

# 苏宁云商

## 2 季度延续亏损，继续向互联网转型

### 上半年营收下滑出现亏损，2 季度略有改善

公司上半年实现营业收入 511.5 亿元，同比下降 7.9%，归母净利润亏损 7.6 亿元（去年同期盈利 7.34 亿元），EPS-0.10 元，低于市场预期。公司预计 2014 年 1-9 月亏损 9.55 亿元至 10.55 亿。2 季度公司营收同比持平，环比增长 24%，亏损额（3.2 亿元）环比减少，主要源自 2 季度同店收入同比降幅缩窄至 4%；我们预计今年下半年和明年收入同比增速将恢复增长，期间费用率下降带来亏损减少。

### 综合毛利率下滑，同时期间费用率上升

公司上半年综合毛利率 15.1%，同比下降 0.4pct，2 季度毛利率同比降幅缩窄至-0.2%，线上线下同价继续执行，我们预计未来几年毛利率将继续下滑。上半年销售和管理费用率分别上升 2.2pct 和 0.6pct，源自工资和租金上涨，我们预计未来几年随着公司加强费用控制和销售规模回升，费用率料将下降。

### 逐步完善物流体系建设，努力提升用户体验

上半年苏宁易购销售收入 83 亿元（含税），注册会员新增至 1.31 亿，6 月移动端订单数量占比 20%。上半年公司继续加强物流基地建设，仓储面积 352 万平米，物流系统切换后，6 月份妥投率 99.02%。公司 9 月 4 日公告 2014 年员工持股计划，参与员工人数不超过 1200 人，资金总额不超过 5.5 亿元，我们认为员工持股计划有助于加速 O2O 转型的顺利完成。

### 估值：下调盈利预测，目标价从 15 元下调至 8.4 元，投资评级下调至“中性”

考虑到宏观经济低迷，电商竞争的白热化，降价促销力度或加大，我们下调 2014-16 年收入增速和毛利率假设，并下调 EPS 预测至-0.17/-0.11/-0.03 元（原为 0.20/0.42/0.61 元）。我们对苏宁采用线下线上分部估值法，分别参考国美和京东的 PS 估值，得到新目标价 8.4 元，投资评级下调至“中性”。

### Equities

中国

百货零售业

12 个月评级 **中性**  
之前: 买入

12 个月目标价 **Rmb8.40**  
之前: **Rmb15.00**

股价 **Rmb7.85**

路透代码: 002024.SZ 彭博代码 002024 CH

#### 交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb13.99-6.19

市值 Rmb58.0 十亿/US\$9.44 十亿

已发行股本 7,383 百万 (ORDA)

流通股比例 67%

日均成交量(千股) 118,878

日均成交额(Rmb 百万) Rmb854.8

普通股股东权益 (12/14E) Rmb27.3 十亿

市净率 (12/14E) 2.1x

净债务 / EBITDA NM

#### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

从 到 %市场预测

12/14E 0.20 (0.17) -182.12 (0.12)

12/15E 0.42 (0.11) -126.23 (0.07)

12/16E 0.61 (0.03) -105.17 (.00)

廖欣宇

分析师

S1460512120001

xinyu.liao@ubssecurities.com

+86-213-866 8907

胡鸣鸣

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	93,889	98,357	105,292	100,816	104,590	114,309	127,546	141,254
息税前利润(UBS)	5,958	2,998	138	(1,506)	(882)	84	993	1,705
净利润 (UBS)	4,821	2,676	372	(1,227)	(806)	(234)	343	829
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.69	0.37	0.05	(0.17)	(0.11)	(0.03)	0.05	0.11
每股股息 (Rmb)	0.15	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01
现金 / (净债务)	21,074	23,849	17,928	11,906	6,733	5,389	5,942	7,979
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(%)	6.3	3.0	0.1	-1.5	-0.8	0.1	0.8	1.2
ROIC (EBIT) (%)	<-500	145.1	2.6	(15.2)	(6.1)	0.5	5.6	10.0
EV/EBITDA(core)x	9.0	8.0	18.1	90.8	26.7	18.7	12.5	10.0
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	17.2	21.5	NM	(47.3)	(72.0)	NM	NM	69.9
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	0.6	(1.3)	(4.4)	(8.4)	(6.9)	(0.4)	2.6	5.0
净股息收益率(%)	1.3	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1

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 09 月 05 日 16 时 26 分的股价(Rmb7.85)得出。

# 投资主题

## 苏宁云商

### 投资理由

苏宁是传统零售公司中向电商进军最为积极的公司之一，凭借公司广泛的网点布局，和不断改善的物流配送体系，在传统公司中公司最有可能做到线上线下有效融合。短期来看公司电商投入较大、线上下竞争问题存在，出现亏损。

2014 年公司进一步调整门店结构，并完成了物流系统切换，有望于今年将线下门店和线上易购两个运营体系整合为大运营中心，成功打通 O2O 的布局。

我们 2014/15/16 年的 EPS 预测为-0.17/-0.11/-0.03 元，市场一致预期为-0.11/-0.08/-0.04 元，采用线上线部分估法，推导出目标价 8.4 元，给予“中性”的投资评级。

### 乐观情景

如果下半年线上业务的消费者体验得到显著改善，线下门店能够更加受益线上业务导入客流，同时增加高毛利率和差异化的商品品类，门店收入和盈利能力得以提升。此假设下我们估算公司下半年线上销售增长达 50%，2014 年 EPS -0.14 元，每股估值可能达到 10 元。

### 悲观情景

如果线上业务的消费者体验未有改善，线下门店同价后毛利率大幅下滑同时收入增速未有明显提升，此假设下我们估算同店收入仍然下降 8%，公司亏损扩大，2014 年 EPS -0.20 元，每股估值可能为 6 元。

### 近期催化剂

苏宁易购中秋大促或提升苏宁电商的流量，并提升线上销售规模 and 市场份额。

若公司线上购物体验有较大提升，消费者粘性或增加。

若员工持股计划推出，激励机制有望加强。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb8.40

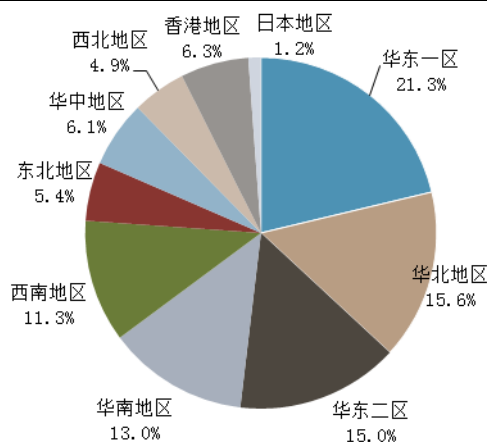
### 公司简介

苏宁云商集团股份有限公司是中国 3C（家电、电脑、通讯）家电连锁零售行业的领先者，也是零售行业转型升级、积极布局 O2O 战略的先行者。公司目前经营的商品包括空调、冰洗、彩电、音像、小家电、通讯、电脑、数码八个品类，近千个品牌，20 多万个规格型号。截至 2014 年 6 月 30 日，公司在大陆地区已进入 280 个地级以上城市，共计拥有连锁店 1583 家，连锁店面积合计 662 万平方米，其中二三级市场店面占比达 63%。

### 行业展望

2014 年上半年全国百家重点大型零售企业零售额同比下降 0.2%，增速较上年同期低 10.9 个百分点，我们预计未来零售行业景气度仍维持低迷态势。目前行业领先公司正逐步开拓线上业务，同时依靠强大零售门店探索线上线下整合的可能性。

### 收入按区域分布，2013 (%)



来源：公司数据

### 各类业务的毛利

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
内地实体店	13176	12047	11073	10595	10872
海外实体店	874	730	1341	1529	1741
苏宁易购	-	916	1012	1253	1687
平台及金融	-	-	-	96	289
其他业务收入	3423	2320	1003	922	994
合计	17473	16013	14429	14396	15584

来源：公司数据，瑞银证券估算

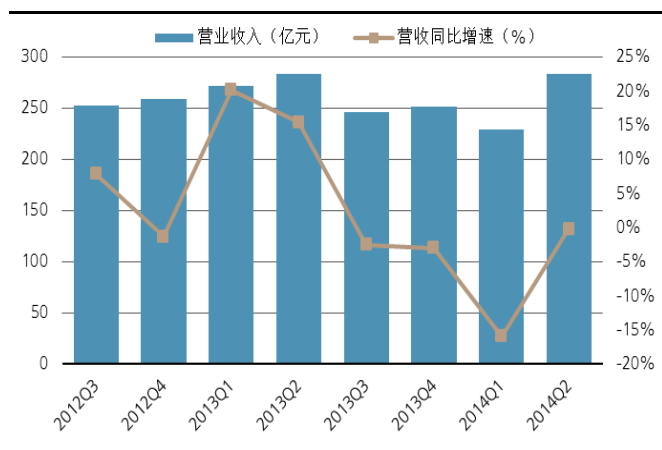
## 2 季度营收环比增长，亏损延续

公司上半年实现营业收入 512 亿元，同比下降 7.9%。上半年可比店面销售收入同比下降 8.6%，其中二三级市场门店表现优于一级市场门店。公司积极完善连锁网络布局，上半年公司净关门店 2 家，布局调整后二三级市场店面占比达 62.7%。

2 季度以来公司进一步提升线上线下的相互引流以及加强促销推广，单季度实现营业收入 283 亿元，同比下降 0.2%，降幅环比一季度 (-15.9%) 明显收窄，源自可比店面销售收入同比降幅收窄至 4%，同时苏宁易购销售显著增加。2 季度和 1 季度相比，营收增长 24%，趋势向好。

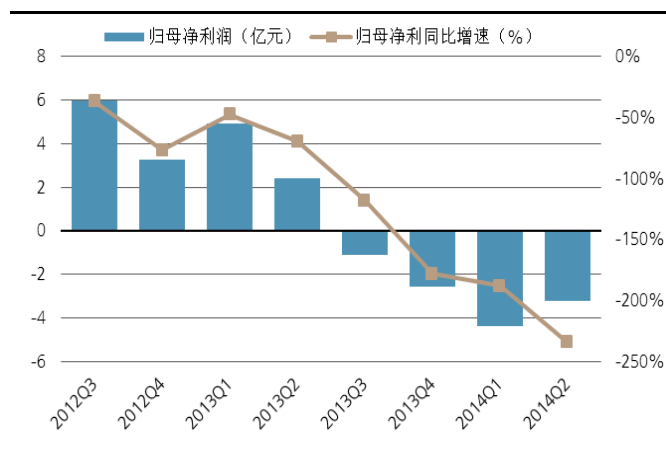
考虑到 2013H2 基数较低，且易购收入有望快速增长，我们预计 2014H2 的总体营收有望同比持平。

图表 1: 2012Q3-2014Q2 营业收入及同比增速



来源: 公司数据

图表 2: 2012Q3-2014Q2 归母净利润及同比增速



来源: 公司数据

公司上半年归母净利润亏损 7.6 亿元（去年同期盈利 7.34 亿元）。公司上半年扣非后净利润亏损 8.2 亿元（去年同期盈利 7.14 亿元）。

其中 2 季度归母净利润亏损 3.22 亿元（去年同期盈利 2.41 亿元），同比下降 234%，但环比 1 季度的亏损 4.32 亿缩窄，主要源自收入回暖后，销售费用率和管理费用率均下降。我们预计下半年和未来几年公司收入同比增速将恢复，公司的亏损幅度将进一步减小。

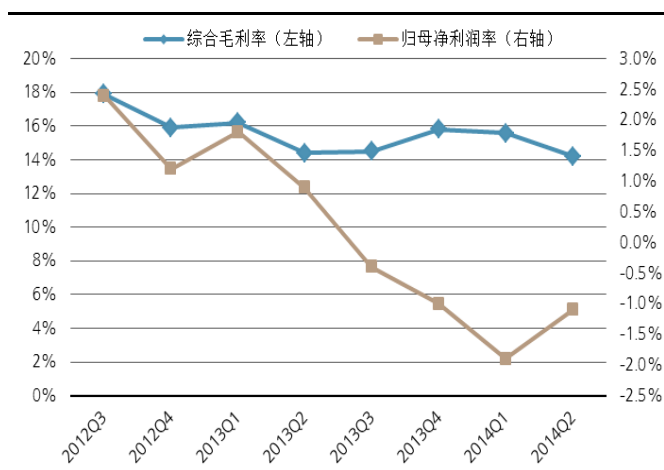
## 毛利率小幅下滑，期间费用率升势减弱

公司上半年综合毛利率 15.1%，同比下降 0.4 个百分点。其中 2 季度综合毛利率 14.2%，同比下降 0.2 个百分点，降幅缩窄。毛利率下降主要受线上销售的价格战影响，苏宁继续推进线上线下同价，线下毛利率降低。

由于电商对家电零售的冲击已经开始并可能将长期存在，公司线下业务的毛利率或将持续承压。苏宁易购的销售规模目前较小（上半年含税收入 83 亿元），我们预计未来易购收入将保持较快增速，毛利率将逐步提升。

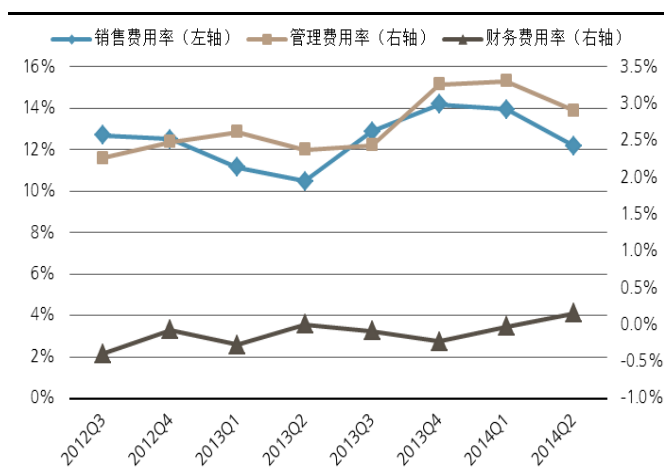
公司上半年归母净利率同比下降 2.8 个百分点至-1.5%，主要由于报告期内公司所投资的 PPTV 经营亏损产生投资损失 8115 万元。其中 2 季度归母净利率同比下降 2 个百分点至-1.1%，主要源自期间费用率得到控制。

图表 3: 2012Q3-2014Q2 综合毛利和归母净利润率



来源: 公司数据

图表 4: 2012Q3-2014Q2 销售、管理及财务费用率



来源: 公司数据

期间费用率方面, 公司上半年销售费用率 13.2% (+2.2%), 其中 2 季度销售费用率同比上升 1.7 个百分点至 12.2%, 公司上半年管理费用率 3.1% (+0.6%), 其中 2 季度上升 0.5 个百分点至 2.9%。

2 季度公司销售和管理费用率的上升趋势均减弱, 主要受益于费用控制和收入规模上升。随着公司可比门店收入同比增速有所恢复、门店继续扩张和易购销售收入增长, 我们预计未来几年公司的费用率有望走低。

公司上半年财务费用率 0.1% (+0.2%), 其中 2 季度财务费用率同比上升 0.2 个百分点至 0.2%。主要是计提公司债券利息增加, 我们预计该项支出未来几年仍将持续存在。

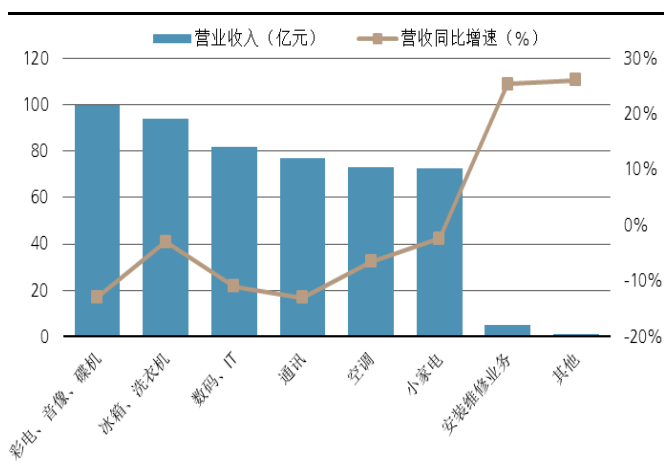
## 各类家电营收和毛利率均下滑

主营收入分产品来看, 2014H1 公司彩电音响碟机、冰箱洗衣机、数码 IT、通讯、空调、小家电、安装维修业务和其他营业收入分别为 100、94、82、77、73、73、4.9 和 0.9 亿元, 营收同比增速分别为-12.9%、-3.0%、-11.0%、-13.0%、-6.5%、-2.4%、+25.4%和+26.1%。

受家电节能补贴政策退出和电商销售增加等影响, 公司上半年各类家电业务均有不同程度的下滑, 同店销售同比下降 8.57%, 不过 2 季度同店降幅缩窄至 4%。我们预计下半年政策退出影响消失, 公司的同店收入同比增长有望回升。未来几年公司将积极调整门店布局, 我们预计同店销售将稳步增长。

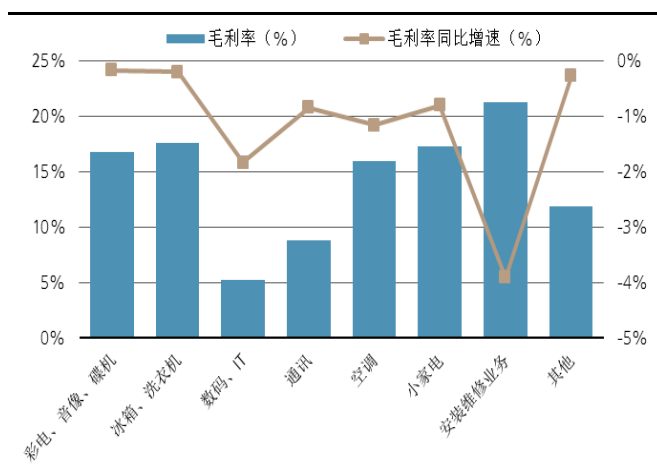
上半年安装维修服务和其他营业收入(租赁、代理费、广告费等)收入保持较快增长, 体现了苏宁门店广泛布局的优势。随着母婴产品、苏宁移动转售等业务的逐步拓展, 我们预计未来几年该项收入有望维持较快增速。

图表 5: 2014H1 公司分产品营业收入及同比增速



来源: 公司数据

图表 6: 2014H1 公司分产品毛利率及同比增速



来源: 公司数据

2014H1 公司彩电音响碟机、冰箱洗衣机、数码 IT、通讯、空调、小家电、安装维修业务和其他毛利率分别为 16.8%、17.6%、5.3%、8.8%、15.9%、17.2%、21.2%和 11.9%，毛利率同比分别降低 0.2、0.2、1.8、0.8、1.2、0.8、3.9 和 0.3 个百分点。

为了贯彻执行线上线下同价的策略，公司毛利率出现一定下滑。但随着线下门店布局和产品结构的优化，和线上规模效益逐步体现，我们预计今年下半年和未来几年公司线下毛利率降幅将缩窄，线上毛利率逐步提升。

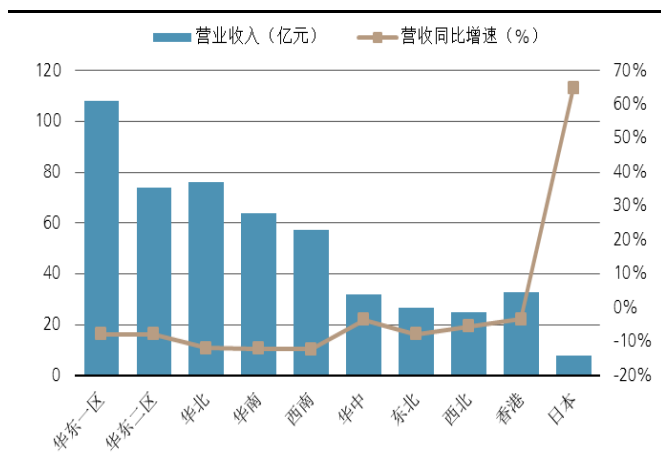
## 国内销售表现较差，日本地区较好

主营收入分区域来看，2014H1 公司华东一区、华东二区、华北、华南、西南、华中、东北、西北、香港和日本营业收入分别为 108、74、76、64、57、32、27、25、33 和 8.1 亿元，营收同比增速分别为-7.8%、-7.7%、-11.8%、-12.0%、-12.2%、-3.5%、-7.8%、-5.5%、-3.3%和+65.0%。

2014H1 公司华东一区、华东二区、华北、华南、西南、华中、东北、西北、香港和日本毛利率分别为 16.5%、12.3%、12.7%、15.7%、14.9%、13.2%、12.8%、12.1%、3.7%和 34.0%，毛利率同比分别+1.7、-3.3、-1.3、+0.4、-1.1、-0.6、-3.0、-2.2、-3.3 和+15.7 个百分点。

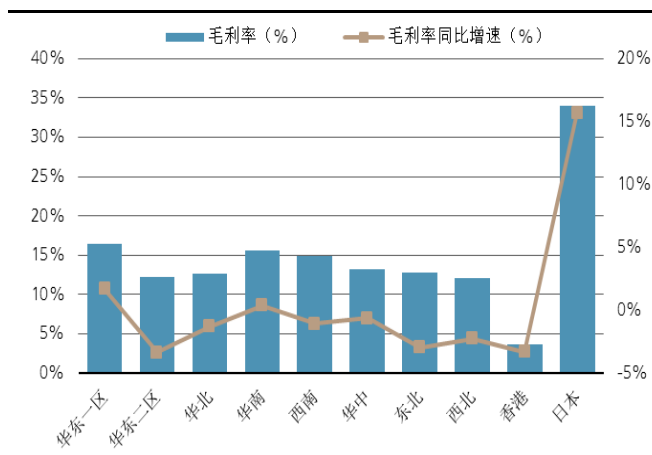
国内各地区营收和毛利率较差主要受整体零售行业不景气和电商冲击影响，日本地区公司表现较好，源自新开 3 家门店（关闭 2 家，净增 1 家）。

图表 7: 2014H1 公司分地区营业收入及同比增速



来源: 公司数据

图表 8: 2014H1 公司分地区毛利率及同比增速



来源: 公司数据

## 调整线下门店结构，同店销售均下滑

截至 2014 年 6 月 30 日，公司在大陆地区已进入 280 个地级以上城市，共计拥有连锁店 1583 家，其中常规店 1505 家、县镇店 67 家、乐购仕店 7 家，红孩子店 4 家，连锁店面积合计 661.96 万平方米。

公司在上半年新开各类店面 62 家，对于低效、无效以及不符合规划的社区店进行调整，合计关闭各类店面 64 家，净关门店 2 家。

图表 9: 中国大陆地区按照店面类型分布情况 (家)

类型	2014 年 6 月 30 日		2013 年 12 月 31 日		增减变化情况	
	数量	占比	数量	占比	数量变化	占比变化(%)
旗舰店	333	21.0%	330	20.8%	3	0.2%
中心店	428	27.0%	428	27.0%	0	0.0%
社区店(注)	744	47.0%	737	46.5%	7	0.5%
常规店小计	1505	95.1%	1495	94.3%	10	0.8%
县镇店(注)	67	4.2%	76	4.8%	-9	-0.6%
乐购仕店	7	0.4%	12	0.8%	-5	-0.3%
红孩子店	4	0.3%	2	0.1%	2	0.1%
合计	1583	100%	1585	100%	-2	-

来源: 公司数据

截至 2014 年 6 月 30 日，公司在一级、二级、三级和四级市场分别开设门店 498、457、535 和 93 家。公司今年重点推进二三级市场开发，开设的店面大部分归入到社区店类型。截止至 6 月 30 日，公司在二三级市场店面占比达 62.7%。此外，公司积极优化一级和四级市场的店面布局，在一级市场重点推进旗舰店的升级改造，在四级市场进行县镇店的优化调整。



图表 10: 中国大陆地区按照市场级别分布情况

	2014年6月30日		2013年12月31日		增减变化情况	
	数量	占比	数量	占比	数量变化	占比变化(%)
一级市场	498	31.5%	510	32.2%	-12	-0.7%
二级市场	457	28.9%	462	29.1%	-5	-0.3%
三级市场	535	33.8%	510	32.2%	25	1.6%
四级市场	93	5.9%	103	6.5%	-10	-0.6%
合计	1583	100%	1,585	100%	-2	-

来源: 公司数据

从同店增长来看, 上半年公司社区店同店销售下滑 7%, 在各类型中相对较小, 三级市场门店同店销售下滑 5.6%, 相对一二线较好。

图表 11: 中国大陆地区可比店面按店面类型分布经营质量情况 (收入同比增速)

店面类型	旗舰店	中心店	社区店	县镇店	乐购仕店
可比店面	-8.34%	-9.86%	-7.04%	-9.23%	-29.46%

来源: 公司数据

图表 12: 中国大陆地区可比店面按市场类型分布经营质量情况 (收入同比增速)

市场级别	一级市场	二级市场	三级市场	四级市场
可比店面	-9.15%	-8.61%	-5.59%	-12.92%

来源: 公司数据

## 加强物流体系建设, 提升易购用户体验

今年上半年, 苏宁易购实现商品销售收入 83 亿元。随着公司物流建设推进和消费者体验的提升, 我们预计公司未来易购营收将保持较快增长。截至 2014 年 6 月 30 日, 苏宁会员总数达到了 1.31 亿, 上半年从苏宁易购各终端首次注册会员新增 1858 万, 6 月份公司移动端订单数量占比已达到 20%。

图表 13: 苏宁易购营收预测

苏宁易购	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
易购收入 (亿元)	59	138	161	161	193	241
增长%	195%	133%	17%	0%	20%	25%
电子商务占比	6%	14%	15%	16%	18%	21%
毛利率%	5.0%	5.7%	5.7%	6.3%	6.5%	7.0%

来源: 公司数据, 瑞银证券估计

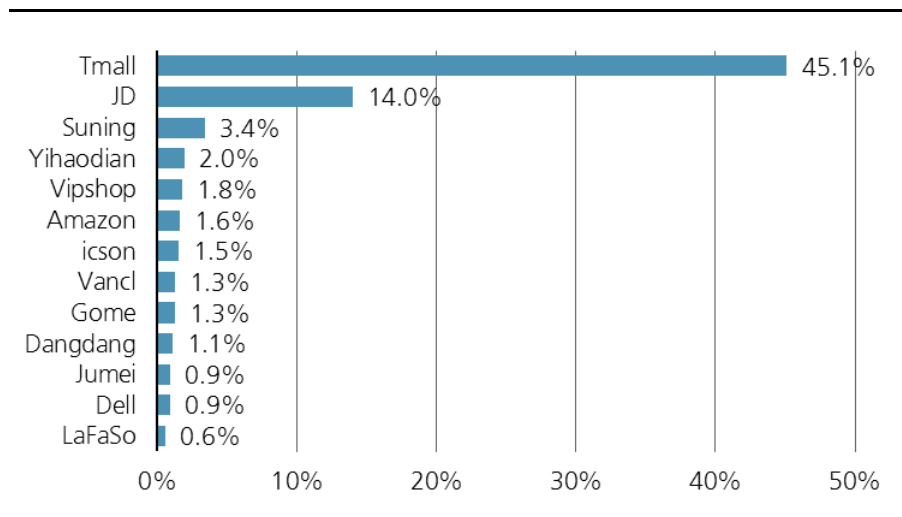
我们认为苏宁易购的用户体验是判断公司能否转型成功的最重要指标, 其中物流是重要方面, 也是易购目前最大的短板。苏宁已经把对物流的超前投入作为工作的核心, 以推进公司的互联网化战略。

上半年末公司拥有的物流仓储及相关配套总面积达 352 万平方米, 已形成全国性的仓储配送网络, 包括 8 个采购枢纽中心、57 个区域配送中心、352 个城市转配中心、1583 个快递网点。

另外公司已经取得全国 164 个城市的国内快递业务资质, 以及国际快递经营业务资质许可。6 月份妥投率达到了 99.02%, 一日三送、半日达、2 小时急速达等配送服务产品持续推出, 我们预计将有效改善用户体验。

根据 Euromonitor 的数据，在 2013 年中国 B2C 网络零售市场中，苏宁易购市占率约 3.4%，仅次于天猫和京东，位居行业第三。我们认为，随着公司的物流建设逐步推进，消费者体验有望提升，公司市占率料将继续上升。

**图表 14: 中国 B2C 网络零售市场份额 (2013)**



来源: Euromonitor

## 新业务持续拓展，效果尚待观察

金融业务方面，重点加强易付宝的基础功能建设，理财业务、“零钱宝”、对公理财规模增加。针对上游供应商及合作商户的苏宁小贷、苏宁保理形成一定规模，苏宁保险获批全国专业保险代理牌照。

虚拟运营商方面，苏宁互联已获得中国联通 19 个地市、中国电信 55 个地市开展移动通信转售业务的牌照。2014 年 6 月，苏宁互联在全国 8 个城市上线，在 11 个城市开展预售，以通信业务为基础，为消费者和合作伙伴提供围绕移动互联网生活、互联商务等增值服务和解决方案。

PPTV 上半年亏损 1.7 亿元，苏宁按 46.8% 的持股比例亏损 0.8 亿元。上半年 PPTV 继续调整磨合，但新的董事会到位后，公司业务仍保持了较快发展。至 2014 年 6 月 PPTV 日均覆盖用户数达到 4264 万，日均 VV 达到约 2.8 亿。

公司各项新业务的拓展对净利润有一定拖累，并可能分散对用户体验提升的关注。我们认为这些业务增加了公司未来的可能性，PPTV 有助改善线上流量，但效果如何尚待继续观察。

## 员工持股计划有望推进 O2O 转型顺利完成

公司 9 月 4 日公告 2014 年员工持股计划，参加员工持股计划的员工总人数不超过 1200 人，资金总额不超过 5.5 亿元，其中公司控股股东张近东以其持有的部分标的股票向安信证券申请质押融资取得资金，向员工持股计划提供近 4.13 亿元借款支持，借款部分与自筹资金部分的比例为 3:1。该计划存续期为 30 个月，通过二级市场购买股票锁定期 12 个月。

员工持股计划涉及的标的股票数量约为 7161.46 万股，涉及的股票数量约占公司现有股本总额的 0.97%，累计不超过公司股本总额的 10%，任一持有人持有的员工持股计划份额所对应的标的股票数量不超过公司股本总额的 1%。



其中标的股票数量的测算，是以员工持股计划资金总额上限为基础，并以标的股票 2014 年 9 月 2 日收盘价 7.68 元作为本员工持股计划全部股票平均买入价格的假设前提下计算得出。

我们认为员工持有公司股票有助于提高员工的凝聚力和公司整体竞争力，有助于提升消费者的用户体验以及增加线上销售，从而进一步推进公司线上线下融合转型的顺利完成。

## 盈利预测假设主要调整

鉴于宏观经济低迷及电商大战白热化的影响，我们大幅下调了公司未来 3 年的营收增速假设变化，营业收入增速假设从原来 2014/15/16 的 10.2%/13.5%/18.1% 下调到 -4.3%/3.7%/9.3%。

图表 15: 苏宁营收增速假设变化

营收增速%	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
调整前	24.3%	4.8%	7.1%	10.2%	13.5%	18.1%
调整后	24.3%	4.8%	7.1%	-4.3%	3.7%	9.3%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

公司坚定秉持“线上线下同价”策略，为了应对外部增长动力不足以及打通线上和线下渠道大力增强降价促销的力度。我们下调了公司未来 3 年的综合毛利率，从原来 2014/15/16 的 15.8%/16.1%/16.3% 下调至 14.3%/13.8%/13.6%，我们预计未来几年公司毛利率仍将处于下滑的趋势。

图表 16: 苏宁综合毛利率假设变化

综合毛利率%	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
调整前	18.9%	17.8%	15.2%	15.8%	16.1%	16.3%
调整后	18.9%	17.8%	15.2%	14.3%	13.8%	13.6%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

由于公司未来调整店面结构，谨慎开店，并将闲置资金用于购买理财产品，该项收益预计将较稳定。我们上调了对公司未来两年的投资收益的假设，从原来 2014/15 的 1500/1500 上调至 3000/2000 万元。同时我们下调了公司未来 3 年的营业外收入，从原来 2014/15/16 的 35000/35000/35000 万元下调至 15000/15000/15000 万元。

图表 17: 苏宁投资收益和营业外收入假设变化

调整前	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
投资收益	15219	1251	3392	1500	1500	1500
营业外收入	11756	35445	16109	35000	35000	35000
调整后	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
投资收益	15219	1251	3392	3000	2000	1500
营业外收入	11756	35445	16109	15000	15000	15000

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

由于人工成本和租金成本较高和下调了收入增速，我们上调了公司的销售费用率和管理费用率，销售费用率从原来 2014/15/16 的 11.8%/10.8%/10.1%

上调到 12.6%/11.6%/10.7%，管理费用率从原来 2014/15/16 的 2.3%/2.0%/2.1%上调到 2.9%/2.7%/2.5%。由于未来几年线上销售占比料将提升，线上销售费用率更低，我们预计销售和管理费用率将呈下降趋势。

图表 18: 苏宁销售和管理费用率假设变化

调整前	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售费用率	10.0%	12.0%	12.1%	11.8%	10.8%	10.1%
管理费用率	2.2%	2.4%	2.7%	2.3%	2.0%	2.1%
调整后	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售费用率	10.0%	12.0%	12.1%	12.6%	11.6%	10.7%
管理费用率	2.2%	2.4%	2.7%	2.9%	2.7%	2.5%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

## 采用线下线上分部估值, 目标价 8.4 元

由于苏宁最近几年对线上销售投入较大, 导致业绩出现亏损, PE 估值方法已不适用。我们按照公司的线下和线上业务采用分部估值法, 线下业务参考国美的 PS 估值, 线上业务参考京东的 PS 估值。

根据 Bloomberg 的一致预期, 2014 年国美和京东营业收入预计分别为 619 亿元和 1128 亿元, 按照两个公司目前 189 亿元人民币和 2585 亿元人民币的市值, 国美和京东 PS 分别为 0.31x 和 2.29x。

图表 19: 国美电器和京东商城 2014 年 P/S

	市值(亿元)	14 年一致预期收入(亿元)	14 年 P/S
国美电器	189	619	0.31
京东商城	2585	1128	2.29

来源: Bloomberg 一致预期, 股价截至 9 月 5 日收盘价。

线下方面, 国美前几年盈利能力较苏宁差, 去年开始逐步恢复, 我们判断目前苏宁和国美的盈利能力基本相当, 理应享受同样估值。线上方面, 京东起步早, 消费者体验好增长迅速, 苏宁易购虽起步晚规模小, 但目前正改善用户体验, 员工持股计划亦有助其加速提升, 我们认为可享受与京东同样估值。

根据我们的盈利预测, 2014 年苏宁易购预计将实现 161 亿元的营收, 给予 2.29x PS, 对应 368 亿元的估值。线下部分预计实现 835 亿元营收, 给予 0.31x PS, 对应 255 亿元估值。线上线下部分目标估值总计 624 亿元, 对应每股目标估值 8.4 元, 下调投资评级至“中性”。

图表 20: 苏宁线上线下业务收入和估值拆分

	2014 年估计收入(亿元)	对应的 P/S 估计	市值(亿元)
线下收入	835	0.31	255
线上收入	161	2.29	368
总计	995		624
苏宁总股本(亿)			74
苏宁目标价(元/股)			8.4

来源: 瑞银证券估计



## 苏宁云商 (002024.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	93,889	98,357	105,292	100,816	-4.3	104,590	3.7	114,309	127,546	141,254
毛利	17,784	17,473	16,013	14,429	-9.9	14,396	-0.2	15,584	17,087	18,792
息税折旧摊销前利润(UBS)	6,931	4,416	1,754	375	-78.6	1,501	299.9	2,140	3,198	3,988
折旧和摊销	(972)	(1,418)	(1,616)	(1,881)	16.4	(2,384)	26.7	(2,056)	(2,204)	(2,283)
息税前利润(UBS)	5,958	2,998	138	(1,506)	-	(882)	41.4	84	993	1,705
联营及投资收益	152	13	34	30	-11.6	20	-33.3	15	15	15
其他非营业利润	(40)	45	(176)	(90)	49.0	(50)	44.4	(50)	(50)	(50)
净利息	403	186	149	37	-75.5	(184)	-	(367)	(492)	(542)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	6,473	3,242	144	(1,529)	-	(1,096)	28.3	(318)	466	1,128
税项	(1,587)	(736)	(40)	382	-	274	-28.3	80	(117)	(282)
税后利润	4,886	2,505	104	(1,147)	-	(822)	28.3	(239)	350	846
优先股股息及少数股权	(65)	171	267	(80)	-	16	-	5	(7)	(17)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	4,821	2,676	372	(1,227)	-	(806)	34.3	(234)	343	829
净利润(UBS)	4,821	2,676	372	(1,227)	-	(806)	34.3	(234)	343	829
税率(%)	24.5	22.7	27.8	0.0	-	0.0	-	0.0	25.0	25.0
<b>每股(Rmb)</b>										
每股收益(UBS 稀释后)	0.69	0.37	0.05	(0.17)	-	(0.11)	34.3	(0.03)	0.05	0.11
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.69	0.37	0.05	(0.17)	-	(0.11)	34.3	(0.03)	0.05	0.11
每股收益(UBS, 基本)	0.69	0.37	0.05	(0.17)	-	(0.11)	34.3	(0.03)	0.05	0.11
每股股息净值(Rmb)	0.15	0.05	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.01
每股账面价值	3.19	3.96	3.84	3.69	-3.9	3.58	-3.0	3.55	3.60	3.70
平均股数(稀释后)	6,996.21	7,189.63	7,387.16	7,387.16	0.0	7,387.16	0.0	7,387.16	7,387.16	7,387.16
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>										
现金和现金等价物	22,740	30,067	27,668	25,546	-7.7	23,780	-6.9	25,724	28,371	31,113
其他流动资产	19,377	23,360	25,834	27,540	6.6	27,666	0.5	28,838	31,607	34,771
流动资产总额	42,117	53,427	53,502	53,086	-0.8	51,446	-3.1	54,562	59,979	65,884
有形固定资产净值	8,601	11,065	14,700	19,959	35.8	23,250	16.5	26,523	28,766	29,963
无形固定资产净值	4,595	6,267	7,231	7,923	9.6	9,487	19.7	9,211	8,906	8,581
投资/其他资产	4,474	5,402	6,818	8,504	24.7	9,465	11.3	10,212	10,620	10,805
总资产	59,786	76,162	82,252	89,472	8.8	93,648	4.7	100,508	108,270	115,233
应付账款和其他短期负债	33,973	39,493	42,214	46,648	10.5	48,239	3.4	51,995	57,314	62,759
短期债务	1,666	1,752	1,200	5,009	317.34	8,417	68.02	11,705	13,799	14,504
流动负债总额	35,638	41,245	43,414	51,657	19.0	56,656	9.7	63,700	71,113	77,263
长期债务	0	4,465	8,540	8,540	0.0	8,540	0.0	8,594	8,594	8,594
其它长期负债	1,118	1,339	1,595	1,595	0.0	1,595	0.0	1,595	1,595	1,595
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	36,756	47,050	53,549	61,792	15.4	66,790	8.1	73,888	81,301	87,452
普通股股东权益	22,328	28,459	28,369	27,266	-3.9	26,461	-3.0	26,227	26,569	27,364
少数股东权益	702	652	334	414	24.1	397	-4.0	393	400	417
负债和权益总计	59,786	76,162	82,252	89,472	8.8	93,648	4.7	100,508	108,270	115,233
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>										
净利润(支付优先股股息前)	4,821	2,676	372	(1,227)	-	(806)	34.3	(234)	343	829
折旧和摊销	972	1,418	1,616	1,881	16.4	2,384	26.7	2,056	2,204	2,283
营运资本变动净值	(1,026)	(1,450)	(542)	(2,728)	NM	(1,466)	46.3	(2,584)	(2,549)	(2,282)
其他营业性现金流	1,821	2,655	793	5,284	NM	3,078	-41.7	5,515	5,582	5,108
经营性现金流	6,589	5,299	2,238	3,210	43.4	3,191	-0.6	4,754	5,580	5,938
有形资本支出	(6,094)	(6,012)	(4,761)	(8,065)	-69.4	(7,200)	10.7	(5,000)	(4,050)	(3,040)
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	103	(124)	(5,287)	(1,204)	-	(980)	-	(785)	(485)	(285)
投资性现金流	(5,990)	(6,136)	(10,048)	(9,269)	7.8	(8,180)	11.7	(5,785)	(4,535)	(3,325)
已付股息	(700)	(1,049)	(369)	0	100.0	0	-	0	0	(34)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(34)	(1,999)	(934)	37	-	(184)	-	(313)	(492)	(542)
债务及优先股变化	1,413	11,215	4,177	3,899	-6.65	3,407	-12.62	3,288	2,095	705
融资性现金流	679	8,167	2,874	3,936	36.9	3,224	-18.1	2,975	1,602	128
现金流量中现金的增加(减少)	1,277	7,330	(4,936)	(2,123)	57.0	(1,765)	16.8	1,944	2,647	2,741
外汇/非现金项目	2,111	(3)	2,537	0	-100.0	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	3,388	7,327	(2,399)	(2,123)	11.5	(1,765)	16.8	1,944	2,647	2,741

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。

## 苏宁云商 (002024.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)	17.2	21.5	NM	NM	NM	NM	NM	69.9
市盈率 (UBS, 稀释后)	17.2	21.5	NM	(47.3)	(72.0)	NM	NM	69.9
股价/每股现金收益	14.3	14.0	28.9	NM	36.7	31.8	22.8	18.6
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	0.6	(1.3)	(4.4)	(8.4)	(6.9)	(0.4)	2.6	5.0
净股息收益率(%)	1.3	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
市净率	3.7	2.0	2.0	2.1	2.2	2.2	2.2	2.1
企业价值/营业收入(核心)	0.7	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	9.0	8.0	18.1	90.8	26.7	18.7	12.5	10.0
企业价值/息税前利润(核心)	10.4	11.7	NM	NM	NM	NM	NM	23.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	12.6	22.7	NM	NM	NM	NM	NM	NM
企业价值/运营投入资本	NM	NM	5.9	3.4	2.8	2.3	2.3	2.4
<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	83,117	56,393	57,228	57,957	57,957	57,957	57,957	57,957
净债务 (现金)	(20,501)	(20,054)	(22,462)	(20,889)	(14,917)	(14,917)	(14,917)	(14,917)
少数股东权益	702	652	334	414	397	393	400	417
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>63,318</b>	<b>36,991</b>	<b>35,100</b>	<b>37,482</b>	<b>43,437</b>	<b>43,432</b>	<b>43,439</b>	<b>43,456</b>
非核心资产	(1,241)	(1,846)	(3,390)	(3,390)	(3,390)	(3,390)	(3,390)	(3,390)
<b>核心企业价值</b>	<b>62,077</b>	<b>35,146</b>	<b>31,710</b>	<b>34,092</b>	<b>40,047</b>	<b>40,042</b>	<b>40,049</b>	<b>40,066</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	24.3	4.8	7.1	-4.3	3.7	9.3	11.6	10.7
息税折旧摊销前利润(UBS)	22.5	-36.3	-60.3	-78.6	NM	42.5	49.4	24.7
息税前利润(UBS)	16.0	-49.7	-95.4	-	41.4	-	NM	71.7
每股收益(UBS 稀释后)	20.2	-46.0	-86.5	-	34.3	71.0	-	141.9
每股股息净值	50.0	-65.8	-	-	-	-	-	141.9
<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	18.9	17.8	15.2	14.3	13.8	13.6	13.4	13.3
息税折旧摊销前利润率	7.4	4.5	1.7	0.4	1.4	1.9	2.5	2.8
息税前利润率	6.3	3.0	0.1	-1.5	-0.8	0.1	0.8	1.2
净利 (UBS) 率	5.1	2.7	0.4	NM	NM	NM	0.3	0.6
ROIC (EBIT)	<-500	145.1	2.6	(15.2)	(6.1)	0.5	5.6	10.0
税后投资资本回报率	NM	NM	1.6	NM	NM	0.5	4.2	7.5
净股东权益回报率(UBS)	23.7	10.5	1.3	(4.4)	(3.0)	(0.9)	1.3	3.1
<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	(3.0)	(5.4)	(10.2)	(31.7)	(4.5)	(2.5)	(1.9)	(2.0)
净债务/总权益 %	(91.5)	(81.9)	(62.5)	(43.0)	(25.1)	(20.2)	(22.0)	(28.7)
净债务/(净债务 + 总权益) %	NM	NM	NM	(75.5)	(33.5)	(25.4)	(28.3)	(40.3)
净债务/企业价值	(33.9)	(67.9)	(56.5)	(34.9)	(16.8)	(13.5)	(14.8)	(19.9)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	183.7	133.1
资本支出/营业收入(%)	6.5	6.1	4.5	8.0	6.9	4.4	3.2	2.2
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	41.2	NM	0.2	2.0	3.1
股息保障倍数 (UBS)	4.6	7.2	-	-	-	-	10.0	10.0
股息支付率 (UBS) %	21.8	13.8	-	-	-	-	10.0	10.0
<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	93,889	98,357	105,292	100,816	104,590	114,309	127,546	141,254
<b>总计</b>	<b>93,889</b>	<b>98,357</b>	<b>105,292</b>	<b>100,816</b>	<b>104,590</b>	<b>114,309</b>	<b>127,546</b>	<b>141,254</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	5,958	2,998	138	(1,506)	(882)	84	993	1,705
<b>总计</b>	<b>5,958</b>	<b>2,998</b>	<b>138</b>	<b>(1,506)</b>	<b>(882)</b>	<b>84</b>	<b>993</b>	<b>1,705</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	+7.0%
预测股息收益率	0.0%
预测股票回报率	+7.0%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	-2.2%

---

## 风险声明

宏观经济风险：住宅房地产销量大幅下滑，居民消费能力下降；

行业风险：竞争环境恶化，竞争对手为扩大市场份额采取长期低价策略；

公司风险：战略布局方向失误，未及时调整门店及网购布局。



## 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

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。	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%
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 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：廖欣宇；胡昀昀。

### 涉及报告中提及的公司的披露

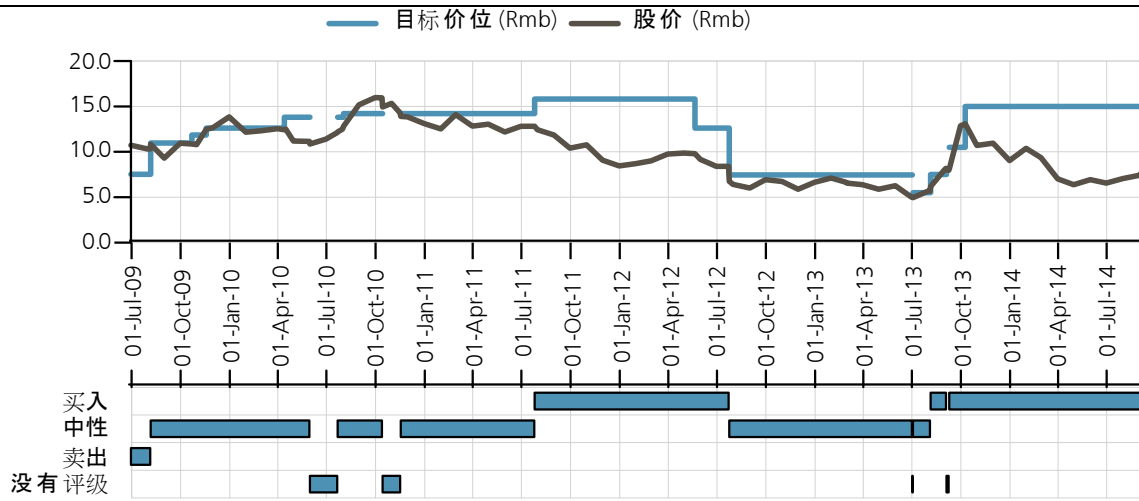
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
苏宁云商	002024.SZ	买入	不适用	Rmb7.68	2014 年 09 月 04 日

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。

### 苏宁云商 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 9 月 4 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(或部分)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受的损失(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。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

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) 条的规定，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。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**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。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，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. 向专业投资者分发（除非另有许可）。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：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management 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。**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。

