

# 燕京啤酒

## 业绩符合预期，维持“中性”评级

### 业绩基本符合预期

燕京啤酒公布 2014 年业绩，收入为 135.04 亿元 (-1.78% YoY)，归属上市公司股东的净利润 7.26 亿元 (+6.68% YoY)，EPS 为 0.259 元，基本符合我们预期。公司公布每 10 股派现金 8 元 (含税)，分红比例 30.95%，分红收益率 0.8%。

### 产品结构改善带动吨价和毛利率提升

14 年公司啤酒销量同比下降 6.9%，低于行业平均水平 (-1.0%)，但中高档产品销量同比增长 30% 以上，远超公司整体销量增长水平。受益于产品结构提升，吨价同比提高 5.3%，啤酒业务毛利率上升 0.95pts 至 41.3%，公司整体毛利率上升 1.3pts。

### 预计公司 15 年收入和利润增长 5-10%

我们预计，公司 15 年收入和利润增速为 5-10%，净利率有望稳步提升。其中：1) 预计销量将维持在较低增长水平，以鲜啤为代表的中高档产品增速继续超过整体水平，吨价有望持续提升；2) 受益于产品结构升级以及稳定的原材料和包装成本，毛利率有望稳步提升；3) 整体销售管理费用率水平相对稳定。

### 估值：维持“中性”评级，目标价上调至 10.8 元 (原 8.8 元)

我们看好公司产品结构升级，中高档产品销量增长有望继续超过整体水平，上调公司 15-17 年 EPS 至 0.29/0.31/0.34 元 (原 0.28/0.30/0.33 元)。我们上调长期毛利率假设，基于瑞银 VCAM 现金流贴现模型 (因无风险利率下降，WACC 从 8.9% 下调为 8.8%)，推导出目标价 10.8 元，对应 15/16 年 EV/EBITDA 为 15/13x。

### Equities

中国

酿酒业

12 个月评级 **中性**  
保持不变

12 个月目标价 **Rmb10.80**  
之前: Rmb8.80

股价 **Rmb10.30**

路透代码: 000729.SZ 彭博代码 000729 CH

#### 交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb10.30-6.19		
市值	Rmb28.9 十亿/US\$4.66 十亿		
已发行股本	2,807 百万 (ORDA)		
流通股比例	44%		
日均成交量(千股)	25,753		
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb230.1		
普通股股东权益 (12/15E)	Rmb12.8 十亿		
市净率 (12/15E)	2.3x		
净债务 / EBITDA	0.1x		

#### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/15E	0.28	0.29	3.62	0.30
12/16E	0.30	0.31	2.16	0.32
12/17E	0.33	0.34	3.75	0.33

赵琳

分析师

S1460511020005

lin.zhao@ubssecurities.com

+86-105-832 8186

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	13,033	13,748	13,504	14,536	15,638	16,794	18,024	19,350
息税前利润(UBS)	797	879	955	1,026	1,256	1,373	1,525	1,701
净利润 (UBS)	616	681	726	802	866	949	1,057	1,178
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.25	0.24	0.26	0.29	0.31	0.34	0.38	0.42
每股股息 (Rmb)	0.11	0.08	0.08	0.09	0.09	0.10	0.12	0.13
现金 / (净债务)	(2,392)	135	(24)	(206)	62	346	833	1,462
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(%)	6.1	6.4	7.1	7.1	8.0	8.2	8.5	8.8
ROIC (EBIT) (%)	6.3	6.8	7.4	7.5	8.8	9.3	10.1	11.0
EV/EBITDA(core)x	11.7	10.6	10.5	15.1	13.1	12.2	11.2	9.9
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	27.2	26.0	26.6	36.1	33.4	30.5	27.4	24.6
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(1.8)	8.7	1.5	0.5	2.0	2.1	2.9	3.5
净股息收益率(%)	1.7	1.3	1.2	0.9	0.9	1.0	1.1	1.3

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 04 月 13 日 19 时 26 分的股价(Rmb10.30)得出;

# 投资主题

## 燕京啤酒

### 投资理由

燕京啤酒过去两年内部管理改革过于激进，部分地区利润出现下滑甚至亏损。我们认为燕京啤酒 14 年公司战略逐步回归稳健，聚焦基地与新型市场，中间市场有望恢复性增长，带来盈利能力的改善。公司目前 EV/tonne 为 3500 元/吨左右，低于同行业的其他公司水平。我们预测公司 2015-17 年 EPS 为 0.29/0.31/0.34 元（2015-16 年市场一致预期为 0.31/0.35 元）。随着产品结构的优化，公司盈利能力有望不断增强，但我们认为目前股价已包含国企改革预期，估值水平合理，给予“中性”评级，目标价 10.8 元，对应 15/16 年 15/13 倍 EV/EBITDA。

### 乐观情景

我们假设 15 年大麦成本温和上涨，福建市场快速恢复，新兴市场产能释放超预期，且产品结构升级带来的毛利率改善超预期，我们估算 2015-16 年 EPS 为 0.32/0.35 元，每股估值 12.5 元，对应 15 年 18 倍 EV/EBITDA。

### 悲观情景

我们假设公司产品市场占有率下滑，并且成本压力持续，我们估算 2015-16 年 EPS 为 0.25/0.27 元，每股估值 8.4 元，对应 15 年 13 倍 EV/EBITDA。

### 近期催化剂

我们认为 15 年中高端新产品销售超预期是公司的正面催化剂。

我们认为行业竞争仍然激烈，15 年竞争对手加速的产能扩张对公司的冲击有可能成为负面催化剂。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb10.80

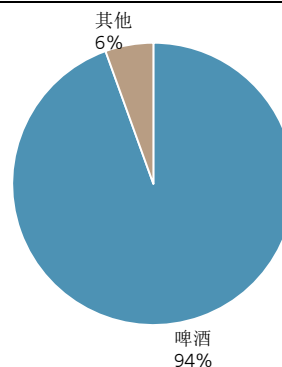
### 公司简介

燕京啤酒是中国最大的啤酒企业集团之一，连年被评为全国 500 家最佳经济效益工业企业、中国行业百强企业。2013 年，公司共生产销售啤酒 571 万千升（含托管企业），占全国啤酒总量 11.2%，快于国内啤酒行业 4.6% 的增速，位于世界啤酒行业的领先地位。

### 行业展望

我国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。2012 年行业 CR5 达到 65.4%，青岛啤酒、燕京啤酒等五大公司竞争的格局逐步明朗。因此，在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。

### 收入按产品分布, 2014 (%)



来源：公司数据

### 各类产品的毛利

百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
啤酒	5,250	5,270	5,732	6,234	6,763
其他	160	220	237	250	263
合计	5,410	5,491	5,969	6,484	7,026

来源：公司数据，瑞银证券估算

## 业绩基本符合预期

燕京啤酒公布 2014 年业绩，收入为 135.04 亿元 (-1.78% YoY)，归属上市公司股东的净利润 7.26 亿元 (+6.68% YoY)，EPS 为 0.259 元，基本符合我们预期。其中，四季度单季度亏损 1.9 亿元。公司公布每 10 股派现金 8 元（含税），分红比例 30.95%，分红收益率 0.8% 左右。

分地区来看，母公司实现净利润 11.7 亿元，同比增长 23%，漓泉公司实现净利润 5.58 亿，同比增长 14%，惠泉公司净利润 0.26 亿，同比增长 26%，说明公司在北京、广西、福建等核心区域市占率稳定，盈利能力有所上升。

图表 1: 燕京啤酒 2014 年业绩分析

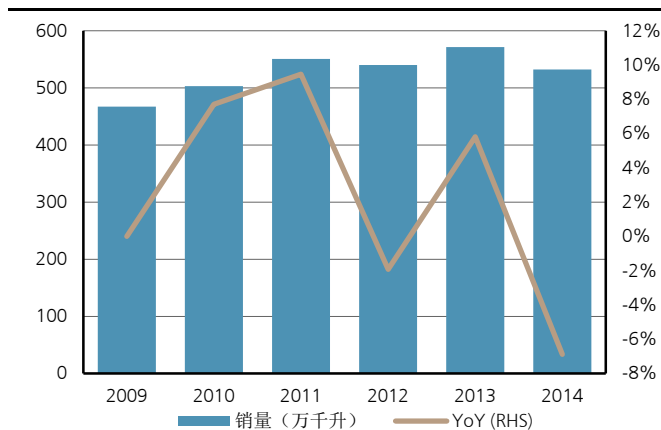
	2013A	2014A	YoY	2014E	与 UBS 差异	Q413	Q414	YoY
收入 (百万元)	13,748	13,504	-1.8%	13,934	-3.1%	1,889	1,259	-33.3%
毛利率	39.4%	40.7%	1.3pts	39.6%	1.1pts	27.5%	38.7%	11.2pts
销售费用率	12.8%	12.9%	0.1pts	12.5%	0.4pts	16.7%	22.6%	5.9pts
管理费用率	9.5%	9.9%	0.5pts	9.8%	0.1pts	13.8%	15.9%	2.1pts
净利润 (百万元)	681	726	6.7%	715	1.5%	(207)	(190)	-8.4%
净利率	5.0%	5.4%	0.4pts	5.1%	0.2pts	-11.0%	-15.1%	-4.1pts

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

## 产品结构改善带动吨价和毛利率提升

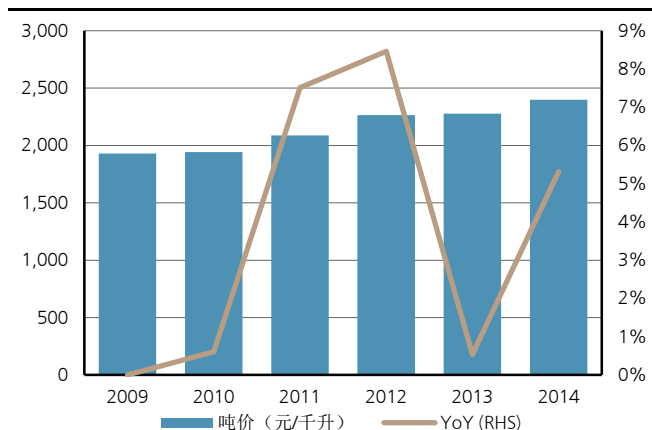
14 年公司啤酒销量同比下降 6.9%，低于行业平均水平 (-1.0%)，但中高档产品销量同比增长 30% 以上，远超公司整体销量增长水平。受益于产品结构提升，吨价同比提高 5.3%，啤酒业务毛利率上升 0.95pts 至 41.3%，公司整体毛利率上升 1.3pts。

图表 2: 燕京啤酒销量



来源: 公司数据

图表 3: 燕京平均吨价



来源: 公司数据

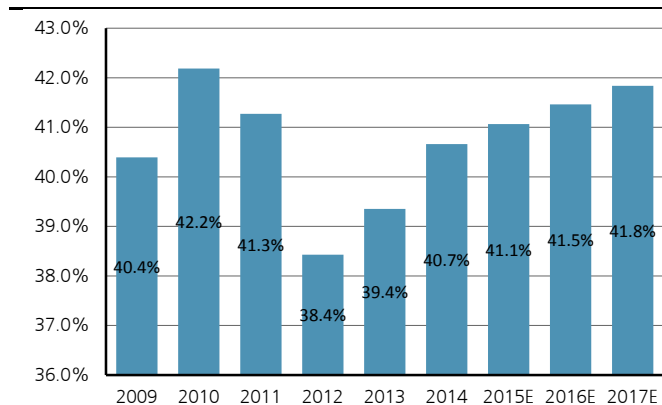
## 预计公司 15 年收入和利润增长 5-10%

我们预计，公司 15 年收入和利润增速为 5-10%，净利率有望稳步提升。

收入：1) 我们预计销量将维持在较低增长水平，以鲜啤为代表的中高档产品增速继续超过整体水平；2) 2014 年核心区域北京、内蒙提价因素有望继续

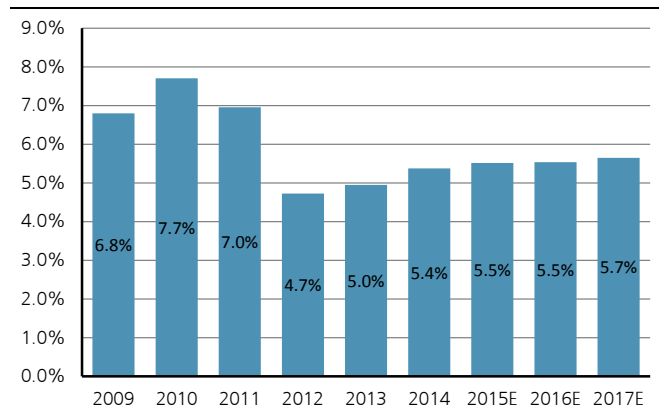
体现，产品结构改善，吨价有望持续提升。**毛利率**：受益于 ASP 提升，产品结构升级以及稳定的原材料和包装成本，毛利率有望稳步提升；**费用**：1) 销售费用率或有上涨压力。目前行业集中度已较高，龙头公司之间竞争激烈，公司要想扩大市占率，巩固中西部新兴市场，势必加大费用投入；2) 管理费用平缓下降。我们预计，国企改革或将提高费用效率，但短期来看，下降幅度有限。

图表 4: 毛利率有望持续提升



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 5: 净利率有望稳步提升



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

## 盈利预测和目标价调整

我们看好公司产品结构升级，中高档产品销量增长有望继续超过整体水平，上调公司 15-17 年 EPS 至 0.29/0.31/0.34 元（原 0.28/0.30/0.33 元）。我们上调长期毛利率假设，基于瑞银 VCAM 现金流贴现模型（因无风险利率下降，WACC 从 8.9% 下调为 8.8%），推导出目标价 10.8 元，对应 15/16 年 EV/EBITDA 为 15/13x。

图表 6: VCAM 估值表

相对年 财年	+1E 2015E	+2E 2016E	+3E 2017E	+4E 2018E	+5E 2019E	+6E 2020E	+7E 2021E	+8E 2022E	+9E 2023E	+10E 2024E
息税前利润	1,026	1,256	1,373	1,525	1,701	2,485	2,655	2,835	3,022	3,219
折旧及摊销*	895	952	1,005	1,055	1,103	1,242	1,272	1,299	1,322	1,341
资本支出	(1,310)	(1,110)	(1,220)	(1,120)	(1,121)	(1,035)	(1,051)	(1,063)	(1,070)	(1,073)
运营资本变动	(202)	(172)	(188)	(207)	(217)	(381)	(314)	(334)	(355)	(377)
所得税(营运)	(262)	(315)	(344)	(381)	(425)	(621)	(664)	(709)	(756)	(805)
其他	(52)	(55)	(58)	(62)	(66)	(68)	(71)	(75)	(78)	(82)
自由现金流	95	556	568	810	975	1,622	1,828	1,953	2,085	2,224
增长		482.4%	2.1%	42.6%	20.4%	66.3%	12.7%	6.9%	6.8%	6.6%

估值	
明计现金流现值	16,599
期末价值(第20年)现值	12,200
<b>企业价值</b>	<b>28,799</b>
占永续价值百分比	42%
联营公司及其他	166
-少数股东权益	68
现金盈余**	991
-债务***	1,756
权益价值	28,132
已发行股数[m]	2,807.4
<b>每股权益价值(Rmb/股)</b>	<b>10.00</b>
权益成本	8.8%
股息收益率	0.9%
<b>1年期目标价(Rmb/股)</b>	<b>10.80</b>

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	6.5%	6.0%	4.8%
息税前利润率	12.0%	14.0%	16.0%
资本支出/销售收入	4.0%	4.0%	3.0%
投资资本回报率	14.0%	20.3%	29.0%

估值对应指标			
财年	2015E	2016E	1年预期
企业价值 / 息税前利润	15.0x	13.0x	14.4x
企业价值 / 息税前利润	28.1x	22.9x	26.4x
自由现金流收益率	0.3%	1.9%	0.8%
市盈率(现值)	35.2x	32.5x	34.4x
市盈率(目标)	37.9x	35.1x	37.1x

加权平均资本成本	
无风险利率	3.50%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	1.07
债务/权益比	6.2%
边际税率	25.0%
权益成本	8.8%
债务成本	7.6%
<b>WACC</b>	<b>8.8%</b>

期末假设值	
VCH(年数)	20
对应的自由现金流增长	1.0%
投资资本回报率增幅	54.9%
企业价值 / 息税前利润	6.9x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

\* 折旧和非商誉摊销

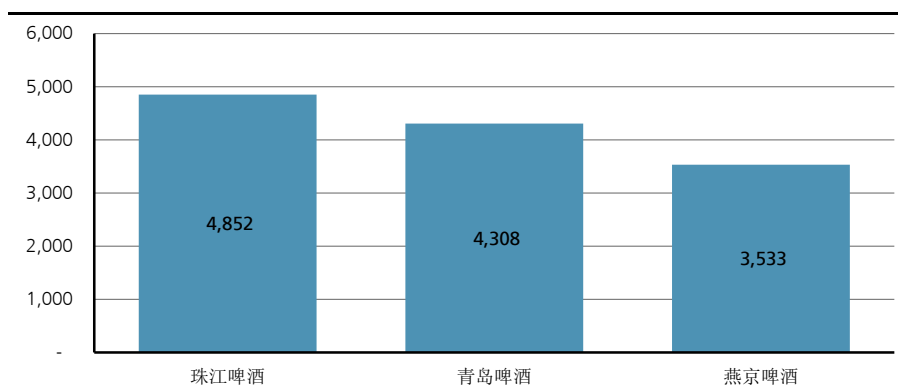
\*\* 无须维持运营的现金部分

\*\* 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: 瑞银证券估算

按照 2014 年产能计算, 公司目前 EV/tonne 为 3500 元/吨左右, 依然低于同行业的其他公司水平, 比青岛啤酒低 11%。以近年来啤酒行业并购案例来作比较, 每吨产能的平均收购价格接近 4000 元, 比燕京的估值高出 13%。

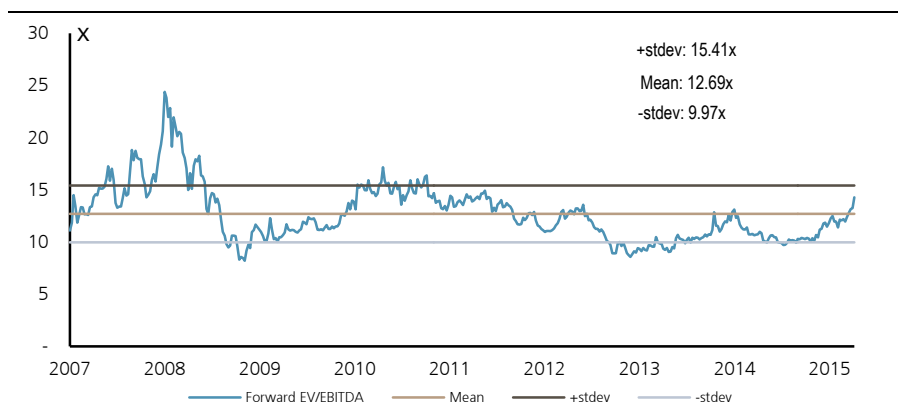
图表 7: EV/tonne (元/吨)



来源: 公司数据, Wind, 瑞银证券估算

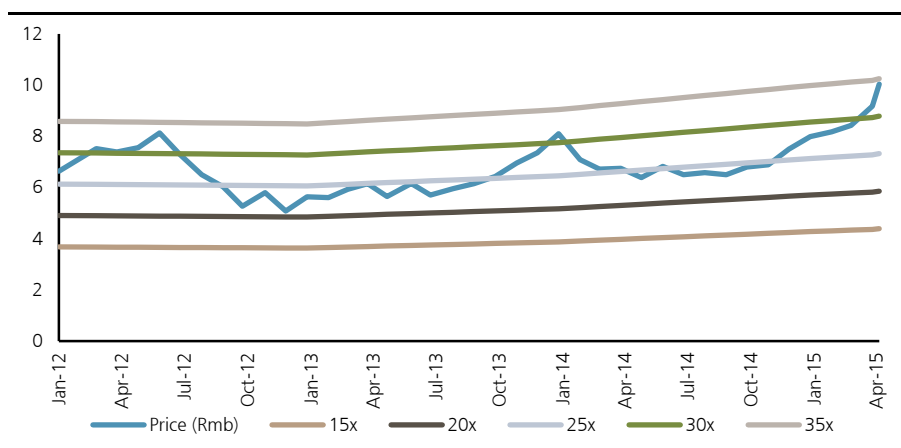
燕京作为啤酒行业龙头之一, 2010-2012 年 EV/EBITDA 估值一直在 12-15 倍区间波动。12 年反腐力度加强之后, 啤酒行业增速下滑, 导致公司估值回落到 10-12 倍区间。14 年下半年开始, 随着产品结构升级和北京市国企改革展开, 估值水平回升至 15 倍左右。我们看好燕京未来产品升级与利润率提升, 但认为当前股价已经部分反应国企改革预期, 估值水平较为合理 (目前对应 15 年 EV/EBITDA 15.1 倍, PE 36 倍)。我们尚未将国企改革预期带来的盈利改善完全反映在盈利预测中。

图表 8: 燕京啤酒未来 12 个月 EV/EBITDA



来源: Wind, 瑞银证券估算

图表 9: PE band



来源: Wind, 瑞银证券估算

图表 10: 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	200,347	118.35	22.4x	21.8x	20.4x	4.3x	4.8x	13.2x	10.4x	9.7x	16.5%	2.4%	4.0x
朝日啤酒	2502 JP	16,488	4115.00	25.7x	22.4x	20.2x	1.1x	2.0x	12.4x	15.7x	15.4x	8.9%	1.1%	2.5x
喜力啤酒	HEIO NA	20,577	67.87	22.2x	19.8x	18.0x	1.0x	2.0x	8.4x	7.9x	7.3x	6.5%	1.5%	2.1x
嘉士伯啤酒	CARLB DC	13,236	605.00	17.1x	18.0x	16.2x	1.4x	6.1x	10.2x	11.8x	NA	7.2%	1.5%	1.2x
青岛啤酒 A*	600600 CH	10,212	46.99	30.3x	27.5x	25.4x	2.0x	3.3x	16.6x	14.7x	13.4x	12.0%	1.1%	3.2x
青岛啤酒 H	0168 HK	9,527	54.65	27.9x	25.5x	23.7x	1.9x	3.1x	15.3x	13.5x	12.4x	12.1%	1.1%	3.5x
燕京啤酒*	000729 CH	4,651	10.30	37.0x	36.1x	33.4x	2.0x	2.9x	16.2x	15.1x	13.1x	6.0%	1.2%	1.5x
<b>Average</b>				<b>26.0x</b>	<b>24.4x</b>	<b>22.4x</b>	<b>2.0x</b>	<b>3.4x</b>	<b>13.1x</b>	<b>12.7x</b>	<b>11.8x</b>	<b>9.9%</b>	<b>1.4%</b>	<b>2.6x</b>

来源: Bloomberg, 瑞银证券估算, 注: 以上数据为 2015 年 4 月 13 日收盘价。\*为瑞银证券估算, 其余采用市场一致预期

## 燕京啤酒 (000729.SZ)

	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
<b>损益表(Rmb 百万)</b>										
营业收入	13,033	13,748	13,504	14,536	7.6	15,638	7.6	16,794	18,024	19,350
毛利	5,008	5,410	5,491	5,969	8.7	6,484	8.6	7,026	7,595	8,231
息税折旧摊销前利润(UBS)	1,572	1,699	1,822	1,921	5.4	2,208	14.9	2,378	2,580	2,804
折旧和摊销	(775)	(820)	(867)	(895)	3.3	(952)	6.3	(1,005)	(1,055)	(1,103)
息税前利润(UBS)	797	879	955	1,026	7.4	1,256	22.5	1,373	1,525	1,701
联营及投资收益	50	93	12	32	167.1	12	-62.6	12	12	12
其他非营业利润	162	122	140	147	5.0	67	-54.5	67	67	67
净利息	(153)	(79)	(58)	(42)	28.1	(79)	-88.3	(75)	(71)	(64)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	856	1,016	1,049	1,163	10.8	1,256	8.0	1,376	1,533	1,715
税项	(202)	(234)	(257)	(288)	-12.1	(312)	-8.0	(341)	(380)	(425)
税后利润	654	781	792	874	10.4	945	8.0	1,035	1,153	1,290
优先股股息及少数股权	(38)	(101)	(65)	(73)	-10.8	(78)	-8.0	(86)	(96)	(111)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	616	681	726	802	10.4	866	8.0	949	1,057	1,178
净利润(UBS)	616	681	726	802	10.4	866	8.0	949	1,057	1,178
税率(%)	23.6	23.1	24.5	24.8	1.2	24.8	0.0	24.8	24.8	24.8
<b>每股(Rmb)</b>										
每股收益(UBS 稀释后)	0.25	0.24	0.26	0.29	10.4	0.31	8.0	0.34	0.38	0.42
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.25	0.24	0.26	0.29	10.4	0.31	8.0	0.34	0.38	0.42
每股收益(UBS, 基本)	0.25	0.24	0.26	0.29	10.4	0.31	8.0	0.34	0.38	0.42
每股股息净值(Rmb)	0.11	0.08	0.08	0.09	10.4	0.09	0.0	0.10	0.12	0.13
每股账面价值	3.85	4.21	4.37	4.57	4.5	4.79	4.8	5.03	5.30	5.60
平均股数(稀释后)	2,509.83	2,807.40	2,809.65	2,809.65	0.0	2,809.65	0.0	2,809.65	2,809.65	2,809.65
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>										
现金和现金等价物	1,387	1,609	1,732	1,550	-10.5	1,818	17.3	2,103	2,589	3,218
其他流动资产	5,003	4,710	4,613	4,920	6.7	5,315	8.0	5,712	6,159	6,620
流动资产总额	6,390	6,319	6,345	6,471	2.0	7,133	10.2	7,814	8,748	9,839
有形固定资产净值	10,532	10,204	10,588	11,120	5.0	11,396	2.5	11,620	11,693	11,719
无形固定资产净值	1,235	1,125	1,178	1,160	-1.5	1,142	-1.5	1,134	1,125	1,117
投资/其他资产	67	1,257	820	720	-12.2	620	-13.9	620	620	620
总资产	18,224	18,905	18,931	19,471	2.9	20,291	4.2	21,188	22,186	23,295
应付账款和其他短期负债	3,456	4,406	3,778	3,680	-2.6	3,805	3.4	3,934	4,074	4,220
短期债务	3,620	1,474	1,657	1,657	0.0	1,657	0.0	1,657	1,657	1,657
流动负债总额	7,076	5,880	5,435	5,338	-1.8	5,462	2.3	5,591	5,731	5,877
长期债务	160	0	99	99	0.0	99	0.0	99	99	99
其它长期负债	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	7,236	5,880	5,534	5,437	-1.8	5,561	2.3	5,690	5,830	5,976
普通股股东权益	9,713	11,825	12,269	12,835	4.6	13,453	4.8	14,133	14,896	15,748
少数股东权益	1,275	1,200	1,127	1,200	6.4	1,278	6.5	1,364	1,460	1,571
负债和权益总计	18,224	18,905	18,931	19,471	2.9	20,291	4.2	21,188	22,186	23,295
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>										
净利润(支付优先股股息前)	616	681	726	802	10.4	866	8.0	949	1,057	1,178
折旧和摊销	775	820	867	895	3.3	952	6.3	1,005	1,055	1,103
营运资本变动净值	(17)	1,463	(579)	(378)	34.7	(285)	24.5	(293)	(308)	(318)
其他营业性现金流	25	127	174	139	-20.2	159	14.9	176	156	166
经营性现金流	1,400	3,090	1,188	1,458	22.7	1,692	16.1	1,836	1,959	2,130
有形资本支出	(1,694)	(1,601)	(890)	(1,310)	-47.3	(1,110)	15.3	(1,220)	(1,120)	(1,121)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	28	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	58	1,166	2,067	32	-	12	-	12	12	12
投资性现金流	(1,608)	(435)	1,177	(1,278)	-	(1,098)	14.1	(1,208)	(1,108)	(1,109)
已付股息	(265)	(277)	(225)	(225)	0.0	(248)	-10.4	(268)	(294)	(327)
股份发行/回购	0	1,651	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(361)	(324)	(194)	(137)	29.59	(79)	42.52	(75)	(71)	(64)
债务及优先股变化	842	(4,452)	466	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	216	(3,403)	47	(361)	-	(327)	9.6	(344)	(365)	(392)
现金流量中现金的增加/(减少)	7	(748)	2,412	(182)	-	268	-	285	487	629
外汇/非现金项目	(58)	969	(2,289)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(50)	222	123	(182)	-	268	-	285	487	629

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。



## 燕京啤酒 (000729.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)	27.2	26.0	26.6	36.1	33.4	30.5	27.4	24.6
市盈率 (UBS, 稀释后)	27.2	26.0	26.6	36.1	33.4	30.5	27.4	24.6
股价/每股现金收益	12.0	11.8	12.1	17.1	15.9	14.8	13.7	12.7
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(1.8)	8.7	1.5	0.5	2.0	2.1	2.9	3.5
净股息收益率(%)	1.7	1.3	1.2	0.9	0.9	1.0	1.1	1.3
市净率	1.7	1.5	1.6	2.3	2.2	2.0	1.9	1.8
企业价值/营业收入(核心)	1.4	1.3	1.4	2.0	1.8	1.7	1.6	1.4
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	11.7	10.6	10.5	15.1	13.1	12.2	11.2	9.9
企业价值/息税前利润(核心)	23.1	20.6	20.1	28.2	23.0	21.1	19.0	16.3
企业价值/经营性自由现金流(核心)	22.5	20.0	19.5	27.5	22.5	20.6	18.6	16.0
企业价值/运营投入资本	1.4	1.4	1.5	2.1	2.0	2.0	1.9	1.8
<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	16,662	17,093	19,311	28,916	28,916	28,916	28,916	28,916
净债务 (现金)	1,743	1,129	(56)	115	72	72	72	(1,148)
少数股东权益	38	101	66	73	78	86	96	111
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>18,443</b>	<b>18,322</b>	<b>19,321</b>	<b>29,104</b>	<b>29,067</b>	<b>29,074</b>	<b>29,084</b>	<b>27,880</b>
非核心资产	(67)	(227)	(166)	(166)	(166)	(166)	(166)	(166)
<b>核心企业价值</b>	<b>18,376</b>	<b>18,095</b>	<b>19,155</b>	<b>28,938</b>	<b>28,901</b>	<b>28,908</b>	<b>28,918</b>	<b>27,714</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	7.4	5.5	-1.8	7.6	7.6	7.4	7.3	7.4
息税折旧摊销前利润(UBS)	-9.5	8.1	7.2	5.4	14.9	7.7	8.5	8.7
息税前利润(UBS)	-21.6	10.4	8.6	7.4	22.5	9.3	11.1	11.5
每股收益(UBS 稀释后)	-27.3	-1.2	6.6	10.4	8.0	9.6	11.4	11.5
每股股息净值	1.0	-27.6	0.0	10.4	0.0	18.4	11.4	11.5
<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	38.4	39.4	40.7	41.1	41.5	41.8	42.1	42.5
息税折旧摊销前利润率	12.1	12.4	13.5	13.2	14.1	14.2	14.3	14.5
息税前利润率	6.1	6.4	7.1	7.1	8.0	8.2	8.5	8.8
净利 (UBS) 率	4.7	5.0	5.4	5.5	5.5	5.7	5.9	6.1
ROIC (EBIT)	6.3	6.8	7.4	7.5	8.8	9.3	10.1	11.0
税后投资资本回报率	4.7	5.0	5.5	5.6	6.6	7.0	7.5	8.2
净股东权益回报率(UBS)	6.4	6.3	6.0	6.4	6.6	6.9	7.3	7.7
<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	1.5	(0.1)	0.0	0.1	(0)	(0.1)	(0.3)	(0.5)
净债务/总权益 %	21.8	(1.0)	0.2	1.5	(0.4)	(2.2)	(5.1)	(8.4)
净债务/(净债务 + 总权益) %	17.9	(1.0)	0.2	1.4	(0.4)	(2.3)	(5.4)	(9.2)
净债务/企业价值	13.0	(0.7)	0.1	0.7	(0.2)	(1.2)	(2.9)	(5.3)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	106.2	150.9	120.1	124.9	109.1	104.4
资本支出/营业收入(%)	13.0	11.6	6.6	9.0	7.1	7.3	6.2	5.8
息税前利润/净利息	5.2	11.2	16.4	24.5	16.0	18.2	21.5	26.4
股息保障倍数 (UBS)	2.2	3.0	3.2	3.2	3.5	3.2	3.2	3.2
股息支付率 (UBS) %	45.0	33.0	31.0	31.0	28.6	31.0	31.0	31.0
<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	13,033	13,748	13,504	14,536	15,638	16,794	18,024	19,350
<b>总计</b>	<b>13,033</b>	<b>13,748</b>	<b>13,504</b>	<b>14,536</b>	<b>15,638</b>	<b>16,794</b>	<b>18,024</b>	<b>19,350</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	797	879	955	1,026	1,256	1,373	1,525	1,701
<b>总计</b>	<b>797</b>	<b>879</b>	<b>955</b>	<b>1,026</b>	<b>1,256</b>	<b>1,373</b>	<b>1,525</b>	<b>1,701</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	+4.9%
预测股息收益率	0.9%
预测股票回报率	+5.8%
市场回报率假设	8.5%
预测超额回报率	-2.7%

---

## 风险声明

我们认为公司存在的主要下行风险有: (1)受天气影响销量增速低于我们预期; (2)原材料进口啤酒大麦价格大幅增长。

## 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。	45%	37%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	43%	33%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	12%	20%
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 2015 年 03 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

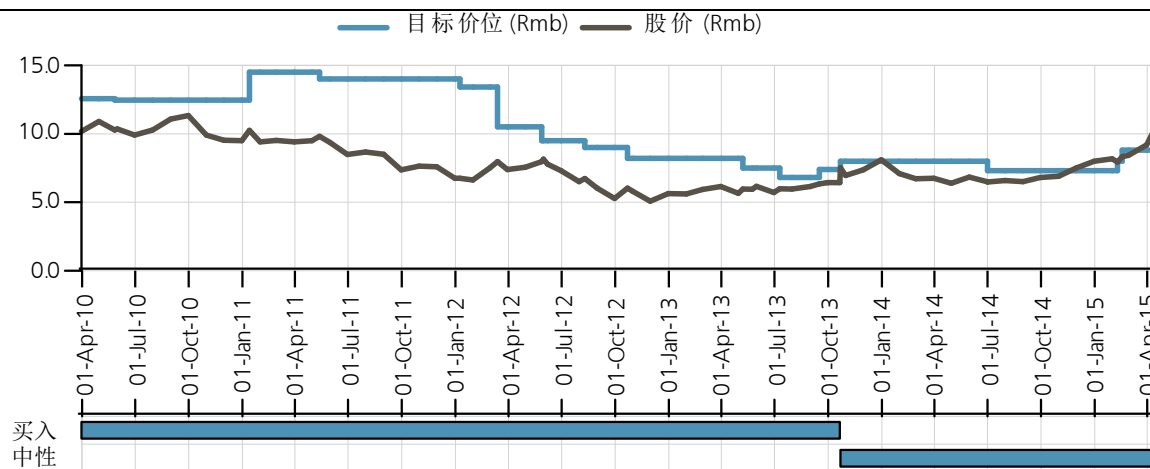
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
燕京啤酒	000729.SZ	中性	不适用	Rmb10.04	2015 年 04 月 10 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

## 燕京啤酒 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 4 月 10 日

## 全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

我们通过UBS Neo、瑞银客户门户和UBS.com(以下统称为“系统”)向客户提供全球研究报告,还可能通过第三方供应商提供这些报告,或由瑞银和/或第三方通过电子邮件或其他电子途径发出。通过全球研究报告向客户提供的服务可能在层次和类型上有所不同,这取决于多个因素,比如客户在接收报告的频率和途径方面的偏好,客户的风险情况、投资重心和投资角度(例如是覆盖整个市场还是专注于某个行业,是长期还是短期等),客户与瑞银的整体关系以及法律和监管方面的限制。通过系统接收全球研究报告的客户在接触和/或使用这些报告方面受到本全球声明以及相应系统的使用条款的约束。

通过第三方供应商、电子邮件或其他电子途径接收全球研究报告的客户在使用这些报告方面受到本全球声明以及瑞银使用条款/声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html>)的约束。以这种方式接触和/或使用全球研究报告即表明客户已经阅读并同意接受瑞银使用条款/声明的约束,而且同意瑞银按照瑞银隐私声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/privacy.html>)和cookie通告(<http://www.ubs.com/global/en/homepage/cookies/cookie-management.html>)处理其个人数据并使用cookie。

**通过系统或其他任何方式接收全球研究报告即表明客户同意,在未事先取得瑞银书面同意前,不复制、修改或调整这些报告,不在这些报告的基础上衍生出其他报告,不将这些报告转交给第三方,不对这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果加以商业利用,也不从这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果或估算数字中抽取数据。**

如欲获取UBS Neo和客户门户上的所有可用全球研究报告,请与您的客户顾问联系。

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较高的风险,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，金融服务提供商编号：7328）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。**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。

