

上港集团

国企改革利好，但股价或已过度反应

员工持股计划同步各方利益，提高业绩增长前景

公司于11月17日公布员工持股计划，将以4.33元/股价格发行4.2亿股股份予公司员工。本次参与计划员工人数占公司总人数72%（其中包括12名高管），我们认为本计划将高度协调员工、管理层和股东的利益，进一步推动公司业绩增长可预见性。公司同时公布将以现金收购同盛集团相关资产，资产目前正处于评估阶段，我们认为由于公司充足的现金流，短期内并不会带来现金流压力。

预计公司集装箱装卸费率有望提高

我们预计公司主营集装箱装卸业务费率有提升空间，同时受到自贸区的推动港口相关业务有望增长。公司上半年集装箱单箱收入达到336元/标箱，较去年全年平均提高7.1%。管理层表示公司基准装卸费率将保持稳定，综合费率通过减少优惠和折扣或将略有上升，而内贸箱装卸费率已经有所提升。由于公司的基准装卸费率已经连续几年稳定，我们预计明后年或将有提升空间。公司上半年水水中转业务量占比约46%，我们预计其占比将会进一步提高，成为未来箱量增长的主要来源。

上调盈利预测

我们相信主营业务向好、投资收益上升将提高公司业绩，我们看好公司长期前景。我们将2014/15/16E的净利润预测分别上调为68.5/72.1/72亿元（上调幅度分别为4%/6%/18%），预计EPS分别为0.30/0.31/0.31元（原0.29/0.30/0.27元）。

估值：上调目标价至5.60元，下调至“卖出”评级

我们上调目标价至5.60元（原4.62元），我们的目标价按现金流贴现部分加总法得出，假设WACC为8.0%（原WACC为8.1%），对应2015年18.1倍市盈率。我们认为由于目前股价已经过度反应对自贸区及资产收购的利好预期，因此下调公司至“卖出”评级（原“中性”）。

Equities

中国

运输服务

12个月评级 **卖出**
之前: 中性

12个月目标价 **Rmb5.60**
之前: Rmb4.62

股价 **Rmb5.80**

路透代码: 600018.SS 彭博代码 600018 CH

交易数据和主要指标

52周股价波动范围	Rmb5.93-4.25
市值	Rmb132十亿/US\$21.5十亿
已发行股本	22,755百万(ORDA)
流通股比例	38%
日均成交量(千股)	142,164
日均成交额(Rmb百万)	Rmb803.1
普通股股东权益(12/14E)	Rmb52.9十亿
市净率(12/14E)	2.5x
净债务/EBITDA	1.4x

每股收益(UBS稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测	
12/14E	0.29	0.30	3.75	0.28
12/15E	0.30	0.31	5.18	0.30
12/16E	0.27	0.31	15.60	0.31

饶呈方

分析师

S1460511080004

jean.rao@ubssecurities.com

+86-213-866 8805

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	21,778.86	28,381.02	28,162.30	29,771.09	31,648.81	32,892.07	34,193.79	35,560.58
息税前利润(UBS)	7,493.18	6,569.72	7,096.53	7,694.22	8,180.59	8,475.52	8,821.78	10,514.18
净利润(UBS)	4,477.21	4,812.47	5,103.27	6,852.18	7,205.88	7,195.35	7,532.89	8,598.92
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	0.20	0.21	0.22	0.30	0.31	0.31	0.33	0.38
每股股息(Rmb)	0.12	0.13	0.13	0.16	0.17	0.17	0.18	0.21
现金/(净债务)	(9,997.03)	(12,146.06)	(16,376.76)	(14,357.29)	(10,937.30)	(9,381.45)	(7,331.28)	(4,225.34)

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(%)	34.4	23.1	25.2	25.8	25.8	25.8	25.8	29.6
ROIC(EBIT)(%)	15.9	12.0	12.4	12.9	13.5	13.7	14.0	16.6
EV/EBITDA(core)x	9.0	7.2	9.3	13.3	12.3	11.8	10.9	9.4
市盈率(UBS,稀释后)(x)	18.5	12.7	16.1	19.3	18.5	18.7	17.8	15.3
权益自由现金流(UBS)收益率%	5.7	6.9	5.9	4.4	4.8	4.9	5.2	6.3
净股息收益率(%)	3.2	5.0	3.5	2.8	3.0	2.9	3.1	3.6

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02日21时26分的股价(Rmb5.80)得出。

投资主题

上港集团

投资理由

我们认为，上港的主营港口装卸业务已进入稳定低速增长期，现金流及分红稳定，而其大量土地储备也开始进入房地产业务开发和结算周期，将带动盈利增长。自 2013 年 8 月 22 日国务院正式批准设立中国（上海）自由贸易试验区以来，上港集团股价大幅上涨。我们认为自贸区的设立对上港有两点潜在影响：1) 长期来看有望提升上港的箱量增长空间；2) 或带来上港相关土地价格升值。公司的员工持股计划也有助于同步各方利益，提高业绩可预见性。但我们认为由于股价的大幅上涨已经过度反应了这些长期潜在利好，我们给予“卖出”评级和 5.60 元目标价。目标价按现金流贴现部分加总法得出，对应 2015 年 18.1 倍 PE，WACC 为 8.0%。我们预测 2014/15/16 年 EPS 为 0.30/0.31/0.31 元，市场一致预期为 0.28/0.30/0.30 元。

乐观情景

我们假设 2015 年全球经济增长提速，进出口需求增长：1) 集装箱总吞吐量同比增长 6%（基准假设：YOY, +3%），单箱收入同比增加 6%（基准假设：YOY,+4%）；2) 干散货总吞吐量同比增长 6%（基准假设：YOY,+4%），平均装卸费率同比上涨 2%（基准假设：YOY, 0%）；3) 房地产平均售价上涨 5%。则我们预计 2015 年市盈率达到 18.5 倍，公司每股估值为 6.8 元。

悲观情景

我们假设 2015 年全球经济增长放缓，进出口需求疲软：1) 集装箱箱量同比增速为 0%，单箱收入同比持平，2) 干散货吞吐量同比下降 5%，平均装卸费率同比持平，3) 房地产均价下跌 5%，则我们预计 2015 年市盈率为 17.9 倍，公司每股估值为 4.3 元。

近期催化剂

- 1) 2015 年海外经济复苏或超预期；
- 2) 目前已开发和正在开发的北外滩地区房产价格或由于房地产市场不景气滞涨；
- 3) 上海银行投资收益可能上升。

12 个月评级

卖出

12 个月目标价

Rmb5.60

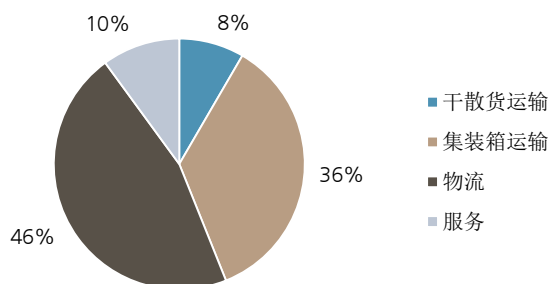
公司简介

上海国际港务（集团）股份有限公司是上海港唯一的公共码头运营商。公司母港上海港 2011 年货物吞吐量、集装箱吞吐量均居世界首位。其主营业务包括港口集装箱、散杂货的装卸生产、港口服务和港口物流业务。

行业展望

在全球经济弱复苏的背景下，我们预计集装箱业务和干散货吞吐量将保持低增长。但是我们认为房地产业务仍然保持相对较高的增长水平，特别是公司的三个主要项目均可列为优质项目，我们预计在未来十年间为公司提供可持续的投资收益。

收入按业务分布, 2013 (%)



数据来源：公司公告

各类业务的收入

(单位：百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
干散货运输	2,439	2,505	2,661	2,766	2,793
集装箱运输	10,072	10,609	11,161	11,929	12,458
物流	13,964	13,741	15,115	16,325	17,141
服务	4,872	2,999	2,699	2,699	2,699
其他	271	756	772	787	803
公司内部抵消数	-3,904	-3,209	-3,398	-3,618	-3,763
非主营业务	667	761	761	761	761
总计	28,381	28,162	29,771	31,649	32,892

数据来源：公司公告、瑞银证券估算

员工持股计划提高未来业绩增长可预见性

我们认为上港集团员工持股计划的推出在很大程度上协调了公司员工、管理层和股东的利益，有望推动公司长期内业绩的增长。公司于 11 月 17 日公布员工持股计划，将以 4.33 元/股价格发行 4.2 亿股股份予公司员工。本次参与计划员工人数占公司总人数 72%（其中包括 12 名高管），募集资金总额约为 18.2 亿元，该股份锁定期为自发行结束之日起的 36 个月，存续期限 48 个月。并且，由于公司目前发行总股数为 227.55 亿股，本次发行股份数量仅占总股本约 1.85%，我们认为对公司未来业绩摊薄影响不明显。

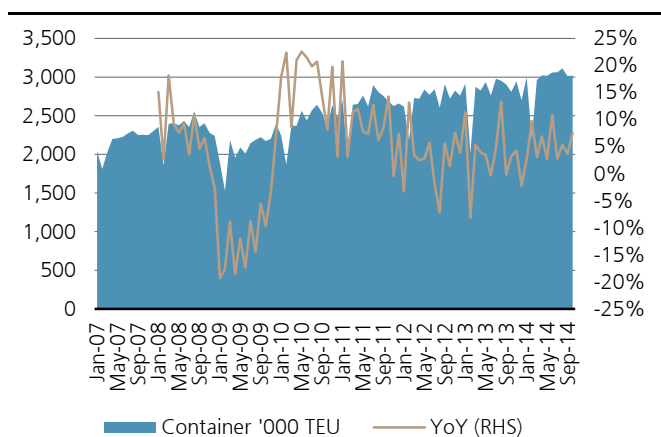
同时，公司公布将以现金收购同盛集团持有的上海同盛投资集团资产管理有限公司 100% 股权、上海同盛置业有限公司 100% 股权、上海同盛电力有限公司 100% 股权、上海同盛水务有限公司 92.31% 股权、上海同盛物流园区投资开发有限公司 100% 股权、上海港政置业有限公司 100% 股权、上海盛港能源投资有限公司 40% 股权。同盛集团在 2013 年资产净额为 281 亿元，分别实现营业收入和净利润各 5.2/2.7 亿元。虽然标的资产目前正处于审计和评估阶段，但是由于上港集团在 2013 年实现经营性现金流 74 亿元，我们估算在 2014/15/16 年或将分别达到 98/103/104 亿元，我们认为充足的现金流将使得此项收购对公司现金流压力影响并不大。

公司集装箱装卸费率或有望提高

上港集团主营集装箱业务保持稳定增长，1-10 月完成集装箱吞吐量约 2,947 万标箱，同比增长 5.4%，完成我们全年估算吞吐量的 85%。其中，10 月集装箱箱量同比增长 7.5% 达到 302 万标箱。我们预计今年集装箱吞吐量仍保持平稳增长。

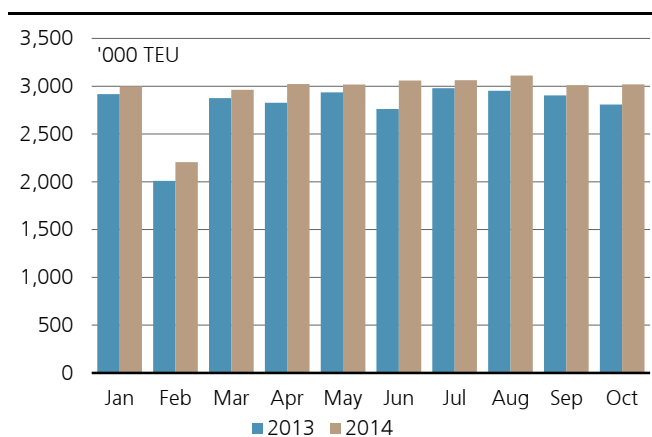
同时，我们估算 2015 年公司集装箱装卸费率将有所提高，预计单箱装卸费率同比增速将到 3.9%（比我们之前预计高 2.4ppt）。公司集装箱单箱收入上半年单箱收入达到 336 元/标箱，较去年同期提高 7.6%，较去年全年平均提高 7.1%。管理层表示公司基准装卸费率将保持稳定，综合费率通过减少优惠和折扣或将略有上升，而内贸箱装卸费率已经有所提升。公司通常在年底与各个船公司就下一年费率进行商谈。

图表 1: 公司集装箱箱量和同比变化



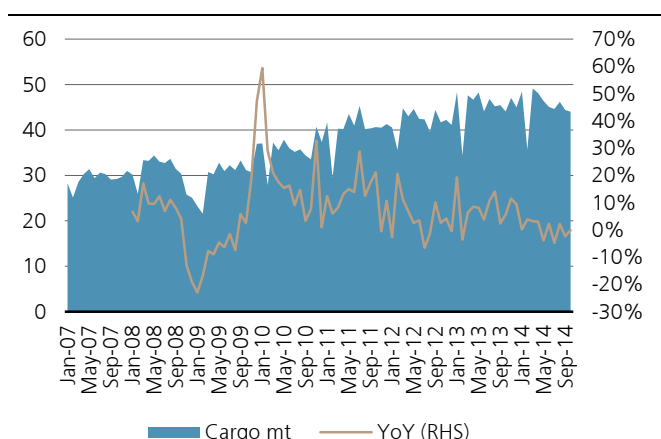
来源: 公司数据

图表 2: 公司 2013/14 年月度集装箱箱量



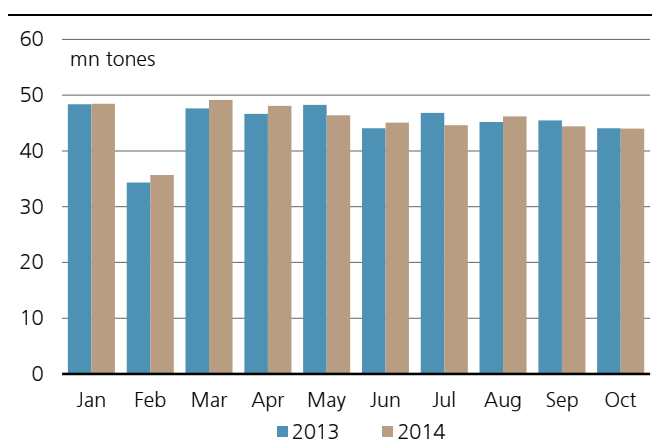
来源: 公司数据

图表 3: 公司货物吞吐量和同比变化



来源: 公司数据

图表 4: 公司 2013/14 年月度货物吞吐量



来源: 公司数据

上海银行、地产业务投资收益有望增长

年初至今公司投资收入表现可观，我们预计全年有望实现投资收入约 20 亿元，同比增长约 163%。公司于 2013 年开始对上海银行进行投资，目前持有上海银行股份 6.3%。前三季度，上海银行为公司带来投资收益 5.5 亿元。我们假设在 Q4/14 还将为公司贡献利润约 2 亿元。同时，上港集团于 10 月公告拟以每股不高于 16.57 元的价格认购 1 亿股上海银行定增股份，我们认为这将进一步推动公司未来投资收益的增长。

虽然公司在上半年并未确认地产项目投资收益，我们预计主要是由于在售的上海国际航运服务中心项目上半年暂无楼盘结算。但是我们认为随着地产项目的平稳推进，来自于汇山、海门路以及滨江城的收入将逐渐确认，中长期内为公司带来较为可观的业绩贡献。

未来融资成本有望下降

由于近来境内融资成本的上升，公司积极开拓融资渠道来降低财务成本。目前公司充分利用自贸区政策，在自贸区贷有 200 亿元利率约为 5% 的人民币借款（自贸区外融资成本约为 6%）。公司管理层预计也将会进一步与上海银行开展合作，例如在自贸区内开展融资租赁。同时公司积极推动海外评级，今年 10 月公司首次获得穆迪公司 A1 评级，我们预计良好的信誉评级将促使公司更有效的获得海外融资，降低未来公司财务成本。

盈利预测调整

我们公司长期业绩有望实现进一步增长，主要得益于以下积极因素：1) 公司员工持股计划有望协同各方利益，促进业绩增长；2) 集装箱装卸费率有望提升；3) 投资收益增长，以及未来融资成本下降。我们将 2014/15/16E 的净利润分别上调为 68.5/72.1/72 亿元（上调幅度分别为 4%/6%/18%），预计 EPS 分别为 0.30/0.31/0.31 元（原 0.29/0.30/0.27 元）。盈利的上调主要由于我们上调了自 2015 年起的集装箱装卸费率假设，以及 2016 年的投资收益假设，以及下调了未来两年的利息费用假设。

图表 5: 损益表调整

(百万元人民币)	2014E			2015E			2016E		
	旧	新	变化	旧	新	变化	旧	新	变化
营业收入	29,813	29,771	0%	31,239	31,649	1%	32,281	32,892	2%
营业成本	(20,188)	(19,833)	-2%	(21,239)	(21,083)	-1%	(21,941)	(21,888)	0%
毛利	9,625	9,938	3%	10,000	10,566	6%	10,340	11,004	6%
销售管理费用	(2,247)	(2,244)	0%	(2,354)	(2,385)	1%	(2,481)	(2,528)	2%
息税前利润	7,378	7,694	4%	7,645	8,181	7%	7,858	8,476	8%
关联公司与合营企业收入	2,011	2,011	0%	2,060	2,060	0%	1,240	1,827	47%
净利息	(846)	(844)	0%	(832)	(810)	-3%	(825)	(777)	-6%
税前利润	9,211	9,530	3%	9,585	10,158	6%	8,986	10,252	14%
税后利润	7,562	7,808	3%	7,786	8,222	6%	7,056	8,154	16%
少数股东权益	(1,010)	(1,008)	0%	(1,050)	(1,069)	2%	(1,026)	(1,041)	1%
净利润	6,552	6,799	4%	6,736	7,153	6%	6,030	7,113	18%
经常性净利润	6,605	6,852	4%	6,789	7,206	6%	6,111	7,195	18%
每股收益	0.29	0.30	4%	0.30	0.31	5%	0.27	0.31	16%

来源: 瑞银证券估算

图表 6: 关键假设调整

	2014E			2015E			2016E		
	旧	新	变化	旧	新	变化	旧	新	变化
吞吐量增速 (%)									
集装箱	3%	3%	0.0ppt	3%	3%	0.0ppt	3%	3%	0.0ppt
散货	4%	4%	0.0ppt	4%	4%	0.0ppt	1%	1%	0.0ppt
平均费率增速 (%)									
集装箱	1%	1%	0.0ppt	2%	4%	2.4ppt	2%	2%	0.0ppt
散货	0%	0%	0.0ppt	0%	0%	0.0ppt	0%	0%	0.0ppt
	2014E			2015E			2016E		
	旧	新	变化	旧	新	变化	旧	新	变化
吞吐量									
集装箱 (百万标箱)	34.8	34.8	0.0%	35.8	35.8	0.0%	36.8	36.8	0.0%
散货 (百万吨)	200	200	0.0%	208	208	0.0%	210	210	0.0%
平均费率									
集装箱 (元/标箱)	321	321	0.0%	326	333	2.3%	331	338	2.4%
散货 (元/吨)	13.3	13.3	0.0%	13.3	13.3	0.0%	13.3	13.3	0.0%

来源: 瑞银证券估算

估值

我们上调目标价至 5.60 元 (原 4.62 元)。我们的目标价按现金流贴现部分加总法得出, 假设 WACC 为 8.0% (原 WACC 为 8.1%), 对应 2015 年 18.1 倍市盈率。

我们目标价的上调主要是来自于盈利预测的上调导致集装箱业务估值的上升, 以及对公司物流业务估值有较大上调。A 股上市的可比物流公司的平均市盈率估值在近两年有较大提高, 当前对应 2015 年市盈率 25 倍, 而国际可比物流上市公司的平均市盈率估值为 18 倍。随着自贸区的建设, 上港传统的物流业务未来有更大发展空间, 例如汽车物流、冷链物流等。所以我们将上港集团物流业务部分的估值由 8 倍市盈率上调至 18 倍, 因此也提高了我们对港口物流行业部分估值 201%。未来公司对同盛集团相关资产的并购或将提高公司的土地储备, 但目前收购对价尚未确定, 我们认为近期股价的大幅上涨或已经过度反应自贸区 and 资产并购事项对公司的实质性影响, 因此下调公司至“卖出”评级。

图表 7: 分部估值法目标价调整

目标价调整	之前	最新	变化
项目 (百万元)	分部估值	分部估值	
集装箱	77,995	82,291	6%
散杂货	6,554	6,701	2%
港口物流	6,046	18,218	201%
港口服务	1,758	1,728	-2%
其他业务	370	378	2%
房地产业务	6,779	7,455	10%
上海银行长期股权投资	3,122	3,764	NA
其他投资	16,465	16,965	3%
净现金/(债务)	-13,944	-10,159	-27%
净资产价值	105,145	127,340	21%
股本 (百万)	22,755	22,755	0%
目标价(元)	4.62	5.60	21%

来源: 瑞银证券估算

图表 8: 加权平均资本成本假设

	变动前	变动后
税前债务成本	4.5%	4.5%
税率	25.0%	25.0%
税后债务成本	3.4%	3.4%
无风险利率	3.5%	4.2%
风险溢价	5.0%	5.0%
Beta	1.14	1.00
股权成本	9.2%	9.2%
目标净负债	0.2	0.2
WACC	8.1%	8.0%

来源: 瑞银证券估算

图表 9: 可比物流行业上市公司估值

公司	代码	市值 (US\$ bn)	股价 (LC)	PE (x)	
				2014E	2015E
A股物流上市公司					
外运发展	600270.SS	2.4	16.10	22.7	14.9
交运股份	600676.SS	1.2	8.62	22.9	17.8
中储股份	600787.SS	2.7	8.87	30.6	25.8
保税科技	600794.SS	1.3	15.03	41.6	26.1
华贸物流	603128.SS	1.0	14.22	52.6	41.5
A股物流上市公司平均值				34.1	25.2
海外物流上市公司					
Kerry Logistics	HK636	2.6	12.34	21.1	19.0
Sinotrans	HK598	2.6	5.53	20.0	16.8
Con-way	CNW.US	10.6	72.51	23.9	21.6
Panalpina	PWTN.S	3.2	132.00	29.9	21.3
Kuehne+Nagel	KNIN.VX	16.3	130.70	25.2	23.4
DSV	DSV.CO	5.4	188.70	17.3	15.7
Hitachi Transport System, Ltd.	9086.T	1.4	1500.00	16.4	11.8
Kintetsu World Express Inc.	9375.T	1.3	4250.00	14.4	15.2
海外物流上市公司平均值				21.0	18.1

来源: WIND, Bloomberg. A股物流上市公司根据 Wind 市场一致预期, 海外物流上市公司根据 Bloomberg 市场一致预期; 股价截止至 2014 年 12 月 1 日

图表 10: 相关港口上市公司估值表

公司	代码	市值 (US\$ bn)	目标价 (Rmb)	评级	股价 (Rmb)	PE (x)		P/BV (x)		ROE (%)		Div. yld (%)		Pre-x EPS	
						2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
A股港口上市公司															
上港集团	600018.SS	21.3	5.60	卖出	5.77	19.2	18.4	2.5	2.3	13.3	13.0	2.8	3.0	34%	4%
深赤湾-A	000022.SZ	1.8	NA	NA	17.15	22.1	21.0	2.6	2.4	12.3	11.9	2.6	2.7	2.4%	5.4%
宁波港	601018.SS	8.3	NA	NA	3.96	16.1	14.8	1.6	1.5	10.3	10.4	0.00	0.00	12%	9%
天津港	600717.SS	4.2	NA	NA	15.40	22.0	20.8	1.9	1.8	8.9	8.7	1.3	1.3	9.3%	5.8%
唐山港	601000.SS	2.6	NA	NA	7.84	16.9	14.1	2.1	1.9	13.4	13.8	0.6	0.6	11%	24%
日照港	600017.SS	2.1	NA	NA	4.13	15.8	14.5	1.2	1.2	8.0	8.1	0.00	0.00	1.9%	8.8%
A股港口上市公司平均值						18.6	17.0	1.9	1.8	10.6	10.6	0.9	0.9	7%	11%
H股港口上市公司															
中远太平洋	1199.HK	3.7	NA	NA	10.32	12.2	10.1	0.8	0.8	7.0	8.2	3.3	4.0	3%	21%
招商局国际	0144.HK	8.3	NA	NA	25.50	14.9	13.9	1.2	1.1	8.2	8.2	2.5	3.3	18%	18%
秦港股份	3369.HK	2.4	NA	NA	3.72	8.5	7.7	1.2	1.2	14.5	15.6	11.9	5.9	7%	10%
青岛港	6198.HK	2.2	NA	NA	3.53	7.8	7.7	1.2	1.1	16.6	14.6	4.8	5.2	14%	8%
大连港	2880.HK	2.9	NA	NA	2.68	14.1	12.5	0.7	0.6	4.9	5.3	1.4	1.6	-2%	12%
H股港口上市公司平均值						11.5	10.4	1.0	1.0	10.2	10.4	4.8	4.0	8%	14%

来源: WIND, Bloomberg, 瑞银证券估算, 注: 上港集团为瑞银证券估算, 其余 A 股根据 Wind 市场一致预期, H 股根据 Bloomberg 市场一致预期; 股价截止至 2014 年 12 月 1 日

上港集团 (60018.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	21,778.86	28,381.02	28,162.30	29,771.09	5.7	31,648.81	6.3	32,892.07	34,193.79	35,560.58
毛利	9,633.78	8,872.29	9,258.36	9,938.08	7.3	10,565.97	6.3	11,003.95	11,416.08	13,176.62
息税折旧摊销前利润(UBS)	9,986.52	9,387.25	9,607.25	10,562.21	9.9	11,178.69	5.8	11,601.10	12,074.53	13,893.81
折旧和摊销	(2,493.34)	(2,817.53)	(2,510.72)	(2,867.99)	14.2	(2,998.10)	4.5	(3,125.57)	(3,252.74)	(3,379.63)
息税前利润(UBS)	7,493.18	6,569.72	7,096.53	7,694.22	8.4	8,180.59	6.3	8,475.52	8,821.78	10,514.18
联营及投资收益	210.90	713.03	765.53	2,010.84	162.7	2,060.19	2.5	1,827.00	1,987.41	1,993.73
其他非营业利润	(119.17)	428.33	556.76	722.05	29.7	780.07	8.0	809.18	856.94	908.04
净利息	(651.17)	(731.60)	(807.60)	(843.98)	-4.5	(809.82)	4.0	(777.08)	(753.62)	(716.70)
例外项目 (包括商誉)	325.53	208.36	210.20	(53.05)	-	(53.05)	0.0	(82.16)	(53.05)	(53.05)
税前利润	7,259.27	7,187.84	7,821.42	9,530.09	21.8	10,157.98	6.6	10,252.47	10,859.47	12,646.21
税项	(1,466.56)	(1,348.53)	(1,545.79)	(1,722.49)	-11.4	(1,936.00)	-12.4	(2,098.60)	(2,298.55)	(2,866.35)
税后利润	5,792.71	5,839.31	6,275.63	7,807.60	24.4	8,221.97	5.3	8,153.87	8,560.91	9,779.86
优先股股息及少数股权	(1,068.53)	(870.05)	(1,020.09)	(1,008.47)	1.1	(1,069.14)	-6.0	(1,040.68)	(1,081.07)	(1,233.99)
非常项目	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
净利润 (本地 GAAP)	4,724.18	4,969.26	5,255.54	6,799.13	29.4	7,152.83	5.2	7,113.19	7,479.84	8,545.87
净利润 (UBS)	4,477.21	4,812.47	5,103.27	6,852.18	34.3	7,205.88	5.2	7,195.35	7,532.89	8,598.92
税率(%)	20.2	18.8	19.8	18.1	-8.5	19.1	5.4	20.5	21.2	22.7
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)	0.20	0.21	0.22	0.30	34.3	0.31	4.2	0.31	0.33	0.38
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.21	0.22	0.23	0.30	29.4	0.31	4.2	0.31	0.32	0.38
每股收益 (UBS, 基本)	0.20	0.21	0.22	0.30	34.3	0.31	4.2	0.31	0.33	0.38
每股股息净值(Rmb)	0.12	0.13	0.13	0.16	29.4	0.17	4.2	0.17	0.18	0.21
每股账面价值	1.99	2.10	2.19	2.32	6.1	2.50	7.5	2.64	2.78	3.00
平均股数(稀释后)	22,368.47	22,755.18	22,755.18	22,755.18	0.0	22,965.18	0.9	23,175.18	23,175.18	22,755.18
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	9,926.12	8,977.05	5,450.83	7,970.30	46.2	11,890.30	49.2	13,746.14	16,096.32	19,502.26
其他流动资产	7,584.39	9,927.53	13,338.29	13,744.65	3.0	14,237.63	3.6	14,620.47	15,033.31	15,258.77
流动资产总额	17,510.51	18,904.58	18,789.12	21,714.95	15.6	26,127.92	20.3	28,366.62	31,129.62	34,761.03
有形固定资产净值	39,294.89	38,165.46	36,949.10	37,597.45	1.8	38,024.58	1.1	38,338.22	38,538.36	38,625.00
无形固定资产净值	13,778.37	13,281.83	13,941.36	15,202.30	9.0	15,863.42	4.3	16,510.57	17,144.05	17,764.14
投资其他资产	12,673.73	16,751.12	18,932.04	19,302.26	2.0	19,672.48	1.9	20,042.70	20,412.92	20,783.14
总资产	83,257.50	87,102.99	88,611.62	93,816.96	5.9	99,688.41	6.3	103,258.11	107,224.95	111,933.31
应付账款和其他短期负债	9,772.96	10,336.06	9,168.48	10,813.39	17.9	11,146.59	3.1	11,214.50	11,514.50	12,076.17
短期债务	5,732.31	5,828.60	11,553.54	11,553.54	0.00	11,553.54	0.00	11,553.54	11,553.54	11,553.54
流动负债总额	15,505.27	16,164.66	20,722.02	22,366.93	7.9	22,700.13	1.5	22,768.03	23,068.04	23,629.71
长期债务	14,190.84	15,294.51	10,274.06	10,774.06	4.9	11,274.06	4.6	11,574.06	11,874.06	12,174.06
其它长期负债	2,217.77	2,055.05	1,767.20	1,767.20	0.0	1,767.20	0.0	1,767.20	1,767.20	1,767.20
优先股	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
总负债(包括优先股)	31,913.88	33,514.22	32,763.27	34,908.18	6.5	35,741.38	2.4	36,109.29	36,709.29	37,570.96
普通股股东权益	45,328.52	47,735.87	49,819.60	52,880.04	6.1	57,918.28	9.5	61,120.08	64,486.92	68,333.60
少数股东权益	6,015.10	5,852.90	6,028.74	6,028.74	0.0	6,028.74	0.0	6,028.74	6,028.74	6,028.74
负债和权益总计	83,257.50	87,102.99	88,611.62	93,816.96	5.9	99,688.41	6.3	103,258.11	107,224.95	111,933.31
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)	4,724.18	4,969.26	5,255.54	6,799.13	29.4	7,152.83	5.2	7,113.19	7,479.84	8,545.87
折旧和摊销	2,493.34	2,817.53	2,510.72	2,867.99	14.2	2,998.10	4.5	3,125.57	3,252.74	3,379.63
营运资本变动净值	(1,950.81)	(1,772.81)	(517.88)	(317.93)	38.6	(371.04)	-16.7	(309.91)	(331.21)	(266.75)
其他营业性现金流	1,005.94	(175.07)	153.06	497.06	224.7	515.48	3.7	487.01	467.87	588.76
经营性现金流	6,272.65	5,838.91	7,401.44	9,846.25	33.0	10,295.37	4.6	10,415.86	10,869.24	12,247.51
有形资本支出	(1,588.57)	(1,607.99)	(2,545.59)	(3,992.86)	-56.9	(3,992.86)	0.0	(3,992.86)	(3,992.86)	(3,992.86)
无形资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
净(收购)/处置	0.00	0.00	0.00	613.84	-	656.09	6.9	656.09	715.63	747.66
其他投资性现金流	36.07	(2,830.71)	(5,500.43)	(500.00)	-	(500.00)	-	(500.00)	(500.00)	(500.00)
投资性现金流	(1,552.50)	(4,438.70)	(8,046.01)	(3,879.02)	51.8	(3,836.77)	1.1	(3,836.77)	(3,777.23)	(3,745.20)
已付股息	(2,457.56)	(2,685.11)	(5,177.47)	(2,889.91)	44.2	(4,807.84)	-66.4	(4,973.87)	(4,992.46)	(5,346.99)
股份发行/回购	91.50	59.50	15.00	0.00	-	1,818.60	-	0.00	0.00	0.00
其他融资性现金流	(196.36)	(1.74)	0.00	(49.38)	-	(49.38)	0.00	(49.38)	(49.38)	(49.38)
债务及优先股变化	7,155.32	1,199.96	704.48	500.00	-29.03	500.00	0.00	300.00	300.00	300.00
融资性现金流	4,592.90	(1,427.39)	(4,457.99)	(2,439.29)	45.3	(2,538.61)	-4.1	(4,723.25)	(4,741.84)	(5,096.37)
现金流量中现金的增加(减少)	9,313.05	(27.18)	(5,102.56)	3,527.94	-	3,919.99	11.1	1,855.85	2,350.17	3,405.94
外汇/非现金项目	(6,282.96)	(921.89)	1,576.34	(1,008.47)	-	(.00)	100.0	0.00	0.00	0.00
资产负债表现金增加(减少)	3,030.09	(949.07)	(3,526.22)	2,519.47	-	3,919.99	55.6	1,855.85	2,350.17	3,405.94

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。

上港集团 (600018.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)	17.6	12.3	15.6	19.4	18.6	18.9	18.0	15.4
市盈率 (UBS, 稀释后)	18.5	12.7	16.1	19.3	18.5	18.7	17.8	15.3
股价/每股现金收益	11.9	8.0	10.8	13.6	13.1	13.0	12.5	11.0
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	5.7	6.9	5.9	4.4	4.8	4.9	5.2	6.3
净股息收益率(%)	3.2	5.0	3.5	2.8	3.0	2.9	3.1	3.6
市净率	1.9	1.3	1.6	2.5	2.3	2.2	2.1	1.9
企业价值/营业收入(核心)	4.1	2.4	3.2	4.7	4.3	4.2	3.9	3.7
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	9.0	7.2	9.3	13.3	12.3	11.8	10.9	9.4
企业价值/息税前利润(核心)	11.9	10.3	12.6	18.2	16.7	16.1	14.9	12.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	9.0	7.2	9.3	13.3	12.3	11.8	10.9	9.4
企业价值/运营投入资本	1.9	1.2	1.6	2.3	2.3	2.2	2.1	2.1
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	82,490.61	61,250.76	81,964.54	131,980.04	131,980.04	131,980.04	131,980.04	131,980.04
净债务 (现金)	7,934.41	11,071.55	14,261.41	15,367.03	12,647.29	12,647.29	8,356.36	8,356.36
少数股东权益	6,048.95	5,934.00	5,940.82	6,028.74	6,028.74	6,028.74	6,028.74	6,028.74
养老金拨备/其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
企业价值总额	96,473.97	78,256.31	102,166.77	153,375.81	150,656.08	150,656.08	146,365.15	146,365.15
非核心资产	(6,980.07)	(10,632.94)	(12,631.59)	(13,131.59)	(13,631.59)	(14,131.59)	(14,631.59)	(15,131.59)
核心企业价值	89,493.90	67,623.37	89,535.18	140,244.22	137,024.49	136,524.49	131,733.56	131,233.56
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	14.0	30.3	-0.8	5.7	6.3	3.9	4.0	4.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	15.7	-6.0	2.3	9.9	5.8	3.8	4.1	15.1
息税前利润(UBS)	9.9	-12.3	8.0	8.4	6.3	3.6	4.1	19.2
每股收益(UBS 稀释后)	-2.8	5.7	6.0	34.3	4.2	-1.1	4.7	16.3
每股股息净值	11.1	11.6	-5.2	29.4	4.2	-1.5	5.2	16.4
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	44.2	31.3	32.9	33.4	33.4	33.5	33.4	37.1
息税折旧摊销前利润率	45.9	33.1	34.1	35.5	35.3	35.3	35.3	39.1
息税前利润率	34.4	23.1	25.2	25.8	25.8	25.8	25.8	29.6
净利 (UBS) 率	20.6	17.0	18.1	23.0	22.8	21.9	22.0	24.2
ROIC (EBIT)	15.9	12.0	12.4	12.9	13.5	13.7	14.0	16.6
税后投资资本回报率	12.6	9.5	9.7	9.9	10.3	10.3	10.4	12.2
净股东权益回报率(UBS)	11.1	10.3	10.5	13.3	13.0	12.1	12.0	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	1.0	1.3	1.7	1.4	1.0	0.8	0.6	0.3
净债务/总权益 %	19.5	22.7	29.3	24.4	17.1	14.0	10.4	5.7
净债务/ (净债务 + 总权益) %	16.3	18.5	22.7	19.6	14.6	12.3	9.4	5.4
净债务/企业价值	11.2	18.0	18.3	10.2	8.0	6.9	5.6	3.2
资本支出 / 折旧 %	75.4	67.6	107.4	164.9	157.4	150.7	144.5	138.8
资本支出/营业收入(%)	7.3	5.7	9.0	13.4	12.6	12.1	11.7	11.2
息税前利润/净利息	11.5	9.0	8.8	9.1	10.1	10.9	11.7	14.7
股息保障倍数 (UBS)	1.7	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
股息支付率 (UBS) %	60.0	63.4	56.6	54.6	54.6	54.4	54.6	54.6
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	21,778.86	28,381.02	28,162.30	29,771.09	31,648.81	32,892.07	34,193.79	35,560.58
总计	21,778.86	28,381.02	28,162.30	29,771.09	31,648.81	32,892.07	34,193.79	35,560.58
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	7,493.18	6,569.72	7,096.53	7,694.22	8,180.59	8,475.52	8,821.78	10,514.18
总计	7,493.18	6,569.72	7,096.53	7,694.22	8,180.59	8,475.52	8,821.78	10,514.18

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	-3.4%
预测股息收益率	3.0%
预测股票回报率	-0.4%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	-9.6%

风险声明

上港集团面临的风险包括美国经济衰退和全球经济放缓所引发的国内出口放慢、来自周边港口（宁波、釜山、高雄等）的更加激烈的竞争以及可转债所带认购期权潜在的摊薄影响。

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：饶呈方。

涉及报告中提及的公司的披露

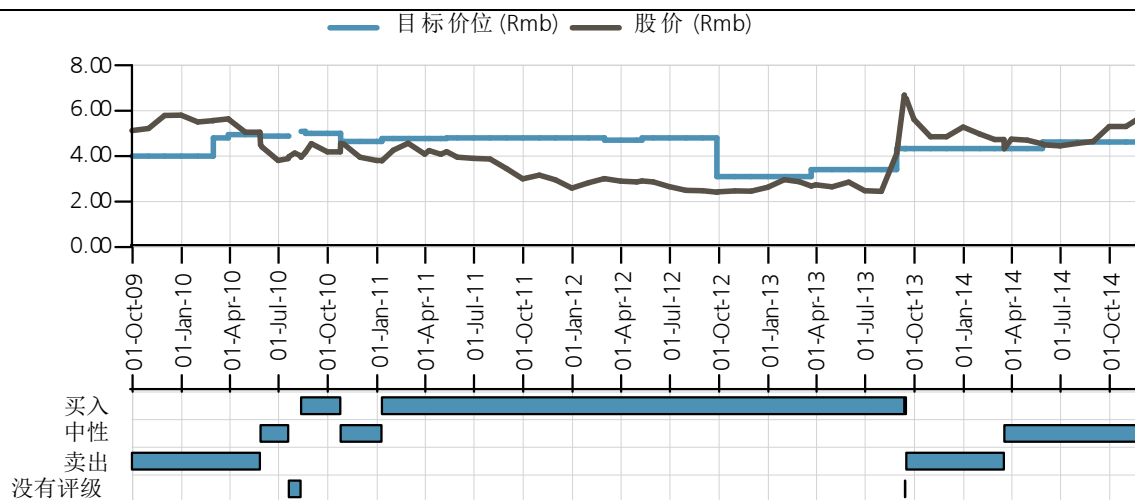
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
上港集团	600018.SS	中性	不适用	Rmb5.77	2014 年 12 月 01 日

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。

上港集团 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 12 月 1 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。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。

