

# 中国国航 A

## 油价超预期下跌或大幅提升主业业绩

### 2014 年 3 季度业绩回顾：前 3 季度净利润同比下降 22%

前 3 季度，公司营业收入 789 亿元，同比增长 7%，与营业成本同比增速基本一致；营业利润 34 亿元，同比下降 35%；归属母公司净利润 31.6 亿元，同比下降 22%，符合预期。3 季度利润同比降幅较上半年放缓主要源于航油价格的下跌。

### 需求展望：2015 年需求端恢复仍需要观察

4 季度为中国航空业传统淡季，我们预计，在目前中国宏观经济不振背景下，商务客恢复仍有难度，票价同比增速仍可能为负。展望 2015 年，我们预计公商务客出行有望恢复，但恢复程度仍需要观察；若商务客明显回升，公司商务客占比最大，对票价和客运收入都应会有明显促进作用。

### 航油价格：油价超预期下跌或大幅提升主业业绩

我们基准假设 2015 年 Brent 均价 108.1 美元/桶，若 2015 年实际油价降至 100、90、80、70 美元/桶，综合考虑燃油附加费（消化航油成本下降 70% 的影响），我们测算 2015 年 EPS 将增加 0.03(+10%)、0.07(+22%)、0.11(+34%)、0.15(+46%)元，油价下跌幅度越大，对业绩的贡献越明显。若油价降至 80 美元/桶，当前股价对应公司 2015 年 PE 估值不到 10 倍、PB 为 0.96 倍。

### 估值：上调目标价至 4.62 元，维持“中性”评级

我们维持 2014-2016 年 EPS 预测 0.21/0.33/0.42 元（扣非后 EPS 预测 0.25/0.33/0.42 元）。自 2011 年来，由于经济放缓导致需求趋弱，中国航空行业盈利处于下降通道，在利润下降期，我们选择 PB 给航空股估值。参考 A 股行业平均估值水平，我们给予国航 2014 年 1.1 倍 PB 估值，得到目标价 4.62 元（原为 3.55 元），维持“中性”评级。

### Equities

中国

航空公司

12 个月评级 **中性**  
保持不变

12 个月目标价 **Rmb4.62**  
之前: Rmb3.55

股价 **Rmb4.47**

路透代码: 601111.SS 彭博代码 601111 CH

### 交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb4.47-3.23
市值	Rmb56.2 十亿/US\$9.19 十亿
已发行股本	8,522 百万 (ORDA)
流通股比例	30%
日均成交量(千股)	41,976
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb167.6
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb54.9 十亿
市净率 (12/14E)	1.1x
净债务 / EBITDA	5.5x

### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/14E	0.25	0.25	0.73
12/15E	0.33	0.33	0.79
12/16E	0.42	0.42	0.58

陈欣

分析师

S1460511050002

xin.chen@ubssecurities.com

+86-213-866 8864

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	97,139	99,841	97,628	108,291	119,305	132,059	145,173	159,297
息税前利润(UBS)	8,377	7,266	4,401	6,265	7,914	9,739	10,180	10,313
净利润(UBS)	4,414	4,724	2,160	3,324	4,349	5,529	5,557	5,484
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.34	0.37	0.18	0.25	0.33	0.42	0.42	0.42
每股股息(Rmb)	0.12	0.06	0.05	0.06	0.09	0.11	0.11	0.11
现金 / (净债务)	(60,254)	(89,850)	(96,839)	(102,214)	(105,352)	(106,781)	(107,265)	(106,847)
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(%)	8.6	7.3	4.5	5.8	6.6	7.4	7.0	6.5
ROIC (EBIT) (%)	9.4	6.4	3.3	4.4	5.4	6.4	6.5	6.5
EV/EBITDA(core)x	8.2	7.5	8.0	6.3	5.6	4.9	4.7	4.5
市盈率(UBS, 稀释后) (x)	28.2	15.9	26.8	17.6	13.4	10.6	10.5	10.7
权益自由现金流(UBS) 收益率 %	11.5	(8.5)	(5.4)	(6.8)	(3.6)	(.0)	1.7	3.2
净股息收益率(%)	1.2	1.1	1.0	1.4	1.9	2.4	2.4	2.4

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 10 月 30 日 16 时 26 分的股价(Rmb4.47)得出；

## 投资主题

### 中国国航 A

#### 投资理由

1) 国内航线中，公司商务客占比逾 50%，为三大航中最高，若中国经济回暖，商务客的明显回升对公司业绩弹性应会最大；2) 公司在中国航空公司中国际航线旅客量占比最大，而且以欧美长航线为主，若欧美经济持续回升，公司有望最为受益；3) 公司参股国泰航空 29.99% 股权，其以国际长航线商务市场为主，若欧美经济趋好，国泰航空业绩的提升公司也会受益。我们基于 2014 年 1.1xPB 得到目标价 4.62 元，“中性”评级。瑞银 2014-16 年未扣非 EPS 预测为 0.21/0.33/0.42 元，市场一致预期为 0.24/0.33/0.39 元。

#### 乐观情景

如果 2014-15 年中国宏观经济回暖，且国际 Brent 油价降至 80 美元/桶；在该情景假设下，我们预计公司所在华北地区商务客出行明显上升，2014/15 年国内客公里收入各同比增长 0%/1%，国际客公里收入各同比增长-1%/1%，我们估算 2014-2015 年 EPS 预测有望增至 0.46/0.58 元，每股估值可能达到 5.54 元。

#### 悲观情景

反之，我们假设国际航油价格在瑞银基准假设基础上上升 10 美元/桶，2014/15 年国内客公里收入各同比增长-2%/-1%，国际客公里收入各同比增长-6%/-4%，则我们估算 2014-2015 年 EPS 预测或降至 0.16/0.19 元，每股估值可能跌至 3.7 元。

#### 近期催化剂

- 1) 正面：国内 RPK 两位数增长，国内票价同比增速由负转正，国际航油价格大幅下跌，人民币兑美元持续升值；
- 2) 负面：国内 RPK 持续以中低个位数增长，国内票价持续同比负增长，国际航油价格持续增加，人民币兑美元持续贬值。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb4.62

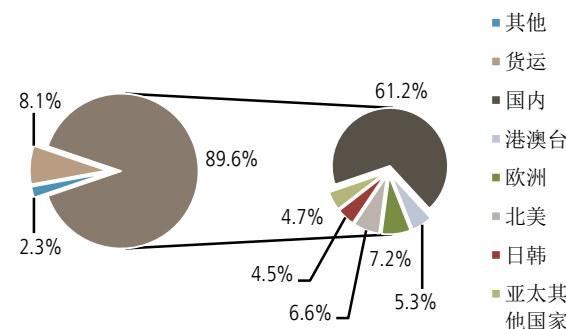
#### 公司简介

中国国航是中国唯一的载旗航空公司，也是国内第二大航空公司。国航为国有企业，自母公司中国航空集团公司处获得所有航空相关资产及负债后，于 2004 年成立。其前身为中国民航北京管理局，从上世纪 50 年代开始提供航空服务，于 2007 年加入星空联盟。

#### 行业展望

航空运输业消费属性鲜明，与宏观经济息息相关。2013 年我国人均乘机次数仅 0.26 次，较美国 2.35、英国 1.85 等仍有较大差距。我们认为若国内外经济持续好转，则国内商务客有望回暖，加之出境游持续升温，行业盈利前景有望逐步改善。

#### 收入按地域分布, 2013 (%)



来源: 公司数据

#### 各类业务的单位收益指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
客运 (元/客公里)	0.67	0.61	0.60	0.63	0.64
其中: 国内	0.70	0.63	0.62	0.63	0.63
地区		0.85	0.83	0.84	0.85
国际	0.61	0.54	0.51	0.52	0.53
货运 (元/吨公里)	1.68	1.60	1.59	1.61	1.66

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

## 2014 年 3 季度业绩回顾：3 季度净利润降幅放缓

前 3 季度，公司营业收入 789 亿元，同比增长 7%，与营业成本同比增速基本一致；营业利润 34 亿元，同比下降 35%；归属母公司净利润 31.6 亿元，同比下降 22%，符合预期。

第 3 季度，公司营业收入 298 亿元，同比增长 7%，营业利润 37.2 亿元，同比下降 8%，归属母公司净利润 26.8 亿元，同比下降 9%，降幅较上半年的 58% 明显放缓。

## 2014 年 3 季度业绩分析：需求的缓慢增长和票价的同比下降仍是主因

### 前 3 季度经营分析：国内 RPK 同比个位数缓慢增长

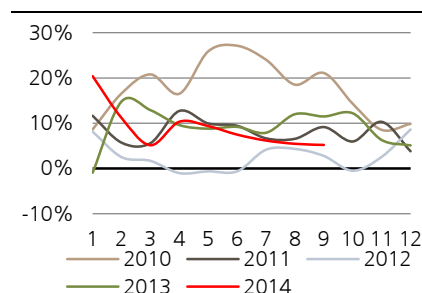
前 3 季度，公司 RPK 同比增长 8.7%，其中，国内航线同比仅增长 5.4%，2014 年来国内航线 RPK 同比增速逐月放缓，我们认为商务客的恢复依然缓慢；国际航线同比增长 15.4%，依然保持两位数增长，主要源于中国出境游的快速增长。

前 3 季度，公司客运运力供给 ASK 同比增长 10.1%，其中国内 6.2%，国际航线更是增长达 18.2%

由于运力供给增速超过需求，客座率同比下滑 1.0ppt. 至 80.7%，其中国内下滑 0.6ppt. 至 81.8%，而国际大幅下滑 1.9ppt. 至 79.5%。

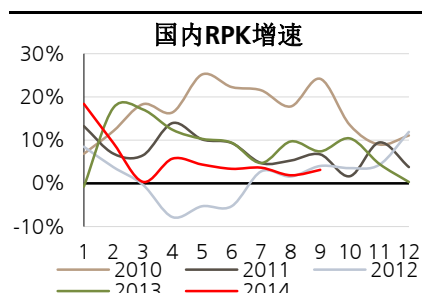
我们预计，前 3 季度，公司净票价同比下降约 1.5%，其中国内、国际航线降幅分别 0.5%、2%。

图表 1: 9 月公司 RPK 同比+5.2%



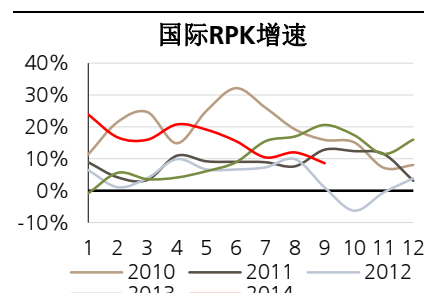
来源: 公司公告

图表 2: 9 月国内 RPK 同比+3.1%



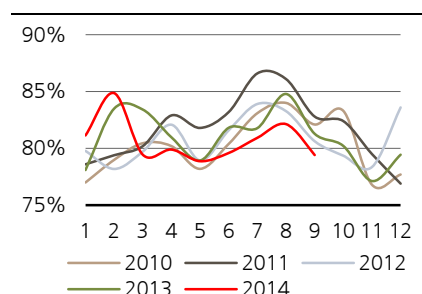
来源: 公司公告

图表 3: 9 月国际 RPK 同比+8.6%



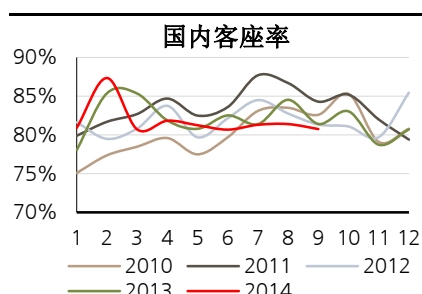
来源: 公司公告

图表 4: 9 月公司客座率 79.4%



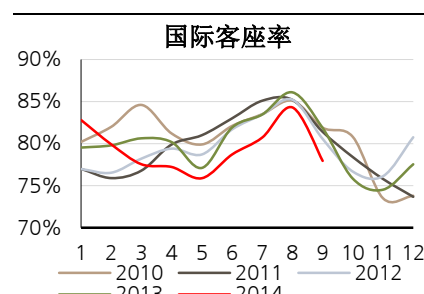
来源: 公司公告

图表 5: 9 月国内客座率 80.8%



来源: 公司公告

图表 6: 9 月国际客座率 77.9%



来源: 公司公告

## 前 3 季度财务分析：国内市场客运收入仅个位数增长

### 客运收入：同比增长 7%

我们预计，前 3 季度，公司客运收入同比增长约 7%，其中，国内仅增长 5%；而国际增长达 14%，较上半年 11% 的增速有所加快，主要源于 3 季度是出境游的高峰期。

### 油价下降致使主业成本仅增长约 7%

2014 年前 3 季度，主业成本同比增长 7%，明显低于 ATK11.9% 的同比增速，我们认为，主要源于航油价格的下跌导致航油成本增长的放缓。

**航油成本：**2014 年来，Brent 和新加坡航油价格分别从 108、127 美元/桶降至 85、102 美元/桶，降幅分别高达 20.7%、19.8%，受此影响，我们预计，占营业成本超过 30% 的航油成本前 3 季度仅同比增长 5%，与上半年增速基本持平。

**员工薪酬：**我们预计，前 3 季度公司员工薪酬同比增长接近 20%，主要源于人员的增加以及员工薪酬标准的调整。

### 汇兑损失影响公司业绩

由于购买飞机及航材等需要支付美元，而飞机及航材的购买往往是以贷款等方式购买，美元负债是中国航空行业的最大项，其中，美元负债占国航带息负债的 72%，人民币对美元的升值或贬值将会对业绩产生影响。

2014 年前 3 季度，人民币对美元从 6.1 提高至 6.15，我们预计，公司汇兑损失约 7.7 亿元（而 2013 年同期则汇兑收益约 15 亿元），约占 2014 年利润总额的 22.5%。

我们目前假设 2014-2016 年人民币兑美元汇率为 6.15 元，若汇率变动 1%，2014 年公司净利润将变化 19%，对业绩影响十分明显。

图表 7: 汇率敏感性分析

变动幅度	人民币对美元汇率	预计汇兑收益（百万元）	占比 14 年净利润
-2%	6.03	1,352	37%
-1%	6.09	676	19%
0%	6.15	0	0%
+1%	6.21	-676	-19%
+2%	6.27	-1,352	-37%

来源: 瑞银估算

## 公司展望：需求恢复仍有待观察，国际油价下跌或成为股价上行催化剂

### 需求端恢复仍需要观察

2014 年 4 季度为中国航空行业的传统淡季，我们预计，在目前中国宏观经济不振背景下，商务客恢复仍有难度，票价同比增速仍可能为负，受此影响，我们预计，客运收入仍将个位数增长。

展望 2015 年，我们预计公商务客出行有望恢复，但恢复程度仍需要观察；若商务客明显回升，对票价和客运收入都将有明显促进作用。

### 油价若持续大幅下跌或显著提升主业业绩

2014 年来，Brent 和新加坡航油价格分别从 108、127 美元/桶降至 85、102 美元/桶，降幅分别高达 20.7%、19.8%，瑞银石油石化研究团队将 2014-2015 年 Brent 油价预测分别从 109.4、105 下调至 105.3、100 美元/桶；考虑到新加坡航油价和 Brent 的正相关性（1.15 倍），我们基准预测 Brent 油价 2014-2015 年分别为 105.3、108.1 美元/桶，2014 年瑞银预测和我们模型中的油价假设一致（图表 9）。若 2015 年 Brent 均价变化，对业绩的影响为：

- （1） **均价为 100 美元/桶**，较我们假设 108.1 美元/桶下降 8.1 美元/桶，我们测算，若同时考虑燃油附加费的下降（约占航油成本下降的 70%），2015 年 EPS 将增加 0.033 元，较原预测值增加 10%；
- （2） **均价为 90 美元/桶**，较我们假设 108.1 美元/桶下降 18.1 美元/桶，我们测算，若同时考虑燃油附加费的下降，2015 年 EPS 将增加 0.07 元，较原预测值增加 21.6%；
- （3） **均价为 80 美元/桶**，较我们假设 108.1 美元/桶下降 28.1 美元/桶，我们测算，若同时考虑燃油附加费的下降，2015 年 EPS 增加 0.11 元，较原预测值增加 33.6%；
- （4） **均价为 70 美元/桶**，较我们假设 108.1 美元/桶下降 38.1 美元/桶，我们测算，综合考虑燃油费变化后，2015 年 EPS 增加 0.15 元，较原预测值增加 45.5%。

从图标 8 中，我们可以清晰的看到，若 2015 年 Brent 油价均值为 80 美元/桶以下，对业绩影响显著，当前股价对应 2015 年的 PE 估值降至 10 倍之下，有望成为股价上行催化剂。

图表 8: 2015 年 Brent 油价敏感性分析（原假设油价：108.1 美元/桶）

单位: 美元/桶	若 2015 年 Brent 油价变为			
	100	90	80	70
油价下降幅度（美元/桶）	8.1	18.1	28.1	38.1
航油支出减少（亿元）	18.6	41.6	64.5	87.5
净利润增加（亿元）	14.0	31.2	48.4	65.6
EPS 增加（元）	0.11	0.24	0.37	0.50
考虑燃油附加费后，EPS 增加（元）	0.03	0.07	0.11	0.15
较原预测 EPS 增加（元）	9.7%	21.6%	33.6%	45.5%
新预测 EPS（元）	0.36	0.40	0.44	0.48
PE 估值	12.0	10.9	9.9	9.1
每股净资产（元）	4.48	4.52	4.56	4.60
PB 估值	0.97	0.96	0.96	0.95

来源:瑞银证券估算（燃油附加费消化航油成本下降 70%，PE/PB 估值根据 2014/10/29 收盘价计算）

图表 9: 中国国航的关键假设

关键假设	2013	2014E	2015E	2016E
人民币兑美元汇率	6.10	6.15	6.15	6.15
Brent 油价（美元/桶）	114.8	105.3	108.1	110.3
总油耗（百万吨）	3.67	3.83	4.11	4.42

来源: 中国人民银行，公司公告，瑞银估算。注：我们假定新加坡航油价是 Brent 油价的 1.15 倍

## 估值：目标价 4.62 元，维持“中性”评级

我们维持 2014-2016 年 EPS 预测 0.21/0.33/0.42 元（扣非后 EPS 预测 0.25/0.33/0.42 元）。自 2011 年来，由于经济放缓导致需求的趋弱，中国航空行业盈利处于下降通道，在利润下降期，我们认为首选 PB 估值法给航空股估值。我们基于公司 2014 年 1.1 倍 PB 估值，得到目标价 4.62 元（原目标价 3.55 元）。尽管 2014 年整体未扣非净利润同比或负增长，但降幅有望明显收窄，同时，国际油价的下跌有望推动公司主业利润实现同比正增长，另外 2015 年国际油价可能持续下跌，若 brent 均价跌破 100 美元/桶，甚至跌至 80 美元/桶，那对公司业绩可能会有明显的提振作用。

图表 10: PB band



来源: 彭博，瑞银证券估算



图表 11: 全球航空公司估值表

名称	收盘价	PE			PB			EV/EBITDA		
年份	(当地货币)	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
法国航空	6.6	NA	7.0	4.9	1.1	0.9	0.8	4.1	3.0	2.6
汉莎航空	12.4	10.8	6.0	4.9	0.9	0.8	0.7	3.3	2.6	2.4
易捷航空	1449.0	12.6	11.5	10.2	2.6	2.3	2.0	7.3	6.6	5.8
英国航空	397.3	12.8	8.7	7.6	2.3	1.9	1.5	5.0	3.8	3.3
北欧航空	11.5	NA	287.5	13.4	0.5	0.5	0.5	5.5	3.5	3.3
瑞安航空	7.4	15.2	13.3	12.0	2.9	2.5	2.1	8.3	7.3	6.5
俄罗斯国际航空	38.3	3.8	3.4	2.7	0.5	0.4	0.4	3.7	3.4	3.3
爱琴海航空	6.4	6.9	6.4	6.0	2.2	2.2	1.9	2.3	1.9	1.3
<b>欧洲平均</b>		<b>10.4</b>	<b>43.0</b>	<b>7.7</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.2</b>	<b>4.9</b>	<b>4.0</b>	<b>3.6</b>
澳大利亚航空	1.6	47.4	10.6	7.5	1.3	1.1	1.0	4.3	3.1	2.5
维珍航空	0.4	NA	NA	18.3	1.3	1.3	1.1	9.9	6.9	4.9
新西兰航空	2.0	8.8	7.8	7.9	1.2	1.1	1.0	3.3	3.1	3.0
<b>大洋洲平均</b>		<b>28.1</b>	<b>9.2</b>	<b>11.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</b>	<b>5.8</b>	<b>4.4</b>	<b>3.5</b>
国泰航空	14.3	20.0	16.7	11.4	1.0	0.9	0.8	8.5	7.4	6.3
东方航空 H	2.7	13.9	9.7	6.4	0.9	0.8	0.7	9.7	8.9	7.8
南方航空 H	2.6	14.0	9.0	6.3	0.6	0.5	0.5	8.5	7.5	6.7
中国国航 H	4.8	14.5	10.8	9.0	0.8	0.8	0.7	8.6	7.8	7.0
泰鸟航空	14.6	36.6	11.1	8.4	2.0	1.9	1.7	104.3	9.0	5.8
印尼鹰航	530.0	NA	10.9	10.9	0.9	0.9	0.8	6.8	6.8	5.7
日本航空	2954.0	7.6	7.1	6.8	1.3	1.2	1.0	3.3	3.0	2.7
全日空	252.7	22.0	19.3	16.6	1.1	1.1	1.0	5.8	5.4	5.0
亚洲航空	2.4	11.7	9.3	7.5	1.2	1.1	1.0	9.7	8.5	7.9
马来西亚航空	0.3	NA	NA	NA	1.6	2.3	2.8	86.3	21.3	14.1
宿雾航空	70.3	14.2	12.5	10.3	1.8	1.5	1.4	7.8	7.4	6.6
新加坡航空	9.7	30.1	21.4	16.6	0.9	0.9	0.8	4.2	3.8	3.9
欣丰虎航	0.3	NA	NA	14.8	2.6	3.2	2.5	NA	48.1	10.6
大韩航空	37550.0	28.5	37.1	18.7	0.9	0.8	0.8	7.6	7.1	6.7
韩亚航空	3925.0	NA	16.6	8.7	0.9	0.8	0.8	9.1	7.7	7.0
长荣航	17.5	27.6	18.4	17.5	1.5	1.4	1.3	6.8	5.9	5.6
华航	11.4	NA	28.8	14.2	1.2	1.1	1.1	9.6	7.4	6.9
泰国国际航空	14.5	NA	NA	16.9	0.7	0.7	0.7	17.9	8.7	7.3
<b>亚洲平均</b>		<b>20.1</b>	<b>15.9</b>	<b>11.8</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>18.5</b>	<b>10.1</b>	<b>6.9</b>
阿拉斯加航空	52.4	12.8	11.7	10.8	3.1	2.7	2.5	5.4	4.9	5.0
联合大陆	52.0	10.3	7.8	6.7	4.3	2.9	2.0	6.3	4.7	3.5
美国航空	40.2	7.3	5.6	5.6	8.8	3.8	2.0	6.7	5.5	5.2
达美航空	40.1	12.4	9.9	8.7	2.5	2.0	1.8	5.7	4.8	4.0
西南航空	34.2	17.8	14.7	12.5	2.9	2.5	2.2	7.0	5.9	5.7
捷蓝航空	11.2	16.6	11.5	9.9	1.5	1.3	1.1	7.2	5.7	5.0
<b>北美平均</b>		<b>12.9</b>	<b>10.2</b>	<b>9.0</b>	<b>3.8</b>	<b>2.5</b>	<b>1.9</b>	<b>6.4</b>	<b>5.2</b>	<b>4.7</b>
中国国航 A	4.2	11.9	15.8	12.5	1.0	1.0	0.9	8.0	8.6	7.9
东方航空 A	3.1	20.5	13.8	10.3	1.5	1.4	1.3	9.2	8.7	8.2
南方航空 A	3.0	19.4	11.8	7.6	0.9	0.9	0.9	8.1	7.0	6.4
海南航空	2.1	10.8	8.4	6.1	NA	NA	NA	NA	NA	NA
<b>中国平均</b>		<b>15.7</b>	<b>12.5</b>	<b>9.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>8.4</b>	<b>8.1</b>	<b>7.5</b>

来源: 彭博 (更新至 2014 年 10 月 30 日)

## 中国国航 A (601111.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	97,139	99,841	97,628	108,291	10.9	119,305	10.2	132,059	145,173	159,297
毛利	18,205	17,338	14,674	14,171	-3.4	16,623	17.3	19,380	20,777	21,942
息税折旧摊销前利润(UBS)	17,683	17,642	15,338	18,615	21.4	21,284	14.3	24,129	25,590	26,743
折旧和摊销	(9,306)	(10,376)	(10,937)	(12,350)	12.9	(13,370)	8.3	(14,390)	(15,410)	(16,430)
息税前利润(UBS)	8,377	7,266	4,401	6,265	42.3	7,914	26.3	9,739	10,180	10,313
联营及投资收益	1,332	350	825	979	18.6	1,147	17.1	1,236	1,264	1,430
其他非营业利润	(1,137)	1,343	624	720	15.4	0	-	0	0	0
净利息	(1,513)	(2,200)	(2,715)	(3,620)	-33.4	(3,413)	5.7	(3,857)	(4,297)	(4,733)
例外项目 (包括商誉)	3,063	241	1,447	(715)	-	0	-	0	0	0
税前利润	10,122	7,000	4,583	3,629	-20.8	5,648	55.6	7,119	7,147	7,010
税项	(2,224)	(1,603)	(913)	(556)	39.1	(945)	-69.9	(1,235)	(1,235)	(1,172)
税后利润	7,898	5,397	3,670	3,073	-16.3	4,703	53.1	5,884	5,912	5,838
优先股股息及少数股权	(421)	(486)	(351)	(354)	-0.9	(354)	0.0	(354)	(354)	(354)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	7,477	4,910	3,319	2,718	-18.1	4,349	60.0	5,529	5,557	5,484
净利润 (UBS)	4,414	4,724	2,160	3,324	53.9	4,349	30.8	5,529	5,557	5,484
税率(%)	22.0	22.9	19.9	15.3	-23.1	16.7	9.1	17.4	17.3	16.7
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	0.34	0.37	0.18	0.25	44.6	0.33	30.8	0.42	0.42	0.42
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.58	0.38	0.27	0.21	-23.0	0.33	60.0	0.42	0.42	0.42
每股收益 (UBS, 基本)	0.34	0.37	0.18	0.25	44.6	0.33	30.8	0.42	0.42	0.42
每股股息净值(Rmb)	0.12	0.06	0.05	0.06	33.2	0.09	32.4	0.11	0.11	0.11
每股账面价值	3.92	3.83	4.09	4.20	2.7	4.45	5.9	4.76	5.08	5.39
平均股数(稀释后)	12,891.95	12,891.95	12,294.18	13,084.70	6.4	13,084.70	0.0	13,084.70	13,084.70	13,084.70
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	12,591	12,048	14,762	14,107	-4.4	10,968	-22.2	9,539	9,055	9,473
其他流动资产	7,957	10,393	11,056	11,448	3.5	11,873	3.7	12,367	12,891	13,460
流动资产总额	20,548	22,440	25,817	25,555	-1.0	22,842	-10.6	21,907	21,947	22,933
有形固定资产净值	104,515	125,370	132,806	139,998	5.4	146,628	4.7	152,238	156,828	160,398
无形固定资产净值	3,913	1,370	1,154	1,154	0.0	1,154	0.0	1,154	1,154	1,154
投资/其他资产	56,734	38,181	45,059	46,038	2.2	47,185	2.5	48,422	49,686	51,116
总资产	185,711	187,361	204,837	212,745	3.9	217,810	2.4	223,721	229,615	235,601
应付账款和其他短期负债	25,221	25,179	26,713	27,678	3.6	28,716	3.8	29,928	31,334	32,885
短期债务	30,591	34,167	43,362	43,362	0.0	43,362	0.0	43,362	43,362	43,362
流动负债总额	55,811	59,346	70,074	71,039	1.4	72,078	1.5	73,290	74,695	76,247
长期债务	42,254	67,731	68,239	72,959	6.9	72,959	0.0	72,959	72,959	72,959
其它长期负债	33,699	8,237	9,224	9,673	4.9	10,109	4.5	10,340	10,340	10,340
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	131,764	135,313	147,537	153,671	4.2	155,146	1.0	156,589	157,995	159,546
普通股股东权益	50,579	49,429	53,511	54,931	2.7	58,166	5.9	62,280	66,415	70,495
少数股东权益	3,368	2,619	3,789	4,143	9.4	4,497	8.6	4,852	5,206	5,560
负债和权益总计	185,711	187,361	204,837	212,745	3.9	217,810	2.4	223,721	229,615	235,601
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)	7,477	4,910	3,319	2,718	-18.1	4,349	60.0	5,529	5,557	5,484
折旧和摊销	9,306	10,376	10,937	12,350	12.9	13,370	8.3	14,390	15,410	16,430
营运资本变动净值	268	(3,204)	2,140	1,022	-52.2	1,049	2.6	949	881	983
其他营业性现金流	(4,632)	(2,289)	(1,787)	95	-	(793)	-	(882)	(910)	(1,075)
经营性现金流	12,419	9,794	14,608	16,186	10.8	17,975	11.1	19,986	20,939	21,822
有形资本支出	0	(15,623)	(17,915)	(20,000)	-11.6	(20,000)	0.0	(20,000)	(20,000)	(20,000)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	92	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(14,774)	3,151	0	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(14,774)	(12,379)	(17,915)	(20,000)	-11.6	(20,000)	0.0	(20,000)	(20,000)	(20,000)
已付股息	(1,524)	(1,521)	(825)	(593)	28.1	(841)	-41.7	(1,113)	(1,415)	(1,404)
股份发行/回购	0	0	1,044	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	419	124	1,938	(968)	-	(273)	71.81	(302)	(7)	0
债务及优先股变化	0	6,021	10,858	4,720	-56.53	0	-	0	0	0
融资性现金流	(1,105)	4,623	13,015	3,159	-75.7	(1,113)	-	(1,416)	(1,423)	(1,404)
现金流量中现金的增加/(减少)	(3,461)	2,037	9,708	(655)	-	(3,139)	-379.3	(1,429)	(484)	418
外汇/非现金项目	1,040	(2,581)	(6,994)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(2,420)	(543)	2,714	(655)	-	(3,139)	-379.3	(1,429)	(484)	418

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。



## 中国国航 A (601111.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)	16.7	15.3	17.4	21.5	13.4	10.6	10.5	10.7
市盈率 (UBS, 稀释后)	28.2	15.9	26.8	17.6	13.4	10.6	10.5	10.7
股价/每股现金收益	9.1	5.0	4.4	3.7	3.3	2.9	2.8	2.7
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	11.5	(8.5)	(5.4)	(6.8)	(3.6)	(.0)	1.7	3.2
净股息收益率(%)	1.2	1.1	1.0	1.4	1.9	2.4	2.4	2.4
市净率	2.5	1.5	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
企业价值/营业收入(核心)	1.5	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	8.2	7.5	8.0	6.3	5.6	4.9	4.7	4.5
企业价值/息税前利润(核心)	17.4	18.2	27.8	18.9	15.0	12.2	11.7	11.6
企业价值/经营性自由现金流(核心)	8.3	17.6	NM	22.2	18.1	13.2	11.8	10.6
企业价值/运营投入资本	1.6	1.2	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
<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	108,226	68,447	60,699	56,153	56,153	56,153	56,153	56,153
净债务 (现金)	48,666	75,052	72,810	72,810	72,810	72,810	72,810	72,810
少数股东权益	4,208	2,619	3,789	4,143	4,497	4,852	5,206	5,560
养老金拨备/其他	0	266	35	35	35	35	35	35
<b>企业价值总额</b>	<b>161,100</b>	<b>146,384</b>	<b>137,333</b>	<b>133,141</b>	<b>133,495</b>	<b>133,850</b>	<b>134,204</b>	<b>134,558</b>
非核心资产	(15,240)	(14,083)	(15,001)	(15,001)	(15,001)	(15,001)	(15,001)	(15,001)
<b>核心企业价值</b>	<b>145,859</b>	<b>132,301</b>	<b>122,331</b>	<b>118,140</b>	<b>118,494</b>	<b>118,848</b>	<b>119,203</b>	<b>119,557</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	20.0	2.8	-2.2	10.9	10.2	10.7	9.9	9.7
息税折旧摊销前利润(UBS)	-6.1	-0.2	-13.1	21.4	14.3	13.4	6.1	4.5
息税前利润(UBS)	-20.3	-13.3	-39.4	42.3	26.3	23.1	4.5	1.3
每股收益(UBS 稀释后)	-61.3	7.0	-52.1	44.6	30.8	27.1	0.5	-1.3
每股股息净值	-9.8	-45.8	-24.6	33.2	32.4	27.1	0.5	-1.3
<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	18.7	17.4	15.0	13.1	13.9	14.7	14.3	13.8
息税折旧摊销前利润率	18.2	17.7	15.7	17.2	17.8	18.3	17.6	16.8
息税前利润率	8.6	7.3	4.5	5.8	6.6	7.4	7.0	6.5
净利 (UBS) 率	4.5	4.7	2.2	3.1	3.6	4.2	3.8	3.4
ROIC (EBIT)	9.4	6.4	3.3	4.4	5.4	6.4	6.5	6.5
税后投资资本回报率	5.8	4.9	2.4	3.6	4.2	5.1	5.1	5.1
净股东权益回报率(UBS)	9.6	9.4	4.2	6.1	7.7	9.2	8.6	8.0
<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	3.4	5.1	6.3	5.5	4.9	4.4	4.2	4.0
净债务/总权益 %	111.7	172.6	169.0	173.0	168.1	159.1	149.8	140.5
净债务 / (净债务 + 总权益) %	52.8	63.3	62.8	63.4	62.7	61.4	60.0	58.4
净债务/企业价值	41.3	67.9	79.2	86.5	88.9	89.8	90.0	89.4
资本支出 / 折旧 %	0.0	150.6	163.8	161.9	149.6	139.0	129.8	121.7
资本支出/营业收入(%)	0.0	15.6	18.3	18.5	16.8	15.1	13.8	12.6
息税前利润/净利息	5.5	3.3	1.6	1.7	2.3	2.5	2.4	2.2
股息保障倍数 (UBS)	2.9	5.7	3.6	4.0	3.9	3.9	3.9	3.9
股息支付率 (UBS) %	34.5	17.5	27.5	25.3	25.6	25.6	25.6	25.6
<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	97,139	99,841	97,628	108,291	119,305	132,059	145,173	159,297
<b>总计</b>	<b>97,139</b>	<b>99,841</b>	<b>97,628</b>	<b>108,291</b>	<b>119,305</b>	<b>132,059</b>	<b>145,173</b>	<b>159,297</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	8,377	7,266	4,401	6,265	7,914	9,739	10,180	10,313
<b>总计</b>	<b>8,377</b>	<b>7,266</b>	<b>4,401</b>	<b>6,265</b>	<b>7,914</b>	<b>9,739</b>	<b>10,180</b>	<b>10,313</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	+3.4%
预测股息收益率	1.9%
预测股票回报率	+5.3%
市场回报率假设	9.3%
预测超额回报率	-4.0%

## 风险声明

公司面临的上行风险包括：国际油价下行、宏观经济明显回暖等。公司面临的下行风险包括：大盘系统性风险，国际油价上行；宏观经济硬着陆；行业发生非理性价格战；高铁替代效应超出我们预期。由于欧美航线收入在公司占比超过 30%，若欧洲经济回升不如我们预期也将对公司业绩产生影响。

## 要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](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：陈欣。

### 涉及报告中提及的公司的披露

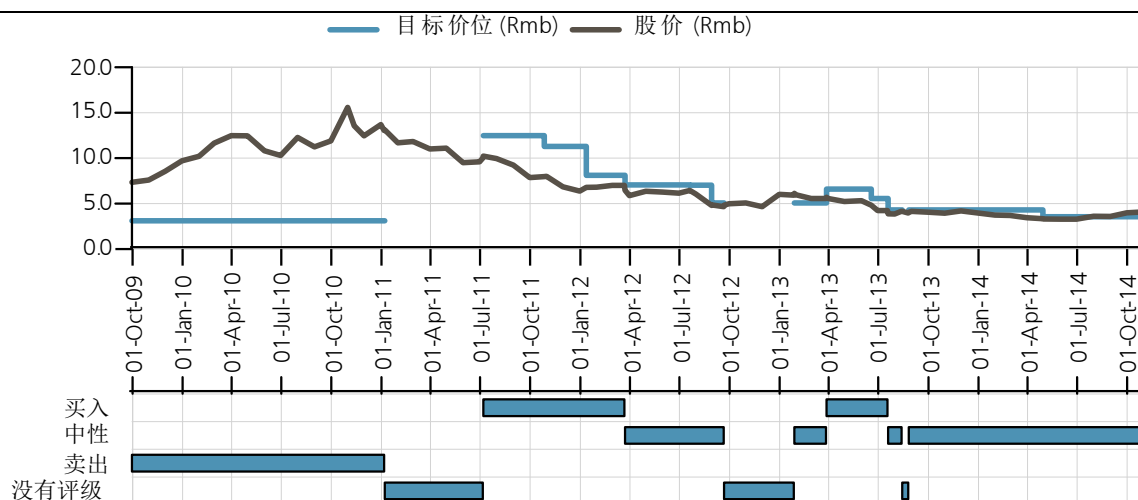
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
中国国航 A	601111.SS	暂停评级	不适用	Rmb4.36	2014 年 10 月 29 日

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。

## 中国国航 A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 10 月 29 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。本文件中所表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 (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział 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 和 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，仅供专业客户使用，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主体或元素。© 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。