

**沪股通股票**

## 新湖中宝

### 下调盈利预测，估值过高，下调评级为“卖出”

#### 结算进度低于预期，下调盈利预测

公司前三季度实现营收 41 亿，归母净利润 4.5 亿，同比分别增长 0% 和 96%，分别占我们原 14 年预测值的 30% 和 15%，低于预期，归母净利润大幅增长由于公司兑现 8.25 亿元投资净收益，为 13 年同期的 4.6 倍。鉴于公司 14 年上半年仅实现房地产销售额 35 亿，同比负增长 32%，我们将 14/15/16 年房地产业务结算收入预测由 89/211/152 亿元调整为 59/136/178 亿元，从而使公司归母净利润预测由 28.7/40.8/37.3 亿元降低至 17.3/25.9/37.4 亿元。

#### 三四线城市土储占比 65%，预计去化缓慢

公司目前可售建筑面积共 1314 万平米，分散在 19 个城市，其中三四线城市占比 65%，是典型的项目重点布局长三角区域三四线城市的开发商。鉴于公司在三四线城市土地储备占比高，我们预计未来 1-2 年项目去化速度将较低。

#### 泛金融股权众多且分散，但价值高

公司股权投资范围包含银行、保险、证券和期货，根据各公司 13 年净利润和可比上市公司股价对应的 13 年 PER 并折价给 10%，我们假设所持金融股权价值达 204 亿元。

#### 估值：目标价自 3.22 元上调至 4.14 元，评级自“中性”下调为“卖出”

我们将 14/15/16 年 EPS 预测自 0.46/0.65/0.60 元下调至 0.22/0.32/0.47 元。目前股价对应 PER 分别为 33/22/15 倍，远高于瑞银覆盖 A 股房地产公司平均 8.4/6.9/6.0 倍的水平。目标价 4.14 元基于分部估值法：我们估算 14 年房地产业务贡献 EPS0.145 元，参照同等收入规模可比公司给予 14 年 11 倍 PER，每股估值 1.6 元；金融股权业务，按照上市可比公司 PER 折价 10%，假设估值 204 亿元，每股估值 2.54 元。目标价对应 14/15/16 年 PER 19/13/9 倍。

### Equities

中国

房地产业

**12 个月评级** **卖出**  
 之前: 中性

**12 个月目标价** **Rmb4.14**  
 之前: Rmb3.22

**股价** **Rmb7.15**
**路透代码:** 600208.SS **彭博代码** 600208 CH

#### 交易数据和主要指标

**52 周股价波动范围** Rmb7.15-2.88

**市值** Rmb57.4 十亿/US\$9.28 十亿

**已发行股本** 8,033 百万 (ORDA)

**流通股比例** 44%

**日均成交量(千股)** 57,827

**日均成交额(Rmb 百万)** Rmb299.6

**普通股股东权益 (12/14E)** Rmb16.0 十亿

**市净率 (12/14E)** 3.6x

**净债务 / EBITDA** 11.8x

#### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	0.46	0.22	-53.04	0.28
12/15E	0.65	0.32	-50.61	0.35
12/16E	0.60	0.47	-21.85	0.37

林翰, CFA

分析师

S1460513100001

han.lin@ubssecurities.com

+86-105-832 8752

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	6,688	9,909	9,209	10,661	19,479	24,407	23,959	33,115
息税前利润(UBS)	930	3,007	1,146	1,581	3,432	5,021	4,235	6,359
净利润 (UBS)	1,390	2,486	1,126	1,733	2,587	3,738	3,150	4,482
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.22	0.40	0.18	0.22	0.32	0.47	0.39	0.56
每股股息 (Rmb)	0.00	0.06	0.06	0.04	0.04	0.06	0.05	0.07
现金 / (净债务)	(10,257)	(11,895)	(13,064)	(19,228)	(7,356)	5,692	22,322	36,962

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(%)	13.9	30.3	12.4	14.8	17.6	20.6	17.7	19.2
ROIC (EBIT) (%)	7.4	17.0	5.7	6.2	13.8	33.0	125.9	(72.4)
EV/EBITDA(core)x	37.8	11.8	31.2	47.1	21.2	12.1	10.9	4.9
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	20.2	9.4	19.2	33.1	22.2	15.4	18.2	12.8
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(10.8)	(3.0)	(4.2)	(9.8)	21.7	23.7	30.0	26.4
净股息收益率(%)	0.0	1.6	1.8	0.5	0.5	0.8	0.7	0.9

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 17 日 15 时 26 分的股价(Rmb7.15)得出。

# 投资主题

## 新湖中宝

### 投资理由

新湖中宝土地储备丰富，并且具备持续获取低成本地块的能力。但公司产品定位于中高端住宅，销售受房调控政策的负面影响大。而公司近年来又采取放慢开发节奏的策略，销售额显著落后于规模相当的可比公司。此外，新湖中宝一直尝试多元化经营，向矿产、金融领域进行积极扩张。我们认为公司要在这些领域取得成功尚需经验积累。公司当期股价对应估值高于行业平均。我们基于分部估值法，给予公司目标价 4.14 元，评级下调为“卖出”。

### 乐观情景

如果公司在杭州、苏州、南京的项目销售好于市场预期，或者继续收购金融类企业股权，我们估算 2014 年 EPS 维持 0.22 元不变，14 年市盈率或可达到 25 倍，公司每股估值或上升至 5.5 元。

### 悲观情景

如果公司杭州、苏州等重点城市的销售低于预期，我们估算 2014 年 EPS 维持 0.22 元不变，14 年市盈率可能低至 15 倍，公司每股估值或下降至 3.3 元。

### 近期催化剂

可能的股价向下催化剂为金融类上市公司可能不再受市场追捧，导致估值下降。  
 股价上行催化剂在于如果湘财证券和大智慧重组成功，市场可能给予具有互联网券商概念的大智慧高 PE 的估值水平。

12 个月评级

卖出

12 个月目标价

Rmb4.14

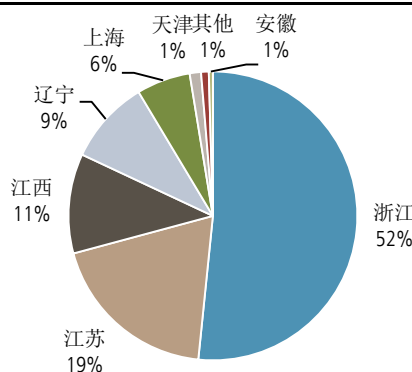
### 公司简介

新湖中宝是以房地产开发为核心业务的综合性企业，公司在上海、苏州、天津、沈阳等城市拥有丰富的开发用地，权益土地储备逾 1,000 万平方米。公司在启东和平阳拥有一级土地开发业务，未来还可增加逾 800 万平方米开发用地。此外，公司还广泛涉足金融领域，目前是盛京银行、温州银行、湘财证券、长城证券等金融机构的股东。

### 行业展望

政府采取的房地产调控措施，使住房需求出现分化，投资性需求和改善性需求受到抑制，导致中高端住宅需求走弱。而自住型需求受到政府支持，使得刚需产品需求旺盛。同时，调控也使各城市房地产市场出现分化，一线城市因供给受限而面临房价上涨的压力，而三线城市则面临供给过剩的挑战。由于房地产行业可能已经进入低增长阶段，部分开发商已谋求向其他领域拓展业务。

收入按地区分布，2013



来源：公司数据

### 各类业务的 EBIT

百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
房地产开发	745	833	1,343	2,588	3,270
土地开发	2,144	185	67	678	1,575
商业贸易	5	3	4	3	4
其他业务	114	126	167	163	172
总计	3,007	1,146	1,581	3,432	5,021

来源：公司数据，瑞银证券估算

## 一、结算进度低于预期，下调盈利预测

公司前三季度实现营收 41 亿元，归母净利润 4.5 亿元，同比分别增长 0% 和 96%，分别占我们原 14 年预测值的 30% 和 15%，低于预期，归母净利润大幅增长由于 14 年前三季度公司兑现 8.25 亿元投资净收益，为 13 年同期的 4.6 倍。

我们预计公司因销售不畅导致结算进度放缓，更新了对公司未来三年结算面积、结算均价和结算毛利率的判断，从而下调公司未来三年盈利预测。

鉴于公司 14 年上半年仅实现房地产销售额 35 亿，同比负增长 32%，我们认为公司很难完成我们原先全年销售额预测。我们将 14/15/16 年销售额预测自 127/242/159 亿元调整为 108/135/192 亿元，将 14/15/16 年结算面积预测自 74/248/189 万平米下调至 64/179/167 万平米，房地产业务结算收入预测由 89/211/152 亿元调整为 59/136/178 亿元，从而使公司归母净利润预测由 28.7/40.8/37.3 亿元降低至 17.3/25.9/37.4 亿元。

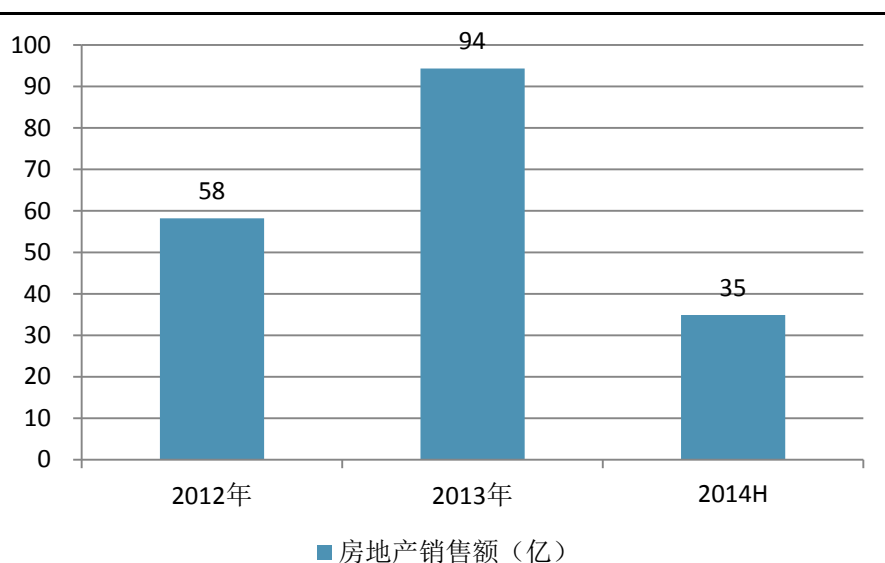
从具体项目看，重点的结算预测调整为，14 年我们将丽水新湖国际结算面积自 10 万平米下调为 3 万平米，天津义乌商贸城结算面积自 6 万平米下调为 3 万平米，同时我们重新调整了苏州明珠城和杭州武林国际在未来三年的结算进度预测。我们同时也更新了项目的结算均价预测，之前对部分项目销售均价预期过高，例如将沈阳仙林金谷自 8600 元/平米下调至 5000 元/平米，将丽水新湖国际自 1.5 万/平米下调至 1.3 万/平米。

图表 1: 未来三年盈利预测调整明细表

项目	年	调整前	调整后	幅度
房地产结算金额 (亿元)	2014 年	89	59	-34%
	2015 年	211	136	-36%
	2016 年	152	178	17%
房地产结算面积 (万平米)	2014 年	74	64	-14%
	2015 年	248	179	-28%
	2016 年	189	167	-12%
房地产结算均价 (元/平米)	2014 年	12027	9219	-2808
	2015 年	8508	7598	-910
	2016 年	8042	10659	2616
房地产结算毛利率	2014 年	49.6%	41.9%	-7.7%
	2015 年	44.6%	40.3%	-4.3%
	2016 年	42.6%	44.8%	2.2%

来源: 瑞银证券估算

图表 2: 近三年房地产销售额

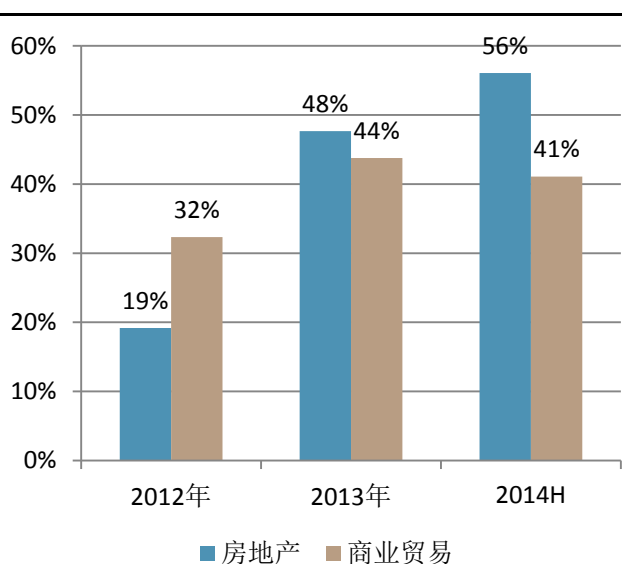


来源: 公司公告

## 二、三四线城市土储占比 65%，预计去化缓慢

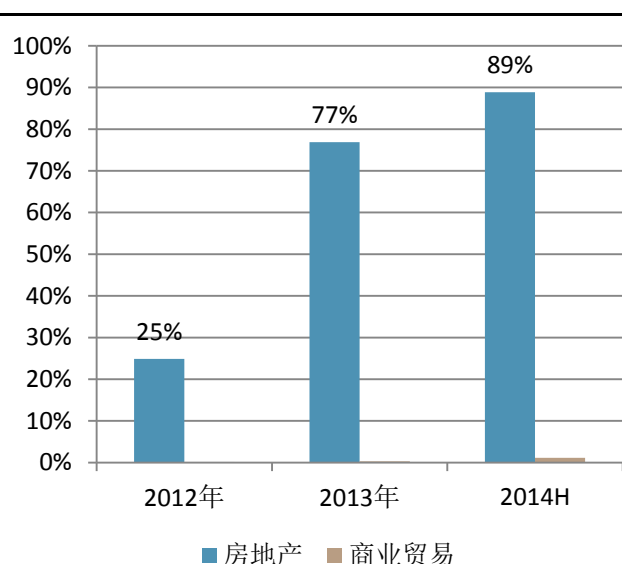
公司业务分散，2014 年上半年房地产和商业贸易贡献公司营收的 97%，近年房地产贡献营收占比快速上升，虽目前商业贸易仍贡献 41%的营收，但毛利率仅为 0.6%，为公司贡献的毛利润占比仅为 1%，故本报告对商业贸易业务不做过多研究。

图表 3: 房地产和 商业贸易业务营收占比



来源: 公司公告

图表 4: 房地产和 商业贸易业务毛利占比

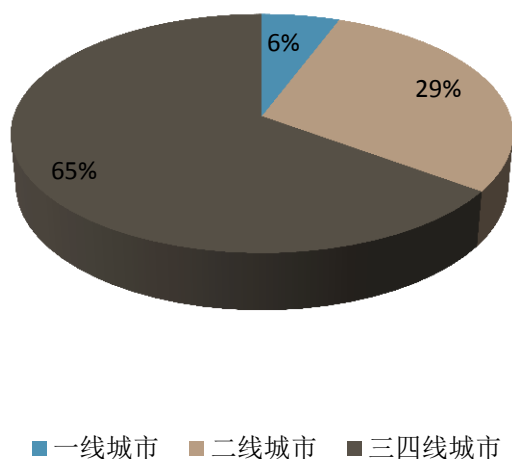


来源: 公司公告

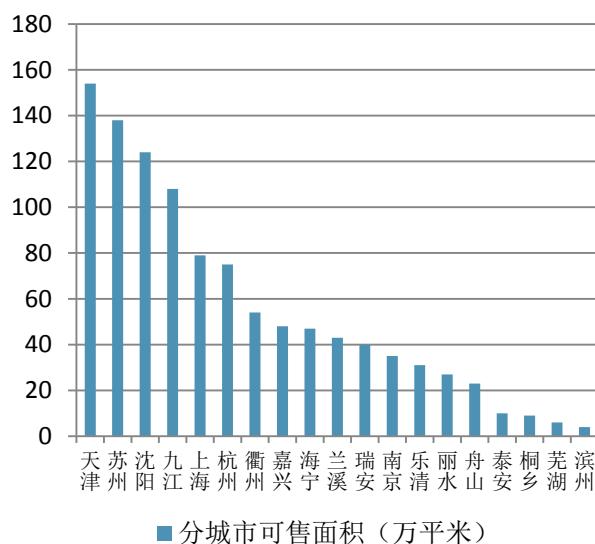
截至 14 年中，公司目前储备的可售建筑面积共 1314 万平米，分散在 19 个城市，其中各线城市可售面积占比分别为：一线城市占比 6%，二线城市占比 29%，三四线城市占比 65%，公司是典型的项目重点布局长三角区域三四

线城市的开发商。分城市看，其中天津、苏州和沈阳可售面积占比较大，分别为 11%、10%和 9%。公司 14 年上半年商品房销售额同比负增长 32%，很大原因在于公司项目布局城市供给过剩，去化缓慢，鉴于公司在三四线城市土地储备占比高，我们预计未来 1-2 年项目去化速度将持续较低。

图表 5:分线城市可售面积占比 (1H2014)



图表 6: 分城市可售面积占比(1H2014)



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

来源: 公司公告

### 三、泛金融股权众多且分散，但价值高

公司股权投资范围广泛且分散，包含银行、保险、证券和期货，并且均未公开上市。我们根据可获得的各公司 13 年净利润，可比上市公司目前股价对应的 13 年 PER 估值，考虑到所持金融股权企业未上市，给予 PER 折价 10%，假设所持金融股权总估值达 204 亿元，其中所持新潮期货股权估值 133 亿元，最为重要。

图表 7: 公司所持金融企业股权估值假设

金融股权	持股比例	13 年总净利润 (亿元)	可比公司股价对应 13 年 PER	PER 折价	假设金融股权估值 (亿元)	可比上市公司	状态
温州银行	13.96%	7	8	10%	7	宁波银行	银监会审核通过
盛京银行	6.82%	48.7	8	10%	24	宁波银行	持有
阳光保险	6.26%	1.11	26	10%	2	新华保险	拟收购
长城证券	0.72%	3.9	77	10%	2	国金证券	持有
湘财证券	37.59%	1.3	77	10%	34	国金证券	持有
新潮期货	91.67%	0.45	357	10%	133	中国中期	持有
锦泰财险	18.18%	NA	NA	NA	3	NA	拟转让价格
总计	NA	62.46	NA	NA	204	NA	NA

来源: 公司公告, 瑞银证券假设

#### 四、估值

纵向比较：公司目前股价对应 PE FWD 指标 29.7x，远超近 4 年均值 8.8x 的水平，新目标价对应 PE FWD 指标 18.6 倍。

横向比较：我们将 14/15/16 年 EPS 自 0.46/0.65/0.60 元调整为 0.22/0.32/0.47 元后，目前股价对应 14/15/16 年 PER 指标为 33/21/15 倍，远高于瑞银覆盖 A 股地产公司平均 8.4/6.9/6.0 倍的水平。

新潮中宝股价自 6 月 20 日（近期低点）至今大幅上涨 151%，除因拥有的金融股权价值被市场发掘外，我们认为另一原因为市场看好公司持有的湘财证券与大智慧的资产重组，如重组成功公司将拥有部分大智慧股权，目前大智慧仍在停牌，最终重组方案、定向增发价格和股数等未定，我们尚无法测算重组成功后公司所持大智慧股权价值，但我们注意到市场给予同样具有互联网券商概念的同花顺高估值，市值对应 13 年盈利 PE 估值高达 385 倍。

鉴于房地产业务和公司所持银行和期货业务估值市场分歧不大，我们从公司市值中将该类业务贡献估值扣除后可得到市场给予湘财证券的估值水平，约 275 亿元，大幅高于我们对公司所持湘财证券股权 34 亿元的估值，市场估值对应 13 年 PER 高达 564 倍，大幅高于可比公司同花顺的估值水平。我们认为目前参照国金证券估值测算公司所持湘财证券价值比较合理，按照表 7 测算方法假设湘财证券总价值 90 亿元，与大智慧 8 月 13 日重组意向书中对湘财证券作价不超 90 亿元一致。

图表 8: 湘财证券估值对比

项目	市值 / 估值假设(亿元)	对应 13 年 PE
市场给予公司所持湘财证券股权估值	275	564
瑞银对公司所持湘财证券股权估值假设	34	70
同花顺市值	166	385

来源: 瑞银证券估算。采用同花顺和新潮中宝 2014 年 12 月 16 日股价。

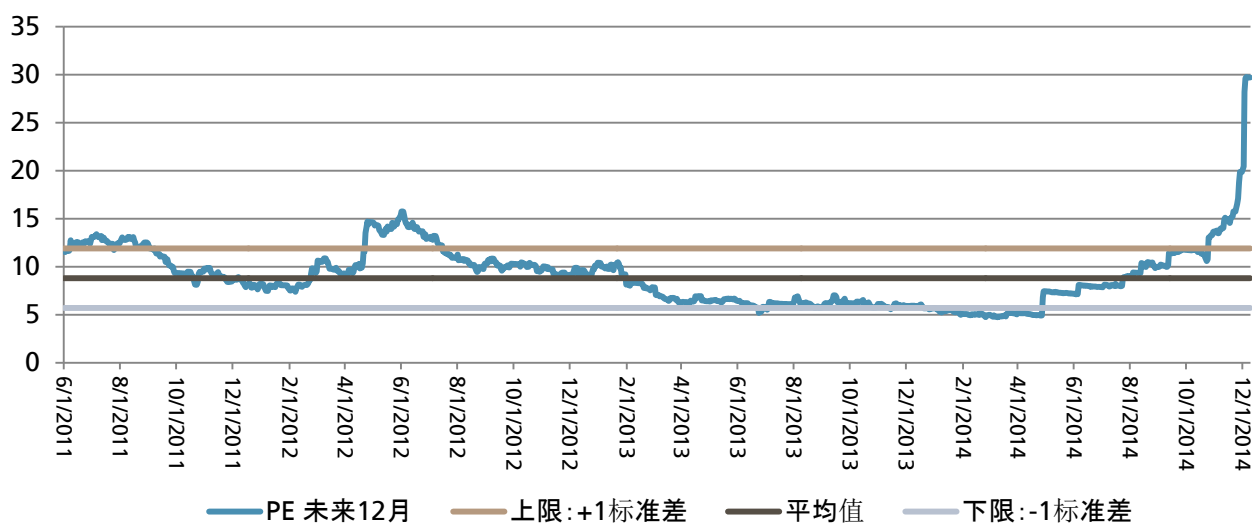
目标价和评级调整：我们估算 14 年房地产业务贡献 EPS0.145 元，我们参照同等收入规模可比公司给予 14 年 11 倍 PER，每股估值 1.6 元，金融股权业务，按照上市可比公司 PER 折价 10%，假设估值 204 亿元，每股估值 2.54 元，给予公司目标价 4.14 元，目标价对应 14/15/16 年 PER 19/13/9 倍，将评级自“中性”下调为“卖出”。

图表 9: 公司价值拆分明细

分类	预测 14 年贡献归母净利润 (亿元)	估值对应 PER	估值 (亿元)	每股估值 (元)
房地产	11.67	11	128	1.60
金融股权	NA	NA	204	2.54
总计	NA	NA	332	4.14

来源: 瑞银证券估算

图表 10: 新湖中宝 PE FWD 指标



来源: Wind, 基于市场一致预期。

图表 11: 瑞银 A 股覆盖公司估值表

序号	公司	代码	评级	2014/12/15 股价 (元)	目标价 (元)	EPS 2014 E	EPS 2015 E	PE 2014 E	PE 2015 E	2014E NAV (元)	股价相对 NAV 折价
1	万科 A	000002.SZ	买入	11.30	14.80	1.48	1.65	7.6	6.8	14.12	-20%
2	保利地产	600048.SH	买入	7.97	9.75	1.27	1.57	6.3	5.1	11.46	-30%
3	招商地产	000024.SZ	买入	19.02	22.50	2.08	2.56	9.1	7.4	33.83	-44%
4	荣盛发展	002146.SZ	买入	14.52	17.30	2.02	2.56	7.2	5.7	16.70	-13%
5	金融街	000402.SZ	中性	9.88	6.67	0.98	1.2	10.1	8.2	7.45	33%
6	滨江集团	002244.SZ	买入	7.63	8.40	1.4	1.58	5.5	4.8	11.46	-33%
7	金科股份	000656.SZ	卖出	14.52	10.00	1.19	1.51	12.2	9.6	15.80	-8%
8	首开股份	600376.SH	买入	7.29	10.00	0.93	1.21	7.8	6.0	11.80	-38%
9	金地集团	600383.SH	卖出	8.79	6.20	0.89	1.00	9.9	8.8	11.20	-22%
	平均值	NA	NA	NA	NA	NA	NA	8.4	6.9	NA	-20%

来源: WIND, 瑞银证券估算

## 新湖中宝 (600208.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	6,688	9,909	9,209	10,661	15.8	19,479	82.7	24,407	23,959	33,115
毛利	1,438	3,533	1,775	2,129	19.9	4,595	115.9	6,739	6,212	8,205
息税折旧摊销前利润(UBS)	956	3,099	1,186	1,630	37.4	3,482	113.6	5,073	4,288	6,413
折旧和摊销	(26)	(92)	(40)	(49)	22.1	(50)	2.5	(51)	(53)	(54)
息税前利润(UBS)	930	3,007	1,146	1,581	38.0	3,432	117.1	5,021	4,235	6,359
联营及投资收益	732	614	877	1,164	32.8	117	-89.9	191	210	227
其他非营业利润	484	252	74	0	-	0	-	0	0	0
净利息	(288)	(413)	(614)	(565)	7.9	(330)	41.5	(229)	(165)	(156)
例外项目(包括商誉)	17	(176)	(143)	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	1,874	3,285	1,341	2,181	62.7	3,219	47.6	4,983	4,280	6,431
税项	(418)	(950)	(366)	(436)	-19.1	(644)	-47.6	(1,246)	(856)	(1,608)
税后利润	1,456	2,334	975	1,744	79.0	2,575	47.6	3,737	3,424	4,823
优先股股息及少数股权	(49)	(25)	9	(12)	-	12	-	1	(274)	(341)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	1,407	2,309	983	1,733	76.2	2,587	49.3	3,738	3,150	4,482
净利润(UBS)	1,390	2,486	1,126	1,733	53.9	2,587	49.3	3,738	3,150	4,482
税率(%)	22.3	28.9	27.3	20.0	-26.7	20.0	0.0	25.0	20.0	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)	0.22	0.40	0.18	0.22	20.0	0.32	49.3	0.47	0.39	0.56
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.23	0.37	0.16	0.22	37.3	0.32	49.3	0.47	0.39	0.56
每股收益(UBS, 基本)	0.22	0.40	0.18	0.22	20.0	0.32	49.3	0.47	0.39	0.56
每股股息净值(Rmb)	0.00	0.06	0.06	0.04	-40.8	0.04	5.4	0.06	0.05	0.07
每股账面价值	1.57	2.01	2.06	1.99	-3.2	2.28	14.3	2.71	3.04	3.55
平均股数(稀释后)	6,181.24	6,234.79	6,259.00	8,032.00	28.3	8,032.00	0.0	8,032.00	8,032.00	8,032.00
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	5,121	7,266	12,068	2,936	-75.7	12,219	316.2	21,325	38,468	53,672
其他流动资产	22,503	30,738	36,348	49,543	36.3	38,323	-22.6	27,598	20,844	6,976
流动资产总额	27,625	38,004	48,416	52,479	8.4	50,541	-3.7	48,923	59,312	60,648
有形固定资产净值	736	498	558	551	-1.4	545	-1.0	542	542	546
无形固定资产净值	289	284	267	263	-1.6	259	-1.6	255	251	246
投资/其他资产	6,658	7,673	9,337	9,850	5.5	9,963	1.1	10,149	10,354	10,582
总资产	35,308	46,460	58,579	63,142	7.8	61,308	-2.9	59,869	70,458	72,022
应付账款和其他短期负债	7,306	11,235	16,316	20,717	27.0	19,190	-7.4	18,267	25,368	21,922
短期债务	6,860	10,915	10,710	10,755	0.42	12,575	16.93	8,633	9,146	9,710
流动负债总额	14,166	22,149	27,026	31,471	16.4	31,766	0.9	26,900	34,514	31,632
长期债务	8,519	8,246	14,422	11,409	-20.9	7,000	-38.6	7,000	7,000	7,000
其它长期负债	1,272	2,151	2,965	2,965	0.0	2,965	0.0	2,965	2,965	2,965
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	23,956	32,546	44,413	45,846	3.2	41,731	-9.0	36,865	44,479	41,597
普通股股东权益	9,780	12,573	12,900	16,019	24.2	18,312	14.3	21,739	24,441	28,545
少数股东权益	1,572	1,340	1,266	1,277	0.9	1,266	-0.9	1,265	1,539	1,879
负债和权益总计	35,308	46,460	58,579	63,142	7.8	61,308	-2.9	59,869	70,458	72,022
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)	1,407	2,309	983	1,733	76.2	2,587	49.3	3,738	3,150	4,482
折旧和摊销	26	92	40	49	22.1	50	2.5	51	53	54
营运资本变动净值	(7,200)	(4,306)	(529)	(6,776)	NM	9,694	-	9,801	13,855	10,422
其他营业性现金流	3,216	1,788	(1,356)	(588)	56.7	201	-	37	229	269
经营性现金流	(2,550)	(116)	(862)	(5,582)	NM	12,532	-	13,628	17,287	15,228
有形资本支出	(477)	(589)	(51)	(37)	27.9	(41)	-10.0	(45)	(49)	(54)
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	(924)	459	(1,469)	407	-	5	-	5	6	0
投资性现金流	(1,401)	(130)	(1,520)	371	-	(35)	-	(40)	(43)	(54)
已付股息	(128)	0	(382)	(388)	-1.6	(295)	24.1	(310)	(449)	(378)
股份发行/回购	277	264	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(2,508)	(1,680)	(1,067)	(565)	47.05	(330)	41.54	(229)	(165)	(156)
债务及优先股变化	4,932	3,782	5,971	(2,968)	-	(2,589)	12.79	(3,943)	513	565
融资性现金流	2,573	2,367	4,523	(3,921)	-	(3,213)	18.1	(4,482)	(101)	31
现金流量中现金的增加/(减少)	(1,377)	2,121	2,141	(9,133)	-	9,283	-	9,106	17,143	15,205
外汇/非现金项目	286	23	2,662	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(1,091)	2,144	4,803	(9,133)	-	9,283	-	9,106	17,143	15,205

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。



## 新潮中宝 (600208.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)	19.9	10.1	22.0	33.1	22.2	15.4	18.2	12.8
市盈率 (UBS, 稀释后)	20.2	9.4	19.2	33.1	22.2	15.4	18.2	12.8
股价/每股现金收益	19.8	9.1	18.6	32.2	21.8	15.2	17.9	12.7
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(10.8)	(3.0)	(4.2)	(9.8)	21.7	23.7	30.0	26.4
净股息收益率(%)	0.0	1.6	1.8	0.5	0.5	0.8	0.7	0.9
市净率	2.9	1.9	1.7	3.6	3.1	2.6	2.3	2.0
企业价值/营业收入(核心)	5.4	3.7	4.0	7.2	3.8	2.5	2.0	1.0
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	37.8	11.8	31.2	47.1	21.2	12.1	10.9	4.9
企业价值/息税前利润(核心)	NM	12.2	NM	NM	21.6	12.2	11.0	4.9
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	12.0	NM	NM	20.7	11.9	10.6	4.8
企业价值/运营投入资本	2.9	2.1	1.8	3.0	3.0	4.0	NM	NM
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
市值	28,039	23,439	21,655	57,435	57,435	57,435	57,435	57,435
净债务 (现金)	7,246	11,076	12,480	16,146	13,292	832	(14,007)	(29,642)
少数股东权益	1,035	1,456	1,303	1,272	1,272	1,265	1,402	1,709
养老金拨备/其他	827	1,711	2,558	2,965	2,965	2,965	2,965	2,965
<b>企业价值总额</b>	<b>37,147</b>	<b>37,682</b>	<b>37,995</b>	<b>77,818</b>	<b>74,964</b>	<b>62,497</b>	<b>47,795</b>	<b>32,467</b>
非核心资产	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
<b>核心企业价值</b>	<b>36,147</b>	<b>36,682</b>	<b>36,995</b>	<b>76,818</b>	<b>73,964</b>	<b>61,497</b>	<b>46,795</b>	<b>31,467</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
营业收入	-17.8	48.1	-7.1	15.8	82.7	25.3	-1.8	38.2
息税折旧摊销前利润(UBS)	-45.3	NM	-61.7	37.4	113.6	45.7	-15.5	49.6
息税前利润(UBS)	-45.2	NM	-61.9	38.0	117.1	46.3	-15.7	50.1
每股收益(UBS 稀释后)	-13.4	77.3	-54.9	20.0	49.3	44.5	-15.7	42.3
每股股息净值	-	-	1.2	-40.8	5.4	44.5	-15.7	42.3
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
毛利率	21.5	35.7	19.3	20.0	23.6	27.6	25.9	24.8
息税折旧摊销前利润率	14.3	31.3	12.9	15.3	17.9	20.8	17.9	19.4
息税前利润率	13.9	30.3	12.4	14.8	17.6	20.6	17.7	19.2
净利 (UBS) 率	20.8	25.1	12.2	16.3	13.3	15.3	13.1	13.5
ROIC (EBIT)	7.4	17.0	5.7	6.2	13.8	33.0	125.9	(72.4)
税后投资资本回报率	5.2	11.8	3.9	4.6	10.9	24.5	NM	NM
净股东权益回报率(UBS)	15.2	22.2	8.8	12.0	15.1	18.7	13.6	16.9
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	10.7	3.8	11.0	11.8	2.1	(1.1)	(5.2)	(5.8)
净债务/总权益 %	90.4	85.5	92.2	111.2	37.6	(24.7)	(85.9)	(121.5)
净债务/ (净债务 + 总权益) %	47.5	46.1	48.0	52.6	27.3	(32.9)	NM	NM
净债务/企业价值	28.4	32.4	35.3	25.0	9.9	(9.3)	(47.7)	NM
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	144.0	82.9	88.8	94.8	101.1	107.6
资本支出/营业收入(%)	7.1	5.9	0.6	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
息税前利润/净利息	3.2	7.3	1.9	2.8	10.4	21.9	25.6	40.8
股息保障倍数 (UBS)	-	6.5	2.9	5.9	8.3	8.3	8.3	8.3
股息支付率 (UBS) %	-	15.4	34.5	17.0	12.0	12.0	12.0	12.0
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	6,688	9,909	9,209	10,661	19,479	24,407	23,959	33,115
<b>总计</b>	<b>6,688</b>	<b>9,909</b>	<b>9,209</b>	<b>10,661</b>	<b>19,479</b>	<b>24,407</b>	<b>23,959</b>	<b>33,115</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	930	3,007	1,146	1,581	3,432	5,021	4,235	6,359
<b>总计</b>	<b>930</b>	<b>3,007</b>	<b>1,146</b>	<b>1,581</b>	<b>3,432</b>	<b>5,021</b>	<b>4,235</b>	<b>6,359</b>

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 预测回报率

---

预测股价涨幅	-42.1%
预测股息收益率	0.5%
预测股票回报率	-41.6%
市场回报率假设	8.9%
预测超额回报率	-50.5%

---

## 风险声明

公司股价上行主要风险在于如果湘财证券和大智慧重组成功，市场可能给予具有互联网券商概念的大智慧高 PE 的估值水平。股价下行风险为金融类上市公司可能不再受市场追捧，导致估值下降。

## 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](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

**分析师声明：**每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

### 瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	34%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	28%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	21%
短期评级	定义	覆盖 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 09 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

**主要定义** **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

**例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。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：林翰，CFA.

### 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
新潮中宝 <sup>2,4,5</sup>	600208.SS	暂停评级	不适用	Rmb7.15	2014 年 12 月 16 日

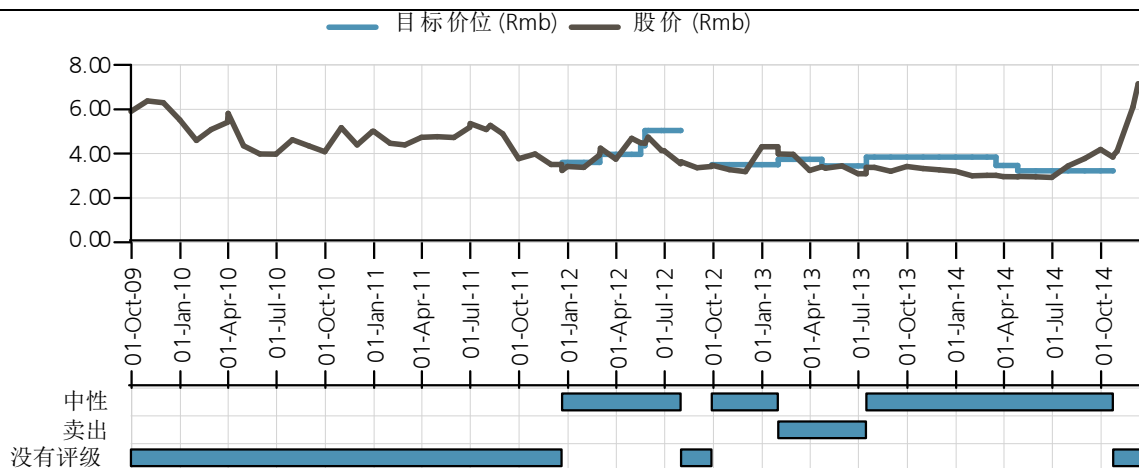
资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

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。

2. 在过去的 12 个月里, UBS AG, 其关联单位或子公司曾担任该公司/实体或其关联单位证券发行或配售的经办人/联席经办人、承销商或证券配售代理。
4. 在过去的 12 个月里, UBS AG, 其关联单位或子公司在对该公司/实体的投资银行业务中取得过报酬。
5. 在今后的 3 个月里, UBS AG, 其关联单位或分支机构预期或试图在投资银行服务方面从该公司/实体得到报酬。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

### 新潮中宝 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 12 月 16 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。