

TCL 集团

受益于面板价格上涨，但恐难延续

前三季度业绩超预期，并预告全年业绩

公司前三季度实现营收 692 亿元，同比增长 13.3%；实现归母净利润 22 亿元，同比增长 75.4%；EPS 0.245，高于之前市场和我们的预期。并预告 2014 年归属于上市公司股东的净利润为 30 亿元-31.5 亿元，同比增长 42%-49%。

受益于面板价格上涨，但元旦后恐难延续

液晶面板是净利润的主要来源，华星光电前三季度销售 129 亿元，同比增长 21.9%，盈利 16.9 亿元，同比增长 19.7%。华星光电产能利用率持续处于高位，同时面板价格自今年 2 季度以来持续，带来收入和利润的快速增长。但元旦后国内和出口电视旺季过去，面板价格上涨态势恐难延续。我们预计 2015 年面板新增产能约 1300 万平米，高于 2014 年，面板供应料更宽松。但公司获得的补贴超出预期，并有望延续，我们上调营业外收入预测。

多媒体和通讯利润改善，2015 年料将稳定增长

前三季度 TCL 多媒体销售 187 亿元，同比下降 16%，但由于毛利率改善，净利润同比增加 1.6 亿元，至 1.8 亿元。前三季度 TCL 通讯营收增长 70%，净利润增加 5.6 亿元，至 5.7 亿元，受益于智能机占比上升（至 62%，11 月）。我们预计 2015 年多媒体竞争压力减轻，智能手机渗透延续，两块业务均有望稳定增长。

估值：上调盈利预测和目标价，下调评级至“中性”

我们上调公司 2014/2015/2016 年 EPS 预测至 0.33/0.38/0.44 元（原预测 0.30/0.36/0.43 元），基于瑞银 VCAM 工具通过现金流折现（WACC 从 9% 下调为 7.0%），得出目标价 4.32 元（原为 3.60 元）。8 月中旬至今公司股价累计上涨约 43%，我们下调评级至“中性”。

Equities

中国

家具及电器业

12 个月评级 **中性**
之前: 买入

12 个月目标价 **Rmb4.32**
之前: Rmb3.60

股价 **Rmb3.83**

路透代码: 000100.SZ 彭博代码 000100 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb3.84-2.24
市值	Rmb32.5 十亿/US\$5.25 十亿
已发行股本	8,476 百万 (ORDA)
流通股比例	82%
日均成交量(千股)	326,901
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb1,040.4
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb18.7 十亿
市净率 (12/14E)	1.9x
净债务 / EBITDA	1.1x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	0.30	0.33	8.69	0.31
12/15E	0.36	0.38	3.90	0.36
12/16E	0.43	0.44	3.62	0.44

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	60,834	69,629	85,504	97,358	108,040	119,865	130,671	140,447
息税前利润(UBS)	1,004	689	1,601	2,489	3,459	4,271	4,790	5,326
净利润 (UBS)	1,013	796	2,144	3,085	3,550	4,183	4,663	5,161
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.12	0.09	0.25	0.33	0.38	0.44	0.49	0.55
每股股息 (Rmb)	0.05	0.04	0.06	0.05	0.06	0.07	0.07	0.16
现金 / (净债务)	(6,046)	(8,291)	(8,093)	(2,905)	2,922	10,217	19,054	28,665
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(%)	1.7	1.0	1.9	2.6	3.2	3.6	3.7	3.8
ROIC (EBIT) (%)	6.6	2.8	6.5	10.5	14.9	19.9	25.5	34.3
EV/EBITDA(core)x	13.7	7.3	5.9	16.2	10.7	7.3	6.9	2.3
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	19.9	21.9	9.7	11.7	10.2	8.7	7.8	7.0
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(70.1)	(9.1)	6.8	14.0	6.5	10.3	14.3	15.6
净股息收益率(%)	2.1	1.8	2.5	1.3	1.5	1.7	1.9	4.3

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 12 日 19 时 56 分的股价(Rmb3.83)得出。

投资主题

TCL 集团

投资理由

TCL 集团是国内电视行业的领导者之一（市占率约 15%），全球排名前五，且是国内电视企业中唯一一家生产液晶面板的公司，我们认为未来将受益产业链的垂直整合。公司移动通讯产业实现智能化转型，积极开拓海外渠道，手机出货量居全球第五。公司战略转向“智能+互联网、产品+服务”，未来或将探索出新的盈利增长点。

我们预计公司 2014/2015/2016 年的 EPS 为 0.33/0.38/0.44 元（高于市场一致预期 0.31/0.36/0.44 元），主要基于我们对公司液晶面板业务更为乐观的盈利判断。我们基于瑞银 VCAM 工具，通过现金流贴现（WACC 假设为 7.0%），推导出目标价 4.32 元，8 月中旬至今公司股价累计上涨约 43%，我们下调评级至“中性”。

乐观情景

公司电视出口保持快速增长，电视和面板一体化带来的竞争优势逐渐凸显，协同性进一步发挥有望增长盈利能力。同时通讯、游戏主机等其他终端产品共同发力，在硬件智能化浪潮中占得先机。

乐观情景下假设 2015 年电视行业销量增长 10%，政府补助较 2014 年没有减少，则我们估算 TCL 集团 2015 年 EPS 可能到 0.40 元，每股估值为 4.50 元。

悲观情景

2015 年国内电视需求或出现负增长，同时拖累液晶面板价格。悲观情境下假设 2015 年电视行业销量下降 10%，液晶面板价格下跌 10%，则我们估算 TCL 集团 2015 年的 EPS 可能下探至 0.30 元，每股估值为 3.30 元。

近期催化剂

公司“智能+互联网、产品+服务”战略转型有成果，游戏主机等终端产品有较好表现
液晶面板供需状况好转，价格止跌回升
智能电视新进入者加大销售力度，竞争加剧

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb4.32

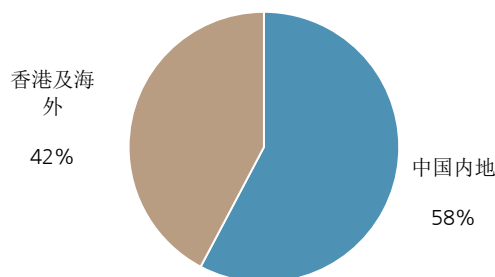
公司简介

TCL 集团是国内消费电子行业中进入领域最多的公司之一，2004 年合并子公司后实现在深交所整体上市，目前旗下同时有两个控股子公司 TCL 多媒体和 TCL 通讯在香港联交所上市。公司的主营产品包括各类电视、手机、冰洗空等白电及消费电子分销和地产等业务，近期成功进入液晶面板行业。

行业展望

随着电视升级速度不断加快，我们预计行业销量有望维持 8% 左右的增长。电视大屏化、智能化将成为趋势，技术进步可望带来消费者体验的提升，从而把消费者重新拉回到客厅，并有望催生新的盈利模式。

收入按区域分布，2013 (%)



来源: 公司数据

各类产品的毛利

亿元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
多媒体电子	56.21	46.28	51.20	57.08	62.80
通力电子	0.00	4.02	4.79	5.74	6.61
物流与服务	4.98	4.92	5.47	6.28	7.14
通信产业	23.96	39.28	53.27	61.74	69.15
家电	13.76	17.79	20.91	24.02	27.08
部品	2.24	3.36	3.88	4.40	5.50
房地产与投资	0.74	1.72	1.89	2.06	2.23
液晶面板	1.38	20.77	21.20	22.26	24.49
其他	11.93	13.31	13.19	14.17	15.13
合计	115.21	151.46	175.79	197.73	220.11

来源: 公司公告, 瑞银证券预测

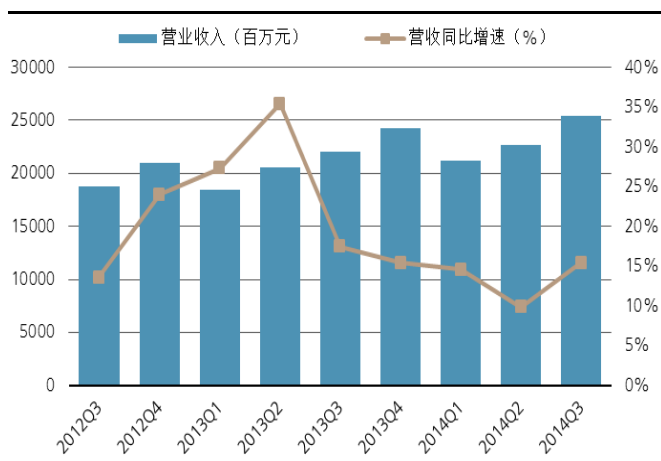
营收维持高增速，业绩好于预期

公司 2014 年前三季度实现营业收入 692.1 亿元，同比增长 13.3%；实现归母净利润 22.2 亿元，同比增长 75.4%；EPS 0.245，高于之前市场预期，也超出我们预期。同时公司预告 2014 年全年归属于上市公司股东的净利润为 30 亿元-31.5 亿元，同比增长 42%-49%。

公司盈利同比大幅增长主要源于：1) 华星光电产能持续提升，大部分尺寸产品的价格稳定及小幅上涨，同时材料成本下降；2) TCL 通讯科技智能手机产品销量快速增长，整体销售均价及毛利率同比均有提升；3) 政府补贴继续收到，金额比我们预期大。

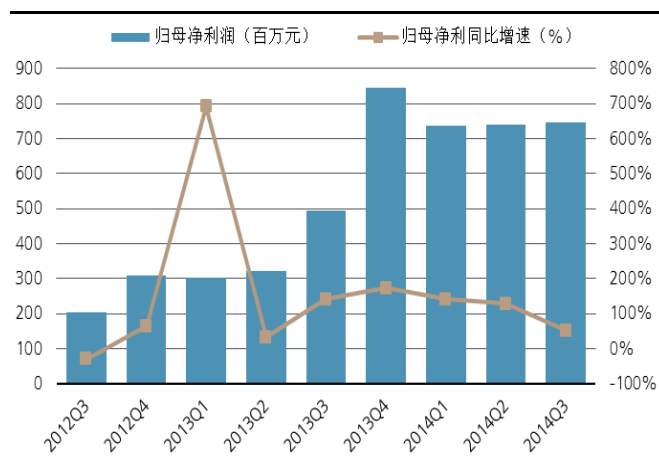
2014Q3 公司实现营业收入 254.2 亿元，同比上升 15.4%，公司归母净利润 7.5 亿元，同比增长 51.4%。

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



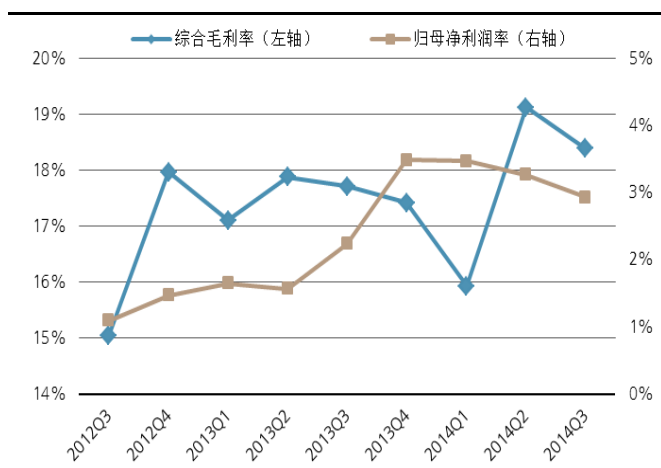
来源: 公司数据

毛利率和归母净利率均有所提升

2014Q3 公司综合毛利率 18.4%，同比上升 0.7 个百分点，前三季度毛利率为 17.9%，同比上升 0.3 个百分点，主要受面板价格持续上涨，材料成本及单位固定成本的下降及生产效率进一步提升。然而，我们预计面板价格上涨在元旦后将不会延续，或影响公司毛利率。2014Q3 公司归母净利率 2.9%，同比上升 0.7 个百分点。

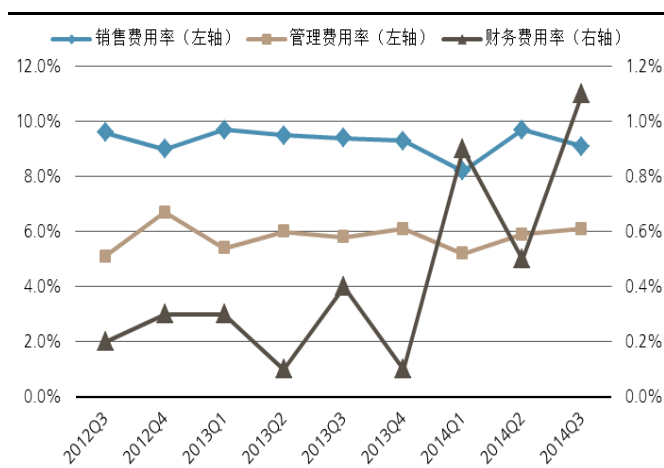
2014Q3 公司销售、管理和财务费用率分别为 9.1%、6.1%和 1.1%，同比变动分别为-0.3 个百分点、+0.3 个百分点和+0.7 个百分点。公司管理费用率有所提升，导致期间费用率总体上升。

图表 3: 2012Q3-2014Q3 综合毛利和归母净利润率



来源: 公司数据

图表 4: 2012Q3-2014Q3 销售、管理及财务费用率



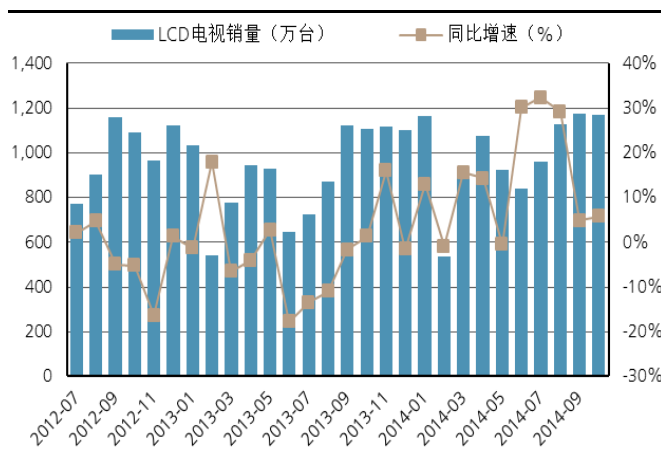
来源: 公司数据

多媒体业务转亏为盈，盈利能力提升

2014年 1-11月 TCL 多媒体累计销售 LCD 电视 1514.3 万台，同比减少 5.1%。2014 年前三季度 TCL 多媒体实现销售收入 187.1 亿元，同比减少 16%，净利润 1.84 亿元，同比增加盈利 1.58 亿元。

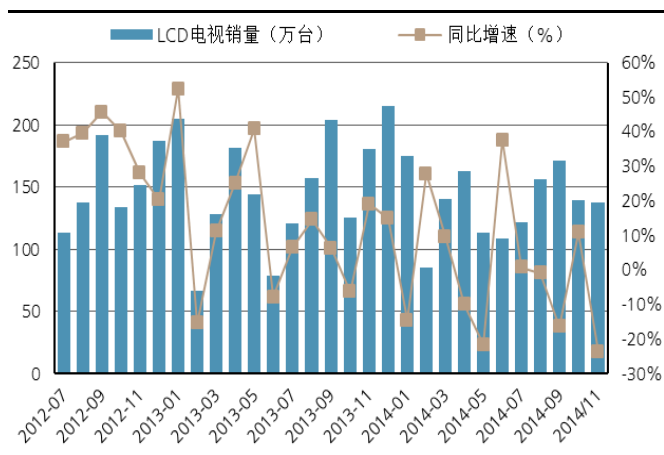
公司多媒体业务去年出现亏损，主要源自外部面板质量问题导致存货减值，同时对销量有过分乐观判断，导致存货过多，加之互联网企业进军电视行业影响。目前存货已经基本恢复到正常水平，公司和爱奇艺合作电视进入正轨。由于乐视等的影响减轻，我们预计多媒体业务毛利率将逐步上升。

图表 5: 中国 LCD 电视行业销量及同比增速



来源: 产业在线

图表 6: TCL 集团 LCD 电视销量及同比增速



来源: 公司数据

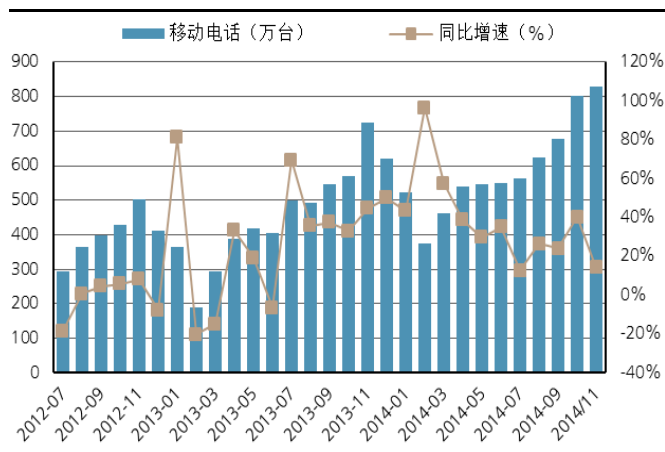
通讯业务维持高增长

TCL 通讯科技智能手机产品销量快速增长，整体销售均价及毛利率同比均有提升，2014 年 1-11 月 TCL 通讯累计销售手机 4861 万台，同比增加 34.9%，其中智能手机 2593 万台，同比增加 162.1%。2014 年前三季度 TCL 通讯实

现销售收入 159.8 亿元，同比增加 69.6%，净利润 5.73 亿元，同比增加盈利 5.58 亿元。

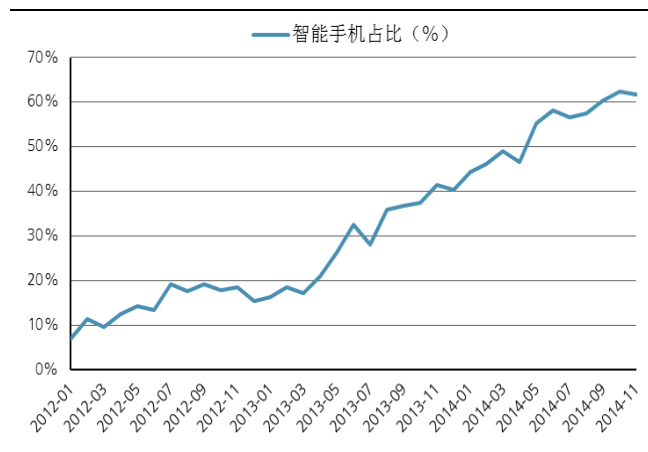
美洲地区是 TCL 通讯科技增长最快的市场，第三季度销售额同比增长超过一倍，其中美国市场的智能终端出货量增长超过七倍。在中国区，TCL 通讯重点提升 4G 产品出货量，加快推进智能手机的步伐。

图表 7: TCL 集团移动电话销量及同比增速



来源: 公司数据

图表 8: TCL 集团智能手机占移动电话销量的比例 (%)



来源: Wind

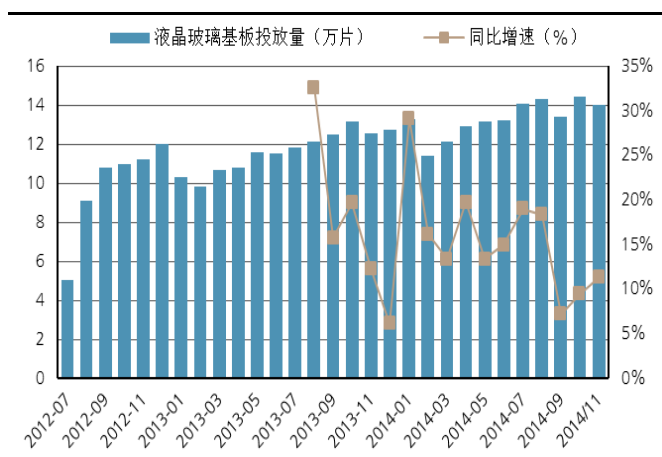
华星光电满产满销，但面板价格上涨或难以持续

华星光电今年满产满销，产能稼动率和产品综合良率及主要营运和财务指标继续保持行业领先水平。3 月下旬以来，全球液晶面板市场供需趋于平衡，公司前 11 个月实现液晶玻璃基板投片 146.3 万片，同比增长 15.3%。

今年华星光电大部分尺寸产品的价格稳定及小幅上涨，同时受益于材料成本及单位固定成本的下降及生产效率进一步提升，华星光电盈利水平同比显著提高。公司前三季度实现销售收入 129.4 亿元，同比增长 21.9%，盈利 16.9 亿元，同比增长 19.7%。

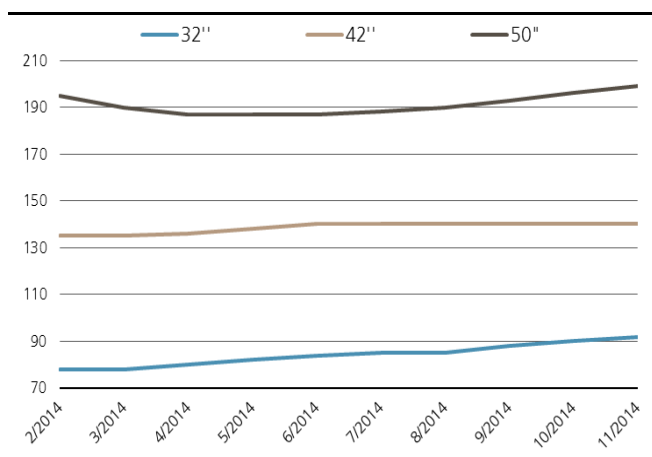
华星光电完成新一轮技改扩产，t1 工厂产能已提升至月产 14.3 万张玻璃基板，是全球产量最大的 8.5 代产线；9 月末，t2 工厂的主厂房提前 1 个月封顶，定位于高端智能手机及移动平板用 LTPS 及 AMOLED 的 6 代触控面板的 t3 工厂项目也已在武汉正式开工建设。TCL 显示科技新工厂已投产，生产工艺、技术水平及产能规模均有望大幅提高。

图表 9: 华星光电液晶玻璃基板投放量及同比增速



来源: 公司数据

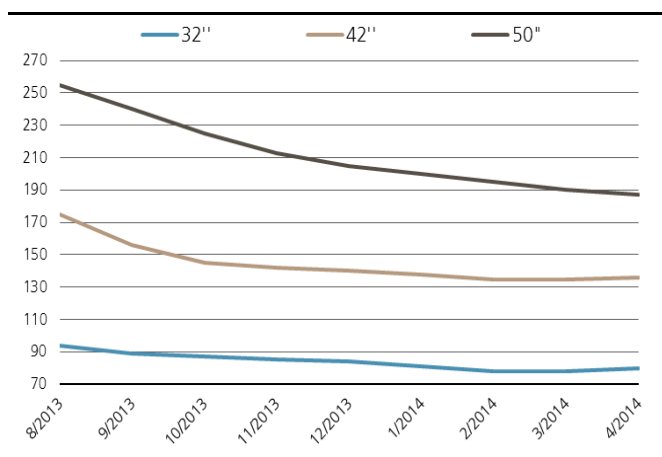
图表 10: 今年面板价格趋势 (美元)



来源: Display Search

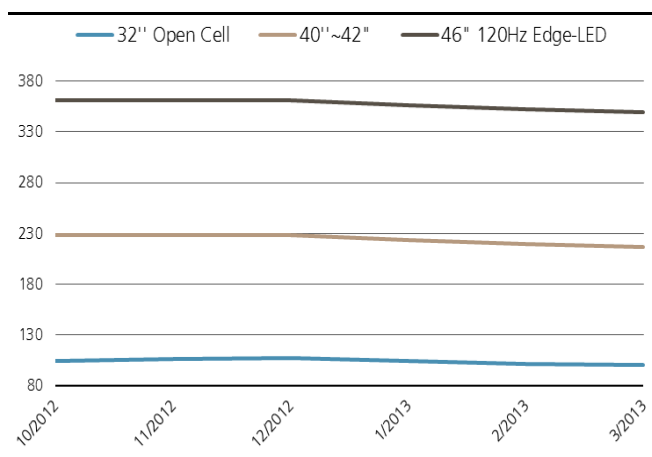
然而, 根据 Display Search 的数据, 2014 年 11 月的 32 寸、40 寸和 50 寸面板价格分别 92 美元、140 美元和 199 美元。从 2014 年 3 月起, 面板价格缓慢持续上升, 但往年来看面板价格元旦前后会有所下降, 我们预计面板价格上涨在元旦后将不会延续, 或影响公司未来毛利。

图表 11: 2014 年元旦前后面板价格变化 (美元)



来源: Display Search

图表 12: 2013 年元旦前后面板价格变化 (美元)



来源: Display Search

中长期来看, 由于全球新增生产线绝大部分位于中国, 中国占全球液晶面板的产能比重或将持续上升。根据 Display Search 的预测, 到 2016 年中国占比将达到 43%。2015 年京东方重庆和合肥工厂将投产, 熊猫南京、三星苏州也将投产, 加上华星光电深圳 2 期, 新增产能将达 1308 万平方米左右, 超出 2014 年。

图表 57: 全球液晶电视面板 8.5 代线新产能计划

八代工厂	装机阶段	设备产能 (万片基板/月)	量产时间	新增产能 (万平米)		
				2014E	2015E	2016E
京东方北京	1	4.5	2011Q3			
	2	4.5	2012Q2			
	3	3	2013Q3	148.5		
京东方重庆	1	4	2015Q2		132	132
	2	4	2015Q3		66	198
京东方合肥	1	3	2014Q1	148.5	49.5	
	2	3	2014Q3	49.5	148.5	
	3	3	2015Q4		24.75	148.5
熊猫南京	1	4	2015Q1		198	66
华星光电深圳 1	1	6	2011Q4			
	2	6	2012Q2			
华星光电深圳 2	1	4.5	2015Q2		148.5	148.5
LG 广州	1	7	2014Q3	115.5	346.5	
三星苏州	1	3	2013Q4	148.5	24.75	
	2	2.5	2014Q3	41.25	123.75	
	3	5.5	2015Q4		45.375	272.25
合计				651.75	1307.63	965.25

来源: Display Search

盈利预测假设主要调整

公司历年来获得较多的政府补贴，2013 年政府补贴 22 亿元，同比上升 65.8%，主要来源于惠民工程节能补贴、液晶面板项目贷款贴息、液晶产业链补贴、科技发展基金等。

图表 13: 公司历史政府补贴总额及同比增速

	2009	2010	2011	2012	2013
政府补助 (万元)	24593.8	101808.2	82886.8	132787.6	220103
同比增速 (%)		314.0%	-18.6%	60.2%	65.8%

来源: 公司数据

其中政府给予的华星光电 8.5 代线建设贷款豁免总额达 51 亿元，从 2013 年中开始分摊到 7 年计入，每年达 7.3 亿元，直至 2020 年中期。同时我们预计在华星光电正常运行中的水电煤等补贴也将延续，我们上调了公司未来三年的营业外收入的假设，从原来 2014/15/16 的 15/17.5/17.5 亿元上调至 25.5/25/25 亿元。

图表 14: TCL 集团营业外收入假设变化 (万元)

营业外收入	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
调整前	93743.1	144312.2	247703.9	150000	175000	175000
调整后	93743.1	144312.2	247703.9	255000	250000	250000

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

上调目标价至 4.32 元, 但下调评级至“中性”

我们上调公司 2014/2015/2016 年 EPS 预测至 0.33/0.38/0.44 元 (原预测 0.30/0.36/0.43 元), 基于瑞银 VCAM 工具通过现金流折现 (WACC 从 9% 下调为 7.0%), 得出目标价 4.32 元 (原为 3.60 元)。8 月中旬至今公司股价累计上涨约 43%, 我们下调评级至“中性”。

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%, 公司的贝塔系数为 0.66, 又由于市场无风险利率下降, 综合推导出贴现率为 7.0% (原为 9.0%)。

图表 15: TCL [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	2,489	3,459	4,271	4,790	5,326	5,330	5,815	6,315	6,827	7,346
折旧及摊销 *	165	210	244	227	248	463	465	461	450	432
资本支出	(3,235)	(2,103)	(1,503)	(1,153)	(1,003)	(1,159)	(1,036)	(876)	(675)	(432)
运营资本变动	3,851	(1,249)	(1,368)	(1,068)	(1,125)	(1,503)	(1,670)	(1,734)	(1,787)	(1,827)
所得税 (营运)	(547)	(759)	(935)	(1,041)	(1,151)	(1,332)	(1,454)	(1,579)	(1,707)	(1,837)
其他	(356)	(320)	(355)	(324)	(293)	(421)	(440)	(457)	(470)	(480)
自由现金流	2,368	(763)	355	1,431	2,001	1,378	1,680	2,131	2,638	3,203
增长		-132.2%	NM	303.3%	39.8%	-31.1%	21.9%	26.8%	23.8%	21.4%

估值	
明计现金流现值	15,510
期末价值 (第 15 年) 现值	28,063
企业价值	43,573
占永续价值百分比	64%
联营公司及其他	4,474
-少数股东权益	6,817
现金盈余**	20,924
-债务***	27,503
权益价值	34,650
已发行股数 [m]	8,476.2
每股权益价值 (Rmb/股)	4.09
权益成本	7.2%
股息收益率	1.5%
1年期目标价 (Rmb/股)	4.32

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	8.0%	6.0%	4.0%
息税前利润率	3.4%	2.2%	1.8%
资本支出/销售收入	0.2%	0.2%	0.2%
投资资本回报率	9.3%	6.9%	6.5%

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	16.4x	11.9x	12.0x
企业价值 / 息税前利润	17.5x	12.6x	12.8x
自由现金流收益率	5.4%	NM	NM
市盈率 (现值)	12.5x	10.9x	10.9x
市盈率 (目标)	13.3x	11.5x	11.6x

加权平均资本成本	
无风险利率	3.94%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.66
债务/权益比	70.2%
边际税率	25.0%
权益成本	7.2%
债务成本	6.1%
WACC	7.0%

期末假设值	
VCH (年数)	15
对应的自由现金流增长	3.4%
回报率增幅	7.5%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	9.8x

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/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: UBS-VCAM

从电视板块可比公司估值来看，TCL 目前相对 2015 年 10.2x 的 PE 估值水平处于行业中间水平。从公司的历史估值来看，2011 年 6 月及之前公司估值较高，维持在 25x 以上。之后至 2014 年 3 月，大部分时间估值在 10x-25x 的区间，目前处于最近 2 年的中间水平。

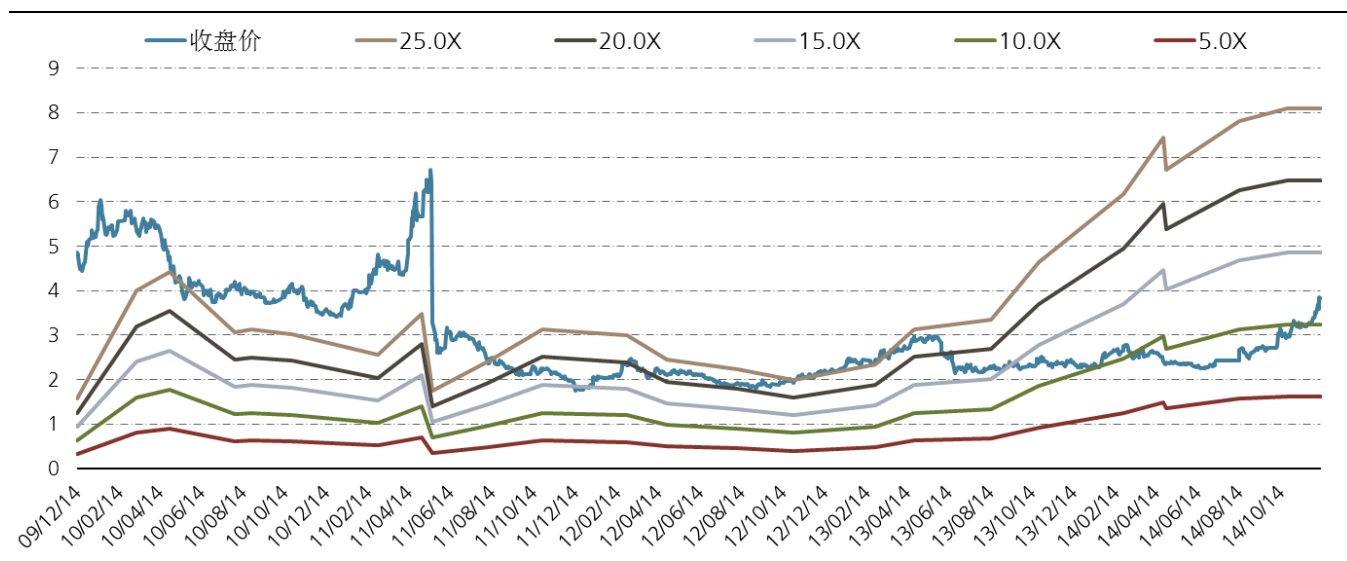
我们的目标价 4.32 元，相对公司 2015 年的 PE 为 11x（和我们给予海信电器的目标价对应其 2015 年估值一致），将 TCL 的估值与行业和公司历史的纵向相比，我们认为较为合理。

图表 16: 电视板块可比公司 PE 表

		收盘价	市盈率 PE		
		12/12/2014	14E	15E	16E
行业均值(整体法)			93.1	20.8	14.1
行业中值			11.7	10.5	9.8
000100.SZ	TCL 集团	3.83	11.7	10.2	8.7
002429.SZ	兆驰股份	8.45	17.7	14.3	11.1
600060.SS	海信电器	12.17	11.4	10.5	9.8
600839.SS	四川长虹	5.31	417.9	62.2	33.7
0751.HK	创维数码	4.21	6.6	7.0	7.1

来源: Wind, 瑞银证券估算, 股价为 2014 年 12 月 12 日收盘价, 股价和 EPS 是本地货币元, 海信电器、兆驰电视和 TCL 盈利预测为瑞银证券预期, 其余公司为 Wind 一致预测。

图表 17: TCL 集团 PE-Bands



来源: Wind, 股价截止 2014 年 12 月 12 日

TCL 集团 (000100.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	60,834	69,629	85,504	97,358	13.9	108,040	11.0	119,865	130,671	140,447
毛利	9,715	11,521	15,146	17,579	16.1	19,773	12.5	22,011	23,999	25,971
息税折旧摊销前利润(UBS)	1,799	2,954	4,981	2,654	-46.7	3,670	38.3	4,515	5,017	5,573
折旧和摊销	(795)	(2,264)	(3,380)	(165)	-95.1	(210)	27.7	(244)	(227)	(248)
息税前利润(UBS)	1,004	689	1,601	2,489	55.5	3,459	39.0	4,271	4,790	5,326
联营及投资收益	316	294	326	350	7.3	400	14.3	450	450	450
其他非营业利润	662	1,022	1,914	2,728	42.5	2,347	-14.0	2,328	2,335	2,343
净利息	63	(351)	(178)	(323)	-81.4	(172)	46.6	62	351	654
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	2,045	1,654	3,664	5,244	43.1	6,034	15.1	7,111	7,927	8,772
税项	(372)	(367)	(744)	(1,075)	-44.5	(1,237)	-15.1	(1,458)	(1,625)	(1,798)
税后利润	1,674	1,287	2,920	4,169	42.8	4,797	15.1	5,653	6,302	6,974
优先股股息及少数股权	(660)	(491)	(776)	(1,084)	-39.7	(1,247)	-15.1	(1,470)	(1,638)	(1,813)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	1,013	796	2,144	3,085	43.9	3,550	15.1	4,183	4,663	5,161
净利润 (UBS)	1,013	796	2,144	3,085	43.9	3,550	15.1	4,183	4,663	5,161
税率(%)	18.2	22.2	20.3	20.5	1.0	20.5	0.0	20.5	20.5	20.5
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)	0.12	0.09	0.25	0.33	29.4	0.38	15.1	0.44	0.49	0.55
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.12	0.09	0.25	0.33	29.4	0.38	15.1	0.44	0.49	0.55
每股收益 (UBS, 基本)	0.12	0.09	0.25	0.33	29.4	0.38	15.1	0.44	0.49	0.55
每股股息净值(Rmb)	0.05	0.04	0.06	0.05	-18.4	0.06	15.1	0.07	0.07	0.16
每股账面价值	1.33	1.39	1.67	1.98	18.4	2.31	16.5	2.69	3.12	3.59
平均股数(稀释后)	8,476.21	8,484.45	8,501.58	9,452.41	11.2	9,452.41	0.0	9,452.41	9,452.41	9,452.41
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	21,525	18,329	12,503	24,340	94.7	27,010	11.0	29,966	33,692	43,303
其他流动资产	26,698	32,850	35,425	36,103	1.9	41,392	14.7	47,089	50,768	54,397
流动资产总额	48,223	51,179	47,929	60,442	26.1	68,402	13.2	77,055	84,460	97,700
有形固定资产净值	21,413	22,805	21,926	25,252	15.2	27,371	8.4	28,816	29,748	30,510
无形固定资产净值	2,012	2,450	2,525	2,519	-0.2	2,513	-0.2	2,507	2,501	2,495
投资/其他资产	2,366	3,310	5,702	5,862	2.8	5,972	1.9	6,092	6,212	6,332
总资产	74,014	79,745	78,081	94,075	20.5	104,258	10.8	114,469	122,920	137,036
应付账款和其他短期负债	25,909	35,091	31,192	34,717	11.3	38,922	12.1	43,536	46,607	49,630
短期债务	12,197	10,155	5,959	12,607	111.57	9,451	-25.03	5,111	0	0
流动负债总额	38,106	45,246	37,150	47,324	27.4	48,372	2.2	48,648	46,607	49,630
长期债务	15,375	12,727	14,638	10,039	-31.4	10,039	0.0	10,039	10,039	10,039
其它长期负债	1,251	1,539	6,335	11,130	75.7	15,930	43.1	20,745	25,563	30,381
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	54,731	59,512	58,123	68,492	17.8	74,341	8.5	79,431	82,208	90,050
普通股股东权益	11,306	11,746	14,168	18,709	32.0	21,796	16.5	25,447	29,482	33,944
少数股东权益	7,978	8,487	5,790	6,874	18.7	8,121	18.1	9,591	11,229	13,042
负债和权益总计	74,014	79,745	78,080	94,075	20.5	104,258	10.8	114,469	122,920	137,036
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)	1,013	796	2,144	3,085	43.9	3,550	15.1	4,183	4,663	5,161
折旧和摊销	795	2,264	3,380	165	-95.1	210	27.7	244	227	248
营运资本变动净值	391	394	2,107	(3,836)	-	588	-	573	(59)	70
其他营业性现金流	(533)	461	(2,450)	8,366	-	(144)	-	(162)	976	581
经营性现金流	1,666	3,916	5,182	7,780	50.1	4,204	-46.0	4,839	5,806	6,060
有形资本支出	(15,841)	(5,497)	(3,768)	(3,235)	14.1	(2,103)	35.0	(1,503)	(1,153)	(1,003)
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	(774)	(1,002)	(745)	(640)	-	(390)	-	(320)	(290)	(150)
投资性现金流	(16,615)	(6,499)	(4,512)	(3,875)	14.1	(2,493)	35.7	(1,823)	(1,443)	(1,153)
已付股息	0	(424)	(322)	(512)	-59.0	(463)	9.6	(532)	(628)	(699)
股份发行/回购	130	360	501	1,967	292.4	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	9,535	2,411	(1,762)	(172)	90.26	4,578	-	4,812	5,101	5,404
债务及优先股变化	2,600	0	0	6,648	-	(3,156)	-	(4,339)	(5,111)	0
融资性现金流	12,264	2,348	(1,583)	7,932	-	959	-87.9	(60)	(638)	4,704
现金流量中现金的增加(减少)	(2,685)	(236)	(913)	11,836	-	2,671	-77.4	2,956	3,726	9,611
外汇/非现金项目	(2,147)	(2,960)	(4,913)	0	100.0	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加(减少)	(4,831)	(3,196)	(5,826)	11,836	-	2,671	-77.4	2,956	3,726	9,611

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。

TCL 集团 (000100.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)	19.9	21.9	9.7	11.7	10.2	8.7	7.8	7.0
市盈率 (UBS, 稀释后)	19.9	21.9	9.7	11.7	10.2	8.7	7.8	7.0
股价/每股现金收益	11.2	5.7	3.8	11.1	9.6	8.2	7.4	6.7
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(70.1)	(9.1)	6.8	14.0	6.5	10.3	14.3	15.6
净股息收益率(%)	2.1	1.8	2.5	1.3	1.5	1.7	1.9	4.3
市净率	1.8	1.5	1.5	1.9	1.7	1.4	1.2	1.1
企业价值/营业收入(核心)	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.1
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	13.7	7.3	5.9	16.2	10.7	7.3	6.9	2.3
企业价值/息税前利润(核心)	24.5	NM	18.2	17.3	11.4	7.7	7.2	2.4
企业价值/经营性自由现金流(核心)	17.6	20.0	7.9	NM	9.7	6.8	7.3	2.3
企业价值/运营投入资本	1.6	0.9	1.2	1.8	1.7	1.5	1.8	0.8
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	20,211	17,455	20,686	32,464	32,464	32,464	32,464	32,464
净债务 (现金)	(1,465)	(1,465)	7,169	8,192	3,200	(4,607)	(4,607)	(28,458)
少数股东权益	7,978	8,487	5,790	6,874	8,121	9,591	11,229	13,042
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	26,724	24,477	33,644	47,530	43,784	37,447	39,086	17,048
非核心资产	(2,147)	(2,821)	(4,474)	(4,474)	(4,474)	(4,474)	(4,474)	(4,474)
核心企业价值	24,576	21,655	29,170	43,055	39,310	32,973	34,612	12,574
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	17.3	14.5	22.8	13.9	11.0	10.9	9.0	7.5
息税折旧摊销前利润(UBS)	186.8	64.2	68.6	-46.7	38.3	23.0	11.1	11.1
息税前利润(UBS)	-	-31.3	132.2	55.5	39.0	23.5	12.2	11.2
每股收益(UBS 稀释后)	134.2	-21.5	168.8	29.4	15.1	17.8	11.5	10.7
每股股息净值	-	-24.0	58.0	-18.4	15.1	17.8	11.5	121.3
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	16.0	16.5	17.7	18.1	18.3	18.4	18.4	18.5
息税折旧摊销前利润率	3.0	4.2	5.8	2.7	3.4	3.8	3.8	4.0
息税前利润率	1.7	1.0	1.9	2.6	3.2	3.6	3.7	3.8
净利 (UBS) 率	1.7	1.1	2.5	3.2	3.3	3.5	3.6	3.7
ROIC (EBIT)	6.6	2.8	6.5	10.5	14.9	19.9	25.5	34.3
税后投资资本回报率	5.2	2.1	5.0	8.2	11.6	15.6	20.0	26.9
净股东权益回报率(UBS)	9.4	6.9	16.6	18.8	17.5	17.7	17.0	16.3
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	3.4	2.8	1.6	1.1	(0.8)	(2.3)	(3.8)	(5.1)
净债务/总权益 %	31.4	41.0	40.6	11.4	(9.8)	(29.2)	(46.8)	(61.0)
净债务/(净债务 + 总权益) %	23.9	29.1	28.9	10.2	(10.8)	(41.2)	(88.0)	NM
净债务/企业价值	24.6	38.3	27.7	6.7	(7.4)	(31.0)	(55.1)	NM
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	111.5	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	26.0	7.9	4.4	3.3	1.9	1.3	0.9	0.7
息税前利润/净利息	NM	2.0	9.0	7.7	20.1	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	2.4	2.5	4.2	6.7	6.7	6.7	6.7	3.3
股息支付率 (UBS) %	41.8	40.5	23.8	15.0	15.0	15.0	15.0	30.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	60,834	69,629	85,504	97,358	108,040	119,865	130,671	140,447
总计	60,834	69,629	85,504	97,358	108,040	119,865	130,671	140,447
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	1,004	689	1,601	2,489	3,459	4,271	4,790	5,326
总计	1,004	689	1,601	2,489	3,459	4,271	4,790	5,326

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	+12.8%
预测股息收益率	1.5%
预测股票回报率	+14.3%
市场回报率假设	8.9%
预测超额回报率	+5.4%

风险声明

互联网企业介入电视行业，竞争可能加剧；液晶电视国内需求仍然不振，继续同比下滑；液晶面板价格继续滑落，可能产能过剩；手机向 4G 时代升级，公司新品研发落后行业。

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

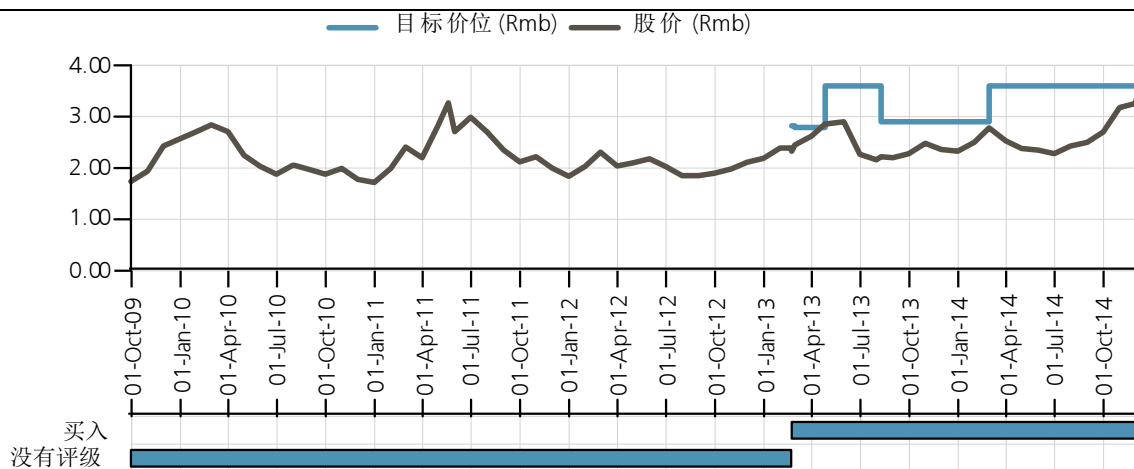
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
TCL 集团	000100.SZ	买入	不适用	Rmb3.82	2014 年 12 月 11 日

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。

TCL 集团 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 12 月 11 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受的损失(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。

