

沪港通股票

贵州茅台

未来消费量仍有提升空间 重申“买入”评级

茅台未来消费量仍有提升空间

我们认为，中国高端白酒未来消费个性化趋势会越来越明显，随着家庭和个人消费在高端白酒中的占比不断提高，品牌高端白酒的粘性依然存在，茅台增长模式将从过去的“量价齐升”逐步变为“以量补价”。茅台为了稳定市场价格，宣布15年对于经销商不增加计划。但我们认为，这并不意味着15年飞天茅台销量不增长，考虑到14年新开发的小商计划量将延续到15年，我们预计15年飞天茅台销量同比增长6%，看好其在高端白酒市场的占有率持续提升。

经销权放开推动渠道扁平化进程

我们看好茅台自上而下的渠道扁平化策略：(1)由于外部环境因素，导致茅台批价快速回落，茅台渠道利润空间大幅减少，从而变相淘汰资金实力相对较差，终端运作能力较差的经销商。(2)与13年底招商不同，14年开始茅台放开经销权的主要目的在于拓展小商的数量。小商的作用：一方面加快渠道布点，承接一部分原有公务消费的量，实现进一步扁平化，进一步增加消费者粘性；另一方面，小商不会出现大量倒货，对稳价放量也起到一定帮助。

下调盈利预测，但净利率向下空间并不大

我们将公司14-16年EPS从13.57/14.71/15.93元下调至13.34/13.68/14.33元，主要原因：1)考虑到公司短期为了保价而控量，我们将2015/16年飞天茅台销量增速预测从10%/10%下调为6%/6%；2)随着渠道扁平化的推进，我们上调了14-16年的销售管理费用率假设。通过我们的敏感性分析显示，系列酒比重上升和费用率上升对净利率影响并不大。

估值：维持“买入”评级，下调目标价至205元（原221元）

基于盈利预测下调，我们将目标价下调至205元，目标价基于瑞银VCAM工具(WACC为9.1%)进行现金流贴现推导，对应14/15/16年PE为15/15/14倍。茅台在高端酒中渠道力和市占率持续提升，目前股价对应15年12倍PE，我们认为，股价向下风险不大，向上估值弹性较大，维持“买入”。

Equities

中国

酿酒业

12个月评级 **买入**
 保持不变

12个月目标价 **Rmb205.00**
 之前: Rmb221.00

股价 **Rmb160.05**
路透代码: 600519.SS **彭博代码** 600519.CH

交易数据和主要指标

52周股价波动范围 Rmb167.51-107.96

市值 Rmb183十亿/US\$29.8十亿

已发行股本 1,142百万(ORDA)

流通股比例 43%

日均成交量(千股) 4,237

日均成交额(Rmb百万) Rmb665.5

普通股股东权益(12/14E) Rmb53.3十亿

市净率(12/14E) 3.4x

净债务/EBITDA NM

每股收益(UBS稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测	
12/14E	13.57	13.34	-1.73	13.57
12/15E	14.71	13.68	-6.98	14.88
12/16E	15.93	14.33	-10.07	16.74

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	18,402	26,455	31,071	31,979	33,601	35,671	37,954	40,418
息税前利润(UBS)	11,987	18,416	21,393	21,588	21,816	22,811	23,901	25,044
净利润(UBS)	8,763	13,308	15,137	15,230	15,625	16,364	17,168	17,994
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	7.67	11.65	13.25	13.34	13.68	14.33	15.03	15.76
每股股息(Rmb)	3.63	5.84	3.98	4.67	4.79	5.02	5.26	5.51
现金/(净债务)	18,255	22,062	25,185	29,934	37,980	46,909	56,619	67,084
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(%)	65.1	69.6	68.9	67.5	64.9	63.9	63.0	62.0
ROIC(EBIT)(%)	189.0	180.4	132.8	96.9	80.2	75.5	72.5	70.4
EV/EBITDA(core)x	14.4	11.3	7.0	6.9	6.5	5.9	5.3	4.7
市盈率(UBS,稀释后)(x)	22.0	17.4	11.6	12.0	11.7	11.2	10.6	10.2
权益自由现金流(UBS)收益率%	4.4	3.3	4.1	5.0	7.1	7.7	8.2	8.8
净股息收益率(%)	2.1	2.9	2.6	2.9	3.0	3.1	3.3	3.4

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12月01日18时26分的股价(Rmb160.05)得出。

投资主题

贵州茅台

投资理由

公司是中国白酒行业龙头，我们预计将坚持打造最高端品牌的战略。12 年以来茅台酒价格回落明显，有望开拓政商需求之外的民众消费空间，我们认为茅台基本上已经完成了“去库存-顺价销售-稳价销售”的周期，未来一批价将稳定在 850-900 元区间。茅台在批价 500 元以上的高端酒市场已经形成了一超多强的品牌力，目前茅台在 500 元以上价格带市场占有率（销量）约为 53% 左右，我们预计未来将进一步上升至 16 年的 60%。渠道上，茅台通过经销权逐步放开一方面抢占其他高端白酒的经销商资源，另一方面有望倒推加快渠道扁平化的进程。我们预计公司 2014-16 年 EPS 为 13.34/13.68/14.33 元（一致预期为 13.37/14.61/16.28 元），给予“买入”评级。目标价 205 元是基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型推导，WACC 假设为 9.1%，目标价对应 14/15/16 年 PE 为 15/15/14 倍。

乐观情景

飞天茅台的收入同比增速是影响公司业绩的核心因素。假设 2015 年茅台酒收入同比增速为 15%，我们估算 15 年 EPS 为 14.75，基于瑞银 DCF/VCAM 估值模型，每股估值可能达到 250 元，对应 15 年 17 倍 PE。

悲观情景

假设飞天茅台酒 2015 年收入同比增速仅为 0%，我们估算 15 年 EPS 为 12.9 元，基于瑞银 DCF/VCAM 估值模型，每股估值可能跌至 180 元，对应 15 年 14 倍 PE。

近期催化剂

茅台酒渠道库存已经下降至正常值以下，如果公司一批价格近 1-2 年回升，我们认为将对股价有正面影响。伴随沪港通全面实施，茅台作为龙头公司，有望实现估值提升。我们认为 15 年飞天茅台销量低于预期有可能成为公司负面催化剂。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb205.00

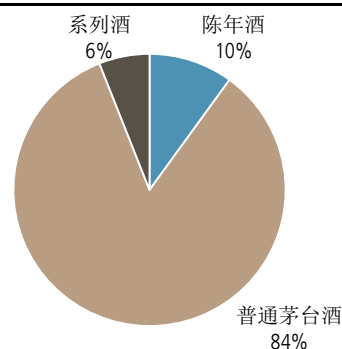
公司简介

贵州茅台酒股份有限公司是国内白酒行业最有名的公司之一，茅台酒被誉为‘国酒’。公司以 53 度茅台酒为主力产品，以 15 年、30 年、50 年陈等为超高端年份酒，还开发了 43 度、38 度和 33 度等低度茅台酒以及其他系列酒以提升市场份额。2013 年，公司的茅台酒产量达 52487 吨。

行业展望

中国白酒行业在经历了持续多年的景气之后，由于价格虚高和供给过剩而进入了去产能和去库存的调整期，我们预计行业将调整 2-3 年，行业趋势可能是高端靠品牌、低端靠电商的局面。公司拥有优秀的品牌形象和口碑，目前价格、品质和销量结构较为合理，龙头地位有望在行业调整期进一步提升。

收入按产品分布，2013 (%)



来源：公司数据

各类产品毛利

亿元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
陈年酒	40	29	19	18	18
普通茅台酒	186	247	272	284	300
系列酒	18	12	5	6	8
其他	0	1	2	2	2
总计	244	289	297	310	327

来源：公司公告；瑞银证券预测

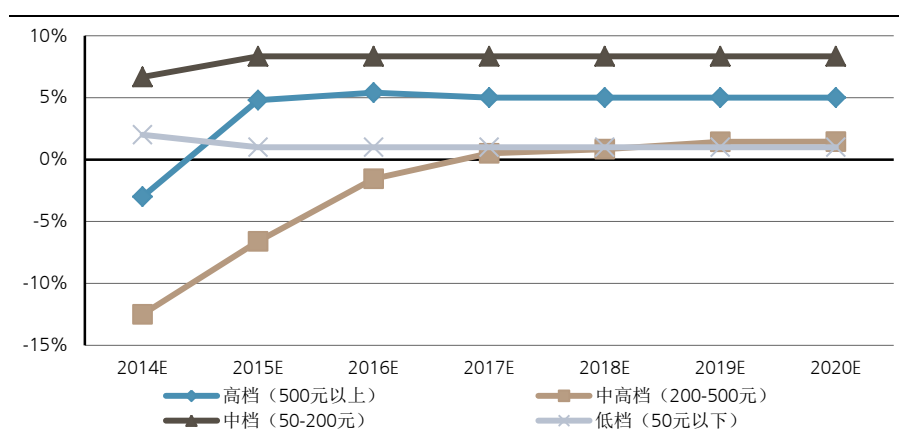
茅台 15 年销量料仍将有增长

白酒行业销量未来或将维持较低增长

我们预计，受益于高档酒的恢复性增长以及中档酒的持续消费升级，15 年行业销量增速有望达到 2%。通过模型测算，我们预计白酒行业销量未来 3-5 年复合增长率为 2-3%左右，增速较之前明显放缓（03-12 年，行业销量 CAGR15%），但增长相对趋于稳定。

我们认为，虽然未来整体白酒销量增长幅度有限，但高档白酒（出厂价每瓶 500 元以上）和中档白酒（出厂价每瓶 50-200 元）依然能够维持增长，其中高档白酒 2015-2020 年销量复合增长率达到 4-5%，中档白酒销量复合增长率达到 7-8%。

图表 1: 2014-18 各价格带销量增速

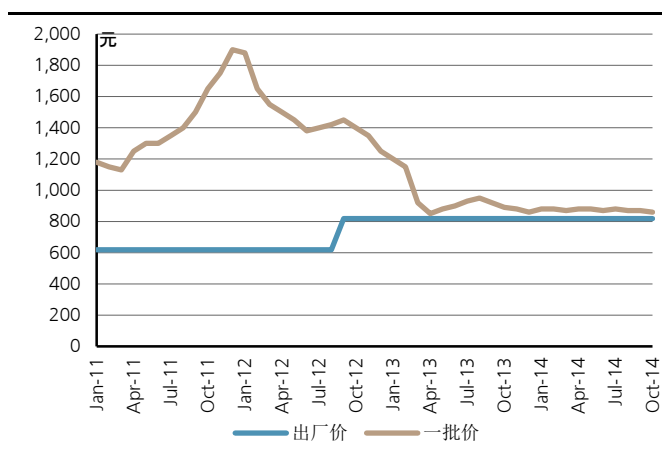


来源: 瑞银证券估算

茅台未来的消费量仍有增长空间

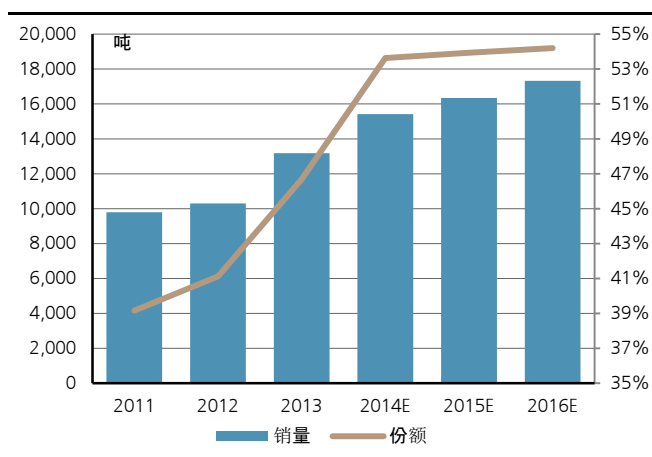
08-12 年，三公消费占比相对较高，高端白酒的消费手段基本上以礼品和餐饮为主，形成了大量的伪高端白酒和消费者终端库存。12 年严控三公消费以后，泡沫最大的次高端白酒消费量出现断崖式下降，品牌高端白酒（茅台、五粮液等）虽然批价出现明显回落，但终端实际消费量下降的幅度并不大，终端消费者对于品牌白酒的性价比认知程度以及品牌白酒的粘性相对较高，大众消费对品牌高端白酒的承接力较强。我们认为，随着未来家庭和个人消费在高端白酒中的占比不断提高，品牌高端白酒的粘性依然存在，茅台的增长模式将从过去的“量价齐升”逐步变为“以量补价”。我们认为，凭借一超多强的品牌力和不断下沉的渠道，飞天茅台未来在高端市场的占有率有望持续提升。

图表 2: 飞天茅台出厂价和一批价走势 (人民币/瓶)



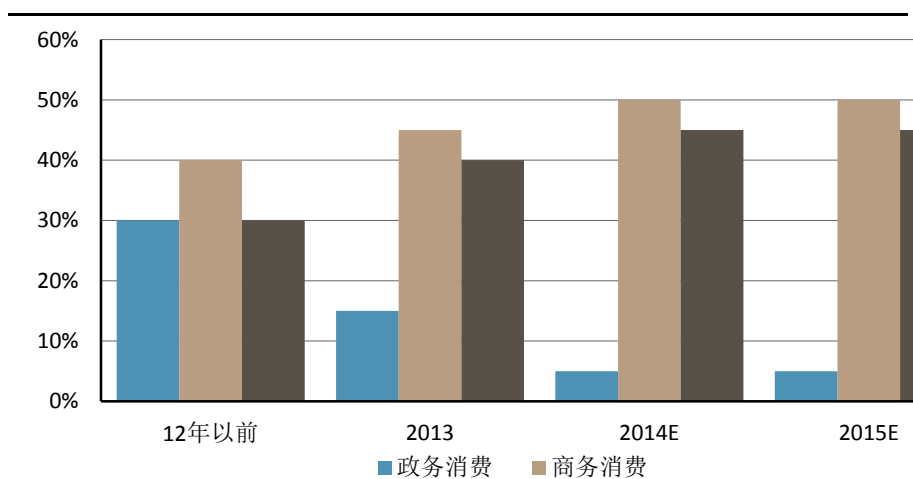
来源: 瑞银证券

图表 3: 飞天茅台销量和在高档白酒市场的销量份额



来源: 瑞银证券估算

图表 4: 白酒终端消费收入占比预测



来源: 瑞银证券估算

我们预计, 飞天茅台消费量最大的四个区域分别为北上广深, 其经销商计划量约占整个经销商体系计划量的 30%左右。

图表 5: 飞天茅台北上广深四大区域经销商计划量占比

地区	2014 经销商计划量 (吨)	占比
北京	1,600	15%
上海	600	5%
广州	500	5%
深圳	600	5%
北上广深合计	3,300	30%
总计	11,000	100%

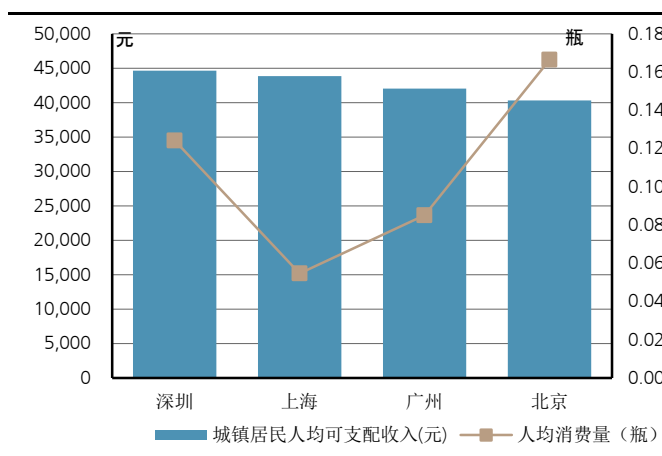
来源: 瑞银证券估算

我们认为, 三公消费占茅台比重基本上已经处于相对较低水平, 目前的实际终端消费量应该能够代表真正的实际需求。高端白酒消费未来将以商务消费和个人消费为主, 与经济发达程度和个人收入的高低有较大的关联性。通过比较北上广深在内的主要酱香型白酒消费区域的人均可支配收入与茅台消

费量的关系，我们发现，北上广深城镇居民人均可支配收入都在 40000 元以上，高于其他地区，人均茅台消费量在 0.05-0.17 瓶，同样远超其他地区。

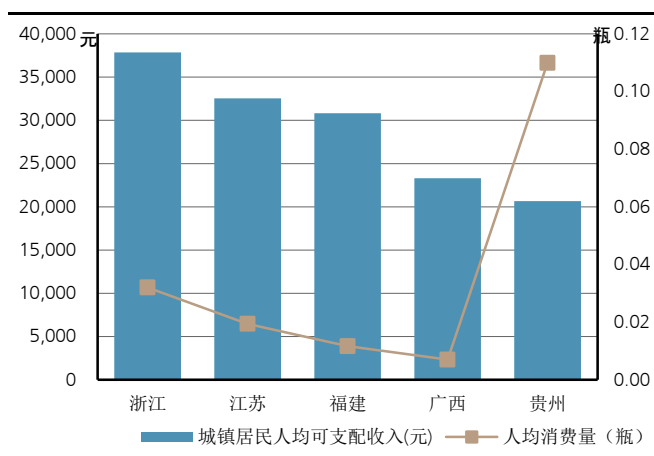
我们认为，飞天茅台的销量未来仍有增长空间，主要来自于：（1）高端白酒个性化消费增加，茅台在一些非酱香型白酒主销区域通过渠道扩张增加消费群体。在一些人均收入较高的区域如浙江、江苏等，人均可支配收入在 30000 元以上，人均茅台消费量仅 0.02-0.03 瓶；（2）传统酱香型白酒消费区域的消费升级。一些人均可支配收入增长较快的地区如贵州、广西等，人均可支配收入不足 30000 元，增速却快于全国平均水平。我们认为，随着这些区域人均可支配收入的增长，飞天茅台的消费量还有一定的增长空间。

图表 6: 主要酱香型白酒消费区域人均可支配收入水平与当地人均茅台消费量比较



来源: CEIC, 瑞银证券估算

图表 7: 潜力消费区域人均可支配收入水平与当地人均茅台消费量比较



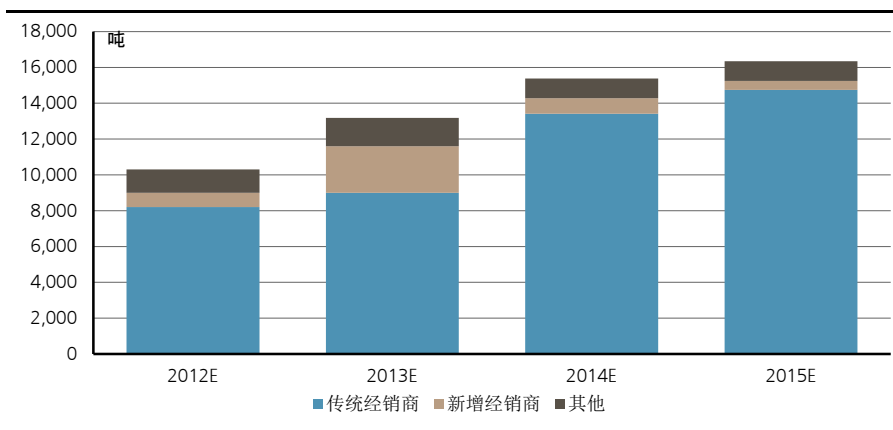
来源: CEIC, 瑞银证券估算

预计茅台 15 年销量增长 6%

茅台在 11 月中旬召开核心经销商大会，未来将严格查处经销商低价窜货的行为，并且宣布，15 年飞天茅台不降价，经销商计划不增加。

我们认为，茅台宣布经销商计划不增加并不意味着 15 年飞天茅台的销量不增长。14 年以“1.5 吨 999 元配 3 吨 819 元”的经销商，将在 15 年获得 3 吨 819 元的计划量，我们预计 15 年飞天茅台销量同比增长 6%。

图表 8: 飞天茅台销量按渠道分拆



来源: 瑞银证券估算

渠道: 扩张经销商广度, 抢占经销商资源

经销权放开变相推动渠道扁平化进程

茅台从 13 年下半年开始进行了经销商体系的扩张。我们预计, 执行完上述政策之后, 茅台经销商和专卖店数量近几年出现平稳上升。12 年估计在 1700 家, 13 年估计增加至 1800 家, 预计 14 年增加至 1950 家左右。

图表 9: 2013 年以来茅台主要渠道政策

时间	渠道相关政策
13 年二季度	打款 30 吨 999, 第二年获配 10-20% 的 819 元计划
14 年 6 月	1.5 吨 999 元配 3 吨 819 元
14 年 8 月	去年 999 元计划外的增配量提高至 40%
14 年 10 月	允许当年完成计划的经销商, 以 999 元打款, 每打款 1 吨, 15 年计划增加 2 吨 819 元计划
14 年 10 月	去年 999 元计划外的增配量提高至 80%

来源: 瑞银证券

我们认为, 一般新品的渠道扁平化过程更应该自下而上推动。在产品推广的初期, 以扁平化的销售模式布局, 打好渠道基础, 通过大量的地推人员实现更强的渠道张力, 获得更长的产品生命周期, 洋河蓝色经典就是典型的自下而上的渠道扁平化布局。

然而, 作为白酒行业品牌力最强的茅台, 只能通过自上而下实现渠道扁平化。(1) 由于外部环境的因素, 导致茅台批价快速回落, 茅台渠道利润空间大幅减少, 从而变相淘汰资金实力相对较差、终端运作能力较差的经销商。(2) 与 13 年底招大商不同, 14 年开始茅台放开经销权的主要目的在于拓展小商的数量。小商的作用: 一方面加快渠道布点, 承接一部分原有公务消费的量, 实现进一步扁平化, 进一步增加消费者粘性; 另一方面, 小商不会出现大量倒货, 对稳价放量也起到一定帮助; (3) 抢占经销商资源, 特别是高档白酒经销商资源。从目前高端白酒经销商渠道利润以及周转率来测算, 茅台经销商渠道的 ROE 相对较高, 扩张经销权的基础存在。

图表 10: 茅台、五粮液、1573 渠道 ROE 水平比较

品牌	茅台	五粮液	1573
出厂价 (元/瓶)	819	568	560
一批价 (元/瓶)	870	540	520
毛利 (元/瓶)	51	-28	-40
毛利率	5.9%	-5.2%	-7.7%
净利率	0.4%	-7.7%	-7.6%
ROE	0.2%	-4.6%	-4.6%

来源: 瑞银证券估算

电商对于茅台的影响并不大，但需要引起公司理念的变化

电商对于茅台的价格有一定压制，但影响不大。双十一电商促销主要是通过茅台这种标品来导流量。虽然茅台与某些电商出现了一定矛盾，但对茅台总体的价格体系不会构成太大影响，双十一期间，经销商的批价稳定在 850-870 元。我们预计，由于酒仙网等电商促销，部分经销商在电商低价买货然后低价抛售，会导致茅台批价阶段性明显回落（可能会接近出厂价），但目前电商平台的价格已经基本回归到正常水平，批价春节前也会有所回升。

图表 11: “双十一”前后各电商渠道茅台价格

渠道	价格 (元/瓶)
酒仙网 (双十一)	659
1919 (双十一)	699
京东 (双十一)	999
苏宁易购 (双十一)	870
酒仙网 (双十一后)	899
1919 (双十一后)	888
经销商一批价	850-870

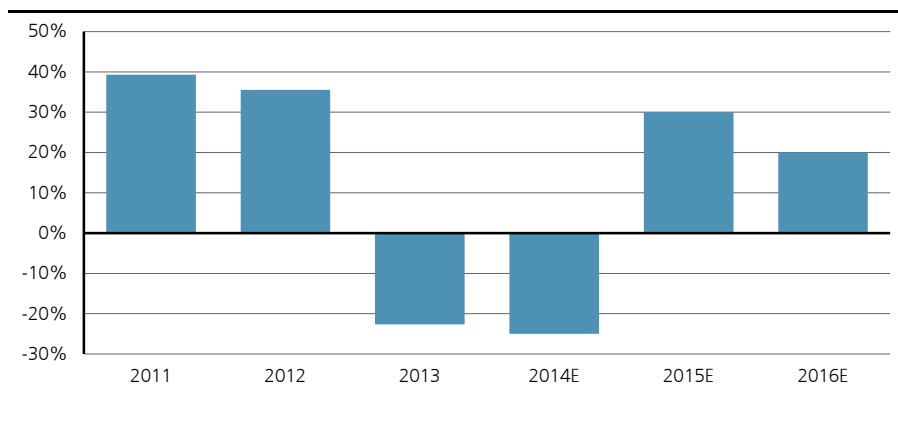
来源: 各电商官方网站

我们认为，对于白酒企业而言，电商渠道占比提高是一个大趋势，但对企业盈利贡献有限。企业短期自己去做的可能性并不大，电商对于企业的盈利影响相对较小，可能会减少一些渠道的灰色费用。更多的我们应该看到，在白酒电商化的过程中，品牌白酒的长尾效应会更加明显。进一步而言，茅台更加应该从 2B 经营思路转变为 2C 思路操作。我们认为，茅台现在招小商的动作更多的是为未来精准 2C 营销或者 O2O 营销做一些前期准备工作。

净利率水平向下弹性不大

我们预计，茅台中低档产品占比会明显提升：（1）茅台未来会将赖茅纳入整体的销售体系，增厚中低档产品的收入；（2）茅台系列酒目前也在进行产品升级以及渠道重构，预计在 15 年将初现成效。

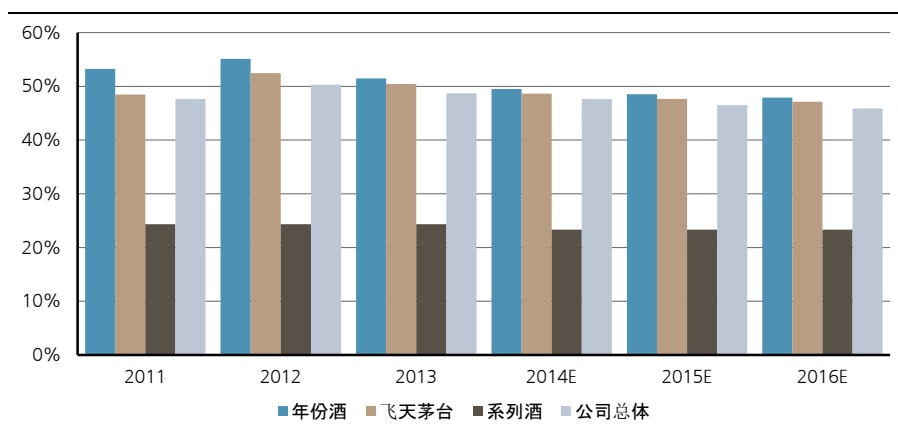
图表 12: 茅台系列酒销量增速



来源: 瑞银证券估算

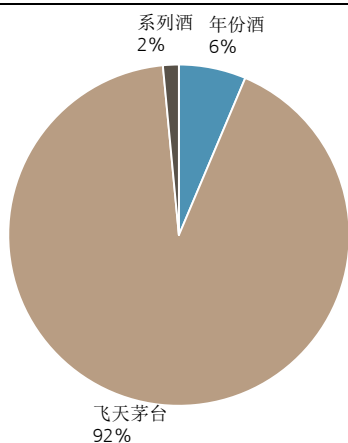
我们简单将茅台的净利率进行拆分, 飞天系列和年份酒系列净利率相对较高。我们预计, 随着中低档产品收入占比提升, 公司整体的净利率会有所下降, 但由于飞天和年份酒对净利润贡献依然较高, 净利率向下的弹性并不大。

图表 13: 茅台各板块净利率水平



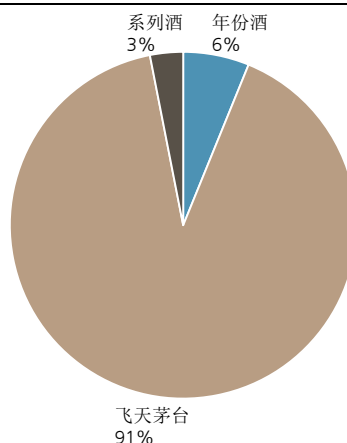
来源: 瑞银证券估算

图表 14: 2014 年茅台各板块净利润占比预测



来源: 瑞银证券估算

图表 15: 2014 年茅台各板块收入占比预测



来源: 瑞银证券估算

我们测算：1) 系列酒比重上升对净利率影响有限。我们预计 15 年系列酒销量增长 30%，如果系列酒销量增速上下浮动 30%（基于我们 15 年预测），对净利率影响 0.3 个百分点；2) 费用上升对净利率的影响也不明显。我们预计 15 年广告促销费和公司经费（工资性支出）占收入百分比分别为 5.1%/5.5%，如果两种费用占比单独变动 1%/1%，对净利率影响 0.7/0.7 个百分点。

图表 16: 15 年产品结构变化对 15 年净利率影响的敏感性分析

		飞天茅台销量增速				
		-5%	0%	6%	9%	12%
系列酒销量增速	-30%	47.0%	47.0%	47.0%	47.0%	47.1%
	0%	46.7%	46.7%	46.8%	46.8%	46.8%
	30%	46.4%	46.4%	46.5%	46.5%	46.6%
	60%	46.1%	46.2%	46.2%	46.3%	46.3%
	100%	45.7%	45.8%	45.9%	45.9%	46.0%

来源: 瑞银证券估算

图表 17: 飞天茅台 15 年销量和单价增速对 15 年净利率影响的敏感性分析

		销量增速				
		-5%	0%	6%	9%	12%
单价增速	-5%	46.2%	46.2%	46.3%	46.3%	46.3%
	-3%	46.3%	46.3%	46.4%	46.4%	46.5%
	-1%	46.4%	46.4%	46.5%	46.5%	46.6%
	1%	46.5%	46.5%	46.6%	46.6%	46.6%
	3%	46.6%	46.6%	46.7%	46.7%	46.7%

来源: 瑞银证券估算

图表 18: 主要费用假设对 15 年净利率影响的敏感性分析

		广告宣传及促销费用占收入百分比				
		3.1%	4.1%	5.1%	6.1%	7.1%
工资性支出占收入百分比	3.5%	49.3%	48.6%	47.9%	47.2%	46.5%
	4.5%	48.6%	47.9%	47.2%	46.5%	45.8%
	5.5%	47.9%	47.2%	46.5%	45.8%	45.0%
	6.5%	47.2%	46.5%	45.8%	45.0%	44.3%
	7.5%	46.5%	45.8%	45.0%	44.3%	43.6%

来源: 瑞银证券估算

盈利预测调整及目标价

考虑到公司短期为了控量保价，我们略下调了销量增速假设，并上调了销售费用率假设，将公司 2014-16 年 EPS 预测从 13.57/14.71/15.93 元下调至 13.34/13.68/14.33 元，并将目标价下调至 205 元，基于瑞银 VCAM 工具（WACC 为 9.1%）进行现金流贴现推导。目标价对应 14/15/16 年 PE 为

15/15/14 倍。茅台在高端酒中渠道力和市占率持续提升，目前股价对应 15 年 12 倍 PE，我们认为，股价向下风险不大，向上估值弹性较大，维持“买入”。

图表 19: 盈利预测调整

贵州茅台	目前预测			之前预测		
	14E	15E	16E	14E	15E	16E
收入（百万元）	31,979	33,601	35,671	32,282	34,532	37,301
YoY	2.9%	5.1%	6.2%	3.9%	7.0%	8.0%
毛利率	92.8%	92.1%	91.6%	92.9%	93.3%	93.5%
销售管理费用率	16.3%	17.2%	17.7%	15.7%	15.9%	16.0%
净利润（百万元）	15,230	15,625	16,364	15,499	16,798	18,197
YoY	0.6%	2.6%	4.7%	2.4%	8.4%	8.3%
净利润率	47.6%	46.5%	45.9%	48.0%	48.7%	48.8%
EPS	13.34	13.68	14.33	13.57	14.71	15.93

来源: 公司公告, 瑞银证券估算。

图表 20: 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	21,588	21,816	22,811	23,901	25,044	25,887	26,291	26,669	27,020	27,340
折旧及摊销*	1,094	1,426	1,655	1,881	2,107	1,400	1,470	1,544	1,621	1,702
资本支出	(7,000)	(3,800)	(3,800)	(3,800)	(3,800)	(1,698)	(1,782)	(1,872)	(1,965)	(2,063)
运营资本变动	1,813	(730)	(717)	(752)	(815)	(2,075)	(5,002)	(5,469)	(5,971)	(6,509)
所得税(营运)	(5,434)	(5,453)	(5,702)	(5,974)	(6,260)	(6,472)	(6,573)	(6,667)	(6,755)	(6,835)
其他	(64)	(114)	(145)	(160)	(172)	(2,263)	(1,820)	(1,326)	(778)	(172)
自由现金流	11,998	13,146	14,103	15,097	16,104	14,780	12,585	12,880	13,173	13,463
增长		9.6%	7.3%	7.0%	6.7%	-8.2%	-14.9%	2.3%	2.3%	2.2%

估值	
明计现金流现值	140,159
期末价值(第20年)现值	56,113
企业价值	196,272
占永续价值百分比	29%
联营公司及其他	54
-少数股东权益	2,258
现金盈余**	27,234
-债务***	0
权益价值	221,302
已发行股数[m]	1,142.0
每股权益价值(Rmb/股)	194
权益成本	9.1%
股息收益率	3.1%
1年期目标价(Rmb/股)	205

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	5.0%	3.3%	3.3%
息税前利润率	53.0%	51.0%	44.0%
资本支出/销售收入	4.0%	4.0%	3.0%
投资资本回报率	31.2%	26.7%	20.9%

估值对应指标			
财年	2014E	2015E	1年期预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	8.7x	8.4x	8.5x
企业价值 / 息税前利润	9.1x	9.0x	9.0x
自由现金流收益率	6.1%	6.7%	6.6%
市盈率(现值)	14.5x	14.1x	14.2x
市盈率(目标)	15.3x	15.0x	15.0x

加权平均资本成本	
无风险利	4.16%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.98
债务/权益比	0.0%
边际税率	25.0%
权益成本	9.1%
债务成本	7.4%
WACC	9.1%

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	9.8%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	7.8x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

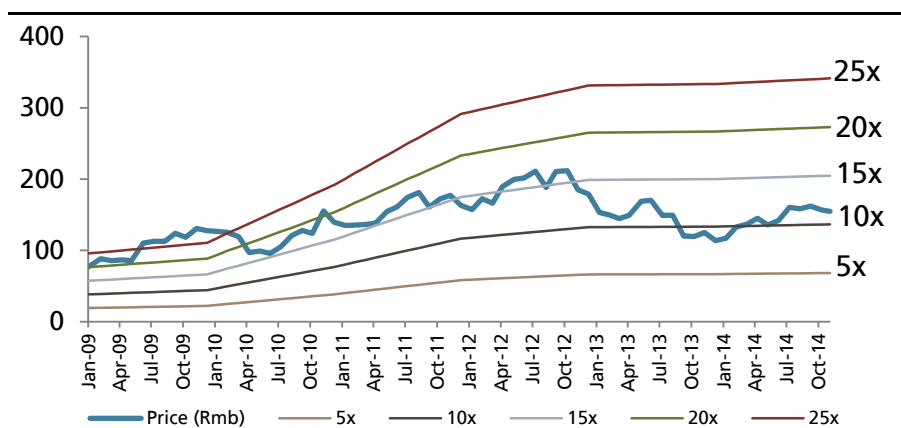
** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价

来源: 瑞银证券估算

由于茅台品牌力较强, 09-12 年估值一直维持在 15-20 倍区间。12 年底反腐力度加强之后, 茅台批价出现明显回落, 导致估值水平回落至 10-15 倍区间。我们认为, 随着茅台批价在 850-900 元价格带逐步见底, 在高档酒中增长最快, 市场占有率提高。估值在 10-15 倍区间波动, 10 倍相对比较下行风险较低。与海外可比公司比较, 茅台在 PE、PEG 等估值上都存在明显的优势, 沪港通、国企改革等有望提升其估值水平。

图表 21: PE band



来源: Wind, 瑞银证券估算

图表 22: 主要白酒上市公司估值对比

Company	Code	Mkt cap (US\$ m)	Share price(LC)	CY PE			P/S 14E	PEG 14E	EV/EBITDA 14E	ROE 14E	Div Yld 14E	P/BV 13
				14E	15E	16E						
一线白酒												
贵州茅台	600519 CH	29,722	160.06	12.0x	11.7x	11.2x	5.7x	3.3x	6.9x	31.8%	3.0%	4.1x
五粮液	000858 CH	11,636	18.85	12.5x	11.3x	10.8x	3.7x	1.6x	5.4x	15.2%	2.5%	2.2x
Average				12.2x	11.5x	11.0x	4.7x	2.5x	6.2x	23.5%	2.8%	3.2x
二线白酒												
洋河股份	002304 CH	11,338	64.56	14.7x	13.5x	12.4x	4.7x	1.6x	9.0x	25.4%	2.4%	3.6x
古井贡酒	000596 CH	2,180	29.36	22.8x	20.3x	17.9x	2.9x	1.8x	12.5x	16.3%	1.0%	3.3x
泸州老窖	000568 CH	4,250	18.69	13.0x	11.7x	9.9x	3.8x	0.9x	7.2x	18.9%	4.4%	3.3x
山西汾酒	600809 CH	2,944	20.91	30.2x	29.5x	26.8x	4.1x	4.9x	17.7x	15.1%	1.1%	5.9x
Average				20.2x	18.7x	16.8x	3.9x	2.3x	11.6x	18.9%	2.2%	4.0x
国际烈酒公司												
Diageo	DGE LN	78,519	1992.50	20.4x	20.5x	19.1x	4.9x	NA	16.2x	32.3%	2.6%	7.0x
Pernod Ricard	RI FP	31,482	95.20	20.1x	18.2x	16.7x	3.2x	2.1x	14.7x	10.4%	1.7%	2.2x
Constellation Brands	STZ US	18,592	96.40	23.7x	21.1x	19.1x	3.1x	2.1x	18.7x	15.5%	0.0%	6.2x
Royalremy	RCO FP	3,672	60.50	34.4x	30.0x	26.4x	3.1x	2.4x	19.3x	9.0%	2.1%	2.9x
Brown-Forman	BF/B US	20,681	97.05	30.0x	26.9x	24.9x	6.9x	3.1x	20.7x	35.6%	1.1%	13.4x
Average				25.7x	23.4x	21.2x	4.2x	2.4x	17.9x	20.6%	1.5%	6.3x

来源: Bloomberg, 瑞银证券估算, 注: 以上数据为 2014 年 12 月 1 日收盘价。国内上市公司为瑞银证券估算, 其余采用市场一致预期。

贵州茅台 (600519.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	18,402	26,455	31,071	31,979	2.9	33,601	5.1	35,671	37,954	40,418
毛利	16,851	24,411	28,877	29,687	2.8	30,954	4.3	32,680	34,592	36,631
息税折旧摊销前利润(UBS)	12,330	18,847	21,945	22,682	3.4	23,242	2.5	24,467	25,783	27,152
折旧和摊销	(343)	(431)	(552)	(1,094)	98.1	(1,426)	30.4	(1,655)	(1,881)	(2,107)
息税前利润(UBS)	11,987	18,416	21,393	21,588	0.9	21,816	1.1	22,811	23,901	25,044
联营及投资收益	3	3	0	(60)	-	5	-	5	5	5
其他非营业利润	(6)	(140)	(390)	(191)	51.0	(180)	5.9	(180)	(180)	(182)
净利息	351	421	429	150	-65.0	331	119.9	374	416	435
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	12,335	18,700	21,432	21,488	0.3	21,972	2.3	23,011	24,142	25,303
税项	(3,084)	(4,692)	(5,467)	(5,424)	0.8	(5,492)	-1.2	(5,751)	(6,034)	(6,324)
税后利润	9,250	14,008	15,965	16,064	0.6	16,480	2.6	17,259	18,108	18,978
优先股股息及少数股权	(487)	(700)	(828)	(833)	-0.6	(855)	-2.6	(895)	(939)	(985)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	8,763	13,308	15,137	15,230	0.6	15,625	2.6	16,364	17,168	17,994
净利润(UBS)	8,763	13,308	15,137	15,230	0.6	15,625	2.6	16,364	17,168	17,994
税率(%)	25.0	25.1	25.5	25.2	-1.1	25.0	-1.0	25.0	25.0	25.0
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)	7.67	11.65	13.25	13.34	0.6	13.68	2.6	14.33	15.03	15.76
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	7.67	11.65	13.25	13.34	0.6	13.68	2.6	14.33	15.03	15.76
每股收益(UBS, 基本)	7.67	11.65	13.25	13.34	0.6	13.68	2.6	14.33	15.03	15.76
每股股息净值(Rmb)	3.63	5.84	3.98	4.67	17.4	4.79	2.6	5.02	5.26	5.51
每股账面价值	21.88	29.90	37.32	46.68	25.1	55.70	19.3	65.24	75.26	85.75
平均股数(稀释后)	1,142.00	1,142.00	1,142.00	1,142.00	0.0	1,142.00	0.0	1,142.00	1,142.00	1,142.00
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	18,255	22,062	25,185	29,934	18.9	37,980	26.9	46,909	56,619	67,084
其他流动资产	9,575	14,163	16,747	15,642	-6.6	17,555	12.2	19,418	21,408	23,637
流动资产总额	27,830	36,225	41,932	45,576	8.7	55,535	21.9	66,328	78,028	90,721
有形固定资产净值	5,426	6,807	8,523	14,884	74.6	17,614	18.3	20,015	22,190	24,138
无形固定资产净值	808	863	3,563	3,207	-10.0	2,851	-11.1	2,494	2,138	1,782
投资/其他资产	837	1,103	1,436	1,245	-13.3	1,245	0.0	1,345	1,445	1,545
总资产	34,901	44,998	55,454	64,912	17.1	77,245	19.0	90,182	103,801	118,186
应付账款和其他短期负债	9,481	9,526	11,307	9,242	-18.3	10,426	12.8	11,573	12,811	14,225
短期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	9,481	9,526	11,307	9,242	-18.3	10,426	12.8	11,573	12,811	14,225
长期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	17	18	18	18	0.0	18	0.0	18	18	18
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	9,497	9,544	11,325	9,260	-18.2	10,444	12.8	11,590	12,829	14,243
普通股股东权益	24,991	34,150	42,622	53,312	25.1	63,606	19.3	74,501	85,942	97,929
少数股东权益	412	1,304	1,507	2,340	55.3	3,195	36.5	4,091	5,030	6,015
负债和权益总计	34,901	44,998	55,454	64,912	17.1	77,245	19.0	90,182	103,801	118,186
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)	8,763	13,308	15,137	15,230	0.6	15,625	2.6	16,364	17,168	17,994
折旧和摊销	343	431	552	1,094	98.1	1,426	30.4	1,655	1,881	2,107
营运资本变动净值	781	(2,381)	(3,688)	1,804	-	(730)	-	(716)	(752)	(816)
其他营业性现金流	746	563	655	(1,929)	-	519	-	516	519	548
经营性现金流	10,634	11,921	12,655	16,200	28.0	16,841	4.0	17,819	18,817	19,833
有形资本支出	(2,184)	(4,212)	(5,406)	(7,000)	-29.5	(3,800)	45.7	(3,800)	(3,800)	(3,800)
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	64	12	66	(60)	-	5	-	5	5	5
投资性现金流	(2,120)	(4,199)	(5,339)	(7,060)	-32.2	(3,795)	46.2	(3,795)	(3,795)	(3,795)
已付股息	(2,171)	(4,150)	(6,664)	(4,541)	31.9	(5,331)	-17.4	(5,469)	(5,727)	(6,009)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	0	0	0	150	860,367.99	331	119.85	374	416	435
债务及优先股变化	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	(2,171)	(4,150)	(6,664)	(4,391)	34.1	(5,000)	-13.9	(5,094)	(5,311)	(5,574)
现金流量中现金的增加/(减少)	6,343	3,572	652	4,749	NM	8,046	69.4	8,929	9,710	10,464
外汇/非现金项目	(976)	235	2,471	0	-	0	33.3	0	0	0
资产负债表表现金增加/(减少)	5,366	3,807	3,123	4,749	52.1	8,046	69.4	8,929	9,710	10,464

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。

贵州茅台 (600519.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)	22.0	17.4	11.6	12.0	11.7	11.2	10.6	10.2
市盈率 (UBS, 稀释后)	22.0	17.4	11.6	12.0	11.7	11.2	10.6	10.2
股价/每股现金收益	21.2	16.8	11.2	11.2	10.7	10.1	9.6	9.1
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	4.4	3.3	4.1	5.0	7.1	7.7	8.2	8.8
净股息收益率(%)	2.1	2.9	2.6	2.9	3.0	3.1	3.3	3.4
市净率	7.7	6.8	4.1	3.4	2.9	2.5	2.1	1.9
企业价值/营业收入(核心)	9.7	8.0	4.9	4.9	4.5	4.0	3.6	3.1
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	14.4	11.3	7.0	6.9	6.5	5.9	5.3	4.7
企业价值/息税前利润(核心)	14.8	11.5	7.2	7.3	7.0	6.3	5.7	5.1
企业价值/经营性自由现金流(核心)	16.5	12.3	8.8	9.4	7.3	6.5	5.7	5.0
企业价值/运营投入资本	NM	NM	9.5	7.1	5.6	4.8	4.1	3.6
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	193,098	231,393	175,569	182,777	182,777	182,777	182,777	182,777
净债务 (现金)	(15,572)	(20,158)	(23,624)	(27,560)	(33,957)	(42,445)	(51,764)	(61,852)
少数股东权益	412	1,304	1,507	2,340	3,195	4,091	5,030	6,015
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	177,939	212,539	153,453	157,557	152,015	144,423	136,043	126,940
非核心资产	(64)	(54)	(54)	(54)	(54)	(54)	(54)	(54)
核心企业价值	177,875	212,485	153,399	157,503	151,961	144,369	135,989	126,886
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	58.2	43.8	17.4	2.9	5.1	6.2	6.4	6.5
息税折旧摊销前利润(UBS)	69.6	52.9	16.4	3.4	2.5	5.3	5.4	5.3
息税前利润(UBS)	71.6	53.6	16.2	0.9	1.1	4.6	4.8	4.8
每股收益(UBS 稀释后)	73.5	51.9	13.7	0.6	2.6	4.7	4.9	4.8
每股股息净值	91.2	60.6	-31.9	17.4	2.6	4.7	4.9	4.8
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	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
息税折旧摊销前利润率	67.0	71.2	70.6	70.9	69.2	68.6	67.9	67.2
息税前利润率	65.1	69.6	68.9	67.5	64.9	63.9	63.0	62.0
净利 (UBS) 率	47.6	50.3	48.7	47.6	46.5	45.9	45.2	44.5
ROIC (EBIT)	189.0	180.4	132.8	96.9	80.2	75.5	72.5	70.4
税后投资资本回报率	NM	NM	NM	72.5	60.1	56.7	54.4	52.8
净股东权益回报率(UBS)	40.4	45.0	39.4	31.8	26.7	23.7	21.4	19.6
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	(1.5)	(1.2)	(1.1)	(1.3)	(1.6)	(1.9)	(2.2)	(2.5)
净债务/总权益 %	(71.9)	(62.2)	(57.1)	(53.8)	(56.9)	(59.7)	(62.2)	(64.5)
净债务 / (净债务 + 总权益) %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(10.3)	(10.4)	(16.4)	(19.0)	(25.0)	(32.5)	(41.6)	(52.9)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	11.9	15.9	17.4	21.9	11.3	10.7	10.0	9.4
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	2.1	2.0	3.3	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
股息支付率 (UBS) %	47.4	50.1	30.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0
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	18,402	26,455	31,071	31,979	33,601	35,671	37,954	40,418
总计	18,402	26,455	31,071	31,979	33,601	35,671	37,954	40,418
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	11,987	18,416	21,393	21,588	21,816	22,811	23,901	25,044
总计	11,987	18,416	21,393	21,588	21,816	22,811	23,901	25,044

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	+28.1%
预测股息收益率	3.0%
预测股票回报率	+31.1%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+21.9%

风险声明

公司面临的主要下行风险：经济景气持续下滑导致高端酒需求减弱，公务消费受舆论压力或预算限制可能减少对高端酒的需求。

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：赵琳；何淼。

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
贵州茅台 ¹³	600519.SS	买入	不适用	Rmb155.84	2014 年 11 月 28 日

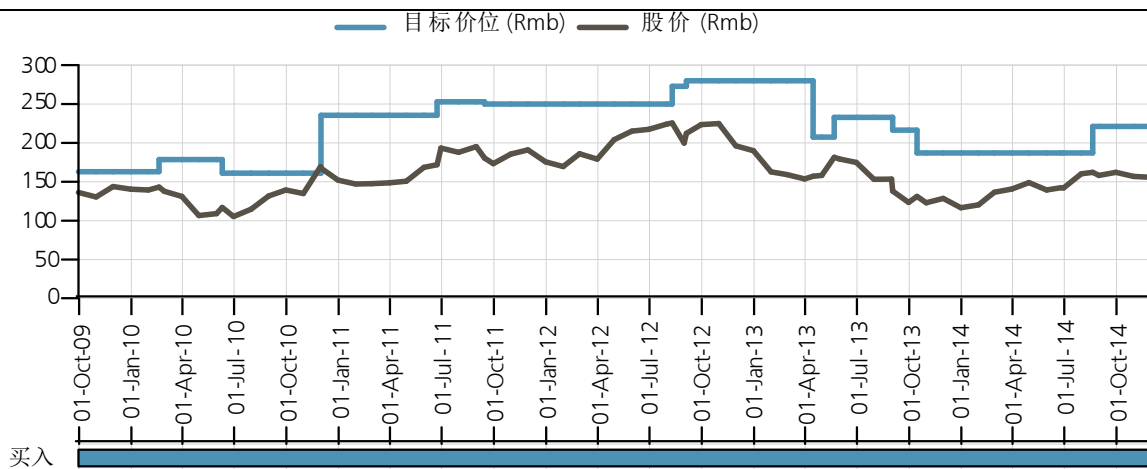
资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

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。

13. 截至上月末（如果该报告的日期为最近一个月月末后的 10 日之内的某一天，则为之前月的月末），UBS AG、其关联单位或分支机构是该公司某类普通股证券 1% 或更多的权益所有者。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

贵州茅台 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 11 月 28 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 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，出版人及发布者。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。