

沪港通股票

建设银行 A

资本及存款实力持续领先同业

资本实力领先同业，有望为业务拓展及抵御资产质量风险提供有力支撑

我们认为公司在上市银行中拥有较强的资本内生积累实力，主要得益于其较高的盈利能力；14 年前三季度 ROE 达 23%，较上市银行平均水平高 2ppt。14Q3 公司核心资本充足率环比上升 44bps 至 11.65%，位居上市银行第二位。

存款成本优势持续，或有利于缓解净息差下行压力

14 年上半年存款成本率环比下降 6bps 至 1.81%，显著低于同业。在存款优势支撑下，14 年前三季度净息差环比均基本持平于 2.8%，处同业前列。我们分析凭借扎实的客户基础，公司存款优势有望持续，将有助缓解息差缩窄压力。

不良回升趋势与行业一致，受益于降息刺激不良生成压力或有所缓解

公司不良回升趋势与行业保持一致，14Q3 不良率环比上升 9bps（Q2 上升 2bps），资产质量压力仍然存在。我们认为鉴于建行贷款期限在上市银行中相对较长，公司不良暴露过程或相对缓慢。但我们预计受益于 14 年降息及未来可能的再次降息，公司不良生成压力或有所缓解。

估值：上调目标价至 7.64 元，重申“买入”评级

我们预计受益于降息、降准等催化因素，15 年上半年板块估值修复将延续。瑞银策略团队认为 15 年初流动性将持续宽松。我们认为市场流动性宽松将有助于银行股股权成本率回落，因此下调公司股权成本率至 9.7%（原预测 10.8%），对应我们上调公司 15 年目标 PB 至 1.36，较行业平均 PB1.15x 有 18% 的溢价（以反映公司中长期预测 ROE 为 11.4%，高于行业平均及股权成本率），得到目标价 7.64 元，对应 15 年 PE 为 7.80 倍。

Equities

中国
银行业（除储贷业务）

12 个月评级 **买入**
保持不变

12 个月目标价 **Rmb7.64**
之前: Rmb6.19

股价 **Rmb6.65**

路透代码: 601939.SS 彭博代码 601939 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb6.92-3.78

市值 Rmb1,311 十亿/US\$211 十亿

已发行股本 9,594 百万 (ORDA)

流通股比例 4%

日均成交量(千股) 294,800

日均成交额(Rmb 百万) Rmb1,667.3

普通股股东权益 (12/14E) Rmb1,238 十亿

市净率 (12/14E) 1.3x

一级资本充足率 11%

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	UBS	市场预测
12/14E	0.92	0.93
12/15E	0.98	0.98
12/16E	1.05	1.05

甘宗卫

分析师

S1460513090001

zongwei.gan@ubssecurities.com

+86-105-832 8755

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	399,403	462,533	511,140	560,979	612,057	670,527	763,601	886,004
税前利润	219,107	251,439	279,806	300,629	319,063	340,939	389,115	457,919
净利润 (本地 GAAP)	169,258	193,179	214,658	230,973	245,116	261,904	298,938	351,848
净利润 (UBS)	169,258	193,179	214,658	230,973	245,116	261,904	298,938	351,848
一级资本充足率%	11.0	11.3	10.8	11.2	11.7	12.0	12.1	12.2
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.68	0.77	0.86	0.92	0.98	1.05	1.20	1.41
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
股东权益回报率(UBS)	22.4	22.0	21.4	20.0	18.6	17.6	17.8	18.4
股价/拨备前营业利润(稀释后)	4.7	3.8	3.5	4.7	4.3	3.9	3.4	2.9
市净率	1.5	1.2	1.1	1.3	1.2	1.1	0.9	0.8
市净率(UBS)	1.5	1.2	1.1	1.3	1.2	1.1	0.9	0.8
市盈率 (UBS, 稀释后)	7.1	5.7	5.2	7.2	6.8	6.3	5.6	4.7
净股息收益率(%)	4.9	6.1	6.7	4.9	5.2	5.5	6.3	7.4

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 2015 年 01 月 07 日 16 时 27 分的股价(Rmb6.65)得出;

投资主题

建设银行 A

投资理由

建设银行经营稳健，在资本及存款等方面拥有较强实力。业务特色包括：1) 相比同业拥有较强资本内生积累能力，资本实力较强或为公司业务拓展提供支撑；2) 客户基础扎实，支撑存款成本保持上市银行较低水平。同时，我们认为公司历史上基建、房地产贷款占比较高使得贷款久期较长，近年来贷款结构调整逐步推进，期待贷款定价逐步提升。我们对公司 15 年盈利预测与市场一致预期基本一致。目标价基于 PB/ROE 估值。目前估值略高于可比同业，但仍处历史较低水平。我们认为公司在存款端、资本及拨备实力等方面拥有优势，有望支撑业绩稳健增长，评级“买入”。

乐观情景

在此情景下，我们假设公司不良率回升低于基准预期，利率市场化对公司净息差冲击小于基准预期，得出每股估值 7.98 元。

悲观情景

在此情景下，我们假设公司不良率回升高于基准预期，利率市场化对公司净息差冲击大于基准预期，得出每股估值 7.33 元。

近期催化剂

正面：公司在固定资产投资行业及西部地区的贷款占比在同业内最高，有望支撑公司盈利增长超出预期。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb7.64

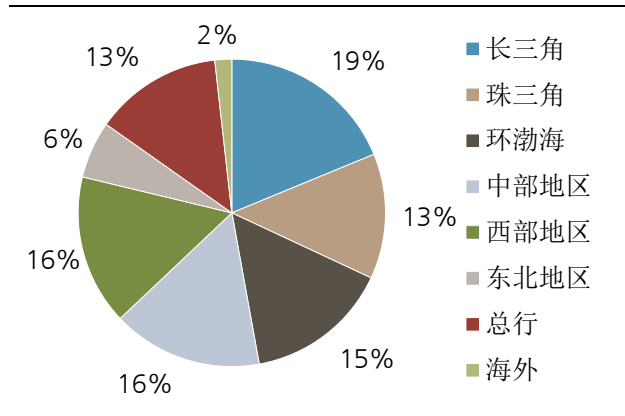
公司简介

中国建设银行股份有限公司是中国四大国有银行之一，历史上曾经是提供基础建设融资的专业银行。建设银行总部位于北京，提供广泛的商业银行产品和服务，网点覆盖全国主要地区。2005 年 10 月在香港联合交易所上市，2007 年 9 月在上海证券交易所上市。

行业展望

考虑利率市场化加快、中期资产质量压力、及金融脱媒等因素的影响，我们认为，中国银行业景气度呈下行趋势，未来几年 ROE 或将逐步回落。对于建设银行，我们关注其较强资金来源优势及资本实力为业绩增长提供的支撑。

收入按地区分布，2013 (%)



来源：公司数据

盈利预测

单位：百万人民币	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	462,533	511,140	560,979	612,057	670,527
净利息收入	353,202	389,544	432,580	459,666	486,112
非利息收入	109,331	121,596	128,399	152,392	184,415
营业费用	171,081	188,185	204,757	222,789	243,401
拨备前利润	291,452	322,955	356,221	389,269	427,126
税前利润	251,439	279,806	300,629	319,063	340,939
净利润	193,179	214,658	230,973	245,116	261,904
每股盈利 (元)	0.77	0.86	0.92	0.98	1.05
每股净资产 (元)	3.77	4.26	4.95	5.61	6.31
每股股利 (元)	0.27	0.30	0.32	0.34	0.37

数据来源：公司公告，瑞银证券估算

图表 1: 建设银行动态 PB



来源: 瑞银证券估算

建设银行 A (601939.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利息收入	304,572	353,202	389,544	432,580	11.0	459,666	6.3	486,112	540,865	617,423
非利息收入总额	94,831	109,331	121,596	128,399	5.6	152,392	18.7	184,415	222,736	268,581
总盈利	399,403	462,533	511,140	560,979	9.8	612,057	9.1	670,527	763,601	886,004
现金支出总额	(132,040)	(157,192)	(172,769)	(202,249)	-17.1	(220,155)	-8.9	(240,636)	(273,520)	(316,798)
折旧前营业利润	267,363	305,341	338,371	358,730	6.0	391,902	9.2	429,891	490,081	569,205
折旧和摊销(除商誉)	(12,497)	(13,889)	(15,416)	(2,508)	83.7	(2,634)	-5.0	(2,766)	(2,904)	(3,049)
拨备前营业利润	254,866	291,452	322,955	356,221	10.3	389,269	9.3	427,126	487,177	566,156
总拨备	(35,783)	(40,041)	(43,209)	(55,676)	-28.9	(70,318)	-26.3	(86,334)	(98,246)	(108,459)
拨备后营业利润	219,083	251,411	279,746	300,545	7.4	318,950	6.1	340,791	388,931	457,697
来自联营及合资公司的利润(税前)	24	28	60	84	40.0	113	35.0	147	184	221
其他税前项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润 (UBS)	219,107	251,439	279,806	300,629	7.4	319,063	6.1	340,939	389,115	457,919
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	219,107	251,439	279,806	300,629	7.4	319,063	6.1	340,939	389,115	457,919
税项	(49,668)	(57,837)	(64,683)	(69,145)	-6.9	(73,385)	-6.1	(78,416)	(89,496)	(105,321)
税后利润	169,439	193,602	215,123	231,485	7.6	245,679	6.1	262,523	299,619	352,597
股息(优先)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股股息	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
少数股东权益	(181)	(423)	(465)	(511)	-10.0	(563)	-10.0	(619)	(681)	(749)
净利润 (本地 GAAP)	169,258	193,179	214,658	230,973	7.6	245,116	6.1	261,904	298,938	351,848
净利润(不计优先股股息)	169,258	193,179	214,658	230,973	7.6	245,116	6.1	261,904	298,938	351,848
净利润 (UBS)	169,258	193,179	214,658	230,973	7.6	245,116	6.1	261,904	298,938	351,848
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(本地 GAAP, 基本)	0.68	0.77	0.86	0.92	7.6	0.98	6.1	1.05	1.20	1.41
每股收益(UBS 稀释后)	0.68	0.77	0.86	0.92	7.6	0.98	6.1	1.05	1.20	1.41
拨备前营业利润(稀释后)	1.02	1.17	1.29	1.42	10.3	1.56	9.3	1.71	1.95	2.26
每股股息净值	0.24	0.27	0.30	0.32	7.8	0.34	6.1	0.37	0.42	0.49
每股账面价值	3.24	3.77	4.26	4.95	16.2	5.61	13.3	6.31	7.14	8.13
每股账面价值(UBS)	3.23	3.75	4.25	4.94	16.2	5.60	13.3	6.30	7.13	8.12
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
银行资产(年底)	12,281,834	13,972,828	15,363,210	16,917,066	10.1	18,441,315	9.0	20,229,495	22,568,778	25,504,812
银行资产(平均)	11,546,076	13,127,331	14,668,019	16,140,138	10.0	17,679,191	9.5	19,335,405	21,399,137	24,036,795
总资产(年底)	12,281,834	13,972,828	15,363,210	16,917,066	10.1	18,441,315	9.0	20,229,495	22,568,778	25,504,812
风险加权资产 (RWA) (年底)	6,760,117	7,637,705	9,872,790	10,901,484	10.4	11,877,476	9.0	13,029,092	14,574,192	16,584,844
风险加权资产 (RWA) (平均)	6,387,723	7,198,911	8,755,248	10,387,137	18.6	11,389,480	9.6	12,453,284	13,801,642	15,579,518
客户贷款	6,325,194	7,309,879	8,361,361	9,280,810	11.0	10,147,279	9.3	11,152,314	12,568,039	14,405,725
客户贷款(平均)	5,925,610	6,817,537	7,835,620	8,821,085	12.6	9,714,044	10.1	10,649,797	11,860,176	13,486,882
生息资产 (平均)	11,292,800	12,845,124	14,220,279	15,501,822	9.0	16,947,325	9.3	18,483,850	20,456,435	23,000,346
客户存款	9,987,450	11,343,079	12,223,037	13,200,880	8.0	14,388,959	9.0	15,827,855	17,648,058	19,942,306
普通股权益(年底)	811,141	941,668	1,065,951	1,238,224	16.2	1,402,500	13.3	1,578,613	1,785,884	2,033,105
普通股权益(平均)	753,966	876,404	1,003,809	1,152,088	14.8	1,320,362	14.6	1,490,556	1,682,249	1,909,494
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(年底)	816,661	949,545	1,074,329	1,247,114	16.1	1,411,952	13.2	1,588,684	1,796,636	2,044,605
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(平均)	758,783	883,103	1,011,937	1,160,721	14.7	1,329,533	14.5	1,500,318	1,692,660	1,920,621
有形资产净值	813,339	945,833	1,070,666	1,243,451	16.1	1,408,289	13.3	1,585,021	1,792,973	2,040,942
Balance sheet structure (%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
贷款/银行资产(年底)	51.5	52.3	54.4	54.9	0.8	55.0	0.3	55.1	55.7	56.5
存款/银行资产(年底)	81.3	81.2	79.6	78.0	-1.9	78.0	0.0	78.2	78.2	78.2
存贷比	63.3	64.4	68.4	70.3	2.8	70.5	0.3	70.5	71.2	72.2
股东资金总额/银行资产(年底)	6.6	6.8	7.0	7.4	5.4	7.7	3.9	7.9	8.0	8.0

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。

建设银行 A (601939.SS)

资本充足率 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
一级资本	741,585	864,588	1,061,700	1,220,283	1,384,558	1,560,672	1,767,943	2,015,163
总资本	924,506	1,093,429	1,316,724	1,536,151	1,706,477	1,917,253	2,147,653	2,374,623
风险加权资产 (RWA) (年底)	6,760,117	7,637,705	9,872,790	10,901,484	11,877,476	13,029,092	14,574,192	16,584,844
核心资本(一级资本)充足率%	11.0	11.3	10.8	11.2	11.7	12.0	12.1	12.2
一级资本充足率%	11.0	11.3	10.8	11.2	11.7	12.0	12.1	12.2
总资本充足率%	13.7	14.3	13.3	14.1	14.4	14.7	14.7	14.3
有形权益	807,819	937,956	1,062,288	1,234,561	1,398,837	1,574,950	1,782,221	2,029,442
权益对资产比率%	6.6	6.7	6.9	7.3	7.6	7.8	7.9	8.0
有形权益对有形资产比率%	6.6	6.7	6.9	7.3	7.6	7.8	7.9	8.0
资产质量 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
不良资产	70,915	74,618	85,264	106,112	138,069	175,310	207,024	231,977
风险准备金总额	171,217	202,433	228,696	257,180	287,553	319,122	356,378	395,523
不良贷款率	1.1	1.0	1.0	1.1	1.3	1.5	1.6	1.6
拨备覆盖率	241.4	271.3	268.2	242.4	208.3	182.0	172.1	170.5
拨备：平均贷款余额	0.5	0.6	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
不良资产净值与股东资金比率	(12.3)	(13.5)	(13.4)	(12.1)	(10.6)	(9.1)	(8.3)	(8.0)
盈利能力	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净息差(平均资产)	2.64	2.69	2.66	2.68	2.60	2.51	2.53	2.57
拨备与营业利润比率	14.0	13.7	13.4	15.6	18.1	20.2	20.2	19.2
股东权益回报率(UBS 盈利)	22.4	22.0	21.4	20.0	18.6	17.6	17.8	18.4
经调整的资产收益率	22.5	22.1	21.5	20.1	18.6	17.6	17.8	18.5
风险加权资产收益率 (UBS 经调整)	2.65	2.69	2.46	2.23	2.16	2.11	2.17	2.26
资产收益率	1.47	1.47	1.47	1.43	1.39	1.36	1.40	1.47
生产率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
成本收入比	36.2	37.0	36.8	36.5	36.4	36.3	36.2	36.1
成本与平均资产比率	1.25	1.30	1.28	1.27	1.26	1.26	1.29	1.33
薪酬费用比	21.9	21.5	21.2	21.0	20.9	20.8	20.7	20.7
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	22.6	15.8	10.5	9.8	9.1	9.6	13.9	16.0
拨备前营业利润	24.7	14.4	10.8	10.3	9.3	9.7	14.1	16.2
净利润 (UBS)	25.5	14.1	11.1	7.6	6.1	6.8	14.1	17.7
每股股息净值	11.5	13.3	11.9	7.8	6.1	6.8	14.1	17.7
总资产(年底)	13.6	13.8	10.0	10.1	9.0	9.7	11.6	13.0
客户贷款	14.5	15.6	14.4	11.0	9.3	9.9	12.7	14.6
客户存款	10.1	13.6	7.8	8.0	9.0	10.0	11.5	13.0
Value (x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值/收入	3.3	2.5	2.3	2.3	2.1	2.0	1.7	1.5
市值/存款	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
股价/拨备前营业利润(稀释后)	4.7	3.8	3.5	4.7	4.3	3.9	3.4	2.9
市盈率(本地 GAAP, 基本)	7.1	5.7	5.2	7.2	6.8	6.3	5.6	4.7
市盈率 (UBS, 稀释后)	7.1	5.7	5.2	7.2	6.8	6.3	5.6	4.7
净股息收益率(%)	4.9	6.1	6.7	4.9	5.2	5.5	6.3	7.4
市净率	1.5	1.2	1.1	1.3	1.2	1.1	0.9	0.8
市净率(UBS)	1.5	1.2	1.1	1.3	1.2	1.1	0.9	0.8

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	+14.9%
预测股息收益率	5.2%
预测股票回报率	+20.1%
市场回报率假设	8.7%
预测超额回报率	+11.4%

风险声明

我们认为影响中国银行业的主要下行风险因素包括：1) 宏观经济的下行风险以及由此带来的资产质量风险；2) 从紧货币政策、资本金政策、利率市场化政策等对银行信贷增速、净利差等方面带来的制约；3) 包括房地产政策在内的其他重要产业政策对银行经营的影响。公司层面，建设银行面临着小企业贷款、房地产贷款和地方政府平台贷款资产质量下降的风险。

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%	37%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	32%
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 12 月 31 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：甘 宗卫。

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
建设银行 A ^{2, 4, 5, 16}	601939.SS	买入	不适用	Rmb6.82	2015 年 01 月 06 日

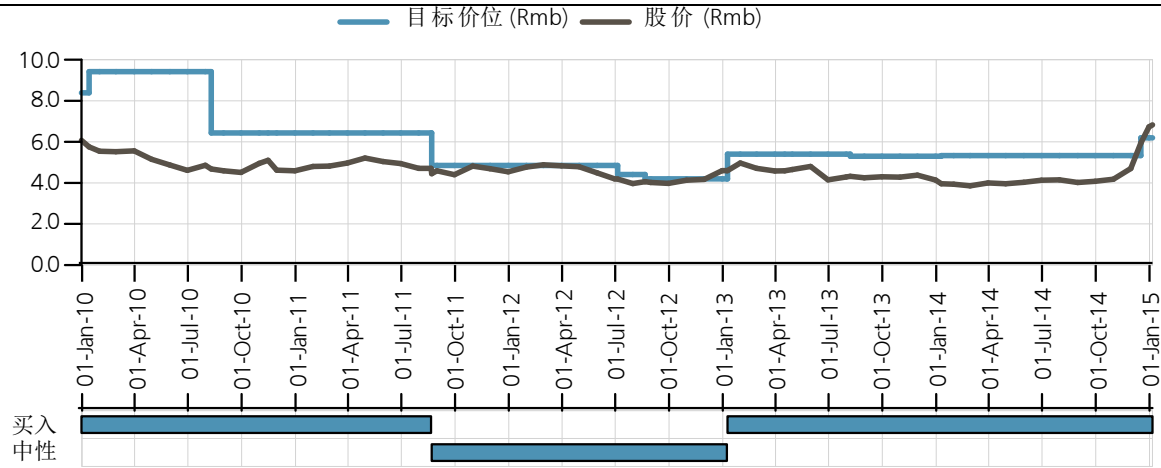
资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

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。
- 16. UBS Securities (Hong Kong) Limited 是这家公司在香港上市股票的做市商。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

建设银行 A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 1 月 6 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）和金融市场监管局（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 受瑞士金融市场监管局（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 2015 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。

