

九牧王

需求复苏缓慢，调整仍在进行中

销售恢复有限，去库存进行中

服装行业在经历了 2013 的调整后，14 年终端需求改善并不明显，销售额增速维持低位，其中男装行业的恢复时点可能更晚。公司终端中大约 50% 为百货渠道，因此压力仍然较大。尽管公司经历了一年的去库存，但在终端销售复苏缓慢的背景下，加盟商订货仍未有效恢复。

管理稳健，积极调整

公司作为国内商务休闲男装的领导品牌之一，长期以来管理稳健，直营占比高且增长质量较好。我们认为这更便于公司面对行业压力做出积极调整：公司强调改善产品的适销性和商品企划能力，降低期货占比提高反应速度，最终提升终端门店盈利。与此同时，公司也考虑收购的方式寻求新的增长点。

盈利预测调整

考虑到公司调整时期可能较之前预期更久，我们下调了 2014/15/16 年收入增速至 -12%/11%/11%（原 -5%/5%/10%），并下调毛利率至 56.2%/56.2%/56.4%（原 58.7%/59.0%/59.0%），对应下调 2014/15/16 年 EPS 为 0.80/0.89/0.99 元（原 1.02/1.14/1.26 元）。

估值：下调目标价至 11.9 元，维持“中性”评级

公司未来一年滚动 PE 为 13 倍，低于历史平均水平 16 倍，并已持续低位较长时间，我们认为股价已充分反映了市场对于 14 年业绩下滑以及终端需求的谨慎预期。我们基于瑞银 VCAM 工具进行现金流贴现，假设 WACC 为 7.9%。下调目标价至 11.9 元（原 14.0 元）。

Equities

中国

服装零售业

12 个月评级 **中性**
保持不变

12 个月目标价 **Rmb11.90**
之前: **Rmb14.00**

股价 **Rmb10.72**

路透代码: 601566.SS 彭博代码 601566 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb15.13-10.25

市值 Rmb6.14 十亿/US\$0.99 十亿

已发行股本 573 百万 (ORDA)

流通股比例 21%

日均成交量(千股) 1,547

日均成交额(Rmb 百万) Rmb17.3

普通股股东权益 (12/14E) Rmb4.58 十亿

市净率 (12/14E) 1.4x

净债务 / EBITDA NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	1.02	0.80	-21.34	0.91
12/15E	1.14	0.89	-22.13	0.95
12/16E	1.26	0.99	-21.56	1.06

胡昀昀

分析师

S1460513010001

yunyun.hu@ubssecurities.com

+86-213-866 8964

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	2,257	2,601	2,502	2,206	2,445	2,704	2,953	3,243
息税前利润(UBS)	579	690	586	528	583	648	703	770
净利润 (UBS)	518	668	537	465	513	572	623	683
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.99	1.16	0.93	0.80	0.89	0.99	1.08	1.18
每股股息 (Rmb)	0.66	0.70	0.70	0.40	0.35	0.40	0.43	0.47
现金 / (净债务)	2,560	2,603	1,606	1,583	1,742	1,975	2,221	2,477
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(%)	25.6	26.5	23.4	23.9	23.8	24.0	23.8	23.7
ROIC (EBIT) (%)	52.7	43.0	24.9	17.9	19.1	20.3	21.1	22.1
EV/EBITDA(core)x	20.2	13.6	9.3	7.9	7.0	6.1	5.3	4.8
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	24.4	19.0	15.3	13.3	12.1	10.8	10.0	9.1
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(1.5)	4.7	(6.2)	7.1	7.3	8.2	8.9	9.5
净股息收益率(%)	2.7	3.2	4.9	3.8	3.3	3.7	4.0	4.4

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 07 月 16 日 16 时 56 分的股价(Rmb10.72)得出;

投资主题

九牧王

投资理由

自主品牌九牧王在商务休闲男装行业处于领先地位，拥有广泛的知名度和美誉度。我们预计，跟随行业的调整，公司业绩会在 14 年继续下滑。但中长期看，公司有望凭借突出的品牌和产品优势从此轮行业调整中胜出。我们预计 2014/15/16 年净利润为 4.7/5.1/5.7 亿元，分别比市场一致预期低 3%/2%/2%，基于瑞银 VCAM 估值模型（WACC 为 7.9%）推导得出目标价 11.9 元，对应 14 年 PE 为 14.8 倍，维持“中性”评级。

乐观情景

线下收入仍然是公司最主要的收入来源，如果行业复苏加快，终端销售出现好转，我们假设 2014/15 年线下收入增速 0%/20%，毛利率为 58.2%/58%，则我们估算 2014/15 年 EPS 为 0.98/1.09 元，每股估值 14.40 元。

悲观情景

如果行业仍将持续低迷，我们假设 2014/15 年线下收入增速-20%/0%，毛利率为 54.2%/54.4%，则我们估算 2014/15 年 EPS 为 0.62/0.67 元，每股估值 9.45 元。

近期催化剂

我们认为公司的催化剂有：1) 2015 年春夏订货会数据或超出预期；2) 公司有望推进品牌收购。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb11.90

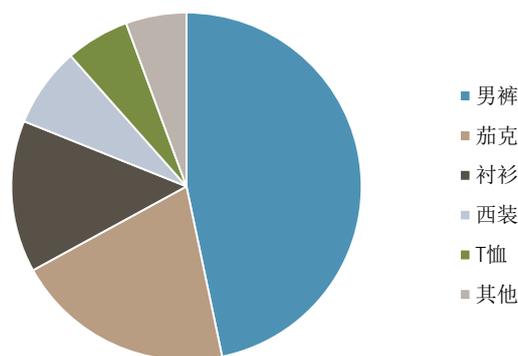
公司简介

九牧王是中国领先的商务休闲男装品牌企业，拥有自主品牌“九牧王”，其男裤市场占有率位居第一。公司还收购了 FUN、Calliprimo 和 VIGANO，实现多品牌运作。公司采用纵向一体化经营模式，直营比例和自产比例较高。截至 2012 年末，公司店铺总数达到 3264 家，其中直营 694 家、加盟 2570 家。

行业展望

我们认为，商务休闲男装行业趋于成熟，龙头品牌的竞争格局较为稳定。我们预计：1) 2014 年，行业面临渠道调整和去库存压力，增长或将明显放缓；2) Euromonitor 预计，2015-17 年行业 CAGR 有望恢复至 7%，中长期仍将保持稳定增长。

收入按产品分类 2013 (%)



来源：公司数据

收入按渠道分类

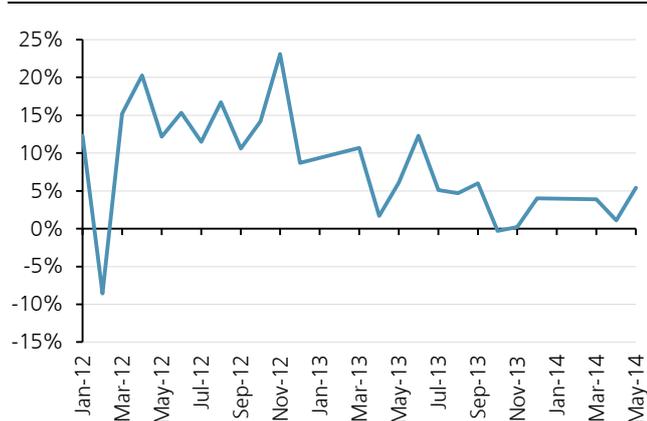
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
直营	742	860	869	954	1,023
加盟	1,828	1,628	1,324	1,477	1,667
其他	31	13	13	13	13
主营业务合计	2,601	2,502	2,206	2,445	2,704

来源：公司数据，瑞银证券估算

需求恢复缓慢，去库存进行中

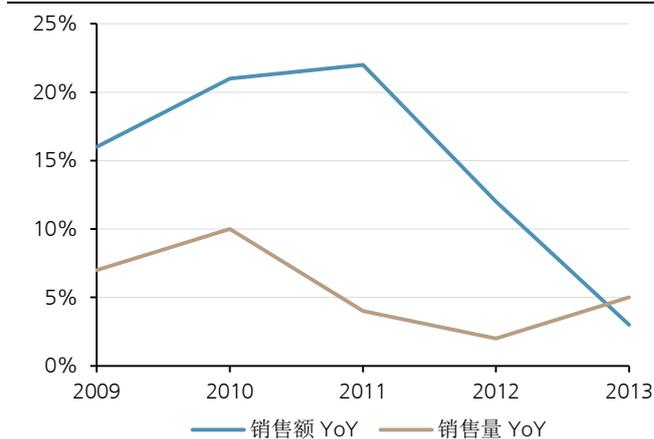
服装行业在经历了 2012、2013 的调整后，终端需求改善并不明显，销售额增速维持低位。男装细分市场的企稳速度则慢于服装整体市场，根据中华商业信息网，2013 年百家商场男装销售额同比增速 3%，同比降低了 9 个百分点，而销售量增速触底回升，说明男装单价水平仍在下移。公司终端中大约 50% 为百货渠道，因此压力仍然较大。

图表 1: 全国百家大型零售企业服装零售额增速



来源: 中华商业信息网

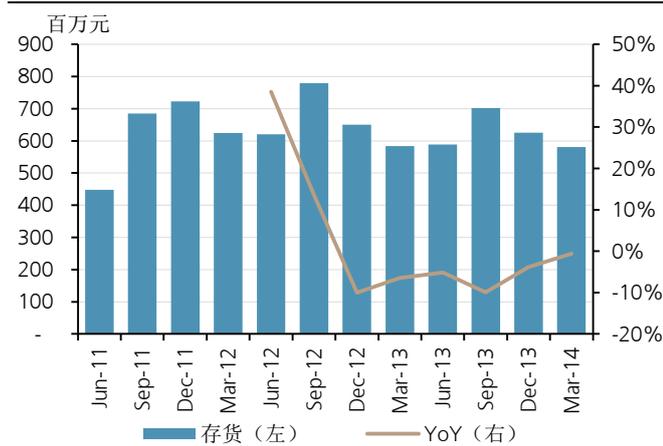
图表 2: 百家商场男装销售增速



来源: 中华商业信息网

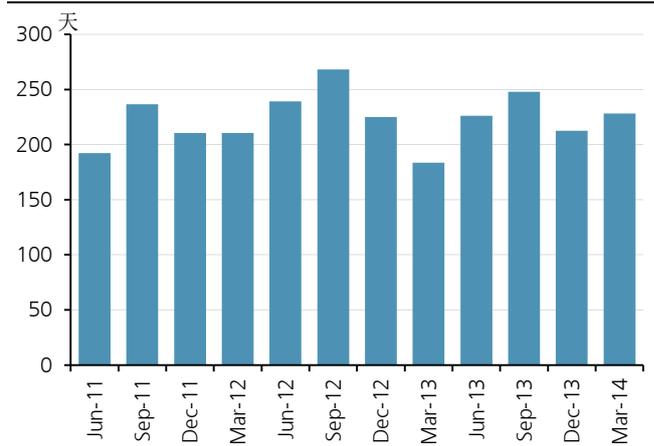
为缓解加盟商的库存压力，公司订货会在 2014 年做了两方面调整：1) 2014 年秋冬订货会开始不再对加盟商实行压货指标减轻加盟商负担；2) 减少订货会期货占比，提升订货灵活性，目标将期货占比降低至 60-70% 左右。公司自有库存在 2014 年一季度达 5.8 亿元，较年初下降 7%，我们认为存货的下降是由于春夏产品开始提货，同时利用线上渠道清理库存初见成效。但在终端销售复苏缓慢的背景下，渠道库存周转改善有限，因此订货仍较为谨慎。

图表 3: 存货



来源: 公司数据

图表 4: 存货周转天数



来源: 公司数据

从订货会数据来看，男装各品牌的恢复也慢于休闲服饰和运动服饰。运动服饰最早开始调整，因此也先于行业出现触底回升。相较而言，男装订货仍处在增速减慢或持续负增长阶段，公司 2014 年秋冬订货会订货额同比下降，未见复苏态势。

图表 5: 休闲、运动和男装主要上市公司订货会数据

	2012		2013		2014	
	春夏	秋冬	春夏	秋冬	春夏	秋冬
休闲服饰						
森马	20-30%	秋: 微增; 冬微负		持平	10%	冬: 10%
美邦服饰	20-30%	10%	-10%	-10%	-5%	80%以上加盟商正增长, 20%以上加盟商双位数增长
搜于特	超过 60%	50%	30-40%	20%	快时尚模式, 期货占 60%	
休闲服饰						
安踏	低个位数	3Q: 高个位数下滑 4Q: 低个位数下滑	1Q: -30~-20% 2Q: -25~-15%	3Q: -20~-10% 4Q: -15~-5%	高个位数增长	3Q: 高单位数增长 4Q: 低双位数增幅
特步	5-9%	持平	1Q: -20~-20% 2Q: -20~-15%	3Q: -20% 4Q: -17~-15%	1Q: 高个位数下滑 2Q: 中个位数下滑	3Q: 低单位数下滑 4Q: 持平
361 度	23%	2-6%	-23%	3Q: -19% 4Q: -17%	-8%	8%
李宁	中个位数至持平	3Q: 中个位数下滑 4Q: 高双位数下滑	NA	NA	NA	采用指导性订货 (A+) + 快速补货 (QR) + 快速反映 (QS)
匹克	-30~-20%	-30~-20%	1Q: 持平 2Q: -30~-20%	NA	2Q 高个位数增长	Q3: 10-20% Q4: 10-20%
男装						
九牧王	30%	20%	5%	小幅下滑	负增长至低个位数	同比下降
七匹狼	30%	接近 20%	0-5%	个位数下降	双位数下降	预计双位数下降
报喜鸟	30%	接近 30%	近 15%	个位数下降	-10%	NA
卡宾			-37%~-14%	7%~26%	17%~29%	15%
利郎	29%~100%	秋: 16%~61%; 冬: 12%~41%	-9%~17%	秋: -26%~0%; 冬: -16%~低单位数	NA	0%~15%

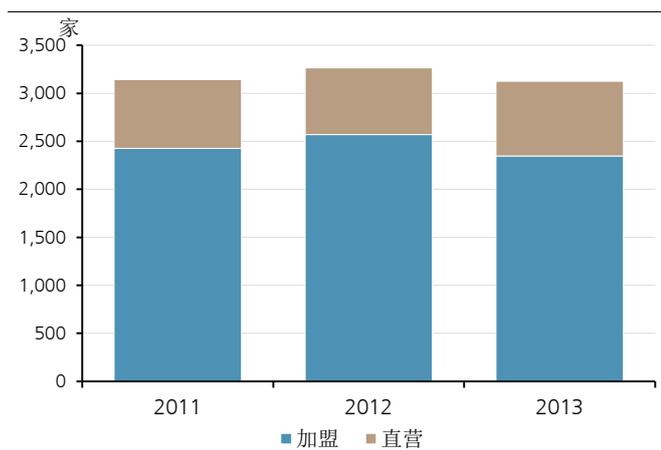
来源: 公司数据

实体渠道调整, 拓展线上渠道

2013 年公司开店数出现净减少, 加盟店净关闭 224 家, 直营净新增 84 家, 全年合计减少 140 家门店。公司从 2013 年起改变开店思路, 在开店条约上附加“盈利性条件”, 不追求数量上的盲目扩张, 转而看重效率提升。但由于加盟商仍然处于去库存过程中, 我们认为批发业务拐点未至。

2013 年公司实现线上销售 1.25 亿元, 同比增长 25%, 好于线下渠道 3% 的负增长。2014 年公司启动全渠道 O2O 战略, 项目预算 3,000 万, 第一期投入 500 万, 计划以自建平台的方式打通线上线下, 将目前清库存为主的线上渠道打造成集品牌推广、新品营销和建立同客户深度沟通为一体的重要零售管理平台。

图表 6: 公司门店数量



来源: 公司资料

拟收购浪肯，发挥多品牌协同

公司 4 月签署《框架协议》拟出资收购男装品牌“浪肯”，双方商定由“浪肯”品牌创始人贺博文、潘茹萍出资成立“上海唐雅服饰有限公司”并收购现有“浪肯”品牌分布在创始人多个企业下的业务、人员及资产。整合完成后，由公司收购“上海唐雅服饰有限公司”100%股权，预计收购价格不超过 3 亿元。浪肯品牌创立于 1995 年，以男士高档裤装业务进入市场，创立“欧式中装”的制衣理念，现在全国拥有高端金卡会员超过 6,000 名，终端门店 70-80 家，主要布局购物中心渠道。公司 2013 年实现收入 1 亿元，利润约 3,000 万元。我们认为浪肯与九牧王同样定位于高端男装将有利于收购后两个品牌的协同和渠道上的共享，实际影响仍依赖于具体的交易条款和收购方的财务质量。公司目前账上现金约 30 亿，并提出会以外延收购的方式进一步推进多品牌战略。

盈利预测调整

受行业整体消化库存的影响，公司仍处于清理渠道库存的阶段。加盟商开店意愿的减弱，以及未来不盈利门店的关闭将减少加盟业务收入。相较之下直营店表现好于加盟，电商业务的发展也有望促进整体直营收入增长。公司通过电商去库存的价格大约为吊牌价的 5 折左右，毛利空间减少，我们预计整体毛利率将有所下降。

图表 7: 盈利预测调整表

(RMB 百万)	2014E			2015E			2016E		
	更新前	更新后	变化	更新前	更新后	变化	更新前	更新后	变化
营业总收入	2,372	2,206	-7%	2,499	2,445	-2%	2,756	2,704	-2%
营业成本	980	964	-2%	1,025	1,068	4%	1,130	1,176	4%
营业税金及附加	25	27	9%	26	30	15%	29	33	15%
销售费用	478	513	7%	504	568	13%	556	629	13%
管理费用	164	171	4%	152	189	24%	168	209	24%
财务费用	-63	-55	-12%	-80	-58	-27%	-99	-64	-35%
资产减值损失	23	22	-3%	15	25	65%	17	27	64%
投资净收益	15	18	20%	15	18	20%	15	18	20%
营业利润	780	583	-25%	871	641	-26%	970	712	-27%
利润总额	788	591	-25%	879	649	-26%	973	720	-26%
减: 所得税	197	126	-36%	220	136	-38%	243	148	-39%
净利润	591	465	-21%	659	513	-22%	730	572	-22%
归属于母公司所有者的净利润	591	465	-21%	659	513	-22%	730	572	-22%

来源: 瑞银证券估算

图表 8: 收入关键假设表

(RMB 百万)	2014E			2015E			2016E		
	更新前	更新后	变化	更新前	更新后	变化	更新前	更新后	变化
主营业务收入									
直营	697	869	25%	762	954	25%	815	1,023	25%
加盟	1,506	1,324	-12%	1,529	1,477	-3%	1,682	1,667	-1%
整体毛利率	58.7%	56.2%	-2.5%	59.0%	56.2%	-2.8%	59.0%	56.4%	-2.6%

来源: 瑞银证券估算

估值: 下调目标价至 11.9 元, 维持“中性”评级

公司未来一年滚动 PE 为 13 倍, 低于历史平均水平 16 倍, 并已持续低位较长时间, 我们认为股价已充分反映了市场对于 14 年业绩下滑以及终端需求的谨慎预期。与 A 股其他服装品牌相比, 公司目前股价对应 14 年 PE 为 13 倍, 可比公司均值 25 倍。公司作为国内商务休闲男装的领导品牌之一, 受到行业的影响出现同步调整, 但长期以来风格较为稳健, 增长质量较好。公司结合中长期发展战略及当期销售增长的目标, 制定了“一个点”, “两个面”, “三条线”的年度指导方案, 即: 力求新的销售增长点(一个点), 以商品企划项目落地实现 4P 营销整合, 以组织能力优化为长期发展基础(两个面), 持续推动做强男裤、做精上装、终端战略调整(三条线)。我们认为公司在弱市中积极巩固内功, 有望在行业调整后率先恢复。

我们采用绝对估值法, 基于瑞银 VCAM 工具进行现金流贴现, 假设 WACC 为 7.9%。考虑到行业整体低迷, 公司终端销售疲弱, 仍需较长时间消化渠道库存, 我们下调了 18 年以后中期收入增速及毛利率, 假设收入增速为 9.8%, 毛利率为 55.0%, 下调目标价至 11.9 元(原 14.0 元)。

图表 9: 绝对估值假设

相对年	+1E	+2E	+3E	+4E	+5E	+6E	+7E	+8E	+9E	+10E
财年	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
息税前利润	528	583	648	703	770	841	908	977	1,049	1,123
折旧及摊销*	49	53	58	64	71	73	79	86	93	101
资本支出	(66)	(122)	(135)	(156)	(185)	(203)	(222)	(243)	(264)	(287)
运营资本变动	(54)	(65)	(69)	(68)	(79)	(88)	(96)	(102)	(108)	(115)
所得税(营运)	(113)	(122)	(133)	(144)	(158)	(179)	(202)	(226)	(253)	(281)
其他	9	(7)	(8)	(7)	(9)	(10)	(10)	(11)	(11)	(12)
自由现金流	352	319	361	391	410	433	457	481	506	529
增长		-9.4%	13.1%	8.2%	5.1%	5.6%	5.4%	5.4%	5.0%	4.7%

估值	
明计现金流现值	3,323
期末价值(第15年)现值	1,662
企业价值	4,986
占永续价值百分比	33%
联营公司及其他	0
-少数股东权益	0
现金盈余**	1,523
-债务***	0
权益价值	6,509
已发行股数 [m]	572.9
每股权益价值 (Rmb/股)	11.40
权益成本	7.9%
股息收益率	3.5%
1年期目标价 (Rmb/股)	11.90

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	8.6%	8.0%	7.0%
息税前利润率	22.3%	6.5%	6.2%
资本支出/销售收入	5.7%	2.0%	2.0%
投资资本回报率	15.3%	4.8%	6.1%
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	8.6x	7.8x	8.2x
企业价值 / 息税前利润	9.4x	8.6x	8.9x
自由现金流收益率	7.1%	6.4%	6.7%
市盈率(现值)	14.1x	12.8x	13.4x
市盈率(目标)	14.8x	13.4x	14.0x

加权平均资本成本	
无风险利率	4.20%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.73
债务/权益比率***	0.0%
边际税率	25.0%
权益成本	7.9%
债务成本	6.1%
WACC	7.9%

期末假设值	
VCH(年数)	15
对应的自由现金流增长	4.0%
投资资本回报率增幅	7.1%
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	7.3x

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

图表 10: 公司 Forward PE



来源: 朝阳永续

图表 11: 可比公司估值

公司名称	代码	市值 百万元	股价 元	PE			PS			ROE			净利 CARG 14-16E	股息率 13	P/BV 13	PEG 14E
				14E	15E	16E	14E	15E	16E	14E	15E	16E				
海澜之家	600398.sh	40,974	9.12	18.4	14.2	10.9	3.5	2.8	2.2	49.9%	35.1%	30.8%	198.2%	2.1%	2.1	0.1
际华集团	601718.sh	11,725	3.04	11.9	10.8	9.7	0.4	0.4	0.4	8.4%	8.6%	8.7%	8.7%	1.3%	1.0	1.4
探路者	300005.sz	7,092	13.90	22.4	17.3	14.2	4.0	3.2	2.7	27.8%	29.2%	28.7%	26.3%	2.0%	5.2	0.9
美邦服饰	002269.sz	8,382	8.34	11.4	9.7	8.8	1.0	0.9	0.8	19.2%	19.5%	18.7%	32.9%	2.4%	3.2	0.3
七匹狼	002029.sz	6,272	8.30	12.3	11.2	10.3	2.1	2.0	1.9	10.4%	10.4%	10.2%	17.0%	0.6%	1.5	0.7
搜于特	002503.sz	4,453	8.59	18.5	16.3	16.8	2.6	2.4	2.3	11.1%	11.4%	9.8%	-4.1%	1.7%	2.1	(4.5)
凯撒股份	002425.sz	4,582	11.75	57.0	45.2	102.5	6.7	5.4	6.1	5.2%	6.3%	2.8%	22.5%	0.3%	2.3	2.5
朗姿股份	002612.sz	4,210	21.05	19.3	16.9	16.2	3.0	2.7	2.5	8.8%	9.2%	9.3%	4.3%	4.5%	2.4	4.5
报喜鸟	002154.sz	3,510	5.99	14.7	13.2	11.2	1.6	1.5	1.4	8.3%	8.9%	9.6%	26.8%	0.8%	1.3	0.5
卡奴迪路	002656.sz	2,900	14.50	20.1	18.1	15.8	3.2	2.7	2.3	10.7%	10.9%	11.4%	9.9%	1.2%	2.4	2.0
星期六	002291.sz	2,260	6.22	28.0	19.9	14.8	1.1	1.0	0.8	4.7%	6.3%	7.7%	64.8%	0.0%	1.3	0.4
希努尔	002485.sz	2,394	7.48	39.4	34.9	27.0	1.9	1.8	1.6	3.0%	3.2%	3.9%	7.5%	0.5%	1.1	5.2
百圆裤业	002640.sz	2,008	15.06	51.6	41.4	34.5	4.3	3.9	3.5	5.3%	6.2%	6.9%	22.7%	0.3%	3.0	2.3
均值				25.0	20.7	22.5	2.7	2.4	2.2	13.29%	12.71%	12.19%	33.65%	1.36%	2.2	1.3
九牧王	601566.sh	6,142	10.72	13.3	12.1	10.8	2.8	2.5	2.3	10.2%	10.9%	11.3%	2.1%	4.9%	1.8	6.3

来源: 万得资讯, 瑞银证券估算; 注: 探路者、美邦服饰、七匹狼、九牧王为瑞银证券估算, 其余采用市场一致预期。股价截至2014年7月16日。

九牧王 (601566.SS)

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	2,257	2,601	2,502	2,206	-11.8	2,445	10.8	2,704	2,953	3,243
毛利	1,229	1,476	1,391	1,216	-12.6	1,347	10.8	1,495	1,632	1,792
息税折旧摊销前利润(UBS)	615	735	646	577	-10.8	635	10.2	706	766	840
折旧和摊销	(36)	(45)	(60)	(49)	-19.1	(53)	7.8	(58)	(64)	(71)
息税前利润(UBS)	579	690	586	528	-9.9	583	10.4	648	703	770
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	4	13	17	8	-53.6	8	0.0	8	8	8
净利息	19	70	80	55	-30.6	58	4.9	64	72	81
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	602	772	683	591	-13.4	649	9.7	720	783	859
税项	(84)	(104)	(146)	(126)	13.4	(136)	-7.4	(148)	(161)	(176)
税后利润	518	668	537	465	-13.4	513	10.4	572	623	683
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)	518	668	537	465	-13.4	513	10.4	572	623	683
净利润(UBS)	518	668	537	465	-13.4	513	10.4	572	623	683
税率(%)	13.9	13.4	21.4	21.4	0.0	20.9	-2.1	20.5	20.5	20.5
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)	0.99	1.16	0.93	0.80	-13.4	0.89	10.4	0.99	1.08	1.18
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.99	1.16	0.93	0.80	-13.4	0.89	10.4	0.99	1.08	1.18
每股收益(UBS, 基本)	0.99	1.16	0.93	0.80	-13.4	0.89	10.4	0.99	1.08	1.18
每股股息净值(Rmb)	0.66	0.70	0.70	0.40	-42.5	0.35	-11.7	0.40	0.43	0.47
每股账面价值	6.94	7.67	7.89	7.92	0.4	8.40	6.1	9.04	9.72	10.47
平均股数(稀释后)	522.93	575.79	578.86	578.46	-0.1	578.46	0.0	578.46	578.46	578.46
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	2,560	2,603	1,606	1,583	-1.5	1,742	10.0	1,975	2,221	2,477
其他流动资产	1,446	1,386	2,397	2,388	-0.4	2,507	5.0	2,633	2,757	2,902
流动资产总额	4,005	3,989	4,003	3,970	-0.8	4,249	7.0	4,608	4,978	5,379
有形固定资产净值	568	795	839	863	2.8	938	8.8	1,022	1,121	1,241
无形固定资产净值	118	168	147	141	-4.1	135	-4.2	129	123	117
投资/其他资产	66	158	224	224	0.0	224	0.0	224	224	224
总资产	4,758	5,109	5,214	5,198	-0.3	5,546	6.7	5,982	6,446	6,961
应付账款和其他短期负债	779	717	694	618	-10.9	685	10.8	755	825	906
短期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	779	717	694	618	-10.9	685	10.8	755	825	906
长期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	779	717	694	618	-10.9	685	10.8	755	825	906
普通股股东权益	3,979	4,393	4,519	4,580	1.3	4,860	6.1	5,227	5,621	6,055
少数股东权益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
负债和权益总计	4,758	5,109	5,214	5,198	-0.3	5,546	6.7	5,982	6,446	6,961
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)	518	668	537	465	-13.4	513	10.4	572	623	683
折旧和摊销	36	45	60	49	-19.1	53	7.8	58	64	71
营运资本变动净值	(496)	(2)	(1,034)	(66)	93.6	(52)	20.9	(57)	(55)	(64)
其他营业性现金流	32	76	53	55	4.0	58	4.9	64	72	81
经营性现金流	90	788	(383)	503	-	572	13.6	638	704	771
有形资本支出	(303)	(194)	(110)	(66)	39.6	(122)	-84.7	(135)	(156)	(185)
无形资本支出	0	(7)	(8)	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	(208)	5	24	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(511)	(196)	(93)	(66)	28.7	(122)	-84.7	(135)	(156)	(185)
已付股息	0	(344)	(405)	(405)	0.0	(233)	42.6	(205)	(229)	(249)
股份发行/回购	2,558	56	4	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(37)	0	0	(55)	-	(58)	-4.87	(64)	(72)	(81)
债务及优先股变化	(37)	0	0	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	2,485	(288)	(401)	(460)	-14.9	(291)	36.9	(269)	(301)	(330)
现金流量中现金的增加/(减少)	2,065	304	(876)	(23)	97.3	159	-	233	246	256
外汇/非现金项目	274	(261)	(120)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	2,339	43	(997)	(23)	97.7	159	-	233	246	256

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。

九牧王 (601566.SS)

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)	24.4	19.0	15.3	13.3	12.1	10.8	10.0	9.1
市盈率 (UBS, 稀释后)	24.4	19.0	15.3	13.3	12.1	10.8	10.0	9.1
股价/每股现金收益	22.8	17.8	13.7	12.1	11.0	9.8	9.0	8.2
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(1.5)	4.7	(6.2)	7.1	7.3	8.2	8.9	9.5
净股息收益率(%)	2.7	3.2	4.9	3.8	3.3	3.7	4.0	4.4
市净率	3.5	2.9	1.8	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
企业价值/营业收入(核心)	5.5	3.9	2.4	2.1	1.8	1.6	1.4	1.2
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	20.2	13.6	9.3	7.9	7.0	6.1	5.3	4.8
企业价值/息税前利润(核心)	21.5	14.5	10.3	8.6	7.7	6.6	5.8	5.3
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	18.6	NM	10.2	9.7	8.3	7.3	6.8
企业价值/运营投入资本	NM	6.3	2.6	1.5	1.5	1.3	1.2	1.2
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	13,828	12,614	8,114	6,142	6,142	6,142	6,142	6,142
净债务 (现金)	(1,372)	(2,581)	(2,104)	(1,595)	(1,662)	(1,858)	(2,098)	(2,098)
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
企业价值总额	12,456	10,033	6,009	4,547	4,480	4,284	4,044	4,044
非核心资产	0	0	0	0	0	0	0	0
核心企业价值	12,456	10,033	6,009	4,547	4,480	4,284	4,044	4,044
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	34.8	15.2	-3.8	-11.8	10.8	10.6	9.2	9.8
息税折旧摊销前利润(UBS)	36.7	19.5	-12.1	-10.8	10.2	11.1	8.6	9.7
息税前利润(UBS)	37.8	19.2	-15.1	-9.9	10.4	11.2	8.5	9.6
每股收益(UBS 稀释后)	24.3	17.2	-20.0	-13.4	10.4	11.5	8.8	9.7
每股股息净值	-	7.0	-0.6	-42.5	-11.7	11.5	8.8	9.7
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	54.4	56.7	55.6	55.1	55.1	55.3	55.3	55.3
息税折旧摊销前利润率	27.3	28.3	25.8	26.1	26.0	26.1	26.0	25.9
息税前利润率	25.6	26.5	23.4	23.9	23.8	24.0	23.8	23.7
净利 (UBS) 率	22.9	25.7	21.5	21.1	21.0	21.2	21.1	21.1
ROIC (EBIT)	52.7	43.0	24.9	17.9	19.1	20.3	21.1	22.1
税后投资资本回报率	45.4	37.2	19.6	14.1	15.1	16.2	16.8	17.5
净股东权益回报率(UBS)	21.3	16.0	12.1	10.2	10.9	11.3	11.5	11.7
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	(4.2)	(3.5)	(2.5)	(2.7)	(2.7)	(2.8)	(2.9)	(2.9)
净债务/总权益 %	(64.3)	(59.3)	(35.5)	(34.6)	(35.8)	(37.8)	(39.5)	(40.9)
净债务/(净债务 + 总权益) %	NM	NM	(55.1)	(52.8)	(55.8)	(60.7)	(65.3)	(69.2)
净债务/企业价值	(20.5)	(25.9)	(26.7)	(34.8)	(38.9)	(46.1)	(54.9)	(61.2)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	154.4	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	13.4	7.5	4.4	3.0	5.0	5.0	5.3	5.7
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	1.5	1.7	1.3	2.0	2.5	2.5	2.5	2.5
股息支付率 (UBS) %	66.4	60.6	75.4	50.0	40.0	40.0	40.0	40.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	2,257	2,601	2,502	2,206	2,445	2,704	2,953	3,243
总计	2,257	2,601	2,502	2,206	2,445	2,704	2,953	3,243
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	579	690	586	528	583	648	703	770
总计	579	690	586	528	583	648	703	770

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	+11.0%
预测股息收益率	3.8%
预测股票回报率	+14.8%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+5.6%

风险声明

公司的下行风险包括：1) 终端消费持续不振，去库存周期可能被拉长；2) 人工和租金成本持续上涨；3) 产品售罄率下降，存货可能积压。

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。	48%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	41%	30%
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 2014 年 06 月 30 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：胡昀昀。

涉及报告中提及的公司的披露

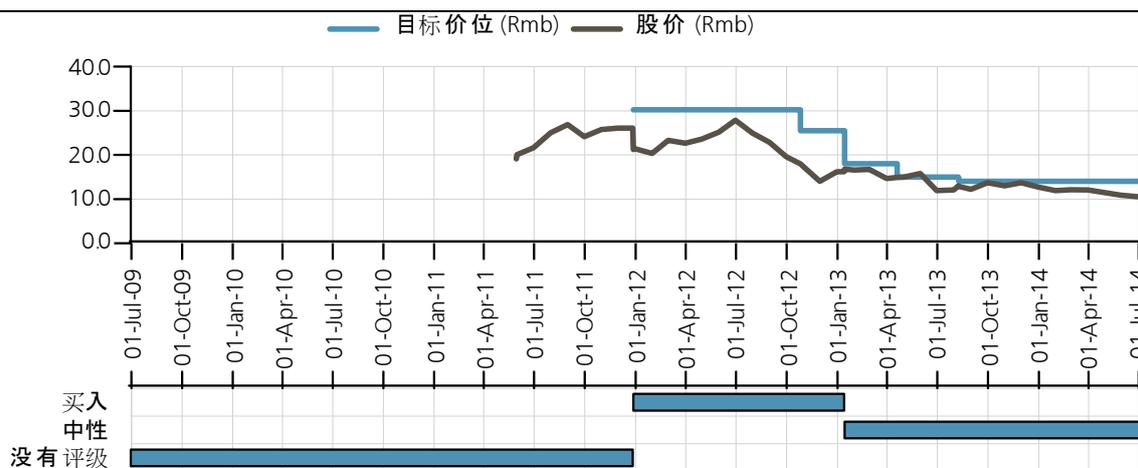
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
九牧王	601566.SS	中性	不适用	Rmb10.73	2014 年 07 月 15 日

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。

九牧王 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 7 月 15 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）监管的特牌投资推介商。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 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**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：**UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发。UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载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。**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：**由 UBS Securities India Private Ltd (公司识别码 U67120MH1996PTC097299)，2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。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。

