

美的集团

发展战略清晰，市占率稳步提升

公司预计 2015 年实现营业收入稳步增长

根据业绩预告，公司 2014 年预计实现归母净利润 100-110 亿元，按可比口径增长 37%~51%。公司预计 15 年实现营收将平稳增长，争取增速达到 15%，其中大家电增长稳定，中央空调增长较快，小家电增速有望恢复。

产品结构改善提升市占率和盈利能力

公司表示 2015 年毛利率争取保持平稳，我们预计公司将继续受益于产品结构改善和原材料价格下跌。分品类来看，白电消费升级和产品力升级有望带来均价提升，小家电业务在经过客户及代理商结构的调整和库存的清理后或将逐步恢复。自 2012 年保盈利的战略转型后，美的集团改善各产品线产品结构，空冰洗业务市占率稳步回升。截止 2014 年 11 月，美的集团空调、冰箱和洗衣机累计市占率分别为 24.8%、9.0% 和 18.1%。

将加强和小米及京东合作，推进智能化和线上销售

公司于上个月向小米非公开发行募集 13 亿元，双方有望在智能家居、移动互联网电商等领域进行全面合作。同时公司将加强物流和信息化系统建设，今年年中所有平台线上销售将交由自己的安得物流配送，并将加强和京东的合作。美的高货币资金、低资本开支以及高资本公积为高分红提供了有力的支撑，我们预计 2014 年现金分红+股票回购仍将超过净利润的 50%。

估值：上调目标价至 35.0 元，重申“买入”评级

我们上调公司 2014-16 年 EPS 预测至 2.57/3.10/3.68 元（原为 2.55/3.08/3.65 元）。基于瑞银 VCAM 现金流贴现模型（由于市场无风险利率下降，WACC 假设从 8.9% 下调为 7.8%），上调目标价至 35.0 元（原为 32.0 元），并重申“买入”的投资评级。

Equities

中国

消费电子业

12 个月评级 **买入**
保持**不变**

12 个月目标价 **Rmb35.00**
之前: **Rmb32.00**

股价 **Rmb29.47**

路透代码: 000333.SZ 彭博代码 000333 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb33.20-15.26

市值 Rmb124 十亿/US\$20.0 十亿

已发行股本 4,216 百万 (ORDA)

流通股比例 100%

日均成交量(千股) 39,727

日均成交额(Rmb 百万) Rmb1,026.6

普通股股东权益 (12/14E) Rmb40.3 十亿

市净率 (12/14E) 3.1x

净债务 / EBITDA NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/14E	2.55	2.57	0.84
12/15E	3.08	3.10	0.85
12/16E	3.65	3.68	0.85

廖欣宇

分析师

S1460512120001

xinyu.liao@ubssecurities.com

+86-213-866 8907

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	134,116	102,651	121,265	142,484	162,992	186,545	209,877	233,921
息税前利润(UBS)	8,108	7,309	8,466	14,175	17,382	20,117	22,964	25,810
净利润 (UBS)	3,449	3,259	5,317	10,827	13,090	15,505	18,194	20,430
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.41	1.30	1.73	2.57	3.10	3.68	4.32	4.85
每股股息 (Rmb)	1.52	2.03	2.00	1.28	1.55	1.84	2.16	2.42
现金 / (净债务)	(719)	5,035	6,545	8,605	12,719	18,205	25,668	34,493
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(%)	6.0	7.1	7.0	9.9	10.7	10.8	10.9	11.0
ROIC (EBIT) (%)	32.1	26.4	29.8	41.8	43.7	44.7	45.8	46.8
EV/EBITDA(core)x	7.2	5.8	3.2	8.5	6.9	5.9	5.3	4.0
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	16.1	3.4	5.1	11.5	9.5	8.0	6.8	6.1
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(4.9)	14.0	24.6	4.5	7.9	9.4	11.4	13.4
净股息收益率(%)	23.2	45.5	22.6	4.4	5.3	6.2	7.3	8.2

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 19 日 15 时 26 分的股价(Rmb29.47)得出；

投资主题

美的集团

投资理由

美的集团是国内综合家电产业集团之一，空调内外销合计份额约占 25%，洗衣机约 16%，冰箱约占 9%，均位居国内第二位，小家电多个品类均位居国内第一。公司自 2011 年启动保盈利的战略转型，目前已经初见成效，市场份额企稳回升，盈利能力不断上升，我们预计公司多品类的协同效应将逐步体现。

我们预计美的集团 2014/2015/2016 年的 EPS 分别为 2.57/3.10/3.68 元，高于市场一致预期(2.52/3.07/3.64 元)，目标价 35.0 元，给予“买入”的投资评级。

乐观情景

美的战略转型成效显著，各类产品技术和质量提升。空冰洗新品推出后份额继续上升，油烟机、燃气灶等厨卫大家电高速增长，厨卫小家电精简产品线后盈利能力上升，集团业绩超预期。

乐观情景下假设白电销量 2015 年增长达到 30%，且盈利能力继续提升，我们估算公司 2015 年的 EPS 可望达到 3.30 元，每股估值为 37 元。

悲观情景

若房地产调控对家电需求的负面影响延续，而去年夏天凉爽导致库存持续偏高，公司 2015 年收入增速降至 10%。悲观情景下我们估算公司 2015 年 EPS 为 2.90 元，每股估值为 29 元。

近期催化剂

冰洗空行业数据公布，公司销量增速超过行业，市占率继续提升。

未来几个月各类产品的智能新品推出，功能或设计上相对之前显著改善。

领跑者计划细则推出，利好家电龙头。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb35.00

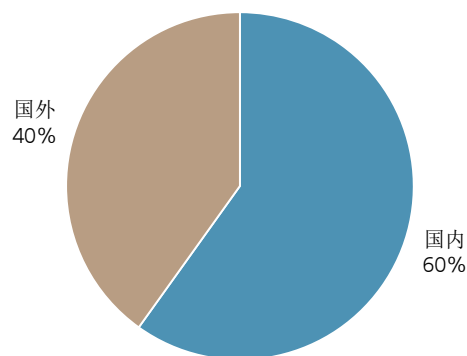
公司简介

美的集团集空调、冰箱、洗衣机和小家电等家电产品的研发、制造、销售于一体，是国内白色家电行业规模最大的大型产业集团之一。公司在全国各地设有营销网络，并在美国、德国、加拿大等二十多个国家设有分支机构。

行业展望

2013 年城镇化率约 53.7%，城镇化继续推进有望拉动大家电产品普及，同时受益于人民生活水平的提高和消费理念的提升，小家电的更新和普及加速。另外在智能家电和节能环保的趋势引领下，产品的技术升级速度不断加快，从而带动家电产业消费升级。

收入按区域分布，2013 (%)



来源：公司数据

各类产品的毛利

单位：亿元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
空调及零部件	125	152	213	245	282
冰箱及零部件	10	15	25	28	30
洗衣机及零部件	15	21	27	31	36
小家电	61	67	81	93	109
电机	9	7	8	8	8
物流	2	2	2	2	2
其他	10	17	16	18	21
合计	232	282	371	426	489

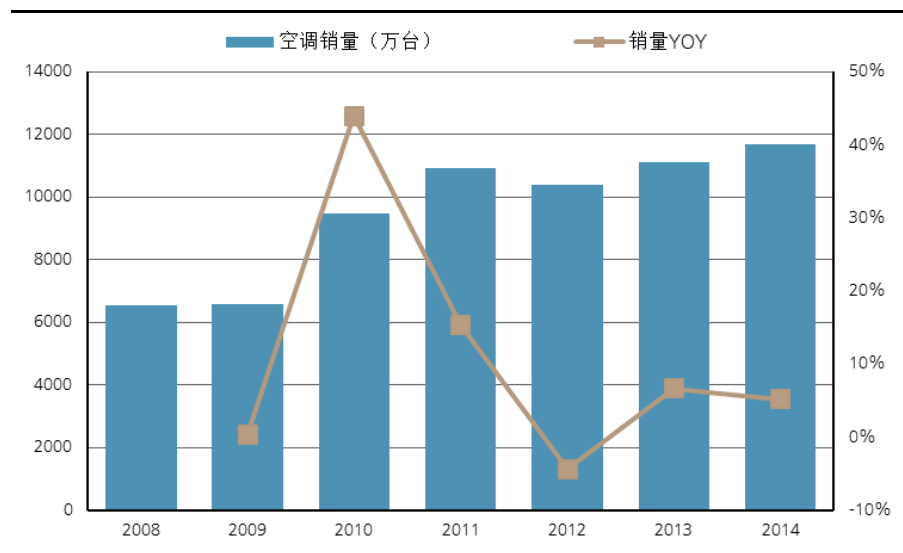
来源：公司数据，瑞银证券估算

2014 年白电行业销量平稳，2015 年趋势向好

2014 年全年，中国空调行业销量 11691 万台，同比增长 5.2%；其中内销同比增长 12.5%，出口同比减少 4.1%。

2014 年前 11 月，冰箱行业销量 7110 万台，同比减少 0.5%，其中内销同比减少 4.4%，出口同比增加 9.8%。洗衣机行业销量 5138 万台，同比增长 0.7%，其中内销同比减少 0.2%，出口同比增长 2.5%。

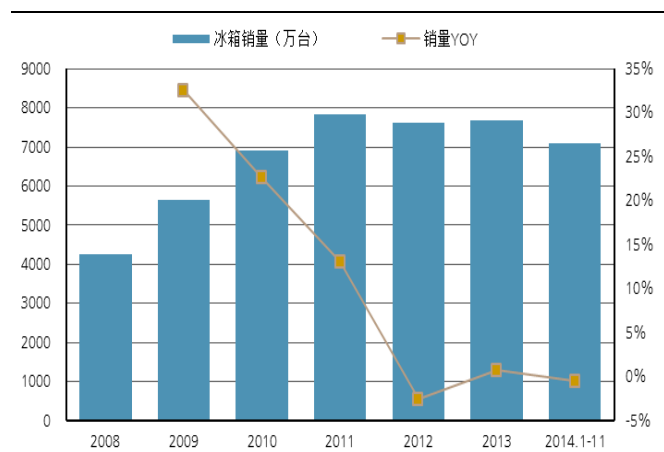
图表 1: 空调行业年度销量及同比增速



来源: 产业在线

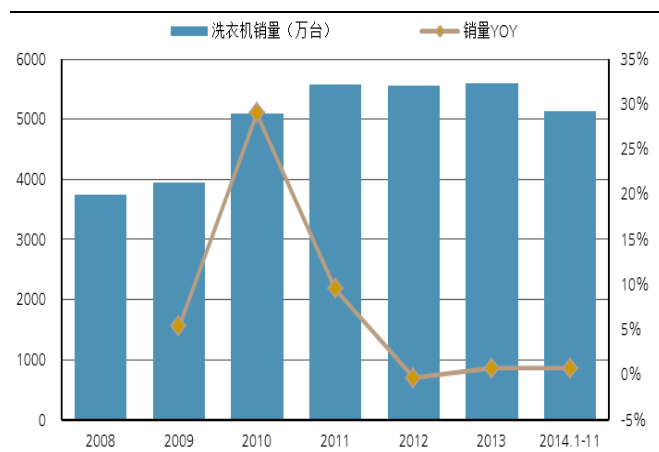
展望 2015 年，我们认为白电行业销量增速 2015 年上半年受地产滞后影响仍将较低，但下半年增速有望回升，趋势向好。驱动因素来自城市化进程继续和农村居民家电普及，同时地产下半年开始带来正面影响。我们预计 2015 年空调、冰箱和洗衣机销量增速分别是+4.3%、+0.3%和+1.9%。

图表 2: 冰箱行业年度销量及同比增速



来源: 产业在线

图表 3: 洗衣机行业年度销量及同比增速



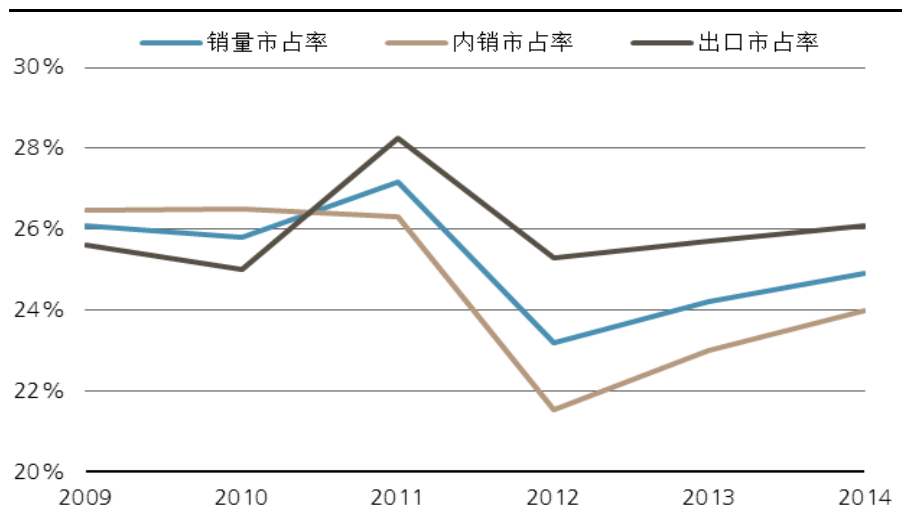
来源: 产业在线

公司战略转型效果显现，市占率稳步回升

2014 年全年，美的空调总销量累计市场占有率是 24.9%（同比+0.7 个百分点），内销量累计市场占有率是 24.0%（同比+1.0 个百分点），出口量累计市场占有率是 26.1%（同比+0.4 个百分点）。

虽然格力自 2014 年 9 月底主动下调终端售价导致整个空调行业的竞争加剧，然而美的 11 月底积极跟进的价格策略，使公司空调市占率不降反升，我们预计未来公司仍将采取跟随定价的策略，保持与格力一定的价差。

图表 4: 美的集团空调年度竞争格局变化

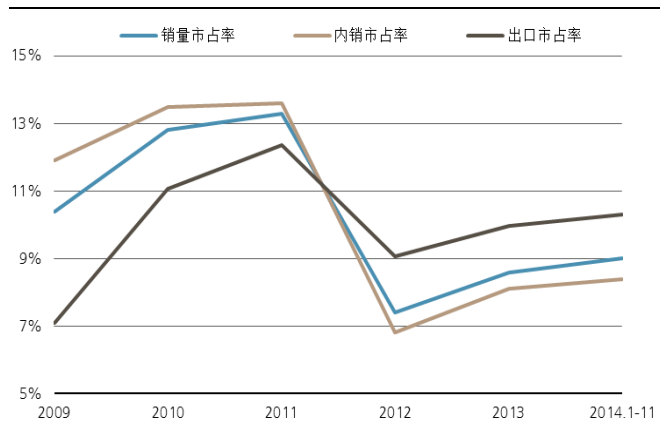


来源: 产业在线

从 2014 年初至 11 月，美的冰箱总销量累计市场占有率是 9.0%（同比+0.6 个百分点），内销量累计市场占有率是 8.4%（同比+0.6 个百分点），出口量累计市场占有率是 10.3%（同比+0.2 个百分点）。

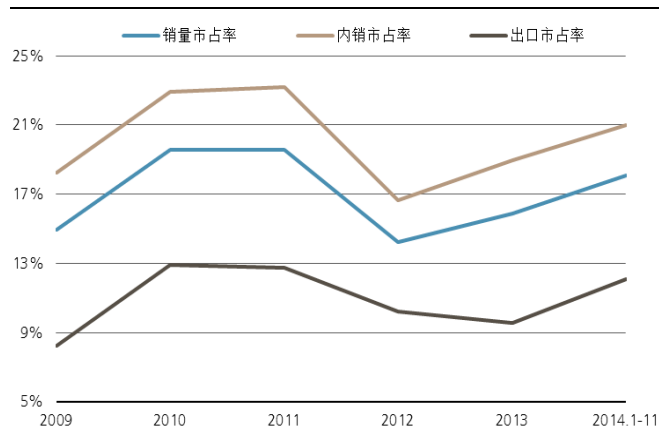
从 2014 年初至 11 月，美的洗衣机总销量累计市场占有率是 18.1%（同比+2.2 个百分点），内销量累计市场占有率是 21.0%（同比+2.0 个百分点），出口量累计市场占有率是 12.1%（同比+2.4 个百分点）。

图表 5: 美的集团冰箱年度竞争格局变化



来源: 产业在线

图表 6: 美的集团洗衣机年度竞争格局变化



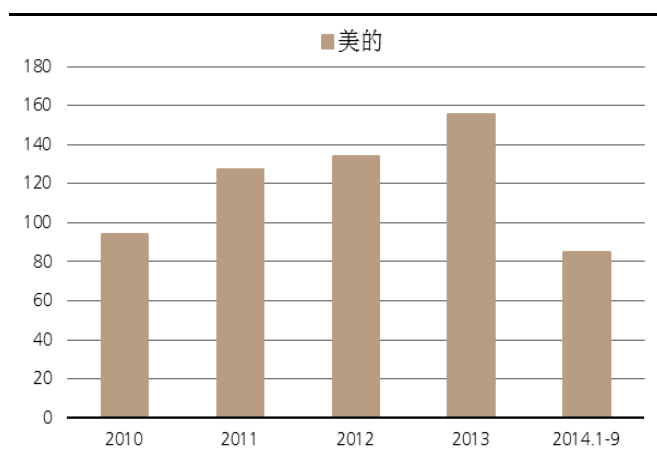
来源: 产业在线

自美的 2011 年底战略转型以来，公司空调、冰箱和洗衣机的产品质量和技术有较大提升，充分展示了公司强大的战略调整能力。随着白电需求升级延续，而美的坚持推出有竞争力的新品，我们预计公司市占率提升仍将延续。

高分红和股票回购有望增加吸引力

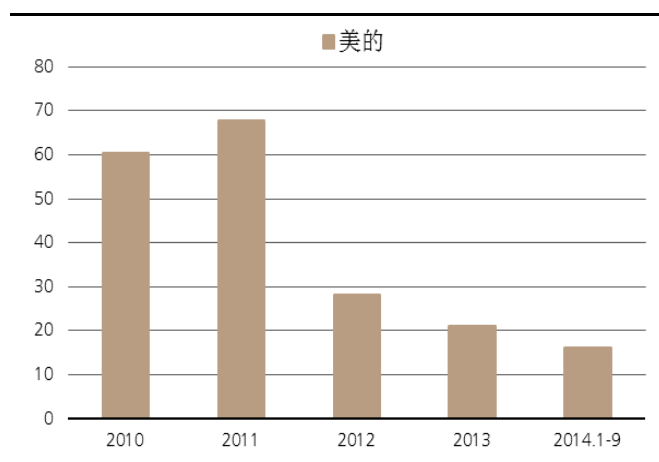
美的 2014Q3 货币资金规模 85 亿元，仍维持在较高水平，显示出其对产业链较强的掌控能力和抗风险能力，而这也为美的分红规模的逐年提升提供了有力的支撑。2012 年后美的产能建设基本完成，资本开支逐年下降，未来应会维持在较低水平，我们预计美的分红比例仍有望继续提升。

图表 7: 2010-2014Q3 美的集团货币资金规模（亿元）



来源: 公司数据

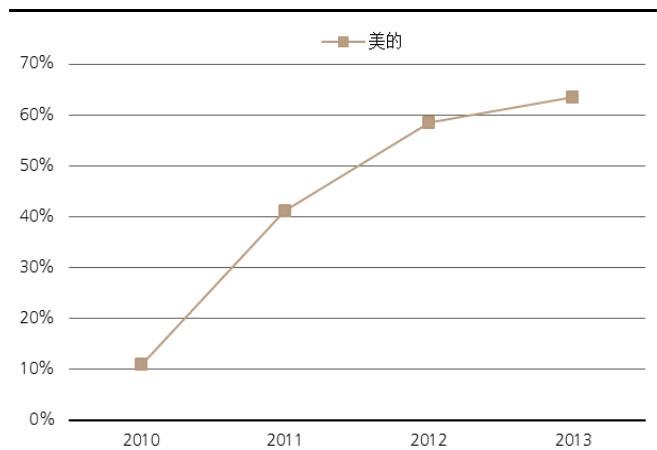
图表 8: 2010-2014Q3 美的集团资本开支规模（亿元）



来源: 公司数据

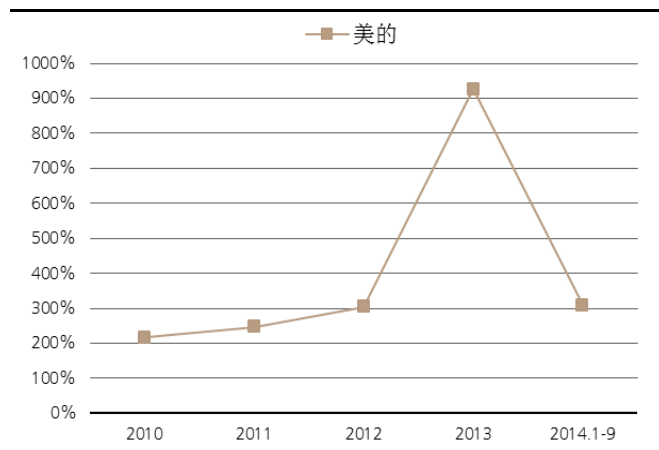
从历史分红规模来看，2013 年美的集团的分红比例高达 63.5%，按照公司目前股价相对 2015 年 10x 的 PE 估值，如果平均分红比例达到 50%，则分红收益率可望达到 5%。此外，相较于股本，美的资本公积规模较大，在 2013 年高分配方案后（10 转 15 股），目前资本公积仍是股本的 3 倍，高送配可能性大。我们预计 2014 年现金分红+股票回购超过净利润的 50%。

图表 9: 2010-2013 年美的集团年度分红比例（%）



来源: 公司数据

图表 10: 2010-2014Q3 美的集团资本公积金/股本（%）



来源: 公司数据

将加强和小米及京东合作，推进智能家电和线上销售

公司于 12 月 14 日晚间公告，与小米科技签署战略合作协议，公司将以 23.01 元/股的价格向小米科技定向发行 5,500 万股，募集资金总额不超过 12.7 亿元，自股票发行结束之日起 36 个月内不得转让。发行完成后，小米科技将持有美的集团 1.288% 的股份，并可提名一名核心高管为美的董事。

根据战略合作协议，双方将建立高层的密切沟通机制，对接双方在智能家居、电商和战略投资等领域的合作团队，推动双方智能家居产业链的全面协同发展、移动互联网电商业务的全面合作、智能家居及其生态链及移动互联网创新共同投资，建立强强联合、优势互补的全生态链的战略合作。

我们认为，此次战略合作有望推进美的于 2014 年 3 月发布的 M-Smart 智慧家居的未来发展目标，通过公司作为领先的家电企业与小米作为领先的互联网企业之间的协同效应，进一步完善公司的产业链布局，拓宽未来发展的空间；另一方面，可以改善公司的资本结构，减少利息支出，增强公司的资本实力。

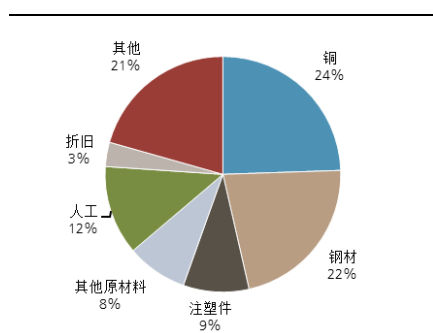
2014 年公司线上销售接近 100 亿元，过去两年获得较快增长。同时美的和京东签署了今年 100 亿元销售计划，且不排除和其他电商平台合作，我们预计公司未来线上销售将继续保持较快增长。

之前美的对线上数据没有掌控，所以从去年开始公司成立了电商公司，围绕物流、售后等搭建平台。目前安得物流现在有一半左右业务来自美的，今年整合了美的各个业务资源后，我们预计今年年中开始美的所有线上平台销售均将由安得配送，有助加强其线上销售能力。

原材料价格显著下跌，利于毛利率提升

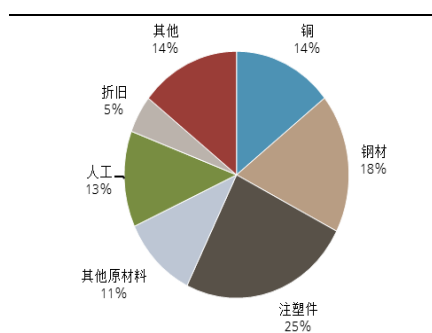
我们预计白电行业毛利率将受益于原材料价格下跌。白电的成本主要是铜、钢材及部分塑料件，空冰洗的成本构成如下图。其中铜占空调成本的比重较大，占生产成本比重约 24%，钢材占空调成本 22%。

图表 11: 空调成本拆分



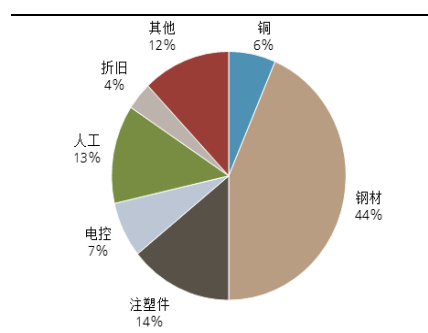
来源: 瑞银证券估算

图表 12: 冰箱成本拆分



来源: 瑞银证券估算

图表 13: 洗衣机成本拆分

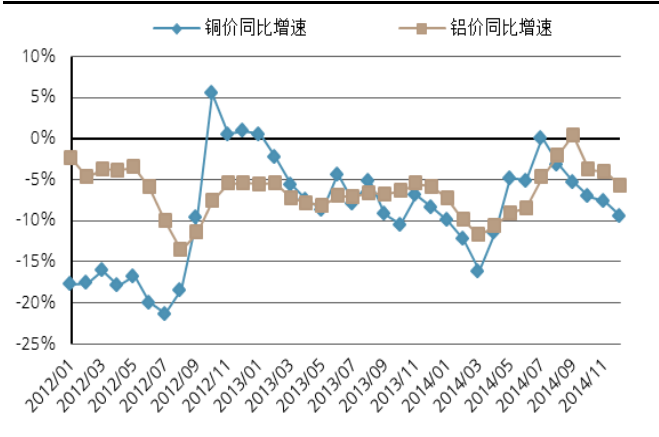


来源: 瑞银证券估算

根据 CEIC 的数据，2014 年 12 月平均铜价为 47796 元/吨，同比降低 9.4%；平均铝价为 13838 元/吨，同比下降 5.7%；冷轧卷板平均价格为 3972 元/吨，同比降低 11.3%；镀锌板为 4321 元/吨，同比降低 12.0%；不锈钢板为 16421 元/吨，同比降低 9.1%。

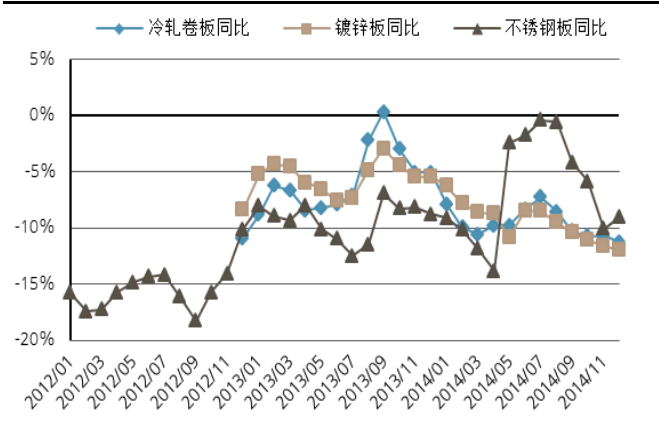
近期铜价出现大幅下跌，我们测算铜的成本占空调生产成本的 24%左右，估算 14 年 12 月铜价下降将节约成本 2%左右。由于白电行业竞争格局较好，我们认为铜价和钢材价格下跌将有助提升龙头公司毛利率。展望 2015 年，瑞银证券有色研究团队认为铜价将继续下跌，应会继续推升白电行业的盈利能力。

图表 14: 金属价格同比



来源: CEIC

图表 15: 钢板价格同比



来源: CEIC

盈利预测假设主要调整

考虑到 14 年 10 月起空调行业价格促销的影响，我们上调了美的空调 14 年的收入增速假设，从原来的 18.3%上调到 19.6%。同时我们认为美的空调产品力提升和产品结构的改善有助提升其市场份额，因此我们上调了美的空调 2014-16 年的市场份额，从原来 2014/15/16 年的 25.6%/26.6%/27.6%上调至 25.8%/26.8%/27.8%。

图表 16: 美的空调收入增速和空调市场份额假设变化

调整前	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
空调收入增速	31.9%	-20.5%	22.0%	18.3%	15.8%	16.3%
空调市场份额	29.8%	22.9%	24.1%	25.6%	26.6%	27.6%
调整后	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
空调收入增速	31.9%	-20.5%	22.0%	19.6%	15.8%	16.3%
空调市场份额	29.8%	22.9%	24.1%	25.8%	26.8%	27.8%

来源: 公司数据，瑞银证券估算

上调目标价至 35.0 元，重申“买入”评级

我们上调公司 2014~16 年 EPS 预测至 2.57/3.10/3.68 元（原为 2.55/3.08/3.65 元），基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型，在 WACC 假设为 7.8%的情况下（原为 8.9%），上调目标价至 35.0 元（原为 32.0 元）。

我们的贴现现金流模型覆盖时间跨度为 2015-2024 年。我们假设权益风险溢价为 5.0%，考虑到公司的股价波动性降低，我们将公司的贝塔系数下调至 0.81，又由于市场无风险利率下降，综合推导出贴现率为 7.8%。

图表 17: 美的集团 [000333.SZ]瑞银 VCAM 估值表

相对年 财年	+1E 2015E	+2E 2016E	+3E 2017E	+4E 2018E	+5E 2019E	+6E 2020E	+7E 2021E	+8E 2022E	+9E 2023E	+10E 2024E
息税前利润	17,382	20,117	22,964	25,810	28,246	32,483	32,188	30,763	28,135	24,309
折旧及摊销*	659	715	725	749	5,380	6,187	7,007	7,813	8,575	9,261
资本支出	(2,313)	(2,313)	(2,180)	(1,863)	(8,070)	(9,281)	(10,511)	(11,719)	(12,862)	(13,891)
运营资本变动	(2,442)	(2,807)	(2,782)	(2,831)	(3,703)	(2,913)	(2,010)	(1,305)	(469)	460
所得税 (营运)	(3,186)	(3,669)	(4,171)	(4,669)	(7,061)	(8,121)	(8,047)	(7,691)	(7,034)	(6,077)
其他	(615)	(707)	(700)	(721)	(1,053)	(1,211)	(1,230)	(1,209)	(1,143)	(1,029)
自由现金流	9,485	11,337	13,856	16,475	13,739	17,146	17,398	16,652	15,203	13,032
增长		19.5%	22.2%	18.9%	-16.6%	24.8%	1.5%	-4.3%	-8.7%	-14.3%

估值	长期假设值	加权平均资本成本
明计现金流现值	104,689	无风险利 3.74%
期末价值 (第 15 年) 现值	42,820	权益风险溢价 5.0%
企业价值	147,509	贝塔系数 0.81
占永续价值百分比	29%	债务/权益比 7.6%
联营公司及其他	1,963	边际税率 25.0%
-少数股东权益	7,576	权益成本 7.8%
现金盈余**	12,244	债务成本 4.7%
-债务***	10,668	WACC 7.8%
权益价值	143,472	
已发行股数 [m]	4,215.8	
每股权益价值 (Rmb/股)	34.00	
权益成本	7.8%	
股息收益率	5.0%	
1年期目标价 (Rmb/股)	35.00	

财年	2015E	2016E	1年期预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	8.2x	7.1x	8.1x
企业价值 / 息税前利润	8.5x	7.3x	8.4x
自由现金流收益率	6.4%	7.7%	6.5%
市盈率 (现值)	11.0x	9.2x	10.9x
市盈率 (目标)	11.3x	9.5x	11.2x

估值对应指标	期末假设值
VCH (年数)	15
对应的自由现金流增长	7.6%
回报率增幅	7.0%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	4.9x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明
* 折旧和非商誉摊销
** 无须维持运营的现金部分
** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: UBS-VCAM

参考板块和历史估值，目标价对应 2015 年 11xPE 较为合理

从家电板块可比公司估值来看，目前中国白电龙头格力电器和青岛海尔相对 2015 年的 PE 估值分别为 7.2x 和 9.3x，二线白电公司相对 2015 年的平均 PE 估值为 11.8x，A 股家电板块整体估值为 13.9x，香港市场平均为 8.8x，海外家电整体平均为 16.7x，海外白电龙头（惠而浦、伊莱克斯、大金）约为 15.5x。

相对其他可比公司，美的集团目前相对 2015 年 9.5x 的 PE 估值处于中间水平，我们认为未来仍有提升空间。

图表 18: 中国 A 股市场家电板块主要上市公司盈利预测和估值

公司	代码	收盘价	市值	EPS			PE			PEG		ROE	Div Yld
			(\$bn)	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
格力电器	000651 CH	40.03	19.36	3.61	4.69	5.58	11.1	8.5	7.2	0.40	0.34	36.2%	7.0%
美的集团	000333 CH	29.47	19.98	1.73	2.57	3.10	17.0	11.5	9.5	0.40	0.33	29.6%	5.3%
青岛海尔	600690 CH	19.38	9.49	1.53	1.70	2.08	12.7	11.4	9.3	0.68	0.55	28.4%	3.2%
A 股白电龙头平均			16.28	2.29	2.99	3.59	13.6	10.5	8.7	0.49	0.41	31.4%	5.2%
合肥三洋	600983 CH	12.7	1.57	0.68	0.62	0.84	19.7	20.4	15.1	1.10	0.82	16.3%	1.1%
小天鹅 A	000418 CH	15.56	1.44	0.65	0.94	1.15	16.4	16.6	13.5	0.55	0.45	13.8%	3.5%
美菱电器	000521 CH	5.98	0.69	0.36	0.43	0.53	15.0	13.9	11.4	0.66	0.54	9.5%	1.8%
海信科龙	000921 CH	8.62	1.61	0.92	0.90	1.17	15.0	9.6	7.4	0.60	0.46	31.2%	0.6%
A 股二线白电平均			1.33	0.65	0.72	0.92	16.5	15.1	11.8	0.73	0.57	17.7%	1.8%
TCL 集团	000100 CH	3.71	5.64	0.25	0.33	0.38	14.7	11.4	9.9	0.55	0.48	18.8%	1.5%
四川长虹	600839 CH	4.93	3.66	0.11	-0.04	0.11	N/A	N/A	43.6	N/A	2.45	-1.4%	0.2%
海信电器	600060 CH	11.76	2.47	1.21	1.07	1.16	9.7	11.0	10.2	12.40	11.43	13.5%	2.9%
兆驰股份	002429 CH	8.04	2.07	0.40	0.48	0.59	20.3	16.8	13.6	0.70	0.56	20.6%	2.2%
A 股黑电平均			3.46	0.49	0.46	0.56	14.9	13.1	19.3	4.55	3.73	12.9%	1.7%
苏泊尔	002032 CH	17.21	1.75	0.93	1.10	1.30	16.5	15.6	13.3	0.87	0.74	18.2%	3.4%
九阳股份	002242 CH	11.53	1.42	0.62	0.69	0.80	18.0	16.7	14.4	1.39	1.20	16.4%	6.5%
老板电器	002508 CH	38.4	1.98	1.21	1.71	2.30	31.9	22.5	16.7	0.63	0.47	24.5%	1.8%
华帝股份	002035 CH	13.15	0.76	0.64	0.84	1.08	17.5	15.6	12.2	0.54	0.42	20.3%	2.4%
万和电气	002543 CH	12.06	0.85	0.56	0.70	0.85	19.8	17.2	14.1	0.78	0.64	10.5%	N/A
日出东方	603366 CH	15.76	1.01	0.77	0.86	1.01	20.5	18.3	15.6	1.19	1.01	9.5%	N/A
A 股厨电平均			1.30	0.79	0.98	1.22	20.7	17.7	14.4	0.90	0.75	16.6%	3.5%
A 股家电平均			4.46	0.95	1.15	1.41	17.2	14.8	13.9	1.47	1.35	18.6%	2.9%

来源: Bloomberg, 瑞银证券估算, 股价为 2015 年 1 月 19 日收盘价, 股价和 EPS 单位是人民币元, 格力电器、青岛海尔、美的集团、TCL 集团、海信电器、兆驰股份和老板电器盈利预测为瑞银证券估算, 其余公司为 Bloomberg 一致预测。

图表 19: 海外市场家电板块主要上市公司盈利预测和估值

公司	代码	收盘价	市值	EPS			PE			PEG		ROE	Div Yld	
			(\$bn)	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	
海尔电器	1169 HK	19.68	6.82	0.80	0.91	1.10	18.7	17.4	14.4	0.96	0.80	26.9%	0.7%	
海信科龙	0921 HK	6.09	1.61	0.92	0.73	0.98	5.8	6.7	5.0	0.79	0.59	29.0%	0.8%	
创维股份	0751 HK	4.05	1.48	0.45	0.53	0.59	8.4	7.6	6.9	0.76	0.69	12.7%	5.2%	
TCL 多媒体	1070 HK	3.13	0.54	-0.04	0.22	0.28	#N/A	N/A	14.5	11.2	-0.05	-0.04	6.9%	2.8%
TCL 通讯	2618 HK	7.09	1.12	0.28	0.90	1.09	8.6	7.9	6.5	0.12	0.10	31.4%	5.4%	
香港市场平均			2.31	0.48	0.66	0.81	10.4	10.8	8.8	0.52	0.43	21.4%	3.0%	
Whirlpool	WHR US	200.17	15.59	10.42	11.03	14.45	16.3	18.1	13.9	1.07	0.82	20.6%	1.7%	
Electrolux	ELUXB SS	214.60	8.18	2.35	10.72	13.84	216.5	20.0	15.5	0.22	0.17	16.1%	3.2%	
Daikin	6367 JP	7793.00	19.50	315.21	401.03	452.36	20.8	19.4	17.2	1.18	1.05	13.5%	1.1%	
De'Longhi	DLG IM	15.28	2.64	0.78	0.82	0.96	21.7	18.6	16.0	1.69	1.45	17.3%	2.9%	
Arcelik	ARCLK TI	14.75	4.28	0.89	0.98	1.12	16.5	15.1	13.3	1.13	1.00	15.5%	3.8%	
RATIONAL	RAA GR	280.85	3.69	8.55	9.28	10.10	29.9	30.3	27.8	3.35	3.08	36.8%	2.7%	
SEB	SK FP	59.50	3.45	4.13	3.76	4.23	16.8	15.9	14.1	3.22	2.86	12.3%	2.5%	
Noritz	5943 JP	1843.00	0.80	133.58	89.36	118.90	16.9	20.6	15.5	29.78	22.38	4.1%	1.7%	
Rinnai	5947 JP	7850.00	3.50	454.74	419.40	451.91	17.5	18.7	17.4	13.20	12.25	9.3%	1.0%	
海外市场平均			6.85	103.41	105.15	118.65	41.4	19.6	16.7	6.09	5.01	16.2%	2.3%	

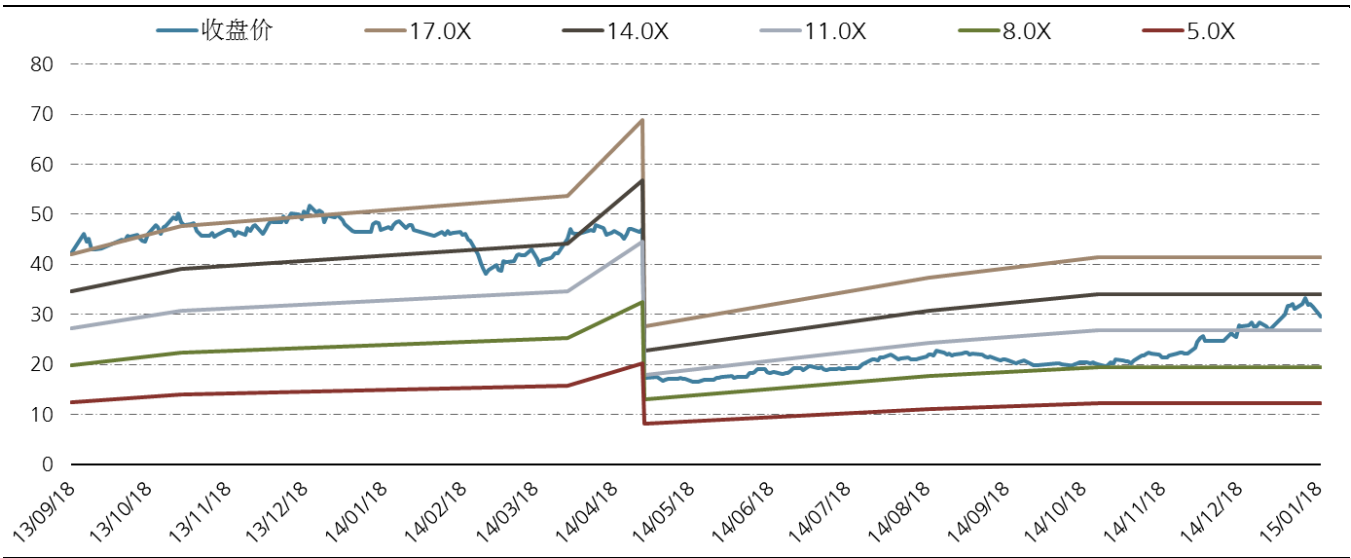
来源: Bloomberg, 股价为 2015 年 1 月 19 日收盘价, 股价和 EPS 是本地货币元。公司盈利预测为 Bloomberg 一致预测。

从公司的历史估值来看, 2014 年 4 月及之前公司估值大部分时间维持在 14x 以上, 之后至去年年底估值在 8x-11x 的区间, 今年年初至今估值有所修复至

接近 14x，处于历史中间水平。但如果考虑到估值基准切换到 2015 年，则 PE 估值约 10x，处于历史较低区间。

我们的目标价 35.0 元，相对公司 2015 年的 PE 为 11.3x，与行业和公司历史的纵向相比，我们认为这个估值水平较为合理。

图表 20: 美的集团 PE-Bands



来源: Wind, 股价截止 2015 年 1 月 19 日

美的集团 (000333.SZ)

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	134,116	102,651	121,265	142,484	17.5	162,992	14.4	186,545	209,877	233,921
毛利	25,697	23,202	28,242	37,119	31.4	42,570	14.7	48,850	55,082	61,139
息税折旧摊销前利润(UBS)	9,914	9,555	10,866	14,629	34.6	18,041	23.3	20,832	23,689	26,558
折旧和摊销	(1,807)	(2,246)	(2,400)	(455)	-81.0	(659)	44.9	(715)	(725)	(749)
息税前利润(UBS)	8,108	7,309	8,466	14,175	67.4	17,382	22.6	20,117	22,964	25,810
联营及投资收益	792	535	998	950	-4.8	800	-15.8	850	900	900
其他非营业利润	768	674	1,112	(75)	-	584	-	567	568	563
净利息	(1,449)	(807)	(564)	(395)	30.1	(1,049)	-165.8	(546)	194	380
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	8,219	7,710	10,012	14,656	46.4	17,718	20.9	20,988	24,627	27,653
税项	(1,578)	(1,569)	(1,714)	(2,565)	-49.6	(3,101)	-20.9	(3,673)	(4,310)	(4,839)
税后利润	6,641	6,141	8,297	12,091	45.7	14,617	20.9	17,315	20,317	22,814
优先股股息及少数股权	(3,192)	(2,882)	(2,980)	(1,263)	57.6	(1,527)	-20.9	(1,809)	(2,123)	(2,384)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	3,449	3,259	5,317	10,827	103.6	13,090	20.9	15,505	18,194	20,430
净利润 (UBS)	3,449	3,259	5,317	10,827	103.6	13,090	20.9	15,505	18,194	20,430
税率(%)	19.2	20.3	17.1	17.5	2.2	17.5	0.0	17.5	17.5	17.5
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)	0.41	1.30	1.73	2.57	48.4	3.10	20.9	3.68	4.32	4.85
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.41	1.30	1.73	2.57	48.4	3.10	20.9	3.68	4.32	4.85
每股收益 (UBS, 基本)	0.41	1.30	1.73	2.57	48.4	3.10	20.9	3.68	4.32	4.85
每股股息净值(Rmb)	1.52	2.03	2.00	1.28	-35.8	1.55	20.9	1.84	2.16	2.42
每股账面价值	1.48	5.73	7.67	9.56	24.7	11.38	19.0	13.51	15.98	18.67
平均股数(稀释后)	8,460.87	2,500.00	3,071.94	4,215.81	37.2	4,215.81	0.0	4,215.81	4,215.81	4,215.81
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	12,942	13,667	16,333	16,433	0.6	18,689	13.7	21,279	26,432	35,256
其他流动资产	47,105	41,895	48,993	54,860	12.0	61,552	12.2	69,232	76,839	84,746
流动资产总额	60,047	55,562	65,327	71,293	9.1	80,240	12.5	90,512	103,271	120,002
有形固定资产净值	20,487	21,853	20,185	21,738	7.7	23,251	7.0	24,764	26,144	27,207
无形固定资产净值	6,497	7,145	6,257	6,404	2.4	6,527	1.9	6,626	6,702	6,753
投资/其他资产	3,315	3,176	5,178	7,151	38.1	8,944	25.1	10,705	12,480	14,255
总资产	90,345	87,737	96,946	106,586	9.9	118,962	11.6	132,607	148,596	168,216
应付账款和其他短期负债	46,400	45,728	47,775	50,658	6.0	55,689	9.9	61,458	67,194	73,098
短期债务	5,869	5,082	8,872	7,064	-20.38	5,206	-26.31	2,311	0	0
流动负债总额	52,269	50,810	56,647	57,722	1.9	60,895	5.5	63,769	67,194	73,098
长期债务	7,792	3,550	916	764	-16.7	764	0.0	764	764	764
其它长期负债	139	211	302	302	0.0	302	0.0	302	302	302
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	60,200	54,571	57,865	58,788	1.6	61,960	5.4	64,834	68,260	74,163
普通股股东权益	12,494	14,314	32,847	40,302	22.7	47,978	19.0	56,939	67,380	78,713
少数股东权益	17,651	18,852	6,233	7,497	20.3	9,024	20.4	10,833	12,957	15,341
负债和权益总计	90,345	87,737	96,946	106,586	9.9	118,962	11.6	132,607	148,596	168,216
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)	3,449	3,259	5,317	10,827	103.6	13,090	20.9	15,505	18,194	20,430
折旧和摊销	1,807	2,246	2,400	455	-81.0	659	44.9	715	725	749
营运资本变动净值	4,422	2,834	(6,180)	3,097	-	1,776	-42.6	2,045	2,003	2,140
其他营业性现金流	(5,571)	(250)	8,517	(6,387)	-	(3,435)	46.2	(4,226)	(4,620)	(4,814)
经营性现金流	4,106	8,090	10,054	7,992	-20.5	12,089	51.3	14,039	16,302	18,504
有形资本支出	(6,782)	(2,819)	(2,115)	(2,354)	-11.3	(2,313)	1.7	(2,313)	(2,180)	(1,862)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(2,148)	(1,178)	1,649	189	-	800	-	850	900	900
投资性现金流	(8,930)	(3,997)	(467)	(2,165)	-363.9	(1,513)	30.1	(1,463)	(1,280)	(962)
已付股息	(338)	(1,523)	(2,031)	(3,373)	-66.1	(5,414)	-60.5	(6,545)	(7,753)	(9,097)
股份发行/回购	4,394	92	17	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	8,921	(2,923)	(283)	(395)	-39.36	(1,049)	-165.75	(546)	194	380
债务及优先股变化	0	0	2,507	(1,961)	-	(1,858)	5.21	(2,895)	(2,311)	0
融资性现金流	12,977	(4,354)	210	(5,728)	-	(8,321)	-45.3	(9,886)	(9,869)	(8,717)
现金流量中现金的增加/(减少)	8,153	(261)	9,797	100	-99.0	2,256	NM	2,591	5,152	8,825
外汇/非现金项目	(4,789)	987	(7,131)	0	-	0	0.0	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	3,364	725	2,666	100	-96.3	2,256	NM	2,591	5,152	8,825

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。

美的集团 (000333.SZ)

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)	16.1	3.4	5.1	11.5	9.5	8.0	6.8	6.1
市盈率 (UBS, 稀释后)	16.1	3.4	5.1	11.5	9.5	8.0	6.8	6.1
股价/每股现金收益	10.6	2.0	3.5	11.0	9.0	7.7	6.6	5.9
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(4.9)	14.0	24.6	4.5	7.9	9.4	11.4	13.4
净股息收益率(%)	23.2	45.5	22.6	4.4	5.3	6.2	7.3	8.2
市净率	4.5	0.8	1.2	3.1	2.6	2.2	1.8	1.6
企业价值/营业收入(核心)	0.5	0.5	0.3	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	7.2	5.8	3.2	8.5	6.9	5.9	5.3	4.0
企业价值/息税前利润(核心)	8.8	7.6	4.1	8.7	7.1	6.1	5.4	4.2
企业价值/经营性自由现金流(核心)	5.7	5.5	15.0	7.2	6.5	5.5	5.0	3.8
企业价值/运营投入资本	2.8	2.0	1.2	3.7	3.1	2.7	2.5	1.9
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	54,465	37,667	32,289	124,240	124,240	124,240	124,240	124,240
净债务 (现金)	1,051	1,051	(2,158)	(5,790)	(7,575)	(10,662)	(10,662)	(30,081)
少数股东权益	17,651	18,852	6,233	7,497	9,024	10,833	12,957	15,341
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	73,168	57,570	36,364	125,947	125,689	124,411	126,534	109,500
非核心资产	(1,902)	(1,795)	(1,963)	(1,963)	(1,963)	(1,963)	(1,963)	(1,963)
核心企业价值	71,266	55,775	34,401	123,984	123,726	122,449	124,572	107,537
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	29.1	-23.5	18.1	17.5	14.4	14.4	12.5	11.5
息税折旧摊销前利润(UBS)	73.7	-3.6	13.7	34.6	23.3	15.5	13.7	12.1
息税前利润(UBS)	42.1	-9.9	15.8	67.4	22.6	15.7	14.2	12.4
每股收益(UBS 稀释后)	-14.2	NM	32.8	48.4	20.9	18.5	17.3	12.3
每股股息净值	NM	33.3	-1.5	-35.8	20.9	18.5	17.3	12.3
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	19.2	22.6	23.3	26.1	26.1	26.2	26.2	26.1
息税折旧摊销前利润率	7.4	9.3	9.0	10.3	11.1	11.2	11.3	11.4
息税前利润率	6.0	7.1	7.0	9.9	10.7	10.8	10.9	11.0
净利 (UBS) 率	2.6	3.2	4.4	7.6	8.0	8.3	8.7	8.7
ROIC (EBIT)	32.1	26.4	29.8	41.8	43.7	44.7	45.8	46.8
税后投资资本回报率	25.2	20.7	24.1	34.0	35.7	36.6	37.5	38.3
净股东权益回报率(UBS)	29.3	24.3	22.6	29.6	29.7	29.6	29.3	28.0
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	0.1	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(0.7)	(0.9)	(1.1)	(1.3)
净债务/总权益 %	2.4	(15.2)	(16.7)	(18.0)	(22.3)	(26.9)	(32.0)	(36.7)
净债务 / (净债务 + 总权益) %	2.3	(17.9)	(20.1)	(22.0)	(28.7)	(36.7)	(47.0)	(57.9)
净债务/企业价值	1.0	(9.0)	(19.0)	(6.9)	(10.3)	(14.9)	(20.6)	(32.1)
资本支出 / 折旧 %	NM	125.5	88.1	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	5.1	2.7	1.7	1.7	1.4	1.2	1.0	0.8
息税前利润/净利息	5.6	9.1	15.0	35.9	16.6	36.9	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	0.3	0.6	0.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
股息支付率 (UBS) %	NM	155.8	115.5	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	134,116	102,651	121,265	142,484	162,992	186,545	209,877	233,921
总计	134,116	102,651	121,265	142,484	162,992	186,545	209,877	233,921
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	8,108	7,309	8,466	14,175	17,382	20,117	22,964	25,810
总计	8,108	7,309	8,466	14,175	17,382	20,117	22,964	25,810

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	+18.8%
预测股息收益率	5.3%
预测股票回报率	+24.1%
市场回报率假设	8.7%
预测超额回报率	+15.4%

风险声明

我们认为公司面临的主要风险包括：房地产市场急剧萎缩，导致家电需求下滑；销售旺季到来，但夏天天气凉爽，空调销售不佳；市场竞争加剧，公司市场份额难以继续提升；原材料价格上涨，成本上升；人民币继续升值，引发外汇损失。

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：廖欣宇。

涉及报告中提及的公司的披露

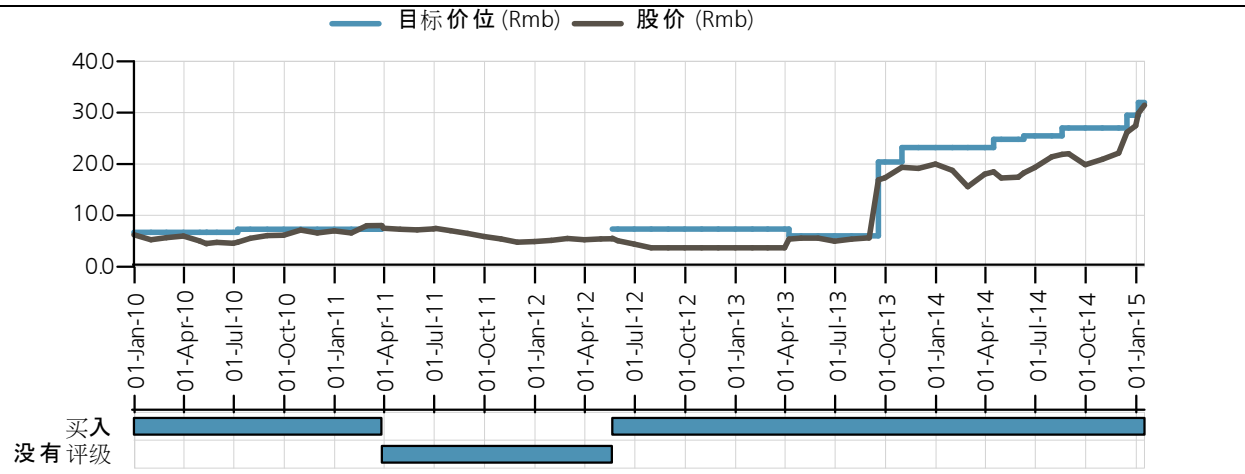
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
美的集团	000333.SZ	买入	不适用	Rmb31.48	2015 年 01 月 16 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

美的集团 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银)；截止至 2015 年 1 月 16 日

全球声明

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

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在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。**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。**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。

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。

