

沪港通股票

青岛啤酒

注重品牌发展战略，维持“中性”评级

管理层调整发展战略，更为注重品牌建设

我们将青岛啤酒自 2011 年起盈利增速较为缓慢归因于：1) 过去几年侧重销量增长策略；2) 与竞争对手百威在中高端领域日益激烈的竞争。2014 年 8 月管理层决定通过调整产品品牌结构提升公司盈利水平：1) 重点发展“青岛”品牌，我们预计未来该品牌销量占比有望从 2014 年的 49% 逐步提升；2) 重新规划副品牌，计划将“崂山”在全国范围内推广；3) 开发新产品（如“经典 1903”等），并有意识针对新兴消费群体（80/90 后）作更多产品推广。

品牌战略调整任重道远

我们认为青岛啤酒从“1+3”到“1+1+N”的品牌战略调整主要是因为：1) 啤酒行业整体销量增速减缓，通过走量竞争市场份额的效果不佳；2) 竞争对手百威在高端产品强势抢占份额，促使青岛啤酒加大品牌建设投入和产品结构升级。然而，根据青岛啤酒发展历史和华润雪花啤酒在大众市场的主导地位判断，我们对“崂山”在全国市场推广、青岛啤酒系列产品整合效果持谨慎态度。

2014 公司业绩预测

我们预计 2014 青岛啤酒整体销量增长 5% 左右，而“青岛”主品牌销量表现与去年基本持平，说明公司产品结构有所恶化。我们预计 2014 年公司收入同比增长 3%，净利润同比增长约 10%。

估值：目标价 44 元，维持“中性”评级

我们小幅调整 14-16 年 EPS 预测至 1.55/1.71/1.85 元（原为 1.59/1.71/1.87 元）。基于瑞银 VCAM 现金流贴现模型（因市场无风险利率下降，WACC 从 8.6% 下调至 8.4%），将估值滚动至 2015 年，小幅下调目标价至 44 元，维持“中性”评级，对应 15/16 年 EV/EBITDA 为 14/13x。

Equities			
中国			
酿酒业			
12 个月评级	中性		
	保持不变		
12 个月目标价	Rmb44.00		
	之前: Rmb45.00		
股价	Rmb40.10		
路透代码: 600600.SS 彭博代码 600600 CH			
交易数据和主要指标			
52 周股价波动范围	Rmb43.44-37.39		
市值	Rmb54.2 十亿/US\$8.68 十亿		
已发行股本	1,351 百万 (ORDA)		
流通股比例	18%		
日均成交量(千股)	4,542		
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb186.2		
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb18.1 十亿		
市净率 (12/14E)	3.0x		
净债务 / EBITDA	NM		
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)			
	从	到	% 市场预测
12/14E	1.59	1.55	-2.61 1.54
12/15E	1.71	1.71	-0.13 1.72
12/16E	1.87	1.85	-1.16 1.92

赵琳

分析师

S1460511020005

lin.zhao@ubssecurities.com

+86-105-832 8186

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	23,158	25,782	28,291	29,179	31,463	33,938	36,622	43,372
息税前利润(UBS)	2,414	2,291	2,332	2,455	2,792	3,008	3,243	3,653
净利润 (UBS)	1,738	1,759	1,914	2,094	2,311	2,499	2,728	3,094
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	1.29	1.30	1.42	1.55	1.71	1.85	2.02	2.29
每股股息 (Rmb)	0.26	0.40	0.45	0.49	0.55	0.59	0.64	0.73
现金 / (净债务)	4,154	5,106	6,629	6,716	6,618	7,492	9,713	11,510
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(%)	10.4	8.9	8.2	8.4	8.9	8.9	8.9	8.4
ROIC (EBIT) (%)	38.2	26.6	27.5	28.4	27.1	25.2	25.8	27.5
EV/EBITDA(core)x	13.6	13.7	14.9	13.8	12.2	11.1	10.0	8.6
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	26.6	26.0	28.2	25.9	23.4	21.7	19.9	17.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(1.4)	1.6	2.1	1.2	1.0	3.0	5.6	6.3
净股息收益率(%)	0.8	1.2	1.1	1.2	1.4	1.5	1.6	1.8

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 16 日 16 时 56 分的股价(Rmb40.10)得出；

投资主题

青岛啤酒

投资理由

由于过去几年侧重销量增长策略和与竞争对手百威在中高端领域日益激烈的竞争，青岛啤酒 2011 年以来盈利增速较慢。2014 年 8 月管理层决定从“1+3”到“1+1+N”的品牌战略调整，根据青岛啤酒发展历史和华润雪花啤酒在大众市场的主导地位判断，我们对“崂山”在全国市场推广、青岛啤酒系列产品整合效果持谨慎态度。然而，从长期来讲，我们认为公司会是未来行业整合浪潮中的主要整合者之一。我们预测公司 2014-16 年 EPS 为 1.55/1.71/1.85 元。我们基于瑞银 VCAM 现金流贴现模型，WACC 为 8.4%，得到目标价 44 元，对应 15/16 年 EV/EBITDA 分别为 14/13 倍。给予中性评级。

乐观情景

我们假设 15 年青岛啤酒销售增速上升至 15%（基准假设是 5%），那么我们估算 2015 年青岛啤酒净利润将比我们目前盈利预测高 20%。假设 15 年青岛 EV/EBITDA 估值为 15 倍，我们估算每股估值为 52 元。

悲观情景

我们假设青岛啤酒 15 年主要品牌销量增速下降至 0%，其他因素保持不变，那么我们估算 15 年青岛啤酒净利润将比我们目前盈利预测低 12.7%。假设 15 年青岛 EV/EBITDA 估值为 13 倍，我们估算每股估值为 35 元。

近期催化剂

我们认为公司 15 年产品结构升级若好于预期是公司的正面催化剂；
15 年主品牌销量增速若下滑是公司的负面催化剂。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb44.00

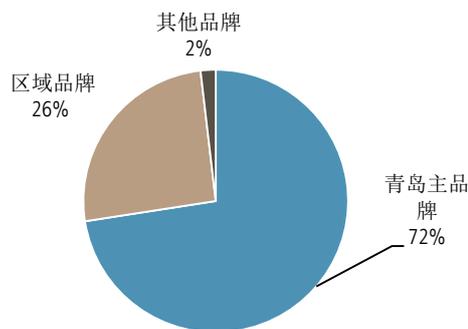
公司简介

青岛啤酒是中国最大的啤酒厂，2013 年啤酒产量为 92.4 亿升，占国内总销售量的 18.6%。公司自 90 年代后期运用兼并重组、收购、合资建厂等多种方式建立了 50 多家啤酒生产基地，基本完成了全国性战略布局。公司主打的青岛啤酒品牌占 2013 年总销售量的 51.7%。

行业展望

我们啤酒行业的产量发展经历了长期的并购整合，进入寡头垄断时期。2013 年行业 CR4 达到 63%，青岛啤酒、燕京啤酒等 4 大公司竞争的格局逐步明朗。因此，在各个公司市占率高的市场，将有望通过相应的产品结构提升、费用率的改善推动利润率持续增长。

2013 年分业务收入占比



来源：公司数据

各类产品毛利

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
青岛主品牌	6,985	7,678	7,629	8,527	9,334
区域品牌	1,094	1,308	1,462	1,544	1,626
其他品牌	68	69	60	60	61
总计	8,147	9,055	9,151	10,132	11,021

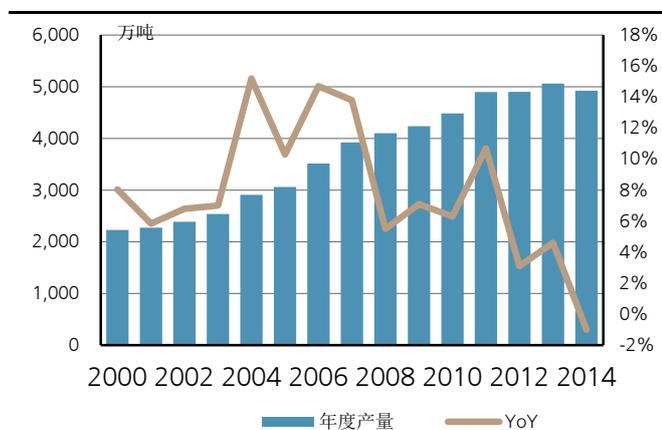
来源：公司数据，瑞银证券估算

管理层注重品牌发展战略

2014 年 1~12 月，中国啤酒行业累计产量 4,922 万吨，同比下降 1%；行业累计收入和利润分别为 1,886 亿元 (+5% YoY) 和 138 亿元 (+11% YoY)。我们认为 2014 年国内啤酒产量增速下滑主要原因是：1) 反腐运动导致中高端餐饮消费量下滑；2) 国内经济增速放缓，CPI 在低位运行；3) 2014 年天气比较异常，温度偏低。

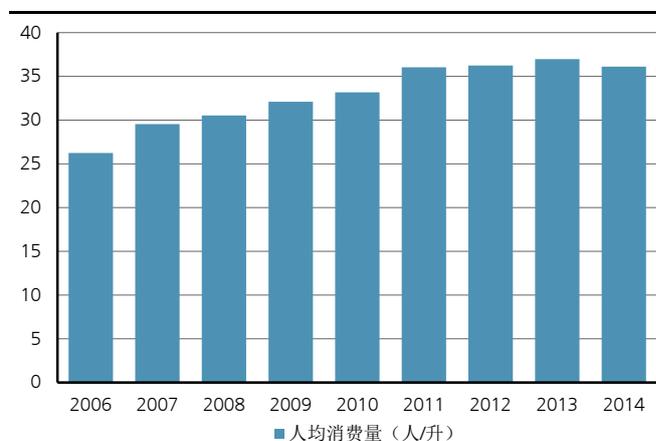
我们认为，2015 年行业将维持在较低增长水平：1) 通缩后周期对消费的负面影响；2) 目前我国人均消费量为 37 升，略高于世界人均水平，特别是一二线城市人均消费量的提升空间有限。我们认为，未来行业主要增长空间在于：1) 一二线城市消费结构升级；2) 三四线城市居民收入增长带来的消费量上升。

图表 1: 啤酒行业累计产量及增速



来源: CEIC

图表 2: 中国人均啤酒消费量

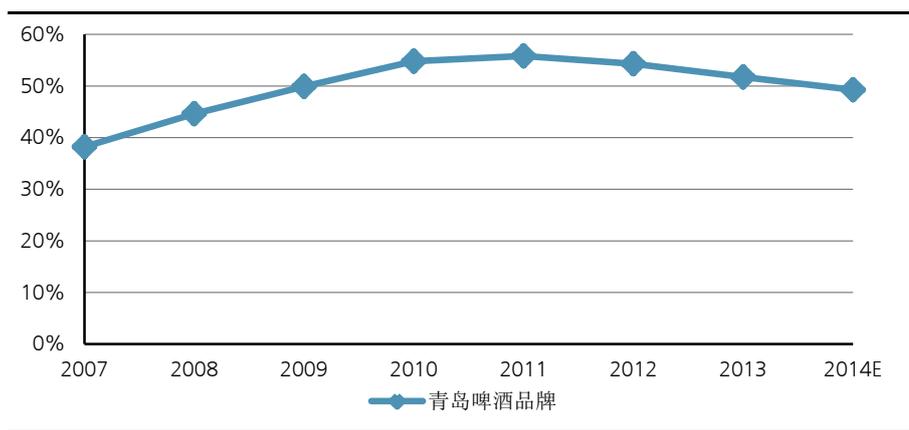


来源: WIND

聚焦品牌战略

我们将青岛啤酒自 2011 年起盈利水平不断下行归因于：1) 公司过去几年侧重销量增长策略；2) 与竞争对手百威在中高端领域日益激烈的竞争。2014 年 8 月管理层决定通过调整产品品牌结构提升公司盈利水平：1) 重点发展“青岛”品牌，我们预计未来该品牌销量占比有望从 2014 年的 49% 逐步提升；2) 重新规划副品牌（汉斯、山水、银麦等），计划将“崂山”在全国范围内推广；3) 开发新产品（如“经典 1903”等），并有意识针对新兴消费群体（80/90 后）作更多产品推广。

图表 3: 我们预测 2014 年青岛啤酒品牌销量贡献占比下降至 49%



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

成本发展保持平稳

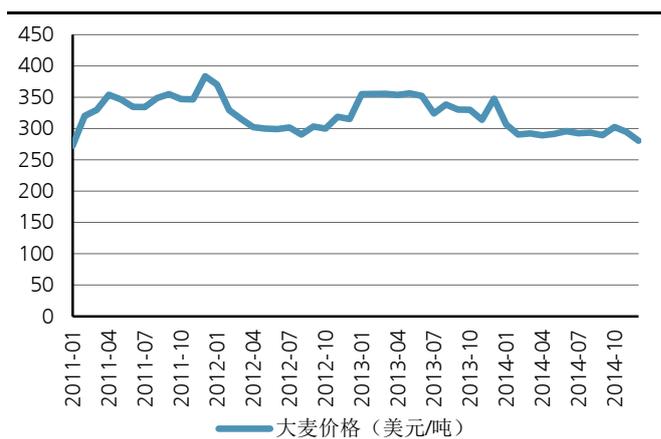
近两年啤酒原材料大麦、大米平均价格水平维持平稳状态。基于国内经济增速放缓、包装材料成本压力较低, 我们认为啤酒行业生产成本较为稳定, 出现原材料行业性提价的可能性较小。

图表 4: 中国 50 个城市平均大米价格



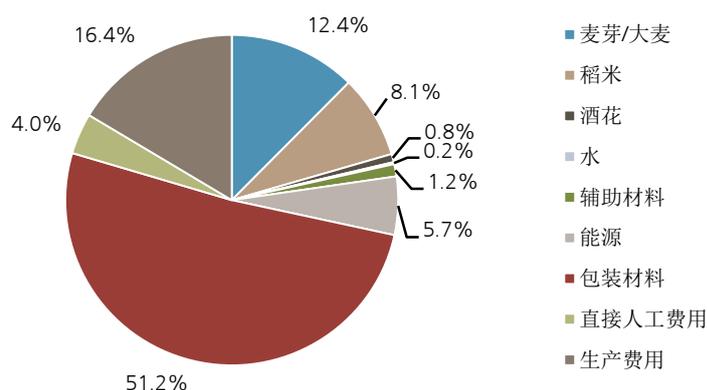
来源: WIND

图表 5: 进口大麦平均价格



来源: WIND

图表 6: 青岛啤酒成本结构 (2013)



来源: 公司数据

品牌战略调整任重道远

我们认为青岛啤酒从“1+3”到“1+1+N”的品牌战略调整主要是因为: 1) 啤酒行业整体销量增速减缓, 通过走量竞争市场份额的效果不佳; 2) 竞争对手百威在高端产品强势抢占份额, 促使青岛啤酒加大品牌建设投入和产品结构升级。然而, 根据青岛啤酒发展历史和华润雪花啤酒在大众市场的主导地位判断, 我们对“崂山”在全国市场顺利推广、青岛啤酒系列产品整合效果持谨慎态度。

盈利预测和目标价调整

我们预计 2014 青岛啤酒整体销量增长 5% 左右, 而“青岛”主品牌销量表现与去年基本持平, 说明公司产品结构有所恶化。我们预计 2014 年公司收入同比增长 3%, 净利润同比增长约 10%。但从中长期看, 我们认为: 1) 随着行业竞争格局日趋稳定, 将有利于公司利润率提升; 2) 产品结构优化将带动公司吨酒收入持续提升。

我们小幅调整 14-16 年 EPS 预测至 1.55/1.71/1.85 元 (原为 1.59/1.71/1.87 元)。基于瑞银 VCAM 现金流贴现模型 (因市场无风险利率下降, WACC 从 8.6% 下调至 8.4%), 将估值滚动至 2015 年, 下调目标价至 44 元, 维持“中性”评级, 对应 15/16 年 EV/EBITDA 为 14/13x。

图表 7: 瑞银盈利预测与一致预期对比

RMB m	瑞银证券预测			一致预期			差距		
	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
收入	29,179	31,463	33,938	30,680	33,474	37,055	-5%	-6%	-8%
营业利润	2,164	2,529	2,745	2,248	2,587	2,856	-4%	-2%	-4%
净利润	2,094	2,311	2,499	2,017	2,314	2,582	4%	0%	-3%

来源: 瑞银证券估算, Bloomberg

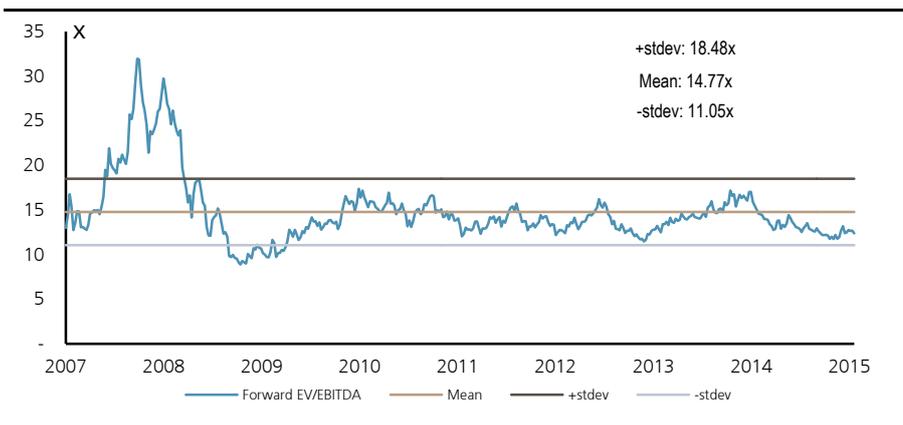
图表 8: 关键假设预测

	New			Old			Changes		
	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
产能 (百万吨)	13.0	14.3	15.7	14.0	15.4	16.9	-7.1%	-7.1%	-7.1%
...YoY (%)	4.1%	10.0%	0.0%	12.1%	10.0%	0.0%	-8ppts	0ppts	0ppts
销量 (百万吨)	9.2	9.8	10.3	9.6	10.2	10.8	-3.80%	-3.80%	-3.80%
...YoY (%)	5.0%	5.8%	5.8%	9.2%	5.8%	5.8%	-4ppts	0ppts	0ppts
产能利用率	73%	72%	69%	73%	69%	67%	0ppts	2ppts	2ppts
ASP 变动	-1.9%	1.9%	1.9%	-0.2%	1.9%	2.0%	-2ppts	0ppts	0ppts
青岛品牌销量 (百万吨)	4.6	4.9	5.2	4.8	5.1	5.5	-4.8%	-4.8%	-4.8%
...YoY (%)	0.0%	7.0%	7.0%	5.0%	7.0%	7.0%	-5ppts	0ppts	0ppts
青岛品牌占总销量比例	49.3%	49.8%	50.4%	49.7%	50.3%	50.9%	0ppts	0ppts	0ppts
毛利率	31.4%	32.2%	32.5%	31.6%	31.9%	32.1%	-25bps	33bps	33bps
渠道和销售费用占比	19.2%	19.4%	19.7%	20.5%	20.5%	20.6%	-124bps	-108bps	-95bps
营业利润率(剔除其他经营损失)	7.40%	8.0%	8.1%	6.3%	6.5%	6.7%	109bps	150bps	138bps
资本开支 (百万元)	2,112	2,935	2,184	2,837	3,121	2,312	-25.6%	-6.0%	-5.5%
有效税率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	0ppts	0ppts	0ppts

来源: 瑞银证券估算

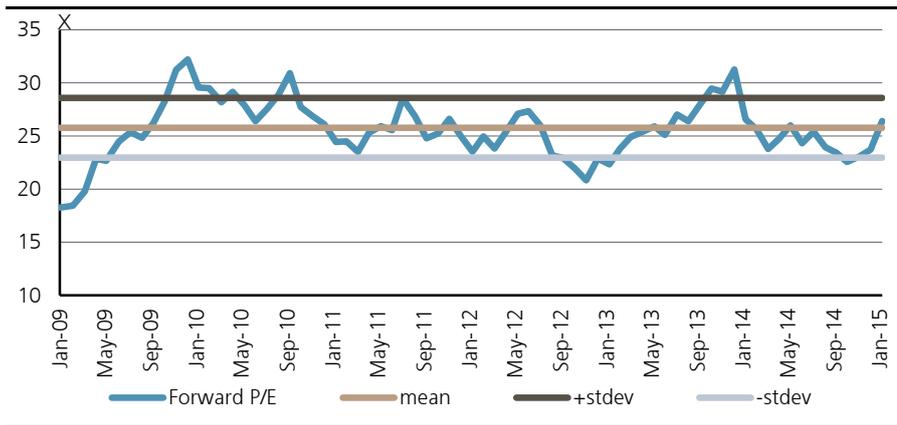
2010-2012 年, 青岛啤酒的 EV/EBITDA 估值一直在 12-17 倍区间波动。12 年反腐力度加强之后, 高端餐饮消费增速下滑, 导致公司估值一度回落到 12 倍, 13 年以后, 随着公司通过并购扩大产能, 抢夺市场份额, 估值回升到 17 倍。14 年下半年开始, 随着行业整体增速下降, “青岛”主品牌销量下滑, 估值水平下降到 12 倍左右。我们认为当前估值水平较为合理 (目前 EV/EBITDA 12.4 倍, 2015 年 PE 23 倍), 维持“中性”评级。

图表 9: 青岛啤酒未来 12 个月 EV/EBITDA



来源: Wind, 瑞银证券估算

图表 10: 青岛啤酒 PE 估值



来源: Wind

图表 11: 国内外啤酒公司估值比较

	Bloomberg Code	Mkt cap (US\$ m)	Share price(LC)	CY PE			P/S 14E	PEG 14E	EV/EBITDA			ROE 14E	Div Yld 14E	P/BV 13
				14E	15E	16E			14E	15E	16E			
百威英博	ABI BB	195,210	106.40	20.2x	19.2x	17.4x	4.3x	2.6x	13.1x	12.6x	11.9x	16.4%	2.4%	3.9x
朝日啤酒	2502 JP	15,139	3716.00	23.2x	21.1x	19.3x	1.0x	2.4x	11.2x	10.9x	10.6x	8.9%	1.2%	2.2x
喜力啤酒	HEIO NA	19,373	58.96	19.2x	16.7x	15.0x	0.9x	1.5x	7.8x	7.3x	6.7x	6.5%	1.7%	1.8x
嘉士伯啤酒	CARLB DC	12,490	526.00	14.9x	15.4x	13.7x	1.2x	3.5x	9.1x	9.3x	8.8x	7.2%	1.7%	1.1x
青岛啤酒 A*	600600 CH	8,662	40.09	25.8x	23.4x	21.6x	1.9x	2.8x	13.8x	12.1x	11.1x	12.0%	1.2%	3.2x
青岛啤酒 H	0168 HK	8,788	50.50	27.4x	24.6x	22.2x	1.9x	2.9x	15.0x	13.5x	12.3x	12.1%	1.2%	3.5x
燕京啤酒	000729 CH	3,757	8.35	31.2x	26.5x	25.3x	1.7x	3.8x	13.6x	11.5x	10.4x	5.9%	0.9%	1.5x
Average				23.1x	21.0x	19.2x	1.8x	2.8x	11.9x	11.0x	10.2x	9.9%	1.5%	2.5x

来源: Bloomberg, 瑞银证券估算, 注: 以上数据为 2015 年 2 月 16 日收盘价。*为瑞银证券估算, 其余采用市场一致预期

图表 12: 青岛啤酒 UBS VCAM [600600.SS]

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	2,792	3,008	3,243	3,653	4,475	4,860	5,270	5,708	6,173	6,667
折旧及摊销 *	946	1,048	1,114	1,202	1,272	1,381	1,498	1,622	1,754	1,895
资本支出	(2,935)	(2,184)	(1,092)	(1,179)	(2,355)	(2,558)	(2,774)	(3,004)	(3,249)	(3,509)
运营资本变动	(165)	(204)	(225)	(513)	178	215	230	245	260	276
所得税(营运)	(700)	(754)	(813)	(915)	(1,119)	(1,215)	(1,318)	(1,427)	(1,543)	(1,667)
其他	(114)	(124)	(134)	(338)	(187)	(203)	(216)	(230)	(245)	(260)
自由现金流	(177)	789	2,093	1,911	2,264	2,481	2,690	2,913	3,150	3,402
增长		NM	165.1%	-8.7%	18.5%	9.6%	8.4%	8.3%	8.1%	8.0%

估值	
明计现金流现值	29,096
期末价值(第20年)现值	19,212
企业价值	48,308
占永续价值百分比	40%
联营公司及其他	1,991
-少数股东权益	0
现金盈余**	7,134
-债务 ***	1,903
权益价值	55,530
已发行股数 [m]	1,351.0
每股权益价值 (Rmb/股)	41.10
权益成本	8.4%
股息收益率	1.4%
1年期目标价 (Rmb/股)	44.00

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	8.0%	7.0%	5.0%
息税前利润率	9.5%	9.5%	6.0%
资本支出/销售收入	5.0%	4.0%	3.5%
投资资本回报率	16.1%	16.6%	12.8%

估值对应指标			
财年	2015E	2016E	1年预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	12.9x	11.9x	12.8x
企业价值 / 息税前利润	17.3x	16.1x	17.1x
自由现金流收益率	NM	1.6%	NM
市盈率(现值)	24.0x	22.2x	23.8x
市盈率(目标)	25.7x	23.8x	25.5x

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	3.5%
边际税率	25.0%
权益成本	8.4%
债务成本	4.6%
WACC	8.4%

期末假设值	
VCH(年数)	20
对应的自由现金流增长	0.7%
回报率增幅	4.0%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	6.2x

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

来源: UBS VCAM

青岛啤酒 (600600.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	23,158	25,782	28,291	29,179	3.1	31,463	7.8	33,938	36,622	43,372
毛利	7,717	8,147	9,055	9,151	1.1	10,132	10.7	11,021	11,990	14,272
息税折旧摊销前利润(UBS)	2,985	2,976	3,094	3,300	6.7	3,738	13.2	4,056	4,357	4,855
折旧和摊销	(571)	(685)	(762)	(845)	10.9	(946)	11.9	(1,048)	(1,114)	(1,202)
息税前利润(UBS)	2,414	2,291	2,332	2,455	5.3	2,792	13.7	3,008	3,243	3,653
联营及投资收益	4	15	5	(1)	-	(3)	-193.2	10	10	10
其他非营业利润	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利息	36	178	251	343	36.5	300	-12.6	317	387	466
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	2,455	2,484	2,588	2,798	8.1	3,089	10.4	3,335	3,640	4,129
税项	(657)	(639)	(673)	(702)	-4.3	(775)	-10.4	(834)	(910)	(1,032)
税后利润	1,798	1,845	1,915	2,095	9.4	2,313	10.4	2,501	2,730	3,096
优先股股息及少数股权	(60)	(86)	(2)	(2)	-13.0	(2)	-12.8	(2)	(2)	(3)
非常项目	0	0	73	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	1,738	1,759	1,987	2,094	5.4	2,311	10.4	2,499	2,728	3,094
净利润(UBS)	1,738	1,759	1,914	2,094	9.4	2,311	10.4	2,499	2,728	3,094
税率(%)	26.8	25.7	26.0	25.1	-3.5	25.1	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)	1.29	1.30	1.42	1.55	9.4	1.71	10.4	1.85	2.02	2.29
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	1.29	1.30	1.47	1.55	5.4	1.71	10.4	1.85	2.02	2.29
每股收益(UBS, 基本)	1.29	1.30	1.42	1.55	9.4	1.71	10.4	1.85	2.02	2.29
每股股息净值(Rmb)	0.26	0.40	0.45	0.49	9.7	0.55	10.4	0.59	0.64	0.73
每股账面价值	9.45	10.70	12.38	13.43	8.5	14.86	10.7	16.42	18.13	20.44
平均股数(稀释后)	1,350.98	1,350.98	1,350.98	1,350.98	0.0	1,350.98	0.0	1,350.98	1,350.98	1,350.98
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	6,108	7,118	8,532	8,620	1.0	8,521	-1.1	9,395	11,616	13,413
其他流动资产	3,476	3,024	3,743	3,772	0.8	4,018	6.5	4,311	4,633	5,382
流动资产总额	9,583	10,142	12,274	12,391	1.0	12,539	1.2	13,706	16,249	18,795
有形固定资产净值	10,212	11,578	11,785	12,930	9.7	14,796	14.4	15,809	15,664	16,469
无形固定资产净值	1,295	1,284	1,325	1,325	0.0	1,325	0.0	1,325	1,325	1,325
投资/其他资产	544	656	1,980	1,990	0.5	2,000	0.5	2,010	2,020	2,029
总资产	21,634	23,661	27,365	28,636	4.6	30,659	7.1	32,850	35,257	38,618
应付账款和其他短期负债	5,329	5,192	6,508	6,364	-2.2	6,445	1.3	6,534	6,630	6,867
短期债务	165	150	1,898	1,898	0.0	1,898	0.0	1,898	1,898	1,898
流动负债总额	5,494	5,343	8,407	8,263	-1.7	8,343	1.0	8,432	8,529	8,765
长期债务	1,789	1,862	5	5	0.0	5	0.0	5	5	5
其它长期负债	1,412	1,680	2,373	2,373	0.0	2,373	0.0	2,373	2,373	2,373
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	8,695	8,884	10,784	10,640	-1.3	10,721	0.8	10,810	10,906	11,143
普通股股东权益	12,772	14,461	16,728	18,141	8.5	20,082	10.7	22,181	24,490	27,612
少数股东权益	166	315	(147)	(145)	1.2	(143)	1.4	(141)	(139)	(136)
负债和权益总计	21,634	23,661	27,365	28,636	4.6	30,659	7.1	32,850	35,257	38,618
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)	1,738	1,759	1,987	2,094	5.4	2,311	10.4	2,499	2,728	3,094
折旧和摊销	571	685	762	845	10.9	946	11.9	1,048	1,114	1,202
营运资本变动净值	(640)	606	760	(324)	-	118	-	133	147	181
其他营业性现金流	72	72	(344)	126	-	128	1.6	115	116	116
经营性现金流	1,741	3,122	3,164	2,741	-13.4	3,503	27.8	3,795	4,105	4,593
有形资本支出	(2,405)	(2,378)	(2,036)	(2,112)	-3.7	(2,935)	-38.9	(2,184)	(1,092)	(1,179)
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	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(2,405)	(2,378)	(2,036)	(2,112)	-3.7	(2,935)	-38.9	(2,184)	(1,092)	(1,179)
已付股息	(243)	(351)	(540)	(667)	-23.4	(736)	-10.4	(792)	(864)	(980)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	282	(189)	(227)	126	-	70	-44.94	55	72	95
债务及优先股变化	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	39	(540)	(768)	(540)	29.6	(667)	-23.4	(736)	(792)	(885)
现金流量中现金的增加/(减少)	(625)	203	360	88	-75.6	(99)	-	874	2,221	2,529
外汇/非现金项目	(866)	807	1,053	0	-	0	-	0	0	(731)
资产负债表现金增加/(减少)	(1,490)	1,011	1,413	88	-93.8	(99)	-	874	2,221	1,797

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。

青岛啤酒 (600600.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)	26.6	26.0	27.1	25.9	23.4	21.7	19.9	17.5
市盈率 (UBS, 稀释后)	26.6	26.0	28.2	25.9	23.4	21.7	19.9	17.5
股价/每股现金收益	20.0	18.7	20.2	18.4	16.6	15.3	14.1	12.6
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(1.4)	1.6	2.1	1.2	1.0	3.0	5.6	6.3
净股息收益率(%)	0.8	1.2	1.1	1.2	1.4	1.5	1.6	1.8
市净率	3.6	3.2	3.2	3.0	2.7	2.4	2.2	2.0
企业价值/营业收入(核心)	1.8	1.6	1.6	1.6	1.4	1.3	1.2	1.0
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	13.6	13.7	14.9	13.8	12.2	11.1	10.0	8.6
企业价值/息税前利润(核心)	16.9	17.8	19.8	18.5	16.3	15.0	13.4	11.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	NM	NM	NM	NM	24.1	13.3	11.4
企业价值/运营投入资本	6.4	4.7	5.4	5.3	4.4	3.8	3.5	3.2
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	46,219	45,734	53,941	54,175	54,175	54,175	54,175	54,175
净债务 (现金)	(5,131)	(4,630)	(5,867)	(6,673)	(6,667)	(7,055)	(8,603)	(10,246)
少数股东权益	166	315	0	0	0	0	0	0
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	41,255	41,419	48,074	47,503	47,508	47,120	45,573	43,929
非核心资产	(544)	(656)	(1,980)	(1,990)	(2,000)	(2,010)	(2,020)	(2,029)
核心企业价值	40,710	40,763	46,094	45,513	45,508	45,110	43,553	41,900
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	16.4	11.3	9.7	3.1	7.8	7.9	7.9	18.4
息税折旧摊销前利润(UBS)	10.5	-0.3	4.0	6.7	13.2	8.5	7.4	11.4
息税前利润(UBS)	10.2	-5.1	1.8	5.3	13.7	7.7	7.8	12.6
每股收益(UBS 稀释后)	14.3	1.2	8.8	9.4	10.4	8.1	9.2	13.4
每股股息净值	44.4	53.8	12.5	9.7	10.4	7.5	9.2	13.4
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	33.3	31.6	32.0	31.4	32.2	32.5	32.7	32.9
息税折旧摊销前利润率	12.9	11.5	10.9	11.3	11.9	12.0	11.9	11.2
息税前利润率	10.4	8.9	8.2	8.4	8.9	8.9	8.9	8.4
净利 (UBS) 率	7.5	6.8	6.8	7.2	7.3	7.4	7.4	7.1
ROIC (EBIT)	38.2	26.6	27.5	28.4	27.1	25.2	25.8	27.5
税后投资资本回报率	28.0	19.7	20.3	21.3	20.3	18.9	19.3	20.6
净股东权益回报率(UBS)	14.7	12.9	12.3	12.0	12.1	11.8	11.7	11.9
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	(1.4)	(1.7)	(2.1)	(2.0)	(1.8)	(1.8)	(2.2)	(2.4)
净债务/总权益 %	(32.1)	(34.6)	(40.0)	(37.3)	(33.2)	(34.0)	(39.9)	(41.9)
净债务/(净债务 + 总权益) %	(47.3)	(52.8)	(66.6)	(59.5)	(49.7)	(51.5)	(66.4)	(72.1)
净债务/企业价值	(10.2)	(12.5)	(14.4)	(14.8)	(14.5)	(16.6)	(22.3)	(27.5)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	98.0	98.0
资本支出/营业收入(%)	10.4	9.2	7.2	7.2	9.3	6.4	3.0	2.7
息税前利润/净利息	NM							
股息保障倍数 (UBS)	4.9	3.3	3.1	3.1	3.1	3.2	3.2	3.2
股息支付率 (UBS) %	20.2	30.7	31.8	31.9	31.9	31.7	31.7	31.7
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	23,158	25,782	28,291	29,179	31,463	33,938	36,622	43,372
总计	23,158	25,782	28,291	29,179	31,463	33,938	36,622	43,372
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	2,414	2,291	2,332	2,455	2,792	3,008	3,243	3,653
总计	2,414	2,291	2,332	2,455	2,792	3,008	3,243	3,653

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	+9.7%
预测股息收益率	1.4%
预测股票回报率	+11.1%
市场回报率假设	8.6%
预测超额回报率	+2.5%

风险声明

我们认为中国啤酒业存在的主要风险有：1) 该行业依赖进口啤酒大麦导致酿酒成本很难预测；2) 中国的分销商正处于整合阶段，可能比供货商拥有更强的溢价能力；3) 对产品质量的任何负面曝光都可能损害酒精饮料公司的声誉；4) 公司治理。公司的下行风险主要来自于销量增长低于我们预期。

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：赵琳

涉及报告中提及的公司的披露

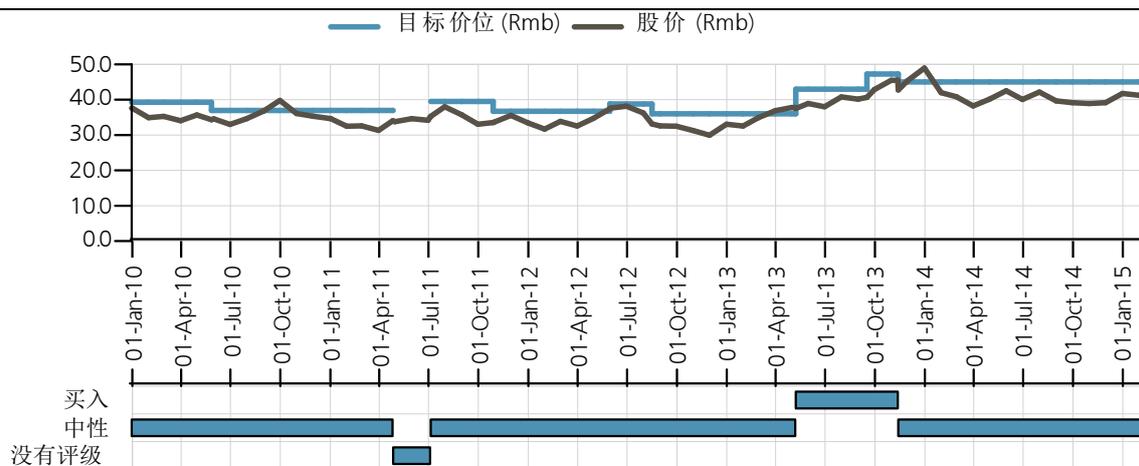
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
青岛啤酒	600600.SS	中性	不适用	Rmb40.01	2015 年 02 月 15 日

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。

青岛啤酒 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 2 月 15 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下述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

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. 对其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：**除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd [mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：**UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：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。

