

沪港通股票

中国太保

财险改善仍需时日，但估值相对同业有吸引力

投资收益是 2014 年业绩增长的关键驱动因素

2014 年中国股市、债市表现强劲，沪深 300 指数+52%，标普中国政府债指数和标普中国公司债指数分别增长 6% 和 7%。我们认为投资收益率的改善和资产负债表扩张是 2014 年中国保险公司业绩增长的关键驱动因素，并预期 2015 年有可能持续。

寿险新业务价值增长依然强劲，财险改革仍需时日

中国太保寿险 2014 年前 11 月总保费收入 943 亿元、同比+4%，其中个险和团险保费收入增长强劲，但银保保费收入下降抵消部分增长。我们认为 2014/15 年中国太保产品结构改善将继续驱动公司持续稳定新业务价值增长。财险方面，2014 年前 11 月总保费收入 844 亿元、同比+14%，但由于产品结构差异，公司综合成本率高于同业（2014 年上半年为 99.5%，平安财险 94.4%，人保财险 94.4%）。我们预计财险改革仍需时日，短期内较难改善。

我们上调公司 2014-16 年净利润，调整幅度分别为 6%/6%/1%

我们上调公司 2014-16E 净利润，幅度分别为 6%/6%/1%，主要由于：1) 上调 2014-16E 投资收益率假设 10bps 以反映 14 年 4 季度好于预期的投资表现；2) 上调了投资资产增速假设 10bps 以反映股市债市的强劲表现及投资不动产的价值重估。尽管寿险保持稳定增长，但考虑到公司 20% 的税前净利润来自于财险业务，我们认为其 2014/15 年财险综合成本率的进一步恶化仍需关注。

估值：上调目标价至 40.36 元，维持“买入”评级

我们根据 SOTP 模型（贴现率由 14.5% 降至 12.5%）得出公司每股评估价值 36.69 元（此前 29.73 元），假设公司每股评估价值对 A 股有 10% 折价（之前溢价 0%），从而得到新目标价 40.36 元（此前 29.73 元）。该目标价对应 2015 年 1.87x P/E 或 17.64x 隐含新业务倍数，维持“买入”。

Equities

中国
保险（全牌照）

12 个月评级 **买入**
保持不变

12 个月目标价 **Rmb40.36**
之前：**Rmb29.73**

股价 **Rmb30.99**

路透代码：601601.SS 彭博代码 601601 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb33.28-15.08
市值	Rmb281 十亿/US\$45.2 十亿
已发行股本	9,062 百万 (ORDA)
流通股比例	45%
日均成交量(千股)	74,303
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb1,930.0
普通股股东权益(12/14E)	Rmb107 十亿
市净率(12/14E)	2.7x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	1.16	1.22	5.88	1.26
12/15E	1.43	1.51	5.51	1.56
12/16E	1.61	1.63	0.94	1.91

潘洪文
分析师

S1460513090002
hongwen.pan@ubssecurities.com
+86-213-866 8845

Highlights (Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(本地会计准则，稀释后)	0.97	0.59	1.02	1.22	1.51	1.63	1.73	1.81
EPS (UBS, diluted)	0.97	0.59	1.02	1.22	1.51	1.63	1.73	1.81
Emb value EPS (UBS)	1.48	1.61	1.71	2.25	2.34	2.49	2.51	2.56
Emb value per share (UBS)	13.21	14.93	15.93	18.68	21.62	24.82	26.06	27.36
每股股息 (Rmb)	0.35	0.35	0.40	0.43	0.53	0.57	0.61	0.63
TNAV per share (UBS)	8.76	10.43	10.71	11.56	12.65	13.78	14.97	16.19
盈利能力与估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (local GAAP, diluted) x	22.0	34.6	18.1	25.3	20.6	19.0	17.9	17.2
P/Emb value EPS (UBS) x	14.3	12.7	10.8	13.7	13.2	12.5	12.4	12.1
P/EV per share (UBS) x	1.6	1.4	1.2	1.7	1.4	1.2	1.2	1.1
RoEV (UBS) %	17.8	17.5	17.0	19.2	17.1	15.7	14.4	14.0
Return on TNAV (UBS) %	11.0	5.4	9.5	10.6	11.9	11.8	11.6	11.1
净股息收益率(%)	1.6	1.7	2.2	1.4	1.7	1.8	2.0	2.0

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 09 日 18 时 26 分的股价(Rmb30.99)得出；

投资主题

中国太保

投资理由

我们认为，公司资本实力处于行业领先地位，更易抵抗资本市场下跌、更能支持业务转型。展望未来，我们继续看好公司寿险新业务价值良好增长、资管业务高于同业净投资收益率和稳健投资策略，但财险综合成本率恶化值得关注。公司战略定位清晰、坚持可持续价值增长，考虑到公司资本实力最为领先、新业务价值速持续多年超越主要同业、估值水平具备明显优势，我们给予“买入”评级。

乐观情景

我们假定中国太保加速产品结构调整，并且我们对公司新业务价值增速更为有信心，我们假定 2015-17E 新业务价值增速为 9%/8%/7%，在此情形下，我们估算每股估值可能达到 44.28 元。

悲观情景

悲观情境下，我们假定监管政策不确定性放大，中国太保分销渠道改革放缓，我们假设新业务价值增速为 5%/4%/4%，并假设由于主要城市激烈的价格战，2015/16E 综合成本率继续恶化至 101.0%，则我们估算每股估值可能为 21.13 元。

近期催化剂

随着产品结构逐步改善，下半年新业务价值增速有望继续高增长；资本市场好转，公司下半年投资收益率有望大幅超出精算假设的投资收益率，对公司是正面催化剂；下半年任何可能的巨灾赔付对公司将是负面催化剂。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb40.36

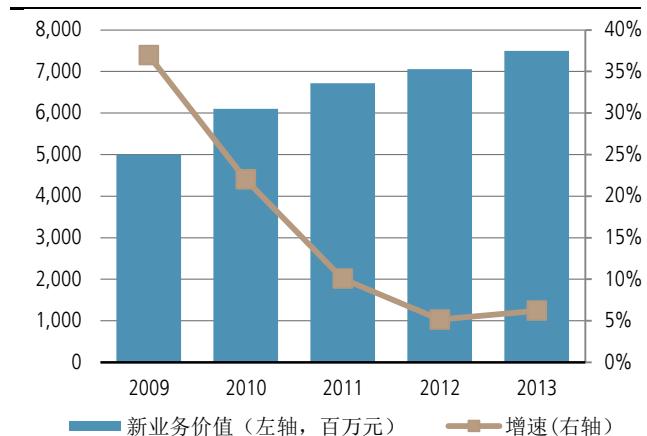
公司简介

中国太平洋保险（集团）股份有限公司是在 1991 年 5 月 13 日成立的中国太平洋保险公司的基础上组建而成的保险集团公司。它是中国第一家全国性股份制综合商业保险公司。作为一家国内领先的综合保险公司，太平洋保险旗下拥有寿险、财险及资产管理业务。以签单保费总额计，太平洋保险的寿险和财险业务 2004 年以来一直位居行业前三名。

行业展望

中国寿险业正经历长期产品结构和渠道变革。我们预计银保渠道销售新规中长期内将驱动银保渠道价值大幅提升。我们认为产品差异化增加、渠道变革、政策逐步放开将驱动寿险中期的恢复，看好太保寿险新业务价值增速将持续保持行业领先；财险行业竞争加剧，我们预计财险业综合成本率继续缓慢上升，太保财险的业务策略将更加偏向承保盈利，转型仍需时日。

新业务价值及增速对比



来源: 公司数据

中国太保财险综合成本率对比

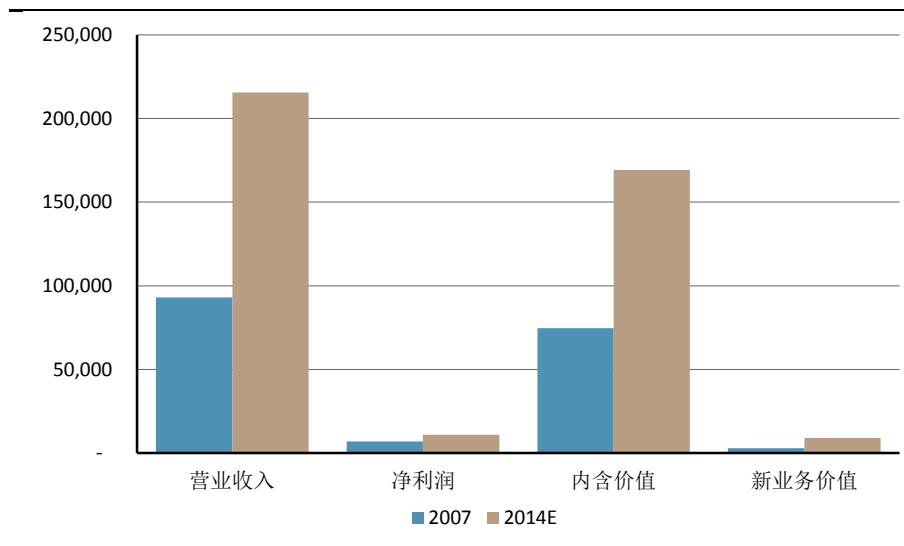
	2009	2010	2011	2012	2013
费用率	36.5%	36.3%	34.5%	34.6%	33.50%
赔付率	61.0%	57.4%	58.6%	61.2%	66.00%
综合成本率	97.5%	93.7%	93.1%	95.8%	99.50%

来源: 公司数据

历史成长性较好，尤其新业务价值增长强劲

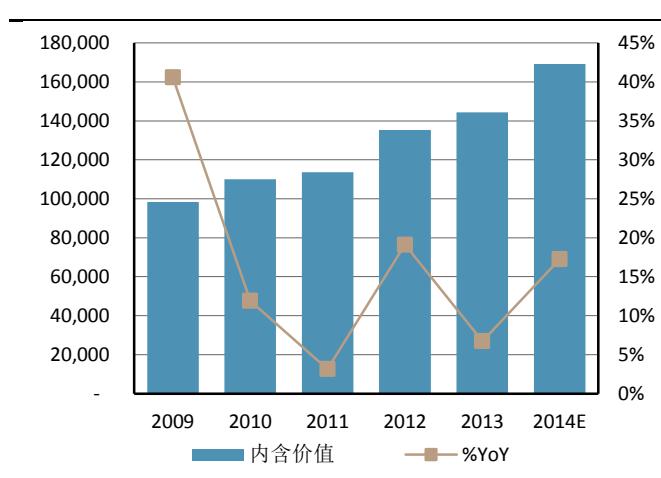
从公司 2014 年和 2007 年主要财务和精算指标来看，公司历史成长性良好。我们预计中国太保 2014 年将实现营业收入 2155.32 亿元，较 2007 年大增 132%，净利润 110.82 亿元，较 2007 年增长 61%。我们预计公司 2014E 新业务价值 89.99 亿元，较 2007 年增长 198%，公司增长态势良好。2009 年以来公司内含价值持续提升，我们预计 2014 年内含价值将达到 1692.64 亿元，较 2007 年增长 126%。

图表 1: 2014 与 2007 年营业收入、净利润、内含价值和新业务价值对比（百万元）



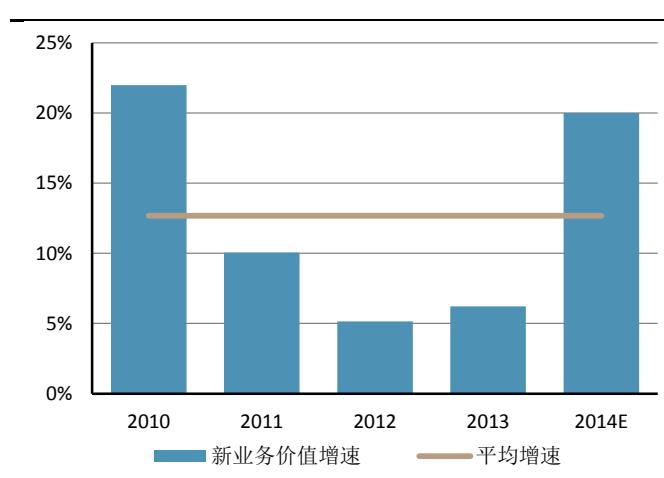
来源: 公司公告、瑞银证券估算

图表 2: 2009-2014E 内含价值及增速



来源: 公司公告

图表 3: 2010-2014E 新业务价值增速: 过去 4 年增速快于主要同业



来源: 公司公告

寿险新业务价值增长依然强劲，财险改革仍需时日

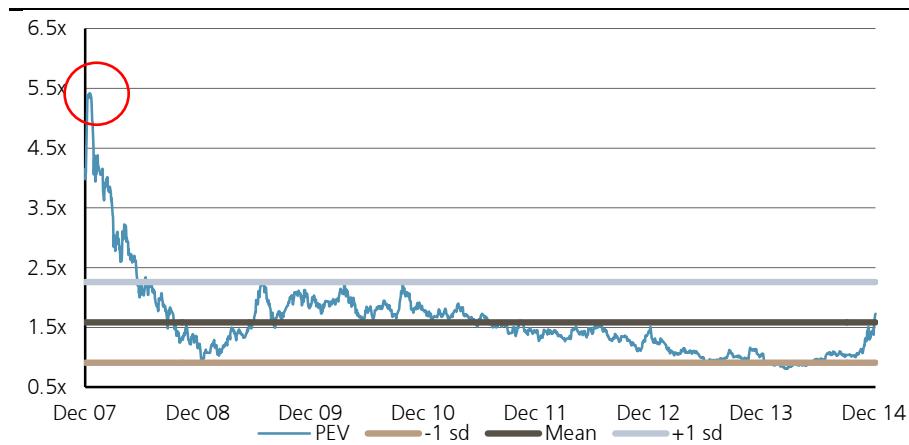
中国太保寿险 2014 年前 11 月总保费收入 943 亿元、同比+4%，其中个险和团险保费收入增长强劲，但银保保费收入下降抵消部分增长。我们认为 2014/15 年中国太保产品结构改善将继续驱动公司持续稳定新业务价值增长。财险方面，2014 年前 11 月总保费收入 844 亿元、同比+14%，但由于产品结构差异，公司综合成本率高于同业（2014 年上半年为 99.5%，平安财险为 94.4%，人保财险为 94.4%）。我们认为财险改革仍需时日，预期短期内较难改善。

目前估值仍处于低位，相对主要同业有吸引力

受益于近期股市回暖以及央行降息（纯寿险的中国人寿预计更为受益），近期中国人寿股价涨幅较大，P/EV 和 NBM 估值水平在主要同业中处于较低水平，低于中国平安和中国人寿估值水平。

从历史估值水平来看，目前公司估值仍处于低位，还未回到 2009 年估值水平，远低于 2007 年估值水平。公司当前股价对应 2015E 1.43x P/EV 及 8.75x 隐含新业务价值倍数，从历史估值水平来看仍处于低位，相对主要同业有吸引力，我们认为估值重估空间较大。

图表 4: 中国太保 A 股 12 个月动态股价的内含价值倍数 (P/EV)



来源: 瑞银证券估算

图表 5: 中国太保历史隐含新业务倍数 (NBM)



来源: Wind、公司公告、瑞银证券估算

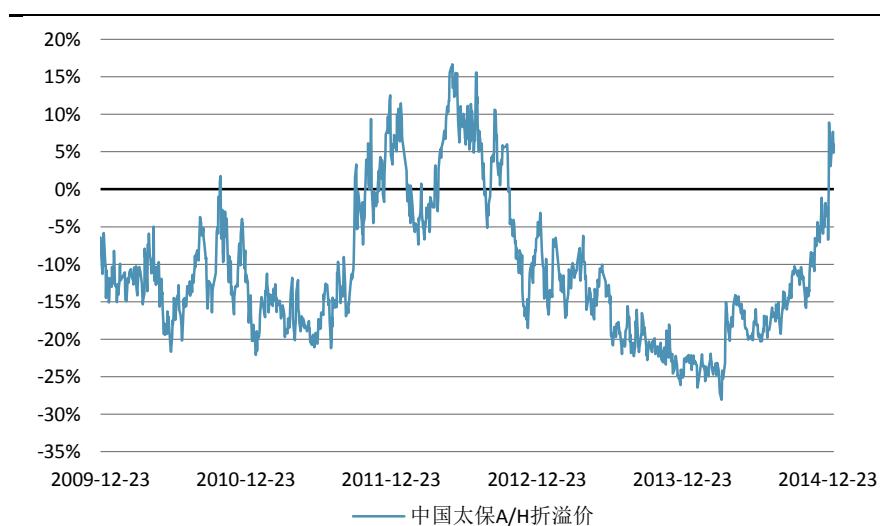
近期公司 A/H 溢价 3-10%，但我们认为溢价率仍有可能继续扩大

2014 年 11 月以来，中国太保 A 股股价涨幅较大，A/H 由折价转为溢价，并且 A/H 溢价持续扩大，近期中国太保 A 股相对 H 股溢价 3-10%。

参照历史经验，在 A 股股市表现较好下，A/H 溢价率有望进一步扩大。这主要由于在股市非常乐观时候，A 股投资者对股市看法更为乐观，对估值水平容忍度更高，而 H 股投资者对于过高估值会较为谨慎、对估值容忍度相对低。

考虑到近期中国太保 A/H 溢价率 3-10%，且未来仍可能继续扩大，因此我们在估值时将公司每股评估价值对 A 股的折价由 0% 提升升至 10%，我们认为该折价率是较为合理的水平。

图表 6: 中国太保 A-H 折溢价



来源: 瑞银证券估算

投资收益是 2014 年业绩增长的关键驱动因素

2014 年中国股市、债市表现强劲，沪深 300 指数+52%，标普中国政府债指数和标普中国公司债指数分别增长 6% 和 7%。我们认为投资收益率的改善和资产负债表扩张是 2014 年中国保险公司业绩增长的关键驱动因素，并预期 2015 年有可能持续。

此外，中国太保持有一定比例的金融股和银行转债，我们预计 2014 年下半年浮盈将显著提升。

截至 2014 年 6 月 30 日，中国太保交易性金融资产中的银行股、银行保险转债账面值 28.73 亿，假设持股数不变，我们测算截至 2014 年末的账面值为 45.93 亿，公允价值上升 17.2 亿；中国太保可供出售金融资产中的银行股账面值 44.13 亿，假设持股数不变，我们测算截至 2014 年末的账面值为 74.05 亿，浮盈将上升约 30 亿。

盈利预测调整及估值

我们将公司 2014-16 年 EPS 预测由 1.16/1.43/1.61 元上调至 1.22/1.51/1.63 元，上调幅度分别为 6%/6%/1%，与 WIND 市场一致预期分别相差-3%、2% 和-12%。主要考虑到：1) 我们上调 2014-16E 投资收益率假设 10bps，以反映 2014 年 4 季度好于预期的投资表现；2) 我们上调了投资资产增速假设 10bps，以反映股市债市的强劲表现以及投资不动产的价值重估。尽管公司寿险保持稳定增长，但考虑到公司 20% 的税前净利润来自于财险业务，我们认为公司 2014/15 年财险综合成本率的进一步恶化仍需关注。

图表 7: 瑞银预测与市场一致预期（百万元）

年	项目	一致预期	瑞银预测	差异
2014E	营业收入	213,835	215,532	1%
	净利润	11,475	11,082	-3%
	EPS (元)	1.27	1.22	-3%
2015E	营业收入	231,316	243,644	5%
	净利润	13,399	13,639	2%
	EPS (元)	1.48	1.51	2%
2016E	营业收入	259,896	274,143	5%
	净利润	16,734	14,766	-12%
	EPS (元)	1.85	1.63	-12%

来源: WIND，瑞银证券估算，注: 市场一致预期截至 2014 年 1 月 7 日

图表 8: 盈利预测调整概要

	2014E	2015E	2016E
总保费收入(Rmb mn)			
调整后	198,013	224,215	252,911
调整前	198,013	224,215	252,911
% change	0%	0%	0%
投资收益(Rmb mn)	2014E	2015E	2016E
调整后	34,961	39,175	43,482
调整前	34,178	38,269	43,306
% change	2%	2%	0%
净利润(Rmb mn)	2014E	2015E	2016E
调整后	11,082	13,639	14,766
调整前	10,467	12,926	14,629
% change	6%	6%	1%
集团内含价值(Rmb mn)	2014E	2015E	2016E
调整后	169,264	195,907	224,899
调整前	168,710	194,720	222,280
% change	0%	1%	1%
寿险新业务价值(Rmb mn)	2014E	2015E	2016E
调整后	8,999	9,629	10,206
调整前	8,999	9,629	10,206
% change	0%	0%	0%
寿险总保费收入(Rmb mn)	2014E	2015E	2016E
调整后	105,687	120,056	135,360
调整前	105,687	120,056	135,360
% change	0%	0%	0%
财险总保费收入(Rmb mn)	2014E	2015E	2016E
调整后	92,327	104,159	117,551
调整前	92,327	104,159	117,551
% change	0%	0%	0%
综合成本率	2014E	2015E	2016E
调整后	101.1%	100.2%	100.2%
调整前	101.1%	100.2%	100.2%
% change	0.0%	0.0%	0.0%

来源: 瑞银证券估算

估值: 上调目标价至 40.36 元, 维持“买入”评级

根据 SOTP 模型 (贴现率由 14.5% 下调至 12.5%) 得出公司每股评估价值 36.69 元 (此前 29.73 元), 假设公司每股评估价值对 A 股有 10% 折价 (之前溢价 0%), 从而得到新目标价 40.36 元 (此前 29.73 元)。该目标价对应 2015 年 1.87x P/EV 或 17.64x 隐含新业务倍数, 维持“买入”。

考虑到近期中国太保 A/H 溢价率 3-10%, 且未来仍可能继续扩大, 因此我们在估值时将公司每股评估价值对 A 股的折价由 0% 升至 10%, 我们认为该折价率是较为合理的水平。

我们将 DCF 模型的贴现率由 14.5% 下调至 12.5%，主要是考虑到：（1）2014 年 10 年期国债收益率出现大幅下降（最新为 3.6%），无风险贴现率；（2）考虑到近期央行降息后资金成本下降，且未来仍有降息的可能。因此，我们将贴现率下调至 12.5%，其中风险溢价约 8.9% 应是足够保守的。

在上述假设变化下，我们根据 DCF 模型得到目标价 40.36 元，该目标价对应 2015 年 1.87x P/EV 或 17.64x 隐含新业务倍数。考虑到公司过去几年新业务价值增长强劲、增速超出主要同业，我们继续认为公司未来几年新业务价值仍能保持强劲增长，我们认为 17.64x 新业务倍数是足够保守的。

图表 9: 目标价推导

基于内含价值营运利润的 DCF 估值（百万元）	2015E	2016E	2017E
内含价值营运利润	21,230	22,527	22,703
风险贴现率	12.5%		
永续增长率	4.0%		
内含价值营运利润未来 3 年现值*	21,230	20,024	17,938
终值的贴现值@12.5%		211,038	
寿险业务估值@12.5% (1)		270,230	
非寿险业务估值(2)		62,263	
集团估值 (3) = (1) + (2)		332,493	
加权股本数		9,062	
每股评估价值（人民币元）		36.69	
每股评估价值相对 A 股目标价的预期溢价 (%)		10%	
A 股目标价（人民币元）	40.36		

来源: 瑞银证券估算

图表 10: 中国太保内含价值变动分析

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
调整后净资产（寿险）	31,381	35,371	33,791	39,981	46,414	53,239
有效业务价值	40,900	49,895	63,507	72,506	82,135	92,341
期初内含价值	72,992	85,268	97,298	115,122	133,644	153,297
新业务价值	7,060	7,499	8,999	9,629	10,206	10,819
内含价值预期回报	7,717	9,079	11,431	11,601	12,320	11,884
营运经验的差异	-244	499				
经营假设的差异	-649	-1,586				
内含价值营运利润	13,884	15,491	20,430	21,230	22,527	22,703
投资回报的差异	437	-3,099				
经济假设变化效应		2,362				
其他非经营差异	-1,295	-807				
总内含价值利润	13,026	13,947	20,430	21,230	22,527	22,703
资本/股息变化	-836	-1,976	-2,606	-2,708	-2,873	-2,896
汇率变化效应及其他	86	59				
内含价值(寿险)	85,268	97,298	115,122	133,644	153,297	173,104

来源: 瑞银证券估算

预测回报率

预测股价涨幅	+30.2%
预测股息收益率	1.4%
预测股票回报率	+31.6%
市场回报率假设	8.7%
预测超额回报率	+22.9%

风险声明

投资中国保险公司（中国太保）可能面临着以下风险：（1）经济与政策风险，监管当局改变对资本金或者偿付能力额度的要求；（2）长时间的经济增速放缓，可能减少对保险的需求；（3）巨灾风险；（4）偿付能力不足的风险；（5）投资风险和资产负债匹配错配的风险；（6）渠道及产品风险；（7）保险准备金提取不足的风险等。

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述及内容的限制。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：潘 洪文.

涉及报告中提及的公司的披露

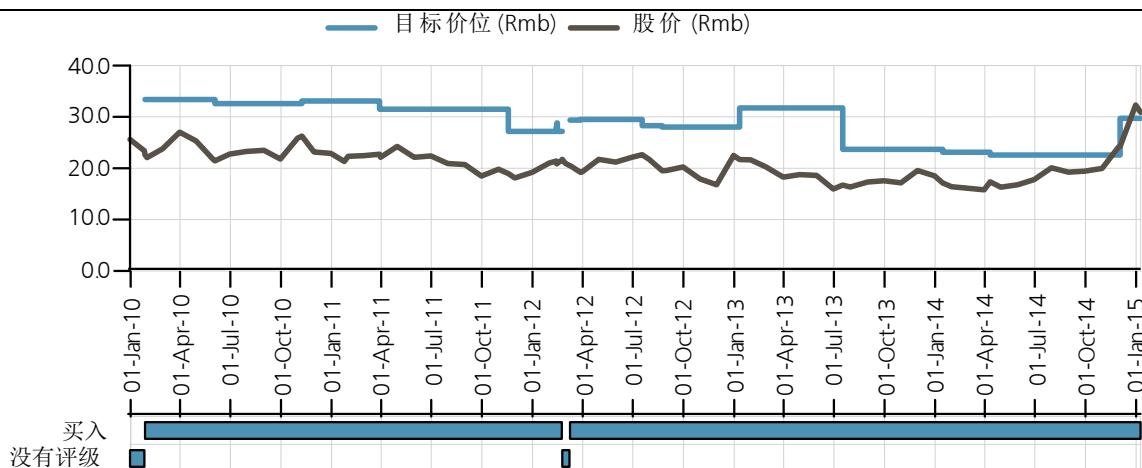
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
中国太保	601601.SS	买入	不适用	Rmb30.92	2015 年 01 月 09 日

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。

中国太保 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 1 月 9 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）收回已投资的金额。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 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’，任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：**本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia (瑞银集团子公司的) 批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（‘非美国关联机构’）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：**除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A. 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd [mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联繫。此文件之接收方声明并保證其为依据證券及期货法(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 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。

