

格力电器

营收增速有望加快，催化估值提升

近期促销效果良好，全年收入目标有望实现

格力在今年9月底开始进行全国范围内的促销，成功吸引了消费者注意，市场份额显著上升，恢复到同期历史最高水平。“双十一”公司首次大规模参与线上销售，形式和效果俱佳。11月底公司推出以旧换新的宣传，继续促销。我们认为第4季度公司收入同比增速有望达到30%以上，实现全年1400亿元的收入目标，3季度末公司预收账款达163亿元是有利支撑。

促销对业绩影响不大，估值基准切换有望推动股价表现

本次促销公司调整的是零售价，出厂价没有调整，同时近期石油和铜等原材料持续下行，加之高毛利率的中央空调业务近期同比增长20%以上，我们预计毛利率有望继续提升。我们预计促销的费用将从其他流动负债支出，该科目余额达436亿元，对业绩影响应该不大。临近年底，公司估值基准将切换至2015年，我们预计明年业绩增长20%，有望推动股价表现。

房地产趋势向好有利2015年增长，格力集团改革或将推进

展望2015年，在政府出台多项放松房地产的政策之后，近期成交量有所回升，我们预计对明年下半年行业增长有利，并修复前期受房地产市场低迷压制的估值。同时格力集团引进战投有望获得进展，我们认为利于公司长远发展。

估值：上调盈利预测和目标价，重申买入评级

我们上调公司未来家用空调内销量增速假设，并上调2014~16年EPS预测至4.69/5.58/6.42元（原为4.61/5.36/6.18元），上调分红比例至50%，WACC降至8.7%（原12.9%），基于瑞银VCAM工具通过现金流贴现，上调目标价至47元（原36元），相对2015年8.4x。格力目前相对2015年6.7x的估值处于历史较低水平，相对同行也偏低，重申“买入”。

Equities

中国

消费电子业

12个月评级 **买入**
保持**不变**

12个月目标价 **Rmb47.00**
之前: **Rmb36.00**

股价 **Rmb37.10**

路透代码: 000651.SZ 彭博代码 000651 CH

交易数据和主要指标

52周股价波动范围 Rmb37.53-26.36

市值 Rmb112十亿/US\$18.1十亿

已发行股本 3,008百万(ORDA)

流通股比例 96%

日均成交量(千股) 26,670

日均成交额(Rmb百万) Rmb809.8

普通股股东权益(12/14E) Rmb43.5十亿

市净率(12/14E) 2.6x

净债务/EBITDA NM

每股收益(UBS稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测	
12/14E	4.61	4.69	1.77	4.54
12/15E	5.36	5.58	4.00	5.36
12/16E	6.18	6.42	3.81	6.17

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	83,517	100,110	120,043	140,375	160,790	180,078	201,035	222,004
息税前利润(UBS)	4,035	7,404	10,610	16,773	18,958	21,820	25,062	28,701
净利润(UBS)	5,237	7,380	10,871	14,120	16,775	19,302	22,177	25,392
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	1.86	2.47	3.61	4.69	5.58	6.42	7.37	8.44
每股股息(Rmb)	0.50	1.00	1.50	2.35	2.79	3.21	3.69	4.22
现金/(净债务)	10,736	24,702	35,095	38,906	46,941	55,588	65,585	76,501

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(%)	4.8	7.4	8.8	11.9	11.8	12.1	12.5	12.9
ROIC(EBIT)(%)	110.2	155.7	>500	>500	406.6	400.4	378.4	349.9
EV/EBITDA(core)x	10.0	6.2	5.5	4.5	3.6	2.8	2.5	2.2
市盈率(UBS,稀释后)(x)	11.0	8.6	7.7	7.9	6.7	5.8	5.0	4.4
权益自由现金流(UBS)收益率%	(2.5)	23.2	12.6	12.8	15.6	17.3	19.8	22.1
净股息收益率(%)	2.4	4.7	5.4	6.3	7.5	8.6	9.9	11.4

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11日16时26分的股价(Rmb37.10)得出;

投资主题

格力电器

投资理由

格力电器是国内空调行业的龙头，内外销合计份额超过 30%。公司坚持自主研发，掌握核心科技，是技术升级的领跑者。销售渠道遍布全国，实力强且和格力关系紧密，有助公司持续获得市场份额。

我们预计公司 2014/2015/2016 年 EPS 预测为 4.69/5.58/6.42 元（市场一致预期为 4.55/5.36/6.19 元），基于瑞银 VCAM 工具，通过现金流贴现（WACC 假设为 8.7%），推导出目标价 47 元，给予“买入”的投资评级。我们预计公司未来毛利率仍有上升空间，销售费用率或将得到控制，净利率有望继续提升，推动业绩超预期。

乐观情景

零售价格下调后，公司终端出货情况较好，高于工厂出货。若明年公司促销延续，且房地产市场向好，2015 年格力销量增速有可能提升至 20% 以上。

乐观情景假设下格力毛利率继续上升而销售费用率下降，那么我们估算，格力电器 2015 年净利润有望同比增长 20% 以上，2015 年 EPS 达到 5.70 元，对应每股估值达到 48.5 元。

悲观情景

公司目前净利率较高，若因为促销盈利能力出现下降，则我们估算 2015 年净利润同比增长 10% 左右，全年 EPS 为 5.16 元，对应每股估值 41.3 元。

近期催化剂

行业月度销量增速回升较快，格力财报业绩超预期。

新家电补贴政策“领跑者计划”推出，利好格力电器等技术领先的家电龙头。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb47.00

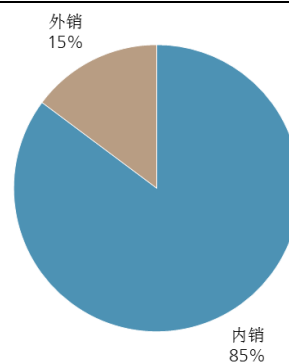
公司简介

公司专注于空调产品的研发、生产、销售和服务，包括家用空调、中央空调等产品。同时也经营小家电和空调配件等，占比不大，空调仍是公司集中专注的产品。

行业展望

2013 年城镇化率约 53.7%，城镇化率推进有望继续拉动空调普及。2012 年空调城镇每百户拥有量 126 台，农村每百户拥有量 25 台，保有量提升仍有空间。在节能环保的趋势引领下，产品的技术升级速度不断加快，从而带动空调产业升级。我们预计行业销量有望维持 8% 左右的增长。

收入按区域分布，2013 (%)



来源：公司数据

各类产品的毛利

单位：亿元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
空调及配件	225.2	364.0	438.9	504.7	568.4
小家电	3.3	3.2	5.2	7.9	11.0
漆包线	0.4	0.5	0.5	0.7	0.8
压缩机	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
模具	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
其他	37.5	23.5	31.3	32.6	33.4
合计	266.8	391.7	476.6	546.5	614.4

来源：公司数据，瑞银证券估算

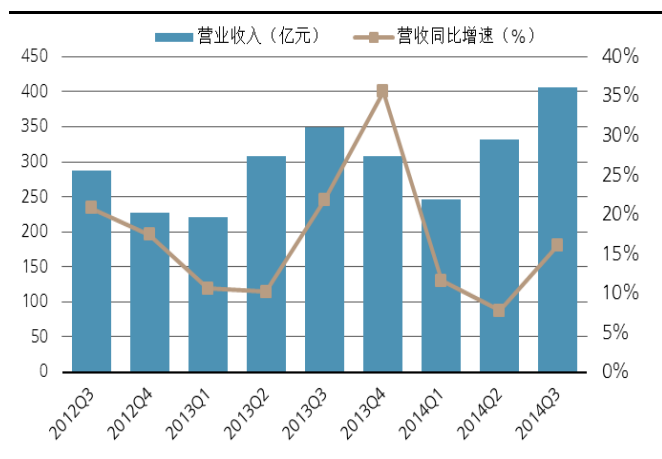
促销效果良好，有利支撑实现全年 1400 亿元的营收目标

公司前三季度实现总营收 1000 亿元，同比增长 12.7%，实现归属于上市公司股东的净利润 98.3 亿元，同比增长 29.7%，EPS 3.27 元，与市场预期基本持平。前三季度经营性现金流量净额 219 亿元，同比增长 11.5%。

第 3 季度公司营收 405 亿元，同比增长 16.1%，高于上半年 (+9.4%YoY)，超出我们和市场的预期，我们认为主要源于公司为 9 月底大规模国庆促销而提前加大渠道备货。

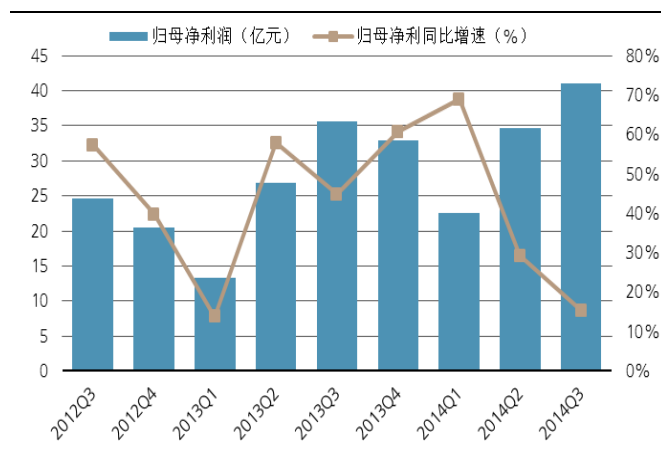
从我们的终端调研和产业在线及奥维资讯数据来看，促销效果较好带来零售份额回升，我们预计将消化渠道库存，格力能够实现全年 1400 亿元营收目标，对应 4 季度公司收入增长 30% 以上。

图表 1: 2012Q3-2014Q3 营业收入及同比增速



来源: 公司数据

图表 2: 2012Q3-2014Q3 归母净利润及同比增速



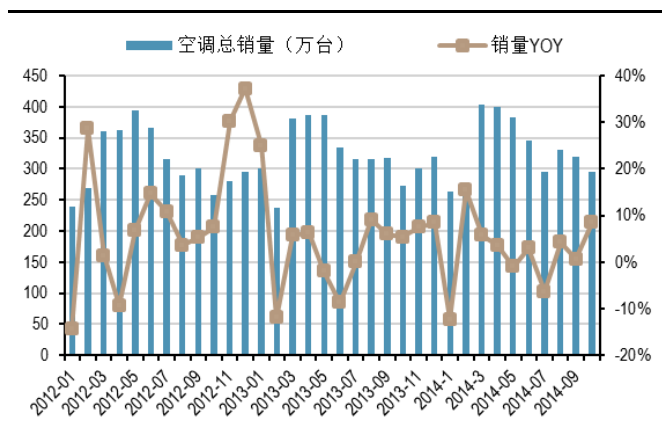
来源: 公司数据

10 月销量大幅回升，市占率收复过去两年失地

在 9 月底下调价格之后，今年 10 月格力空调总销量 295 万台，同比增长 17.1%，总销量市场占有率是 42.8%（同比+3.7 个百分点）。2012 年后格力主要致力于产品结构提升，2013 年和 2014 年前 3 季度公司市占率累计下降约 3 个百分点。促销后 10 月市占率马上超过历史最高水平，显示了公司产品和品牌强大的竞争力。

从 2014 年初至 10 月，格力空调累计总销量 3310 万台（同比+2.5%）。格力空调总销量累计市场占有率是 32.5%（同比-0.8 个百分点）。

图表 3: 格力空调月度总销量和同比增速

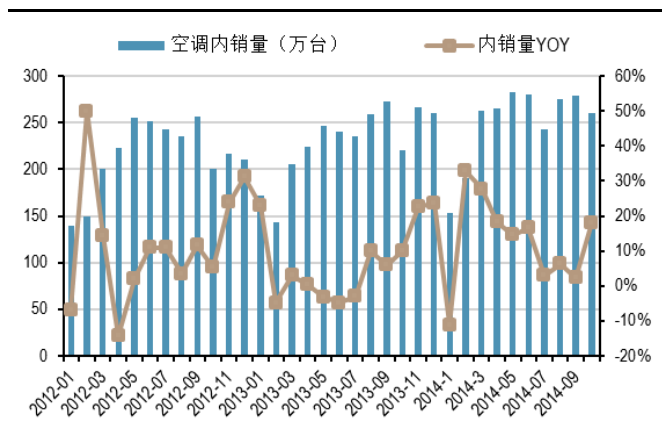


来源: 产业在线

今年 10 月，格力空调内销量 260 万台（同比+18.2%），内销市场占有率 56.1%，同比上升 6.0 个百分点，上升幅度尤为明显。从公司双十一的积极推动和最近的以旧换新活动来看，格力的促销活动或将延续，市占率有望持续上升。

从 2014 年初至 10 月，格力空调累计内销量 2491 万台（同比+12.3%）。格力空调内销量累计市场占有率是 41.1%（同比-0.8 个百分点）。

图表 5: 格力空调月度内销量和同比增速

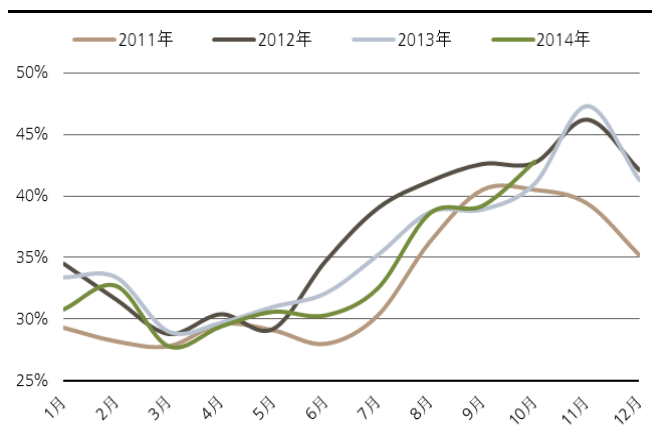


来源: 产业在线

今年 10 月，格力空调出口量 35 万台，出口量市场占有率是 15.5%（同比基本持平）。由于出口市场主要是 OEM，若公司追求销售规模降低产品价格，出口销量的弹性较大。

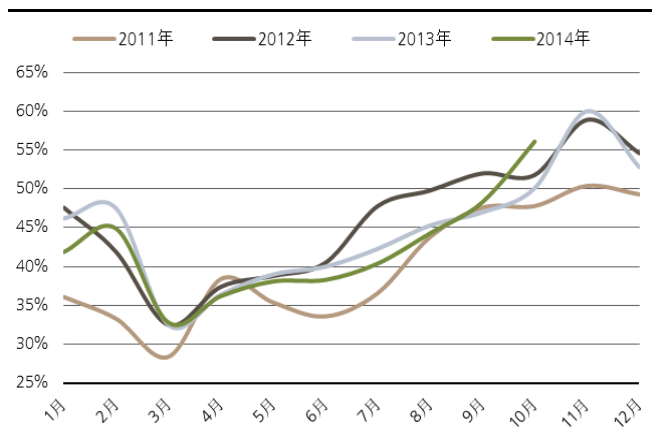
从 2014 年初至 10 月，格力空调累计出口量 819 万台（同比-19.0%）；格力空调出口量累计市场占有率是 19.9%（同比-3.1 个百分点）。

图表 4: 格力空调总销量市占率



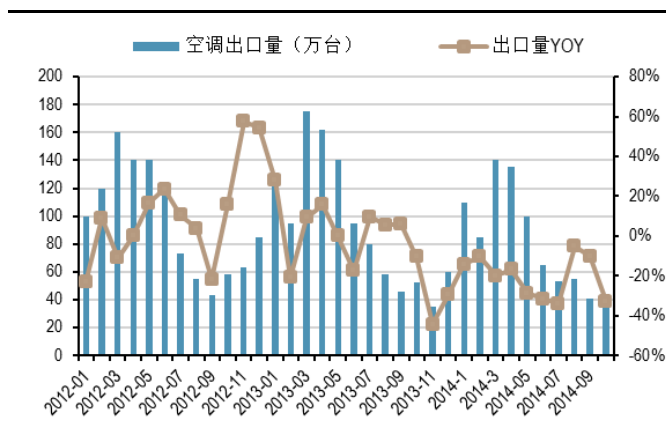
来源: 产业在线

图表 6: 格力空调内销量市占率



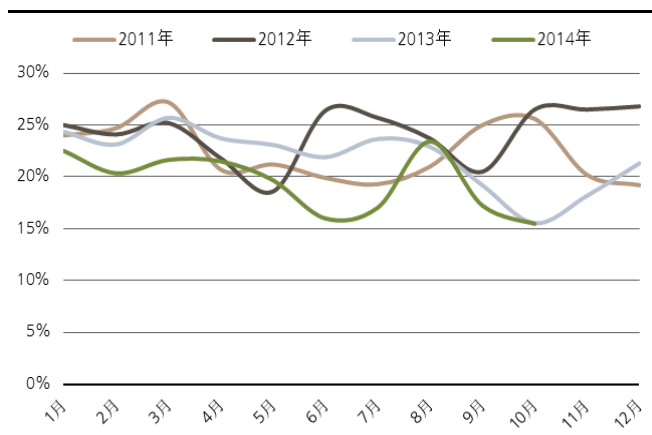
来源: 产业在线

图表 7: 格力空调月度出口量和同比增速



来源: 产业在线

图表 8: 格力空调出口量市占率



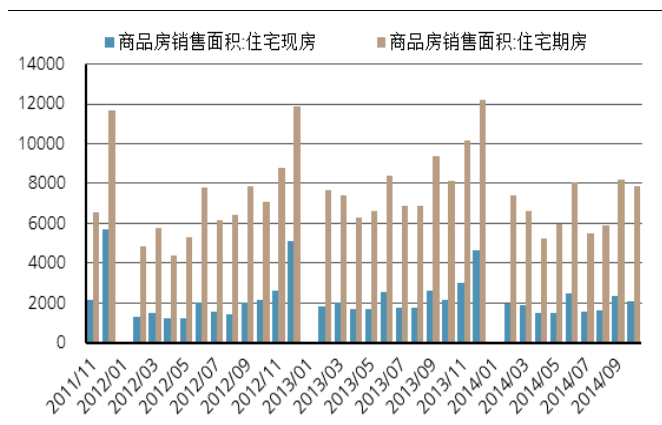
来源: 产业在线

房地产成交回暖，有望提振空调行业

根据 CEIC 的数据，2014 年 10 月商品房销售面积现房为 2095 万平米，期房为 7843 万平米，同比增速分别为-3.7%和-3.3%，跌幅较之前有所收窄。从与家电销量关系最为密切的交房面积来看（我们估算交房面积=当月竣工面积-当月待售的面积变动），2014 年 10 月交房面积为 4870 万平米，同比回升 1.9%，保持平稳。

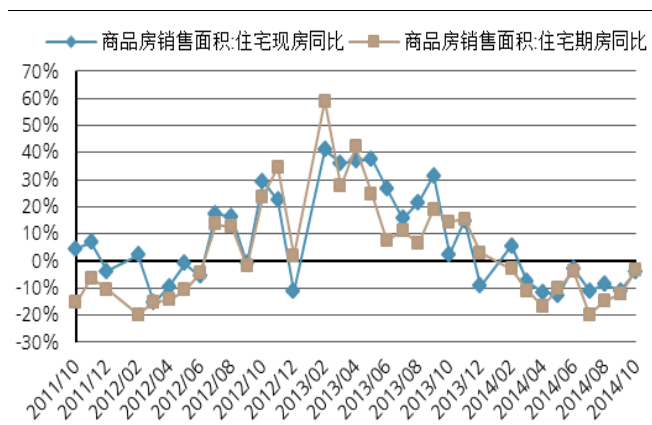
9 月底政府进一步放松房地产信贷，我们预计政策放松对房地产的刺激效应将逐步体现。同时去年 4 季度房地产销售基数降低，若今年 4 季度房地产销售降幅缩窄，我们预计对空调行业的影响将逐步趋于正面，消费者信心指数的提升也有望推动格力的估值修复。

图表 9: 中国商品房销售面积（万平米）



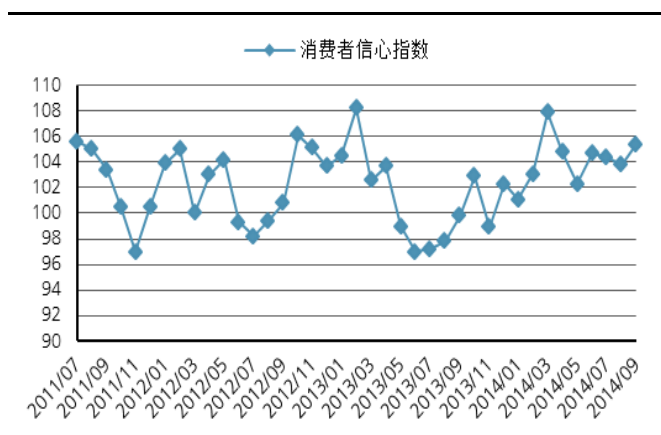
来源: CEIC

图表 10: 中国商品房销售面积同比增长



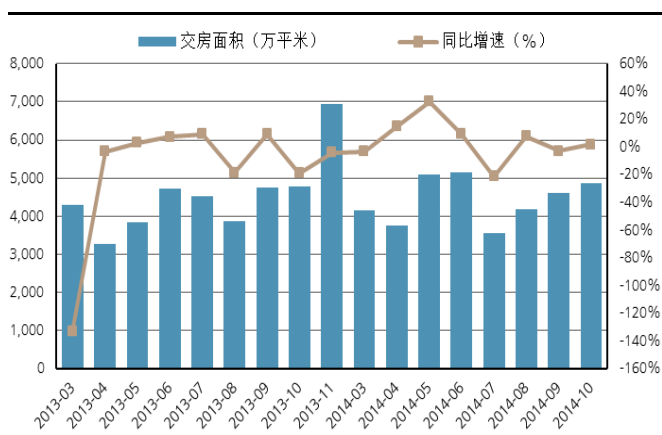
来源: CEIC

图表 11: 消费者信心指数



来源: Wind

图表 12: 交房面积及同比变化



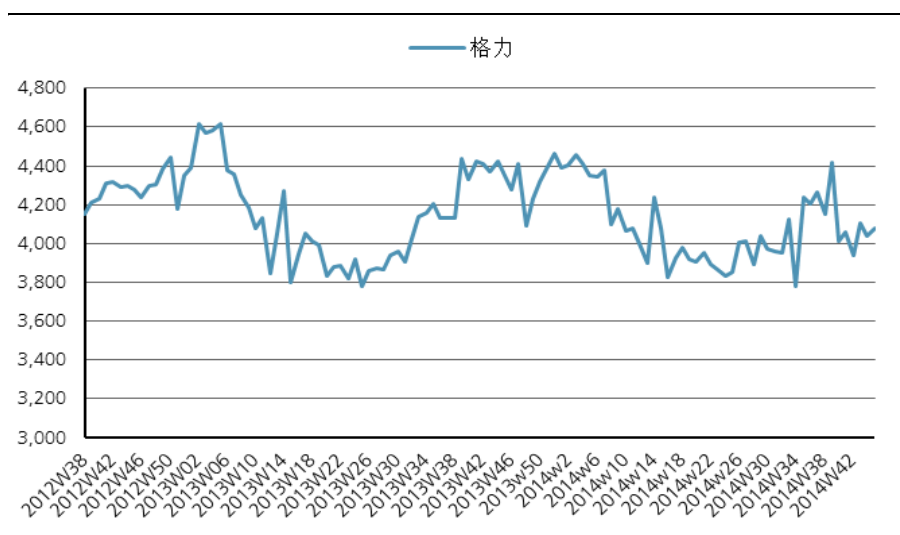
来源: CEIC, 瑞银证券估算

均价虽有所下降，但原材料价格下跌推升毛利率

国庆销售旺季（第 39 周和 40 周），格力下调了终端价格。从奥维资讯监测的终端数据也可以看到，其空调均价环比下滑，最近两周均价从之前的 4200 元降至 4000 元左右，整体均价下降约 5%。

但由于公司对经销商的出厂价没有变化，下调的是终端零售价，我们预计格力的毛利率将不会受到促销的影响。经销商因为调价受损的部分，公司应会通过其他流动负债进行补贴，该项负债 3 季度末余额 436 亿元，准备充分。

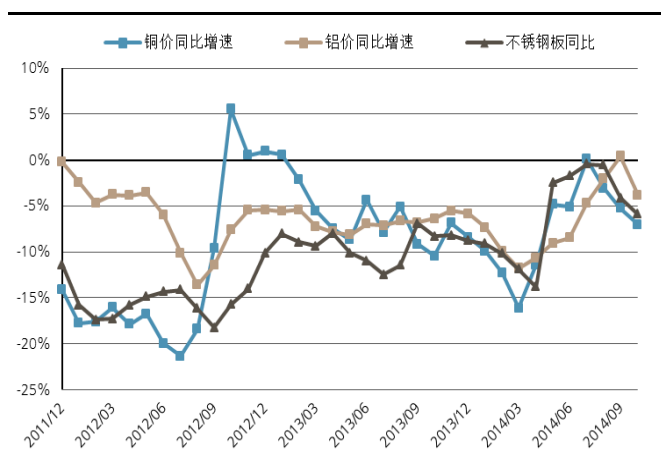
图表 13: 空调销售均价（元）



来源: 奥维咨询 (AVC)

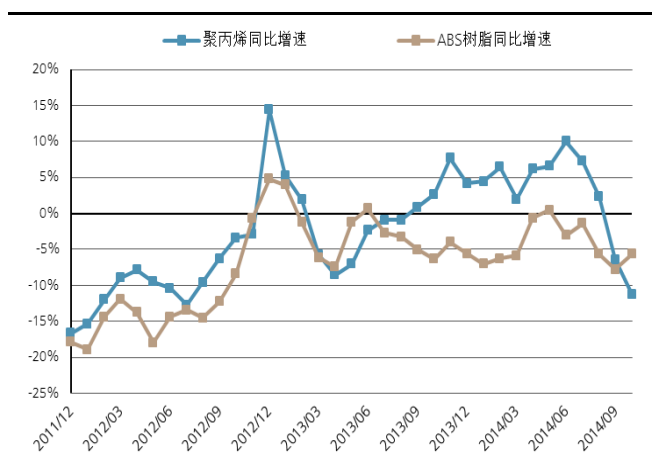
2012 年至 2014 年 1 季度白电行业受益于原材料价格下跌，毛利率普遍提升。2014 年 2 季度铜价和铝价止跌回升，白电成本增加。但最近几个月铜价和铝价出现回落，成本上升的压力减轻，有助提升空调企业毛利率。

图表 14: 钢材、铜和铝价格同比变化 (%)



来源: CEIC

图表 15: 塑料价格同比 (%)



来源: CEIC

上调销量增速，公司盈利预测

考虑到公司持续推行的降价策略和房地产政策的放松，我们上调了公司未来两年家用空调内销量增速假设，从原来 2014/15 的+10%/+8%上调至+15%/+11%。同时我们上调了公司 2014 年家用空调出口量增速假设，从原来的 0%上调至 5%。

图表 16: 格力电器家用空调内销量和出口量增速假设变化 (%)

调整前	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
内销量增长率 (%)	21.1%	12.7%	13.3%	10.0%	8.0%	7.0%
出口量增长率 (%)	40.7%	5.5%	-2.3%	0.0%	8.0%	8.0%
调整后	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
内销量增长率 (%)	21.1%	12.7%	13.3%	15.0%	11.0%	7.0%
出口量增长率 (%)	40.7%	5.5%	-2.3%	5.0%	8.0%	8.0%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

格力集团正在引进战略投资者，我们对此持乐观态度，若完成有望继续提升分红比利，因此我们上调了公司未来的股利支付率，从原来的 2014/15/16 的 40%/40%/40%上调至 50%/50%/50%。

图表 17: 格力电器股利支付率假设变化 (%)

股利支付率%	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
调整前	28.7%	40.8%	41.5%	40.0%	40.0%	40.0%
调整后	28.7%	40.8%	41.5%	50.0%	50.0%	50.0%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

提升目标价至 47 元，重申“买入”评级

我们上调公司 2014~16 年 EPS 预测至 4.69/5.58/6.42 元 (原为 4.61/5.36/6.18 元)，同时上调未来几年的股利支付率，基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型，在 WACC 假设为 8.7%的情况下 (原为 12.9%)，上调目标价至 47 元 (原为 36 元)。

我们的贴现现金流模型覆盖时间跨度为 2014-2023 年。我们假设权益风险溢价为 5.0%，考虑到公司的股价波动性降低，我们将公司的贝塔系数下调至 0.90，又由于市场无风险利率下降，综合推导出贴现率为 8.7%。

图表 18: 格力电器 [600060.SS]瑞银 VCAM 估值表

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	16,773	18,958	21,820	25,062	28,701	25,655	23,529	20,813	17,521	13,684
折旧及摊销*	1,421	1,554	1,689	1,794	1,485	1,199	1,286	1,369	1,448	1,520
资本支出	(1,654)	(1,654)	(1,610)	(1,610)	(810)	(2,877)	(3,086)	(3,286)	(3,475)	(3,649)
运营资本变动	(4,996)	(4,333)	(3,778)	(4,102)	(4,146)	(2,684)	(2,863)	(2,628)	(2,340)	(2,002)
所得税 (营运)	(2,457)	(2,844)	(3,273)	(3,759)	(4,305)	(3,848)	(4,118)	(4,163)	(3,942)	(3,421)
其他	(610)	(612)	(579)	(629)	(629)	(533)	(521)	(501)	(472)	(434)
自由现金流	8,477	11,069	14,270	16,756	20,295	16,912	14,227	11,604	8,739	5,698
增长		30.6%	28.9%	17.4%	21.1%	-16.7%	-15.9%	-18.4%	-24.7%	-34.8%

估值	
明计现金流现值	88,805
期末价值 (第 15 年) 现值	23,967
企业价值	112,773
占永续价值百分比	21%
联营公司及其他	1,129
-少数股东权益	964
现金盈余**	37,662
-债务***	11,087
权益价值	139,513
已发行股数 [m]	3,007.9
每股权益价值 (Rmb/股)	46.40
权益成本	8.7%
股息收益率	7.4%
1年期目标价 (Rmb/股)	47.00

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	5.0%	4.0%	2.0%
息税前利润率	4.5%	2.2%	2.8%
资本支出/销售收入	1.2%	1.2%	1.0%
投资资本回报率	22.0%	8.7%	8.4%

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	6.2x	5.5x	5.5x
企业价值 / 息税前利润	6.7x	5.9x	6.0x
自由现金流收益率	7.5%	9.8%	9.7%
市盈率 (现值)	9.9x	8.3x	8.4x
市盈率 (目标)	10.0x	8.4x	8.5x

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	0.90
债务/权益比	9.7%
边际税率	25.0%
权益成本	8.7%
债务成本	6.1%
WACC	8.7%

期末假设值	
VCH (年数)	15
对应的自由现金流增长	7.6%
回报率增幅	7.8%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	7.1x

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: UBS-VCAM

参考家电板块和公司历史估值

从家电板块可比公司估值来看，目前中国白电龙头美的集团和青岛海尔相对 2015 年的 PE 估值分别为 8.0x 和 9.2x，二线白电公司相对 2015 年的平均 PE 估值为 11.3x，A 股家电板块整体估值为 13.9x，香港市场为 8.9x，海外家电整体平均为 16.8x，海外白电龙头（惠而浦、伊莱克斯、大金）约为 15x。

相对其他可比公司，格力电器目前相对 2015 年 6.7x 的 PE 估值水平较低，我们认为未来有较大的提升空间。目前青岛海尔相对 2015 年的 PE 估值为 9.2x，相对格力的溢价高于历史平均（约在 20%左右），我们认为使得格力电器被低估的更为明显。

图表 19: 中国 A 股市场家电板块主要上市公司盈利预测和估值

公司	代码	收盘价	市值	EPS			PE			PEG		ROE		Div Yld
				2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	
			(\$bn)											
青岛海尔	600690 CH	19.09	9.39	1.53	1.70	2.08	12.5	11.2	9.2	0.67	0.54	28.4%	3.3%	
格力电器	000651 CH	37.1	18.03	3.61	4.69	5.58	10.3	7.9	6.7	0.37	0.32	36.2%	7.5%	
美的集团	000527 CH	24.7	16.82	1.73	2.55	3.08	14.3	9.7	8.0	0.34	0.28	29.4%	6.2%	
A 股白电龙头平均			14.75	2.29	2.98	3.58	12.4	9.6	8.0	0.46	0.38	31.3%	5.7%	
合肥三洋	600983 CH	12.59	1.56	0.68	0.71	0.92	19.7	17.8	13.7	0.87	0.67	16.3%	1.2%	
小天鹅 A	000418 CH	14.31	1.33	0.65	0.96	1.18	15.0	15.0	12.2	0.51	0.42	13.4%	3.8%	
美菱电器	000521 CH	6.28	0.72	0.36	0.44	0.54	15.8	14.3	11.7	0.68	0.55	9.5%	1.7%	
海信科龙	000921 CH	8.97	1.72	0.92	0.93	1.19	9.8	9.7	7.5	0.60	0.47	32.2%	0.6%	
A 股二线白电平均			1.33	0.65	0.76	0.96	15.1	14.2	11.3	0.67	0.53	17.8%	1.8%	
TCL 集团	000100 CH	3.82	5.83	0.25	0.30	0.36	15.1	12.7	10.6	0.66	0.55	15.2%	1.4%	
四川长虹	600839 CH	5.38	4.01	0.11	-0.04	0.11	N/A	N/A	47.6	N/A	2.67	-1.4%	0.2%	
海信电器	600060 CH	12.27	2.59	1.21	1.07	1.16	10.1	11.5	10.6	12.94	11.92	13.5%	2.8%	
兆驰股份	002429 CH	8.24	2.13	0.40	0.48	0.59	20.8	17.3	13.9	0.72	0.58	20.6%	2.2%	
A 股黑电平均			3.64	0.49	0.45	0.56	15.3	13.8	20.7	4.77	3.93	12.0%	1.7%	
苏泊尔	002032 CH	17.3	1.77	0.93	1.10	1.30	16.6	15.7	13.3	0.79	0.67	18.2%	3.4%	
九阳股份	002242 CH	11.7	1.45	0.62	0.69	0.79	18.2	16.9	14.8	1.40	1.23	16.0%	6.2%	
老板电器	002508 CH	34.01	1.76	1.21	1.71	2.30	28.2	19.9	14.8	0.56	0.42	24.5%	2.0%	
华帝股份	002035 CH	14.31	0.83	0.64	0.87	1.12	19.0	16.5	12.8	0.57	0.44	20.3%	2.2%	
万和电气	002543 CH	11.34	0.81	0.56	0.70	0.85	18.6	16.2	13.4	0.72	0.59	10.5%	N/A	
日出东方	603366 CH	16.66	1.08	0.77	0.87	1.02	21.6	19.3	16.3	1.18	1.00	9.5%	N/A	
A 股厨电平均			1.28	0.79	0.99	1.23	20.4	17.4	14.2	0.87	0.73	16.5%	3.5%	
A 股家电平均			4.23	0.95	1.16	1.42	16.6	14.5	13.9	1.47	1.37	18.4%	3.0%	

来源: Bloomberg, 瑞银证券估算, 股价为 2014 年 12 月 11 日收盘价, 股价和 EPS 单位是人民币元, 青岛海尔、美的集团、格力电器、TCL 集团、海信电器、兆驰股份和老板电器盈利预测为瑞银证券估算, 其余公司为 Bloomberg 一致预测。

图表 20: 海外市场家电板块主要上市公司盈利预测和估值

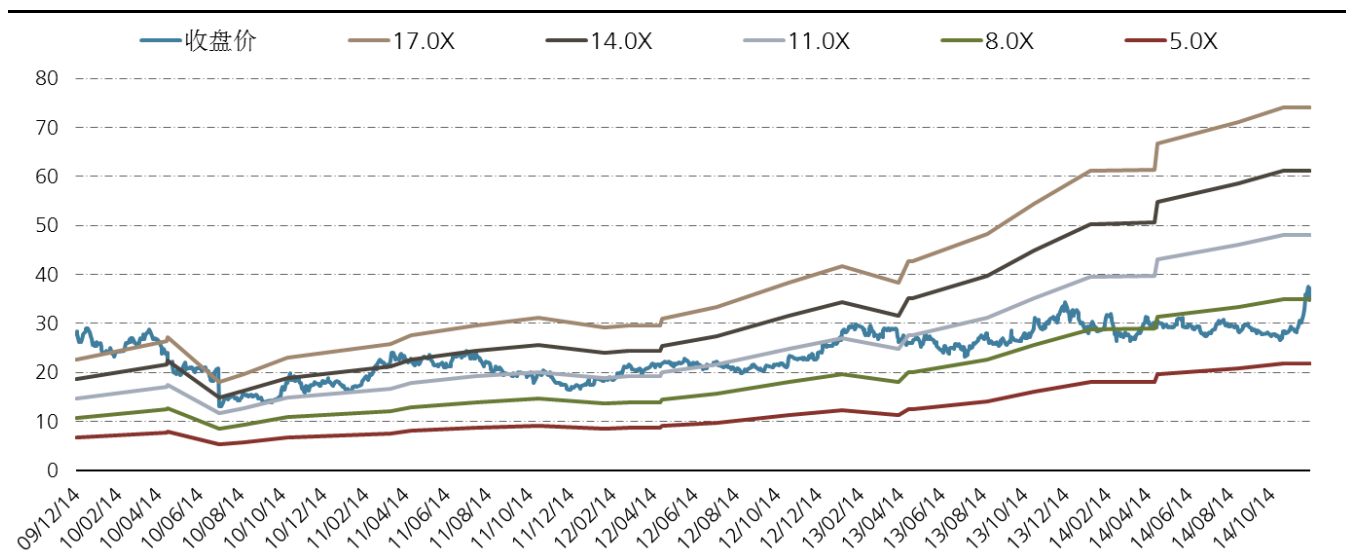
公司	代码	收盘价	市值		EPS			PE			PEG		ROE		Div Yld
			(\$bn)	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E		
海尔电器	1169 HK	20.00	6.93	0.80	0.91	1.10	19.0	17.6	14.5	0.96	0.79	26.8%	0.6%		
海信科龙	0921 HK	6.96	1.72	0.92	0.85	1.10	6.6	6.5	5.1	0.51	0.39	31.8%	0.7%		
创维股份	0751 HK	4.13	1.51	0.45	0.64	0.60	8.6	6.5	6.9	0.66	0.70	14.5%	5.2%		
TCL 多媒体	1070 HK	3.30	0.57	-0.04	0.22	0.29	N/A	15.2	11.3	-0.05	-0.04	7.1%	2.8%		
TCL 通讯	2618 HK	7.36	1.16	0.28	0.90	1.10	9.0	8.2	6.7	0.13	0.10	31.5%	5.3%		
香港市场平均			2.38	0.48	0.70	0.84	10.8	10.8	8.9	0.44	0.39	22.3%	2.9%		
Whirlpool	WHR US	183.26	14.27	10.42	11.65	14.50	14.9	15.7	12.6	0.97	0.78	22.1%	1.7%		
Electrolux	ELUXB SS	222.80	9.18	2.35	10.62	14.20	224.9	21.0	15.7	0.23	0.17	15.9%	3.1%		
Daikin	6367 JP	7906.00	19.63	315.21	388.95	437.01	21.1	20.3	18.1	1.29	1.15	13.2%	1.0%		
De'Longhi	DLG IM	15.84	2.95	0.78	0.82	0.96	22.5	19.4	16.5	1.74	1.48	17.3%	2.9%		
Arcelik	ARCLK TI	15.15	4.53	0.89	1.00	1.13	17.0	15.1	13.4	1.11	0.99	15.9%	3.7%		
RATIONAL	RAA GR	250.03	3.54	8.55	9.27	10.13	26.6	27.0	24.7	2.89	2.65	36.7%	3.1%		
INDESIT	IND IM	N/A	1.56	0.03	0.33	0.55	78.1	32.9	20.1	0.18	0.11	7.2%	N/A		
SEB	SK FP	64.76	4.05	4.13	3.79	4.39	18.3	17.1	14.7	2.82	2.44	12.4%	2.4%		
Noritz	5943 JP	1928.00	0.83	133.58	95.64	131.50	17.7	20.2	14.7	6.82	4.96	4.1%	1.7%		
Rinnai	5947 JP	8210.00	3.63	454.74	438.81	470.25	18.3	18.7	17.5	5.91	5.51	9.8%	0.9%		
海外市场平均			6.42	93.07	96.09	108.46	45.9	20.7	16.8	2.40	2.02	15.4%	2.3%		

来源: Bloomberg, 瑞银证券估算, 股价为 2014 年 12 月 11 日收盘价, 股价和 EPS 是本地货币元。公司盈利预测为 Bloomberg 一致预测。

从公司的历史估值来看, 2013 年 4 月及之前公司估值维持在 11x 以上, 之后至今, 大部分时间估值在 8x-11x 的区间, 目前处于最近 5 年的中间水平和过去 3 年的偏高位置。但如果考虑到估值基准切换到 2015 年, 则 PE 估值约 6.7x, 处于历史最低区间。

我们的目标价 47 元, 相对公司 2015 年的 PE 为 8.4x, 与行业和公司历史的纵向相比, 我们认为这个估值水平较为合理。

图表 21: 格力电器 PE-Bands



来源: Wind, 股价截止 2014 年 12 月 11 日

格力电器 (000651.SZ)

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	83,517	100,110	120,043	140,375	16.9	160,790	14.5	180,078	201,035	222,004
毛利	15,367	26,676	39,165	47,655	21.7	54,653	14.7	61,437	69,088	76,986
息税折旧摊销前利润(UBS)	4,668	8,382	11,840	18,194	53.7	20,512	12.7	23,509	26,856	30,185
折旧和摊销	(633)	(978)	(1,230)	(1,421)	15.6	(1,554)	9.3	(1,689)	(1,794)	(1,485)
息税前利润(UBS)	4,035	7,404	10,610	16,773	58.1	18,958	13.0	21,820	25,062	28,701
联营及投资收益	91	(20)	717	(400)	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	1,749	918	1,427	(336)	-	360	-	354	364	359
净利息	453	461	137	675	391.8	538	-20.4	672	823	993
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	6,329	8,763	12,892	16,712	29.6	19,855	18.8	22,846	26,248	30,053
税项	(1,031)	(1,317)	(1,956)	(2,507)	-28.1	(2,978)	-18.8	(3,427)	(3,937)	(4,508)
税后利润	5,297	7,446	10,936	14,205	29.9	16,877	18.8	19,419	22,311	25,545
优先股股息及少数股权	(60)	(66)	(65)	(85)	-31.0	(101)	-18.8	(117)	(134)	(153)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	5,237	7,380	10,871	14,120	29.9	16,775	18.8	19,302	22,177	25,392
净利润 (UBS)	5,237	7,380	10,871	14,120	29.9	16,775	18.8	19,302	22,177	25,392
税率(%)	16.3	15.0	15.2	15.0	-1.1	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)	1.86	2.47	3.61	4.69	29.9	5.58	18.8	6.42	7.37	8.44
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	1.86	2.47	3.61	4.69	29.9	5.58	18.8	6.42	7.37	8.44
每股收益 (UBS, 基本)	1.86	2.47	3.61	4.69	29.9	5.58	18.8	6.42	7.37	8.44
每股股息净值(Rmb)	0.50	1.00	1.50	2.35	56.5	2.79	18.8	3.21	3.69	4.22
每股账面价值	6.25	8.89	11.50	14.46	25.7	17.25	19.3	20.45	24.14	28.36
平均股数(稀释后)	2,817.89	2,992.03	3,007.87	3,007.87	0.0	3,007.87	0.0	3,007.87	3,007.90	3,007.90
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	16,057	29,207	39,788	41,968	5.5	50,540	20.4	59,859	70,678	82,588
其他流动资产	55,698	55,880	63,945	74,346	16.3	83,699	12.6	93,106	103,195	113,224
流动资产总额	71,756	85,088	103,733	116,314	12.1	134,240	15.4	152,964	173,873	195,812
有形固定资产净值	9,881	15,005	15,902	18,397	15.7	18,369	-0.2	18,162	17,850	17,048
无形固定资产净值	1,622	1,635	2,370	2,496	5.3	2,622	5.0	2,747	2,873	2,999
投资其他资产	1,952	5,839	11,697	12,404	6.0	13,406	8.1	14,408	15,410	16,412
总资产	85,212	107,567	133,702	149,611	11.9	168,637	12.7	188,282	210,007	232,271
应付账款和其他短期负债	61,454	75,310	93,174	103,217	10.8	113,754	10.2	123,631	134,134	143,549
短期债务	2,739	3,521	3,317	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	64,193	78,830	96,491	103,217	7.0	113,754	10.2	123,631	134,134	143,549
长期债务	2,582	984	1,375	1,375	0.0	1,375	0.0	1,375	1,375	1,375
其它长期负债	59	172	369	566	53.4	566	0.0	566	566	566
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	66,834	79,987	98,235	105,158	7.0	115,695	10.0	125,573	136,075	145,490
普通股股东权益	17,607	26,743	34,583	43,484	25.7	51,872	19.3	61,523	72,611	85,307
少数股东权益	770	837	884	969	9.6	1,070	10.4	1,187	1,321	1,474
负债和权益总计	85,212	107,567	133,702	149,611	11.9	168,637	12.7	188,282	210,007	232,271
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)	5,237	7,380	10,871	14,120	29.9	16,775	18.8	19,302	22,177	25,392
折旧和摊销	633	978	1,230	1,421	15.6	1,554	9.3	1,689	1,794	1,485
营运资本变动净值	1,987	(10,126)	(7,996)	375	-	(1,143)	-	(435)	(377)	655
其他营业性现金流	(4,500)	20,177	8,865	46	-99.5	1,911	NM	361	101	(2,108)
经营性现金流	3,356	18,409	12,970	15,963	23.1	19,097	19.6	20,918	23,695	25,423
有形资本支出	(4,778)	(3,602)	(2,461)	(1,654)	32.8	(1,654)	0.0	(1,610)	(1,610)	(810)
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	2,010	(610)	275	(3,438)	-	(1,020)	-	(1,010)	(1,000)	(1,000)
投资性现金流	(2,767)	(4,213)	(2,186)	(5,092)	-132.9	(2,674)	47.5	(2,620)	(2,610)	(1,810)
已付股息	(845)	(1,504)	(3,008)	(4,512)	-50.0	(8,388)	-85.9	(9,651)	(11,089)	(12,696)
股份发行/回购	0	3,198	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
债务及优先股变化	51	(860)	584	(4,179)	-	538	-	672	823	993
融资性现金流	(795)	834	(2,424)	(8,691)	-258.5	(7,850)	9.7	(8,979)	(10,266)	(11,703)
现金流量中现金的增加/(减少)	(206)	15,031	8,360	2,180	-73.9	8,573	293.2	9,318	10,820	11,910
外汇/非现金项目	(322)	(1,881)	2,221	0	-100.0	0	-100.0	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(527)	13,150	10,580	2,180	-79.4	8,573	293.2	9,318	10,820	11,910

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。

格力电器 (000651.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)	11.0	8.6	7.7	7.9	6.7	5.8	5.0	4.4
市盈率 (UBS, 稀释后)	11.0	8.6	7.7	7.9	6.7	5.8	5.0	4.4
股价/每股现金收益	9.8	7.6	6.9	7.2	6.1	5.3	4.7	4.2
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(2.5)	23.2	12.6	12.8	15.6	17.3	19.8	22.1
净股息收益率(%)	2.4	4.7	5.4	6.3	7.5	8.6	9.9	11.4
市净率	3.3	2.4	2.4	2.6	2.2	1.8	1.5	1.3
企业价值/营业收入(核心)	0.6	0.5	0.5	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	10.0	6.2	5.5	4.5	3.6	2.8	2.5	2.2
企业价值/息税前利润(核心)	11.5	7.0	6.1	4.9	3.9	3.1	2.7	2.3
企业价值/经营性自由现金流(核心)	7.7	NM	24.9	4.8	4.1	3.1	2.7	2.3
企业价值/运营投入资本	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	8.1
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	57,721	63,791	83,239	111,593	111,593	111,593	111,593	111,593
净债务 (现金)	(11,783)	(11,783)	(17,719)	(29,899)	(38,081)	(45,116)	(45,116)	(45,116)
少数股东权益	770	837	884	969	1,070	1,187	1,321	1,474
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	46,708	52,845	66,404	82,663	74,582	67,664	67,798	67,951
非核心资产	(215)	(791)	(1,407)	(1,112)	(1,112)	(1,112)	(1,112)	(1,112)
核心企业价值	46,493	52,054	64,997	81,552	73,471	66,553	66,686	66,840
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	37.3	19.9	19.9	16.9	14.5	12.0	11.6	10.4
息税折旧摊销前利润(UBS)	63.5	79.6	41.3	53.7	12.7	14.6	14.2	12.4
息税前利润(UBS)	67.7	83.5	43.3	58.1	13.0	15.1	14.9	14.5
每股收益(UBS 稀释后)	22.5	32.7	46.5	29.9	18.8	15.1	14.9	14.5
每股股息净值	66.7	100.0	50.0	56.5	18.8	15.1	14.9	14.5
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	18.4	26.6	32.6	33.9	34.0	34.1	34.4	34.7
息税折旧摊销前利润率	5.6	8.4	9.9	13.0	12.8	13.1	13.4	13.6
息税前利润率	4.8	7.4	8.8	11.9	11.8	12.1	12.5	12.9
净利 (UBS) 率	6.3	7.4	9.1	10.1	10.4	10.7	11.0	11.4
ROIC (EBIT)	110.2	155.7	>500	>500	406.6	400.4	378.4	349.9
税后投资资本回报率	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净股东权益回报率(UBS)	33.9	33.3	35.5	36.2	35.2	34.0	33.1	32.2
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	(2.3)	(2.9)	(3.0)	(2.1)	(2.3)	(2.4)	(2.4)	(2.5)
净债务/总权益 %	(58.4)	(89.6)	(99.0)	(87.5)	(88.7)	(88.6)	(88.7)	(88.2)
净债务/ (净债务 + 总权益) %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(23.1)	(47.5)	(54.0)	(47.7)	(63.9)	(83.5)	(98.3)	NM
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	116.4	106.4	95.3	89.7	54.6
资本支出/营业收入(%)	5.7	3.6	2.1	1.2	1.0	0.9	0.8	0.4
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	3.7	2.5	2.4	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
股息支付率 (UBS) %	26.9	40.5	41.5	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0
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	83,517	100,110	120,043	140,375	160,790	180,078	201,035	222,004
总计	83,517	100,110	120,043	140,375	160,790	180,078	201,035	222,004
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	4,035	7,404	10,610	16,773	18,958	21,820	25,062	28,701
总计	4,035	7,404	10,610	16,773	18,958	21,820	25,062	28,701

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	+26.7%
预测股息收益率	7.5%
预测股票回报率	+34.2%
市场回报率假设	8.9%
预测超额回报率	+25.3%

风险声明

房地产市场成交量下滑，滞后影响空调内销；出口市场持续不景气；原材料价格上涨；市场竞争加剧，公司毛利率和净利率下降。

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：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
格力电器 ¹³	000651.SZ	买入	不适用	Rmb37.11	2014 年 12 月 10 日

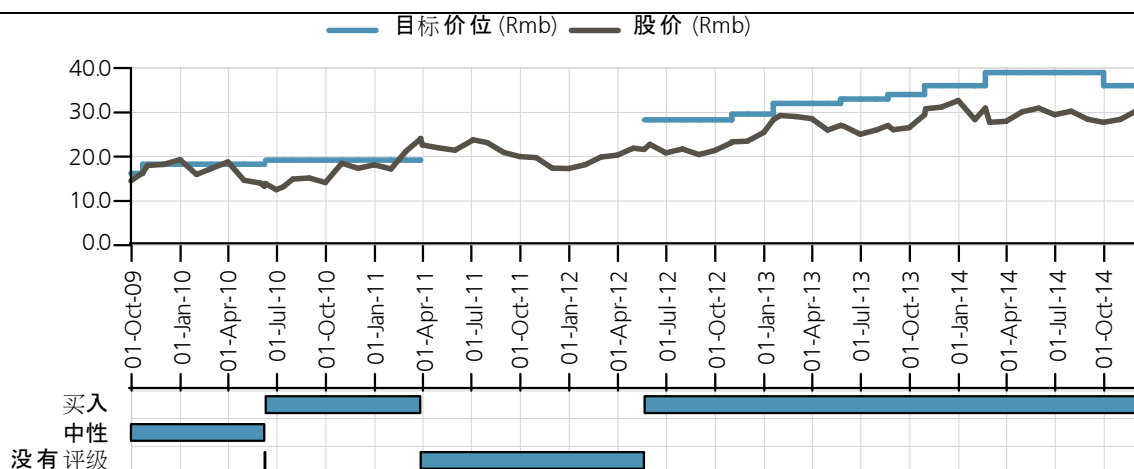
资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

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。

格力电器 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 12 月 10 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下述情形之任何地区、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。