

**沪港通股票**

## 豫园商城

### 主业持续改善，城市名片再升级

#### 盈利增速回升，14年四季度收入同比增长44%

公司继 Q3 确认业绩拐点，Q4 保持改善趋势：营收同比+44%，净利润同比+47%；我们分析原因：1) 两家大型直营旗舰店开业及年末销售政策有效刺激；2) 武汉地产业务集中结算增厚投资收益。我们估计全年主业利润（包含套保收益）同比个位数下滑，考虑到 13 年抢金潮推高基数，该业绩实属不易。

#### 两大板块有望保持改善趋势

我们认为公司两大业务 2015 年将保持改善趋势：1) 14 年基数回归理性，公司黄金销售增速有望转正。同业公司周大福、六福春节黄金周同店增速均由负转正，我们估计公司春节整体营收实现双位数的增长；此外，近期受美联储政策会议不急于加息声明的影响，金价出现大涨；2) 餐饮市场也从 14 年下半年开始回暖，上海住宿餐饮业零售增速 14 年 9 月触底并持续大幅回升至 15 年 2 月的 19%。从中长期来看，我们预计更为年轻的新团队将积极推进公司珠宝业务的品牌升级，并加快餐饮业务的拓展。

#### 城市名片再升级

公司依托于上海市区内唯一具备传统文化内涵的“地标式”商圈豫园商城，以商旅文经营模式打造“城市名片”。过去受限于内圈面积有限且外延扩张不足，市场认为增长空间有限。但我们认为公司的沈阳豫珑城（我们预计今年开业）以及本部扩建项目将显著扩充经营面积；本部商圈也将引入更多元的旅游体验方式，充分利用年 4000 万人流量，并有望受益迪士尼开园带来的游客红利。

#### 估值：上调目标价至 17.5 元，维持“买入”评级

由于 2014 年全年盈利超预期，我们上调 14-16 年 EPS 预测至 0.70/0.76/0.87 元（原 0.62/0.68/0.75 元）。基于瑞银 VCAM 现金流贴现模型得出新目标价 17.5 元（原 14.0 元），无风险利率下降，WACC 从 8.4% 降为 7.8%。

### Equities

 中国  
 专营零售业

**12 个月评级** **买入**  
 保持不变

**12 个月目标价** **Rmb17.50**  
 之前: **Rmb14.00**
**股价** **Rmb14.36**
**路透代码:** 600655.SS **彭博代码** 600655 CH

#### 交易数据和主要指标

**52 周股价波动范围** Rmb14.58-7.08

**市值** Rmb20.6 十亿/US\$3.33 十亿

**已发行股本** 1,437 百万 (ORDA)

**流通股比例** 100%

**日均成交量(千股)** 31,760

**日均成交额(Rmb 百万)** Rmb415.2

**普通股股东权益 (12/14E)** Rmb7.27 十亿

**市净率 (12/14E)** 2.8x

**净债务 / EBITDA** 0.4x

#### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	0.62	0.70	13.34	0.70
12/15E	0.68	0.76	12.96	0.78
12/16E	0.75	0.87	16.23	0.85

**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	16,604	20,298	22,523	19,153	20,479	22,103	24,298	26,266
息税前利润(UBS)	717	561	568	733	966	1,146	1,277	1,389
净利润 (UBS)	855	968	981	1,003	1,097	1,247	1,436	1,603
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.59	0.67	0.68	0.70	0.76	0.87	1.00	1.12
每股股息 (Rmb)	0.07	0.20	0.21	0.24	0.23	0.26	0.30	0.33
现金 / (净债务)	(2,649)	(467)	(43)	(337)	(451)	(173)	508	730

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(%)	4.3	2.8	2.5	3.8	4.7	5.2	5.3	5.3
ROIC (EBIT) (%)	20.1	14.6	17.8	20.9	23.7	23.6	23.7	22.8
EV/EBITDA(core)x	18.0	15.2	13.9	20.9	16.3	14.2	12.7	11.6
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	19.1	11.8	11.3	20.6	18.8	16.5	14.4	12.9
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(7.1)	13.5	5.3	3.0	2.2	3.0	3.2	3.3
净股息收益率(%)	0.6	2.6	2.7	1.7	1.6	1.8	2.1	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 20 日 17 时 56 分的股价(Rmb14.36)得出；

# 投资主题

## 豫园商城

### 投资理由

公司地处上海中心商业区，具有独特的区域优势。经过近年来的调整升级，豫园内商圈的业态结构环境、交通可达性发生了显著性改善，对市内外、国内外游客的吸引增强，我们预计盈利能力将得到提升。

2009 年以来务工阶层收入明显改善，4-6 线城市消费加速增长，“老庙”、“亚一”品牌主流受众的消费力水平、对黄金饰品等传统投资保值类奢侈品的需求有望明显上升。我们认为，豫园金饰品作为信誉良好、网点分布广泛的传统品牌将显著受益务工阶层及中小城市的消费力升级趋势。

我们预测 2015/16 年每股盈利为 0.76/0.87 元，高于市场一致预期的 0.71/0.81 元。我们基于瑞银 VCAM 工具，通过现金流贴现得到目标价 17.5 元（WACC7.8%），对应 2015/16 年市盈率分别为 23/20 倍。

### 乐观情景

我们的基准情景假设 2015/16 年黄金珠宝业务收入增长分别为 7%/8%，毛利率分别为 7.5%/8.0%（考虑套保效应）。如果黄金珠宝业务收入增速达到 20%/20%，毛利率上升至 9.5%/10.0%，则我们估算，2015/16 年每股盈利上升为 0.94/1.08 元，得到乐观情景下每股估值 21.5 元。

### 悲观情景

如果黄金珠宝业务收入增长不及我们预期，且毛利率承压，2015/16 年收入下滑 -5%/-5%，毛利率为 6.0%/6.5%，则我们估算，2015/16 年每股盈利下降为 0.57/0.66 元，得到悲观情景下每股估值 13.4 元。

### 近期催化剂

我们认为公司的催化剂有：1）沈阳“豫珑城”招商情况或超出预期；2）国际金价持续上涨/下跌；3）迪士尼开园。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb17.50

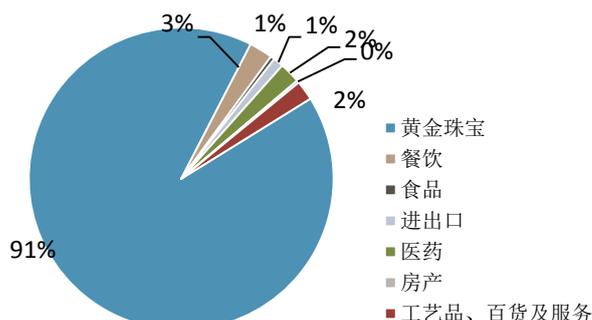
### 公司简介

豫园商城地处上海中心商业区，是一家集黄金珠宝、餐饮、医药、工艺品、百货、食品、旅游、房地产、金融和进出口贸易等产业为一体，多元化发展的国内综合性商业集团。公司旗下拥有众多以中国驰名商标、中华老字号、上海市著名商标和百年老店等为核心的产业品牌资源，包括‘老庙黄金’、‘亚一金店’、‘南翔小笼’等。

### 行业展望

我们认为国内黄金消费量主要取决于黄金饰品的购买需求和黄金实物的投资、保值需求。一方面，黄金饰品有婚庆人群的刚性需求保障，随着适婚人数的增加，黄金饰品的销量也会快速增长。另一方面，由于国内投资、保值渠道有限，黄金作为公认的硬通货具有投资需求。

### 主营收入按业务分布，2013 年



来源: 公司数据

### 毛利润按业务分布

(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
黄金饰品	871	1,021	1,148	1,406	1,620
进出口	8	6	0	0	0
饮食	334	370	384	423	465
医药	87	90	78	83	87
房产	50	33	3	3	3
食品	39	40	47	51	56
其他	281	323	313	326	346
合计	1,671	1,882	1,973	2,292	2,577

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

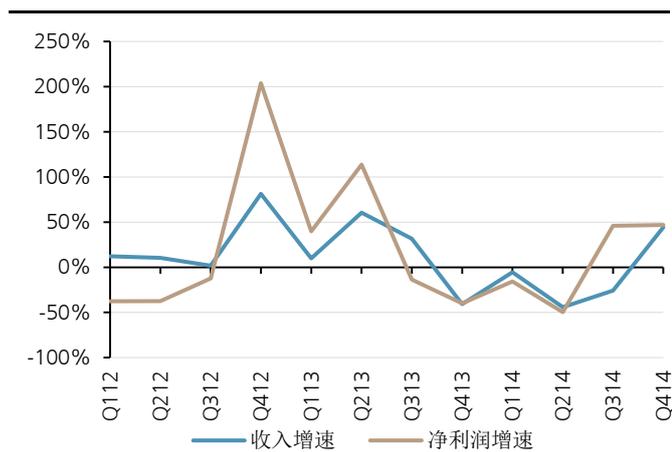
## 黄金业务见底回升，整合成果显现

我们认为公司的黄金业务销售从 14 年下半年开始触底回升，主要原因在于金价同比降幅缩窄以及消费性需求回升。公司全年黄金业务收入同比下滑，导致 14 年公司整体营收同比下滑 15%，但营收增速从三季度开始逐季回升，其中四季度大幅增长 44%，我们认为除了上述原因，还归因于加盟商信心恢复在年末优惠销售政策下积极补货以及公司两家大型直营旗舰店开业。我们估计全年主业利润（包含套保收益）同比个位数下滑，考虑到 2013 年抢金潮推高基数，该业绩实属不易。

我们预计 15 年公司的黄金销售业务在基数回归理性的情况下将保持同比改善趋势。从主要竞争对手周大福和六福集团的经营数据，我们也可以看到 2015 年春节黄金周同店增速均由负转正。我们估计公司春节黄金周营收同比双位数增长。

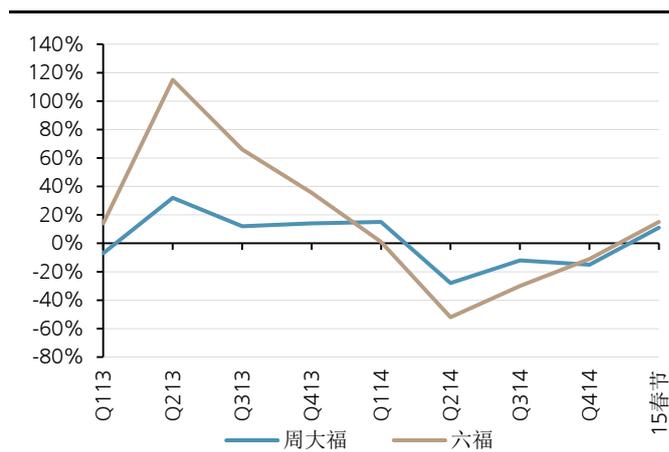
3 月 18 日美联储下调了 14 年 12 月公布的经济、通常和利率前景预期，市场解读美联储前瞻指引的下调可能延迟此前普遍认为 6 月加息的预期，受此影响黄金价格当日涨幅逾 2%。

图表 1: 单季度收入 VS 净利润增速



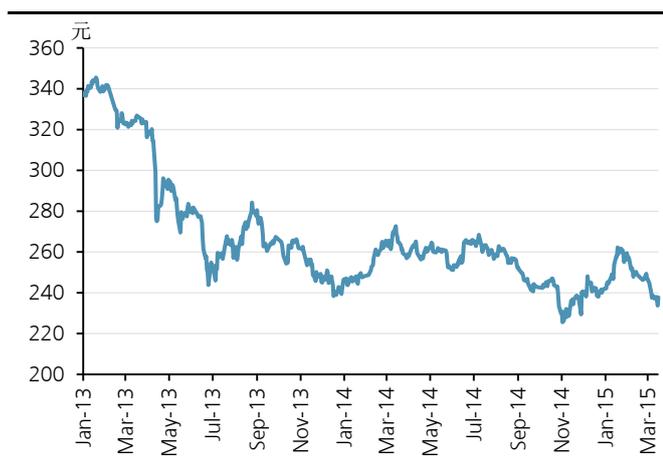
来源: 公司数据

图表 2: 周大福/六福季度同店



来源: 公司数据

图表 3: SHFE 黄金



来源: Wind

### 中长期看好转型提升

从中长期来看，我们认为公司成长空间有望被重估，基于转型提升：1) 预计更为年轻的新团队将积极推进公司珠宝业务的品牌升级，2) 并加快餐饮业务的拓展；3) 商旅文模式

从中长期来看，我们看好公司的黄金珠宝业务整合带来的品牌和设计的改善，这将使得公司在进一步扩张规模的同时提升议价能力。

公司 2013 年启动了黄金珠宝业务的整合，将旗下“老庙黄金”和“亚一金店”两大品牌合并成立上海豫园黄金珠宝集团有限公司，重新梳理定位以实现差异化发展。我们认为 2014 年，公司两大品牌相对于之前无论是产品设计还是品牌形象均出现明显改善，四季度营收高速增长也反映了市场和经销商的正面反馈。

- 提升品牌设计能力。国内金饰品牌与香港及海外品牌的主要差距在于款式更新的速度上，新的集团公司成立后，公司聘请了原周大福设计师，缩小与一流品牌在设计能力上的差距。公司去年于上海、深圳分别组建了原创设计团队，挖掘老庙“好运文化”和亚一“爱的纪念”理念，老庙推出的“女人花”和“日月星”系列，以及亚一推出的“韩系珠宝”系列上市后均得以畅销。
- 增加营销投入。2014 年公司聘请孙俪代言“老庙”，全智贤代言“亚一”。全新代言人的形象体现了集团公司对品牌全新的定位，分别体现了“老庙”黄金经典典雅的风格，以及“亚一”定位年轻时尚消费群体的策略。
- 渠道升级。9 月 29 日老庙黄金 108 周年庆，全新旗舰店开幕，面积超 7,000 平方米，是上海最大规模的本土金店。新的旗舰店扩大展示面积，丰富了展品数量，同时在三楼开设定制专区。公司设专业设计人员提供设计服务，定位中档定制产品设计，可根据顾客要求制作个性化产品。开辟定制服务提升公司服务水平，填补原有个性化产品的空白，定制产品以销定产，不存在存货挤压的问题。
- 实行平台代理模式，开拓新区域市场。公司开设二级平台代理模式，在一定区域内内设或由规模较大的代理商成立代理平台，承担向下一级经销商

发货的职责。平台设立后，规模较小的加盟商在参加公司固定的订货会外，能够增加从二级平台拿货次数，减小资金压力，规避金价下行风险，减轻长途运输中安保压力。公司现有四川和西安两个二级平台，沈阳“豫珑城”开业后应也会成为一个新的二级平台。

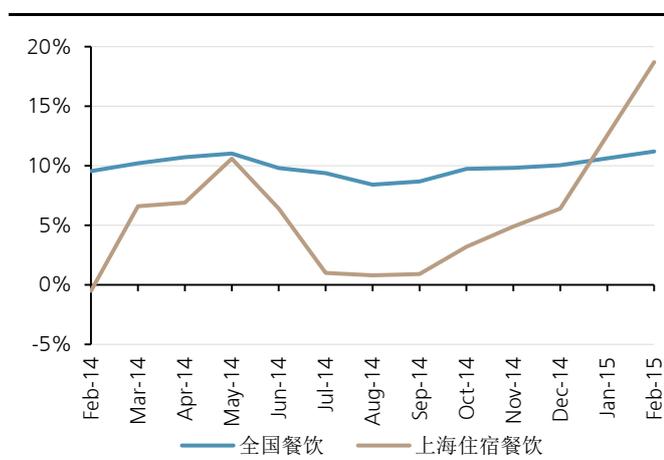
## 餐饮业务增速回升

公司的餐饮业务是第二大利润贡献来源，旗下品牌较多，拥有多个中华老字号和上海市著名商标，文化积淀深厚。

在经历了 2013 年限制“三公消费”后，整体餐饮市场进行主动转型，高端餐饮向大众型消费转变，从下半年开始成效开始显现，收入增速稳步回升。上海的住宿餐饮业零售增速从 2014 年 10 月开始触底反弹并持续大幅回升，2015 年 2 月达 19%。

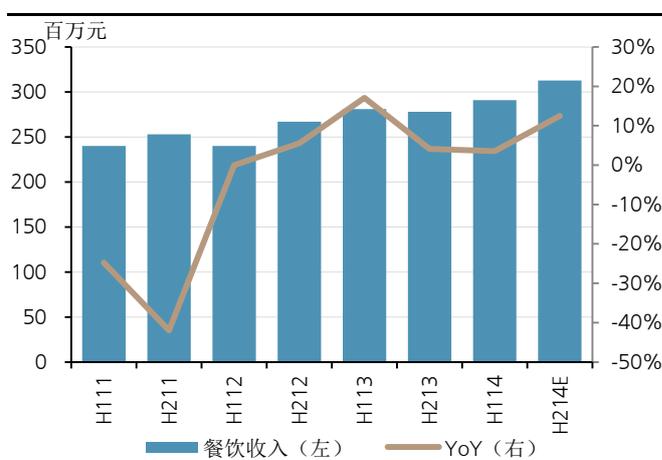
在此背景下，公司的餐饮板块也出现加速增长。我们估计全年餐饮板块净利润同比增长约 15%，下半年营收增速环比改善，这一方面得益于市场回暖，另一方面则归功于公司有效的营销和管理提升。我们看好公司餐饮板块的发展：1) 公司旗下两个主要品牌南翔和老城隍庙小吃世界均定位大众餐饮，和市场转型方向一致；2) 公司目前餐饮门店大部分仍在上海之内，多数作为知名品牌和中华老字号，在外省市甚至海外均存在扩张空间。我们认为公司餐饮业务在更为年轻的新团队的推动下，外延扩张可能会加快。

图表 4: 社零消费餐饮收入月度同比



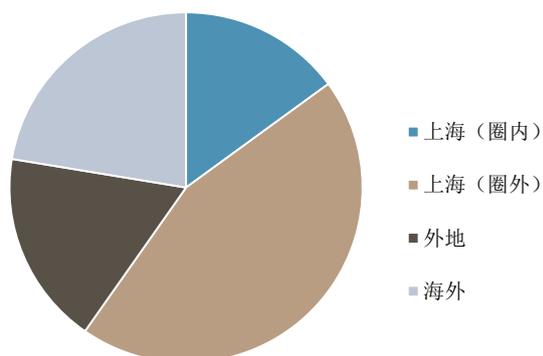
来源: 国家统计局, 上海统计局

图表 5: 公司餐饮收入增速



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 6: 餐饮门店布局



来源: 公司数据

图表 7: 荣誉列表

品牌名称	简介
绿波廊	上海市著名商标、上海最具活力的老商标、中华老字号
上海老饭店	上海市餐饮名店、中华老字号、全国餐饮行业百强
松云楼	老字号企业
松月楼	中华餐饮名店
德兴馆	全国餐饮行业百强
南翔馒头店	上海市餐饮名店、中华餐饮名店、上海名特小吃、中华名小吃
和丰楼	上海市餐饮名店、上海餐饮业著名传统品牌、中华餐饮名店
湖滨美食楼	上海市餐饮名店、中国名菜名点、中华餐饮名店
老城隍庙小吃世界	全国餐饮行业百强
乔家栅	中华名小吃、中华老字号、中华餐饮名店
湖心亭	上海市著名商标

来源: 公司资料

## 商旅文“城市名片”再升级

公司依托于上海市区内唯一具备传统文化内涵的“地标式”商圈豫园商城，形成了商业、旅游、文化联动发展的独特经营模式。过去主要受限于豫园内圈面积有限而外延扩张不足，市场认为营收增长空间有限。但我们认为公司的异地项目沈阳豫珑城（预计 2015 年开业）以及本部扩建项目将显著扩充经营面积；本部商圈也将引入更多元的旅游体验方式，充分利用年 4000 万人流量，并有望受益迪士尼开园带来的游客红利。

### 异地复制稳步推进

公司目前正在积极推进沈阳“豫珑城”项目作为豫园商圈的异地复制。作为沈阳市政府支持的重点旅游商业建设项目，“豫珑城”将集黄金珠宝销售、餐饮、百货和工艺品销售以及旅游休闲于一体，实现公司的品牌输出和文化输出。

2012 年起沈阳“豫珑城”项目动工建设，项目占地面积 3.2 万平方米，总建筑面积 17 万平米，计划总投资 20 亿元，我们预计将于 2015 年 8 月正式运营。我们认为这将是公司独特商旅文商业地产模式外延扩张的重要举措，同时也将实现公司黄金珠宝业务对新区市场的积极拓展。公司有可能在沈阳设立东北的二级代理平台，联合经销商的力量强化公司“老庙”和“亚一”品牌在东北市场的渠道布局以及品牌影响力。

### 本部扩建豫泰基地

豫园商圈目前作为上海具备传统文化内涵的“城市名片”，年均客流量 4000 万人次。随着上海迪士尼 2016 年开园，我们预计上海年新增旅游人口超过 1500 万人次，豫园商圈有望直接受益新增旅游人群。但受限于目前一期的面积，经营和接待能力有限。公司计划投资 67 亿元毗邻原豫园商城建设上海豫泰广场，扩大原有商圈影响力及容客能力。项目占地 2.1 公顷，总建筑面积 14 万平方米，地上、地下各 7 万平米，如建成相当于豫园商城经营面积翻倍。预计项目 2016 年 8 月开始建设，2018 年 9 月启动招商，2019 年 9 月交付使用。

该项目将延续豫园商圈老城厢历史文化风貌定位，打造以居住、商业、文化娱乐和旅游观光功能为一体的城市复合型历史中心地区。作为豫园商城一期的延伸和升级，我们认为豫泰基地可能会尝试夜市、演艺等新业态，和原豫园商圈形成互补，充分利用白天旺盛的人流。

## 估值：上调目标价至 17.5 元，维持“买入”

公司四季度收入增长超出我们的预期，1) 公司四季度开业两家大型旗舰店，同时年末进行促销销售拉动收入加速增长；2) 受益于武汉地产项目集中结算产生的投资收益，公司全年盈利超出预期。根据公司 2014 年业绩快报，我们将 2014-16 年盈利预测上调至 0.70/0.76/0.87 元（原 0.62/0.68/0.75 元）。

图表 8: 利润表

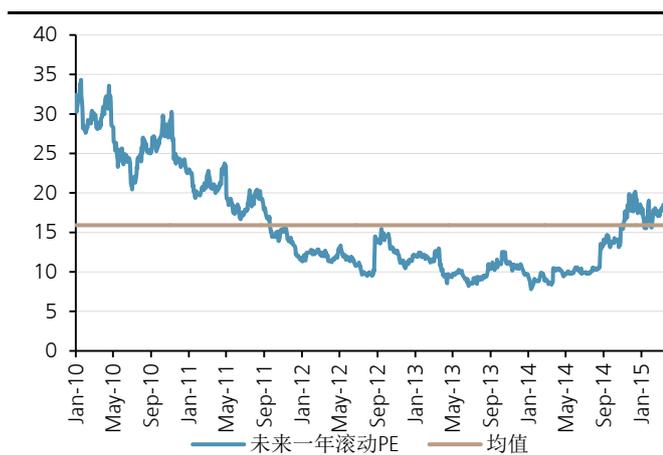
百万元	2014E			2015E			2016E		
	更新前	更新后	变化	更新前	更新后	变化	更新前	更新后	变化
营业收入	18,089	19,153	6%	19,124	20,479	7%	20,654	22,103	7%
营业成本	16,072	17,180	7%	16,998	18,187	7%	18,359	19,526	6%
营业税金及附加	172	179	4%	191	191	0%	207	207	0%
毛利	2,017	1,973	-2%	2,126	2,292	8%	2,294	2,577	12%
销售费用	597	555	-7%	516	594	15%	537	641	19%
管理费用	470	506	8%	497	541	9%	496	584	18%
财务费用	52	189	265%	47	165	254%	61	147	143%
资产减值损失	29	38	29%	5	5	13%	7	6	-3%
投资收益	372	627	69%	308	422	37%	321	420	31%
营业利润	1,067	1,116	5%	1,176	1,238	5%	1,307	1,432	10%
营业外收入	61	61	0%	61	61	0%	61	61	0%
营业外支出	3	9	242%	3	9	242%	3	9	242%
利润总额	1,126	1,168	4%	1,235	1,290	4%	1,365	1,484	9%
所得税费用	213	141	-34%	234	168	-28%	259	208	-20%
净利润	912	1,026	13%	1,001	1,122	12%	1,106	1,277	15%
归属母公司净利润	885	1,003	13%	971	1,097	13%	1,073	1,247	16%
每股收益 (元/股)	0.62	0.70	13%	0.68	0.76	13%	0.75	0.87	16%

来源: 瑞银证券估算

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。公司现在股价对应未来一年滚动 PE 为 18 倍，高于 2010 年以来均值 16 倍。我们认为公司两方面因素将带来成长预期的变化，带来估值提升：1) 主业板块的转型升级（品牌升级、引入新团队、外延扩张加速）；2) 公司的异地项目沈阳豫珑城（预计 2015 年开业）以及本部扩建项目将显著扩充经营面积；本部商圈也将引入更多元的旅游体验方式。由于公司业务兼具黄金珠宝和旅游景点的特征，我们选取了两组可比公司。目前珠宝首饰类可比公司 15 年 PE 均值为 37 倍，景区演艺类可比公司 15 年 PE 均值为 32 倍。

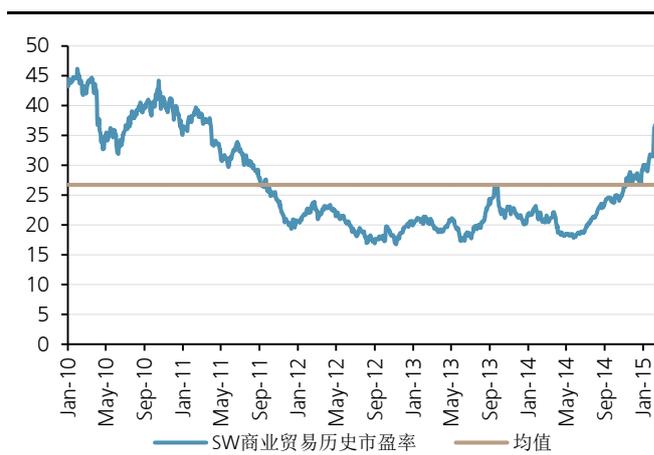
基于瑞银 VCAM 进行现金流贴现，由于无风险利率从 4.25% 下降至 3.57%，WACC 从原有 8.4% 下调至 7.8%。我们上调目标价至 17.5 元，维持“买入”。

图表 9: 公司未来一年滚动 PE



来源: 朝阳永续

图表 10: 商贸行业 PE (TTM)



来源: Wind

图表 11: 可比公司估值表

公司名称	代码	市值 股价		PE			PS			ROE			净利 CARG	股息率	P/BV	PEG
		百万元	元	14E	15E	16E	14E	15E	16E	14E	15E	16E				
<b>景区演艺</b>																
宋城演艺	300144.sz	22,356	40.08	33.4	41.5	34.0	23.5	18.8	16.0	12%	14%	15%	26%	0.6%	2.9	1.3
黄山旅游	600054.sh	8,612	18.27	39.9	28.2	25.0	6.0	5.2	4.6	12%	15%	14%	26%	0.3%	3.0	1.5
峨眉山 A	000888.sz	7,588	28.80	38.1	30.7	26.1	7.3	6.1	5.4	12%	13%	14%	21%	0.4%	3.1	1.8
丽江旅游	002033.sz	4,917	17.45	29.5	24.4	21.9	6.7	6.1	5.7	12%	11%	12%	16%	0.9%	2.9	1.8
张家界	000430.sz	3,250	10.13	38.7	35.4	31.5	5.6	5.7	5.4	16%	15%	15%	31%	NA	5.3	1.3
<b>均值</b>				<b>35.9</b>	<b>32.0</b>	<b>27.7</b>	<b>9.8</b>	<b>8.4</b>	<b>7.4</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>24%</b>	<b>0.6%</b>	<b>3.4</b>	<b>1.6</b>
<b>珠宝首饰-A 股</b>																
老凤祥	600612.sh	20,773	39.71	22.6	18.7	15.5	0.6	0.5	0.5	23%	24%	24%	21%	2.2%	4.0	1.1
潮宏基	002345.sz	10,978	12.99	45.0	34.4	27.7	4.3	3.5	2.9	10%	12%	13%	27%	1.2%	2.2	1.6
明牌珠宝	002574.sz	7,725	14.63	36.5	31.3	28.7	1.1	1.0	0.8	7%	8%	8%	13%	0.7%	1.6	2.9
飞亚达 A	000026.sz	5,338	13.59	33.3	26.2	20.4	1.6	1.4	1.3	10%	12%	14%	28%	1.3%	1.9	1.2
金一文化	002721.sz	5,300	26.26	106.8	74.9	52.7	1.1	0.9	0.7	0%	0%	NA	42%	0.4%	NA	2.5
萃华珠宝	002731.sz	4,959	32.91	43.5	35.7	31.3	1.3	1.2	1.0	13%	12%	13%	18%	NA	NA	2.4
爱迪尔	002740.sz	3,609	36.09	41.2	36.0	31.6	4.2	3.9	3.6	17%	16%	15%	14%	NA	NA	2.9
<b>均值</b>				<b>47.0</b>	<b>36.7</b>	<b>29.7</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>1.5</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>14%</b>	<b>23%</b>	<b>1.1%</b>	<b>2.4</b>	<b>2.1</b>
豫园商城	600655.sh	20,640	14.36	20.6	18.8	16.5	1.1	1.0	0.9	14%	14%	15%	12%	2.7%	1.7	1.8

来源: Wind, 豫园商城, 宋城演艺, 黄山旅游, 峨眉山 A, 丽江旅游, 飞亚达 A 为瑞银证券估算, 其余为一致预期; 股价截至 2015 年 3 月 20 日

图表 12: 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	966	1,146	1,277	1,389	1,476	1,866	2,056	2,246	2,435	2,619
折旧及摊销*	68	63	74	86	98	110	121	133	145	157
资本支出	(139)	(142)	(174)	(208)	(247)	(275)	(305)	(334)	(364)	(393)
运营资本变动	(217)	(303)	(327)	(380)	(409)	(597)	(648)	(658)	(657)	(645)
所得税 (营运)	(187)	(224)	(237)	(260)	(272)	(344)	(379)	(414)	(449)	(483)
其他	(40)	(49)	(66)	(59)	(63)	(98)	(101)	(102)	(102)	(100)
自由现金流	451	491	547	568	583	661	745	871	1,008	1,154
增长		8.8%	11.4%	3.8%	2.8%	13.4%	12.6%	17.0%	15.7%	14.5%

估值		长期假设值			加权平均资本成本		
相对年		+10E	+15E	+25E			
明计现金流现值	7,397	8.0%	6.5%	6.5%	无风险利率	3.57%	
期末价值 (第 15 年) 现值	13,192	息税前利润率	5.8%	5.8%	4.6%	权益风险溢价	5.0%
<b>企业价值</b>	<b>20,589</b>	资本支出/销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	贝塔系数	0.85
占永续价值百分比	64%	投资资本回报率	13.1%	13.7%	10.3%	债务/权益比率***	14.0%
联营公司及其他	4,550					边际税率	25.0%
-少数股东权益	572					权益成本	7.8%
现金盈余**	2,192					债务成本	4.8%
-债务***	3,016					<b>WACC</b>	<b>7.8%</b>
权益价值	23,742						
已发行股数 [ m ]	1,437.3						
<b>每股权益价值 (Rmb/股)</b>	<b>16.50</b>						
权益成本	7.8%						
股息收益率	1.6%						
<b>1年期目标价 (Rmb/股)</b>	<b>17.50</b>						

财年	2015E	2016E	1年预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	19.9x	17.0x	19.2x
企业价值 / 息税前利润	21.3x	18.0x	20.5x
自由现金流收益率	2.2%	2.4%	2.2%
市盈率 (现值)	21.6x	19.0x	21.0x
市盈率 (目标)	22.9x	20.2x	22.3x

期末假设值	
VCH (年数)	15
对应的自由现金流增长	3.2%
投资资本回报率增幅	8.1%
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	9.8x

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

## 豫园商城 (600655.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	16,604	20,298	22,523	19,153	-15.0	20,479	6.9	22,103	24,298	26,266
毛利	1,829	1,671	1,882	1,973	4.9	2,292	16.2	2,577	2,826	3,063
息税折旧摊销前利润(UBS)	809	652	681	808	18.6	1,034	28.0	1,209	1,350	1,474
折旧和摊销	(92)	(91)	(113)	(75)	-33.5	(68)	-9.3	(63)	(74)	(86)
息税前利润(UBS)	717	561	568	733	29.0	966	31.8	1,146	1,277	1,389
联营及投资收益	440	800	855	627	-26.7	422	-32.7	420	420	483
其他非营业利润	108	(11)	52	(4)	-	67	-	66	64	67
净利息	(218)	(216)	(207)	(189)	8.8	(165)	12.4	(147)	(52)	(31)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	1,047	1,135	1,269	1,168	-8.0	1,290	10.5	1,484	1,709	1,908
税项	(141)	(136)	(241)	(141)	41.2	(168)	-18.6	(208)	(239)	(267)
税后利润	906	999	1,028	1,026	-0.2	1,122	9.3	1,277	1,470	1,641
优先股股息及少数股权	(51)	(31)	(48)	(23)	50.7	(26)	-9.3	(29)	(34)	(37)
非常项目	0	0	0	82	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	855	968	981	1,084	10.6	1,097	1.1	1,247	1,436	1,603
净利润(UBS)	855	968	981	1,003	2.3	1,097	9.3	1,247	1,436	1,603
税率(%)	13.5	12.0	19.0	12.1	-36.1	13.0	7.3	14.0	14.0	14.0
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)	0.59	0.67	0.68	0.70	2.3	0.76	9.3	0.87	1.00	1.12
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.59	0.67	0.68	0.75	10.6	0.76	1.1	0.87	1.00	1.12
每股收益(UBS, 基本)	0.59	0.67	0.68	0.70	2.3	0.76	9.3	0.87	1.00	1.12
每股股息净值(Rmb)	0.07	0.20	0.21	0.24	16.3	0.23	-6.3	0.26	0.30	0.33
每股账面价值	3.54	4.05	4.57	5.06	10.6	5.58	10.3	6.22	6.96	7.77
平均股数(稀释后)	1,437.32	1,437.32	1,437.32	1,437.32	0.0	1,437.32	0.0	1,437.32	1,437.32	1,437.32
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	1,558	2,059	3,297	2,838	-13.9	2,551	-10.1	2,660	2,743	2,874
其他流动资产	6,132	3,959	5,324	4,520	-15.1	4,776	5.7	5,130	5,531	5,976
流动资产总额	7,690	6,018	8,621	7,358	-14.6	7,326	-0.4	7,790	8,274	8,850
有形固定资产净值	1,033	1,074	991	1,078	8.8	1,150	6.7	1,230	1,330	1,450
无形固定资产净值	72	70	68	67	-0.5	67	-0.5	67	66	66
投资/其他资产	3,464	3,993	4,018	5,090	26.7	5,112	0.4	5,137	5,165	5,197
总资产	12,259	11,154	13,697	13,594	-0.8	13,656	0.5	14,224	14,835	15,564
应付账款和其他短期负债	2,353	1,398	2,355	1,726	-26.7	1,489	-13.7	1,778	1,892	1,502
短期债务	2,216	1,245	2,134	2,228	4.41	2,055	-7.75	1,887	1,789	1,698
流动负债总额	4,569	2,643	4,489	3,954	-11.9	3,545	-10.3	3,665	3,681	3,200
长期债务	1,991	1,281	1,206	946	-21.6	946	0.0	946	446	446
其它长期负债	359	875	887	855	-3.5	555	-35.1	55	55	55
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	6,918	4,800	6,582	5,756	-12.5	5,047	-12.3	4,667	4,183	3,702
普通股股东权益	5,091	5,828	6,572	7,271	10.6	8,017	10.3	8,935	9,997	11,170
少数股东权益	250	526	544	567	4.3	593	4.5	622	655	693
负债和权益总计	12,259	11,154	13,697	13,594	-0.8	13,656	0.5	14,224	14,835	15,564
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)	855	968	981	1,084	10.6	1,097	1.1	1,247	1,436	1,603
折旧和摊销	92	91	113	75	-33.5	68	-9.3	63	74	86
营运资本变动净值	(1,788)	1,121	209	137	-34.6	(297)	-	(272)	(296)	(345)
其他营业性现金流	(248)	(521)	(653)	(497)	23.8	(269)	46.0	(282)	(373)	(459)
经营性现金流	(1,088)	1,658	649	799	23.0	599	-25.0	757	840	885
有形资本支出	(68)	(120)	(62)	(179)	-188.0	(139)	22.5	(142)	(174)	(208)
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	5	256	2,431	(358)	-	442	-	440	440	506
投资性现金流	(63)	136	2,369	(538)	-	303	-	298	266	299
已付股息	(72)	(101)	(292)	(302)	-3.4	(351)	-16.3	(329)	(374)	(431)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(221)	(2,609)	162	(253)	-	(665)	-162.88	(447)	(52)	(531)
债务及优先股变化	454	1,377	388	449	15.71	(973)	-	(469)	(98)	(591)
融资性现金流	160	(1,333)	258	(106)	-	(1,989)	NM	(1,245)	(524)	(1,553)
现金流量中现金的增加/(减少)	(991)	462	3,276	155	-95.3	(1,087)	-	(190)	583	(369)
外汇/非现金项目	11	39	(2,038)	(615)	69.8	800	-	300	(500)	500
资产负债表现金增加/(减少)	(980)	501	1,238	(460)	-	(287)	37.5	110	83	131

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。

## 豫园商城 (600655.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)	19.1	11.8	11.3	19.0	18.8	16.5	14.4	12.9
市盈率 (UBS, 稀释后)	19.1	11.8	11.3	20.6	18.8	16.5	14.4	12.9
股价/每股现金收益	17.3	10.8	10.2	19.1	17.7	15.8	13.7	12.2
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(7.1)	13.5	5.3	3.0	2.2	3.0	3.2	3.3
净股息收益率(%)	0.6	2.6	2.7	1.7	1.6	1.8	2.1	2.3
市净率	3.2	2.0	1.7	2.8	2.6	2.3	2.1	1.8
企业价值/营业收入(核心)	0.9	0.5	0.4	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	18.0	15.2	13.9	20.9	16.3	14.2	12.7	11.6
企业价值/息税前利润(核心)	20.3	17.6	16.6	23.1	17.5	14.9	13.4	12.4
企业价值/经营性自由现金流(核心)	20.3	5.9	12.2	19.4	25.2	19.6	17.5	16.4
企业价值/运营投入资本	4.1	2.6	3.0	4.8	4.1	3.5	3.2	2.8
<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	16,360	11,423	11,130	20,640	20,640	20,640	20,640	20,640
净债务 (现金)	1,272	1,743	1,558	255	190	394	394	394
少数股东权益	250	526	544	567	593	622	655	693
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>17,882</b>	<b>13,693</b>	<b>13,232</b>	<b>21,462</b>	<b>21,422</b>	<b>21,655</b>	<b>21,689</b>	<b>21,726</b>
非核心资产	(3,301)	(3,807)	(3,780)	(4,550)	(4,550)	(4,550)	(4,550)	(4,550)
<b>核心企业价值</b>	<b>14,580</b>	<b>9,885</b>	<b>9,452</b>	<b>16,912</b>	<b>16,872</b>	<b>17,106</b>	<b>17,139</b>	<b>17,176</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	37.6	22.2	11.0	-15.0	6.9	7.9	9.9	8.1
息税折旧摊销前利润(UBS)	3.9	-19.5	4.5	18.6	28.0	16.9	11.7	9.2
息税前利润(UBS)	7.9	-21.8	1.3	29.0	31.8	18.6	11.4	8.8
每股收益(UBS 稀释后)	27.1	13.2	1.3	2.3	9.3	13.7	15.1	11.6
每股股息净值	40.0	190.0	3.4	16.3	-6.3	13.7	15.1	11.6
<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	11.0	8.2	8.4	10.3	11.2	11.7	11.6	11.7
息税折旧摊销前利润率	4.9	3.2	3.0	4.2	5.0	5.5	5.6	5.6
息税前利润率	4.3	2.8	2.5	3.8	4.7	5.2	5.3	5.3
净利 (UBS) 率	5.1	4.8	4.4	5.2	5.4	5.6	5.9	6.1
ROIC (EBIT)	20.1	14.6	17.8	20.9	23.7	23.6	23.7	22.8
税后投资资本回报率	15.4	8.7	7.4	15.5	19.2	19.0	19.3	18.5
净股东权益回报率(UBS)	17.7	17.7	15.8	14.5	14.3	14.7	15.2	15.1
<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	3.3	0.7	0.1	0.4	0.4	0.1	(0.4)	(0.5)
净债务/总权益 %	49.6	7.4	0.6	4.3	5.2	1.8	(4.8)	(6.2)
净债务/(净债务 + 总权益) %	33.2	6.9	0.6	4.1	5.0	1.8	(5.0)	(6.6)
净债务/企业价值	18.2	4.7	0.5	2.0	2.7	1.0	(3.0)	(4.3)
资本支出 / 折旧 %	73.8	132.1	55.4	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	0.4	0.6	0.3	0.9	0.7	0.6	0.7	0.8
息税前利润/净利息	3.3	2.6	2.7	3.9	5.8	7.8	24.7	45.2
股息保障倍数 (UBS)	8.5	3.3	3.2	2.9	3.3	3.3	3.3	3.3
股息支付率 (UBS) %	11.8	30.1	30.8	35.0	30.0	30.0	30.0	30.0
<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	16,604	20,298	22,523	19,153	20,479	22,103	24,298	-
<b>总计</b>	<b>16,604</b>	<b>20,298</b>	<b>22,523</b>	<b>19,153</b>	<b>20,479</b>	<b>22,103</b>	<b>24,298</b>	<b>-</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	717	561	568	733	966	1,146	1,277	-
<b>总计</b>	<b>717</b>	<b>561</b>	<b>568</b>	<b>733</b>	<b>966</b>	<b>1,146</b>	<b>1,277</b>	<b>-</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	+21.9%
预测股息收益率	1.7%
预测股票回报率	+23.6%
市场回报率假设	8.6%
预测超额回报率	+15.0%

---

## 风险声明

我们认为公司面临的主要风险有：1) 黄金价格持续下跌可能影响公司利润水平；2) 如果终端消费持续不振，公司百货、餐饮业务可能受到负面影响；3) 如果房地产行业销售出现全国大范围下滑，导致公司需要降低售价消化库存，可能影响公司房地产业务的盈利能力。

## 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：胡 昀昀, CFA; 廖 欣宇.

### 涉及报告中提及的公司的披露

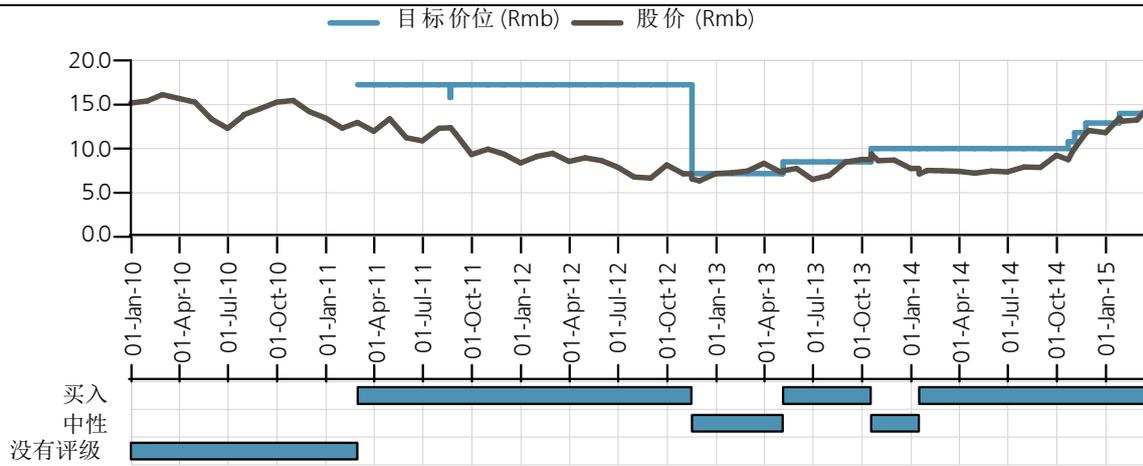
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
豫园商城	600655.SS	买入	不适用	Rmb14.58	2015 年 03 月 19 日

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。

### 豫园商城 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 3 月 19 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。

