

豫园商城

盈利应已见底，整合转型打开长期成长空间

黄金珠宝业务有望见底回升

由于金价同比下降以及投资性黄金销量大幅萎缩，公司上半年黄金业务营收下降26%，净利润同比下降37%。在目前这个时点，我们认为盈利有望触底回升，主要是由于：1) 金价同比降幅收窄、消费性销量回升有助于收入增速改善（估计黄金周销售增速20%以上）；2) 三季度金价下行将使得套保类（黄金租赁和T+D空仓）收益转正。同时，在中长期我们看好公司的黄金珠宝业务整合带来的品牌和设计的改善，这将使得公司在进一步扩张规模的同时提升议价能力。

商旅文模式本地、外地皆有看点

借鉴香港迪士尼以及世博会的经验，我们认为豫园商圈作为上海市区内唯一具备传统文化内涵的“地标式”商圈，依托于商业、旅游、文化联动发展的独特模式，将受益于2015年底迪士尼开园带来的上海游客数增长。同时，我们预计公司在沈阳建设的“豫珑城”将于2015年8月正式运营，实现公司商旅文模式的外延扩张，也将有助于公司黄金珠宝业务在东北市场的积极拓展。

大股东增持体现对公司转型提升的信心

公司大股东复星集团从2013年开始持续增持，截止H114，累计增持股份达14.9%。公司是复星旗下唯一具备控股权的商旅零售类上市公司，我们认为大股东凭借丰富的资源以及资本运作经验，将为公司进一步的业务优化整合以及外延成长提供有力的支持，旗下其他商旅类品牌资产也提供了协同合作的可能性。

估值：维持“买入”评级，目标价10.8元

我们看好公司黄金业务的整合转型提升议价能力，将中期毛利率预测从9%上调至10.6%，相应上调目标价至10.8元（原10元）。我们的目标价基于瑞银VCAM工具进行现金流贴现推导（WACC=8.4%）得出。

Equities

中国

专营零售业

12个月评级 **买入**
 保持不变

12个月目标价 **Rmb10.80**
 之前: Rmb10.00

股价 **Rmb9.01**
路透代码: 600655.SS **彭博代码** 600655 CH

交易数据和主要指标

52周股价波动范围 Rmb9.33-6.90

市值 Rmb13.0十亿/US\$2.11十亿

已发行股本 1,437百万 (ORDA)

流通股比例 100%

日均成交量(千股) 10,454

日均成交额(Rmb百万) Rmb87.4

普通股股东权益(12/14E) Rmb7.14十亿

市净率(12/14E) 1.8x

净债务/EBITDA NM

每股收益(UBS稀释后)(Rmb)

	UBS	市场预测
12/14E	0.61	0.65
12/15E	0.67	0.73
12/16E	0.73	0.74

胡昀昀, CFA

分析师

S1460513010001

yunyun.hu@ubssecurities.com

+86-213-866 8964

廖欣宇

分析师

S1460512120001

xinyu.liao@ubssecurities.com

+86-213-866 8907

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	16,604	20,298	22,523	20,601	22,165	23,938	25,872	27,964
息税前利润(UBS)	717	561	568	902	1,075	1,193	1,297	1,410
净利润(UBS)	855	968	981	870	956	1,056	1,168	1,279
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	0.59	0.67	0.68	0.61	0.67	0.73	0.81	0.89
每股股息 (Rmb)	0.07	0.20	0.21	0.18	0.20	0.22	0.24	0.27
现金/(净债务)	(2,649)	(467)	(43)	178	237	559	1,374	2,000
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(%)	4.3	2.8	2.5	4.4	4.9	5.0	5.0	5.0
ROIC (EBIT) (%)	20.1	14.6	17.8	25.3	26.2	25.4	26.0	27.0
EV/EBITDA(core)x	18.0	15.2	13.9	10.1	8.2	7.3	6.7	6.3
市盈率(UBS, 稀释后) (x)	19.1	11.8	11.3	14.9	13.5	12.3	11.1	10.1
权益自由现金流(UBS) 收益率%	(7.1)	13.5	(27.5)	2.4	1.1	3.3	7.9	6.4
净股息收益率(%)	0.6	2.6	2.7	2.0	2.2	2.4	2.7	3.0

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10月21日21时26分的股价(Rmb9.01)得出。

投资主题

豫园商城

投资理由

公司地处上海中心商业区，具有独特的区域优势。经过近年来的调整升级，豫园内商圈的业态结构环境、交通可达性发生了显著性改善，对市内外、国内外游客的吸引增强，我们预计盈利能力将得到提升。

2009 年以来务工阶层收入明显改善，4-6 线城市消费加速增长，“老庙”、“亚一”品牌主流受众的消费力水平、对黄金饰品等传统投资保值类奢侈品的需求有望明显上升。我们认为，豫园金饰品作为信誉良好、网点分布广泛的传统品牌将显著受益务工阶层及中小城市的消费力升级趋势。

我们 2014/15/16 年每股盈利预测为 0.61/0.67/0.73 元，与市场一致预期基本持平。我们基于瑞银 VCAM 工具，通过现金流贴现得到目标价 10.8 元（WACC8.4%），对应 2014/15/16 年市盈率分别为 18/16/15 倍。评级“买入”。

乐观情景

我们基准情景假设 2014/15 年黄金珠宝业务毛利率分别为 7.1%/7.2%（考虑套保效应），收入增长分别为 8%/8%。如果黄金珠宝业务毛利率上升至 8.3%/8.4%，收入增速达到 0%/16%，则我们估算，2014/15 年每股盈利上升为 0.74/0.84 元，得到乐观情景下每股估值 13.4 元。

悲观情景

如果黄金珠宝业务收入增长不及我们预期，且毛利率承压，2014/15 年毛利率为 5.9%/6.0%，收入增速仅为 -16%/0%，则我们估算，2014/15 年每股盈利下降为 0.48/0.53 元，得到悲观情景下每股估值 8.3 元。

近期催化剂

我们认为公司的催化剂有：1）沈阳“豫珑城”招商情况或超出预期；2）国际金价持续上涨/下跌；3）公司黄金业务盈利有望反弹。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb10.80

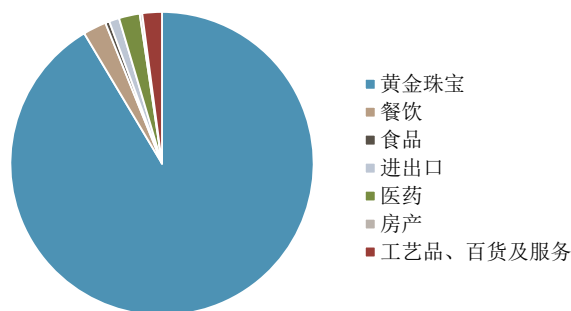
公司简介

豫园商城地处上海中心商业区，是一家集黄金珠宝、餐饮、医药、工艺品、百货、食品、旅游、房地产、金融和进出口贸易等产业为一体，多元化发展的国内综合性商业集团。公司旗下拥有众多以中国驰名商标、中华老字号、上海市著名商标和百年老店等为核心的产业品牌资源，包括‘老庙黄金’、‘亚一金店’、‘南翔小笼’等。公司投资近 1.7 亿元和山东招金集团等发起设立招金矿业公司，占 26% 股权。

行业展望

我们认为国内黄金消费量主要取决于黄金饰品的购买需求和黄金实物的投资、保值需求。一方面，黄金饰品有婚庆人群的刚性需求保障，随着适婚人数的增加，黄金饰品的销量也会快速增长。另一方面，由于国内投资、保值渠道有限，黄金作为公认的硬通货具有投资需求。

主营收入按业务分布，2013 年



来源: 公司数据

毛利润按业务分布

(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
黄金饰品	871	1,021	1,479	1,598	1,725
进出口	8	6	0	0	0
饮食	334	370	392	411	453
医药	87	90	80	84	92
房产	50	33	3	3	3
食品	39	40	53	59	64
其他	281	323	187	206	197
合计	1,671	1,882	2,194	2,361	2,534

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

黄金珠宝业务有望见底回升

黄金珠宝是公司最重要的业务板块，2013 年贡献了公司 91% 的营收，利润占比达 60% 以上。2013 年上半年黄金价格急跌引发抢金潮，但此后金价持续在低位震荡，阶段性的下行也并未如去年一样刺激销量，H114 中国金饰需求 347 吨，同比下降 22%。由于金价同比下降以及投资性黄金销量（如金条、金币等）同比大幅萎缩，公司上半年黄金业务营收下降 26%；尽管由于产品结构优化毛利率同比提升 3.4 个百分点，但套保类损益（公允价值变动以及投资收益）由去年同期的 5 亿元左右大幅下滑至 -1.4 亿元，使得净利润同比下降 37%。在目前这个时点，我们认为盈利已经见底，并看好中长期的改善空间：1) 金价同比降幅收窄、销量回升有助于收入增速改善；2) 套保类收益转正有望使得盈利触底回升；3) 我们看好公司的黄金珠宝业务整合带来的品牌和设计的改善，这将使得公司在进一步扩张规模的同时提升议价能力。

盈利有望触底回升

- 收入增速拐点将至

我们认为上半年黄金业务收入尽管下滑 26%，但主要是价格同比下滑所致，产品结构也有明显优化，投资性需求萎缩，但消费性金饰品消费仍然稳健。从社会零售消费情况来看，限额以上金银珠宝销售增速已在 8 月由负转正；百家和 50 家大型零售企业销售降幅也从 7 月的 26% 和 23% 显著缩小至 9% 和 8%。

金价十月初跌破 1,200 美元/盎司关口，创下 56 个月以来新低后反弹至 1,246 美元，今年以来同比去年的降幅在不断收窄。我们认为公司三季度黄金业务收入将出现环比改善，预计十月销售在旺盛的黄金周婚庆消费带动下将出现正增长。

- 套保类收益有望增厚盈利

公司上半年盈利大幅下滑的主要原因之一是套保类的收益较去年同期大幅下滑。由于公司使用黄金租赁和黄金 T+D 来减少原材料波动风险以及节约采购资金，上半年金价上行使得这些合约出现损失或者负向的公允价值变动。而三季度金价下跌，我们认为黄金租赁以及 T+D 空仓则可能带来正收益，从而增厚盈利。

中长期看好珠宝业务的整合

从中长期来看，我们看好公司的黄金珠宝业务整合带来的品牌和设计的改善，这将使得公司在进一步扩张规模的同时提升议价能力。

公司 2013 年上半年启动了黄金珠宝业务的整合，将旗下“老庙黄金”和“亚一金店”两大品牌合并成立上海豫园黄金珠宝集团有限公司，重新梳理定位以实现差异化发展，并在集团层面统筹管理采购、渠道规划以实现协同效应。2014 年已经体现出初步成果，得益于产品结构改善，毛利率同比上升。我们认为公司将持续提升品牌设计能力，提高品牌知名度，优化渠道管理模式。

提升品牌设计能力。国内金饰品牌与香港及海外品牌的主要差距在于款式更新的速度上，新的集团公司成立后，公司聘请了原周大福设计师，缩小与一

流品牌在设计能力上的差距。公司去年于上海、深圳分别组建了原创设计团队，挖掘老庙“好运文化”和亚一“爱的纪念”理念，老庙推出的“女人花”和“日月星”系列，以及亚一推出的“韩系珠宝”系列上市后均得以畅销。

增加营销投入。2014 年公司聘请孙俪代言“老庙”，全智贤代言“亚一”。全新代言人的形象体现了集团公司对品牌全新的定位，分别体现了“老庙”黄金经典典雅的风格，以及“亚一”定位年轻时尚消费群体的策略。

渠道升级。9 月 29 日老庙黄金 108 周年庆，全新旗舰店开幕，面积超 7,000 平方米，是上海最大规模的本土金店。新的旗舰店扩大展示面积，丰富了展品数量，同时在三楼开设定制专区。公司设专业设计人员提供设计服务，定位中档定制产品设计，可根据顾客要求制作个性化产品。开辟定制服务提升公司服务水平，填补原有个性化产品的空白，定制产品以销定产，不存在存货挤压的问题。

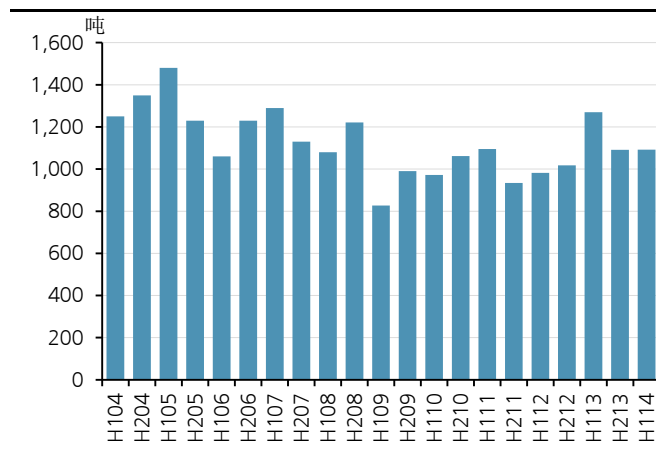
实行平台代理模式，开拓新区域市场。公司开设二级平台代理模式，在一定区域内自设或由规模较大的代理商成立代理平台，承担向下一级经销商发货的职责。平台设立后，规模较小的加盟商在参加公司固定的订货会外，能够增加从二级平台拿货次数，减小资金压力，规避金价下行风险，减轻长途运输中安保压力。公司现有四川和西安两个二级平台，沈阳“豫珑城”开业后也会成为一个新的二级平台。

图表 1: 国际黄金价格



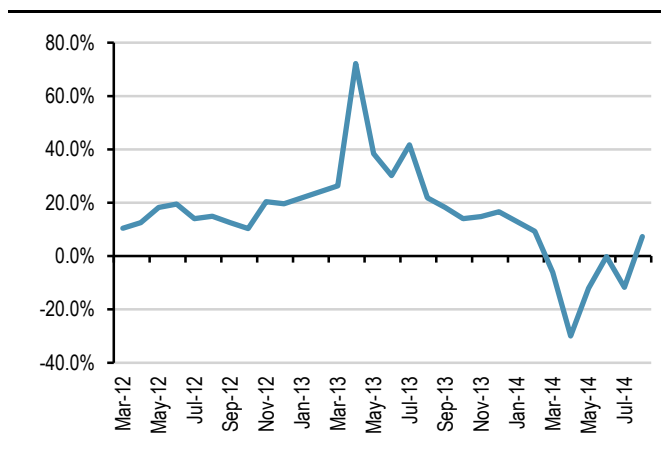
来源: 世界黄金协会

图表 2: 全球金饰需求量



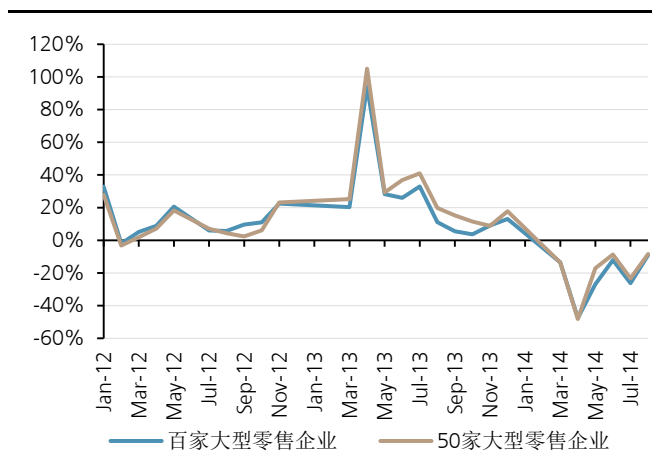
来源: 世界黄金协会

图表 3: 限额以上金银珠宝销售增速



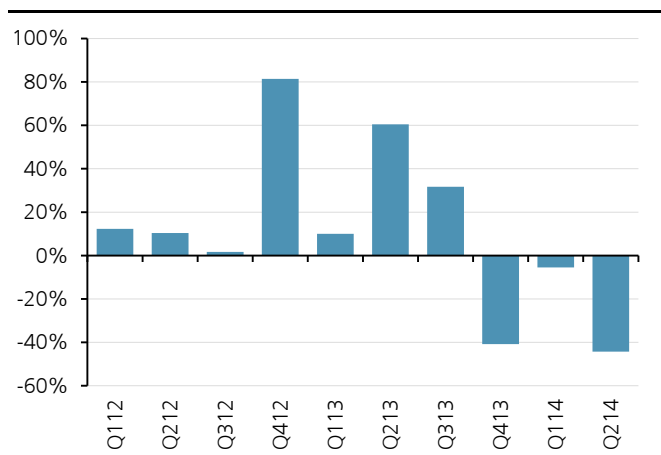
来源: 国家统计局

图表 4: 大型零售企业金银珠宝销售增速



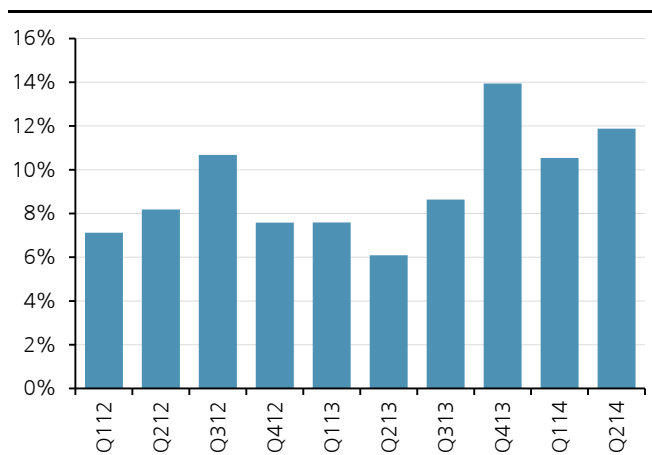
来源: 中华商业信息中心

图表 5: 季度收入增速



来源: 公司数据

图表 6: 季度毛利率



来源: 公司数据

商旅文模式本地、外地皆有看点

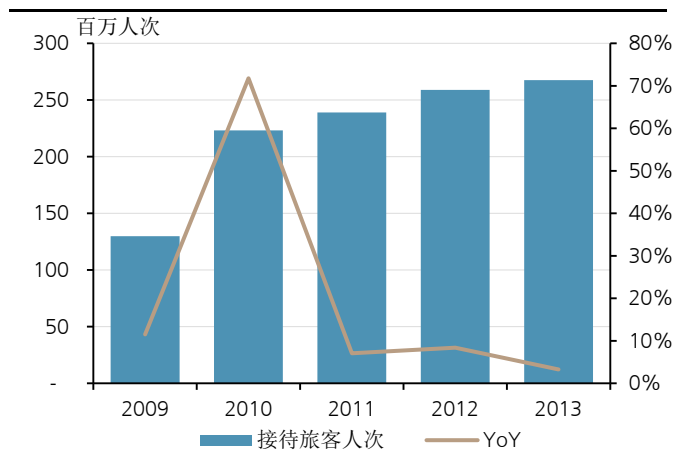
公司依托于上海市区内唯一具备传统文化内涵的“地标式”商圈豫园商城，形成了商业、旅游、文化联动发展的独特经营模式。除了黄金销售，公司同时提供餐饮、中医药和小商品等商旅消费，并突出其独特且悠久的传统文化内涵，拥有 13 个中华老字号、1 个中国名牌、3 个中国驰名商标、15 个上海市著名商标。我们认为基于模式以及区位优势，豫园商圈将受益于上海迪士尼开业带来的旅客红利，同时在外地的复制扩张也将带来中长期新的增长点。

本地商圈受益于迪士尼开业

根据迪士尼公司，上海浦东迪士尼乐园将于 2015 年底开业，一期占地 390 公顷，是香港迪士尼的 3 倍，是东京迪士尼的接近 2 倍。园区设有一座 91 公顷的迪士尼乐园、两座主题酒店、商业零售餐饮等配套设施。根据迪士尼中方股东上海申迪（集团）有限公司预测，上海迪士尼年接纳水平可达近千万人次。根据上海政府估计，园区首年将吸引超过 700 万人次的旅客。借鉴世

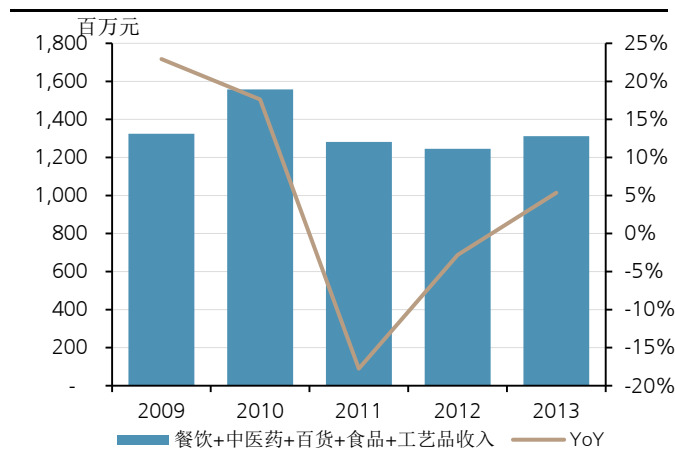
博会以及香港迪斯尼的经验，我们认为豫园商圈作为上海市的著名景点之一，将受益于迪士尼开园带来的上海游客数目增长，但这一效应可能较世博会的影响更为持续和长期。

图表 7: 上海接待游客人次



来源: 上海统计局

图表 8: 餐饮+中医药+百货+食品+工艺品收入



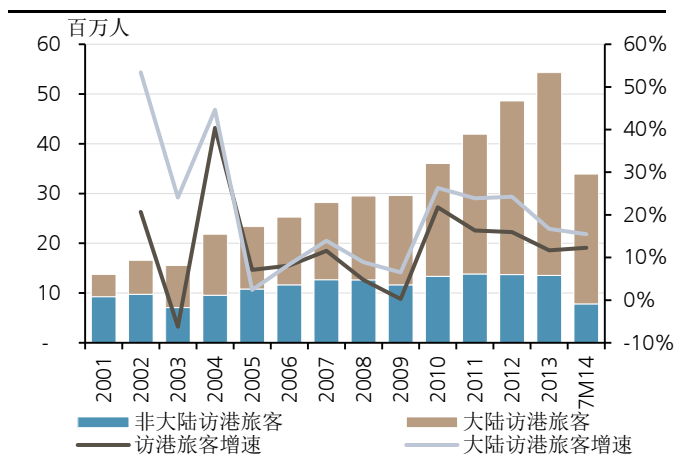
来源: 公司数据

2005年9月，香港迪士尼乐园开业，园区占地面积126公顷，包含7个主题公园，2006年全年园区人流量达到520万人，2013年740万人，06-13年复合增速为5%，拉动当时陷入疲弱的香港旅游业及周边产业的发展。

- **香港迪士尼开业促游客人次增长。**2001-13年访港旅客人数从1,373万人增长至5,430万人，除03年受到SARS影响出现负增长，其余旅客人数均保持正增长。04由于低基数的影响，加上首次对大陆自由行开放城市数由13年的10个增加至32个，同年入港临旅客同比增长40%。香港迪士尼在05年9月开园，10月开始访港人次明显上升，月最低人次在200万以上，06-07年访港人数加速增长。
- **内地游客为消费主力。**香港迪士尼开业后，2006年访港游客中内地游客的占比达到54%，此后内地游客占比不断加大，到2013年底，内地游客占访港游客总数的75%，内地游客成为支撑香港旅游业的重要消费群体。上海迪士尼的开业将为内地消费者提供无需签证、过关等手续的新的旅游目的地。
- **过夜旅客人均消费高于不过夜旅客。**根据香港旅游发展局统计，2013年访港过夜的内地旅客人均消费8,937元，远高于不过夜旅客2,721元，过夜产生的餐饮、住宿及其他旅游项目消费带动当地其他产业的发展。

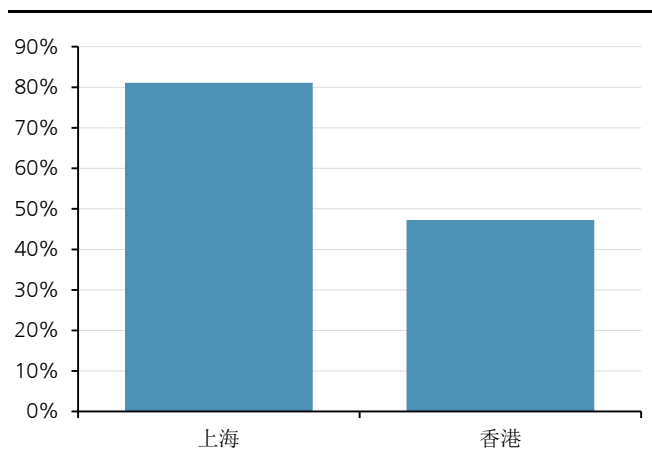
2013年访港旅客过夜人数占比47%，过境访沪旅客过夜人数占比81%，高占比的过夜旅客数意味着旅客可能在上海参观多个景点，各景点间协同效应更强，人均消费也会高于不过夜的旅客。

图表 9: 访港旅客人数 VS 增速



来源: 香港旅游发展局

图表 10: 入境过夜旅客占比 (2013)

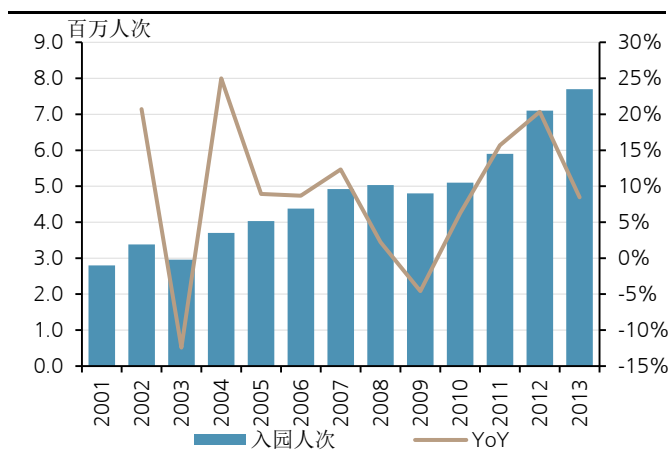


来源: 上海旅游局; 香港旅游发展局

▪ 对其他旅游景点有协同带动作用

香港迪士尼开业曾被认为会分流海洋公园的游客, 实际上由于园区设定的主题不同, 并没有和海洋公园形成直接的竞争关系。2006 财年海洋公园入园人数增速达 9%, 与 2005 年持平, 2007 年入园人数增速加快至 12%。

图表 11: 香港海洋公园接待游客数



来源: 公司数据; 注: 年底为 6 月 30 日

异地复制稳步推进

公司目前正在积极推进沈阳“豫珑城”项目作为豫园商圈的异地复制。作为沈阳市政府支持的重点旅游商业建设项目, “豫珑城”将集黄金珠宝销售、餐饮、百货和工艺品销售以及旅游休闲于一体, 实现公司的品牌输出和文化输出。

2012 年起沈阳“豫珑城”项目动工建设, 项目占地面积 3.2 万平方米, 总建筑面积 17 万平米, 计划总投资 20 亿元, 我们预计将于 2015 年 8 月正式运营。我们认为这将是公司独特商旅文商业地产模式外延扩张的重要举措, 同时也将实现公司黄金珠宝业务对新区域市场的积极拓展。公司有可能在沈阳设立东北的二级代理平台, 联合经销商的力量强化公司“老庙”和“亚一”品牌在东北市场的渠道布局以及品牌影响力。

大股东增持体现信心

公司是上海国企中较早引入民营资本的，上海复星高科技（集团）有限公司 2001-2002 年通过下属上海复星产业投资有限公司受让上海豫园旅游服务公司和上海豫园（集团）有限公司分别持有的 13.25% 和 6.75% 的国家股，成为上市公司第一大股东。2013 年开始通过一系列二级市场交易，累计直接或间接增持 14.9% 的股份即 1.82 亿股，截止 H114 共持有上市公司 29.91% 的股份。公司是复星旗下唯一具备控股权的商旅零售类上市公司，我们认为大股东的持续增持既是对公司资产价值的肯定，也反映了对公司新一轮转型提升的信心。从 2013 年起，公司已经启动了一系列积极的业务整合和创新，如黄金珠宝集团的顺利运作、豫园商圈的整合、餐饮业务的 O2O 尝试等等。我们认为大股东凭借丰富的资源以及资本运作经验，将为公司进一步的业务优化整合以及外延成长提供有力的支持，旗下其他商旅类品牌资产也提供了协同合作的可能性。

图表 12: 上海复星高科技（集团）有限公司直接/间接持股变动

公告日期	增持数量	增持比例	累计持有比例
Jun-14	26,842,790	1.86%	29.91%
Mar-14	43,754,880	3.05%	28.05%
Jul-13	38,219,169	5.00%	25.00%
Jun-13	33,626,460	2.23%	22.23%
Mar-13	39,422,194	2.74%	20.00%
Dec-07	(5,967,545)	-0.98%	17.26%
Jun-06	(8,187,827)	-1.76%	18.24%
Jun-02	31,410,008	6.75%	20.00%
Nov-01	61,661,601	13.25%	13.25%

来源: 公司资料

豫园商城 (600655.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	16,604	20,298	22,523	20,601	-8.5	22,165	7.6	23,938	25,872	27,964
毛利	1,829	1,671	1,882	2,194	16.6	2,361	7.6	2,534	2,746	2,976
息税折旧摊销前利润(UBS)	809	652	681	994	46.0	1,188	19.5	1,330	1,448	1,555
折旧和摊销	(92)	(91)	(113)	(92)	-18.1	(113)	22.9	(136)	(151)	(146)
息税前利润(UBS)	717	561	568	902	58.7	1,075	19.2	1,193	1,297	1,410
联营及投资收益	440	800	855	219	-74.4	221	0.6	223	223	223
其他非营业利润	108	(11)	52	61	16.3	24	-60.4	23	34	21
净利息	(218)	(216)	(207)	(109)	47.3	(140)	-28.6	(137)	(114)	(78)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	1,047	1,135	1,269	1,073	-15.4	1,179	9.9	1,302	1,441	1,577
税项	(141)	(136)	(241)	(161)	33.1	(177)	-9.9	(195)	(216)	(237)
税后利润	906	999	1,028	912	-11.3	1,002	9.9	1,107	1,224	1,341
优先股股息及少数股权	(51)	(31)	(48)	(42)	11.3	(46)	-9.9	(51)	(57)	(62)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	855	968	981	870	-11.3	956	9.9	1,056	1,168	1,279
净利润(UBS)	855	968	981	870	-11.3	956	9.9	1,056	1,168	1,279
税率(%)	13.5	12.0	19.0	15.0	-20.9	15.0	0.0	15.0	15.0	15.0
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)	0.59	0.67	0.68	0.61	-11.3	0.67	9.9	0.73	0.81	0.89
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.59	0.67	0.68	0.61	-11.3	0.67	9.9	0.73	0.81	0.89
每股收益(UBS, 基本)	0.59	0.67	0.68	0.61	-11.3	0.67	9.9	0.73	0.81	0.89
每股股息净值(Rmb)	0.07	0.20	0.21	0.18	-13.5	0.20	9.9	0.22	0.24	0.27
每股账面价值	3.54	4.05	4.57	4.97	8.6	5.45	9.7	5.99	6.58	7.22
平均股数(稀释后)	1,437.32	1,437.32	1,437.32	1,437.32	0.0	1,437.32	0.0	1,437.32	1,437.32	1,437.32
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	1,558	2,059	3,297	3,884	17.8	3,691	-5.0	3,864	3,644	4,294
其他流动资产	6,132	3,959	5,324	4,888	-8.2	5,259	7.6	5,683	5,773	6,238
流动资产总额	7,690	6,018	8,621	8,772	1.7	8,949	2.0	9,547	9,417	10,532
有形固定资产净值	1,033	1,074	991	1,136	14.6	1,308	15.2	1,469	1,513	1,544
无形固定资产净值	72	70	68	365	NM	560	53.6	556	551	546
投资/其他资产	3,464	3,993	4,018	4,009	-0.2	4,028	0.5	4,035	3,994	3,972
总资产	12,259	11,154	13,697	14,281	4.3	14,845	4.0	15,606	15,475	16,594
应付账款和其他短期负债	2,353	1,398	2,355	1,974	-16.2	2,050	3.8	2,139	2,135	2,240
短期债务	2,216	1,245	2,134	1,500	-29.70	1,247	-16.85	1,099	1,564	1,588
流动负债总额	4,569	2,643	4,489	3,474	-22.6	3,297	-5.1	3,238	3,699	3,828
长期债务	1,991	1,281	1,206	2,206	82.9	2,206	0.0	2,206	706	706
其它长期负债	359	875	887	877	-1.1	877	0.0	877	877	877
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	6,918	4,800	6,582	6,557	-0.4	6,380	-2.7	6,321	5,282	5,411
普通股股东权益	5,091	5,828	6,572	7,138	8.6	7,833	9.7	8,603	9,454	10,382
少数股东权益	250	526	544	586	7.8	632	7.9	683	740	802
负债和权益总计	12,259	11,154	13,697	14,281	4.3	14,845	4.0	15,606	15,475	16,594
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)	855	968	981	870	-11.3	956	9.9	1,056	1,168	1,279
折旧和摊销	92	91	113	92	-18.1	113	22.9	136	151	146
营运资本变动净值	1,788	(1,121)	(209)	45	-	406	NM	448	94	374
其他营业性现金流	(3,823)	1,720	(235)	(170)	27.5	(835)	-390.2	(919)	(240)	(818)
经营性现金流	(1,088)	1,658	649	837	28.9	640	-23.5	721	1,173	980
有形资本支出	(68)	(120)	(3,708)	(525)	85.8	(500)	4.8	(300)	(150)	(150)
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	5	256	3,084	(413)	-	(79)	-	23	223	223
投资性现金流	(63)	136	(623)	(938)	-50.5	(579)	38.2	(277)	73	73
已付股息	(72)	(101)	(292)	(302)	-3.4	(261)	13.5	(287)	(317)	(350)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(221)	(2,609)	(361)	291	-	160	-45.10	(137)	(614)	(78)
债务及优先股变化	454	1,377	393	700	77.96	(153)	-	152	(535)	24
融资性现金流	160	(1,333)	(259)	689	-	(254)	-	(272)	(1,466)	(404)
现金流量中现金的增加/(减少)	(991)	462	(233)	588	-	(193)	-	173	(220)	650
外汇/非现金项目	11	39	1,471	(2)	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(980)	501	1,238	587	-52.6	(193)	-	173	(220)	650

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。

豫园商城 (600655.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)	19.1	11.8	11.3	14.9	13.5	12.3	11.1	10.1
市盈率 (UBS, 稀释后)	19.1	11.8	11.3	14.9	13.5	12.3	11.1	10.1
股价/每股现金收益	17.3	10.8	10.2	13.5	12.1	10.9	9.8	9.1
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(7.1)	13.5	(27.5)	2.4	1.1	3.3	7.9	6.4
净股息收益率(%)	0.6	2.6	2.7	2.0	2.2	2.4	2.7	3.0
市净率	3.2	2.0	1.7	1.8	1.7	1.5	1.4	1.2
企业价值/营业收入(核心)	0.9	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	18.0	15.2	13.9	10.1	8.2	7.3	6.7	6.3
企业价值/息税前利润(核心)	20.3	17.6	16.6	11.1	9.1	8.1	7.5	6.9
企业价值/经营性自由现金流(核心)	20.3	NM	26.3	10.6	6.6	5.9	7.0	5.5
企业价值/运营投入资本	4.1	2.6	3.0	2.8	2.4	2.1	1.9	1.9
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	16,360	11,423	11,130	12,950	12,950	12,950	12,950	12,950
净债务 (现金)	1,272	1,743	1,558	255	(68)	(208)	(208)	(208)
少数股东权益	250	526	544	586	632	683	740	802
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	17,882	13,693	13,232	13,791	13,515	13,426	13,482	13,544
非核心资产	(3,301)	(3,807)	(3,780)	(3,780)	(3,780)	(3,780)	(3,780)	(3,780)
核心企业价值	14,580	9,885	9,452	10,011	9,735	9,646	9,702	9,764
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	37.6	22.2	11.0	-8.5	7.6	8.0	8.1	8.1
息税折旧摊销前利润(UBS)	3.9	-19.5	4.5	46.0	19.5	11.9	8.9	7.4
息税前利润(UBS)	7.9	-21.8	1.3	58.7	19.2	11.0	8.7	8.7
每股收益(UBS 稀释后)	27.1	13.2	1.3	-11.3	9.9	10.4	10.6	9.5
每股股息净值	40.0	190.0	3.4	-13.5	9.9	10.4	10.6	9.5
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	11.0	8.2	8.4	10.6	10.7	10.6	10.6	10.6
息税折旧摊销前利润率	4.9	3.2	3.0	4.8	5.4	5.6	5.6	5.6
息税前利润率	4.3	2.8	2.5	4.4	4.9	5.0	5.0	5.0
净利 (UBS) 率	5.1	4.8	4.4	4.2	4.3	4.4	4.5	4.6
ROIC (EBIT)	20.1	14.6	17.8	25.3	26.2	25.4	26.0	27.0
税后投资资本回报率	15.4	8.7	7.4	20.5	21.3	20.8	21.4	22.3
净股东权益回报率(UBS)	17.7	17.7	15.8	12.7	12.8	12.8	12.9	12.9
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	3.3	0.7	0.1	(0.2)	(0.2)	(0.4)	(0.9)	(1.3)
净债务/总权益 %	49.6	7.4	0.6	(2.3)	(2.8)	(6.0)	(13.5)	(17.9)
净债务/ (净债务 + 总权益) %	33.2	6.9	0.6	(2.4)	(2.9)	(6.4)	(15.6)	(21.8)
净债务/企业价值	18.2	4.7	0.5	(1.8)	(2.4)	(5.8)	(14.2)	(20.5)
资本支出 / 折旧 %	73.8	132.1	NM	NM	NM	NM	99.1	103.0
资本支出/营业收入(%)	0.4	0.6	16.5	2.5	2.3	1.3	0.6	0.5
息税前利润/净利息	3.3	2.6	2.7	8.3	7.7	8.7	11.4	18.2
股息保障倍数 (UBS)	8.5	3.3	3.2	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
股息支付率 (UBS) %	11.8	30.1	30.8	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
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	16,604	20,298	22,523	20,601	22,165	23,938	25,872	-
总计	16,604	20,298	22,523	20,601	22,165	23,938	25,872	-
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	717	561	568	902	1,075	1,193	1,297	-
总计	717	561	568	902	1,075	1,193	1,297	-

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	+19.9%
预测股息收益率	2.0%
预测股票回报率	+21.9%
市场回报率假设	9.3%
预测超额回报率	+12.6%

风险声明

我们认为公司面临的主要风险有：1) 黄金价格持续下跌可能影响公司利润水平；2) 如果终端消费持续不振，公司百货、餐饮业务可能受到负面影响；3) 如果房地产行业销售出现全国大范围下滑，导致公司需要降低售价消化库存，可能影响公司房地产业务的盈利能力。

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

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。	47%	34%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	28%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	21%
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 09 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, CFA; 廖 欣宇.

涉及报告中提及的公司的披露

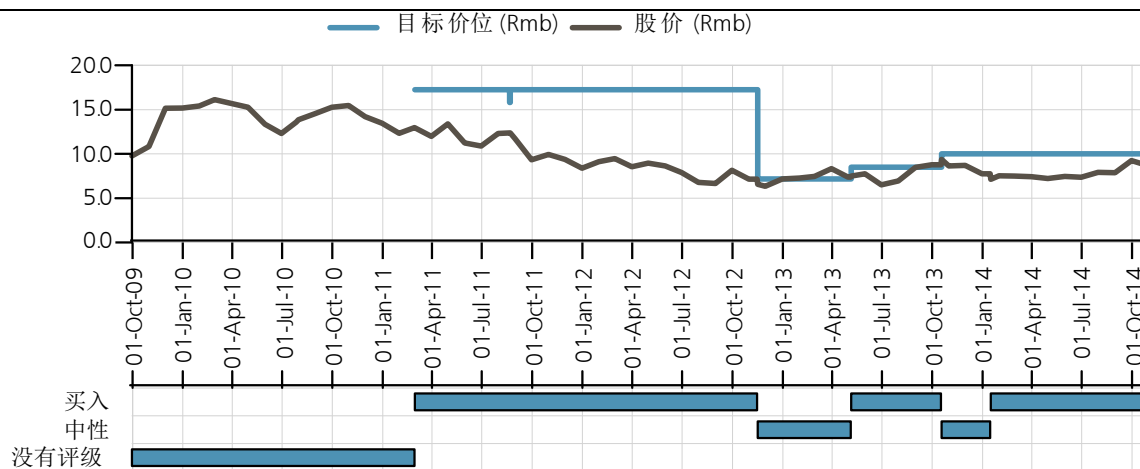
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
豫园商城	600655.SS	买入	不适用	Rmb8.87	2014 年 10 月 20 日

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。

豫园商城 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 10 月 20 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(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。

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。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**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，仅供专业用户使用，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。