

**沪港通股票**

# 王府井

## 短期盈利有压力，长期物业价值有望重估

### 2014年回顾：营收疲软，低于我们的预期

公司前三季度实现营收 135.5 亿元，同比下降 6.8%，实现归属于上市公司股东的净利润 4.9 亿元，同比下降 6.9%，每股收益 1.05 元，低于我们预期。受湛江门店关闭影响，营业外支出 3583 万元，但部分被理财收益对冲。

### 2015年展望：消费仍然低迷，盈利能力继续承压

受中高端消费乏力的影响，公司第 3 季度营业收入 41.2 亿元，同比降低 8.5%。3 季度公司综合毛利率同比上升 0.8 个百分点，主要源自产品结构调整和促销力度减小；但受工资和租金上涨影响，费用率上升，销售净利率同比下降 0.8 个百分点。展望未来，我们预计 2015 年政府的高端消费继续受到控制，同店增长仍将不乐观，由此下调了公司收入增长预测，同时盈利能力面临电商压力，下调未来 2 年的毛利率假设并上调费用率假设。

### 国企改革或推动自有物业价值重估

王府井和恒大合资成立两个公司，公司投资金额约 5.3 亿元，我们认为有助于加强规避物业租赁的波动。同时我们测算了公司的自有物业面积达 35.9 万平米，国企改革若有推进有望催化其价值重估，即使不考虑国企改革，核心商圈物业也有利主营发展。公司战略转型工作继续推进，网上商城、微信购物、王府井移动商城，以及第三方网络渠道拓展均在稳步推进。

### 估值：下调盈利预测和目标价，维持“中性”评级

我们下调 2014/15/16 年的 EPS 预测至 1.41/1.55/1.66 元（原为 1.55/1.70/1.81 元），基于瑞银 VCAM 现金流贴现模型（WACC 假设为 8.4%），下调目标价至 20.8 元（原为 20.85 元）。

Equities	
中国	
百货零售业	
12个月评级	中性 保持不变
12个月目标价	Rmb20.80 之前: Rmb20.85
股价	Rmb20.21
路透代码: 600859.SS 彭博代码 600859 CH	
交易数据和主要指标	
52周股价波动范围	Rmb23.36-15.17
市值	Rmb9.35 十亿/US\$1.50 十亿
已发行股本	463 百万 (ORDA)
流通股比例	48%
日均成交量(千股)	10,052
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb206.2
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb6.92 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	1.55 1.41 -8.82 1.53
12/15E	1.70 1.55 -8.72 1.66
12/16E	1.81 1.66 -8.66 1.76

廖欣宇

分析师

S1460512120001

xinyu.liao@ubssecurities.com

+86-213-866 8907

胡昀昀, CFA

分析师

S1460513010001

yunyun.hu@ubssecurities.com

+86-213-866 8964

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	16,761	18,264	19,790	18,759	20,319	21,919	23,393	24,752
息税前利润(UBS)	917	1,029	1,007	807	909	984	1,007	1,006
净利润 (UBS)	583	673	694	652	718	766	811	863
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	1.37	1.45	1.50	1.41	1.55	1.66	1.75	1.86
每股股息 (Rmb)	0.30	0.70	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金 / (净债务)	5,204	4,777	3,686	3,174	3,675	4,305	5,356	6,258
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(%)	5.5	5.6	5.1	4.3	4.5	4.5	4.3	4.1
ROIC (EBIT) (%)	(315.7)	(193.2)	(189.3)	>500	124.2	108.3	117.5	140.4
EV/EBITDA(core)x	11.8	4.7	0.5	1.6	2.1	1.9	1.7	1.8
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	29.8	18.7	12.8	14.3	13.0	12.2	11.5	10.8
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	6.4	9.9	5.1	(6.6)	4.8	6.3	10.4	8.1
净股息收益率(%)	0.7	2.6	2.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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 02 月 11 日 18 时 56 分的股价(Rmb20.21)得出；

# 投资主题

## 王府井

### 投资理由

公司定位中高端百货及购物中心，近年以北京为中心逐步扩展到中西部富裕二三线城市。从目前公司储备的新项目看，综合业态的购物中心以及结合城市综合体的百货门店数量居多。

但最近几年在租金上涨、政府控制三公消费和电子商务业态等的冲击下，公司收入及利润持续低迷。2013年公司上线运营王府井网上商城，推进公司全渠道战略布局，但百货主业的冲击短期料将持续，线上销售效果尚待观察。

我们 2014/15/16 年的每股盈利预测为 1.41/1.55/1.66 元，低于市场一致预期 1.50/1.61/1.73 元，主要基于更为谨慎的收入和净利率预测，推导出目标 20.8 元（基于瑞银 VCAM 贴现模型 WACC 假设为 8.4%），给予“中性”的投资评级。

### 乐观情景

若经济显著转暖，居民消费意愿增强，且消费升级加快，则公司同店收入得以提升，同时随着新开门店逐渐培育成熟，整体盈利能力增强，那么公司 2015 年 EPS 可能达到 1.60 元，每股估值 22 元。

### 悲观情景

若经济放缓，居民消费意愿持续减弱，则同店收入增速继续下滑，同时公司新开门店经营状况和新开门店数量低于我们预期，那么公司 2015 年 EPS 可能为 1.40 元，每股估值 18.5 元。

### 近期催化剂

经济若持续改善，同店增长恢复，业绩增速提升。

北京国企改革或有进展，公司列入试点。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb20.80

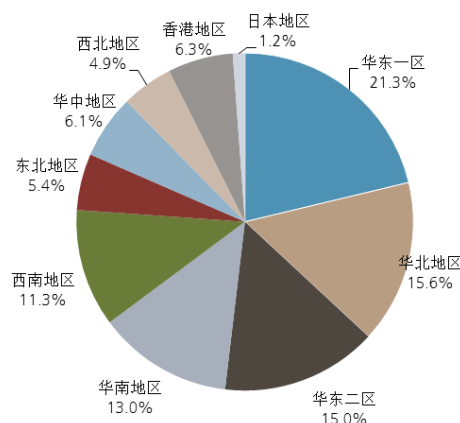
### 公司简介

公司是一家专注百货业务的全国连锁零售企业。截至 2013 年底，公司在全国 6 大经济区域开设 29 家门店，构筑起以北京为中心，遍及华南、华北、华中、西南、西北、东北等重要经济区域的百货连锁网络。

### 行业展望

2013 年中国社会消费品零售总额增幅为 11.45%，是中国近 8 年来增幅最低的一年。在整体消费低迷的同时，百货行业还面临着电商的冲击、租金和人力成本攀升以及跨业态竞争加剧等困难，行业经营环境面临严峻挑战。

### 收入按区域分布，2013



来源：公司数据

### 各地区的毛利

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
华北地区	1,419	1,487	1,381	1,410	1,472
华中地区	434	480	477	536	599
华南地区	159	157	146	177	203
西南地区	846	928	923	1,003	1,062
西北地区	247	332	386	441	489
华东地区	7	311	73	75	81
其它业务	423	227	462	500	539
合计	3,534	3,923	3,849	4,142	4,445

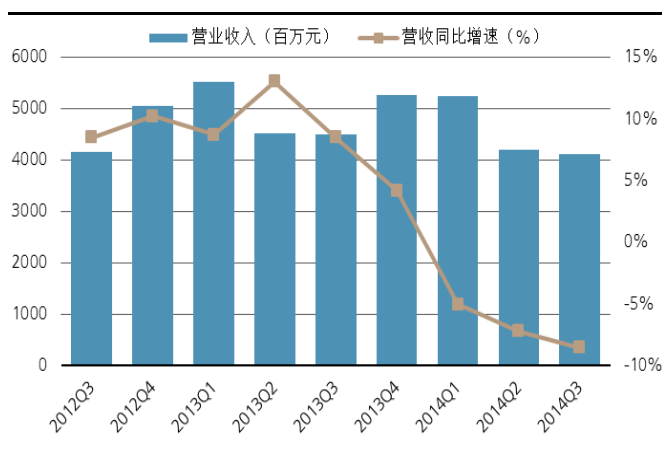
来源：公司数据，瑞银证券估算

## 营收和净利双双下跌

公司前三季度实现营收 135.5 亿元，同比下降 6.8%，主要受中高端消费乏力的影响，公司第 3 季度营业收入 41.2 亿元，同比降低 8.5%，短期看政府对三公消费的控制仍将延续。长期看电商对百货行业的冲击较大，公司谨慎开店，并增加购物中心比重，不过这将影响收入增长。

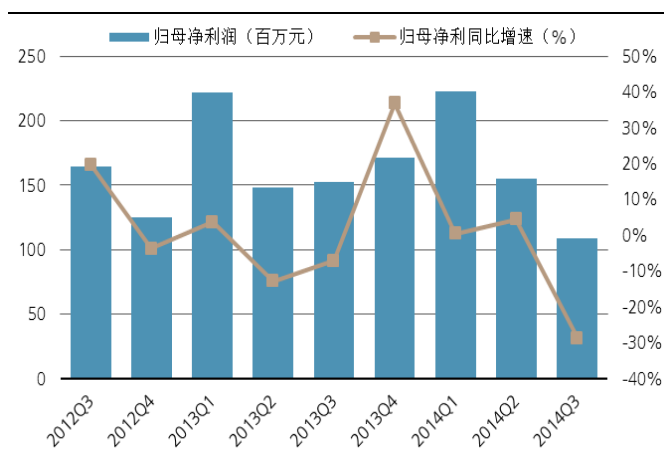
我们预计公司战略转型工作继续推进：1) 根据门店发展趋势，公司于 2014 年关闭湛江王府井百货，新开焦作王府井，洛阳王府井购物中心和乐山王府井购物中心进入筹备期，计划将于 2015 年上半年开业。2) 自有互联网渠道建设（网上商城、微信购物、王府井移动商城）以及第三方网络渠道拓展均在稳步推进，或将对收入增长有所贡献。

图表 1: 2012Q3-2014Q3 营业收入及同比增速



来源: 公司数据

图表 2: 2012Q3-2014Q3 归母净利润及同比增速



来源: 公司数据

公司前三季度实现归属于上市公司股东的净利润 4.9 亿元，同比下降 6.9%，扣非后净利润 4.0 亿元，同比下降 15.1%，每股收益 1.052 元，低于市场预期。公司第三季度实现归母净利 1.09 亿元，同比下降 28.7%，降幅相对上半年扩大，主要源自湛江店关闭给物业业主和供货商的赔偿。短期看关店是一次性影响，但如果其他门店继续面临经营压力，也有关闭的可能。

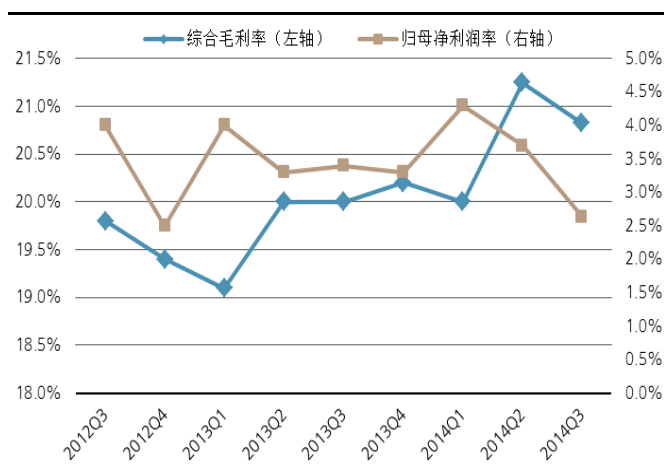
## 毛利率持平，净利受销售管理费用的上升拖累

公司前三季度综合毛利率 20.7%，同比上升 1.0 个百分点。其中第 3 季度综合毛利率 20.8%，同比上升 0.8 个百分点。毛利率上升主要源自公司调整了产品结构和营销策略，减少了促销力度，同时针对不同类别的门店采取不同措施，提升门店的经营质量。

期间费用率方面，第 3 季度销售费用率同比上升 0.7 个百分点至 12.4%，主要源自租赁费用和人工成本的上升。管理费用率上升 0.4 个百分点至 3.1%，主要是人工成本上升所致。由于销售和管理费用有一定的刚性，如果收入下降的趋势延续，费用率还有可能上升。

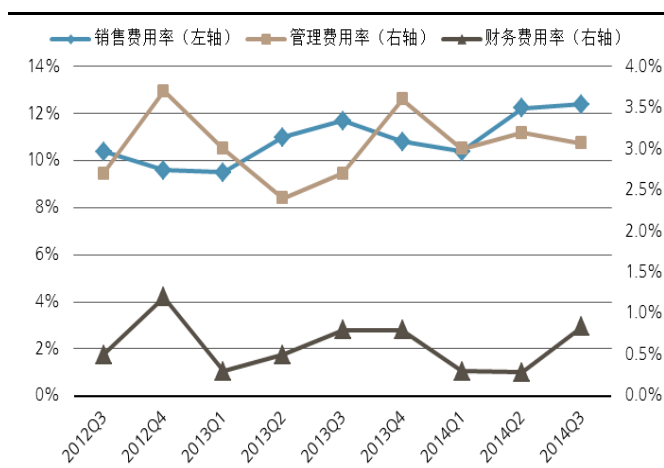
公司前三季度归母净利率 3.6%，同比持平，其中第 3 季度归母净利率同比下降 0.8 个百分点至 2.6%，主要受销售和管理费用上升的影响。

图表 3: 2012Q3-2014Q2 综合毛利和归母净利率



来源: 公司数据

图表 4: 2012Q3-2014Q2 销售、管理及财务费用率



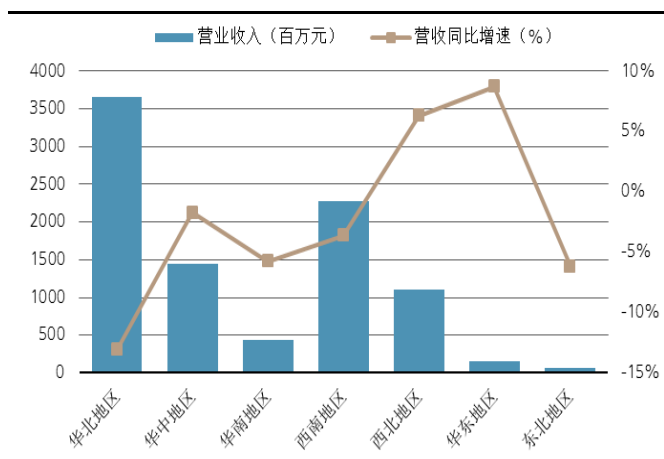
来源: 公司数据

## 华北、华中和华南地区不同程度下滑

主营收入分区域来看, 2014H1 公司华北地区、华中地区、华南地区、西南地区、西北地区、华东地区和东北地区收入分别为 36.5、14.5、4.4、22.7、11.0、1.5 和 0.7 亿元, 营收增速同比分别为-13.1%、-1.7%、-5.8%、-3.6%、+6.3%、+8.7%和-6.2%。华北特别是北京明显受到政府限制三公消费的影响, 华东地区增长较快源自福州门店开业后销售较好。

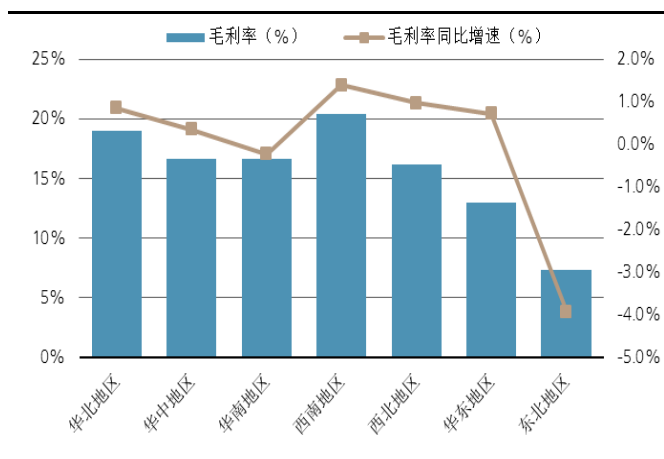
2014H1 公司华北地区、华中地区、华南地区、西南地区、西北地区、华东地区和东北地区毛利率分别为 19.0%、16.6%、16.7%、20.5%、16.2%、13.0%和 7.4%, 毛利率同比分别+0.9、+0.4、-0.2、+1.4、+1.0、+0.7 和-3.9 个百分点。

图表 5: 2014H1 公司分地区营业收入及同比增速



来源: 公司数据

图表 6: 2014H1 公司分地区毛利率及同比变动



来源: 公司数据

## 与恒大合作，取长补短，提升企业价值

公司于 2014 年 10 月 30 日与恒大集团签署了合作协议，与恒大集团共同出资成立两家合资公司：一家为商业物业合资公司，名称暂定“王府井百货恒大商业有限公司”，主营业务为城市综合体或商业地产的开发，注册资本 10 亿元，其中恒大集团出资 5.1 亿元，持股 51%，王府井出资 4.9 亿元，持股 49%。；另一家为商业管理合资公司，名称暂定“王府井恒大百货商业管理有限公司”，主营业务为对双方商定范围内的商业物业进行经营和管理，注册资本 5000 万元，其中王府井出资 2550 万元，持股 51%，恒大集团出资 2450 万元，持股 49%。

我们认为本次战略合作将促成王府井与恒大两大品牌的有机结合：

1) 充分发挥恒大集团的商业物业开发建设优势和王府井的商业经营管理优势，规避物业取得成本高、来源不稳定的问题。

2) 本次战略合作将为商业物业“量身定制”，按照市场需求和经营需要配置物业，减少物业后期改造成本，降低物业持有成本，并且为降低现有公司门店商业装修成本提供支持。

## 优质自有物业利好长期经营，或将价值重估

公司自有物业主要位于北京、武汉、成都和长沙等地的核心地段，我们计算总面积达 35.9 万平米，占整体经营面积比例 23%。我们认为，对于公司中高端定位、核心商圈为主的经营业态而言，维持一定的自有物业比例利好公司长期经营，减少物业变更的风险。

由于公司这些自有物业购置时间较早，按账面价值计算价值不高（公司固定资产约 22 亿元）。如果按市价重估，则自有物业有大幅上升空间。国企改革若涉及股权转让，有望是物业价值重估的契机。即使不考虑国企改革，核心商圈强大的人流量也将利于公司主业发展。

图表 7: 公司自有门店位置、购置时间和面积

门店名称	所处商圈	开业时间	自有门店面积 (平方米)
北京百货大楼	王府井大街	1955 年	140000
北京长安商场	社区百货店	1990 年	32000
北京双安商场	海淀中关村	1994 年	36000
武汉王府井	六渡桥商圈	1998 年	35000
成都王府井	春熙路商圈	1999 年	65000
长沙王府井	五一广场	2004 年	51403
合计			约 35.9 万平方米
总经营面积			158 万平方米
占比			23%

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

## 盈利预测假设主要调整

鉴于宏观经济低迷及政府限制三公消费对中高端需求的影响，我们下调了今明两年公司各地区营业收入增长预测，总营业收入增速预测从原来 2015/16 的 14.0%/9.5% 下调至 8.3%/7.9%。

图表 8: 王府井百货营收增速假设变化

营收增速%	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
调整前	20.2%	9.0%	8.4%	-5.2%	14.0%	9.5%
调整后	20.2%	9.0%	8.4%	-5.2%	8.3%	7.9%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

公司在政府控制消费和电商冲击下选择减少促销力度，并加强毛利率管理，14 年毛利率已经出现回升。然而，考虑到在电商冲击下毛利率应仍将处于下滑的趋势，我们小幅下调了 2014/15/16 年的综合毛利率假设，从原来的 20.76%/20.42%/20.32% 下调至 20.52%/20.38%/20.28%。

图表 9: 王府井百货综合毛利率假设变化

综合毛利率%	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
调整前	18.66%	19.35%	19.82%	20.76%	20.42%	20.32%
调整后	18.66%	19.35%	19.82%	20.52%	20.38%	20.28%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

我们预计公司未来谨慎开店，资本支出不多，并将闲置资金用于购买信托理财产品，该项收益预计将较稳定。我们上调公司 2014/15/16 年的投资收益假设，从原来 2014/15/16 的 11000/12000/13000 万元上调至 12000/13000/14000 万元。

图表 10: 王府井百货投资收益假设变化

投资收益 (万元)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
调整前	-188	-1088	8593	11000	12000	13000
调整后	-188	-1088	8593	12000	13000	14000

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

公司营销投入增加，同时人工和租金上涨较为刚性，我们认为未来几年销售费用率将会维持增长态势，上调了公司的销售费用率预测，从原来 2014/15/16 的 11.9%/11.4%/11.3% 上调至 11.9%/11.8%/11.8%。

我们认为随着公司转型策略的深化以及国企改革的推进有望提升整体管理效率，因此我们下调了 15/16 年的管理费用率假设，从原来的 3.3%/3.4% 下调至 3.1%/3.0%。

图表 11: 王府井百货销售和管理费用率假设变化

调整前	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售费用率	9.0%	9.7%	10.7%	11.9%	11.4%	11.3%
管理费用率	3.1%	3.0%	2.9%	3.2%	3.3%	3.4%
调整后	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售费用率	9.0%	9.7%	10.7%	11.9%	11.8%	11.8%
管理费用率	3.1%	3.0%	2.9%	3.3%	3.1%	3.0%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

考虑到 2014 年公司关闭湛江店支付给物业方和供应商的补偿款, 我们上调了 14 年的营业外支出至 4000 万元。未来几年公司的门店关闭情况尚不清晰, 我们假设没有新的关店。

图表 12: 王府井百货营业外支出假设变化 (万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
调整前	430	318	2071			
调整后	430	318	2071	4000		

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

## 下调目标价至 20.8 元, 维持“买入”评级

我们下调公司 2014~16 年 EPS 预测至 1.41/1.55/1.66 元 (原为 1.55/1.70/1.81 元), 基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型, 在 WACC 假设为 8.4% 的情况下 (原为 13.3%), 下调目标价至 20.8 元 (原为 20.85 元)。

我们的贴现现金流模型覆盖时间跨度为 2015-2023 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 0.95, 又由于市场无风险利率下降, 综上推导出贴现率为 8.4%。

图表 13: 王府井[600859.SS]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	909	984	1,007	1,006	504	527	517	504	488	469
折旧及摊销*	453	484	608	556	517	541	563	585	605	625
资本支出	(962)	(916)	(737)	(790)	(776)	(811)	(845)	(877)	(908)	(937)
运营资本变动	73	75	70	63	101	128	59	57	54	51
所得税(营运)	(263)	(285)	(292)	(292)	(151)	(158)	(153)	(146)	(139)	(131)
其他	(78)	(80)	(74)	(68)	(56)	(58)	(56)	(54)	(52)	(48)
自由现金流	133	263	581	475	139	169	85	68	49	27
增长		97.7%	121.1%	-18.1%	-70.7%	21.1%	-49.4%	-20.3%	-28.4%	-43.6%

估值	
明计现金流现值	1,370
期末价值(第15年)现值	1,156
<b>企业价值</b>	<b>2,526</b>
占永续价值百分比	46%
联营公司及其他	3,123
少数股东权益	5
现金盈余**	3,580
债务***	359
权益价值	8,865
已发行股数 [m]	462.8
<b>每股权益价值 (Rmb/股)</b>	<b>19.20</b>
权益成本	8.4%
股息收益率	0.0%
<b>1年期目标价 (Rmb/股)</b>	<b>20.80</b>

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	3.2%	3.0%	2.0%
息税前利润率	1.5%	1.2%	1.3%
资本支出/销售收入	3.0%	1.4%	1.4%
投资资本回报率	4.8%	3.4%	6.2%

估值对应指标			
财年	2015E	2016E	1年期预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	1.9x	1.7x	1.8x
企业价值 / 息税前利润	2.8x	2.6x	2.8x
自由现金流收益率	5.3%	10.4%	5.8%
市盈率(现值)	12.4x	11.5x	12.3x
市盈率(目标)	13.4x	12.5x	13.3x

加权平均资本成本	
无风险利	3.63%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.95
债务/权益比	3.9%
边际税率	25.0%
权益成本	8.4%
债务成本	8.6%
<b>WACC</b>	<b>8.4%</b>

期末假设值	
VCH(年数)	15
对应的自由现金流增长	-4.9%
回报率增幅	8.1%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	3.1x

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

## 估值低于行业平均, 基本反映行业负面影响

近年来百货行业受到政府限制三公消费及电商的冲击, 行业盈利能力下降, 部分公司的 PE 较高, 目前百货板块相对 2015 年业绩的平均 PE 为 24.6X。

王府井目前相对 2015 年 PE 约 13.0x, 我们认为已经基本反映了百货行业面临的各类负面因素影响。目标价 20.8 元对应 2015 年 13.4xPE, 我们认为估值合理。

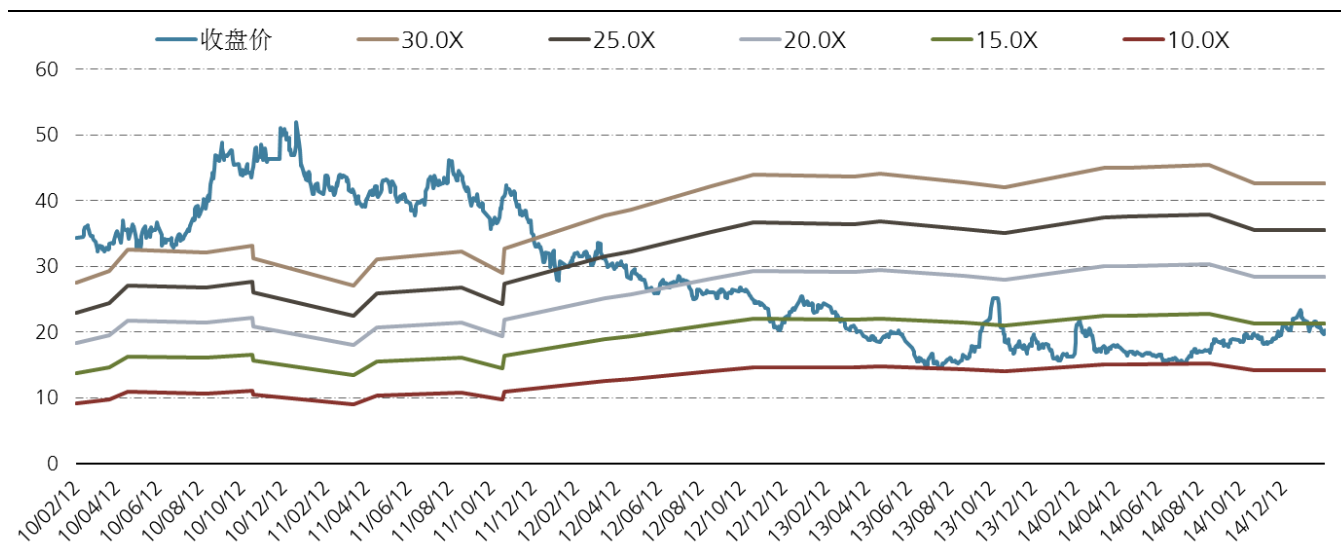
图表 14: 行业可比公司 PE 表

		收盘价 (元)	市盈率			
			13A	14E	15E	16E
行业均值(整体法)			20.4	26.9	24.6	22.3
000417.SZ	合肥百货	7.81	11.2	15.1	14.4	13.4
000501.SZ	鄂武商 A	16.56	13.9	13.7	11.7	10.3
000564.SZ	西安民生	5.94	33.8	52.3	42.1	36.1
000715.SZ	中兴商业	11.26	34.7	34.8	32.7	30.1
000759.SZ	中百集团	8.48	28.2	34.5	32.1	27.7
000785.SZ	武汉中商	8.58	34.1	61.3	57.2	50.5
000987.SZ	广州友谊	19.49	11.1	26.6	27.1	28.0
002187.SZ	广百股份	13.38	12.9	19.1	18.0	16.9
002251.SZ	步步高	16.21	22.3	19.3	16.3	13.5
002277.SZ	友阿股份	14.88	15.8	21.1	18.8	16.7
002419.SZ	天虹商场	12.30	16.0	16.4	15.3	13.9
002561.SZ	徐家汇	12.28	17.7	20.8	20.5	20.0
600859.SH	王府井	20.23	13.5	14.3	13.0	12.2

来源: Wind, 瑞银证券估算, 股价为 2015 年 2 月 11 日收盘价, 王府井、步步高和天虹商场盈利预测为瑞银证券估算, 其余公司为 Wind 一致预期。

从公司的历史估值来看, 2011 年及之前基本运行在 PE 30x 以上。但电商兴起之后, 估值一路下跌, 2013 年 6 月跌至估值低点 10x。之后大部分时间估值在 10x~15x, 目前的估值水平即运行于该区间, 处于自 2013 年初以来的平均水平。

图表 15: 王府井 PE-Bands



来源: Wind, 股价截止 2015 年 2 月 11 日

## 王府井 (600859.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	16,761	18,264	19,790	18,759	-5.2	20,319	8.3	21,919	23,393	24,752
毛利	3,128	3,534	3,923	3,849	-1.9	4,142	7.6	4,445	4,719	4,981
息税折旧摊销前利润(UBS)	1,263	1,448	1,485	1,219	-17.9	1,362	11.7	1,468	1,614	1,562
折旧和摊销	(346)	(419)	(479)	(412)	-13.8	(453)	9.9	(484)	(608)	(556)
息税前利润(UBS)	917	1,029	1,007	807	-19.8	909	12.6	984	1,007	1,006
联营及投资收益	(2)	(11)	86	120	39.7	130	8.3	140	150	160
其他非营业利润	10	10	9	(40)	-	0	-	0	0	0
净利息	(74)	(112)	(119)	(17)	85.5	(82)	-375.3	(102)	(75)	(16)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	852	917	982	870	-11.5	957	10.0	1,022	1,081	1,150
税项	(230)	(245)	(285)	(217)	23.8	(239)	-10.0	(255)	(270)	(288)
税后利润	621	672	697	652	-6.4	718	10.0	766	811	863
优先股股息及少数股权	(39)	1	(3)	0	-	0	-	0	0	0
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	583	673	694	652	-6.0	718	10.0	766	811	863
净利润(UBS)	583	673	694	652	-6.0	718	10.0	766	811	863
税率(%)	27.0	26.7	29.1	25.0	-14.0	25.0	0.0	25.0	25.0	25.0
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)	1.37	1.45	1.50	1.41	-6.0	1.55	10.0	1.66	1.75	1.86
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	1.37	1.45	1.50	1.41	-6.0	1.55	10.0	1.66	1.75	1.86
每股收益(UBS, 基本)	1.37	1.45	1.50	1.41	-6.0	1.55	10.0	1.66	1.75	1.86
每股股息净值(Rmb)	0.30	0.70	0.50	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
每股账面价值	11.59	12.81	13.53	14.94	10.4	16.49	10.4	18.15	19.90	21.77
平均股数(稀释后)	425.16	462.77	462.77	462.77	0.0	462.77	0.0	462.77	462.77	462.77
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	5,204	6,958	5,872	4,401	-25.1	5,499	24.9	6,352	6,626	6,487
其他流动资产	896	1,297	916	1,382	50.9	1,499	8.4	1,618	1,635	1,731
流动资产总额	6,101	8,254	6,788	5,783	-14.8	6,998	21.0	7,971	8,261	8,218
有形固定资产净值	2,342	2,406	2,401	2,978	24.0	3,513	18.0	3,819	4,093	4,344
无形固定资产净值	1,069	1,272	1,009	1,074	6.5	1,042	-3.0	1,187	1,178	1,243
投资/其他资产	1,331	2,590	3,843	3,848	0.1	3,853	0.1	3,834	3,699	3,616
总资产	10,842	14,523	14,040	13,683	-2.5	15,406	12.6	16,810	17,230	17,421
应付账款和其他短期负债	5,468	6,151	5,573	5,522	-0.9	5,930	7.4	6,345	6,731	7,101
短期债务	0	0	0	1,227	-	1,824	48.67	2,047	1,270	229
流动负债总额	5,468	6,151	5,573	6,748	21.1	7,754	14.9	8,392	8,001	7,329
长期债务	0	2,180	2,186	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	11	64	14	14	0.0	14	0.0	14	14	14
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	5,479	8,395	7,772	6,762	-13.0	7,768	14.9	8,406	8,015	7,343
普通股股东权益	5,363	5,930	6,263	6,916	10.4	7,633	10.4	8,399	9,210	10,073
少数股东权益	0	198	5	5	0.0	5	0.0	5	5	5
负债和权益总计	10,842	14,523	14,040	13,683	-2.5	15,406	12.6	16,810	17,230	17,421
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)	583	673	694	652	-6.0	718	10.0	766	811	863
折旧和摊销	346	419	479	412	-13.8	453	9.9	484	608	556
营运资本变动净值	(686)	(604)	303	517	70.5	(292)	-	(295)	(370)	(274)
其他营业性现金流	1,430	1,251	(551)	(1,137)	-106.4	536	-	552	664	404
经营性现金流	1,672	1,739	925	445	-51.9	1,415	218.1	1,508	1,714	1,548
有形资本支出	(524)	(487)	(472)	(1,060)	-124.6	(962)	9.2	(916)	(737)	(790)
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	14	(1,519)	(998)	120	-	130	-	140	150	160
投资性现金流	(510)	(2,007)	(1,470)	(940)	36.1	(832)	11.5	(776)	(587)	(630)
已付股息	(125)	(139)	(324)	0	-	0	-	0	0	0
股份发行/回购	45	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	0	0	0	(17)	-	(82)	-375.28	(102)	(75)	(16)
债务及优先股变化	1,174	2,180	324	(959)	-	597	-	223	(777)	(1,041)
融资性现金流	1,094	2,041	0	(976)	-	515	-	121	(853)	(1,057)
现金流量中现金的增加/(减少)	2,256	1,774	(545)	(1,471)	-169.7	1,098	-	854	273	(139)
外汇/非现金项目	0	(20)	(540)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	2,256	1,753	(1,086)	(1,471)	-35.5	1,098	-	854	273	(139)

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。

## 王府井 (600859.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)	29.8	18.7	12.8	14.3	13.0	12.2	11.5	10.8
市盈率 (UBS, 稀释后)	29.8	18.7	12.8	14.3	13.0	12.2	11.5	10.8
股价/每股现金收益	18.7	11.6	7.6	8.8	8.0	7.5	6.6	6.6
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	6.4	9.9	5.1	(6.6)	4.8	6.3	10.4	8.1
净股息收益率(%)	0.7	2.6	2.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率	3.5	2.1	1.4	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
企业价值/营业收入(核心)	0.9	0.4	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	11.8	4.7	0.5	1.6	2.1	1.9	1.7	1.8
企业价值/息税前利润(核心)	16.2	6.7	0.8	2.5	3.1	2.9	2.8	2.8
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	16.1	0.6	1.5	4.5	4.1	4.4	3.8
企业价值/运营投入资本	NM	NM	NM	NM	3.8	3.1	3.3	3.9
<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	17,949	12,613	8,875	9,353	9,353	9,353	9,353	9,353
净债务 (现金)	(2,369)	(4,076)	(4,991)	(4,232)	(3,430)	(3,430)	(3,430)	(3,430)
少数股东权益	0	198	5	5	5	5	5	5
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>15,580</b>	<b>8,735</b>	<b>3,889</b>	<b>5,126</b>	<b>5,928</b>	<b>5,928</b>	<b>5,928</b>	<b>5,928</b>
非核心资产	(701)	(1,873)	(3,123)	(3,123)	(3,123)	(3,123)	(3,123)	(3,123)
<b>核心企业价值</b>	<b>14,879</b>	<b>6,862</b>	<b>766</b>	<b>2,003</b>	<b>2,804</b>	<b>2,804</b>	<b>2,804</b>	<b>2,804</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
营业收入	20.2	9.0	8.4	-5.2	8.3	7.9	6.7	5.8
息税折旧摊销前利润(UBS)	21.4	14.6	2.6	-17.9	11.7	7.8	10.0	-3.2
息税前利润(UBS)	22.2	12.2	-2.2	-19.8	12.6	8.2	2.4	-0.1
每股收益(UBS 稀释后)	52.2	6.2	3.1	-6.0	10.0	6.8	5.9	6.4
每股股息净值	-	133.3	-28.6	-	-	-	-	-
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
毛利率	18.7	19.3	19.8	20.5	20.4	20.3	20.2	20.1
息税折旧摊销前利润率	7.5	7.9	7.5	6.5	6.7	6.7	6.9	6.3
息税前利润率	5.5	5.6	5.1	4.3	4.5	4.5	4.3	4.1
净利 (UBS) 率	3.5	3.7	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
ROIC (EBIT)	(315.7)	(193.2)	(189.3)	>500	124.2	108.3	117.5	140.4
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)	13.1	11.9	11.4	9.9	9.9	9.6	9.2	8.9
<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	(4.1)	(3.3)	(2.5)	(2.6)	(2.7)	(2.9)	(3.3)	(4.0)
净债务/总权益 %	(97.0)	(78.0)	(58.8)	(45.9)	(48.1)	(51.2)	(58.1)	(62.1)
净债务/ (净债务 + 总权益) %	NM	NM	NM	(84.7)	(92.7)	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(35.0)	(69.6)	NM	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出 / 折旧 %	151.5	116.4	98.6	NM	NM	189.0	121.4	142.1
资本支出/营业收入(%)	3.1	2.7	2.4	5.7	4.7	4.2	3.2	3.2
息税前利润/净利息	12.5	9.2	8.5	46.8	11.1	9.6	13.4	63.2
股息保障倍数 (UBS)	4.6	2.1	3.0	-	-	-	-	-
股息支付率 (UBS) %	21.9	48.1	33.3	-	-	-	-	-
<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	16,761	18,264	19,790	18,759	20,319	21,919	23,393	24,752
<b>总计</b>	<b>16,761</b>	<b>18,264</b>	<b>19,790</b>	<b>18,759</b>	<b>20,319</b>	<b>21,919</b>	<b>23,393</b>	<b>24,752</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	917	1,029	1,007	807	909	984	1,007	1,006
<b>总计</b>	<b>917</b>	<b>1,029</b>	<b>1,007</b>	<b>807</b>	<b>909</b>	<b>984</b>	<b>1,007</b>	<b>1,006</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	+2.9%
预测股息收益率	0.0%
预测股票回报率	+2.9%
市场回报率假设	8.6%
预测超额回报率	-5.7%

---

## 风险声明

我们认为公司主要的下行风险包括：如果宏观经济快速下行，将会直接减缓老店的收入增速，以及延长新店的培育期；如果竞争对手加速进入公司已有的经营地域以及未来考虑扩张的地域，随之而来的竞争可能增加公司的期间费用以及降低毛利率；如果政府加强对商业地产的调控，将会对公司扩张计划以及特定优惠政策带来负面影响；如果电子商务持续快速增长，可能挤占公司目标客户人群的消费能力，并可能带来价格战，进而减少公司的收入和毛利率。

## 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%	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 <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 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；胡昀昀，CFA.

### 涉及报告中提及的公司的披露

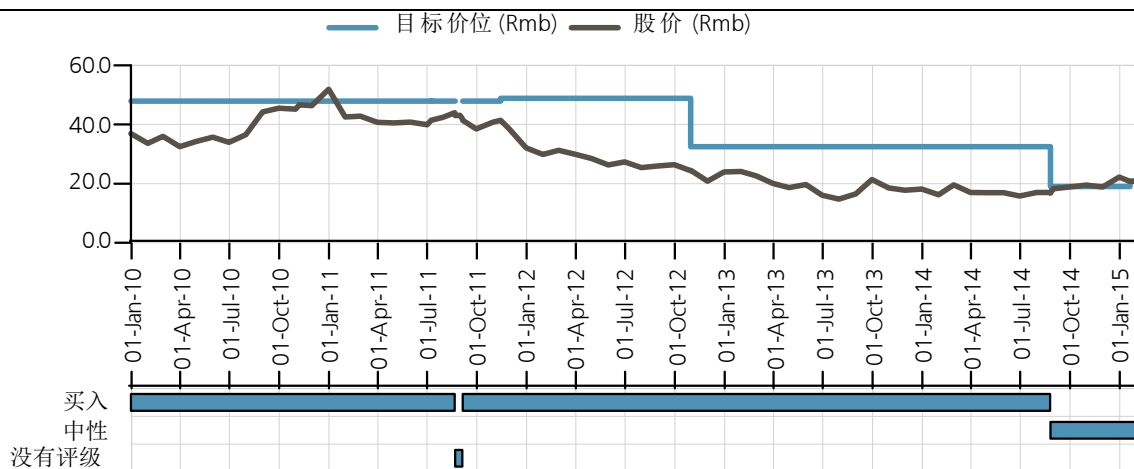
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
王府井	600859.SS	中性	不适用	Rmb20.10	2015 年 02 月 10 日

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。

## 王府井 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 2 月 10 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/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 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。

