

沪港通股票

# 广汽集团 - A

## 挑战大于机遇，维持“中性”评级

### 2014年业绩大幅低于市场预期

据乘联会数据，由于B型汽车库存高企，雅阁/凯美瑞价格持续疲弱，雅阁/思迪/凯美瑞车型销售增速放缓，我们将2014年广本/广丰销量预测分别调低11%/7%，将集团全年净利润预测调低至37亿元，低于市场一致预期9%。

### 广汽丰田：小型汽车支撑2015年业绩增长

由于凯美瑞车型逐步老化并面临不断加剧的竞争，我们认为公司业绩驱动将主要依靠：1) 近期推出的小型轿车（雷凌）；及2) 汉兰达车型2015年的全面升级。受益于新推小型车的销量贡献，我们预计广丰15年销量将同比增长17%。尽管平均售价下降，我们认为产能利用率的提高及促销费用的削减有助于公司利润率的改善，我们预计公司15年净利润有望同比增长15%。

### 广汽本田：新款车型缤智不足以抵消其他车型销量下滑

我们估算，截止9月底，广本库存已高达4个月，大幅高于行业平均（2.5个月）。受经销商去库存及雅阁销售持续疲软影响，我们预计公司下半年销量将同比减少10.3%。但受益于即将推出的新款小SUV车型（缤智），我们预计15年公司销量将反弹，同比增长有望达26%。不过公司旗舰车型雅阁、奥德赛及飞度销量或持续低于市场预期，拖累公司整体业绩。

### 估值：下调目标价至8.05元（原目标价9.20元）；维持“中性”评级

由于合营公司盈利疲弱的不利影响，我们将14-16年盈利预测分别下调5%/6%/6%至0.57/0.69/0.79元。考虑到公司利润主要系合营公司贡献的投资收益，我们改用PB/ROE估值法进行估值。我们预计公司2015年ROE12%，低于行业平均的19%，因此我们在2015年行业平均PB1.7X的基础上给予22%的折价得到目标PB1.33X，得到目标价8.05元，对应15年PE为12X。

### Equities

中国

汽车制造业

12个月评级 **中性**  
保持不变

12个月目标价 **Rmb8.05**  
之前: Rmb9.20

股价 **Rmb7.89**

路透代码: 601238.SS 彭博代码 601238 CH

#### 交易数据和主要指标

52周股价波动范围	Rmb9.53-7.15		
市值	Rmb46.8十亿/US\$7.64十亿		
已发行股本	4,222百万 (ORDA)		
流通股比例	39%		
日均成交量(千股)	9,143		
日均成交额(Rmb百万)	Rmb74.4		
普通股股东权益(12/14E)	Rmb35.9十亿		
市净率(12/14E)	1.4x		
净债务/EBITDA	NM		

#### 每股收益(UBS稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测	
12/14E	0.60	0.57	-4.64	0.59
12/15E	0.73	0.69	-5.79	0.83
12/16E	0.84	0.79	-6.14	1.00

陈实

分析师

S1460511070002

shi.chen@ubssecurities.com

+86-213-866 8854

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	10,984	12,964	18,824	21,020	22,537	24,165	25,911	27,663
息税前利润(UBS)	(1,403)	(1,392)	(835)	(616)	(593)	(657)	(696)	(684)
净利润(UBS)	4,272	1,134	2,669	3,673	4,422	5,101	5,678	6,354
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	0.69	0.18	0.41	0.57	0.69	0.79	0.88	0.99
每股股息(Rmb)	0.20	0.09	0.16	0.22	0.27	0.26	0.26	0.26
现金/(净债务)	7,205	5,183	4,736	2,131	3,124	4,343	6,344	9,177
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(%)	-12.8	-10.7	-4.4	-2.9	-2.6	-2.7	-2.7	-2.5
ROIC(EBIT)(%)	(19.7)	(15.4)	(8.2)	(4.7)	(3.5)	(3.5)	(3.3)	(3.0)
EV/EBITDA(core)x	-26.2	-21.0	>100	38.0	27.8	26.1	19.5	17.6
市盈率(UBS,稀释后)(x)	-	38.2	18.2	13.8	11.5	10.0	8.9	8.0
权益自由现金流(UBS)收益率%	(5.5)	(5.3)	(1.1)	(11.8)	(4.8)	(5.2)	(4.8)	(4.3)
净股息收益率(%)	-	1.3	2.1	2.8	3.4	3.3	3.4	3.3

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11月14日18时56分的股价(Rmb7.89)得出。

# 投资主题

## 广汽集团 - A

### 投资理由

日系品牌汽车在中国的市场份额自 2008 年见顶后开始逐步下滑，经过 2012 年 9 月的钓鱼岛事件后，市场份额达到历史最低点，虽然近期丰田和本田的销量有所复苏，但我们仍然对日系品牌持谨慎态度，我们认为其市场份额下行将是长期趋势。此外，广汽传祺、广汽菲亚特和广汽三菱分别在 2011、2012 和 2013 年才有车型上市销售，我们认为它们在 2015 年之后才可能达到较大销量，而在此之前很难贡献利润。我们预计广汽集团 14-16 年的 EPS 分别为 0.57, 0.69, 0.79 元，与市场一致预期 0.61, 0.83, 1.00 元相比，分别低于市场一致预期 7%/20%/27%。我们基于 2015 年 1.33XPB 得到目标价 8.05 元，对应公司 2015 年 PE 约为 12X，给予公司“中性”评级。

### 乐观情景

此情景下，我们预计雅阁/凯美瑞 2015 年销量增长 25%/15%（我们当前假设增速分别为+5%/-5%），利润率预测不变，我们估算公司每股估值 9.2 元。

### 悲观情景

此情景下，我们预计雅阁/凯美瑞 2015 年销量下降 15%/25%，利润率预测不变，我们估算公司每股估值 7 元。

### 近期催化剂

上行风险：广丰 新款 A 型汽车下半年上市；2014 年底广本小型 SUV 缤智上市。

下行风险：库存持续高企。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb8.05

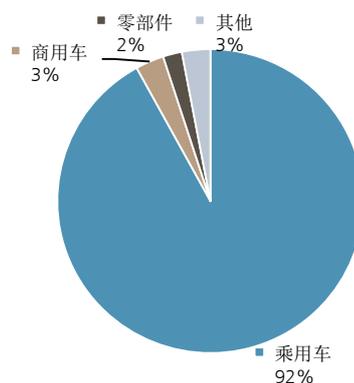
### 公司简介

广汽集团主要从事汽车相关业务，包括汽车及零部件的研发和生产、汽车销售和物流等相关服务。集团旗下拥有与本田、丰田、菲亚特和三菱的合资公司。集团业务分为三大块：1) 生产和销售各种乘用车；2) 生产和销售各种商用车，含卡车和客车；3) 生产和销售发动机以及其他汽车零部件。

### 行业展望

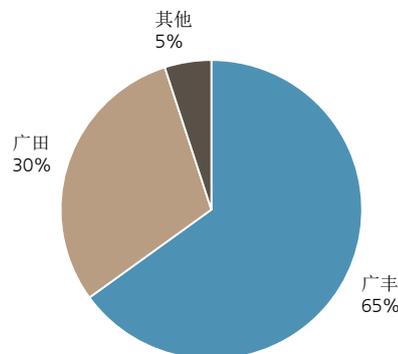
我们认为未来 5 年中国乘用车需求总体将保持稳健增长，增速中枢有望维持在 10%~15%；分级别来看，我们看好紧凑型轿车、高端轿车和 SUV；分国别来看，我们看好德系、美系以及部分产品结构突出的自主品牌。广汽集团旗下企业以日系品牌为主，而日系合资企业短期经营情况恐难有改善，广汽丰田、广汽本田等盈利能力下滑，同时公司包括自主品牌乘用车在内的其他本部业务短期实现盈利可能性也不大。我们认为未来几年其市场份额将存在持续的下行压力。

### 收入按业务分布 (2013 年)



来源：公司数据

### 合营公司利润贡献 (2014 年)



来源：瑞银证券估算

# 目录

投资摘要.....	4
优势--丰田:平稳增长.....	5
产品分析: 小型汽车支撑业绩增长.....	6
财务分析: 平均售价下降 VS.产能利用率提高.....	7
劣势--本田:光芒不再.....	7
产品分析: 新款车型缤智不足以抵消其他车型销量下滑.....	9
财务分析: 平均售价及利润率持续承压.....	10
劣势--菲亚特:再陷恶性循环? .....	11
机遇--三菱/传祺:实现盈亏平衡, 但业绩贡献有限.....	12
风险.....	13
B 型轿车市场竞争加剧.....	13
中日关系不确定性风险.....	13
盈利预测调整 .....	14
估值与目标价推导 .....	15

陈实  
分析师  
S1460511070002  
shi.chen@ubssecurities.com  
+86-213-866 8854

## 投资摘要

考虑到合营公司盈利疲弱对集团的不利影响，我们将 14-16 年盈利预测分别下调 5%/6%/6%至 0.57/0.69/0.79 元。考虑到公司利润主要系合营公司贡献的投资收益，我们改用 PB/ROE 估值法对公司进行估值。我们预计公司 2015 年 ROE12%，低于行业平均的 19%，因此我们在 2015 年行业平均 PB1.7X 的基础上给予 22%的折价得到目标 PB1.33X，得到目标价 8.05 元，对应 2014/15 年 PE 分别为 14X/12X，高于 A 股市场均值 12X/9X；目标价对应 2014/15 年 PB 分别为 1.44X/1.33X，低于 A 股市场均值 2.0X/1.7X。

我们预计广汽及广丰两者在 2014 年将贡献广汽集团 95%的净利润，公司其他业务（广丰发动机、广汽零部件、广汽菲亚特、广汽三菱及广汽传祺）合计仅贡献 5%。

**我们预计广本 2014 年净利润下降至 22 亿元（广本全部利润），同比下降 34%。**主要由于（1）销量低迷；（2）价格下行；以及（3）库存高企。但受益于即将推出的新款小 SUV 车型（缤智），我们预计 15 年公司销量将反弹，同比增长有望达 26%。不过公司旗舰车型雅阁、奥德赛及飞度销量仍持续低于市场预期，或拖累公司整体业绩。

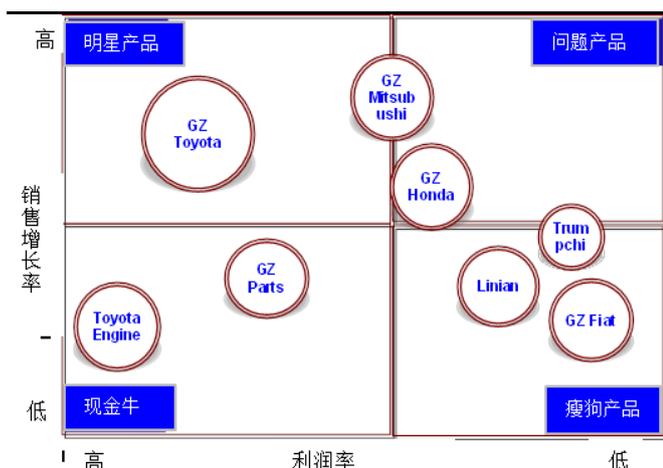
**我们认为广丰的“小型汽车策略”将推动公司业绩增长**（尤其在 14 年 8 月份推出雷凌车型后），我们认为公司销量在 2014/15 年能保持平稳增长。另外，我们认为产能利用率的提高及促销费用的减少有助于抵消产品结构恶化的影响，我们预计公司 15 年净利润有望同比增长 14.7%，达 55 亿元（广丰全部利润）。

**由于广汽菲亚特品牌竞争力较弱，且销售渠道有限，我们预计其销量持续低迷，2017 年前将持续亏损**，此前 Jeep 车业务将不会有可观的业绩贡献。最后，我们预计广汽三菱及广汽传祺在 2015 年有望实现盈亏平衡，但由于业务规模较小，两者对集团业绩贡献有限。

考虑到合营公司盈利疲弱对集团的不利影响，我们将 14-16 年盈利预测分别下调 5%/6%/6%，净利润分别调整为 36.7/44.2/51 亿元，低于市场一致预期 9%/16%/21%。

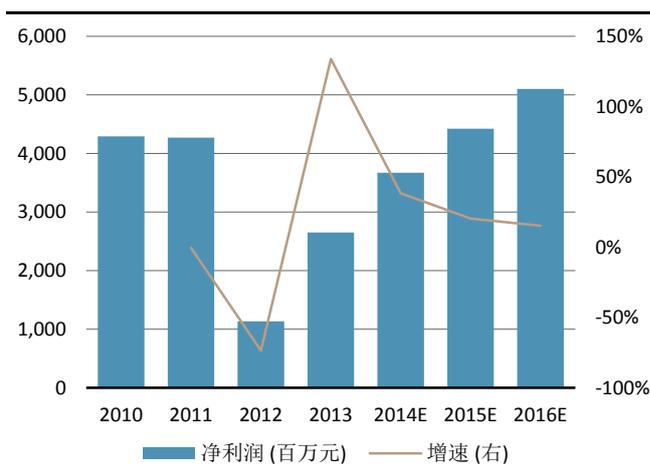
公司历史动态 PE 均值约为 11X，我们的目标价对应 8.05 元对应 15 年 PE 为 12X，接近公司的历史水平。

图表 1: 波士顿矩阵: 广汽集团



注: GZ Toyota 为广丰; GZ Honda 为广田; GZ Fiat 为广汽菲亚特; GZ Mitsubishi 为广汽三菱; GZ Parts 为广汽零部件; Toyota Engine 为丰田发动机; Trum pchi 为传祺; Linian 为理念。来源: 瑞银证券

图表 2: 广汽利润走势



来源: 公司数据、瑞银估算

## 优势--丰田: 平稳增长

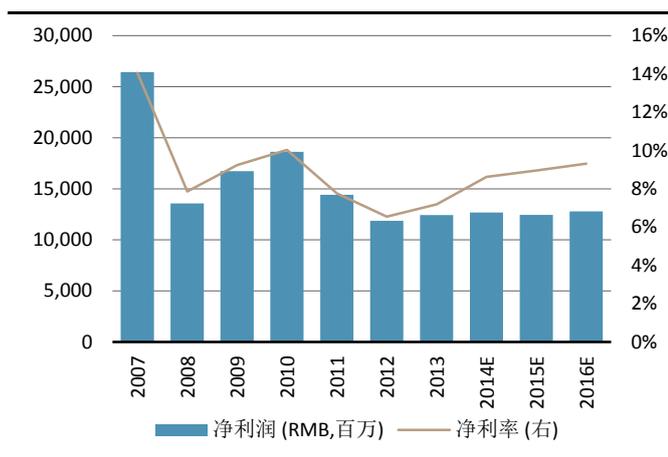
广汽于 2004 年与丰田开始合作，最初是投资建立广汽丰田发动机公司开展发动机出口业务。2006 年广汽丰田引进凯美瑞车型。由于“凯美瑞”广泛的知名度及当时 B 型汽车市场的高速增长，凯美瑞车型引进后立即取得成功，公司于 2007 年获得丰厚利润。凯美瑞着陆中国也因此成为全球及中国汽车市场的经典效仿案例。

随后，广丰陆续推出了致炫、汉兰达及逸致车型。如图表 3 所示，销量几乎增长了 1 倍，但净利润下降了一半。与此同时，广丰市场份额从 07 年的 3.2% 下滑至 13 年的 1.9%。我们认为主要基于：

- **保守的全球战略：**在 09 年“产品全球召回”事件后，丰田的全球扩张战略变得更加保守，尽管 2009 至 2010 年期间中国的汽车市场正高速发展。
- **由于中日双方政治争论，丰田在华策略保守，**我们认为，丰田在中国更关注 ROE，而不是销量的增长、产能的扩张或利润的增长。
- **本地研发能力及决策能力薄弱，**这导致了公司应对市场变化滞后，且缺乏对当地市场需求的了解。我们认为致炫的业绩低于预期正因为公司价格策略不对，逸致车型的业绩不佳正由于缺乏一个清晰的市场定位。

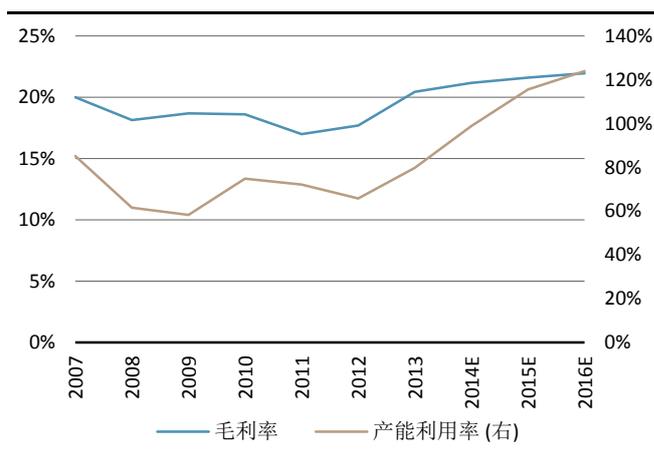
我们认为丰田在中国的策略不会有大的转变。我们预计在未来 2-3 年内，广丰将平稳增长而非快速增长。受益于 14 年 8 月份推出的雷凌车型，我么预计 15 年公司产能利用率会有所改善。

图表 3: 广丰净利润及净利率



来源: 公司数据、瑞银估算

图表 4: 广丰产能利用率及毛利率



来源: 公司数据、瑞银估算

## 产品分析: 小型汽车支撑业绩增长

由于凯美瑞车型盈利能力下降以及 B 型汽车市场份额的总体萎缩, 公司管理层已采取了“小型汽车”策略以缓和不断恶化的市场份额。该策略目标为 2015 年实现小型汽车销量占公司所有汽车销量 40% (13 年占比仅为 4%)。

公司 14 年 8 月份推出了一款家庭型轿车 (雷凌), 该款轿车基于美国版 Carolla 车型研制。与此同时, 一汽丰田推出了基于欧版研制的新款 Carolla 车型。14 年 9 月, 即在雷凌推出市场后的第二个月, 该车型的销量大幅增长至 9,988 辆。我们看好雷凌销量前景, 基于: 具有竞争力的定价; CVT 变速箱; 丰富的设备配置及时尚外观 (详见表格 6 的竞争分析)。我们预计, 雷凌 2015/16 年销量将达 12 万/14 万辆。

此外, 由于汉兰达车型 2015 年将全面升级, 我们预计其销量有望缓和复苏。尽管凯美瑞销量预期疲软, 我们预计广丰 2014/15 年销量仍有望同比增长 24%/17%, 达 375,833/439,182 辆 (详见表格 5 的销量明细)。

图表 5: 广丰不同车型销量明细 (辆)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
凯美瑞(Camry)	170,286	153,531	159,000	161,410	143,703	145,402	177,649	157,970	150,072	142,568
致炫(Yaris)	0	18,868	17,897	27,063	19,323	12,341	13,135	69,836	60,000	60,000
汉兰达(Highlander)	0	0	32,954	80,841	94,633	75,059	95,216	85,717	90,069	107,636
逸致(Verso)	0	0	0	0	16,415	17,286	17,088	17,310	19,041	20,945
雷凌(Levin)	0	0	0	0	0	0	0	45,000	120,000	140,000
合计	170,286	172,399	209,851	269,314	274,074	250,088	303,088	375,833	439,182	471,149
同比增速	0%	1%	22%	28%	2%	-9%	21%	24%	17%	7%

来源: 公司数据、瑞银估算

图表 6: 雷凌 VS 竞争车型

	雷凌	丰田卡罗拉	大众朗逸	大众速腾	本田凌派	福特福克斯	雪弗兰科鲁兹
价格 (RMB, '000)	107.8~159.8	107.8~159.8	112.9~165.9	131.8~225.8	114.8~149.8	99.8~169.9	99.9~169.9
发动机 (L)	1.6/1.8L	1.6/1.8L	1.4T/1.6L	1.4T/1.6L/1.8T/2.0T	1.8L	1.6/1.8/2.0L	1.4/1.5/1.6/1.8L/1.6T
规格 (mm)	4630*1775*1480	4630*1775*1480	4605*1765*1460	4644*1778*1482	4650*1750*1505	4342*1840*1500	4643*1797*1477
轴距 (mm)	2700	2700	2610	2651	2650	2640	2685
最大功率 (kw)	90	90	81	77	102	91	83
最大扭矩 (Nm)	154	154	155	155	172	161	141
变速箱	5AMT	5AMT	5/6AMT	5/6AMT	5AMT	4/5AMT	5/6AMT
油耗 (L/100km)	5.9/6.2	5.9/6.3	6.9	6.9/7.6	6.5/6.7	7.2/8.1	6/7.2

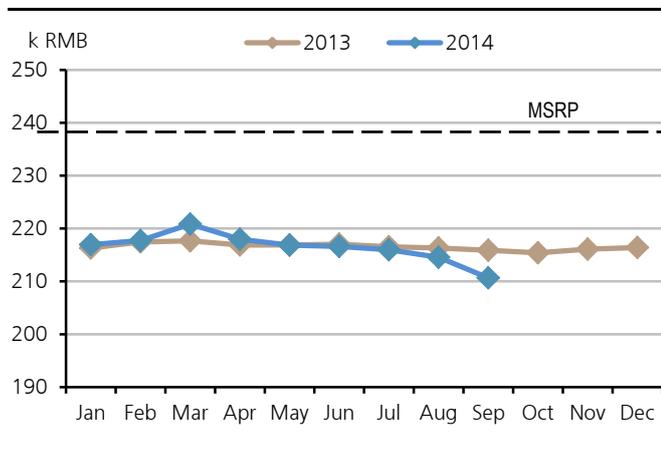
来源: 网上车市 (Cheshi.com)

## 财务分析: 平均售价下降 VS. 产能利用率提高

产能利用率的提高带来利润率的改善: 尽管平均售价下降, 我们认为产能利用率的提高及规模效应可以抵消价格下降的不利影响, 并促进盈利增长。我们预计, 伴随着产能利用率从 13 年的 80% 提高至 15 年的 116%, 公司 2014/15 年毛利率有望提升至 21.2%/21.6% (2013 年 20.4%)。

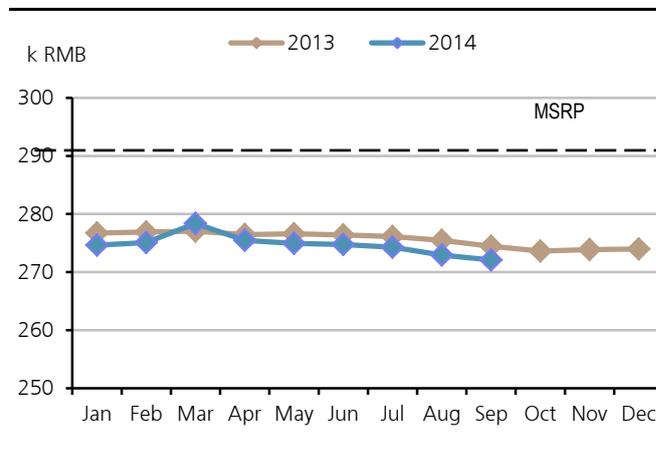
广丰 14 年上半年净利润同比增长 19%, 主要基于新款致炫的业绩贡献及改善的利润率。我们认为, 公司或有望在下半年维持不错的增长, 尤其在雷凌推出市场后。我们预计, 公司 14 年全年净利润同比增长 26.5%。

图表 7: 2.5 升凯美瑞售价



来源: China Auto market

图表 8: 2.7 升汉兰达售价



来源: China Auto market

## 劣势--本田: 光芒不再

广汽本田成立于 1998 年, 早于中国加入 WTO 的时间。凭借公司早期进入中国的优势及“本田”品牌的知名度, 广本的旗舰车型雅阁在 08 年金融危机前, 在中国中高端轿车市场一直占据强有力的地位。公司其他车型, 如奥德赛、思迪/飞度 (A 型轿车) 的市场份额也在各自的细分市场占据前 5 名。同时,

由于较强的定价能力、有效的成本控制及严格的库存管理，广本成为了中国市场盈利能力最强的汽车制造商，其每辆车平均获利 14,800 元。

然而，自 08 年以来，广汽本田及东风本田的市场份额逐渐减少，主要由于：  
 (1) 新推车型较少；(2) 对中国汽车市场悲观；(3) “销量增长”与“ROE”的抉择。

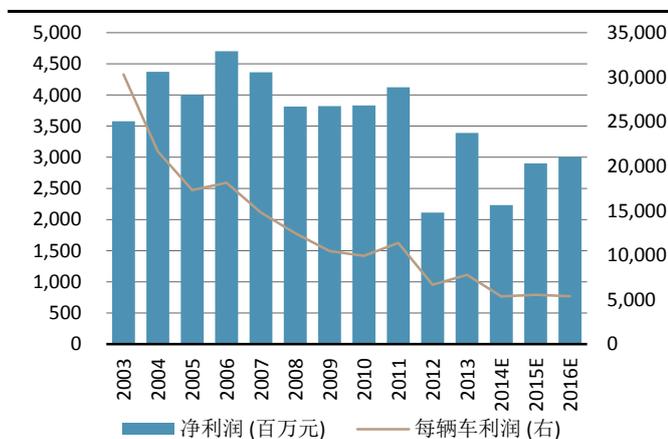
受中日关系紧张影响，本田（广汽本田及东风本田）2012 年销量同比下滑 3.1%（销量 599,000 辆），而当年乘用车市场总体同比增长 8%。2013 年 6 月，本田发布了激进的销售策略，计划 2015 年在中国市场销售 130 万辆汽车，并在 3 年内陆续推出 12 款新车型（含 5 款为中国市场定制车型）。

然而如今，本田再创昔日辉煌似乎很难，由于：不仅新推出的“中式车型”（如理念、思铭、思铂睿及 ELYSION）销量一般，旗舰车型（如广本的雅阁及东风本田的 CRV 及思域车型）市场份额也自 3 季度以来大幅萎缩。

我们认为，本田（包括广本本田）正面临着结构性挑战：

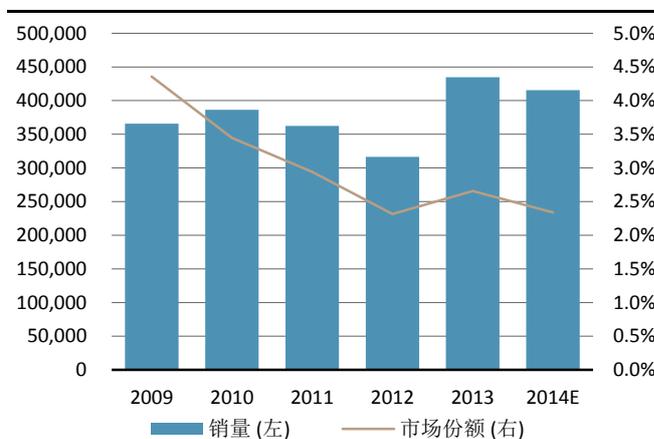
- **“增长”与“技术”抉择困境：**本田是中国上世纪 80 年代末期提出的“科技是第一生产力”政策的主要受益者之一。然而，自 1998 年广本成立以来，本田一直严格控制技术的输出，给予广本合资方（广汽集团）极为有限的技术支持。长期以来，此种策略不仅逐渐动摇了合资方对本田的信任，也导致了本地研发能力的薄弱。
- **本地研发能力薄弱：**我们认为“中式车型”销量低于预期，主要因为：  
 (1) 对本地市场需求变化反应不及时；(2) 缺乏对本地市场需求的了解；(3) 研发能力及执行能力弱。
- **渠道利润逐渐恶化：**大多数国际汽车制造商在中国都有一个合资伙伴，而本田及丰田在中国均有两个合作伙伴。此种合作战略有利于汽车制造商合理安排生产基地布局，并且相对于合资方，制造商具有更强的议价能力，然而经销商的运营却缺乏规模效应。如图表 11 所示，广本及东风本田的经销商面临着极大的财务挑战，我们预计这将最终给汽车制造商的销售及盈利能力造成不利影响。我们注意到，广本是经历了过去一年经销商关闭潮的为数不多的公司之一。

图表 9: 广本净利润及每辆车平均利润



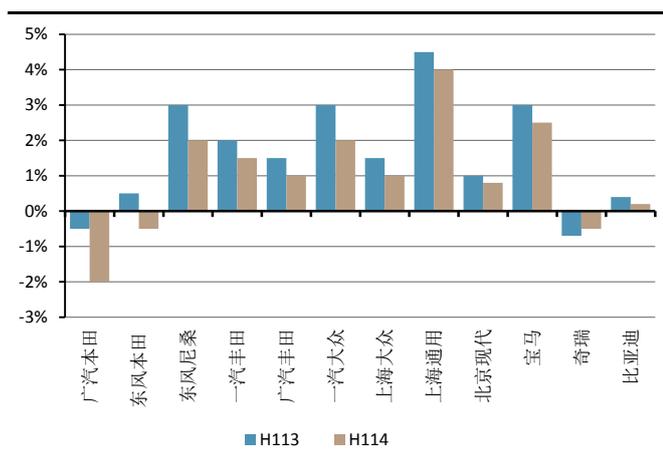
来源: 公司数据、瑞银预测

图表 10: 广本销量及市场份额



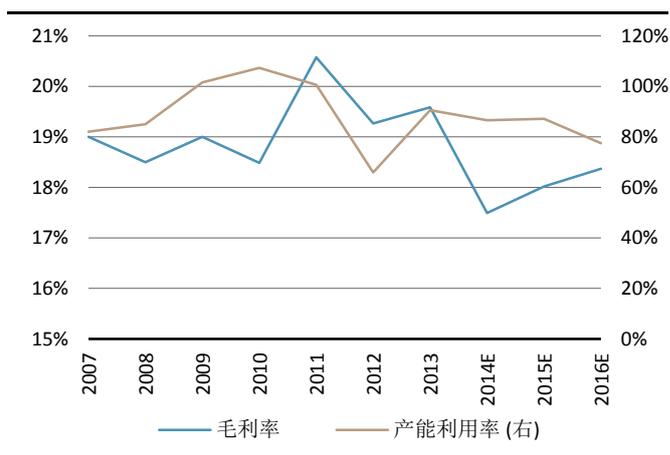
来源: China auto market

图表 11: 经销商净利率



来源: China auto market, 瑞银预测

图表 12: 产能利用率及毛利率



来源: 公司数据、瑞银预测

## 产品分析：新款车型缤智不足以抵消其他车型销量下滑

14 年上半年广本实现销量同比增长 4.3%，销量达 181,550 辆，但同时伴随着经销商库存的高企。根据我们渠道调研，截止 9 月底，广本库存已高达 4 个月，大幅高于行业平均（2.5 个月）。我们认为公司下半年及 15 年 1 季度销量或面临更大阻力，我们预计，受经销商去库存及雅阁销售持续疲软的影响，14 年下半年销量将同比减少 10.3%，销量为 234,000 辆。

展望 2015 年，我们预计公司销量有望反弹，实现同比增长 26%，主要基于：

（1）14 年底将推出新款 SUV 车型（缤智），该车型有望在 2015 年贡献业绩；（2）第三代飞度车型的进一步扩产。另外，旗舰车型雅阁业绩或仍将表现不佳。

- **雅阁：销售持续疲弱。**第 9 代雅阁车型于 2013 年 9 月推出，但自 2014 年以来销售一直不够理想。据乘联会数据，14 年前 9 个月销量为 56123 辆，同比下滑 23%，并且自 14 年 3 月份以来，零售价逐渐下行。我们认为，新一代雅阁产品业绩不佳主要由于：产品定价过高、缺乏能吸引顾客的产品性能升级，以及激烈的竞争环境。我们认为，广本或通过调低雅阁价格并增加营销费用来促进产品销量。我们预计，雅阁 2014/15 年销量为 85,745/90,032 辆，同比变化 -28%/+5%。
- **缤智：2015 年有望贡献销量。**广本在 2014 年 9 月推出了第一款 SUV 车型。其中 1.8 升排量车型将于 14 年 11 月份实现销售，单车售价为 13.98—17.38 万元；1.5 升排量车型将于 15 年 1 月份实现销售，单车售价为 13 万。缤智车型外观时尚，且与竞争对手相比（如别克·昂科拉、雪佛兰·Trax、铃木·S-cross 及现代 ix25），轴距更长、车身空间更大，同时售价也略高。基于 SUV 车型在中国市场的高速增长，我们认为缤智或迎来较好的业绩。我们预计 15 年缤智销量或达 78000 辆。

图表 13: 广本不同车型销量 (辆)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
奥德赛(Odyssey)	45,827	28,873	28,400	46,502	30,404	20,900	27,277	28,655	30,000	31,500
思迪(City)	68,129	56,938	113,230	132,395	123,502	96,913	95,312	41,262	50,000	55,000
飞度(Fit)	63,319	49,883	48,629	33,448	21,043	35,920	40,750	73,397	96,000	108,000
雅阁(Accord)	118,024	170,304	175,357	171,728	160,735	104,114	118,920	85,745	90,032	96,853
歌诗图(Crosstour)	0	0	0	2,264	1,914	33,937	47,063	20,824	18,900	20,318
理念(Linian)	0	0	0	0	24,696	24,576	13,913	3,909	4,000	4,600
凌派(Crider)	0	0	0	0	0	0	91,594	151,758	156,000	156,000
缤智(Vezel)	0	0	0	0	0	0	0	10,000	78,000	85,800
合计	295,299	305,998	365,616	386,337	362,294	316,360	434,829	415,550	522,932	558,071
同比增速	14%	4%	19%	6%	-6%	-13%	37%	-4%	26%	7%

来源: China auto market、瑞银证券估算

图表 14: 缤智 VS 竞争车型

	缤智	别克昂科拉	雪佛兰创酷	铃木 S-cross	现代 ix25
价格 (RMB, '000)	130~173.8	149.9~196.9	119.9~163.9	109.8~154.8	119.8~179.8
发动机 (L)	1.5/1.8L	1.4T	1.4T	1.6L	1.6/2.0L
规格 (mm)	4294*1772*1605	4278*1774*1646	4248*1776*1647	4300*1765*1585	4270*1780*1622
轴距 (mm)	2610	2,555	2,555	2600	2590
最大功率 (kw)	100	103	103	90	91.6
最大扭矩 (Nm)	169	200	200	158	151
变速箱	6/7AMT	6AMT	6AMT	5/7AMT	6AMT

来源: 网上车市 (Cheshi.com)

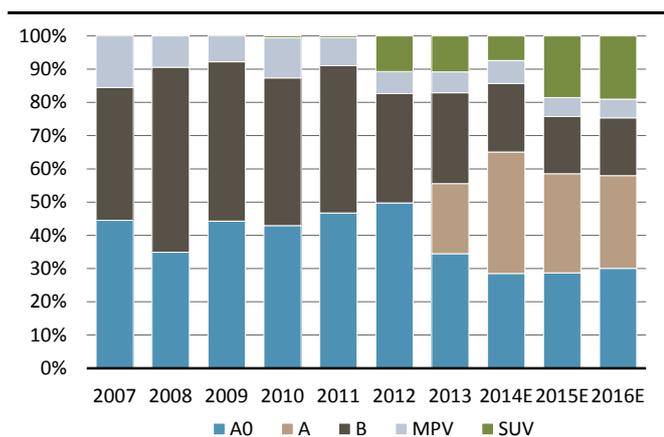
## 财务分析: 平均售价及利润率持续承压

受雅阁销售疲弱、经销商去库存及产品结构不断恶化影响, 我们认为广本的平均售价及利润率将持续承压。雅阁零售价自 13 年 9 月以来持续下行, 我们认为公司或将进一步调低价格促进疲软的销售。我们预计 2014 年广本平均售价同比下降 9.8%。

由于销售价格疲软及产品结构恶化, 我们预计广本 2014 年毛利率下降至 17.5% (13 年毛利率 19.6%), 但公司 15 年毛利率有望实现小幅回升达 18%, 主要基于: (1) 缤智 15 年贡献业绩; (2) 产能利用率不断提高; (3) 广本自有发动机厂开始投产, 这会有助于公司减少对东风本田发动机的依赖, 且降低成本。

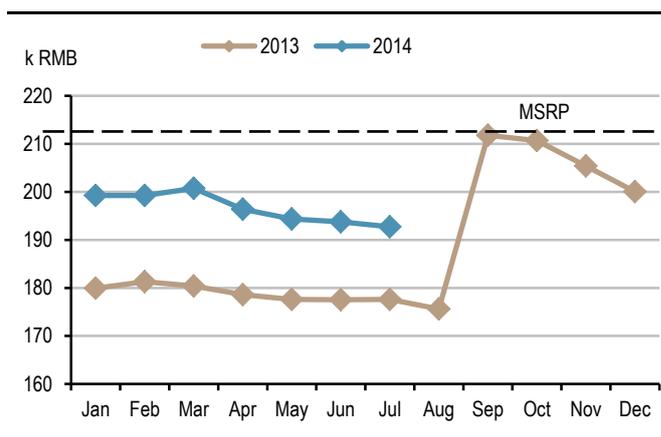
我们预计, 广本 2014 年全年净利润下降至 22.3 亿元, 同比下降 34%, 15 年有望反弹至 29 亿元, 同比增长 30%。

图表 15: 广本产品结构



来源: 公司数据、瑞银证券估算

图表 16: 雅阁 2.2 升零售价



来源: 公司数据、瑞银证券估算

## 劣势--菲亚特:再陷恶性循环?

通过与南京汽车合资成立合营公司, 菲亚特较早进入了中国市场并制造、销售菲亚特品牌汽车。由于缺乏对中国本地市场的了解, 菲亚特的产品及技术在中国市场认可度低, 多年持续经营亏损后, 菲亚特最终于 05 年将在合资公司的股东权益出售给了南京汽车, 而南京汽车于 07 年被上汽收购。

广州菲亚特成立于 2009 年, 其于 2012 年 11 月推出了第一款车型, 即“菲翔”, 于 14 年 5 月推出了“致悦”。此两款车型自上市以来销售一直不够理想。我们认为主要原因在于销售网络不完善, 且小型汽车市场竞争激烈。展望 2015 年, 我们对公司的小型轿车销量前景仍持谨慎观点, 主要基于: 公司销售网络没有太大改善且缺乏品牌知名度。我们预计, 公司 2014/15 年销量达 63037/64318 辆, 同比增长 30%/2%。

目前, 广汽菲亚特年产能已达 14 万辆, 由于公司产品结构低端, 我们估算年销量大约 10 万辆才能实现盈亏平衡, 对应产能利用率为 70%。考虑到较高的单车折旧费用及生产经营早期的高额营销费用, 我们预计公司 2017 年前将持续亏损。由于经销商渠道利润低以及销量增速放缓, 我们担心公司品牌形象将进一步受到影响, 从而导致“销量低—盈利能力差—品牌竞争力不强”的恶性循环。

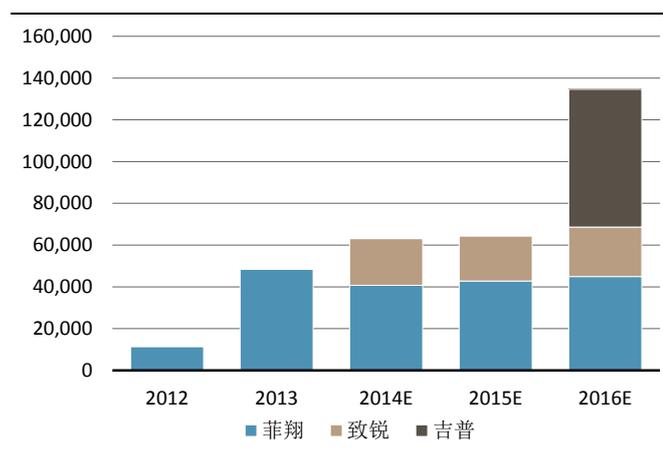
中期看, 我们对广汽菲亚特在中国的经营前景并不乐观, 基于:

- **品牌缺乏竞争力:** “菲亚特”品牌在中国市场知名度不大, 定价能力有限, 直接导致其盈利能力不强。
- **产品不符当地“审美标准”:** 通过分析菲亚特全球产品结构, 我们对其产品未来在中国市场的认可度并不乐观。我们认为菲亚特势必需要根据中国本地消费者偏好及驾驶环境, 来调整其“国际化”产品, 这需要很强的本地研发实力支撑。

- **公司决策程序慢：**决策程序慢或为南京菲亚特当年运营失败的主要原因之一。尽管自 10 年前菲亚特初次进入中国以来其经营效率有大幅提高，但我们认为仍低于行业标准。

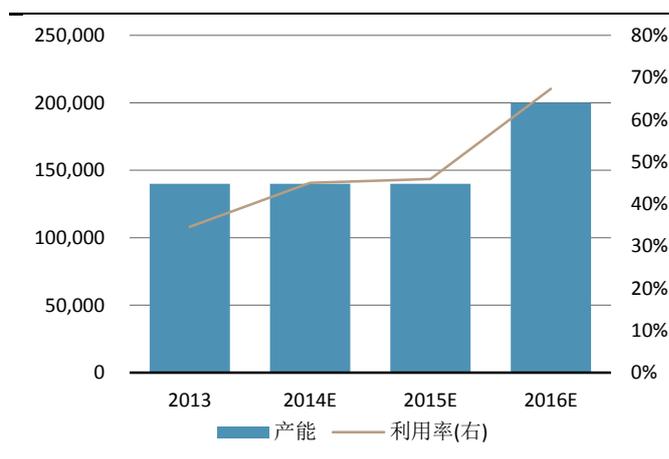
广汽菲亚特仅有的亮点在于 Jeep 车的国产化，但据公司管理层介绍，Jeep 车的生产在 2016 年才能实现国产化，我们认为，届时 SUV 市场增长将放缓，Jeep 市场将面临更激烈的竞争。我们预计公司 2017 年前尚不能贡献利润。

图表 17: 广汽菲亚特不同车型销量



来源: 公司数据、瑞银证券估算

图表 18: 广汽菲亚特产能及利用率



来源: 公司数据、瑞银证券估算

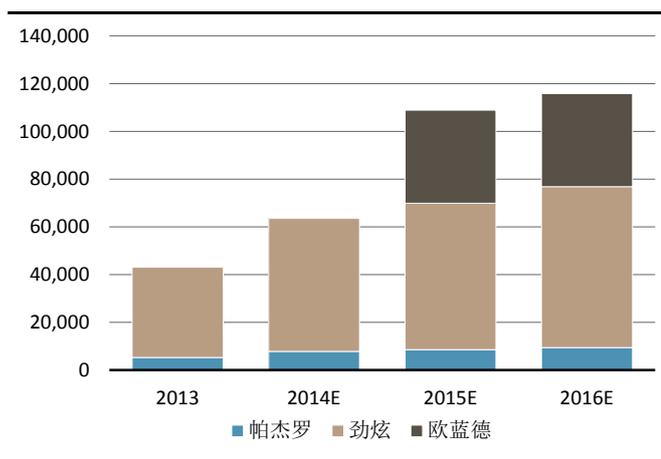
## 机遇--三菱/传祺:实现盈亏平衡, 但业绩贡献有限

广汽三菱于 2013 年开始投入运营, 目前有两款 SUV 车型在售, 即帕杰罗及劲炫。我们对广汽三菱前景保持乐观, 主要基于: (1) 我们预计 SUV 仍将是未来中国汽车市场最活跃的细分领域且三菱在 SUV 生产方面极具竞争优势; (2) 通过利用广汽长丰的工厂, 公司可以大副节省后续资本开支。由于较高端的产品结构及较低的前期资本开支, 我们认为广汽三菱的盈亏平衡点将会远低于广汽菲亚特。我们估算, 广汽三菱的盈亏平衡点为 5 万销量, 对应 40% 产能利用率。

随着劲炫车型的扩产, 我们预计广汽三菱 2014 年销量将达 63,537 辆, 实现净利润 3 亿元。此外, 我们预计公司将于 2015 年推出新款车型 (欧蓝德), 这将带动公司销量增长, 15 年销量有望达 108,891 辆, 同比增长 71%, 净利润 5 亿元, 同比增长 67%。然而, 由于广汽三菱销量规模相对较小, 我们预计公司对集团整体业绩贡献有限。

另外, 广汽传祺在今年前 9 个月累计销量达 74,671 辆, 同比增长 41.3%, 主要受益于 GS5 车型的不俗表现以及新款车型 GA3 的业绩贡献。我们预计, 广汽传祺 14 年有望实现销量 102,347 辆, 营业利润 2.3 亿元 (不考虑研发支出)。然而我们对公司的前景持谨慎观点并预计公司之后几年对集团所贡献的利润有限, 主要原因在于: (1) GS5 车型不断老化; (2) SUV 市场领域的竞争不断加剧; (3) 公司轿车销售的疲软以及不断增加的研发费用压力。

图表 19: 广汽三菱销量结构



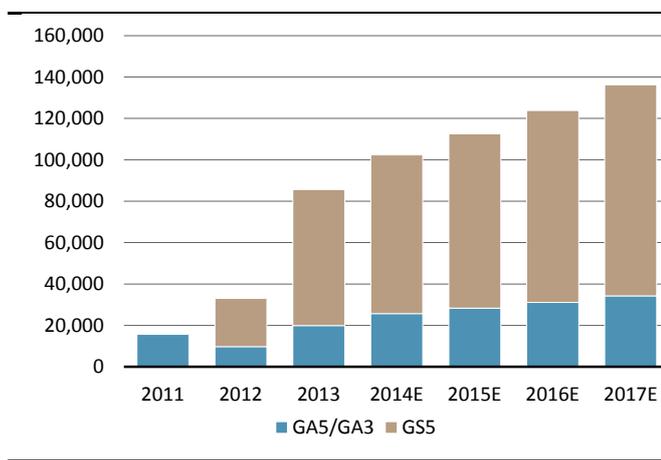
来源: 公司数据、瑞银证券估算

图表 20: 广汽三菱产能及利用率



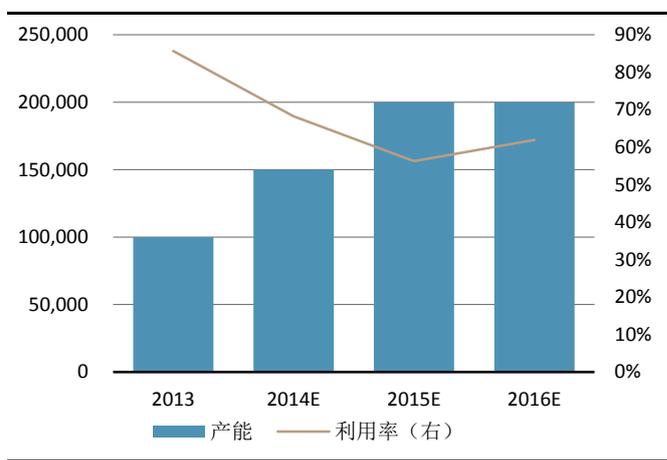
来源: 公司数据、瑞银证券估算

图表 21: 广汽传祺销量结构



来源: 公司数据、瑞银证券估算

图表 22: 广汽传祺产能及利用率



来源: China auto market

## 风险

### B 型轿车市场竞争加剧

受 SUV 车型的替代影响, 我们认为 B 型汽车市场在 2015 年或持续萎缩, 这将给公司旗舰车型 (雅阁及凯美瑞) 造成不利影响。据我们估算, 雅阁及凯美瑞车型在 2013 年贡献了公司 60% 的净利润。若 SUV 的替代效应或 B 型汽车市场的竞争激烈程度高于我们预期, 我们 2015 年的盈利预测将面临下行风险。

### 中日关系不确定性风险

若中日关系恶化, 消费者会考虑选择其他品牌汽车, 我们认为这将给日系品牌汽车在华销售造成很不利的影响, 业绩预测难以量化。

## 盈利预测调整

考虑到合营公司盈利疲弱对集团的不利影响，我们将 14-16 年盈利预测分别下调 5%/6%/6%。我们下调了广本及广丰销量，并基于以上分析调整了两者的利润率（详细关键假设变化请参考表格 23）。我们预计集团 2014/15/16 年净利润有望达 36.7/44.2/51 亿元，同比增长 38%/20%/15%，我们的盈利预测比市场一致预期低 7%/20%/27%。

图表 23: 核心假设变化

销量明细	2014E			2015E			2016E		
	调整后	调整前	变化%	调整后	调整前	变化%	调整后	调整前	变化%
<b>广汽本田</b>									
奥德赛(Odyssey)	28,655	35,155	-18.5%	30,000	50,000	-40.0%	31,500	52,500	-40.0%
思迪(City)	41,262	51,262	-19.5%	50,000	50,000	0.0%	55,000	70,000	-21.4%
飞度(Fit)	73,397	53,397	37.5%	96,000	60,000	60.0%	108,000	64,800	66.7%
雅阁(Accord)	85,745	95,745	-10.4%	90,032	127,500	-29.4%	96,853	137,100	-29.4%
歌诗图(Crosstour)	20,824	35,991	-42.1%	18,900	51,959	-63.6%	20,318	57,155	-64.5%
理念(Linian)	3,909	7,409	-47.2%	4,000	18,000	-77.8%	4,600	20,700	-77.8%
凌派(Crider)	151,758	173,352	-12.5%	156,000	187,768	-16.9%	156,000	197,156	-20.9%
缤智(Vezel)	10,000	15,000	-33.3%	78,000	65,000	20.0%	85,800	85,000	0.9%
合计	415,550	467,311	-11.1%	522,932	610,227	-14.3%	558,071	1,368,822	-59.2%
毛利率	17.5%	19.7%	-11.2%	18.0%	21.6%	-16.6%	18.4%	21.7%	-15.4%
净利率	4.4%	6.9%	-35.6%	4.8%	7.4%	-34.7%	4.8%	7.4%	-35.2%
<b>广汽丰田</b>									
凯美瑞(Camry)	157,970	170,339	-7.3%	150,072	177,172	-15.3%	142,568	184,347	-22.7%
致炫(Yaris)	69,836	79,836	-12.5%	60,000	80,000	-25.0%	60,000	80,000	-25.0%
汉兰达(Highlander)	85,717	91,121	-5.9%	90,069	98,022	-8.1%	107,636	117,144	-8.1%
逸致(Verso)	17,310	17,310	0.0%	19,041	19,041	0.0%	20,945	20,945	0.0%
雷凌(Levin)	45,000	45,000	0.0%	120,000	120,000	0.0%	140,000	140,000	0.0%
合计	375,833	403,606	-6.9%	439,182	494,235	-11.1%	471,149	542,436	-13.1%
毛利率	21.2%	20.7%	2.1%	21.6%	21.1%	2.3%	22.0%	21.3%	3.1%
净利率	8.6%	8.3%	4.0%	9.0%	8.2%	8.9%	9.3%	8.1%	15.3%
收入 (RMB, 百万)	21,020	21,737	-3.3%	22,537	23,519	-4.2%	24,165	25,226	-4.2%
净利润 (RMB, 百万)	3,672	3,852	-4.7%	4,422	4,694	-5.8%	5,101	5,435	-6.1%
EPS (RMB, 分)	57	60	-5.0%	69	73	-5.8%	79	84	-6.3%

来源: 瑞银证券估算

图表 24: 广汽集团合并利润表

单位 (百万元)												
	2013A		2014E		Consensus							
	H1A	H2A	H1A	H2E	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2014	2015	2016
收入	8247.3	10576.9	10766.4	10253.8	12963.9	18824.2	21020.2	22537.1	24164.7	22104.7	26266.8	28978.4
同比增速 %	0.5	0.4	0.3	0.0	0.2	0.5	0.1	0.1	0.1			
销售成本	7615.3	9214.4	9705.1	9100.3	12273.6	16829.7	18805.3	19919.8	21147.1			
毛利润	632.0	1362.5	1061.3	1153.5	690.3	1994.5	2214.8	2617.3	3017.6			
销售及管理费用	1157.3	1626.4	1236.6	1594.2	2147.3	2783.7	2830.9	3210.3	3674.4			
经营收益	-387.3	-834.7	-11.8	-204.2	-1444.2	-1222.1	-216.0	-153.0	-172.9	170.4	262.4	-65.1
同比增速 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.0	-0.2	-0.8	-0.3	0.1			
财务费用	294.9	350.4	359.1	286.2	528.6	645.3	645.3	645.3	645.3			
利息收入	31.7	444.6	47.3	286.6	335.7	476.3	333.9	298.3	299.7			
投资收益	1844.6	2175.8	2129.6	2106.0	2637.1	4020.4	4235.6	5002.9	5705.5			
税前利润	1194.0	1435.2	1806.0	1902.1	1000.0	2629.3	3708.1	4502.8	5187.0	4002.9	5253.0	6542.9
同比增速 %	-0.1	n.a.	0.5	n.a.	-0.8	1.6	0.4	0.2	0.2			
所得税	32.0	68.7	92.4	-34.1	-64.8	100.8	58.3	95.9	103.8			
少数股东收益	-57.2	-67.2	-11.8	-10.2	-69.2	-124.3	-22.0	-15.6	-17.6			
净利润	1219.2	1433.7	1725.4	1946.4	1134.0	2652.8	3671.8	4422.5	5100.8	4048.7	5263.7	6449.5
同比增速 %	-0.2	n.a.	0.4	0.4	-0.7	1.3	0.4	0.2	0.2	-0.1	-0.2	-0.2
每股收益 (RMB, 分)	19.4	21.8	27.0	30.2	17.8	41.2	57.1	68.7	79.3	62.9	81.1	100.1
每股股利 (RMB,分)	n.a.	n.a.		n.a.	9.1	16.0	22.1	26.7	26.2			
每股现金 (RMB,分)	n.a.	n.a.		n.a.	0.2	0.7	-0.5	0.0	0.1			
加权股本数	6291.5	6291.5		6435.0	6363.3	6435.0	6435.0	6435.0	6435.0			
资本支出	n.a.	n.a.		n.a.	1444.2	1222.1	216.0	153.0	172.9			
折旧	n.a.	n.a.		n.a.	408.7	530.1	550.6	659.3	776.1			
研发费用	n.a.	n.a.		n.a.	1500.0	1500.0	0.0	0.0	0.0			
经营比率												
毛利率	7.7%	12.9%	9.9%	11.2%	5.3%	10.6%	10.5%	11.6%	12.5%			
(销售+管理费用)/收入	14.0%	15.4%	11.5%	15.5%	16.6%	14.8%	13.5%	14.2%	15.2%			
经营收益利润率	-4.7%	-7.9%	-0.1%	-2.0%	-11.1%	-6.5%	-1.0%	-0.7%	-0.7%	0.8%	1.0%	-0.2%
税前收益利润率	14.5%	13.6%	16.8%	18.6%	7.7%	14.0%	17.6%	20.0%	21.5%	18.1%	20.0%	22.6%
所得税率	2.7%	4.8%	5.1%	-1.8%	-6.5%	3.8%	1.6%	2.1%	2.0%			
净利润率	14.8%	13.6%	16.0%	19.0%	8.7%	14.1%	17.5%	19.6%	21.1%	18.3%	20.0%	22.3%

来源: 公司数据、瑞银证券估算

## 估值与目标价推导

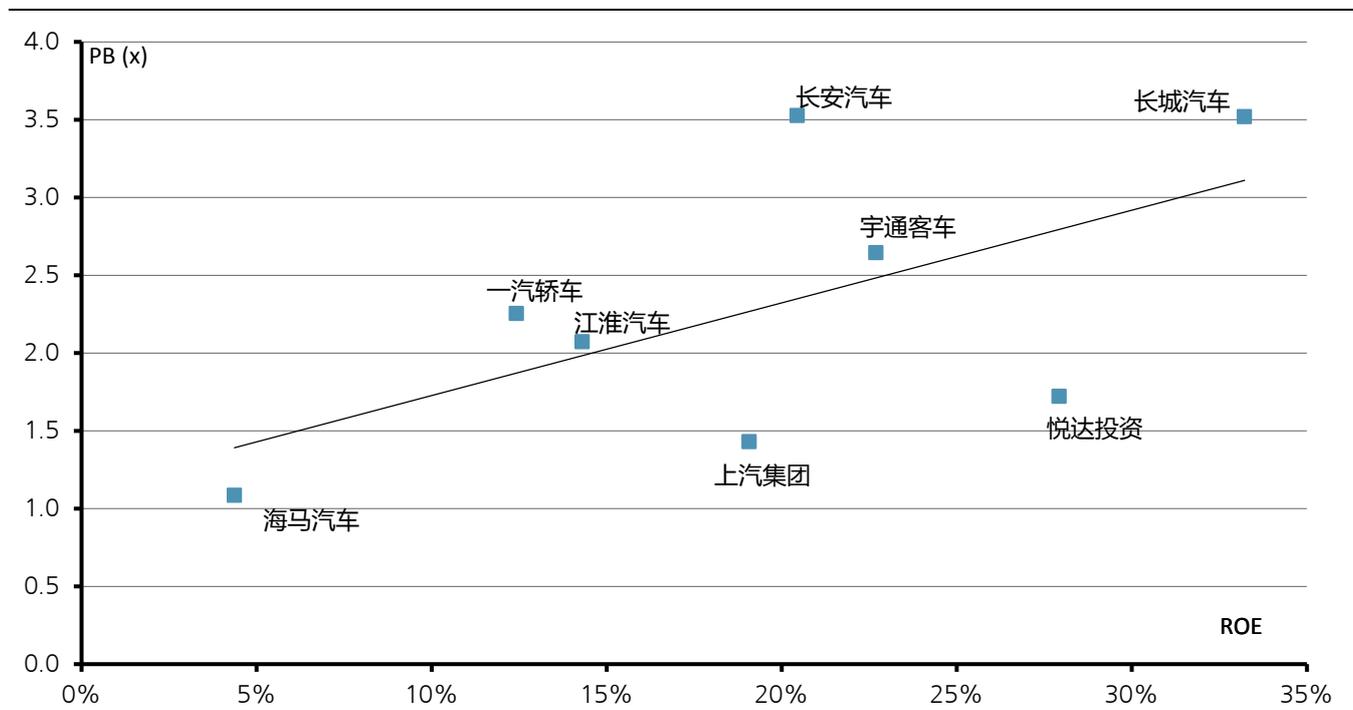
由于公司的利润主要为合营公司贡献的投资收益，我们改用 PB/ROE 对公司进行估值。

我们的估值方式主要基于 PB 和 ROE 的相关性，从行业的角度来看，通过观察我们所罗列的乘用车相关公司 2013 年 PB 和 ROE，我们得出两者之间存在一定线性关系（图 25）。从公司的角度来看，公司 2012 年 ROE 处于 3.8% 的历史低位，对应公司动态的 PB 由 1.7X 下降至 0.9X，而 2013 年公司 ROE 提升至 8.3%，公司动态 PB 提升至 1.8 倍的历史高位（图 26）。

我们将公司 15 年的 ROE 由之前的 15% 下调至 12%，低于 A 股行业的 19%，2015 年 A 股行业平均 PB1.7X，我们在此基础上给予 22% 的折价，得到公司目标 PB1.33 倍，并得到目标价 8.05 元。

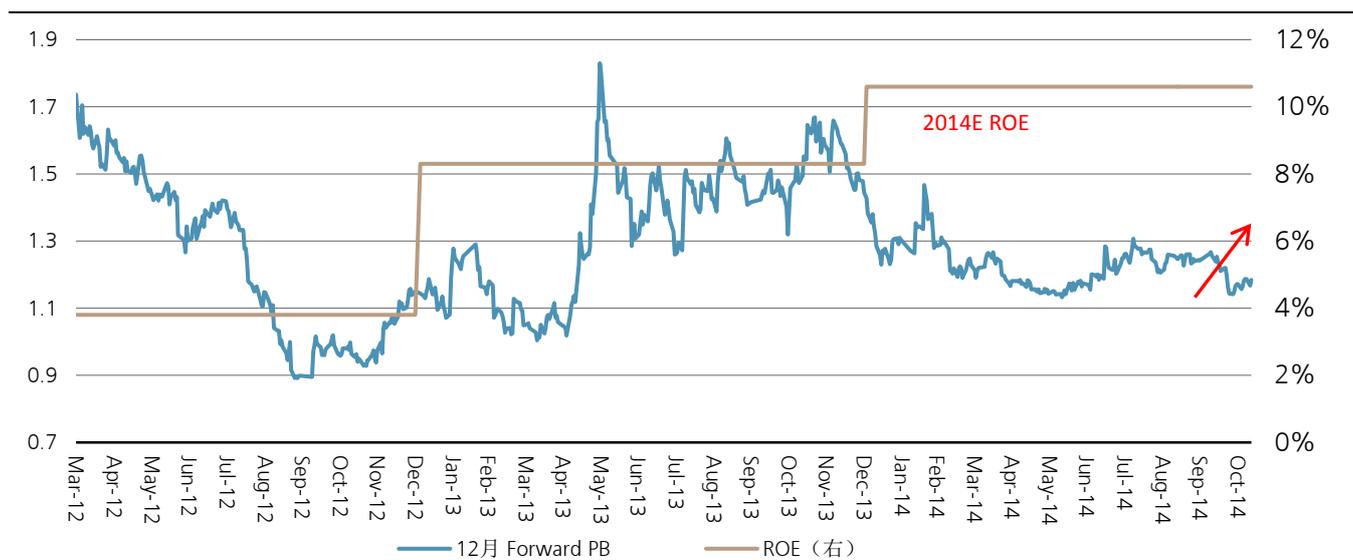
从历史来看，公司动态 PE 的历史均值为 11X，我们目标价对应的公司 15 年的 PE 为 12X，和公司历史均值基本持平，高于 15 年行业平均 PE10X。

图表 25: 乘用车 PB vs ROE



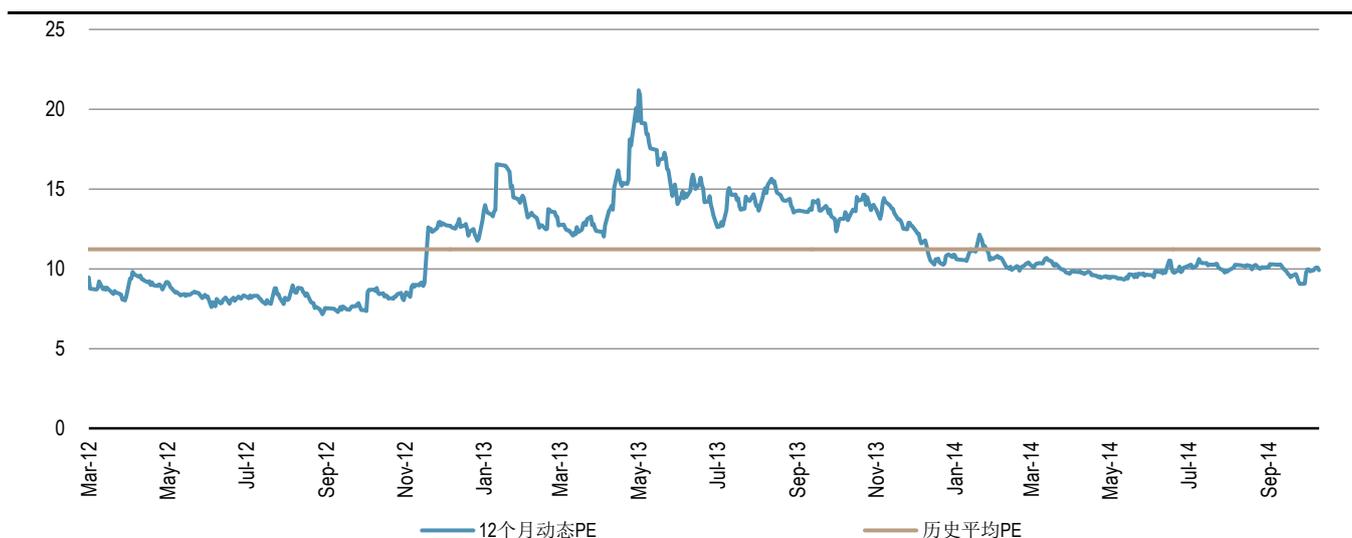
来源: WIND

图表 26: 广汽集团动态 PB vs ROE



来源: 瑞银证券估算

图表 27: 广汽集团动态 PE (历史均值为 11 倍)



来源: 瑞银证券估算

图表 28: 全球汽车公司估值比较

公司名称	英文名称	代码	PE		PB		增长率		ROE		股息收益率(%)	
			2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
上汽集团	SAIC Motor	600104 CH Equity	7.3	6.4	1.3	1.1	13%	13%	18%	18%	7.2	7.9
一汽轿车	FAW Car	000800 CH Equity	13.9	9.8	2.0	1.7	37%	41%	14%	18%	0.2	0.3
宇通客车	Yutong Bus	600066 CH Equity	10.5	8.8	2.2	1.9	22%	19%	21%	21%	3.2	3.8
江淮汽车	Jianghuai Automobile	600418 CH Equity	15.1	10.6	1.9	1.7	4%	43%	13%	16%	2.2	3.2
长城汽车	Great Wall Motor - A	601633 CH Equity	11.7	8.4	2.9	2.3	4%	39%	26%	28%	2.4	3.2
广汽集团	Guangzhou Automobile - A	601238 CH Equity	13.6	12.0	1.4	1.3	21%	14%	11%	12%	2.8	3.4
吉利汽车	Geely Auto	175 HK Equity	13.7	11.5	1.4	1.2	-17%	19%	14%	14%	1.2	1.4
东风汽车	Dongfeng Motor	489 HK Equity	7.6	7.1	1.0	0.9	21%	7%	18%	17%	2.5	2.8
华晨汽车	Brilliance China	1114 HK Equity	12.8	11.1	2.9	2.2	46%	16%	32%	29%	1.2	1.4
广汽集团	Guangzhou Automobile	2238 HK Equity	13.8	10.7	1.1	1.0	36%	29%	10%	12%	2.8	3.8
长城汽车	Great Wall Motor	2333 HK Equity	13.6	10.7	2.6	2.1	0%	27%	27%	27%	2.7	3.4
尼桑	Nissan	7201 JP Equity	12.1	10.0	1.1	1.0	-4%	21%	9%	10%	2.8	3.1
丰田	Toyota	7203 JP Equity	11.7	10.6	1.6	1.4	3%	11%	14%	14%	2.4	2.7
马自达	Daihatsu Motor	7262 JP Equity	8.4	10.3	1.2	1.1	-2%	-19%	15%	11%	3.5	3.3
本田	Honda	7267 JP Equity	11.6	10.7	1.2	1.0	1%	8%	11%	10%	2.2	2.5
铃木	Suzuki Motor	7269 JP Equity	18.1	16.0	1.6	1.4	5%	13%	9%	9%	0.6	0.7
富士重工	Fuji Heavy Ind.	7270 JP Equity	15.1	12.4	4.1	3.3	4%	22%	30%	30%	1.0	1.6
大众	Volkswagen	VOW GR Equity	7.7	7.1	0.8	0.8	18%	9%	11%	12%	2.9	3.5
戴姆勒	Daimler	DAI GR Equity	9.4	9.0	1.4	1.3	56%	5%	15%	15%	3.9	4.4
宝马	BMW	BMW GF Equity	9.3	8.8	1.4	1.3	10%	6%	16%	15%	3.5	3.9
雷诺	Renault	RNO FP Equity	9.0	6.5	0.7	0.6	53%	37%	8%	10%	3.2	3.8
通用	General Motors	GM US Equity	12.0	7.2	1.2	1.1	-17%	65%	12%	17%	3.9	4.0
福特	Ford	F US Equity	13.5	9.3	2.1	1.7	-32%	46%	17%	23%	3.4	3.5
	<b>A share average</b>		<b>12.0</b>	<b>9.3</b>	<b>2.0</b>	<b>1.7</b>	<b>17%</b>	<b>28%</b>	<b>17%</b>	<b>19%</b>	<b>3.0</b>	<b>3.6</b>
	H Share average		12.3	10.2	1.8	1.5	17%	20%	20%	20%	2.1	2.6
	A+H average		12.1	9.7	1.9	1.6	17%	24%	18%	19%	2.6	3.1
	Japan average		12.8	11.7	1.8	1.6	1%	9%	15%	14%	2.1	2.3
	EU average		8.8	7.8	1.1	1.0	34%	14%	13%	13%	3.4	3.9
	US average		12.7	8.3	1.7	1.4	-24%	55%	14%	20%	3.6	3.8
	<b>Global auto average</b>		<b>11.3</b>	<b>9.5</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>11%</b>	<b>20%</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>	<b>2.6</b>	<b>3.0</b>

来源: 瑞银证券估算, 注: 上汽集团、一汽轿车、宇通客车、江淮汽车、长城汽车、广汽集团为瑞银证券估算, 其余为 Bloomberg 一致预期 2014 年 11 月 13 日。



# 广汽集团 - A (601238.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
<b>损益表(Rmb 百万)</b>										
营业收入	10,984	12,964	18,824	21,020	11.7	22,537	7.2	24,165	25,911	27,663
毛利	472	774	2,042	2,215	8.5	2,617	18.2	3,018	3,338	3,646
息税折旧摊销前利润(UBS)	(895)	(724)	116	669	NM	943	41.0	959	1,284	1,420
折旧和摊销	(508)	(668)	(951)	(1,285)	35.0	(1,536)	19.6	(1,616)	(1,980)	(2,104)
息税前利润(UBS)	(1,403)	(1,392)	(835)	(616)	26.3	(593)	3.7	(657)	(696)	(684)
联营及投资收益	4,650	2,644	4,019	4,236	5.4	5,003	18.1	5,706	6,276	6,904
其他非营业利润	868	(53)	(377)	400	-	442	10.4	486	531	588
净利息	(57)	(199)	(161)	(311)	-93.5	(348)	-11.9	(347)	(339)	(334)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	4,057	1,000	2,646	3,708	40.2	4,503	21.4	5,187	5,772	6,473
税项	110	65	(101)	(58)	42.2	(96)	-64.6	(104)	(111)	(124)
税后利润	4,167	1,065	2,545	3,650	43.4	4,407	20.7	5,083	5,661	6,349
优先股股息及少数股权	104	69	124	23	-81.6	15	-32.7	18	17	5
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	4,272	1,134	2,669	3,673	37.6	4,422	20.4	5,101	5,678	6,354
净利润(UBS)	4,272	1,134	2,669	3,673	37.6	4,422	20.4	5,101	5,678	6,354
税率(%)	0.0	0.0	3.8	1.6	-58.7	2.1	35.6	2.0	1.9	1.9
<b>每股(Rmb)</b>										
每股收益(UBS 稀释后)	0.69	0.18	0.41	0.57	37.6	0.69	20.4	0.79	0.88	0.99
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.69	0.18	0.41	0.57	37.6	0.69	20.4	0.79	0.88	0.99
每股收益(UBS, 基本)	0.69	0.18	0.41	0.57	37.6	0.69	20.4	0.79	0.88	0.99
每股股息净值(Rmb)	0.20	0.09	0.16	0.22	38.5	0.27	20.4	0.26	0.26	0.26
每股账面价值	4.74	4.83	5.17	5.58	7.9	6.04	8.3	6.57	7.19	7.91
平均股数(稀释后)	6,148.06	6,435.02	6,435.02	6,435.02	0.0	6,435.02	0.0	6,435.02	6,435.02	6,435.02
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>										
现金和现金等价物	17,142	15,574	19,042	16,436	-13.7	18,032	9.7	20,543	22,544	25,376
其他流动资产	4,751	4,701	7,472	10,530	40.9	11,413	8.4	12,589	13,451	14,974
流动资产总额	21,893	20,274	26,514	26,966	1.7	29,445	9.2	33,132	35,995	40,351
有形固定资产净值	3,275	4,298	6,585	8,361	27.0	9,842	17.7	11,209	12,276	13,251
无形固定资产净值	2,464	2,843	3,250	3,457	6.3	3,400	-1.6	3,213	2,960	2,674
投资/其他资产	16,705	21,966	21,440	20,424	-4.7	19,956	-2.3	19,953	19,951	19,951
总资产	44,337	49,382	57,790	59,209	2.5	62,644	5.8	67,507	71,183	76,226
应付账款和其他短期负债	3,872	6,353	8,652	7,451	-13.9	7,302	-2.0	7,506	7,204	7,602
短期债务	2,100	2,515	9,431	9,431	0.0	10,033	6.38	11,325	11,325	11,325
流动负债总额	5,972	8,868	18,083	16,881	-6.6	17,335	2.7	18,831	18,529	18,927
长期债务	7,737	7,776	4,775	4,775	0.0	4,775	0.0	4,775	4,775	4,775
其它长期负债	493	727	869	869	0.0	869	0.0	869	869	869
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	14,202	17,370	23,727	22,525	-5.1	22,979	2.0	24,475	24,173	24,571
普通股股东权益	29,159	31,090	33,258	35,901	7.9	38,898	8.3	42,283	46,278	50,929
少数股东权益	976	922	805	782	-2.8	767	-2.0	749	732	727
负债和权益总计	44,337	49,382	57,790	59,209	2.5	62,644	5.8	67,507	71,183	76,226
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>										
净利润(支付优先股股息前)	4,272	1,134	2,669	3,673	37.6	4,422	20.4	5,101	5,678	6,354
折旧和摊销	508	668	951	1,285	35.0	1,536	19.6	1,616	1,980	2,104
营运资本变动净值	(565)	1,654	244	(4,177)	-	(1,031)	75.3	(973)	(1,164)	(1,125)
其他营业性现金流	(4,502)	(2,500)	(2,886)	(3,788)	-31.3	(4,670)	-23.3	(5,376)	(5,954)	(6,575)
经营性现金流	(287)	956	978	(3,008)	-	257	-	369	540	759
有形资本支出	(2,145)	(2,955)	(1,501)	(2,487)	-65.6	(2,487)	0.0	(2,787)	(2,787)	(2,787)
无形资本支出	0	0	0	(6)	-	(6)	0.0	(6)	(6)	(6)
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	4,676	2,239	1,337	4,236	-	5,003	-	5,706	6,276	6,904
投资性现金流	2,532	(716)	(165)	1,743	-	2,510	44.0	2,913	3,484	4,111
已付股息	(1,077)	(2,221)	(969)	(1,030)	-6.2	(1,426)	-38.5	(1,716)	(1,683)	(1,704)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	0	0	0	(311)	-	(348)	-11.94	(347)	(339)	(334)
债务及优先股变化	529	1	4,050	0	-	602	-	1,292	0	0
融资性现金流	(547)	(2,220)	3,081	(1,341)	-	(1,172)	12.6	(772)	(2,022)	(2,038)
现金流量中现金的增加(减少)	1,697	(1,980)	3,895	(2,606)	-	1,596	-	2,510	2,002	2,832
外汇/非现金项目	(178)	411	(426)	0	100.0	0	-75.0	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	1,519	(1,568)	3,468	(2,606)	-	1,596	-	2,510	2,002	2,832

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。

## 广汽集团 - A (601238.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)	-	38.2	18.2	13.8	11.5	10.0	8.9	8.0
市盈率 (UBS, 稀释后)	-	38.2	18.2	13.8	11.5	10.0	8.9	8.0
股价/每股现金收益	-	24.0	13.4	10.2	8.5	7.6	6.6	6.0
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(5.5)	(5.3)	(1.1)	(11.8)	(4.8)	(5.2)	(4.8)	(4.3)
净股息收益率(%)	-	1.3	2.1	2.8	3.4	3.3	3.4	3.3
市净率	-	1.4	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
企业价值/营业收入(核心)	2.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.0	1.0	0.9
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	-26.2	-21.0	>100	38.0	27.8	26.1	19.5	17.6
企业价值/息税前利润(核心)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
企业价值/运营投入资本	3.3	1.7	2.2	1.9	1.6	1.3	1.2	1.1
<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	43,935	37,556	45,509	46,781	46,781	46,781	46,781	46,781
净债务 (现金)	(6,857)	(6,194)	(4,960)	(3,434)	(2,628)	(3,734)	(3,734)	(3,734)
少数股东权益	976	922	805	782	767	749	732	727
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>38,054</b>	<b>32,283</b>	<b>41,355</b>	<b>44,130</b>	<b>44,920</b>	<b>43,797</b>	<b>43,780</b>	<b>43,775</b>
非核心资产	(14,566)	(17,108)	(18,749)	(18,749)	(18,749)	(18,749)	(18,749)	(18,749)
<b>核心企业价值</b>	<b>23,488</b>	<b>15,176</b>	<b>22,606</b>	<b>25,381</b>	<b>26,172</b>	<b>25,048</b>	<b>25,031</b>	<b>25,026</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	25.6	18.0	45.2	11.7	7.2	7.2	7.2	6.8
息税折旧摊销前利润(UBS)	-120.5	19.1	-	NM	41.0	1.8	33.8	10.6
息税前利润(UBS)	-132.8	0.8	40.0	26.3	3.7	-10.8	-6.0	1.7
每股收益(UBS 稀释后)	-0.5	-74.6	135.4	37.6	20.4	15.3	11.3	11.9
每股股息净值	0.0	-55.0	77.8	38.5	20.4	-1.9	1.2	-3.0
<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	4.3	6.0	10.8	10.5	11.6	12.5	12.9	13.2
息税折旧摊销前利润率	NM	NM	0.6	3.2	4.2	4.0	5.0	5.1
息税前利润率	-12.8	-10.7	-4.4	-2.9	-2.6	-2.7	-2.7	-2.5
净利 (UBS) 率	38.9	8.7	14.2	17.5	19.6	21.1	21.9	23.0
ROIC (EBIT)	(19.7)	(15.4)	(8.2)	(4.7)	(3.5)	(3.5)	(3.3)	(3.0)
税后投资资本回报率	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净股东权益回报率(UBS)	15.6	3.8	8.3	10.6	11.8	12.6	12.8	13.1
<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	8.0	7.2	(40.9)	(3.2)	(3.3)	(4.5)	(4.9)	(6.5)
净债务/总权益 %	(23.9)	(16.2)	(13.9)	(5.8)	(7.9)	(10.1)	(13.5)	(17.8)
净债务 / (净债务 + 总权益) %	(31.4)	(19.3)	(16.2)	(6.2)	(8.6)	(11.2)	(15.6)	(21.6)
净债务/企业价值	(30.7)	(34.2)	(21.0)	(8.4)	(11.9)	(17.3)	(25.3)	(36.7)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	167.7	156.3
资本支出/营业收入(%)	19.5	22.8	8.0	11.8	11.0	11.5	10.8	10.1
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	3.5	2.0	2.6	2.6	2.6	3.0	3.3	3.8
股息支付率 (UBS) %	28.8	51.1	38.6	38.8	38.8	33.0	30.0	26.0
<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	10,984	12,964	18,824	21,020	22,537	24,165	25,911	27,663
<b>总计</b>	<b>10,984</b>	<b>12,964</b>	<b>18,824</b>	<b>21,020</b>	<b>22,537</b>	<b>24,165</b>	<b>25,911</b>	<b>27,663</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	(1,403)	(1,392)	(835)	(616)	(593)	(657)	(696)	(684)
<b>总计</b>	<b>(1,403)</b>	<b>(1,392)</b>	<b>(835)</b>	<b>(616)</b>	<b>(593)</b>	<b>(657)</b>	<b>(696)</b>	<b>(684)</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	+2.0%
预测股息收益率	3.4%
预测股票回报率	+5.4%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	-3.8%

---

## 风险声明

我们认为公司面临的主要风险包括：1) 宏观经济增长放缓可能影响消费者信心，因而降低对汽车的需求；2) 行业产能过剩；3) 行业竞争加剧导致价格战；4) 政府出台不利于行业发展的政策，如广州限购；5) 广汽传祺销量低于预期，导致亏损幅度不断增加。

## 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：陈实。

### 涉及报告中提及的公司的披露

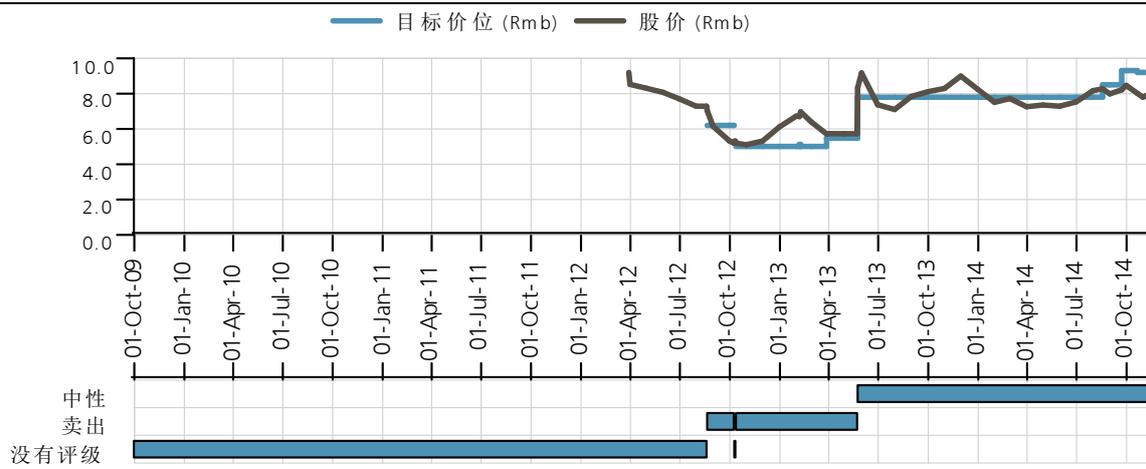
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
广汽集团 - A	601238.SS	中性	不适用	Rmb7.99	2014 年 11 月 13 日

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。

### 广汽集团 - A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 11 月 13 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。

