

# 双汇发展

## 下调盈利预测和目标价，维持“买入”评级

### 3Q14 业绩低于我们和市场预期，肉制品销量以及吨利润低预期是主要原因

14 年前三季度，公司收入和净利润分别同比增长 2.0% 和 11.6%，其中，三季度单季度收入和净利润分别同比下降 0.7% 和 15.7%，净利率较去年同期下降 1.3 个百分点，低于我们和市场预期。我们认为，肉制品销量低于预期主要是因为公司一些新增技改产能（如郑州 SFD、芜湖、南宁等）由于政府立项和审批缓慢，造成产能投放不足，利润低于预期来自成本环比上涨、固定摊销加大和政府补贴滞后。

### 看好公司销售渠道和产品结构的转型效果

我们预计，15 年上半年，由于猪肉鸡肉价格同比涨幅较大，再加上公司大低温产品投入初期费用相对较大（包括部分固定费用前置、市场投入费用以及冷链费用等），公司盈利压力依然较大。但是，我们更加看好公司未来在产品结构和渠道构建上的转型思路。（1）我们看好公司明后年在大低温产品的转型思路，大低温是肉制品消费升级的趋势。我们预计，公司低温西式海威夷将在明年上半年上市，美式 SFD 产品将在明年三季度上市。（2）公司未来将在巩固原有优势渠道的基础上，依托大低温产品拓展五大类餐饮渠道。

### 下调 2014-16 年盈利预测

我们主要下调了销量预测，以及提高了费用率假设，将 14-16 年 EPS 从 2.30/2.67/3.13 元下调至 1.93/2.12/2.39 元（其中，我们将股权激励费用调整为持续投入费用），其中：1) 预计屠宰量继续平稳增长，14 年达到 1490 万头，14-16 年同比增长 12%/11%/11%；2) 预计肉制品（相比屠宰量）增长较为缓慢，低温肉制品未来增速快于高温肉制品。14 年肉制品总销量达到 173 万吨，14-16 年同比增长 1%/6%/6%；3) 预计原料成本上升，15 年猪肉价格同比涨幅度约为 10% 左右，其中上半年同比涨幅较大（一季度有望达到 25% 左右）。

### 估值：下调目标价至 36 元（原 48 元），维持“买入”评级

目标价基于瑞银 VCAM 现金流贴现模型（WACC 为 7.4%），对应 14/15 年 PE 分别为 19/17x。

### 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

Rmb36.00

之前：Rmb48.00

股价

Rmb28.65

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 Rmb48.99-28.65

市值 Rmb63.0 十亿/US\$10.3 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) 8,528

日均成交额(Rmb 百万) Rmb294.0

普通股股东权益 (12/14E) Rmb15.4 十亿

市净率 (12/14E) 4.1x

净债务 / EBITDA NM

### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	2.30	1.93	-16.15	2.19
12/15E	2.67	2.12	-20.60	2.59
12/16E	3.13	2.39	-23.55	2.99

赵琳

分析师

S1460511020005

lin.zhao@ubssecurities.com

+86-105-832 8186

何淼

分析师

S1460513080001

miao.he@ubssecurities.com

+86-105-832 8478

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	45,682	53,458	60,340	67,612	74,703
息税前利润(UBS)	2,021	3,876	5,099	5,451	6,015	6,807	7,572	8,337
净利润 (UBS)	1,334	2,885	3,858	4,246	4,663	5,263	5,840	6,414
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.61	1.31	1.75	1.93	2.12	2.39	2.65	2.91
每股股息 (Rmb)	0.28	0.68	1.45	1.60	1.75	1.98	2.19	2.41
现金 / (净债务)	1,593	2,774	3,651	4,996	6,156	6,867	7,125	7,543
盈利能力	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	5.6	9.8	11.3	11.9	11.3	11.3	11.2	11.2
ROIC (EBIT) (%)	40.9	57.8	62.9	48.9	53.7	57.7	58.3	57.7
EV/EBITDA(core)x	18.9	10.9	15.0	9.6	8.5	7.5	6.7	6.1
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	60.0	24.0	23.0	14.8	13.5	12.0	10.8	9.8
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	3.6	6.6	2.8	7.4	7.1	6.9	7.0	8.0
净股息收益率(%)	0.8	2.1	3.6	5.6	6.1	6.9	7.7	8.4

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 10 月 27 日 22 时 37 分的股价(Rmb28.65)得出：

[www.ubssecurities.com](http://www.ubssecurities.com)

本报告由瑞银证券有限责任公司编制。特此鸣谢潘嘉怡(erica-poon.werkun@ubs.com)对本报告的编制提供信息。**分析师声明及要求披露的项目从第 13 页开始**。UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此，投资者应注意，本公司可能会对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

2014/10/28 09:06

# 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，特许店模式进一步提升消费者品牌肉粘性，终端溢价能力有望稳步提升，我们预计 15 年屠宰收入和利润增速有望分别达到 25% 和 17%。2) 肉制品方面，我们看好公司在肉制品产品结构上的转型思路，高温产品结构继续优化，中高端产品继续增加规模。未来，公司除了新增与 SFD 合作的美式低温产品以外，还计划进一步开发适合中国餐饮消费的低温产品，产品结构升级仍在继续，盈利能力有望持续提升。

考虑股权激励费用，我们预计 14-16 年 EPS 分别为 1.93/2.12/2.39 元，基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型 (WACC 7.4%) 得出 12 个月为目标价 36 元，对应 14/15 年 PE 为 19 和 17 倍，评级“买入”。

### 乐观情景

如果低温新品增长快于我们基准预期，15 年肉制品销量增速达到 12-15%，且猪价温和上涨，我们估计 15 年 EPS 为 2.25 元，每股估值可能达到 45 元，对应乐观情景下 15 年 PE 为 20 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 0%，且 15 年猪价上涨超预期（15% 以上），我们估算 15 年 EPS 为 1.73 元，公司每股估值可能跌至 23 元，对应悲观情景下 15 年 PE 为 13 倍。

### 近期催化剂

正面催化剂：1) 15 年上半年大低温产品有望推向市场；2) 收购 SFD 后，公司在原材料和生产技术上或有较好的协同效应，3) 15 年生猪价格上涨或低于预期。

大低温产品推向市场后销售若低于预期有可能成为负面催化剂。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb36.00

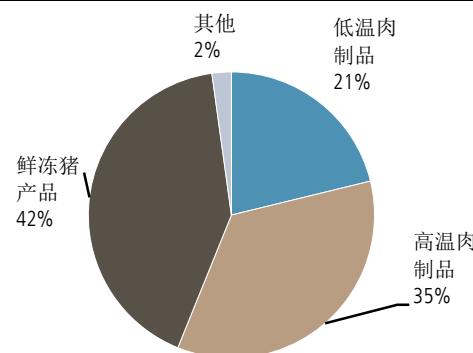
### 公司简介

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。

### 2013 年分业务收入占比



来源：公司数据

### 各类产品毛利

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
低温肉制品	1,873	2,170	2,353	2,874	3,436
高温肉制品	3,324	4,217	4,344	4,682	5,043
鲜冻猪产品	1,628	2,127	2,490	3,149	3,653
其他	317	220	220	220	220
总计	7,141	8,734	9,406	10,925	12,352

来源：公司数据，瑞银证券估算

# 公司前三季度业绩低于预期

14 年前三季度，公司收入和净利润分别同比增长 2.0% 和 11.6%，其中，三季度单季度收入和净利润分别同比下降 0.7% 和 15.7%，净利率较去年同期下降 1.3 个百分点，低于我们和市场预期。分业务来看，三季度，公司屠宰量 355 万头，同比增长 6.2%，我们预计头均利润在 65 元（去年同期 62 元）。肉制品销量同比下降 3.6%（高温下降 3%，低温下降 4%），我们预计吨利润（税前）为 1500 元左右（去年同期 1800 元）。

14 年三季度比 13 年三季度利润下降了 2 亿多元，我们认为主要来自：1) 政府补贴，大概同期减少 1 亿左右；2) 万州国际上市后新增加的股权激励费用，大概在 3000 万，3) 今年从 2 季度开始对部分肉制品产品的工艺进一步优化，提升猪肉类的含量，产品品质，同比增加成本 7500 万左右，4) 养猪业利润比去年略有下降；5) 化工业出口到东南亚利润下降大概 3000 万。

我们认为，肉制品利润低预期是业绩低预期的主要原因，其中：肉制品销量低于预期主要是因为公司一些新增技改产能（如郑州 SFD、芜湖、南宁等）由于政府立项和审批缓慢，造成产能投放不足；肉制品吨利润低于预期主要是因为：（1）整体肉制品原材料环比出现较为明显上涨，除猪肉鸡肉以外，肉制品包材成本也出现上涨。此外，由于公司原料成本占比中，猪肉占比有所提高，导致整体原材料成本上升。这部分影响肉制品吨利润约为 200 元左右；（2）肉制品销量略低导致部分费用前置以及政府补贴不到位，这部分影响吨利润 100 元左右。

根据我们渠道调研，公司在 9 月底对库存进行了调整，目前经销商肉制品库存存在 6-7 万吨左右，我们预计四季度将维持在正常水平。

图表 1: 3Q13 和 3Q14 分业务数据比较

	3Q13	3Q14	9M13	9M14
屠宰头数（万头）	334	355	964	1,122
头均屠宰利润（元）	62	65	63	70
屠宰利润（百万元）	207.3	230.8	605.4	785.4
YOY 变化		11%		30%
肉制品销量（万吨）	47.4	45.7	127.1	128.3
肉制品税前吨利润（元）	1,835	1,500	1,705	1,720
肉制品利润（百万元）	652	514	1,625	1,655
YOY 变化		-21%		2%
其他（如包装、政府补贴等，百万元）	285	220	742	875
净利润（百万元）	1,145	965	2,972	3,316
YOY 变化		-16%		12%

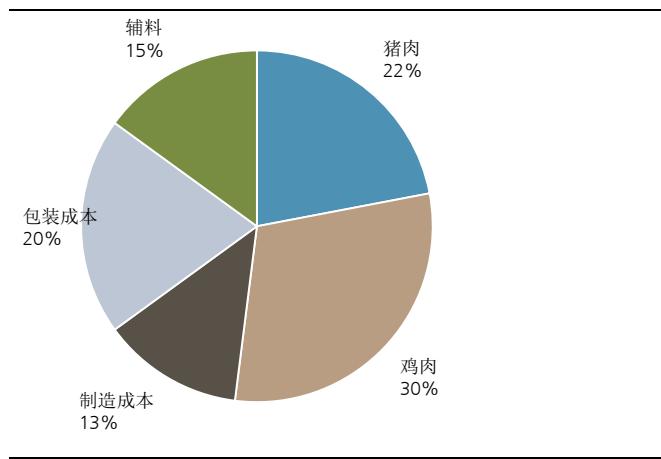
来源:公司数据；瑞银证券估算

# 期待公司销售渠道和产品结构的调整

短期来看，公司 15 年上半年业绩压力较大

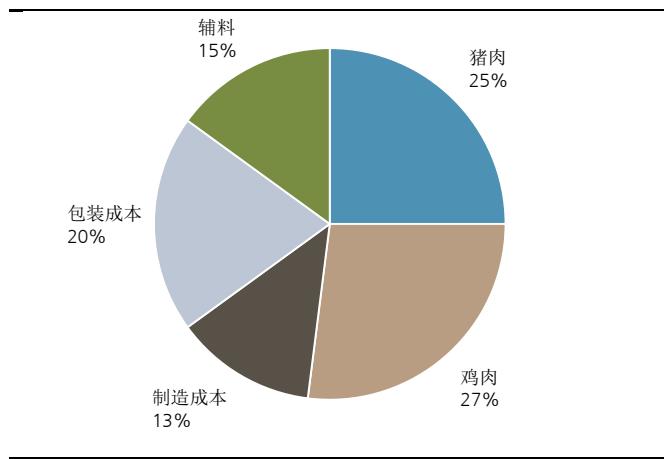
我们认为，15 年上半年双汇整体盈利的压力较大，净利率存在下行风险。我们预计：（1）收入上，增量主要来自于净利率较低的屠宰业务；2）成本上，我们预计，15 年猪肉价格同比上涨幅度约为 10% 左右，其中上半年同比涨幅较大（一季度有望达到 25% 左右）；（3）费用上，公司与 SFD 合作的全新低温产品将上市，预计前期费用（包括工厂固定资产折旧和市场投入）相对较大。

图表 2: 公司肉制品成本构成（2013 年）



来源: 瑞银证券估算

图表 3: 公司肉制品成本构成（2014 年）



来源: 瑞银证券估算

图表 4: 全国生猪价格走势（元/千克）



来源: Wind

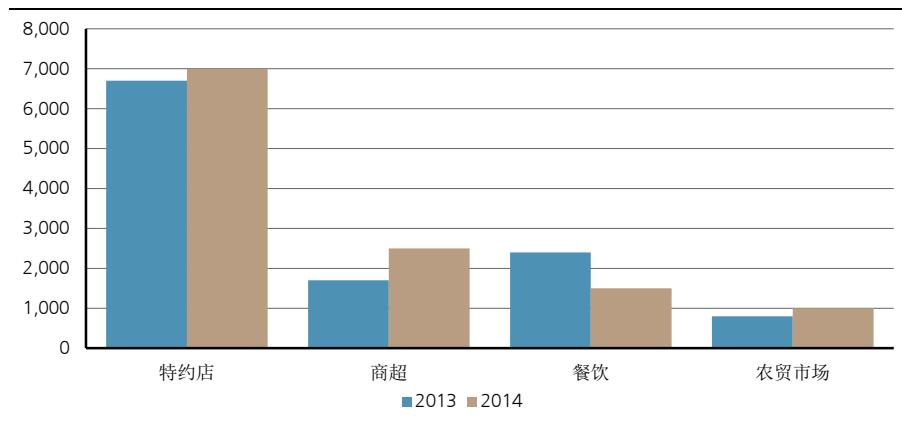
然而，我们仍看好公司长期发展战略

生鲜肉市场，我们认为，双汇通过特许店模式进一步提升消费者品牌肉粘性，终端溢价能力有望稳步提升。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。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。

我们预计，14 年，双汇屠宰终端整体将增加 1-1.2 万个，其中特许店增加 7000 个，占比将进一步提高。特许店模式对屠宰利润受猪价影响弱化可能是一个较为漫长的过程。生猪价格向下过程中，分割肉的溢价能力会更强，但猪价向上过程中，分割肉的量可能会略受一点影响，单位成本的分摊会略有提高。所以，猪价温和上涨导致生猪猪肉剪刀差能够通过特许店模式减弱影响，但如果猪价出现阶段性大幅上涨最终还是会影晌屠宰利润。

图表 5: 公司屠宰新增渠道构成 (个)



来源: 瑞银证券估算。注: 2014 为瑞银证券预测。

肉制品市场，我们看好公司在肉制品产品结构上的转型思路。公司对于肉制品产品结构的调整主要从产品定位、渠道定位和品牌定位出发。**(1) 产品定位:** 高温产品结构继续优化，中高端产品继续增加规模。拓展五大低温产品系列，未来，公司除了新增与 SFD 合作的美式低温产品以外，还会进一步开发适合中国餐饮消费的低温产品，如低温椰果肠、东北大红肠、红烧肉东坡肉等。**(2) 渠道定位:** 巩固原有五大传统优势渠道，包括 KA、传统、专营店等。未来，围绕着未来低温产品增量的定位，公司将主要向类餐饮快速拓展，包括团餐、配餐、酒店、餐饮连锁以及家庭餐饮消费等等。**(3) 品牌定位:** 将目前中高温产品和未来的低温产品重新进行品牌定位。高温产品中，中高档产品以“双汇”品牌出现，中低档产品新增子品牌。低温产品中，西式高档产品以“海威夷”品牌出现，美式中高档产品以“SFD”品牌出现，原有中高档产品以“双汇”品牌出现，中式和中低档产品各新增一个子品牌。

我们认为，公司明年肉制品销量增长主要还是来自于新产品的增长，预计全年肉制品销量较今年增长 10 万吨左右。**(1)** 部分新产品今年已经出现成效。我们预计，低温的椰果香肠和高温的椰香王 14 年整体销量已经达到 2 万吨左右，15 年将接近 5 万吨。西式的三明治方腿以及美式的热狗肠 14 年销量都会接近 8000 吨，15 年超过 1 万吨的概率也相对较大。**(2)** 大低温产品明年将陆续上市。我们预计，中西式结合的海威夷目前已经开始进行销售网点的布局，预计明年年中将上市，全年销量有望突破 1 万吨。与 SFD 合作的美式

低温产品预计在明年 8 月份左右投放市场。公司大低温产品推广初期，由于工厂部分固定费用前置、市场费用前置以及相关冷链物流费用等，盈利水平相对较低。

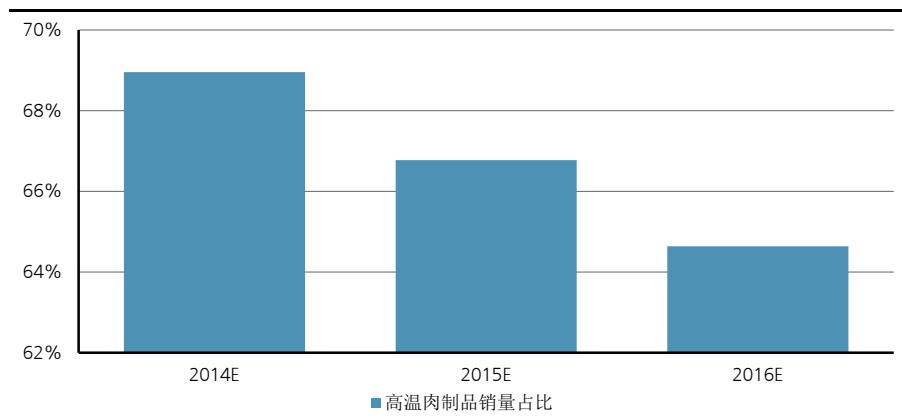
图表 6: 2015 年新品开发计划

产品	推出时间	15 年预计销量
椰果香肠（低温）、椰香王（高温）	14 年	4 万吨左右
三明治方腿、美式热狗肠	14 年	2 万吨
海威夷	15 年中	1 万吨
与 SFD 合作美式低温产品	15 年 8 月	5000 吨
中式火腿烤肠	14 年	2 万吨
合计		10 万吨左右

来源:公司数据，瑞银证券估算

明年上半年肉制品产能陆续释放，我们预计明年新增肉制品产能在 20 万吨左右。我们认为，由于政府立项和审批缓慢，造成三季度产能投放不足。我们预计：（1）公司新增产能中，郑州工厂预计在今年四季度开工，明年上半年完工。西安和上海工厂预计在明年上半年投产。昆明工厂预计在今年四季度投产。（2）技改工程项目预计在年内可以投产。

图表 7: 高温肉制品销量占比



来源: 公司数据，瑞银证券估算

## 盈利预测及目标价变动

我们预计，14-16 年：（1）屠宰量分别为 1490/1660/1840 万头，头均利润分别为 69/68/68 元；（2）肉制品销量分别 173/183/194 万吨，吨均利润分别为 1769/1804/1985 元。

**图表 8: 2014-16 年屠宰和肉制品业务利润预测**

	2014E	2015E	2016E
生猪屠宰利润 (元/头)	69	68	68
屠宰数量 (万头)	1,490	1,660	1,840
肉制品吨均利润 (元)	1,769	1,804	1,985
销量 (万吨)	173	183	194

来源: 瑞银证券估算

我们将 14-16 年 EPS 从 2.30/2.67/3.13 下调至 1.93/2.12/2.39 元, 基于瑞银 VCAM 现现金流贴现模型 (WACC 为 7.4%) 得出目标价 36 元, 对应 14/15 年 PE 分别为 19/17x, 维持“买入”评级。

**图表 9: 盈利预测变动**

人民币 百万元	2014E		2015E		2016E		调整原因
	调整前	调整后	调整前	调整后	调整前	调整后	
收入	52,242	45,682	63,276	53,458	74,543	60,340	
YoY	16.2%	1.6%	21.1%	17.0%	17.8%	12.9%	14 年平均猪价低于预期, 肉制品销量增速下降
屠宰量增长	24.1%	12.0%	20.8%	11.0%	21.4%	11.0%	
肉制品销量增长	11.0%	1.1%	6.8%	5.7%	5.6%	6.0%	政府审批缓慢导致产能投放不足
猪价同比增长	-4.0%	-9.0%	10.0%	10.0%	3.5%	3.5%	14 年平均猪价低于预期
毛利率	20.8%	20.6%	20.4%	20.4%	20.4%	20.5%	
销售费用率	5.4%	5.5%	5.4%	5.9%	5.4%	5.9%	大低温产品推广初期费用增加
管理费用率	2.7%	2.8%	2.7%	3.3%	2.7%	3.3%	大低温产品推广初期费用增加, 万州国际股权激励费用
净利润	5,064	4,246	5,873	4,663	6,885	5,264	
净利率	9.7%	9.3%	9.3%	8.7%	9.2%	8.7%	
EPS	2.30	1.93	2.67	2.12	3.13	2.39	

来源: 瑞银证券估算。注: 调整期 EPS 不包括股权激励费用

图表 10: VCAM table

相对年 财年	+1E 2014E	+2E 2015E	+3E 2016E	+4E 2017E	+5E 2018E	+6E 2019E	+7E 2020E	+8E 2021E	+9E 2022E	+10E 2023E
息税前利润	5,451	6,015	6,807	7,572	8,337	9,130	9,080	8,894	8,559	8,063
折旧及摊销*	724	822	904	1,028	1,175	1,316	1,194	1,032	827	576
资本支出	(1,755)	(1,044)	(1,858)	(2,543)	(2,656)	(2,714)	(2,456)	(2,113)	(1,680)	(1,152)
运营资本变动	58	7	5	6	6	(25)	13	16	19	23
所得税(营运)	(1,165)	(1,277)	(1,449)	(1,615)	(1,780)	(1,826)	(1,816)	(1,779)	(1,712)	(1,613)
其他	(22)	(233)	(206)	(218)	(213)	(226)	(236)	(245)	(251)	(256)
自由现金流	3,291	4,289	4,203	4,231	4,868	5,654	5,779	5,805	5,762	5,641
增长		30.3%	-2.0%	0.7%	15.1%	16.1%	2.2%	0.5%	-0.7%	-2.1%

估值		长期假设值			加权平均资本成本		
明计现金流现值	52,729	相对年	+10E	+15E	+25E	无风险利	4.25%
期末价值(第 20 年) 现值	23,373	销售额增长	8.0%	8.0%	5.0%	权益风险溢价	5.0%
<b>企业价值</b>	<b>76,102</b>	息税前利润率	7.0%	5.0%	2.3%	贝塔系数	0.63
占永续价值百分比	31%	资本支出/销售收入	1.0%	1.0%	1.0%	债务/权益比	0.3%
联营公司及其他	169	投资资本回报率	28.2%	24.7%	13.8%	边际税率	21.2%
-少数股东权益	824					权益成本	7.4%
现金盈余**	3,585					债务成本	5.3%
-债务***	195					<b>WACC</b>	<b>7.4%</b>
<b>权益价值</b>	<b>78,837</b>						
已发行股数 [m]	2,200.6						
<b>每股权益价值 (Rmb/股)</b>	<b>35.80</b>						
权益成本	7.4%						
股息收益率	6.9%						
<b>1年期目标价 (Rmb/股)</b>	<b>36.00</b>						

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	12.3x	11.1x	11.3x
企业价值 / 息税前利润	14.0x	12.7x	12.9x
自由现金流收益率	4.3%	5.6%	5.4%
市盈率(现值)	18.6x	16.9x	17.2x
市盈率(目标)	18.7x	17.0x	17.3x

期末假设值			
VCH(年数)	20		
对应的			
自由现金流增长	1.7%		
回报率增幅	-7.8%		
企业价值 / 息税折旧摊销前利	9.3x		

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

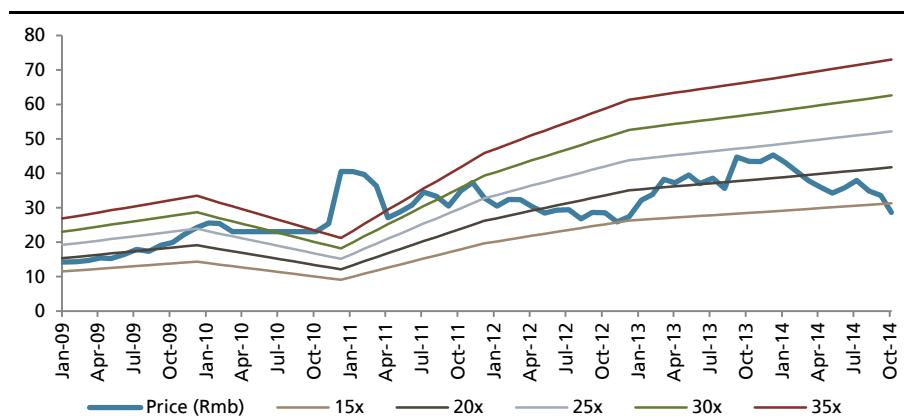
\*\* 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: 瑞银证券估算

双汇 12-14 年 PE 估值一直维持在 15-20 倍区间。近期因为三季度业绩低于预期导致估值水平回落至 15 倍左右, 低于行业平均 (25 倍左右)。我们预计, 随着肉制品销量恢复增长, 双汇的估值水平有望回升。

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 11: PE band



来源: Wind, 瑞银证券估算

图表 12: 食品可比公司估值表

	Bloomberg Code	Mkt cap (US\$ m)	CY PE			P/S 14E	PEG 14E	EV/EBITDA 14E	ROE 14E	Div Yld 14E	P/BV 13
			14E	15E	16E						
<b>乳制品</b>											
光明乳业	600597 CH	3,057	29.8x	21.1x	16.3x	1.0x	0.8x	17.7x	12.9%	1.7%	4.3x
伊利股份*	600887 CH	11,871	17.5x	14.4x	12.5x	1.3x	1.0x	12.9x	23.5%	1.4%	4.3x
贝因美*	002570 CH	2,655	35.3x	27.6x	23.5x	3.3x	1.6x	20.5x	11.3%	1.3%	4.8x
<b>肉制品</b>											
双汇发展*	000895 CH	10,310	14.8x	13.5x	12.0x	1.4x	1.3x	9.6x	28.6%	5.0%	6.2x
<b>调味品</b>											
海天味业*	603288 CH	8,911	26.8x	22.1x	18.5x	6.2x	1.3x	19.6x	31.1%	1.9%	NA
中炬高新*	600872 CH	1,346	29.6x	22.5x	17.1x	3.2x	0.9x	18.6x	12.5%	1.0%	3.0x
加加食品*	002650 CH	949	33.8x	26.3x	20.7x	3.3x	1.2x	20.2x	9.5%	0.9%	2.3x
恒顺醋业	600305 CH	789	50.3x	35.3x	25.5x	3.6x	1.2x	24.6x	9.3%	0.7%	7.5x
<b>软饮料</b>											
承德露露*	000848 CH	1,723	25.0x	20.8x	17.0x	3.4x	1.2x	14.7x	36.8%	1.5%	8.9x
<b>快速食品</b>											
三全食品	002216 CH	1,290	54.0x	41.4x	35.9x	2.0x	2.4x	NA	6.5%	0.4%	4.5x
克明面业	002661 CH	563	33.9x	29.3x	25.4x	2.7x	2.2x	22.0x	12.4%	1.2%	4.8x
双塔食品	002481 CH	1,066	30.0x	20.8x	14.9x	6.3x	0.7x	NA	18.1%	0.0x	3.3x
涪陵榨菜	002507 CH	873	29.1x	25.5x	19.9x	6.8x	1.4x	21.9x	14.7%	0.8%	5.0x
<b>休闲食品</b>											
洽洽食品*	002557 CH	1,098	23.2x	19.2x	16.7x	2.0x	3.8x	15.5x	18.5%	2.9%	4.8x
好想你*	002582 CH	497	39.4x	31.3x	24.8x	2.9x	0.7x	23.8x	5.5%	0.5%	1.8x
行业平均			31.5x	24.7x	20.0x	3.3x	1.5x	18.6x	16.7%	1.5%	4.7x

来源: Bloomberg, 瑞银证券估算, 注: 以上数据为 2014 年 10 月 27 日收盘价。注: \*为瑞银证券估算, 其余采用市场一致预期。

# 双汇发展 (000895.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	35,832	39,705	44,950	45,682	1.6	53,458	17.0	60,340	67,612	74,703
毛利	4,804	7,141	8,734	9,406	7.7	10,925	16.1	12,352	13,812	15,253
<b>息税折旧摊销前利润(UBS)</b>	<b>2,270</b>	<b>4,523</b>	<b>5,739</b>	<b>6,175</b>	<b>7.6</b>	<b>6,837</b>	<b>10.7</b>	<b>7,710</b>	<b>8,600</b>	<b>9,511</b>
折旧和摊销	(249)	(648)	(640)	(724)	13.2	(822)	13.4	(904)	(1,028)	(1,175)
<b>息税前利润(UBS)</b>	<b>2,021</b>	<b>3,876</b>	<b>5,099</b>	<b>5,451</b>	<b>6.9</b>	<b>6,015</b>	<b>10.3</b>	<b>6,807</b>	<b>7,572</b>	<b>8,337</b>
联营及投资收益	23	53	81	81	0.0	131	61.4	131	131	131
其他非营业利润	(146)	(7)	(77)	83	-	(2)	-	(2)	(2)	(2)
净利息	(37)	(10)	44	44	1.3	60	33.8	71	77	81
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>1,860</b>	<b>3,911</b>	<b>5,148</b>	<b>5,660</b>	<b>9.9</b>	<b>6,204</b>	<b>9.6</b>	<b>7,007</b>	<b>7,779</b>	<b>8,547</b>
税项	(395)	(842)	(1,078)	(1,210)	-12.2	(1,317)	-8.9	(1,491)	(1,659)	(1,825)
<b>税后利润</b>	<b>1,465</b>	<b>3,069</b>	<b>4,069</b>	<b>4,450</b>	<b>9.4</b>	<b>4,887</b>	<b>9.8</b>	<b>5,516</b>	<b>6,120</b>	<b>6,722</b>
优先股股息及少数股权	(131)	(184)	(211)	(204)	3.3	(224)	-9.8	(253)	(280)	(308)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>净利润(本地 GAAP)</b>	<b>1,334</b>	<b>2,885</b>	<b>3,858</b>	<b>4,246</b>	<b>10.0</b>	<b>4,663</b>	<b>9.8</b>	<b>5,263</b>	<b>5,840</b>	<b>6,414</b>
<b>净利润(UBS)</b>	<b>1,334</b>	<b>2,885</b>	<b>3,858</b>	<b>4,246</b>	<b>10.0</b>	<b>4,663</b>	<b>9.8</b>	<b>5,263</b>	<b>5,840</b>	<b>6,414</b>
税率(%)	21.2	21.5	21.0	21.4	2.0	21.2	-0.7	21.3	21.3	21.4
<b>每股(Rmb)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
每股收益(UBS 稀释后)	0.61	1.31	1.75	1.93	10.0	2.12	9.8	2.39	2.65	2.91
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.61	1.31	1.75	1.93	10.0	2.12	9.8	2.39	2.65	2.91
每股收益(UBS, 基本)	0.61	1.31	1.75	1.93	10.0	2.12	9.8	2.39	2.65	2.91
每股股息净值(Rmb)	0.28	0.68	1.45	1.60	10.0	1.75	9.8	1.98	2.19	2.41
每股账面价值	7.52	3.25	6.52	7.00	7.4	7.52	7.5	8.16	8.81	9.53
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
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
现金和现金等价物	2,795	4,075	3,846	5,191	35.0	6,351	22.3	7,062	7,320	7,737
其他流动资产	4,252	3,174	5,112	3,902	-23.7	4,558	16.8	5,130	5,740	6,332
<b>流动资产总额</b>	<b>7,047</b>	<b>7,248</b>	<b>8,958</b>	<b>9,093</b>	<b>1.5</b>	<b>10,909</b>	<b>20.0</b>	<b>12,192</b>	<b>13,060</b>	<b>14,070</b>
有形固定资产净值	7,747	7,888	8,531	9,694	13.6	9,962	2.8	10,962	12,522	14,049
无形固定资产净值	825	857	916	872	-4.8	826	-5.3	781	735	689
投资/其他资产	966	702	1,340	722	-46.1	722	0.0	722	722	722
<b>总资产</b>	<b>16,586</b>	<b>16,695</b>	<b>19,746</b>	<b>20,381</b>	<b>3.2</b>	<b>22,419</b>	<b>10.0</b>	<b>24,657</b>	<b>27,039</b>	<b>29,530</b>
应付账款和其他短期负债	5,181	3,380	4,491	3,870	-13.8	4,533	17.1	5,110	5,780	6,378
短期债务	1,153	200	189	189	0.00	189	0.00	189	189	189
<b>流动负债总额</b>	<b>6,334</b>	<b>3,581</b>	<b>4,680</b>	<b>4,059</b>	<b>-13.3</b>	<b>4,721</b>	<b>16.3</b>	<b>5,299</b>	<b>5,969</b>	<b>6,567</b>
长期债务	49	1,100	6	6	0.0	6	0.0	6	6	6
其它长期负债	71	4,045	57	54	-4.7	54	0.0	54	54	54
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>总负债(包括优先股)</b>	<b>6,454</b>	<b>8,726</b>	<b>4,743</b>	<b>4,119</b>	<b>-13.2</b>	<b>4,782</b>	<b>16.1</b>	<b>5,359</b>	<b>6,029</b>	<b>6,627</b>
普通股股东权益	9,111	7,152	14,347	15,402	7.4	16,554	7.5	17,961	19,393	20,978
少数股东权益	1,021	817	656	860	31.1	1,084	26.0	1,337	1,617	1,925
<b>负债和权益总计</b>	<b>16,586</b>	<b>16,695</b>	<b>19,746</b>	<b>20,381</b>	<b>3.2</b>	<b>22,419</b>	<b>10.0</b>	<b>24,657</b>	<b>27,039</b>	<b>29,530</b>
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
净利润(支付优先股股息前)	1,334	2,885	3,858	4,246	10.0	4,663	9.8	5,263	5,840	6,414
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)	53	-	5	-90.6	4	4	4
其他营业性现金流	391	448	416	1,399	235.8	35	-97.5	52	74	98
<b>经营性现金流</b>	<b>2,055</b>	<b>4,527</b>	<b>3,856</b>	<b>6,422</b>	<b>66.5</b>	<b>5,525</b>	<b>-14.0</b>	<b>6,223</b>	<b>6,946</b>	<b>7,690</b>
有形资本支出	(451)	(1,200)	(1,335)	(1,755)	-31.5	(1,044)	40.5	(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)	81	-	131	-	131	131	131
<b>投资性现金流</b>	<b>(1,097)</b>	<b>(1,489)</b>	<b>(1,984)</b>	<b>(1,674)</b>	<b>15.6</b>	<b>(913)</b>	<b>45.5</b>	<b>(1,726)</b>	<b>(2,411)</b>	<b>(2,524)</b>
已付股息	(303)	(333)	(1,485)	(3,191)	-114.8	(3,452)	-8.2	(3,786)	(4,276)	(4,749)
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)	(212)	-297.77	0	-	0	0	0
债务及优先股变化	750	(930)	(494)	0	-	0	-	0	0	0
<b>融资性现金流</b>	<b>111</b>	<b>(902)</b>	<b>(2,032)</b>	<b>(3,403)</b>	<b>-67.4</b>	<b>(3,452)</b>	<b>-1.4</b>	<b>(3,786)</b>	<b>(4,276)</b>	<b>(4,749)</b>
现金流量中现金的增加/(减少)	319	3,066	334	1,345	303.3	1,160	-13.8	711	258	417
外汇/非现金项目	106	(1,787)	(562)	0	-	0	-	0	0	0
<b>资产负债表现金增加/(减少)</b>	<b>425</b>	<b>1,279</b>	<b>(229)</b>	<b>1,345</b>	<b>-</b>	<b>1,160</b>	<b>-13.8</b>	<b>711</b>	<b>258</b>	<b>417</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。

# 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	14.8	13.5	12.0	10.8	9.8
市盈率 (UBS, 稀释后)	60.0	24.0	23.0	14.8	13.5	12.0	10.8	9.8
股价/每股现金收益	50.6	19.6	19.7	12.7	11.5	10.2	9.2	8.3
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	3.6	6.6	2.8	7.4	7.1	6.9	7.0	8.0
净股息收益率(%)	0.8	2.1	3.6	5.6	6.1	6.9	7.7	8.4
市净率	4.8	9.7	6.2	4.1	3.8	3.5	3.3	3.0
企业价值/营业收入(核心)	1.2	1.2	1.9	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	18.9	10.9	15.0	9.6	8.5	7.5	6.7	6.1
企业价值/息税前利润(核心)	21.3	12.7	16.8	10.9	9.7	8.5	7.6	6.9
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	10.9	17.4	11.7	8.8	8.5	8.1	7.2
企业价值/运营投入资本	8.7	7.3	NM	5.3	5.2	4.9	4.4	4.0
<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	63,047	63,047	63,047	63,047	63,047
净债务 (现金)	(1,976)	(2,184)	(3,212)	(4,323)	(5,576)	(6,511)	(6,996)	(6,996)
少数股东权益	1,021	817	656	860	1,084	1,337	1,617	1,925
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>43,135</b>	<b>49,384</b>	<b>86,018</b>	<b>59,583</b>	<b>58,555</b>	<b>57,872</b>	<b>57,668</b>	<b>57,976</b>
非核心资产	(164)	(169)	(169)	(169)	(169)	(169)	(169)	(169)
<b>核心企业价值</b>	<b>42,971</b>	<b>49,215</b>	<b>85,849</b>	<b>59,414</b>	<b>58,386</b>	<b>57,703</b>	<b>57,499</b>	<b>57,807</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	1.6	17.0	12.9	12.1	10.5
息税折旧摊销前利润(UBS)	19.2	99.2	26.9	7.6	10.7	12.8	11.5	10.6
息税前利润(UBS)	18.6	91.8	31.6	6.9	10.3	13.2	11.2	10.1
每股收益(UBS 稀释后)	-36.6	116.3	33.7	10.0	9.8	12.9	10.9	9.8
每股股息净值	10.0	145.5	114.8	10.0	9.8	12.9	10.9	9.8
<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	20.6	20.4	20.5	20.4	20.4
息税折旧摊销前利润率	6.3	11.4	12.8	13.5	12.8	12.8	12.7	12.7
息税前利润率	5.6	9.8	11.3	11.9	11.3	11.3	11.2	11.2
净利 (UBS) 率	3.7	7.3	8.6	9.3	8.7	8.7	8.6	8.6
ROIC (EBIT)	40.9	57.8	62.9	48.9	53.7	57.7	58.3	57.7
税后投资资本回报率	32.2	45.4	49.7	38.5	42.3	45.5	45.9	45.4
净股东权益回报率(UBS)	21.4	35.5	35.9	28.5	29.2	30.5	31.3	31.8
<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	(0.7)	(0.6)	(0.6)	(0.8)	(0.9)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
净债务/总权益 %	(15.7)	(34.8)	(24.3)	(30.7)	(34.9)	(35.6)	(33.9)	(32.9)
净债务/ (净债务 + 总权益) %	(18.7)	(53.4)	(32.2)	(44.3)	(53.6)	(55.2)	(51.3)	(49.1)
净债务/企业价值	(3.7)	(5.6)	(4.3)	(8.4)	(10.5)	(11.9)	(12.4)	(13.0)
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	3.8	2.0	3.1	3.8	3.6
息税前利润/净利息	53.9	NM						
股息保障倍数 (UBS)	2.2	1.9	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
股息支付率 (UBS) %	45.4	51.5	82.7	82.7	82.7	82.7	82.7	82.7
<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	45,682	53,458	60,340	67,612	74,703
<b>总计</b>	<b>35,832</b>	<b>39,705</b>	<b>44,950</b>	<b>45,682</b>	<b>53,458</b>	<b>60,340</b>	<b>67,612</b>	<b>74,703</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	3,876	5,099	5,451	6,015	6,807	7,572	8,337
<b>总计</b>	<b>2,021</b>	<b>3,876</b>	<b>5,099</b>	<b>5,451</b>	<b>6,015</b>	<b>6,807</b>	<b>7,572</b>	<b>8,337</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	+25.7%
预测股息收益率	6.1%
预测股票回报率	+31.8%
市场回报率假设	9.3%
预测超额回报率	+22.5%

## 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

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%	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 <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 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述及内容的限制。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; 何森.

### 涉及报告中提及的公司的披露

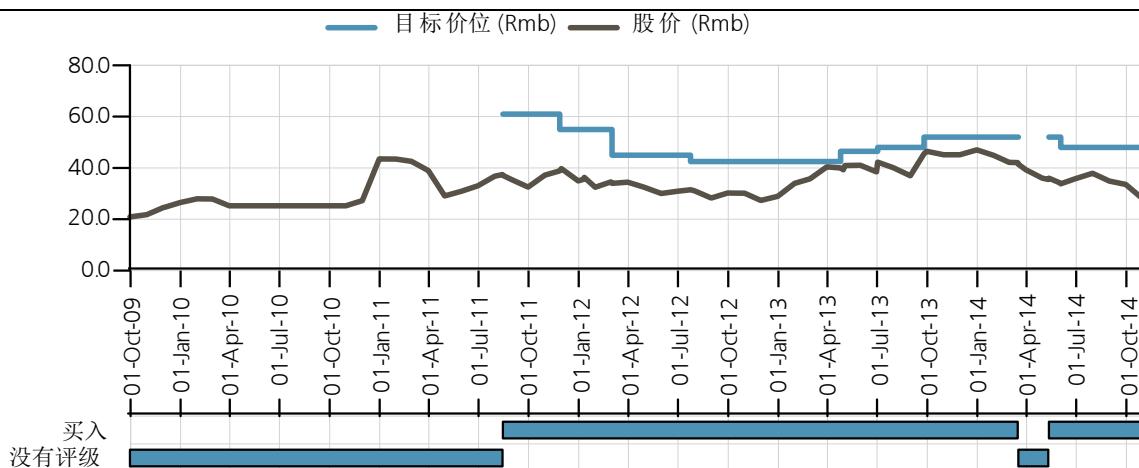
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
双汇发展	000895.SZ	买入 (UR)	不适用	Rmb28.65	2014 年 10 月 27 日

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 10 月 27 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）收回已投资的金额。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。瑞银可能履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 (spolka 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。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 获沙特资本市场监管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、*(v)* 经过书面确认为合格投资者；*(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繫。此文件之接收方声明并保證其为依据證券及期货法(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](http://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。

