

永辉超市

上海农改超有望持续贡献投资收益

上海农改超流量大效果好，料将贡献公司投资收益

今年公司与上蔬合作的农改超试点在上海已经开出 3 家门店，凭借永辉生鲜直采的强大供应链能力，已经成功吸引到众多人流量。门店面积在 2000 平米左右，我们估计平效是其普通门店的 3 倍，净利率高出 1.5 个百分点至 3.9%。上海菜市场总数约 1000 家，适合改造的约 300 家，我们估计未来 3 年分别改造 20、40 和 60 家。由于永辉持股 45%，上蔬永辉的快速增长，将贡献公司新的投资收益，预计 2015/2016/2017 年分别为 2236/4471/6707 万元。

前三季度新开门店稍慢，销售费用率上升

公司前三季度实现营收 270 亿元，同比增长 22.4%，实现归属于母公司股东的净利润 6.5 亿元，同比增长 18.0%，略低于市场预期。前三季度公司新开门店 22 家，进度比原计划的全年 40 家稍慢。毛利率和财务费用率同比基本持平，管理费用率同比下降 0.2pct，受益于总部管理人员控制，但销售费用率同比上升 0.5pct，主要源自门店租金上涨和人工成本上升。

下调今年盈利预测，维持明年预测，上调 2016 年后预测

我们下调公司今年的开店数量至 31 家，由此下调收入增速至 24.9%。同时上调今年销售费用率至 13.4%，下调今年 EPS 预测至 0.30 元。但随着公司规模效应发挥和上蔬永辉贡献增加，上调 2016-2018 年业绩预测。

估值：上调目标价至 11.5 元，维持“买入”评级

我们预测公司 2014/15/16 年 EPS 0.30/0.42/0.56 元（原为 0.32/0.42/0.53 元），由于市场无风险利率下降，公司 WACC 降至 7.4%，基于瑞银 VCAM 现金流贴现模型，推导出目标价 11.50 元（原为 8.75 元），维持“买入”评级。

Equities

中国
百货零售业

12 个月评级 **买入**
保持不变

12 个月目标价 **Rmb11.50**
之前: Rmb8.75

股价 **Rmb9.14**

路透代码: 601933.SS 彭博代码 601933 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb9.61-5.85
市值	Rmb29.7 十亿/US\$4.81 十亿
已发行股本	3,254 百万 (ORDA)
流通股比例	13%
日均成交量(千股)	37,190
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb307.1
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb6.58 十亿
市净率 (12/14E)	4.5x
净债务 / EBITDA	0.6x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	0.32	0.30	-6.01	0.27
12/15E	0.42	0.42	-0.28	0.33
12/16E	0.53	0.56	4.25	0.42

廖欣宇

分析师

S1460512120001

xinyu.liao@ubssecurities.com

+86-213-866 8907

胡均均

分析师

S1460513010001

yunyun.hu@ubssecurities.com

+86-213-866 8964

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	17,732	24,684	30,543	38,160	46,567	56,192	66,851	79,107
息税前利润(UBS)	632	737	869	1,150	1,666	2,177	2,857	3,757
净利润 (UBS)	467	502	721	992	1,363	1,812	2,300	2,964
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.15	0.16	0.23	0.30	0.42	0.56	0.71	0.91
每股股息 (Rmb)	0.05	0.08	0.11	0.14	0.19	0.25	0.32	0.41
现金 / (净债务)	(75)	718	1,021	(954)	605	1,276	2,315	4,420
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(%)	3.6	3.0	2.8	3.0	3.6	3.9	4.3	4.7
ROIC (EBIT) (%)	20.5	19.3	20.3	18.6	23.2	30.5	37.4	48.4
EV/EBITDA(core)x	22.2	20.0	13.4	16.9	12.4	9.6	7.4	5.7
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	46.5	40.9	27.9	30.0	21.8	16.4	12.9	10.0
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(5.3)	(5.2)	2.2	(5.6)	6.8	4.2	6.3	10.7
净股息收益率(%)	0.7	1.1	1.6	1.5	2.1	2.7	3.5	4.5

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 17 时 57 分的股价(Rmb9.14)得出。

投资主题

永辉超市

投资理由

公司在新拓区域业绩表现突出，其中华东大区 2013 年营业收入翻倍、河南大区等新区均取得 50% 左右或以上快速增长。在零售行业景气度低迷及电商冲击等不利的市场环境下，积极开拓新店的策略使公司依旧获得高于同业的增速。在牛奶国际进入后，公司的拓展速度可能加快。同时作为中国生鲜超市行业的稀缺品种，我们预计公司将受益于沪港通。

我们 2014/15/16 年每股盈利预测为 0.30/0.42/0.56，高于市场一致预期 0.26/0.32/0.40。目标价 11.5 元基于瑞银 VCAM 现金流贴现模型，WACC 假设为 7.4%，给予“买入”的投资评级。

乐观情景

若经济转暖，居民消费意愿增强，公司同店收入得以提升，同时随着新开门店逐渐培育成熟，整体盈利能力显著增强，那么我们预计公司 2015 年 EPS 可达 0.45 元，每股估值可能达到 13.0 元。

悲观情景

若经济放缓，居民消费意愿持续减弱，同店收入增速下滑，同时公司新开门店经营状况不及我们预期，新开门店数量低于我们预期，那么我们预计公司 2015 年 EPS 为 0.26 元，每股估值可能为 8.0 元。

近期催化剂

8 月公司宣布拟向牛奶国际全资孙公司牛奶有限公司定向增发募集资金 56.92 亿元，正式完成后有望提升公司运营效率。

4 季度同店增长提升或超预期。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb11.50

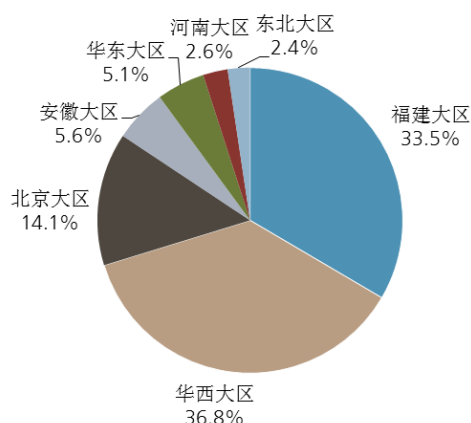
公司简介

永辉超市是一家以经营生鲜农产品为主，日用百货、服装鞋帽为辅的商业零售企业。公司是中国大陆第一家将生鲜农产品引进现代超市的流通企业，是福建省“流通及农业产业化”的龙头企业。目前，集团已发展成为以零售业为龙头，以现代物流为支撑，以食品工业和现代农业为两翼，以实业开发为基础的大型企业集团，正从福建向华东、华北及其他地区扩张。

行业展望

随着我国人民生活水平的提高，城市居民对安全、新鲜的生鲜农副产品的日常需求不断提升。超市购物环境的便利舒适、“直采”生鲜带来的价格实惠、以及质量的安全保障，有望令具备生鲜经营优势的连锁超市成为城市居民购买生鲜的主流渠道。我们认为，生鲜农产品经营能力突出的超市企业拥有广阔的消费群体以及刚性需求，市场潜力非常大。

收入按区域分布，2013 (%)



来源：公司数据

各类产品的毛利

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
生鲜及加工收入	1,419	1,665	2,092	2,545	3,119
食品用品收入	1,976	2,439	2,962	3,604	4,350
服装收入	521	645	749	875	1,060
其它	909	1,111	1,520	2,035	2,477
合计	4,825	5,861	7,322	9,059	11,006

来源：公司数据，瑞银证券估算

上海农改超效果良好，料将增加投资收益

公司于去年 7 月 6 日公告与上海上蔬公司签订《投资意向书》，以上蔬 55%、永辉 45% 的比例，出资 1 亿元成立合资公司，期限 20 年，经营约 4000 平米业态的生鲜超市。其中上蔬公司拟协调本地上下游资源、永辉超市负责日常经营，现在上海尚博路、株洲路、云山路三个农改超网点已经开业。

目前国内生鲜市场的 70% 仍然被分散的农贸市场占据，而出于食品安全和防疫的考虑，地方政府有动力对其改造。永辉是农改超做得最好，目前正在上海试点合作，成功之后将向全国推广。

从我们渠道调研的情况来看，依托永辉生鲜采购供应链的优势，上蔬永辉在上海开业的三家门店商品丰富、性价比高，人流量非常大。上蔬永辉单店面积在 2000 平米左右，我们预计门店平销是普通门店的 3 倍，净利润率较普通门店高出 1.5 个百分点。

上海地区菜市场约 1000 个，其中适合改造成超市的约 300 家。我们假设 2015~2018 年上蔬永辉改造的菜市场数量分别为 20、40、60 和 80 家。永辉持股 45%，由此贡献公司 2015/16/17 年的投资收益 2236/4471/6707 万元。

图表 1: 上蔬永辉盈利预测

上蔬永辉	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
新开门店数量	3	20	40	60	80
单店面积 (平米)	2000	2000	2000	2000	2000
门店平销 (万元/平米)	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45
销售收入 (万元)	20700	138000	276000	414000	552000
净利润	745.2	4968	9936	14904	19872
永辉持股	45%	45%	45%	45%	45%
贡献永辉投资收益	335	2,236	4,471	6,707	8,942

来源: 瑞银证券估算

图表 2: 永辉超市投资收益假设变化

投资收益 (万元)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
调整前	2158	1348	-84			
调整后	2158	1348	-84	335	2236	4471

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

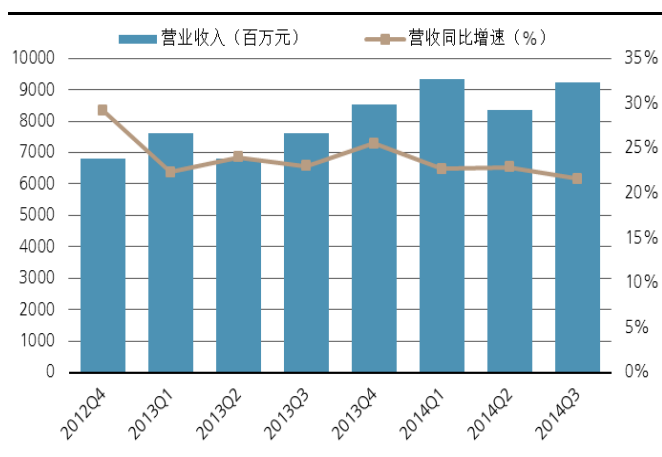
前三季度营收增长稳健，净利润增速略低于预期

公司前三季度实现营收 270 亿元，同比增长 22.4%，实现归属于母公司股东的净利润 6.5 亿元，同比增长 18.0%，每股收益 0.2 元，符合市场预期，前三季度经营性现金流量净额 12.8 亿元。

2014Q3 公司实现营业收入 92.4 亿元，同比上升 21.6%，维持较快增长，我们估计主要来自客单价上升。3 季度归母净利润 1.96 亿元，同比上升 21.9%，净利润增速提升。

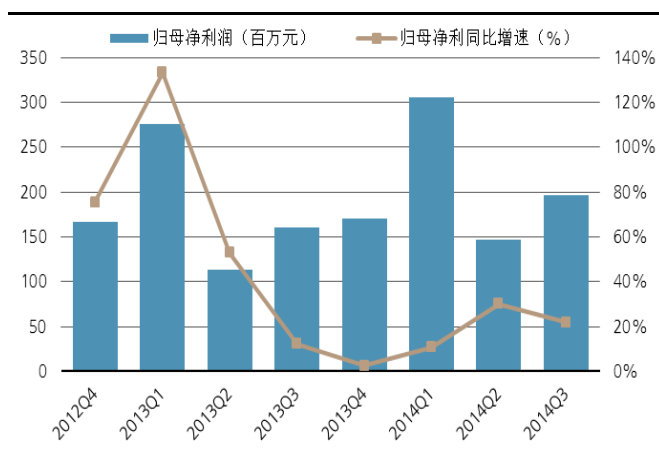
公司前三季度新开门店 22 家，离原计划的 40 家左右的开业计划有差距，对公司今年的收入增长有一定影响，由此我们下调公司今年的开店数量至 31 家。开业门店总数增至 308 家，新签约门店 25 家，已签约未开业门店 181 家。

图表 3: 2012Q4-2014Q3 营业收入及同比增速



来源: 公司数据

图表 4: 2012Q4-2014Q3 归母净利润及同比增速



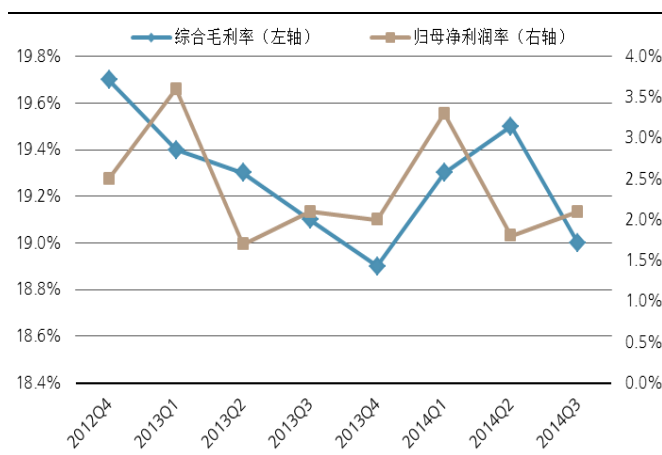
来源: 公司数据

毛利率基本稳定，销售费用率略有上升

2014Q1-Q3 公司综合毛利率 19.3%，毛利率同比持平。前三季度公司归母净利润率 2.41%，同比下降 0.1 个百分点，主要源自销售费用率上升。我们预计牛奶国际的增资入股将引入国际化管理方式，提升公司未来的运营效率和盈利能力。

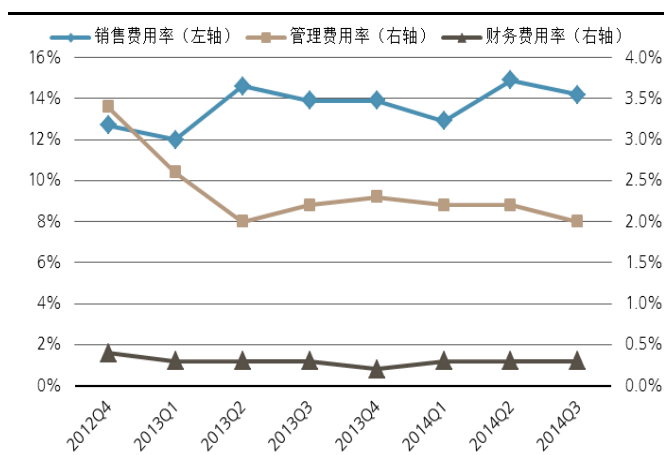
2014Q1-Q3 公司销售、管理和财务费用分别为 14.0%、2.1%和 0.3%，同比变动分别为+0.5 个百分点、-0.2 个百分点和+0.0 个百分点。销售费用率的上升主要受工资和租金上涨影响。管理费用率的下降主要源自总部管理人员工资上涨较少。

图表 5: 2012Q4-2014Q3 综合毛利和归母净利润率



来源: 公司数据

图表 6: 2012Q4-2014Q3 销售、管理及财务费用率



来源: 公司数据

盈利预测假设主要调整

公司原计划今年开店 40 家，年初至今估计新开了 31 家，我们认为今年新开店数或低于预期，由此我们下调了公司未来三年的营收增速假设，从原来 2014/15/16 的 29.8%/24.5%/20.9% 下调至 24.9%/22.0%/20.7%。

图表 7: 永辉超市营收增速假设变化

营收增速%	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
调整前	44.0%	39.2%	23.7%	29.8%	24.5%	20.9%
调整后	44.0%	39.2%	23.7%	24.9%	22.0%	20.7%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

考虑到人工和租金上涨压力, 我们上调了公司的销售费用率预测, 但认为未来几年销售费用率将会稳中有降, 从原来 2014/15/16 的 13.3%/13.0%/13.2% 上调至 13.4%/13.2%/13.1%。

图表 8: 永辉超市销售费用率假设变化

销售费用率%	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
调整前	12.9%	13.5%	13.6%	13.3%	13.0%	13.2%
调整后	12.9%	13.5%	13.6%	13.4%	13.2%	13.1%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

提升目标价至 11.50 元, 给予“买入”评级

我们预计公司 2014/2015/2016 年 EPS 分别为 0.30/0.42/0.56 元 (原预测 0.32/0.42/0.53 元), 基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型, 在 WACC 假设为 7.4% 的情况下 (原为 11.9%), 上调目标价至 11.50 元 (原为 8.75 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%, 公司的贝塔系数为 0.70, 又由于市场无风险利率下降, 综上推导出贴现率为 7.4% (原为 11.9%)。

图 9: 永辉超市[601933.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	1,150	1,666	2,177	2,857	3,757	6,368	6,856	7,276	7,609	7,836
折旧及摊销*	559	728	954	1,021	1,132	1,365	1,552	1,746	1,943	2,137
资本支出	(1,231)	(1,938)	(2,088)	(2,101)	(1,474)	(3,639)	(4,139)	(4,657)	(5,181)	(5,699)
运营资本变动	(1,049)	1,475	299	273	281	(32)	220	248	274	297
所得税(营运)	(277)	(405)	(532)	(701)	(923)	(1,592)	(1,714)	(1,819)	(1,902)	(1,959)
其他	(229)	(252)	(289)	(320)	(368)	(356)	(375)	(388)	(393)	(389)
自由现金流	(1,077)	1,274	521	1,028	2,405	2,114	2,400	2,407	2,350	2,223
增长		NM	-59.1%	97.5%	134.0%	-12.1%	13.5%	0.3%	-2.3%	-5.4%

估值	
明计现金流现值	11,626
期末价值(第15年)现值	24,007
企业价值	35,634
占永续价值百分比	67%
联营公司及其他	23
-少数股东权益	7
现金盈余**	1,937
-债务***	2,158
权益价值	35,428
已发行股数 [m]	3,254.4
每股权益价值 (Rmb/股)	10.90
权益成本	7.4%
股息收益率	2.0%
1年期目标价 (Rmb/股)	11.50

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	10.0%	8.0%	4.0%
息税前利润率	5.5%	2.8%	3.1%
资本支出/销售收入	4.0%	4.0%	4.0%
投资资本回报率	25.3%	9.6%	7.1%

估值对应指标			
财年	2014E	2015E	1年期预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	20.8x	14.9x	15.1x
企业价值 / 息税前利润	31.0x	21.4x	21.7x
自由现金流收益率	NM	3.6%	3.3%
市盈率(现值)	35.7x	26.0x	26.3x
市盈率(目标)	37.7x	27.4x	27.8x

加权平均资本成本	
无风险利	3.94%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.70
债务/权益比	7.0%
边际税率	25.0%
权益成本	7.4%
债务成本	6.0%
WACC	7.4%

期末假设值	
VCH(年数)	15
对应的自由现金流增长	NM
回报率增幅	6.6%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	6.6x

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

参考零售板块和公司历史, 我们的目标价较为合理

近年来零售行业受到线上销售的冲击, 估值水平大幅下降。目前百货超市板块可比公司相对 2015 年的平均 PE 为 25.2x, 永辉超市目前 2015 年 22.7x 的 PE 估值水平略低于行业平均。

从 PEG 估值看, 公司股价相对 2014/2015 年 PEG 分别为 0.90/0.66, 低于行业平均 2.83/2.49, 可见考虑到公司未来 3 年的盈利增速后, 公司的估值也处于较低水平。

从公司的历史估值来看, 2013 年 5 月及之前超过 40xPE。之后至今, 大部分时间估值在 25x-35x 的区间中, 现在相对 2015 年估值处于历史较低水平。

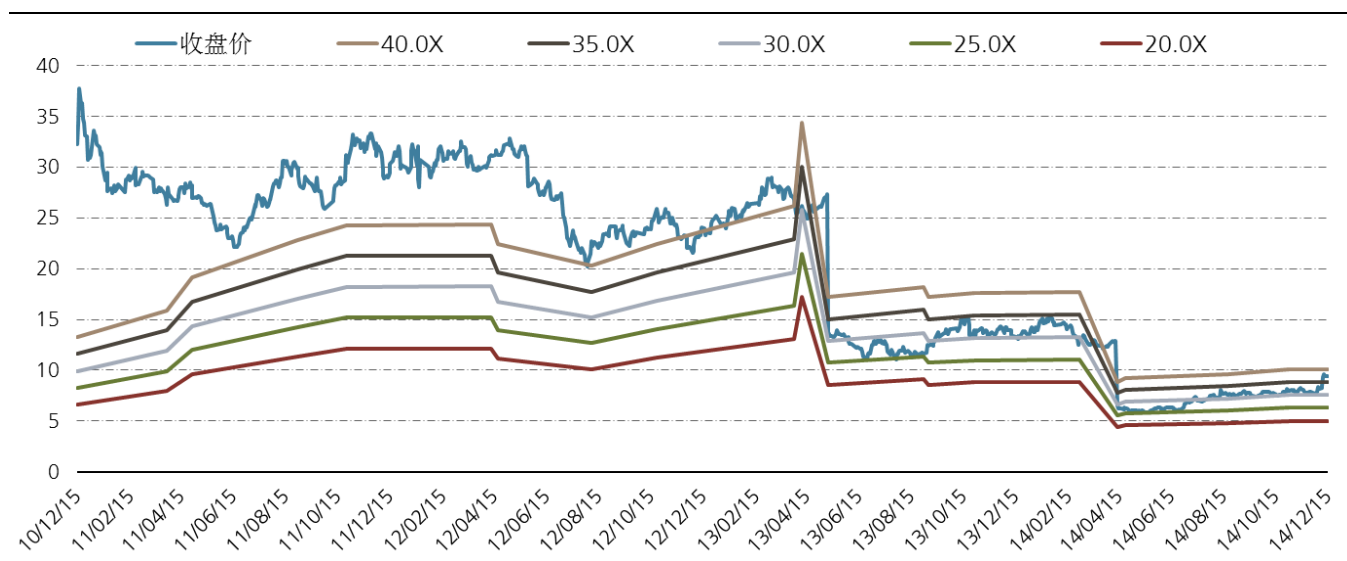
考虑到公司积极开店以及上蔬永辉的推进，我们的目标价 11.5 元相对公司 2015 年的 PE 为 27x，和零售板块同行的横向和公司历史的纵向相比，我们认为这个估值水平较为合理。

图表 10: 行业可比公司 PE 表

	收盘价 (元)	市盈率 PE		PEG		
		12/16/2014	14E	15E	14E	15E
行业均值			23.69	20.48	2.83	2.49
000759.SZ 中百集团	8.47		32.90	28.63	3.94	3.43
600859.SS 王府井	20.82		12.30	11.50	2.07	1.88
002251.SZ 步步高	15.34		15.40	12.80	1.00	0.85
002697.SZ 红旗连锁	8.59		37.50	35.00	5.22	4.85
600827.SH 百联股份	17.90		27.76	25.04	3.33	3.00
600861.SH 北京城乡	10.82		30.97	23.40	3.45	2.61
601933.SS 永辉超市	9.18		21.90	16.50	0.90	0.66
601933.SH 广百股份	13.39		18.68	17.07	2.02	1.85
002419.SZ 天虹商场	12.70		15.80	14.40	3.53	3.30

来源: Bloomberg, 瑞银证券估算, 股价为 2014 年 12 月 16 日收盘价, 王府井、红旗连锁、步步高和天虹商场盈利预测为瑞银证券预期, 其余公司为 Bloomberg 一致预测。

图表 11: 永辉超市 PE-Bands



来源: Wind, 股价截止 2014 年 12 月 16 日

预测回报率

预测股价涨幅	+25.8%
预测股息收益率	2.1%
预测股票回报率	+27.9%
市场回报率假设	8.9%
预测超额回报率	+19.0%

风险声明

我们认为公司主要下行风险包括：（1）公司扩张风险：公司新开门店经营状况不及我们预期、新开门店数量低于我们预期；（2）盈利能力风险：公司经营所在区域竞争激烈化，促销增加令毛利率下滑；（3）行业及宏观风险：行业收入增速下滑；中国经济增长速度回落，城市居民消费能力下降。

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；胡昀昀，CFA.

涉及报告中提及的公司的披露

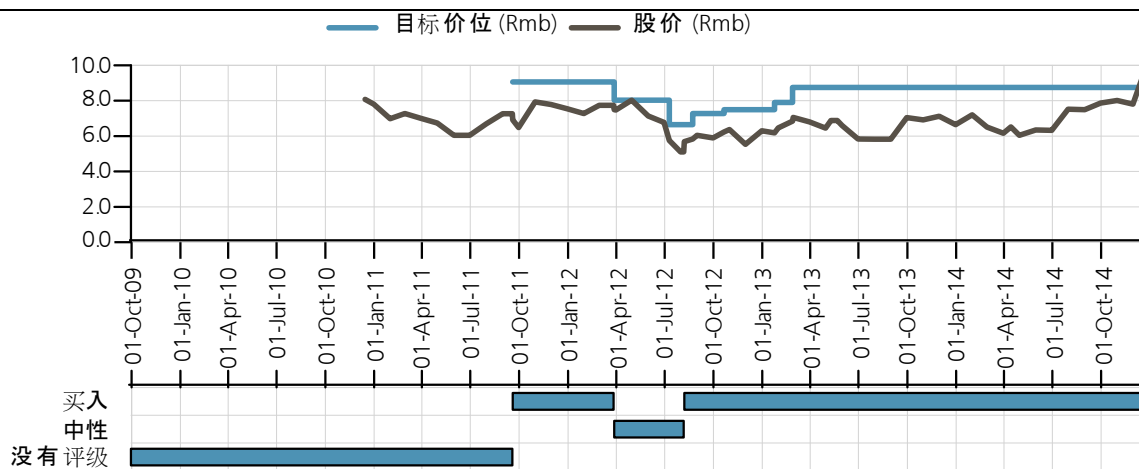
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
永辉超市	601933.SS	买入	不适用	Rmb9.18	2014 年 12 月 16 日

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。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

永辉超市 (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表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区：除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：**由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：**由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**意大利：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：**由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：**本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：**本文件由瑞银集团（及其子公司、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。

