主动升级。**（2）中温休闲类产品的结构提升是未来公司肉制品业务的主要看点。**公司今年新增加的休闲类明星产品主要是椰果烤香肠（风味系列）和洛克王国（针对儿童市场），整体销售超预期（预计目前椰果烤香肠月销售超过 1500 吨），后续可能还会增加高温椰果烤香肠。13 年，由于公司之前几年的明星单品受竞争对手冲击较大，增长明显放缓。但是我们预计，随着 14 年 20 个左右中温新品的逐步面世，中温休闲类产品今年的增长要明显快于 13 年。**（3）我们预计，公司特优级产品（吨价 1.5 万元以上）占比有望从 13 年 72% 提升至 75% 以上。**

**低温肉制品预计在 15 年初见成效。**万州国际收购 SFD 之后，主要由于产能建设（海外公司要求相对较高）速度略低于预期，低温餐饮产品迟迟未能上市。我们预计，随着与万州国际合资的郑州工厂在 7 月份开工（建设期 3 个月左右），公司低温类新品有望在 15 年上半年上市。与 SFD 协同合作的低温产品主要用的是 SFD 的原料、技术、工艺以及品牌，双汇发展主要提供物流和网络。通过专门的团队和营销模式（首先给终端送冷柜），提升渠道对于低温肉制品的接受程度。通过 SFD 的品牌拉力以及逐步形成的渠道推力，我们认为，双汇低温肉制品会在 15 年初现成效。

我们认为，二季度是肉制品传统消费淡季，6 月份开始进入消费旺季。随着公司三季度中温新产品不断推出以及传统高温产品的不断升级，下半年肉制品销量增长以及盈利水平将进一步提升。

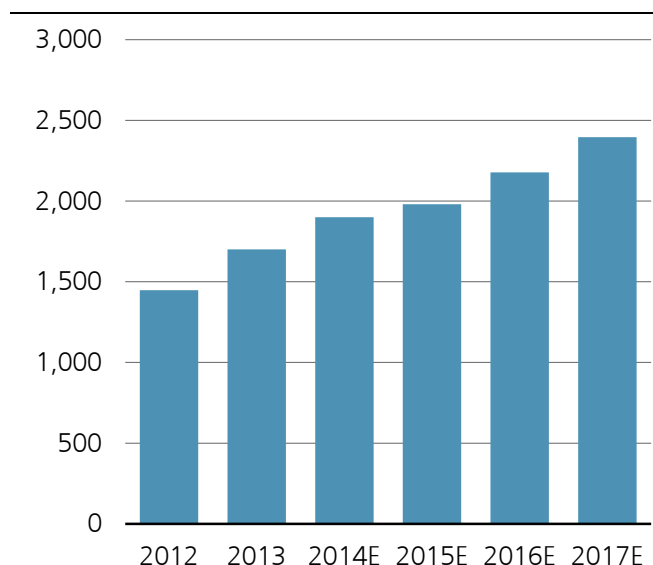
我们预计，公司 14 年肉制品销量 190 万吨，吨税前利润 1900 元，收入和净利润增速分别为 15% 和 25%。

图表 5: 肉制品销量（万吨）



来源: 公司数据; 瑞银证券估算

图表 6: 肉制品税前吨均利润（单位：元）



来源: 公司数据; 瑞银证券估算

## 原料成本总体压力不大

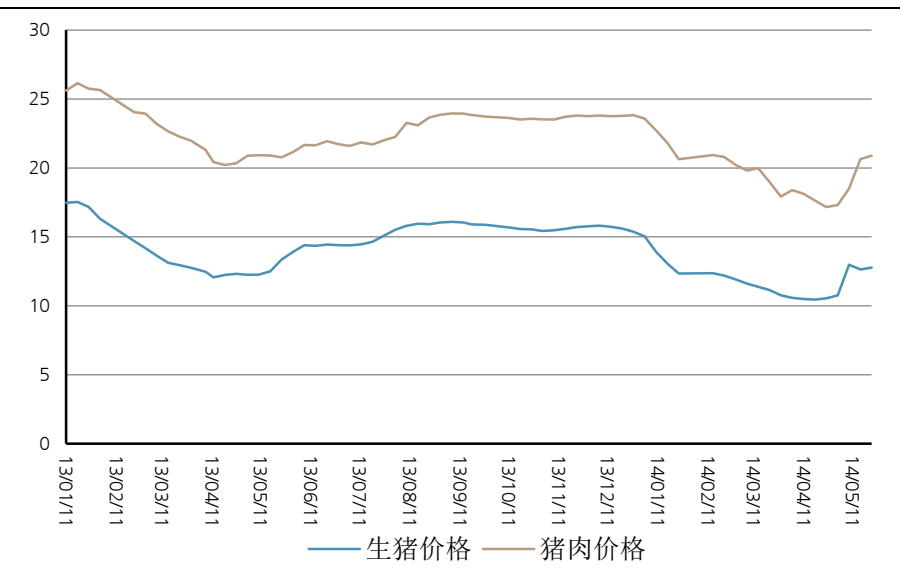
**公司冻肉储备足以支撑前三季度原料用量。**目前公司冻肉储备为 30 万吨左右，其中 12 万吨猪肉和 18 万吨鸡肉，按照全年 200 万吨肉制品销售计划以及 80% 的肉类供给率考虑，我们估算低价库存至少能够支持到三季度的销售。如果三季度猪价和鸡价出现明显上涨，一季度预提的减值准备（预计 1000 万左右）应会逐步冲回。

**中美猪肉价差有望帮助公司锁定部分成本。**由于美国年初初现较为严重的仔猪腹泻，美国猪价出现明显上涨，完税后超过中国猪价 15% 左右。我们预计，随着疫情的减缓，美国猪价有望出现趋势性回落，即使考虑到中国猪价可能在四季度还会有一定的环比涨幅，双汇也可以通过中美猪肉价差锁定一部分成本。

**销售结构提升有望抵消部分原料上涨的压力。**我们预计，14-15 年猪价同比波动幅度约为-4% 和 10%。猪肉占肉制品生产成本仅为 20% 左右，我们认为即使考虑 15 年猪价上涨 10%，公司产品的结构升级基本上能够有效覆盖未来成本的上涨。

**下半年是肉制品销售旺季，猪价波动的影响要明显小于上半年。**由于上半年，特别二季度是传统肉制品消费淡季，6-9 月份是肉制品传统消费旺季，双汇在淡旺季肉制品的费用摊销相差近 300-500 元/吨。所以我们认为，即使三季度猪价环比继续小幅上涨，对于公司肉制品盈利的影响也会明显小于上半年。

图表 7: 生猪、猪肉价格走势（元/千克）



来源: WIND

## 盈利预测及目标价变动

不考虑股权激励费用，我们预计 14-16 年 EPS 分别为 2.30/2.67/3.13 元（原为 2.43/3.06/3.58 元），目前股价对应 14/15 年 PE 分别为 15 和 13 倍。我们认为，双汇股价目前已经包含了猪价上涨等悲观因素。我们预计，随着肉制品旺季到来，市场预期和估值有望修复，建议买入，新目标价 48 元，对应 14/15 年 PE 为 21 和 18 倍。

我们认为，双汇估值略低于整体食品饮料的主要原因是屠宰业务估值略低，有部分折价。未来，双汇估值仍有提升空间，主要来自：1）大低温产品 15 年开始布局，肉制品销量有望突破或超预期；2）特许专营店模式带动屠宰销量，进一步提高消费者品牌肉粘性。

图表 8: 盈利预测变动

	2014E		2015E		2016E	
人民币 百万元	调整前	调整后	调整前	调整后	调整前	调整后
主营业务收入增长	18.2%	16.2%	21.4%	21.1%	18.3%	17.8%
屠宰量增长	27.7%	24.1%	26.3%	20.8%	22.0%	21.4%
肉制品销量增长	14.6%	11.0%	11.5%	6.8%	10.0%	5.6%
猪价同比增长	-5.0%	-4.0%	4.0%	10.0%	3.5%	3.5%
毛利率	21.5%	20.8%	21.2%	20.4%	21.4%	20.4%
净利润（不包括股权激励费用）	5,355	5,064	6,744	5,873	7,872	6,885
EPS（不包含股权激励费用）（元）	2.43	2.30	3.06	2.67	3.58	3.13

来源: 瑞银证券估算

图表 9: 食品可比公司估值表

简称	总股本	收盘价	总市值	EPS			净利润增速			PE	
	百万股	14/5/30	亿元	13A	14E	15E	13A	14E	15E	14E	15E
乳制品											
伊利股份	2043	33.95	694	1.48	1.80	2.23	41.9%	22.0%	23.8%	18.9	15.2
贝因美	1023	13.61	139	0.72	0.79	0.96	46.0%	9.3%	22.4%	17.3	14.1
光明乳业	1224	17.45	214	0.38	0.55	0.77	47.7%	41.9%	40.6%	32.0	22.8
肉制品											
双汇发展	2201	34.27	754	1.78	2.21	2.68	29.8%	24.7%	20.9%	15.5	12.8
上海梅林	823	8.06	66	0.19	0.21	0.23	0.8%	11.2%	9.5%	38.4	35.0
调味品											
安琪酵母	330	14.36	47	0.66	0.58	0.69	-42.8%	-12.0%	19.4%	24.8	20.8
中炬高新	797	10.64	85	0.27	0.37	0.50	48.9%	38.1%	34.1%	28.8	21.5
加加食品	230	17.71	41	0.75	0.86	1.06	-7.4%	15.4%	23.6%	20.6	16.6
恒顺醋业	301	14.84	45	0.27	0.38	0.61	285.7%	41.1%	59.6%	39.0	24.4
软饮料											
承德露露	401	22.65	91	0.83	1.03	1.28	44.0%	23.1%	24.5%	22.1	17.7
快速食品											
三全食品	402	18.41	74	0.31	0.40	0.51	-18.4%	30.9%	27.1%	45.8	36.0
涪陵榨菜	155	31.66	49	0.97	1.20	1.51	13.7%	23.5%	25.9%	26.4	21.0
克明面业	83	32.58	27	1.08	1.23	1.46	2.7%	14.0%	18.6%	26.4	22.3
双塔食品	432	13.28	57	0.42	0.55	0.78	64.7%	31.0%	41.8%	24.1	17.0
休闲食品											
洽洽食品	338	16.62	56	0.77	0.94	1.09	-10.2%	22.5%	15.5%	17.7	15.3
好想你	148	18.44	27	0.68	0.71	0.83	-9.0%	4.0%	17.0%	26.1	22.3
行业平均							33.6%	21.3%	26.5%	26.5	20.9

来源: Bloomberg, 收盘价截止 2014/5/30 (均采用市场一致预期)

## 双汇发展 (000895.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	35,832	39,705	44,950	52,242	16.2	63,276	21.1	74,543	83,891	93,930
毛利	4,804	7,141	8,734	10,841	24.1	12,939	19.4	15,244	17,448	19,789
息税折旧摊销前利润(UBS)	2,270	4,765	5,980	7,438	24.4	8,703	17.0	10,141	11,682	13,053
折旧和摊销	(249)	(648)	(640)	(724)	13.2	(822)	13.4	(904)	(1,028)	(1,175)
息税前利润(UBS)	2,021	4,117	5,341	6,713	25.7	7,882	17.4	9,237	10,654	11,878
联营及投资收益	23	53	81	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	(146)	(7)	(77)	81	-	(2)	-	(3)	(2)	(2)
净利息	(37)	(10)	44	(10)	-	(10)	0.0	(10)	(10)	(10)
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	1,860	4,152	5,389	6,785	25.9	7,870	16.0	9,225	10,642	11,866
税项	(395)	(842)	(1,078)	(1,444)	-33.9	(1,675)	-16.0	(1,964)	(2,266)	(2,526)
税后利润	1,465	3,310	4,310	5,340	23.9	6,194	16.0	7,261	8,377	9,340
优先股股息及少数股权	(131)	(184)	(211)	(277)	-31.2	(321)	-16.0	(376)	(434)	(484)
非常项目	0	(241)	(241)	(241)	0.0	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	1,334	2,885	3,858	4,822	25.0	5,873	21.8	6,885	7,943	8,856
净利润 (UBS)	1,334	3,127	4,100	5,064	23.5	5,873	16.0	6,885	7,943	8,856
税率(%)	21.2	20.3	20.0	21.3	6.4	21.3	0.0	21.3	21.3	21.3
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	0.61	1.42	1.86	2.30	23.5	2.67	16.0	3.13	3.61	4.02
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.61	1.31	1.75	2.19	25.0	2.67	21.8	3.13	3.61	4.02
每股收益 (UBS, 基本)	0.61	1.42	1.86	2.30	23.5	2.67	16.0	3.13	3.61	4.02
每股股息净值(Rmb)	0.29	0.39	0.52	0.70	33.5	0.86	23.7	0.00	0.00	0.00
每股账面价值	3.04	3.25	6.49	7.37	13.5	9.35	26.8	11.68	15.70	20.81
平均股数(稀释后)	2,200.58	2,200.58	2,200.58	2,200.58	0.0	2,200.58	0.0	2,200.58	2,200.58	2,200.58
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	2,513	4,075	3,846	6,110	58.9	10,572	73.0	15,126	19,928	25,410
其他流动资产	2,384	3,174	5,112	4,413	-13.7	5,344	21.1	6,278	7,024	7,828
流动资产总额	4,898	7,248	8,958	10,523	17.5	15,915	51.2	21,404	26,952	33,237
有形固定资产净值	2,141	7,888	8,497	9,694	14.1	9,962	2.8	10,962	12,522	14,049
无形固定资产净值	282	857	916	872	-4.8	826	-5.3	781	735	689
投资/其他资产	519	702	1,315	697	-47.0	697	0.0	697	697	697
总资产	7,840	16,695	19,687	21,785	10.7	27,401	25.8	33,843	40,906	48,672
应付账款和其他短期负债	2,737	3,380	4,491	4,384	-2.4	5,324	21.4	6,266	4,038	83
短期债务	705	200	189	189	0.00	189	0.00	189	189	189
流动负债总额	3,441	3,581	4,680	4,573	-2.3	5,512	20.6	6,455	4,227	272
长期债务	49	1,100	6	6	0.0	6	0.0	6	6	6
其它长期负债	13	4,045	57	54	-4.7	54	0.0	54	54	54
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	3,504	8,726	4,743	4,633	-2.3	5,573	20.3	6,516	4,288	332
普通股股东权益	3,682	7,152	14,288	16,220	13.5	20,574	26.8	25,697	34,554	45,792
少数股东权益	654	817	656	933	42.2	1,254	34.4	1,630	2,064	2,548
负债和权益总计	7,840	16,695	19,687	21,785	10.7	27,401	25.8	33,843	40,906	48,672
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	1,334	2,885	3,858	4,822	25.0	5,873	21.8	6,885	7,943	8,856
折旧和摊销	249	648	640	724	13.2	822	13.4	904	1,028	1,175
营运资本变动净值	80	546	(1,058)	54	-	7	-87.0	6	3	4
其他营业性现金流	391	448	416	1,850	344.2	333	-82.0	389	446	496
经营性现金流	2,055	4,527	3,856	7,451	93.2	7,035	-5.6	8,183	9,420	10,530
有形资本支出	(451)	(1,200)	(1,335)	(1,730)	-29.6	(1,044)	39.6	(1,858)	(2,543)	(2,656)
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	(645)	(289)	(649)	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(1,097)	(1,489)	(1,984)	(1,730)	12.8	(1,044)	39.6	(1,858)	(2,543)	(2,656)
已付股息	(303)	(333)	(1,485)	(3,191)	-114.8	(1,529)	52.1	(1,772)	(2,075)	(2,393)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(336)	361	(53)	(266)	-399.43	0	-	0	0	0
债务及优先股变化	750	(930)	(494)	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	111	(902)	(2,032)	(3,457)	-70.1	(1,529)	55.8	(1,772)	(2,075)	(2,393)
现金流量中现金的增加/(减少)	319	3,066	334	2,264	578.8	4,462	97.1	4,554	4,802	5,482
外汇/非现金项目	(176)	(1,505)	(562)	0	100.0	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	143	1,561	(229)	2,264	-	4,462	97.1	4,554	4,802	5,482

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。

## 双汇发展 (000895.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)	60.0	24.0	23.0	15.6	12.8	11.0	9.5	8.5
市盈率 (UBS, 稀释后)	60.0	22.2	21.6	14.9	12.8	11.0	9.5	8.5
股价/每股现金收益	50.6	18.4	18.7	13.0	11.3	9.7	8.4	7.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	3.6	6.6	2.8	7.6	7.9	8.4	9.1	10.4
净股息收益率(%)	0.8	1.2	1.3	2.0	2.5	0.0	0.0	0.0
市净率	12.0	9.7	6.2	4.6	3.7	2.9	2.2	1.6
企业价值/营业收入(核心)	1.2	1.2	1.9	1.4	1.1	0.9	0.7	0.6
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	18.7	10.3	14.4	9.6	7.9	6.3	5.1	4.6
企业价值/息税前利润(核心)	20.9	11.9	16.1	10.6	8.7	7.0	5.6	5.1
企业价值/经营性自由现金流(核心)	22.1	NM	16.4	11.4	8.1	7.0	5.9	5.2
企业价值/运营投入资本	NM	NM	NM	6.4	6.1	5.5	4.1	3.0
<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	44,091	50,750	88,575	75,414	75,414	75,414	75,414	75,414
净债务 (现金)	(2,060)	(2,267)	(3,212)	(4,783)	(8,146)	(12,654)	(17,332)	(17,332)
少数股东权益	654	817	656	933	1,254	1,630	2,064	2,548
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>42,686</b>	<b>49,301</b>	<b>86,018</b>	<b>71,564</b>	<b>68,522</b>	<b>64,390</b>	<b>60,146</b>	<b>60,630</b>
非核心资产	(346)	(169)	(169)	(169)	(169)	(169)	(169)	(169)
<b>核心企业价值</b>	<b>42,339</b>	<b>49,132</b>	<b>85,849</b>	<b>71,395</b>	<b>68,353</b>	<b>64,221</b>	<b>59,977</b>	<b>60,461</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	-1.3	10.8	13.2	16.2	21.1	17.8	12.5	12.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	19.2	109.9	25.5	24.4	17.0	16.5	15.2	11.7
息税前利润(UBS)	18.6	103.7	29.7	25.7	17.4	17.2	15.3	11.5
每股收益(UBS 稀释后)	-36.6	134.3	31.1	23.5	16.0	17.2	15.4	11.5
每股股息净值	15.9	34.9	33.5	33.5	23.7	-	-	-
<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	13.4	18.0	19.4	20.8	20.4	20.4	20.8	21.1
息税折旧摊销前利润率	6.3	12.0	13.3	14.2	13.8	13.6	13.9	13.9
息税前利润率	5.6	10.4	11.9	12.9	12.5	12.4	12.7	12.6
净利 (UBS) 率	3.7	7.9	9.1	9.7	9.3	9.2	9.5	9.4
ROIC (EBIT)	107.8	113.5	66.1	60.5	70.5	78.6	73.6	59.9
税后投资资本回报率	NM	NM	52.9	47.6	55.5	61.9	57.9	47.1
净股东权益回报率(UBS)	37.8	57.7	38.2	33.2	31.9	29.8	26.4	22.0
<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	(0.8)	(0.6)	(0.6)	(0.8)	(1.2)	(1.5)	(1.7)	(1.9)
净债务/总权益 %	(40.6)	(34.8)	(24.4)	(34.5)	(47.5)	(54.6)	(53.9)	(52.2)
净债务 / (净债务 + 总权益) %	(68.3)	(53.4)	(32.3)	(52.6)	(90.6)	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(4.2)	(5.6)	(4.3)	(8.3)	(15.2)	(23.2)	(32.9)	(41.7)
资本支出 / 折旧 %	186.5	195.9	NM	NM	134.6	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	1.3	3.0	3.0	3.3	1.7	2.5	3.0	2.8
息税前利润/净利息	53.9	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	2.1	3.6	3.6	3.3	3.1	-	-	-
股息支付率 (UBS) %	47.8	27.5	28.0	30.3	32.3	-	-	-
<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	35,832	39,705	44,950	52,242	63,276	74,543	83,891	93,930
<b>总计</b>	<b>35,832</b>	<b>39,705</b>	<b>44,950</b>	<b>52,242</b>	<b>63,276</b>	<b>74,543</b>	<b>83,891</b>	<b>93,930</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	2,021	4,117	5,341	6,713	7,882	9,237	10,654	11,878
<b>总计</b>	<b>2,021</b>	<b>4,117</b>	<b>5,341</b>	<b>6,713</b>	<b>7,882</b>	<b>9,237</b>	<b>10,654</b>	<b>11,878</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	+40.1%
预测股息收益率	2.3%
预测股票回报率	+42.4%
市场回报率假设	9.5%
预测超额回报率	+32.9%

---

## 风险声明

我们认为公司的下行风险包括：1) 食品安全；2) 生猪价格变动；3) 突发猪病事件；4) 政府监管；5) 投资增速低于我们预期。

## 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。当此类例外适用时，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。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：赵琳；王鹏。

### 涉及报告中提及的公司的披露

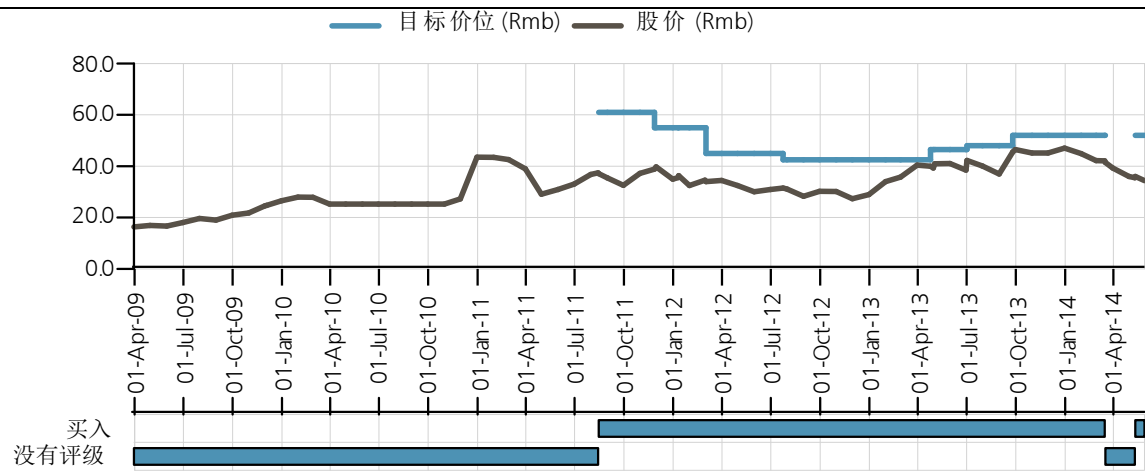
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
双汇发展	000895.SZ	买入	不适用	Rmb34.39	2014 年 05 月 29 日

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。

双汇发展 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银)；截止至 2014 年 5 月 29 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主体或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

