

海宁皮城

盈利见底，转型创新

盈利见底，拐点可期

由于反腐以及皮草价格大幅下行影响上游商户盈利，公司本部租金下滑，再加上一次性收入减少，公司14年营收同比下降17%，盈利下降10%。我们认为公司盈利见底，15年将迎来业绩拐点：1) 皮草消费企稳回升有望为存量市场租金提供支撑；2) 14年下半年开始外延项目陆续释放，我们预计15/16年新增出租面积达27/30万平方米，较13/14年16/11万平米显著提升。

转型创新积极推进

1) 公司15年加速推进轻资产扩张方式，有助于提高扩张效率并节约资本开支；2) 新业态：打造韩国商品城+跨境电商平台，我们认为这将充分利用现有客流、平滑现有业态季节性波动，并将受益于中韩自贸协议推进和跨境电商扶持政策；3) 新业务：基于公司目前在产业链的影响力和多年管控经验，聘请专业团队打造针对专业市场商圈的P2P服务平台；4) 激励机制革新：作为浙江省首例国资突破，公司推出股权激励，覆盖168名高中层管理人员。

盈利预测调整，业绩拐点+转型创新有望提升估值

考虑租金水平下调，项目进度调整以及新增轻资产项目，我们调整15-17年盈利预测至1.04/1.29/1.46元（原为1.09/1.29/1.39元）。我们认为15年盈利拐点将至，异地项目逐步释放以及业态、业务转型创新将提升估值；互联网金融业务的实际推进可能带来估值弹性。考虑到部分异地项目推迟至16年及以后开业，我们上调中期收入假设至11.6%（原为10%）。

估值：上调目标价至25元，估值修复幅度大幅滞后于板块，维持“买入”评级
我们基于瑞银VCAM现金流贴现模型得出新目标价25元，无风险利率下降，WACC从8.5%降为7.9%。目前股价对应15年PE20x，低于可比公司均值35倍以及涉及供应链金融公司均值57倍，我们认为估值具有吸引力。

Equities

中国

百货零售业

12个月评级 **买入**
保持**不变**

12个月目标价 **Rmb25.00**
之前: **Rmb17.50**

股价 **Rmb20.45**

路透代码: 002344.SZ 彭博代码 002344 CH

交易数据和主要指标

52周股价波动范围 Rmb20.87-12.22

市值 Rmb22.9十亿/US\$3.68十亿

已发行股本 1,120百万 (ORDA)

流通股比例 28%

日均成交量(千股) 19,226

日均成交额(Rmb 百万) Rmb333.7

普通股股东权益(12/14E) Rmb4.58十亿

市净率(12/14E) 5.0x

净债务/EBITDA NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测	
12/14E	0.84	0.84	0.00	0.84
12/15E	1.09	1.04	-4.29	1.13
12/16E	1.29	1.29	0.00	1.32

胡昀昀, CFA

分析师

S1460513010001

yunyun.hu@ubssecurities.com

+86-213-866 8964

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	1,856	2,262	2,933	2,439	2,806	3,347	3,849	4,310
息税前利润(UBS)	684	877	1,292	1,117	1,396	1,765	1,990	2,202
净利润(UBS)	527	705	1,039	936	1,165	1,446	1,637	1,795
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.47	0.63	0.93	0.84	1.04	1.29	1.46	1.60
每股股息 (Rmb)	0.13	0.13	0.15	0.17	0.21	0.26	0.29	0.32
现金/(净债务)	1,328	1,349	1,334	1,094	1,420	2,333	3,484	4,760

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(%)	36.8	38.8	44.1	45.8	49.8	52.7	51.7	51.1
ROIC (EBIT) (%)	(87.1)	(94.0)	(132.2)	(284.2)	<-500	(394.9)	(246.7)	(186.2)
EV/EBITDA(core)x	13.6	9.7	11.2	13.2	10.1	7.6	6.0	4.8
市盈率(UBS, 稀释后) (x)	25.4	19.7	19.7	24.5	19.7	15.8	14.0	12.8
权益自由现金流(UBS) 收益率 %	(2.7)	1.0	1.9	(0.7)	1.8	4.5	5.7	6.4
净股息收益率(%)	1.0	1.0	0.8	0.8	1.0	1.3	1.4	1.6

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19日17时56分的股价(Rmb20.45)得出；

投资主题

海宁皮城

投资理由

在海宁本部，公司持续推进产业链的配套完善，并不断加深市场创新。同时，公司以省为中心的异地复制格局清晰。未来 3 年，我们认为公司在外延扩张下仍然可以保持稳健增长，主要包括本部六期、乌鲁木齐、济南、郑州、天津等项目。同时，我们认为在主业基础上，公司积极推进转型创新将改变长期成长预期，包括加快轻资产扩张、新业态（打造韩国商品城+跨境电商平台）以及新业务（打造针对专业市场商圈的 P2P 服务平台）。我们对 2015/16 年 EPS 为 1.04/1.29 元，市场一致预期 1.12/1.28 元。我们基于瑞银 VCAM 工具，通过现金流贴现得到目标价 25 元（WACC7.9%），对应 2015/16 年市盈率分别为 24/19 倍，“买入”评级。

乐观情景

如果 2015 年海宁六期、济南及乌鲁木齐新项目招商进展超出预期，同时租金水平回升，我们假设 2015/16 年收入同比增长 22%/27%，毛利率 73.5%/75.0%，我们估算乐观情境下 2015/16 年 EPS1.23/1.55 元，每股估值 31 元。

悲观情景

如果 2015 异地新项目开业延迟，同时招商结果不达预期造成物业承租率不高，同时租金下滑，我们假设 2015/16 年收入同比增长 0%/5%，毛利率 69.0%/70.0%，我们估算悲观情境下 2015/16 年 EPS0.80/0.98 元，每股估值 19 元。

近期催化剂

我们认为催化剂有：1) 若新项目招商水平超出预期；2) 持续推进轻资产项目；3) 中韩自贸区正式启动；4) 公司互联网金融业务进展超出预期。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb25.00

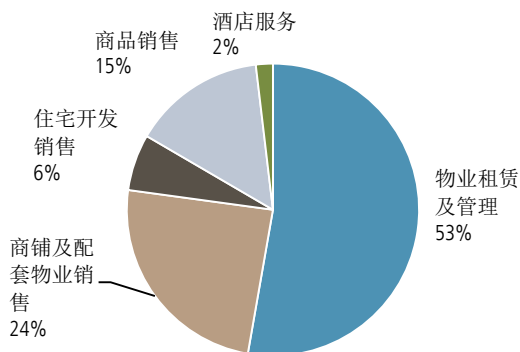
公司简介

海宁中国皮革城股份有限公司主营业务为皮革专业市场的开发、租赁和服务，是“海宁中国皮革城”的举办者和经营者。公司主要从事“海宁中国皮革城”市场商铺及配套物业的销售、租赁，始终致力于整合皮革产业价值链的上下游，在皮革制品生产、营销和交易等环节向生产商、经销商、代理商、消费者和采购商等提供配套服务。

行业展望

中国目前是全球最大的皮革制品消费市场之一，增速高于其他服饰品类。随着居民消费水平的不断提升，国内皮革消费需求很大，我们预计未来几年将保持 15% 左右的年均增速。

收入按业务分布, 2013



来源: 公司数据

毛利润按业务分布

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
物业租赁及管理	842	1,365	1,536	1,777	1,971
商铺及配套物业销售	200	567	109	214	439
住宅开发销售	272	115	15	0	0
商品销售	13	16	15	15	15
酒店服务	19	22	19	18	18
其他	8	16	4	13	36
合计毛利润	1,354	2,101	1,697	2,036	2,479

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

盈利见底，拐点将至

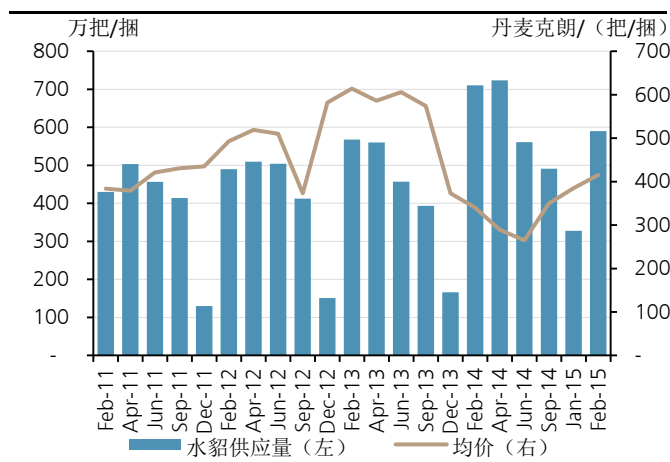
由于反腐、整体消费疲软以及暖冬的不利影响，公司过去两年市场景气度较为低迷，再加上皮草价格大幅下行，商户压力较大，因此影响到公司现有市场的租金水平略有下滑；再加上一次性收入（承租权费和商铺销售）减少，公司 14 年营收同比下滑 17%，盈利下降 10%。其中第四季度实现销售收入 5.3 亿元，同比下降 24%，净利润 1.5 亿元，同比下降 42%。

但在目前这个时点，我们认为公司盈利见底，15 年将迎来业绩拐点：一方面皮草消费企稳回升将为公司现有市场租金提供良好支撑，另一方面公司从 14 年下半年开始外延项目进入陆续释放阶段，我们预计 15/16 年新增出租面积（按运营时间加权）将达 27/30 万平方米，相较 13/14 年 16/11 万平米显著提升。

皮草市场景气度回升

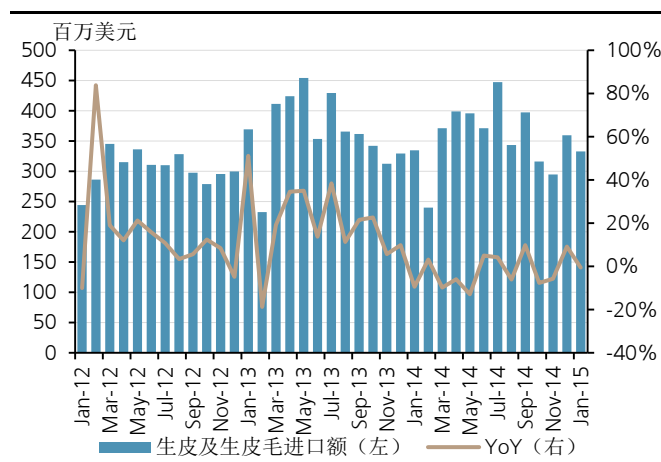
我们认为皮草市场景气度于 14 年冬季开始触底回升：1) 家庭消费驱动人流稳步上升：本部客流从 14 年冬开始出现改善，同比双位数增长。2015 年春节海宁本部共接待游客 21.4 万人次。相比 2014 年，大巴车、小车、客流分别同比增长 8.4%、12.1%，和 8.5%。； 2) 皮草服饰上游原材料价格回升：皮草服饰上游原材料价格从 13 年底开始大幅下跌超过 50%，14 年中价格跌至接近成本线，为经营商户带来巨大的压力。但在 3 季度开始皮毛价格触底回升并出现连续上涨。根据哥本哈根拍卖会，15 年 1 月两场皮草拍卖会，价格累计上涨 40% 左右。

图表 1: 哥本哈根皮草拍卖量及均价回升



来源: 哥本哈根皮草拍卖行

图表 2: 生皮及生皮毛进口额

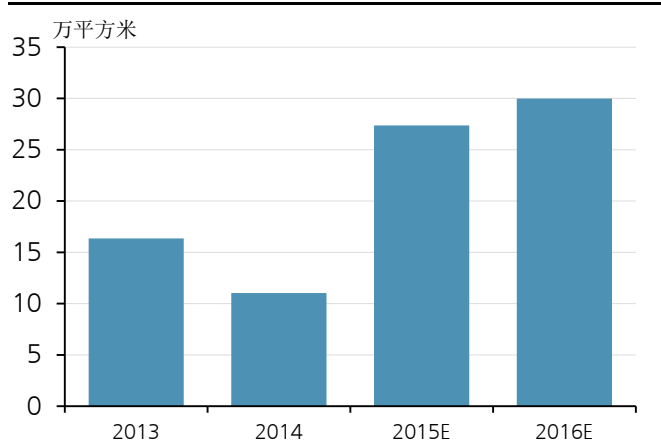


来源: 海关总署

外延项目陆续释放

2013-14 年增量市场较少，使得 14 年商铺销售收入下滑 69%，物业租赁和管理收入增速放缓至 12%。但我们认为公司储备项目丰富，将在未来两年陆续释放，15 年除了佟二堡三期和哈尔滨项目将贡献全年租金，本部六期、海宁原辅料交易市场、乌鲁木齐以及济南项目将有望在下半年开业；天津、郑州项目有望在 16 年开业。

图表 3: 新增市场出租面积 (按运营时间加权平均)



来源: 公司数据

转型创新

我们认为公司正稳步推进业态以及业务的转型创新, 将重塑中长期的增长预期, 包括轻资产项目快速推进、在本部打造韩国商品城平滑季节性波动以及成立针对专业市场商圈的 P2P 服务平台, 有望成为公司的新增长点。同时, 作为浙江省的首例国资突破, 公司革新激励机制, 推出股权激励, 我们预计将有助于激发管理层和员工积极性, 提升运营效率。

轻资产项目有望加速推进

公司目前掌握皮革生产市场 30% 的市场份额, 而零售市场仅占到 10% 的市场份额, 提升空间可观。公司过去几年以自建市场为主的方式持续稳步扩张, 我们认为公司未来可能会结合输出管理和品牌的轻资产扩张方式, 有助于提高扩张效率并节约资本开支。公司 2015 年陆续公布了两个轻资产项目, 并且均于今年落地, 推进速度超出预期。

作为公司创新的轻资产项目, 公司新疆乌鲁木齐项目将于今年 9 月开业。公司与地产商深圳君豪置业签署合作意向, 第一阶段为前三年, 标的产权为君豪置业所有并无偿提供给合资公司使用, 且承诺支付合计 4500 万营销费用, 公司负责招商、运营和管理, 公司和君豪分别享有净收入的 51% 和 49%; 第二阶段为三年之后, 在市场运行正常以及双方协商一致情况下, 公司可按 51% 股份比例以成本价购买标的房产。我们认为这是公司外延扩张重要的模式创新, 从重资产扩张转变为品牌和管理输出, 相比自建项目缓解了前期资本开支压力 (前三年无资本投入, 只需派驻主要管理着), 并大幅提高了扩张效率。

此外, 公司于 3 月公布了同海宁金诺投资签署了品牌加盟和管理输出合作协议, 授权合作方旗下温州大厦 1-7 层物业使用“海宁中国皮革城原辅料中心”的名称, 公司将派驻总经理、财务负责人等高管, 对招商、运营进行管理输出, 物业经营 (包括出租和出售) 收入的 30.5% 将归公司所有。根据公司公告, 该项目在 15 年下半年就可投入使用, 项目推进超出预期。我们认为, 由于基本不涉及初期投入和其他费用, 该项目能迅速贡献盈利。

新业态：线下韩国商品城+线上跨境电商

在异地扩张的同时，公司将在本部开设韩国商品城，并计划同韩国商贸企业理智约合作打造跨境电商平台。我们看好线上+线下韩国商品城项目前景：基于：1) 良好的政策环境：根据中国商务部，自 2012 年正式启动的中韩自贸协定谈判已于 15 年 2 月完成自贸协定全部文本的草签，对协定内容进行了确认，有望 2015 年内正式生效，在 20 年过渡期内将实现 90% 商品免税；同时，在跨境电商方面，国家海关总署于 2014 年 7、8 月份先后发布了第 56 号公告和第 57 号公告对跨境电商进出境货物、物品有关监管事宜做出了规定，旨在推进行业的阳光化和正规化经营，国务院也于近期批复同意设立中国(杭州)跨境电子商务综合试验区；2) 同韩国商贸企业建立排他性合作，有利于获取优质货源和供应商资源；3) 同时布局线上+线下，可在强化线下体验的同时突破区域的限制。

■ 韩国馆将于 2015 年开业

2014 年 9 月底位于总部的海宁韩国时尚中心化妆品体验馆开业，面积 170 平方米，销售 17 个韩国化妆品牌。作为公司业态拓展的试点项目，取得了良好的效果，首日销售 17 万元。公司与 12 月 20-22 日举行了韩国时尚商品博览会，达成意向成交金额 1.25 亿元及 40 多家品牌展商的落户意向。

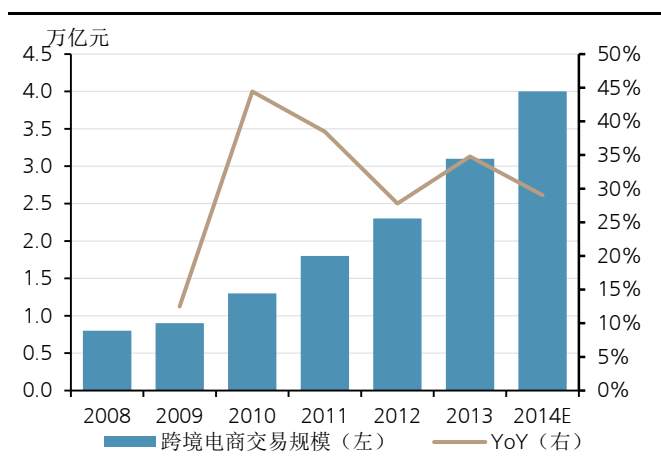
在此基础上，2015 年三季度位于皮革城六期的海宁·韩国时尚中心计划开业，建筑面积达 12 万平米，将经营韩国化妆品、母婴用品、服装、饰品等全品类。除了商品品类扩张，也有可能引入文化休闲或服务。

■ 联合韩国企业打造跨境电商平台

此外，公司于 2014 年年底成为韩国理智约株式会社在中国唯一合作伙伴，拟合作搭建韩国商品跨境电商平台，在中国开展韩国海外商品购物(B2C,O2O)合作，协议合作期限 3 年。

理智约在韩国通过线上和线下渠道提供福利消费商品，占有韩国福利消费市场约 50% 市场份额，线上通过网络销售包含福利购物中心、文化休闲、生活保障、健康管理、自我发展、家庭亲和六大品类共计 270 万种商品和项目，线下与 6500 家加盟商有合作关系。公司现有韩国购物馆以及未来的韩国城将为理智约提供在华流通平台，同时运营 O2O 项目。

图表 4: 跨境电商快速增长



来源: 艾瑞咨询

新业务

基于公司目前在产业链的影响力, 为了进一步完善对上游商户的服务以及拓展盈利增长点, 公司于 2014 年 12 月成立海宁中国皮革城互联网金融服务有限公司, 公司占股 40%, 剩余 60% 由金融公司外聘管理团队持有。2015 年 3 月 16 日, “皮革城金融”网站 (www.pcjnrong.com) 正式上线, 已成功募集了十几款产品。海宁皮革城本部现用商户 3500 家左右, 大多商户在大量采购货品或缴纳商铺租金的情况下需要一定额外的资金补充流动性, 但由于银行贷款审查门槛高以及商户贷款额通常较低都使得市场中的中小商户难以通过银行获得贷款, 而公司利用招商、管理过程中获得的商户信息, 结合将承租权做为抵押的产品设计, 在做好风控的同时为商户提供贷款。

我们认为基于良好的团队、公司丰富的商户资源和专业市场管理经验, 该业务有望快速推进, 16 年开始将对盈利做出实质性的贡献。根据公司的规划, 15-17 年将达到 20、60 和 100 亿元的融资规模。

- 此次合作方苏健及管理团队, 大都具有现清华五道口金融学院、北京大学等高校博士或硕士以上学历, 并均在银行或投行从事信贷风险管理、企业投融资业务 8 年以上。
- 我们认为公司在全国拥有 1 万多个商户, 以每个商户平均贷款 50 万元估算, 仅市场内贷款需求规模就可达到 50 亿元。在此基础上, 利用现有资源和股东关系, 其他专业市场如各地轻纺、小商品批发等, 均可能成为合作对象。
- 事实上, 公司已经在 2013 年开始对商户提供担保业务, 基于多年专业市场的运营管理经验, 公司能及时掌握准确的商户信息, 积累了丰富的信用评估和风险识别能力。高峰期担保规模达 9 亿元, 并保证了 0 坏账。

激励机制创新

公司于 14 年底公布了股权激励草案, 计划向高、中层管理人员等共计 168 名激励对象授予 1120 万份股票期权, 约占目前总股本的 1%。行权价格为 16.2 元/股, 行权的业绩考核条件如果转换为 2014 年为基数, 则 2016 年、2017 年和 2018 年净利润及利润总额增长率分别不低于 21%、29% 和 37%; 营收

增长率分别不低于 23%、33% 和 42%。同时，相比上一年度，2016 年至 2018 年国有资本增值率均不低于 10%，且不低于同期深证综指的增长率。

我们认为该次股权激励是公司推动国企改革的重要举措，也是浙江省的首例国资突破。尽管业绩的考核条件并不激进，但将个人薪酬和股价挂钩有利于充分调动管理层和核心员工的积极性，并体现了管理层对于公司长期的信心。

估值：上调目标价至 25 元，维持“买入”

考虑租金水平下调以及部分项目开业节奏调整（如郑州和北京项目相对原计划推迟），但新增海宁本部轻资产项目，我们将 15-17 年盈利预测调整至 1.04/1.29/1.46 元（原为 1.09/1.29/1.39 元）。

我们认为公司的转型创新将打开中长期的成长空间：1) 轻资产扩张项目将大幅提高扩张效率和节约资产开支；2) 借助中韩自贸协定的东风，公司开展业态创新，打造线上+线上韩国商品零售平台将有助于平滑皮革城经营的季节性波动，并有望在其他市场推广；3) 公司基于上游商户的流动资金需求推出互联网金融服务，专业的团队、多年专业市场管理经验以及担保业务的 0 坏账运营有望支撑该业务成为盈利增长点。考虑到部分异地项目推迟至 16 年及以后开业，我们上调了 17-18 年 EPS 至 1.46/1.60 元（原 1.39/1.46 元），并上调中期收入增速假设至 11.6%（原为 10%）。由于无风险利率从 4.25% 下降至 3.57%，WACC 从原有 8.5% 下调至 7.9%。上调目标价至 25 元，维持“买入”。

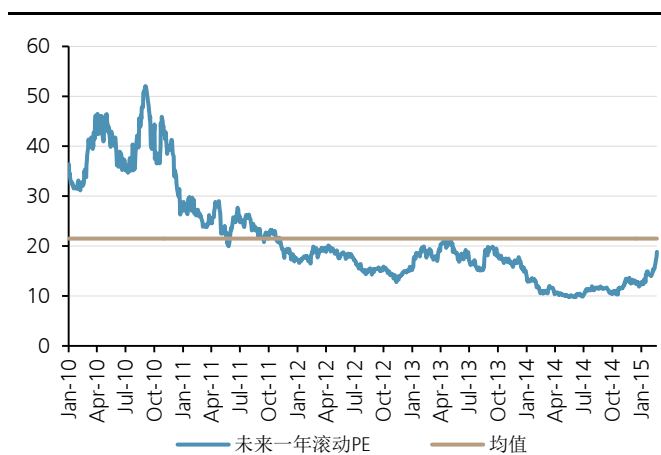
商业贸易板块估值从 14 年下半年开始持续上行超过翻倍，目前 TTM 估值处于高位的 40 倍，显著高于 10 年以来均值 27 倍。公司目前预测滚动 PE19 倍，仍低于上市以来均值 22 倍。我们认为公司过去两年增量市场有限，扩张放缓，且高端消费受反腐冲击较大，估值修复幅度较小，明显滞后于板块。我们认为目前盈利处于底部，15 年盈利拐点将至，异地项目逐步释放以及业态、业务转型创新有望提升估值。不论是同其他可比公司相比，还是同 A 股涉及互联网金融业务公司相比，我们认为公司估值均具备吸引力。

图表 5: 盈利预测调整

百万元	2015E			2016E			2017E		
	更新前	更新后	变化	更新前	更新后	变化	更新前	更新后	变化
营业收入	2,937	2,806	-4%	3,434	3,347	-3%	3,733	3,849	3%
营业成本	785	770	-2%	875	868	-1%	983	970	-1%
营业税金及附加	440	421	-4%	515	502	-3%	560	577	3%
毛利	2,151	2,036	-5%	2,559	2,479	-3%	2,750	2,879	5%
销售费用	126	135	7%	136	120	-11%	147	173	17%
管理费用	100	84	-16%	117	91	-22%	127	139	9%
财务费用	-52	-55	5%	-49	-58	20%	-64	-84	30%
投资收益	27	40	50%	31	48	53%	34	55	62%
营业利润	1,563	1,490	-5%	1,872	1,868	0%	2,014	2,126	6%
营业外收入	83	85	2%	83	85	2%	83	85	2%
营业外支出	4	3	-25%	4	3	-25%	4	3	-25%
利润总额	1,642	1,572	-4%	1,951	1,950	0%	2,093	2,208	5%
所得税费用	411	393	-4%	488	488	0%	523	552	5%
净利润	1,232	1,179	-4%	1,463	1,463	0%	1,570	1,656	5%
母公司	1,217	1,165	-4%	1,446	1,446	0%	1,551	1,637	5%
少数股东权益	15	14	-4%	17	17	0%	19	20	5%
基本每股收益 (元/股)	1.09	1.04	-4%	1.2907	1.29	0%	1.39	1.46	5%

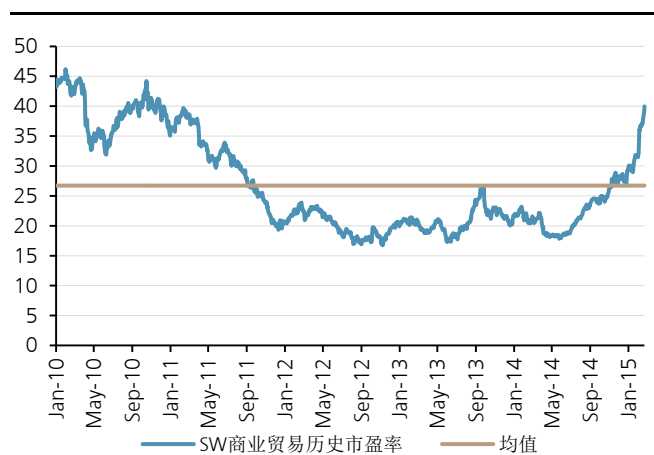
来源: 瑞银证券估算

图表 6: 公司未来一年滚动 PE



来源: 朝阳永续

图表 7: 商贸行业 PE (TTM)



来源: Wind

图表 8: 可比公司估值比较

公司名称	代码	市值 百万元	股价 元	PE			PS			ROE			净利 CARG 14-16E	股息率 13	P/BV 13	PEG 14E
				14E	15E	16E	14E	15E	16E	14E	15E	16E				
商贸零售																
苏宁云商	002024.sz	95,389	12.92	(77.8)	(118.4)	(408.0)	0.9	0.9	0.8	-4%	-3%	-1%	-56%	NA	2.0	1.4
小商品城	600415.sh	54,786	20.13	144.8	87.4	34.7	14.3	12.7	9.1	4%	7%	14%	104%	0.5%	1.9	1.4
永辉超市	601933.sh	34,953	10.74	35.2	25.6	19.3	0.9	0.8	0.6	16%	19%	22%	35%	1.6%	3.4	1.0
豫园商城	600655.sh	20,956	14.58	23.7	21.6	19.5	1.2	1.1	1.0	13%	13%	13%	10%	2.7%	1.7	2.3
海印股份	000861.sz	17,928	15.14	48.0	40.6	34.0	8.1	7.1	6.1	15%	14%	14%	19%	0.4%	3.0	2.6
天虹商场	002419.sz	11,875	14.84	19.7	18.5	16.8	0.7	0.6	0.6	13%	13%	14%	8%	3.5%	1.9	2.3
王府井	600859.sh	10,625	22.96	16.3	14.8	13.9	0.6	0.5	0.5	10%	10%	10%	8%	2.6%	1.4	1.9
华联股份	000882.sz	9,283	4.17	51.7	19.8	21.4	6.7	5.2	4.0	2%	6%	6%	55%	0.6%	1.0	0.9
红旗连锁	002697.sz	9,000	11.25	52.9	49.1	45.8	1.9	1.6	1.5	9%	9%	9%	7%	1.1%	2.0	7.2
益民集团	600824.sh	8,590	9.78	43.6	39.3	33.3	2.8	2.6	2.4	12%	12%	13%	14%	0.6%	3.0	3.0
均值				48.4	35.2	26.5	4.1	3.6	2.9	11%	12%	13%	29%	1.5%	2.1	2.5
供应链/互联网金融																
广联达	002410.sz	28,563	37.97	43.9	33.0	24.8	15.5	11.9	9.1	23%	25%	27%	33%	1.1%	7.3	1.3
怡亚通	002183.sz	28,499	28.90	89.4	55.9	34.8	1.4	0.9	0.6	12%	21%	71%	60%	0.2%	3.0	1.5
盛屯矿业	600711.sh	20,839	13.92	132.1	72.2	48.1	7.0	3.2	2.1	6%	9%	11%	75%	NA	1.5	1.8
瑞茂通	600180.sh	20,174	22.97	36.9	30.4	22.7	2.4	1.8	1.3	24%	21%	22%	28%	NA	5.6	1.3
汉得信息	300170.sz	19,261	35.91	109.2	67.4	48.1	19.7	15.0	11.6	12%	17%	20%	51%	1.1%	2.8	2.2
生意宝	002095.sz	18,535	88.01	543.9	109.1	57.9	107.1	38.9	22.9	7%	24%	30%	206%	0.2%	9.4	2.6
智慧能源	600869.sh	16,009	16.17	52.3	33.8	30.0	1.4	1.1	0.9	9%	13%	13%	32%	0.6%	2.4	1.6
腾邦国际	300178.sz	13,285	54.30	105.3	76.2	57.8	27.6	20.4	15.3	10%	12%	14%	35%	0.3%	3.3	3.0
步步高	002251.sz	12,545	21.01	25.0	21.1	17.5	0.8	0.7	0.6	17%	19%	20%	19%	4.0%	2.2	1.3
欧浦钢网	002711.sz	10,355	69.03	95.4	67.2	44.8	7.4	3.4	1.9	12%	13%	13%	46%	0.4%	0.0	2.1
嘉欣丝绸	002404.sz	4,303	16.53	48.2	38.4	32.6	2.2	2.0	1.9	7%	8%	9%	22%	1.3%	1.6	2.2
均值				123.8	57.2	39.4	17.7	8.8	5.9	12%	16%	22%	57%	1.0%	3.2	2.0
海宁皮城	002344.sz	22,904	20.45	24.5	19.7	15.8	9.4	8.2	6.8	22%	23%	23%	24%	0.8%	5.4	1.0

来源: Wind, 瑞银证券估算; 海宁皮城、苏宁云商、永辉超市、豫园商城、海印股份、天虹商场、王府井、红旗连锁、汉得信息、步步高为瑞银证券估算, 其他公司为市场一致预期, 股价截止 2015 年 3 月 19 日; 均值计算剔除苏宁云商异常值

图表 9: 绝对估值假设表

相对年	+1E	+2E	+3E	+4E	+5E	+6E	+7E	+8E	+9E	+10E
财年	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
息税前利润	1,396	1,765	1,990	2,202	2,425	2,723	2,861	2,964	3,026	3,041
折旧及摊销*	300	347	403	453	506	562	620	676	728	775
资本支出	(1,056)	(924)	(1,043)	(974)	(954)	(1,074)	(1,111)	(1,130)	(1,130)	(1,110)
运营资本变动	45	(203)	(30)	(117)	(125)	(230)	(258)	(257)	(248)	(231)
所得税(营运)	(358)	(452)	(510)	(565)	(622)	(681)	(715)	(741)	(756)	(760)
其他	(4)	(5)	(5)	(5)	(5)	(6)	(6)	(5)	(5)	(4)
自由现金流	324	527	805	995	1,224	1,295	1,392	1,507	1,615	1,710
增长		62.8%	52.6%	23.6%	23.1%	5.7%	7.5%	8.3%	7.1%	5.9%

估值	
明计现金流现值	10,172
期末价值(第15年)现值	11,025
企业价值	21,197
占永续价值百分比	52%
联营公司及其他	4,009
-少数股东权益	142
现金盈余**	1,588
-债务***	450
权益价值	26,201
已发行股数[m]	1,120.0
每股权益价值(Rmb/股)	23.40
权益成本	7.9%
股息收益率	1.0%
1年期目标价(Rmb/股)	25.00

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	6.4%	4.0%	4.0%
息税前利润率	41.1%	36.3%	35.0%
资本支出/销售收入	15.0%	15.0%	15.0%
投资资本回报率	22.6%	18.4%	14.3%
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	12.5x	10.0x	11.9x
企业价值 / 息税前利润	15.2x	12.0x	14.4x
自由现金流收益率	1.5%	2.5%	1.7%
市盈率(现值)	22.5x	18.1x	21.4x
市盈率(目标)	24.0x	19.4x	22.9x

加权平均资本成本	
无风险利率	3.57%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.86
债务/权益比率***	1.9%
边际税率	25.0%
权益成本	7.9%
债务成本	5.0%
WACC	7.9%

期末假设值	
VCH(年数)	15
对应的自由现金流增长	2.9%
投资资本回报率增幅	8.9%
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	8.0x

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

海宁皮城 (002344.SZ)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	1,856	2,262	2,933	2,439	-16.8	2,806	15.0	3,347	3,849	4,310
毛利	1,017	1,354	2,101	1,697	-19.2	2,036	20.0	2,479	2,879	3,206
息税折旧摊销前利润(UBS)	760	987	1,439	1,358	-5.6	1,696	24.9	2,112	2,393	2,655
折旧和摊销	(76)	(110)	(146)	(241)	64.7	(300)	24.3	(347)	(403)	(453)
息税前利润(UBS)	684	877	1,292	1,117	-13.6	1,396	25.1	1,765	1,990	2,202
联营及投资收益	1	5	14	35	146.3	40	15.0	48	55	62
其他非营业利润	27	49	66	84	27.4	80	-3.9	79	79	76
净利息	46	42	30	46	54.5	55	18.8	58	84	82
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	756	973	1,402	1,281	-8.6	1,572	22.7	1,950	2,208	2,422
税项	(192)	(249)	(351)	(335)	4.6	(393)	-17.4	(488)	(552)	(606)
税后利润	565	724	1,051	947	-10.0	1,179	24.5	1,463	1,656	1,817
优先股股息及少数股权	(38)	(19)	(12)	(11)	10.0	(14)	-24.5	(17)	(20)	(21)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	527	705	1,039	936	-10.0	1,165	24.5	1,446	1,637	1,795
净利润(UBS)	527	705	1,039	936	-10.0	1,165	24.5	1,446	1,637	1,795
税率(%)	25.4	25.6	25.0	26.1	4.4	25.0	-4.3	25.0	25.0	25.0
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	0.47	0.63	0.93	0.84	-10.0	1.04	24.5	1.29	1.46	1.60
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.47	0.63	0.93	0.84	-10.0	1.04	24.5	1.29	1.46	1.60
每股收益(UBS, 基本)	0.47	0.63	0.93	0.84	-10.0	1.04	24.5	1.29	1.46	1.60
每股股息净值(Rmb)	0.13	0.13	0.15	0.17	11.4	0.21	24.5	0.26	0.29	0.32
每股账面价值	2.09	2.60	3.40	4.09	20.2	4.96	21.4	6.04	7.24	8.56
平均股数(稀释后)	1,120.00	1,120.00	1,120.00	1,120.00	0.0	1,120.00	0.0	1,120.00	1,120.00	1,120.00
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	1,332	1,353	1,338	1,544	15.4	1,870	21.2	2,783	3,934	5,210
其他流动资产	1,698	1,274	2,489	2,547	2.3	2,483	-2.5	2,752	2,832	3,037
流动资产总额	3,030	2,627	3,828	4,090	6.9	4,353	6.4	5,535	6,766	8,246
有形固定资产净值	252	439	393	423	7.6	437	3.1	414	401	394
无形固定资产净值	11	18	17	17	0.0	17	0.0	17	17	17
投资/其他资产	1,603	3,130	3,284	3,974	21.0	4,717	18.7	5,316	5,969	6,497
总资产	4,896	6,214	7,522	8,504	13.1	9,523	12.0	11,282	13,153	15,154
应付账款和其他短期负债	2,473	3,074	3,364	3,122	-7.2	3,149	0.9	3,678	4,182	4,694
短期债务	4	4	4	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	2,477	3,078	3,368	3,122	-7.3	3,149	0.9	3,678	4,182	4,694
长期债务	0	0	0	450	-	450	0.0	450	450	450
其它长期负债	0	113	217	217	0.0	217	0.0	217	217	217
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	2,477	3,191	3,585	3,789	5.7	3,816	0.7	4,345	4,849	5,361
普通股股东权益	2,344	2,908	3,808	4,576	20.2	5,554	21.4	6,766	8,114	9,582
少数股东权益	75	116	128	139	8.7	153	10.0	171	190	211
负债和权益总计	4,896	6,214	7,522	8,504	13.1	9,523	12.0	11,282	13,153	15,154
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	527	705	1,039	936	-10.0	1,165	24.5	1,446	1,637	1,795
折旧和摊销	76	110	146	241	64.7	300	24.3	347	403	453
营运资本变动净值	143	(530)	(214)	298	-	(89)	-	(256)	(421)	(304)
其他营业性现金流	(247)	1,064	382	(667)	-	99	-	427	726	488
经营性现金流	498	1,348	1,353	807	-40.4	1,474	82.6	1,963	2,344	2,432
有形资本支出	(853)	(1,205)	(965)	(961)	0.5	(1,056)	-9.8	(924)	(1,043)	(974)
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	49	(315)	35	-	40	-	48	55	62
投资性现金流	(853)	(1,155)	(1,280)	(926)	27.7	(1,015)	-9.6	(876)	(988)	(912)
已付股息	(140)	(140)	(140)	(168)	-20.0	(187)	-11.4	(233)	(289)	(327)
股份发行/回购	15	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(140)	(140)	(140)	46	-	55	18.76	58	84	82
债务及优先股变化	0	0	0	(4)	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	(265)	(280)	(280)	(126)	55.1	(132)	-5.3	(175)	(205)	(245)
现金流量中现金的增加/(减少)	(620)	(87)	(207)	(245)	-18.3	327	-	913	1,151	1,275
外汇/非现金项目	156	108	192	450	134.2	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(464)	21	(15)	205	-	327	59.0	913	1,151	1,275

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。

海宁皮城 (002344.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)	25.4	19.7	19.7	24.5	19.7	15.8	14.0	12.8
市盈率 (UBS, 稀释后)	25.4	19.7	19.7	24.5	19.7	15.8	14.0	12.8
股价/每股现金收益	22.2	17.1	17.3	19.5	15.6	12.8	11.2	10.2
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(2.7)	1.0	1.9	(0.7)	1.8	4.5	5.7	6.4
净股息收益率(%)	1.0	1.0	0.8	0.8	1.0	1.3	1.4	1.6
市净率	5.7	4.8	5.4	5.0	4.1	3.4	2.8	2.4
企业价值/营业收入(核心)	5.6	4.2	5.5	7.4	6.1	4.8	3.7	2.9
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	13.6	9.7	11.2	13.2	10.1	7.6	6.0	4.8
企业价值/息税前利润(核心)	15.1	10.9	12.4	16.1	12.3	9.1	7.2	5.7
企业价值/经营性自由现金流(核心)	12.5	27.6	14.9	12.7	13.2	10.6	9.1	6.6
企业价值/运营投入资本	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
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	13,393	13,888	20,447	22,904	22,904	22,904	22,904	22,904
净债务 (现金)	(1,560)	(1,338)	(1,342)	(1,214)	(1,257)	(1,877)	(2,909)	(4,122)
少数股东权益	75	116	128	139	153	171	190	211
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	11,909	12,666	19,234	21,829	21,800	21,198	20,185	18,994
非核心资产	(1,560)	(3,072)	(3,160)	(3,850)	(4,592)	(5,192)	(5,845)	(6,373)
核心企业价值	10,349	9,593	16,074	17,979	17,208	16,006	14,341	12,620
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	82.0	21.8	29.7	-16.8	15.0	19.3	15.0	12.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	139.4	29.9	45.8	-5.6	24.9	24.6	13.3	10.9
息税前利润(UBS)	158.9	28.3	47.4	-13.6	25.1	26.4	12.7	10.7
每股收益(UBS 稀释后)	110.1	33.7	47.5	-10.0	24.5	24.1	13.2	9.7
每股股息净值	-50.0	0.0	20.0	11.4	24.5	24.1	13.2	9.7
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	54.8	59.9	71.6	69.6	72.6	74.1	74.8	74.4
息税折旧摊销前利润率	40.9	43.6	49.1	55.7	60.4	63.1	62.2	61.6
息税前利润率	36.8	38.8	44.1	45.8	49.8	52.7	51.7	51.1
净利 (UBS) 率	28.4	31.2	35.4	38.4	41.5	43.2	42.5	41.7
ROIC (EBIT)	(87.1)	(94.0)	(132.2)	(284.2)	<-500	(394.9)	(246.7)	(186.2)
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)	24.5	26.8	30.9	22.3	23.0	23.5	22.0	20.3
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	(1.7)	(1.4)	(0.9)	(0.8)	(0.8)	(1.1)	(1.5)	(1.8)
净债务/总权益 %	(54.9)	(44.6)	(33.9)	(23.2)	(24.9)	(33.6)	(42.0)	(48.6)
净债务/(净债务 + 总权益) %	NM	(80.6)	(51.3)	(30.2)	(33.1)	(50.7)	(72.3)	(94.6)
净债务/企业价值	(12.8)	(14.1)	(8.3)	(6.1)	(8.3)	(14.6)	(24.3)	(37.7)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	NM	NM	NM	NM	NM	27.6	27.1	22.6
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	3.8	5.0	6.2	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
股息支付率 (UBS) %	26.6	19.9	16.2	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
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	1,856	2,262	2,933	2,439	2,806	3,347	3,849	4,310
总计	1,856	2,262	2,933	2,439	2,806	3,347	3,849	4,310
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	684	877	1,292	1,117	1,396	1,765	1,990	2,202
总计	684	877	1,292	1,117	1,396	1,765	1,990	2,202

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	+22.2%
预测股息收益率	1.0%
预测股票回报率	+23.2%
市场回报率假设	8.6%
预测超额回报率	+14.6%

风险声明

我们认为公司面临的主要风险包括：1) 宏观经济增速持续放缓，消费者购买力大幅下降；2) 未来公司新市场发展时，在市场选址、营销出现失误；3) 商户对新项目热情度不高，招租进展低于预期。

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：胡 昀昀, CFA; 廖 欣宇。

涉及报告中提及的公司的披露

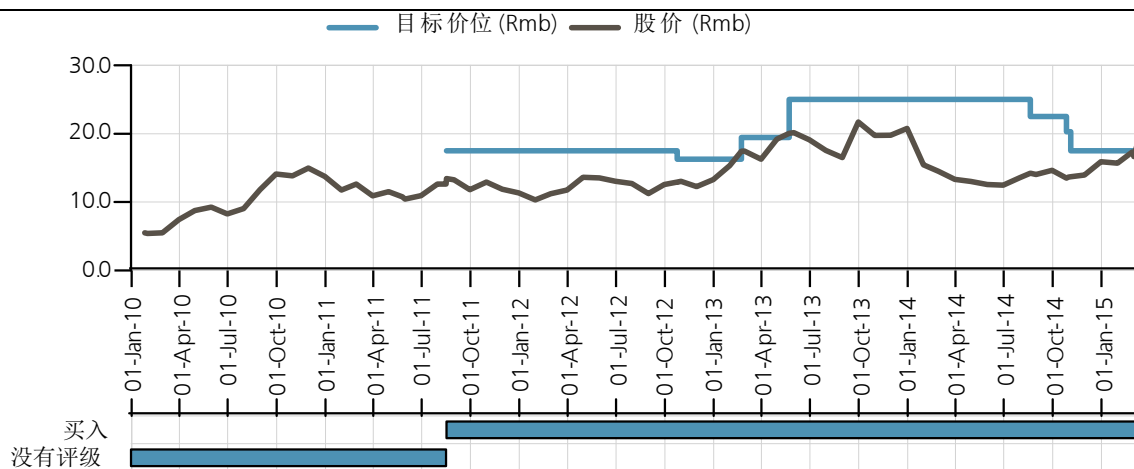
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
海宁皮城	002344.SZ	买入	不适用	Rmb20.87	2015 年 03 月 18 日

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。

海宁皮城 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 3 月 18 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）和金融市场监管局（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 受瑞士金融市场监管局（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 (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订或编制。**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。

