

# 豪迈科技

## 行业增长可能出现拐点

### 2014年业绩基本符合预期

2014年收入18亿,同比增长54%,上市公司净利润同比增长51%,扣非净利润4.9亿,每股收益1.26元,基本符合我们的预期。分板块看,轮胎模具收入16.4亿,同比增长50%;内销收入11亿,同比增长59%,外销7.3亿,同比增长47%。公司分配方案是拟10送10派息5元。我们认为2014年收入和盈利的高增长的原因:1)行业恢复性增长;2)公司市场份额提高。

### 2015年行业增速可能面临拐点

2015年轮胎行业增速可能面临拐点,主要原因:1)2015年初美国双反初裁将对国内进口轮胎征收双反税。相比2009年此次双反力度更大。美国占出口比重30%左右,双反或将拉低轮胎整体出口量增速,2)为了规避环保要求,重卡等商用车在2013/2014年提前采购,我们预计2015年重卡销量面临压力,从而拉低国内轮胎市场需求增速。我们预计未来两年轮胎出口量增速从13%下降到6%左右,整体轮胎行业产量增速从8%下降到4%左右。

### 先导数据已反应部分风险苗头

从我们跟踪数据看,2014年下半年以来,在国内重卡需求下滑,出口增速下滑情况下,国内轮胎企业开工率已从70%-80%下降到40%-50%。由于模具与轮胎产量线性关系,滞后于产量变化,我们认为模具行业的需求增速将会减缓,未来两年增速将从15%左右下降到7%左右。

### 估值:下调评级至“中性”,目标价36.5元(原34元)

我们维持2015-16年1.49/1.81盈利预测,引入2017年EPS2.26元,复合增速22%,比过去3年的增速显著放缓。由于市场无风险利率下行,WACC从9.5%下降到9.3%,我们基于瑞银VCAM-DCF得到新目标价36.5元,对应2015年25倍PE。我们认为行业增长可能已现拐点,公司主业市场上行空间有限,估值难以继续大幅提升,下调至“中性”。

## Equities

中国

工厂设备

12个月评级 **中性**  
之前: 买入

12个月目标价 **Rmb36.50**  
之前: Rmb34.00

股价 **Rmb35.06**

路透代码: 002595.SZ 彭博代码 002595 CH

### 交易数据和主要指标

52周股价波动范围 Rmb35.65-18.54

市值 Rmb14.0十亿/US\$2.24十亿

已发行股本 400百万(ORDA)

流通股比例 30%

日均成交量(千股) 3,371

日均成交额(Rmb百万) Rmb96.0

普通股股东权益(12/15E) Rmb2.97十亿

市净率(12/15E) 4.7x

净债务/EBITDA NM

### 每股收益(UBS稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测	
12/15E	1.49	1.49	0.00	1.52
12/16E	1.81	1.81	0.00	2.03
12/17E	2.26	2.26	0.00	2.57

李博

分析师

S1460511020004

benson.li@ubssecurities.com

+86-213-866 8876

重要数据(Rmb百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	711	1,135	1,815	2,245	2,741	3,502	3,920	4,389
息税前利润(UBS)	204	355	578	694	835	1,040	1,214	1,404
净利润(UBS)	198	311	492	598	724	904	1,061	1,239
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	0.50	0.78	1.23	1.49	1.81	2.26	2.65	3.10
每股股息(Rmb)	-	0.00	0.00	0.48	0.45	0.54	0.68	0.80
现金/(净债务)	932	603	144	373	589	737	1,242	1,838
盈利能力和估值	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
息税前利润率(%)	28.7	31.3	31.8	30.9	30.5	29.7	31.0	32.0
ROIC(EBIT)(%)	19.5	25.7	28.4	27.7	30.2	32.6	33.7	35.9
EV/EBITDA(core)x	12.0	12.7	13.7	15.5	13.1	10.7	9.0	7.5
市盈率(UBS,稀释后)(x)	19.9	18.9	19.0	23.5	19.4	15.5	13.2	11.3
权益自由现金流(UBS)收益率%	1.5	(0.4)	(2.5)	3.0	2.7	2.4	5.3	6.1
净股息收益率(%)	-	0.0	0.0	1.4	1.3	1.5	1.9	2.3

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03月09日22时40分的股价(Rmb35.06)得出;

# 投资主题

## 豪迈科技

### 投资理由

我们给予豪迈科技“中性”评级的主要原因有两点：1) 由于美国双反案拉低出口增速和国内重卡销量面临压力拉低国内增速，2015 年轮胎行业增速可能面临拐点，从而使模具行业面临拐点；2) 公司的市场份额还会提高，但是可能不会如前两年显著，主要原因是公司的成本优势在减弱，产能扩张期已结束。

### 乐观情景

美国反倾销的终裁结果将在 7 月公布，这是影响轮胎出口的重要因素。虽然我们基于历史案例判断，改变初裁结果的可能性不大。但税率的确定有不确定性。我们的基准判断是反倾销税率 45% 左右，对美出口未来两年每年下降 30%，整体出口 6% 左右增速。如果终裁税率大幅低于 45%，对美出口可能没有我们预期悲观。此乐观情景假设下，行业出口可能到 8% 左右。公司的业绩可能比我们基准情况乐观，我们估算 2016 年 EPS 或能达到 2 元，每股估值可能达到 50 元。

### 悲观情景

如果终裁税率大幅高于 45%，对美出口可能更加悲观。此悲观情景假设下，行业出口可能没有增长。公司的业绩可能比我们基准情况悲观，我们估算 2016 年 EPS 为 1.6 元，每股估值为 32 元。

### 近期催化剂

上行催化剂：1) 若公司在海外客户的开拓进展更快，比如取得米其林的最高等级认证，或者获得海外龙头大额订单；2) 若乘用车和商用车销量增速加快。

下行催化剂：若汽车销量增速大幅下滑甚至负增长，轮胎模具的需求也会受到影响；若海外出口受到贸易保护主义政策，将使得国内轮胎产量增速下降，模具需求也会受到影响；原材料价格若大幅上涨，会对公司业绩产生负面影响。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb36.50

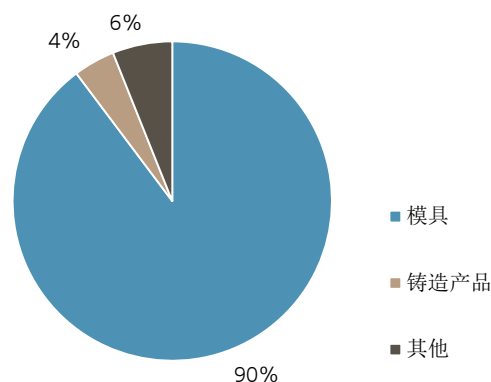
### 公司简介

豪迈科技前身山东豪迈机械成立于 1995 年，主要生产机床。1997 年，国内第一台轮胎模具专用数控电火花机床在豪迈诞生。2012 年豪迈成为全球最大的专业轮胎模具生产企业。

### 行业展望

轮胎模具需求驱动力来自两点：1) 轮胎产量，2) 轮胎的花纹和型号。2015 年轮胎行业增速可能面临拐点，主要原因：1) 美国双反案拉低出口增速；2) 国内重卡销量面临压力拉低国内增速。我们预计未来整体轮胎行业的增速从 8% 下降到 4% 左右，模具行业的增速会从两年的 15% 左右下降到 7% 左右。

### 收入按产品分布, 2014



来源: 公司信息

### 各类产品的毛利

单位: 百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
模具	292	462	710	865	1034	1302
铸造	-0.7	8.5	21	30	39	50
巨胎硫化机	-	-	0	3	0	0
其他	1.9	15.2	54	52	78	113
合计	293	486	785	950	1151	1465

来源: 公司数据、瑞银证券估算

# 目录

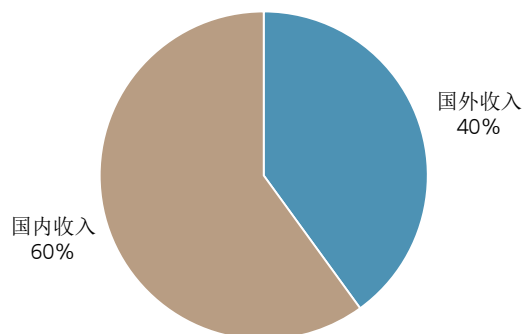
高成长：两大因素推动 .....	4
需求驱动力一：国内轮胎产量增速或减缓 .....	6
轮胎出口市场：美国双反案产生的负面影响 .....	6
轮胎国内市场：抢购型的反弹可能结束 .....	8
需求驱动力二：海外轮胎产量增速平稳 .....	9
模具行业需求与轮胎产量线性相关 .....	10
市场份额：仍有望提高，但压力增大.....	10
估值：预计将维持平稳 .....	11

李博  
分析师  
S1460511020004  
benson.li@ubssecurities.com  
+86-213-866 8876

## 高成长：两大因素推动

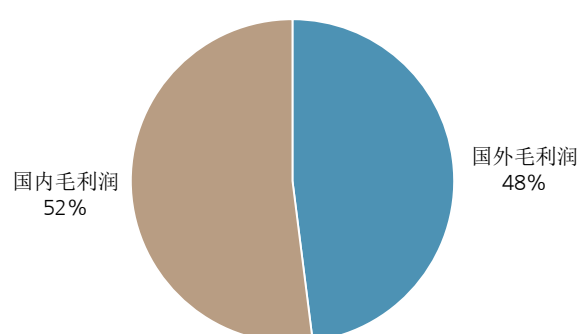
过去 3 年高增长。豪迈的收入从 2012 的 7.1 亿增长到 18.2 亿，复合增速 60%；其中海外收入从 2.6 亿增长到 7.25 亿，复合增速 67%；国内收入从 4.4 亿增长到 10.7 亿，符合增速 56%（图 1，图 2）。2014 年，海外收入和毛利占比分别达到 40%/48%。

图表 1: 公司的收入分布



来源: 公司数据

图表 2: 公司的毛利分布

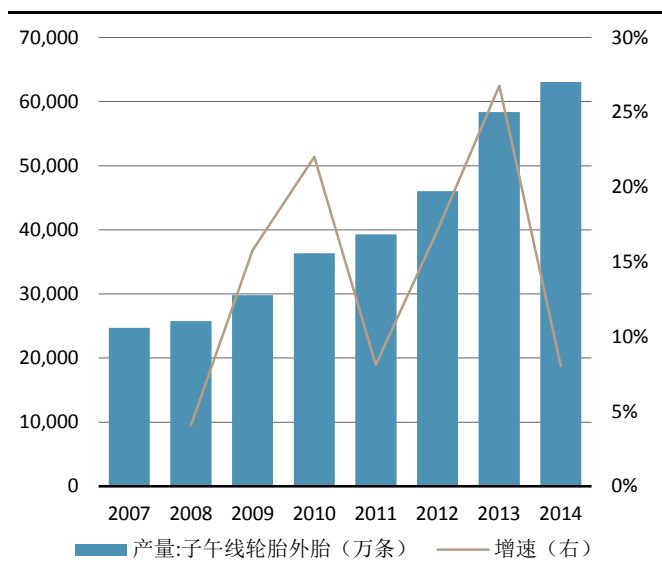


来源: 公司数据

过去两年，不论国内国外，豪迈都取得了高增长。我们认为原因主要有两点：

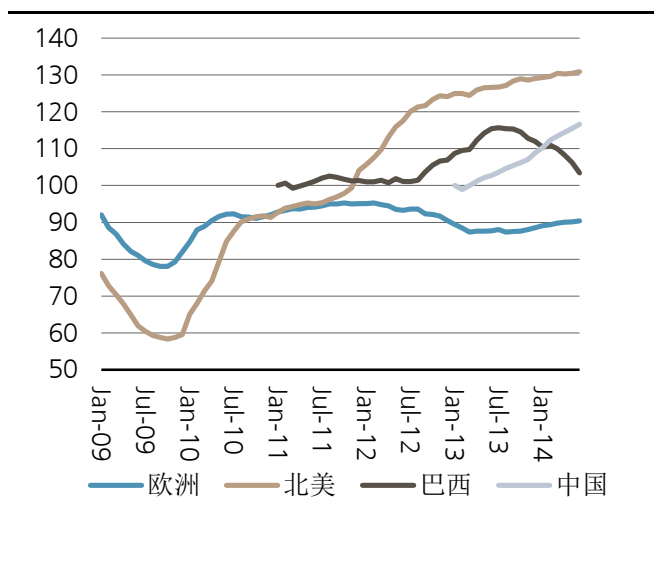
- **国内外轮胎行业出现持续复苏：** 不论中国还是海外，过去两年轮胎行业都出现显著复苏。
  - (1) 中国子午线轮胎产量增速从 2011 年的 9% 逐渐提高到 2013 年的 20%，2014 年上半年仍维持 15% 左右增速（图 3）；
  - (2) 海外市场持续复苏。从米其林轮胎指数看，不论轿车还是卡车，新车或替换，随着经济复苏，海外市场都出现了不同程度的复苏（图 4）；

图表 3: 中国子午线轮胎产量增速从 2012 年开始加快



来源: WIND,

图表 4: 米其林轮胎指数显示海外国家需求 2012 年开始持续复苏

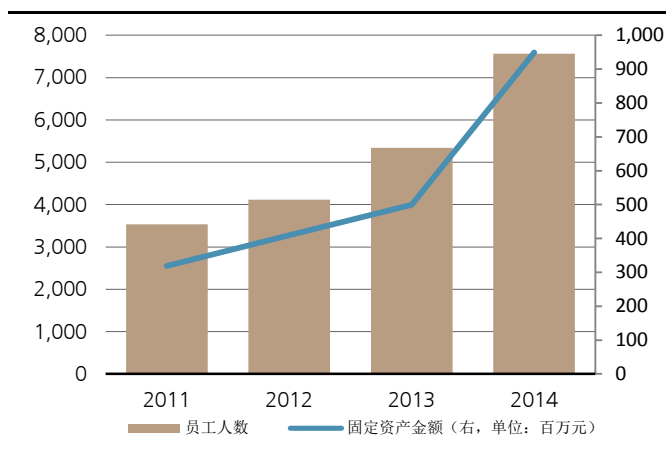


来源: Bloomberg

■ **豪迈科技的市占率持续提高:** 过去 2 年, 豪迈的收入和盈利年均增长超过 50%, 远超过行业 10%-20% 的增长, 其市场占有率显著提高, 我们测算市占率从 2012 年的 7% 增长到 2014 年 13% 左右。主要原因我们认为有两点:

- (3) **豪迈的产品具有显著的性价比优势:** 1) 产品质量全球第一; 2) 价格低于海外竞争者 30%-40%; 3) 交货期短;
- (4) **豪迈产能显著扩张:** 公司 2011 年上市, 之后持续扩产。固定资产从 3.1 亿增长到 9.5 亿; 员工人数从 3500 人增长到 7600 人; 产能增长了 2-3 倍; (图 6)

图表 5: 过去 3 年, 豪迈产能显著扩张



来源: WIND

展望未来两年，我们认为：1) 行业可能会出现向下的拐点；2) 公司的竞争优势在减弱。

## 需求驱动力一：国内轮胎产量增速或减缓

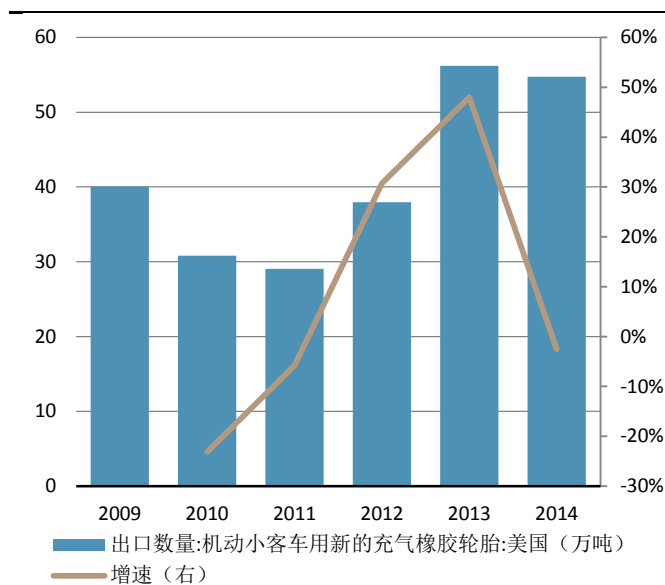
模具需求的第一个驱动力，是中国的轮胎产量。2014 年，中国的轮胎产量中 43% 是出口需求，57% 是国内需求。

### 轮胎出口市场：美国双反案产生的负面影响

过去两年，中国轮胎出口持续恢复性增长。2011-2014 年，中国轮胎出口量增速从 8% 上升到 15% 左右，主要原因有两点：

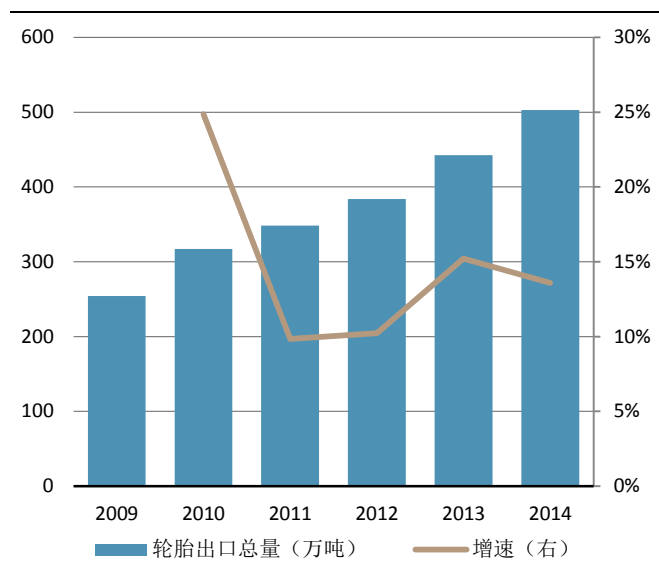
- (1) 2011 年，美国特保案到期，轮胎对美国出口出现强烈反弹。**美国出口占到总出口的 25%-30%。2009 年特保案后，对美出口量下滑了 50%，使得整体出口量增速从 25% 下降到 8% 左右；2011-2014 年，对美轮胎出口的增速逐渐恢复，最高增速达到 45% 左右，带动整体出口量增速上升；（图 7）
- (2) 海外市场需求恢复。**由于海外经济持续复苏，海外轮胎需求出现了恢复性增长

图表 6: 出口美国的乘用车轮胎数量及增速



来源: WIND

图表 7: 子午线轮胎出口总量及增速



来源: WIND

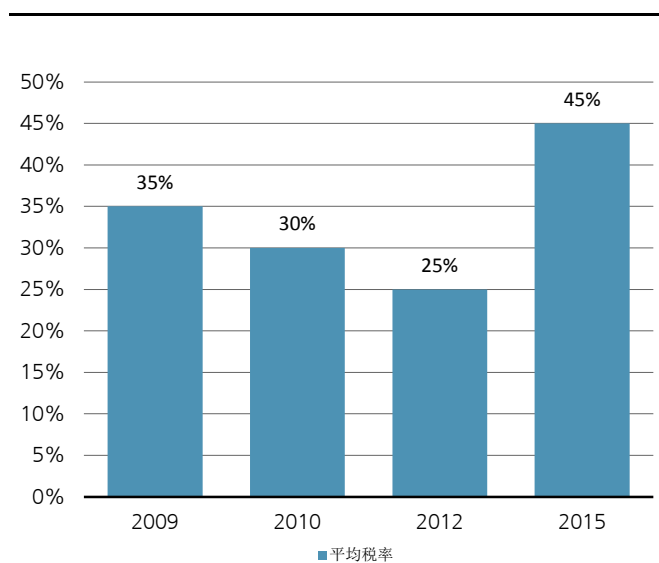
## 美国双反启动，预计对轮胎出口产生较大负面影响

**第二次“特保案”即将生效。**2015年初，美国裁定认为，中国进口轮胎存在补贴和倾销，将对中国进口轮胎征收反补贴税和反倾销税，其中反补贴平均税率 15.69%；应诉企业的反倾销税率为 17.17%和 36.26%，未应诉企业反倾销税率 87.99%。

我们认为如果此特保案生效，将使得国内轮胎出口产生较大负面影响：

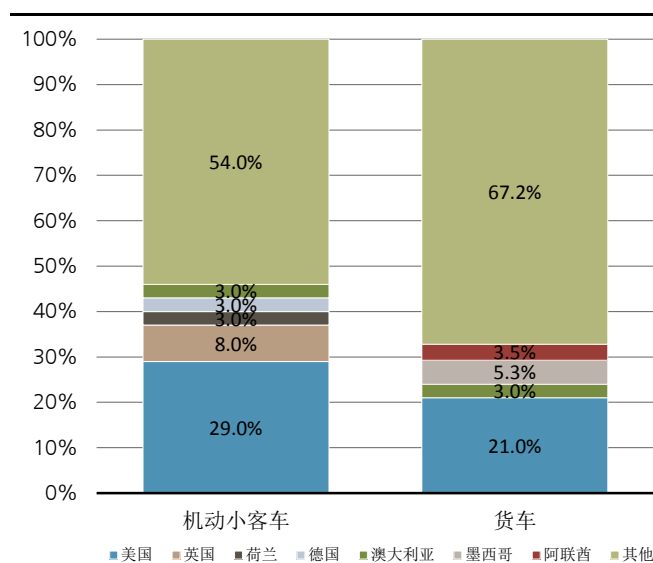
- **2009 年特保案的案例。**美国是中国轮胎第一大出口国，占出口比重 30% 左右。2009 年特保案出台后，中国对美国出口总量两年内下滑了 50%，使得整体轮胎出口增速从 25% 下降到 8%。

图表 8: 此次双反税率高于 2009 年



来源: WIND

图表 9: 子午线轮胎出口结构

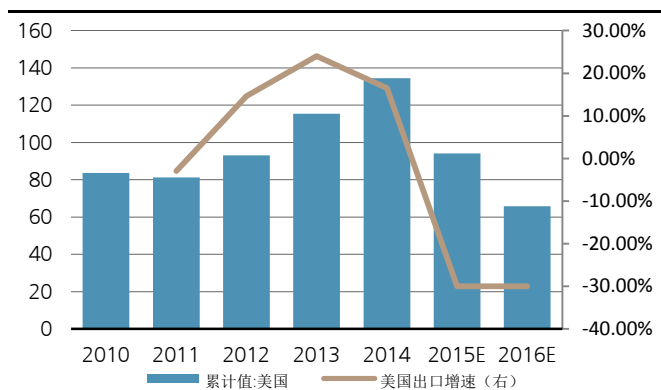


来源: CAAM

- **初裁双反税率高于 2009 年特保案。**2009 年特保案最终对中国进口轮胎征收三年反倾销税，分别为 35%/30%/25%，此次初裁的平均税率高于此幅度。（图 9）由于此次反补贴和反倾销的力度大于 2009 年特保案，我们预计对行业的负面影响会大于 2009 年。
- **初裁结果改变的可能性不大。**美国政府将在 6 月和 7 月对此裁定做出终裁，根据历史情况看，改变初裁决定的可能性很小。

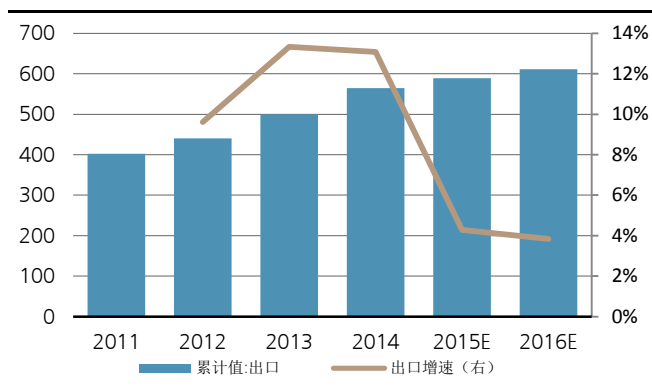
我们预计未来两年对美国出口量同比将大幅负增长，我们预估的幅度在 30% 左右。（图 11），使得整体轮胎出口量增速从 2014 年的 13% 左右下降到 6% 左右（图 12）；

图表 10: 出口美国的轮胎量预计



来源: WIND, 单位: 万吨、瑞银证券估算

图表 11: 出口的轮胎量预计 (单位: 万吨)



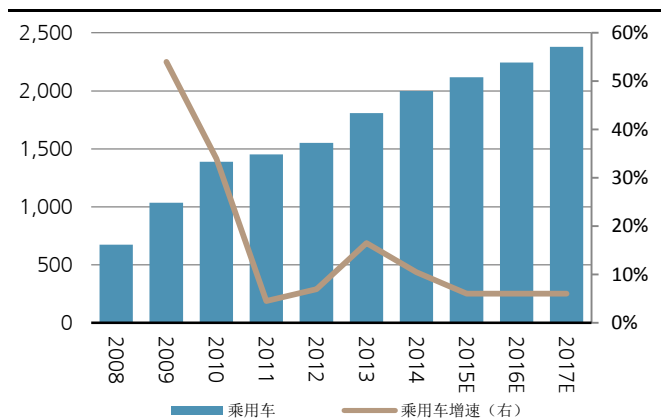
来源: WIND, 瑞银证券估算, 单位: 万吨、瑞银证券估算

## 轮胎国内市场: 抢购型的反弹可能结束

**替换胎需求平稳增长。**我们估算轮胎的国内市场需求, 50%是新增胎需求, 50%是替换胎需求。替换胎需求, 对应汽车保有量的需求, 与经济增速趋势基本一致, 我们预计未来三年能够维持 7% 左右的增长。

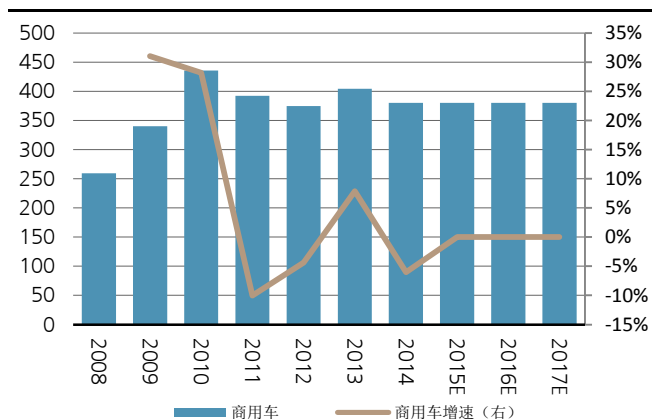
**新车胎的需求, 增速可能会下滑。**主要的原因是国内商用车市场可能停止增长。瑞银汽车分析师认为 2013-2014 年, 国内商用车的反弹, 重要的原因是在环保标准提升之前的提前采购, 对 2015 年的商用车销量并不看好, 预计增速可能下滑。

图表 12: 国内乘用车销量及预测 (万辆)



来源: 瑞银证券估算

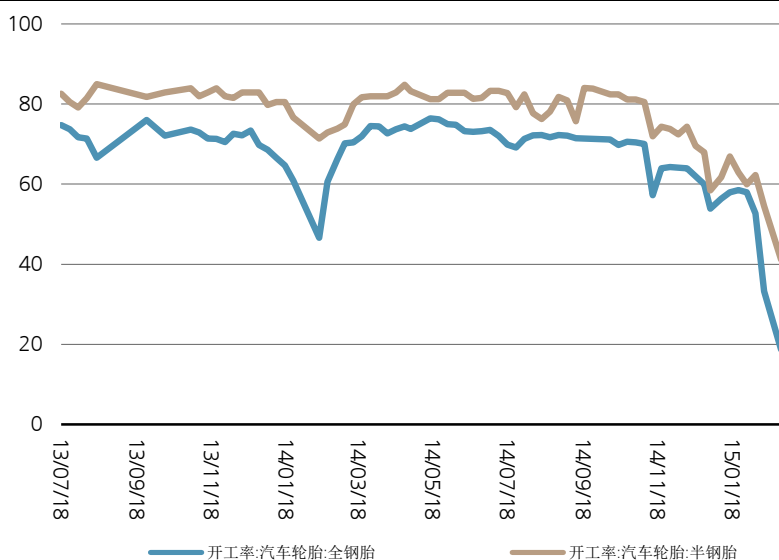
图表 13: 国内商用车的销量及预测 (万辆)



来源: 瑞银证券估算

**开工率已经开始下行。**我们注意到, 2014 年下半年以来, 在国内重卡需求下滑, 出口增速下滑情况下, 国内的轮胎企业开工率已经开始下降。即使剔除掉 2015 年春节影响, 开工率仍然大幅下降。(图 15)

图表 14: 即使剔除春节因素, 轮胎企业开工率显著下降



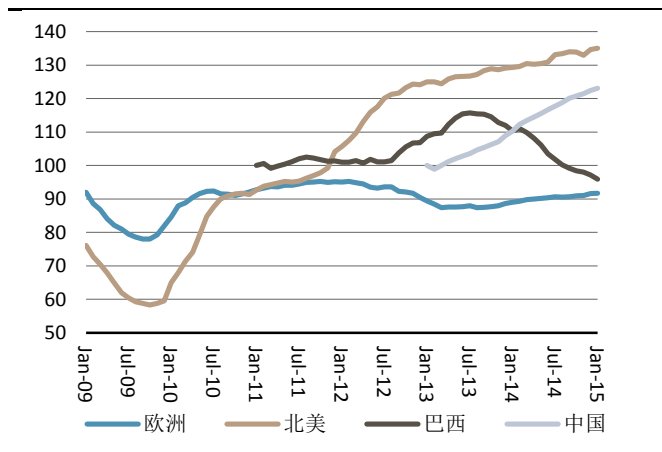
来源: WIND

## 需求驱动力二: 海外轮胎产量增速平稳

我们认为海外轮胎产量未来一年将维持平稳增长, 主要原因:

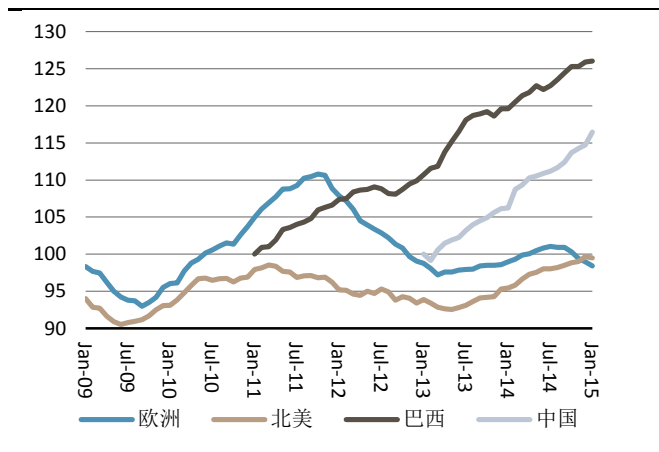
- **欧美成熟国家替换胎需求平稳增长:** 2009-2012 年, 在各国刺激政策推动下, 汽车销量大幅增长。2013 年开始, 这些汽车轮胎的替换需求开始释放, 带动欧美替换胎市场增长, 我们认为这个过程还将持续。
- **欧美经济企稳回升;** 欧元区经济持续温和复苏, 环比增长; 美国经济保持温和复苏。我们预计欧美经济的企稳回升将带动新车胎的需求;

图表 15: 轿车新车胎市场指数



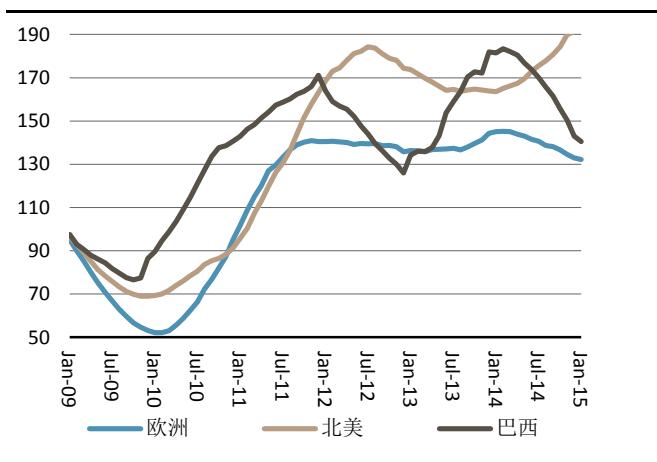
来源: Michelin

图表 16: 轿车替换胎市场指数



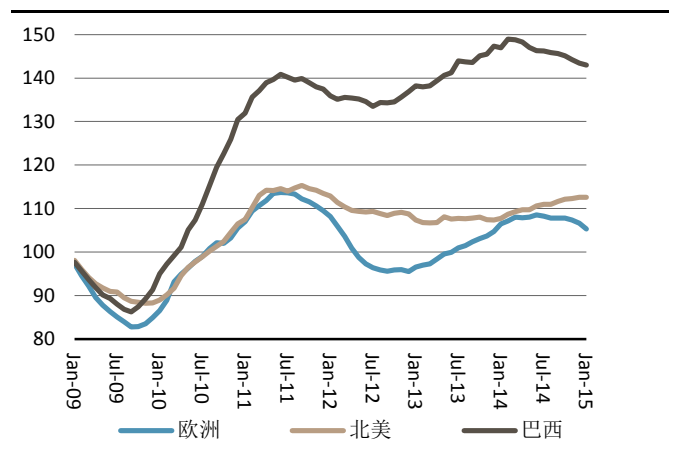
来源: Michelin

图表 17: 卡车新车胎市场指数



来源: Michelin

图表 18: 卡车替换胎市场指数



来源: Michelin

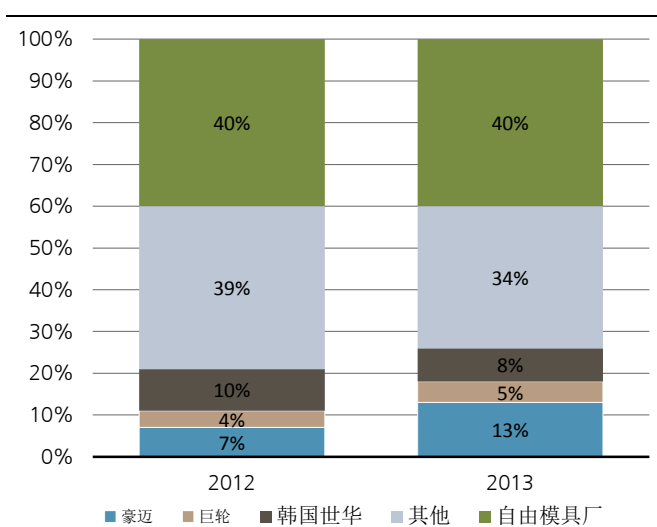
## 模具行业需求与轮胎产量线性相关

轮胎模具需求的驱动因素主要是轮胎的产量。轮胎模具是轮胎生产过程的消耗品,平均而言,一套模具能够硫化出 1.3-1.5 万条轮胎,因此模具需求量与轮胎产量线性相关;由于国内轮胎产量的增速可能会放缓,我们认为模具行业国内市场需求也将面临压力,需求增速会放缓。

## 市场份额: 仍有望提高, 但压力增大

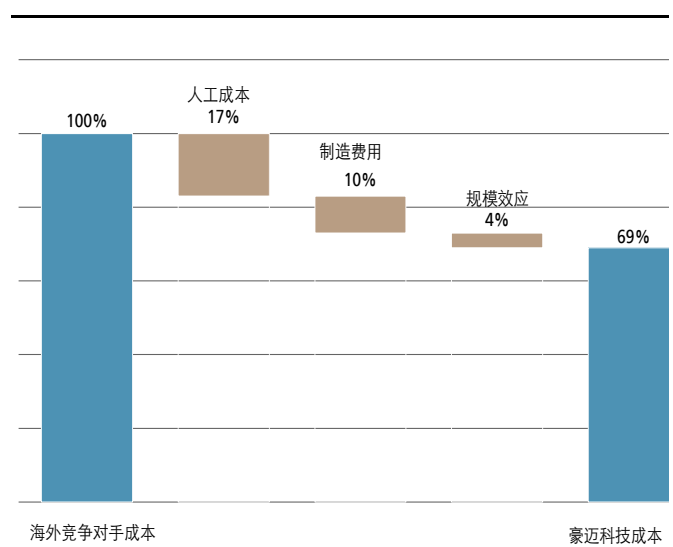
过去 2 年, 豪迈年均增长超过 50%, 远超过行业 10%-20% 的增长, 其市场占有率显著提高, 我们测算市占率从 2012 年的 7% 增长到 13% 左右, 年提高市场份额 3 个百分点左右。(图 20)

图表 19: 豪迈的市场份额显著提高



来源: Bloomberg

图表 20: 豪迈的成本优势



来源: 瑞银证券估算

我们认为市场份额提高的主要原因：

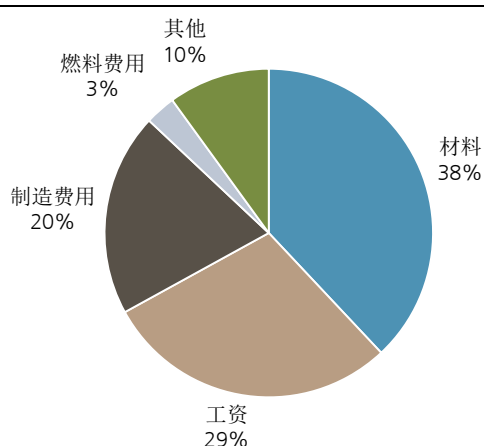
- **固定资产大幅增长，显著扩产。**公司 2011 年上市，之后持续扩产。固定资产从 3.1 亿增长到 9.5 亿；员工人数从 3500 人增长到 7600 人；产能增长了 2-3 倍；（图 6）
- **公司产品的性价比优势。**公司产品的性价比优势体现在：1) 产品质量全球第一；2) 价格低于海外竞争者 30%-40%；3) 交货期短；

展望 2015，我们认为其市场份额还会提高，但是可能不会如前两年显著。

**(3) 成本优势在减弱。**我们认为低人工成本，全球独特的工艺，规模优势是其低成本优势的来源。豪迈低成本来源中，60%是来自于其相对于海外较低的人工成本。但过去两年人员的大幅扩充，工资的上涨幅度远超过收入增速，成本的优势在减弱。（图 22，23）

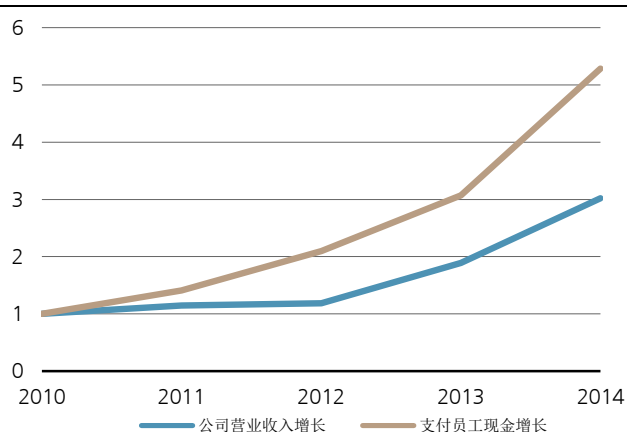
**(4) 产能增长期已经结束。**2014 年公司的在建工程转固之后，大的产能建设基本结束，产能增长期已基本结束。

图表 21: 人工成本和制造费用是成本的主要构成



来源: 公司资料

图表 22: 员工支出增速远高于收入增幅



来源: WIND

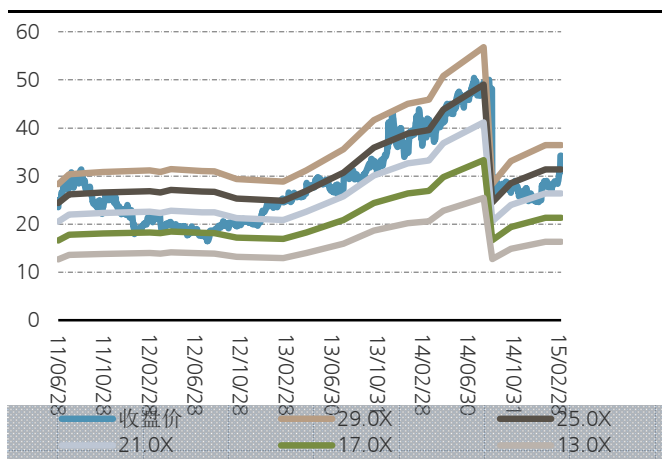
因此，我们认为行业存在部分风险，公司过去两年的高成长可能已结束将转为中速成长阶段，增速将下降。我们维持 2015-2016 年 1.49/1.81 盈利预测，引入 2017 年 EPS2.26 元，复合增速 22%，比过去 3 年的增速显著放缓。

## 估值：预计将维持平稳

从历史估值看，公司 PE 比较稳定。历史估值中枢在 25 倍左右，没有出现大幅变动。公司股价涨幅和业绩增长幅度基本一致。

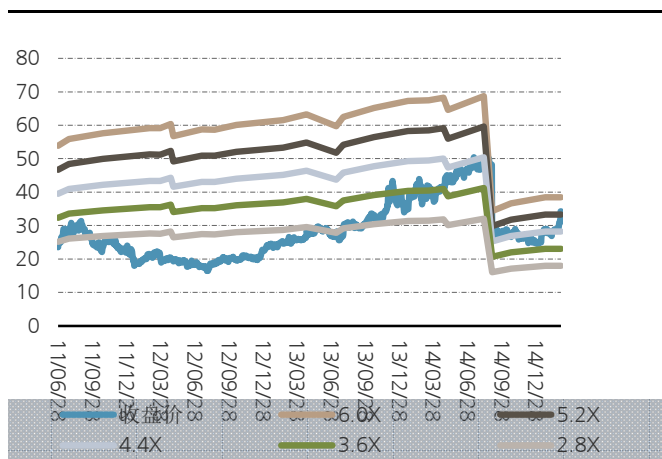
我们认为未来的估值中枢仍然会维持在 25 倍左右。主要原因是公司主业市场空间有限，估值恐难以大幅提升。

图表 23: 公司的 PE-BAND



来源: WIND

图表 24: 公司的 PB-BAND



来源: WIND

从同行业对比看，公司 2014-2016 年 PE 为 28/24/20 倍，低于行业平均估值，我们认为主要的原因公司的复合增速可能更低。结合历史估值对比看，我们认为估值可能维持平稳。

图表 25: 估值对比表

公司	代码	股价(元)	市值(百万元)	流通市值(百万元)	盈利预测				近 3 年复合增速	市盈率			市净率	ROE(%)
					2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2014	
巨轮股份	002031.sz	16.86	9,356	9,508	0.34	0.51	0.65	0.00	38%	49	33	26	0	9.91
软控股份	002073.sz	15.85	11,358	11,766	0.28	0.42	0.64	0.00	50%	58	39	26	0	3.48
赛象科技	002337.sz	14.13	7,962	8,402	0.09	0.14	0.17	0.00	36%	184	115	100	0	3.08
平均值									41%	97	62	50	0	5.49
豪迈科技	002595.sz	35.06	14,260	14,024	1.26	1.49	1.81	2.26	20%	28	24	20	16	14.75

来源:瑞银证券, WIND, 股价为 2015/3/9 收盘价

由于市场无风险利率下行，WACC 从 9.5% 下降到 9.3%，我们基于瑞银 VCAM-DCF 得到新目标价 36.5 元，对应 2015 年 25 倍 PE。我们认为行业增长可能已现拐点，公司主业市场上行空间有限，估值难以继续大幅提升，下调至“中性”。

图表 26: 豪迈科技的 VACM 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	694	835	1,040	1,214	1,404	1,481	1,753	2,046	2,353	2,667
折旧及摊销*	185	191	198	206	214	165	203	248	299	356
资本支出	(170)	(220)	(280)	(250)	(270)	(187)	(227)	(273)	(324)	(379)
运营资本变动	(435)	(321)	(492)	(260)	(291)	(747)	(848)	(984)	(1,122)	(1,259)
所得税 (营运)	(104)	(125)	(156)	(182)	(211)	(370)	(438)	(512)	(588)	(667)
其他	(13)	(15)	(23)	(13)	(14)	(33)	(39)	(45)	(51)	(57)
自由现金流	157	344	288	715	832	310	405	482	567	661
增长		118.6%	-16.4%	148.6%	16.3%	-62.8%	30.9%	18.9%	17.7%	16.7%

估值	
明计现金流现值	3,921
期末价值 (第 15 年) 现值	9,471
<b>企业价值</b>	<b>13,392</b>
占永续价值百分比	71%
联营公司及其他	0
-少数股东权益	0
现金盈余 **	135
-债务 ***	5
权益价值	13,521
已发行股数 [ m ]	400.0
<b>每股权益价值 (Rmb/股)</b>	<b>33.80</b>
权益成本	9.3%
股息收益率	1.3%
<b>1年期目标价 (Rmb/股)</b>	<b>36.50</b>

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	19.0%	16.0%	14.0%
息税前利润率	22.5%	15.5%	3.5%
资本支出 / 销售收入	3.2%	3.1%	3.0%
投资资本回报率	24.2%	17.8%	4.2%

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	15.2x	13.1x	14.8x
企业价值 / 息税前利润	19.3x	16.0x	18.6x
自由现金流收益率	1.2%	2.6%	1.4%
市盈率 (现值)	22.7x	18.7x	21.8x
市盈率 (目标)	24.5x	20.2x	23.6x

加权平均资本成本	
无风险利	3.57%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	1.14
债务 / 权益	0.0%
边际税率	25.0%
权益成本	9.3%
债务成本	5.6%
<b>WACC</b>	<b>9.3%</b>

期末假设值	
VCH (年数)	15
对应的自由现金流增长	8.3%
回报率增幅	8.2%
企业价值息税折旧摊销前利	6.7x

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-VACM

## 豪迈科技 (002595.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	711	1,135	1,815	2,245	23.7	2,741	22.1	3,502	3,920	4,389
毛利	293	486	785	950	20.9	1,151	21.2	1,465	1,679	1,924
息税折旧摊销前利润(UBS)	251	413	672	879	30.8	1,026	16.7	1,238	1,420	1,617
折旧和摊销	(46)	(59)	(95)	(185)	95.5	(191)	3.0	(198)	(206)	(214)
息税前利润(UBS)	204	355	578	694	20.2	835	20.3	1,040	1,214	1,404
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利息	26	8	0	9	NM	17	88.3	23	34	54
例外项目 (包括商誉)	0	6	12	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	230	369	590	703	19.2	852	21.1	1,063	1,249	1,457
税项	(32)	(53)	(88)	(105)	-19.7	(128)	-21.1	(160)	(187)	(219)
税后利润	198	315	502	598	19.1	724	21.1	904	1,061	1,239
优先股股息及少数股权	0	1	1	0	-	0	-	0	0	0
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	198	316	502	598	19.0	724	21.1	904	1,061	1,239
净利润(UBS)	198	311	492	598	21.4	724	21.1	904	1,061	1,239
税率(%)	14.0	14.4	14.9	15.0	0.4	15.0	0.0	15.0	15.0	15.0
<b>每股(Rmb)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>%</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
每股收益(UBS 稀释后)	0.50	0.78	1.23	1.49	21.4	1.81	21.1	2.26	2.65	3.10
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.49	0.79	1.26	1.49	19.0	1.81	21.1	2.26	2.65	3.10
每股收益(UBS, 基本)	0.50	0.78	1.23	1.49	21.4	1.81	21.1	2.26	2.65	3.10
每股股息净值(Rmb)	-	0.00	0.00	0.48	-	0.45	-6.1	0.54	0.68	0.80
每股账面价值	5.12	5.62	6.40	7.43	16.0	8.79	18.3	10.51	12.48	14.78
平均股数(稀释后)	400.00	400.00	400.00	400.00	0.0	400.00	0.0	400.00	400.00	400.00
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>%</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
现金和现金等价物	932	609	149	379	153.4	596	57.3	744	1,246	1,836
其他流动资产	674	1,144	1,490	1,735	16.5	2,122	22.3	2,712	3,018	3,359
流动资产总额	1,606	1,753	1,639	2,114	28.9	2,717	28.6	3,456	4,263	5,195
有形固定资产净值	423	568	1,004	989	-1.5	1,018	3.0	1,100	1,145	1,201
无形固定资产净值	125	141	213	213	0.0	213	0.0	213	213	213
投资/其他资产	4	6	58	58	0.0	58	0.0	58	58	58
总资产	2,158	2,469	2,914	3,374	15.8	4,007	18.8	4,828	5,679	6,667
应付账款和其他短期负债	99	202	333	389	16.6	477	22.8	612	673	740
短期债务	0	1	1	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	99	203	334	389	16.4	477	22.8	612	673	740
长期债务	0	5	5	5	0.0	5	0.0	5	5	5
其它长期负债	9	11	14	9	-35.5	9	0.0	9	9	9
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	108	219	353	403	14.0	492	22.0	626	687	754
普通股股东权益	2,050	2,248	2,561	2,971	16.0	3,515	18.3	4,202	4,992	5,913
少数股东权益	0	2	0	0	-	0	-	0	0	0
负债和权益总计	2,158	2,469	2,914	3,374	15.8	4,007	18.8	4,828	5,679	6,667
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>%</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
净利润(支付优先股股息前)	198	316	502	598	19.0	724	21.1	904	1,061	1,239
折旧和摊销	46	59	95	185	95.5	191	3.0	198	206	214
营运资本变动净值	11	(146)	(345)	(441)	-27.8	(310)	29.6	(475)	(254)	(285)
其他营业性现金流	(123)	(10)	(14)	243	-	(6)	-	(4)	(21)	(37)
经营性现金流	132	219	238	584	145.5	598	2.4	623	992	1,131
有形资本支出	(72)	(240)	(474)	(170)	64.1	(220)	-29.4	(280)	(250)	(270)
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	(194)	(160)	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(72)	(434)	(634)	(170)	73.2	(220)	-29.4	(280)	(250)	(270)
已付股息	-	0	0	(191)	-	(179)	6.1	(217)	(271)	(318)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	-	(129)	(120)	5	-	17	205.01	23	34	54
债务及优先股变化	0	6	0	(1)	-59.39	0	-	0	0	0
融资性现金流	-	(124)	(120)	(186)	-54.4	(163)	12.6	(194)	(237)	(265)
现金流量中现金的增加/(减少)	-	(338)	(517)	228	-	216	-5.5	149	505	596
外汇/非现金项目	-	15	57	1	-98.2	1	37.6	(1)	(3)	(5)
资产负债表现金增加/(减少)	(60)	(323)	(459)	229	-	217	-5.3	148	502	590

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。

## 豪迈科技 (002595.SZ)

估值(x)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	19.9	18.6	18.6	23.5	19.4	15.5	13.2	11.3
市盈率 (UBS, 稀释后)	19.9	18.9	19.0	23.5	19.4	15.5	13.2	11.3
股价/每股现金收益	16.1	15.9	15.9	17.9	15.3	12.7	11.1	9.7
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	1.5	(0.4)	(2.5)	3.0	2.7	2.4	5.3	6.1
净股息收益率(%)	-	0.0	0.0	1.4	1.3	1.5	1.9	2.3
市净率	1.9	2.6	3.7	4.7	4.0	3.3	2.8	2.4
企业价值/营业收入(核心)	4.2	4.6	5.1	6.1	4.9	3.8	3.3	2.8
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	12.0	12.7	13.7	15.5	13.1	10.7	9.0	7.5
企业价值/息税前利润(核心)	14.7	14.8	15.9	19.7	16.1	12.8	10.5	8.7
企业价值/经营性自由现金流(核心)	12.5	13.0	13.9	15.7	13.3	10.8	9.1	7.6
企业价值/运营投入资本	2.9	3.8	4.5	5.4	4.9	4.2	3.5	3.1
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
市值	3,942	5,869	9,355	14,024	14,024	14,024	14,024	14,024
净债务 (现金)	(932)	(603)	(144)	(374)	(591)	(739)	(1,241)	(1,831)
少数股东权益	0	2	0	0	0	0	0	0
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>3,010</b>	<b>5,268</b>	<b>9,211</b>	<b>13,650</b>	<b>13,433</b>	<b>13,285</b>	<b>12,783</b>	<b>12,193</b>
非核心资产	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>核心企业价值</b>	<b>3,010</b>	<b>5,268</b>	<b>9,211</b>	<b>13,650</b>	<b>13,433</b>	<b>13,285</b>	<b>12,783</b>	<b>12,193</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
营业收入	3.6	59.6	59.9	23.7	22.1	27.8	11.9	12.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	-9.2	64.9	62.6	30.8	16.7	20.7	14.7	13.9
息税前利润(UBS)	-16.2	73.7	62.8	20.2	20.3	24.6	16.7	15.6
每股收益(UBS 稀释后)	-7.1	57.0	58.2	21.4	21.1	24.9	17.4	16.7
每股股息净值	-	-	-	-	-6.1	21.1	24.9	17.4
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
毛利率	41.2	42.8	43.3	42.3	42.0	41.8	42.8	43.8
息税折旧摊销前利润率	35.3	36.4	37.1	39.2	37.4	35.4	36.2	36.8
息税前利润率	28.7	31.3	31.8	30.9	30.5	29.7	31.0	32.0
净利 (UBS) 率	27.9	27.4	27.1	26.6	26.4	25.8	27.1	28.2
ROIC (EBIT)	19.5	25.7	28.4	27.7	30.2	32.6	33.7	35.9
税后投资资本回报率	16.8	22.0	24.2	23.5	25.7	27.7	28.6	30.5
净股东权益回报率(UBS)	9.9	14.5	20.5	21.6	22.3	23.4	23.1	22.7
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	(3.7)	(1.5)	(0.2)	(0.4)	(0.6)	(0.6)	(0.9)	(1.1)
净债务/总权益 %	(45.5)	(26.8)	(5.6)	(12.6)	(16.7)	(17.5)	(24.9)	(31.1)
净债务/(净债务 + 总权益) %	(83.3)	(36.6)	(6.0)	(14.4)	(20.1)	(21.3)	(33.1)	(45.1)
净债务/企业价值	(31.0)	(11.4)	(1.6)	(2.7)	(4.4)	(5.5)	(9.7)	(15.1)
资本支出 / 折旧 %	164.7	NM	NM	91.9	115.4	141.6	121.6	126.4
资本支出/营业收入(%)	10.1	21.2	26.1	7.6	8.0	8.0	6.4	6.2
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	-	-	-	3.1	4.0	4.2	3.9	3.9
股息支付率 (UBS) %	-	-	-	31.9	24.8	24.0	25.6	25.7
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
其他	711	1,135	1,815	2,245	2,741	3,502	3,920	4,389
<b>总计</b>	<b>711</b>	<b>1,135</b>	<b>1,815</b>	<b>2,245</b>	<b>2,741</b>	<b>3,502</b>	<b>3,920</b>	<b>4,389</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
其他	204	355	578	694	835	1,040	1,214	1,404
<b>总计</b>	<b>204</b>	<b>355</b>	<b>578</b>	<b>694</b>	<b>835</b>	<b>1,040</b>	<b>1,214</b>	<b>1,404</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	+4.1%
预测股息收益率	1.4%
预测股票回报率	+5.5%
市场回报率假设	8.6%
预测超额回报率	-3.1%

---

## 风险声明

市场风险：汽车销量是轮胎模具需求的先行指标，如果汽车销量增速大幅下滑甚至负增长，轮胎模具的需求也会受到影响，公司业绩面临风险；政策风险：国内轮胎产量中 30%-40% 出口海外，海外出口受到贸易政策的影响。如果未来几年主要出口国家出台类似于美国特保法案的贸易保护主义政策，将使得国内的轮胎产量增速下降甚至负增长，模具需求也会受到影响，公司业绩面临风险；原材料价格风险：模具的主要原材料锻钢，铸钢，铝材等占到产品成本的 50%，如果原材料价格大幅上涨，公司不能及时充分调整产品销售价格，会对公司业绩产生负面影响。

## 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：李博。

### 涉及报告中提及的公司的披露

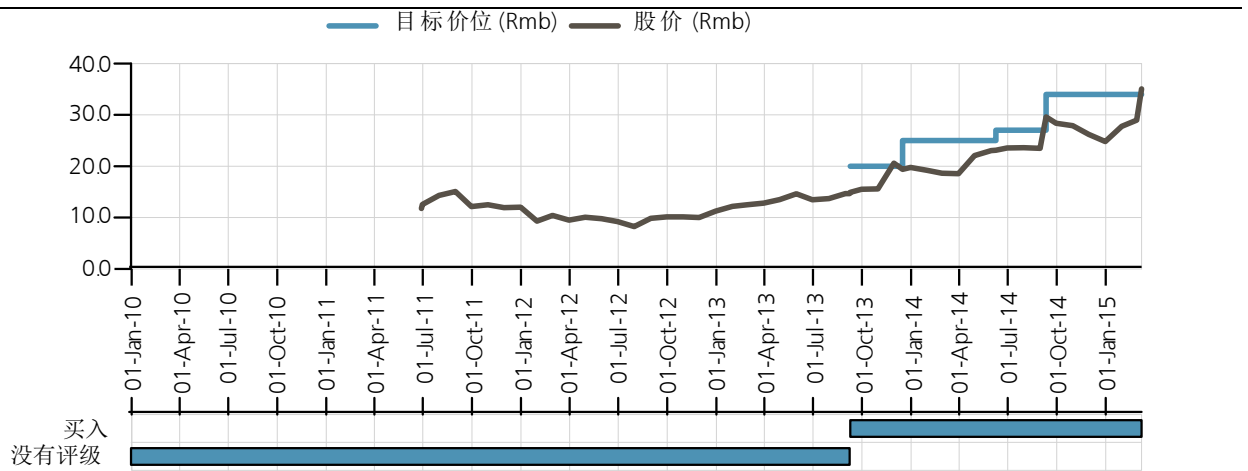
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
豪迈科技	002595.SZ	买入	不适用	Rmb35.06	2015 年 03 月 09 日

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。

### 豪迈科技 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 3 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)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（ACPR）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，本文件或任何其他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 ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。由波兰金融监管局（Polish Financial Supervision Authority）监管。如果 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分析师对本报告作出了贡献，本报告也将视为由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 编制。**俄罗斯：** 由 UBS Bank (OOO) 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（注册号：1995/011140/07）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有联系或可能与有联系（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。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。**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合格投资者，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 (MCI (P) 016/09/2014 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/ecfs-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。**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对或编制。**马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd（资本市场服务执照号：CMSL/A0063/2007）于马来西亚分发。本报告仅供专业/机构客户使用，不供任何零售客户使用。**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。

