

索菲亚

信息化再升级打造长期竞争力

穿越周期成长的可比公司——Howden

通过对海外家具企业股价表现的研究，我们发现 2010 年以来回报率最高的家具企业是英国的定制橱柜品牌商 Howden，5 年间回报率高达 503%，跑赢本土市场指数 416 个百分点；市值达 31 亿英镑。我们认为 1) 定制模式不仅在新兴市场，在成熟市场也具备穿越周期的成长性；2) 索菲亚和 Howden 运作模式虽然略有差异，但均具备信息化管理这一关键优势。

信息化管理的先行者

公司是业内推行数字化企业的先行者，自动化生产和信息化管理使得公司在品类扩张带来订单处理和生产制造难度大幅提升的情况下，毛利率仍持续上升。我们认为公司的信息化策略在 14 年实现了再升级，公司成立“信息与数字化”中心，实现前台和后厂的打通，并加大了对线上的布局。我们认为在多年积累的智能化柔性生产的基础上，公司将实现内部、外部大数据的对接，从而使得消费者同品牌的互动能反向触发企业整体供应链的高效运作。

地产政策松绑有望提升估值

我们在 3 月 16 日报告提出，公司作为地产产业链个股，或受益于地产政策松绑带来的估值提升。3 月 30 日央行、住建部、银监会联合发文松绑二套房贷款。地产相关板块家具、家电和装修装饰板块目前 TTM 估值相对 2014 年初上行 92%/28%/92%，而公司估值上升幅度为 6%，我们认为仍有上行空间。

估值：“买入”评级，上调目标价至 40 元

考虑到公司多品类定制业务在信息化系统升级后可能加速拓展从而提升客单价以及橱柜业务迅速推进，我们上调 2015-17 年 EPS 预测至 0.99/1.28/1.60 元，并看好数字化管理提升公司毛利空间，中期毛利率假设从 35%上调至 36.2%。基于瑞银 VCAM 现金流贴现工具（WACC9.2%）得出目标价 40 元。

Equities

中国

家具及电器业

12 个月评级 **买入**
保持**不变**

12 个月目标价 **Rmb40.00**
之前: **Rmb30.60**

股价 **Rmb32.42**

路透代码: 002572.SZ 彭博代码 002572 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb35.52-15.32

市值 Rmb14.3 十亿/US\$2.30 十亿

已发行股本 441 百万 (ORDA)

流通股比例 27%

日均成交量(千股) 4,755

日均成交额(Rmb 百万) Rmb139.4

普通股股东权益 (12/15E) Rmb2.23 十亿

市净率 (12/15E) 6.4x

净债务 / EBITDA NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/15E	0.96	0.99	4.08	1.00
12/16E	1.20	1.28	7.24	1.32
12/17E	1.50	1.60	6.09	1.69

胡昀昀

分析师

S1460513010001

yunyun.hu@ubssecurities.com

+86-213-866 8964

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	1,222	1,783	2,361	3,328	4,399	5,497	6,743	8,085
息税前利润(UBS)	178	273	379	571	732	913	1,121	1,346
净利润 (UBS)	173	245	327	439	566	704	863	1,036
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.40	0.56	0.74	0.99	1.28	1.60	1.96	2.35
每股股息 (Rmb)	0.18	0.25	0.35	0.47	0.61	0.75	0.93	1.11
现金 / (净债务)	1,047	1,153	1,164	1,224	1,359	1,605	1,973	2,485
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(%)	14.5	15.3	16.1	17.1	16.6	16.6	16.6	16.6
ROIC (EBIT) (%)	52.6	49.1	48.7	55.3	58.0	61.9	67.6	74.4
EV/EBITDA(core)x	14.6	18.8	15.9	20.1	15.0	11.6	9.3	7.5
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	23.5	29.4	24.9	32.6	25.2	20.3	16.6	13.8
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(2.0)	1.6	(0.8)	1.3	2.2	3.4	4.6	6.1
净股息收益率(%)	1.9	1.5	1.9	1.5	1.9	2.3	2.9	3.4

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 15 日 18 时 26 分的股价(Rmb32.42)得出;

投资主题

索菲亚

投资理由

作为中国定制衣柜的开创者，索菲亚具备竞争的先发优势，充分享受了细分行业的快速增长。我们认为公司目前的竞争优势主要体现在：业内第一品牌、快速响应的产能布局和广泛的经销商渠道。基于此，公司有望逐步将品牌内涵从“定制衣柜”向“定制家”扩展，持续领跑细分行业。此外，公司定制化的运营模式是以销定产，并在客户下单时即可收到货款，因而应收账款周转率和存货周转率均远高出行业均值。这使得公司能够产生充沛的经营现金流实现健康的快速扩张。我们给予目标价 40 元，对应 2015 年 PE40 倍，预测 2015/16 年 EPS 为 0.99/1.28 元。

乐观情景

如果宏观经济对房贷政策进一步放宽，刺激地产市场复苏，家居产品旺销超预期，我们假设 2015/16 年收入增速 46%/38%，整体毛利率 38.5%/38.0%，我们估算 2015/16 年 EPS 为 1.08/1.41 元，每股估值 50.5 元。

悲观情景

如果地产行业恢复不达预期，商品房市场不景气，成交量大幅萎缩，引发家居业景气度下滑，我们假设 2015/16 年收入增速 26%/26%，整体毛利率 35.5%/35.5%，我们估算 2015/16 年 EPS 为 0.78/0.98 元，每股估值 29.5 元。

近期催化剂

1) 若地产成交量、新开工面积、竣工面积、投资额增速回升；2) 公司继续推进线上布局的完善；3) 公司橱柜业务开店超预期。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb40.00

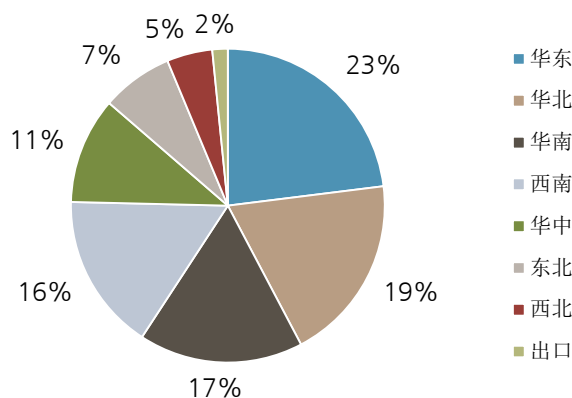
公司简介

索菲亚是最早将定制衣柜引入中国的品牌企业，目前主要经营定制衣柜、橱柜及其配套定制家具，12 年宣布“定制家”战略进军家居全品类。公司 2014 年有经销商 800 多位，专卖店 1,450 余家，2014 年实现收入 23.61 亿元，净利润 3.27 亿元。

行业展望

中国家具企业传统以出口为主，品牌发展历史较短，因此行业格局非常分散，前十大企业市占率不到 10%。根据欧睿国际预测，5 年后中国家具主要消费群体（25-40 岁），收入在 1.5-5 万美元的人数将是目前的 2.8 倍，我们认为新晋中产阶级的涌现将推动家具的品牌消费。定制衣柜是一个新兴细分市场，其节约空间和个性化的特点更能契合年轻消费群体的偏好，我们预计未来 5 年定制化衣柜将逐步向低线城市渗透。

收入按区域分 2014 (%)



来源：公司数据

毛利润按业务分

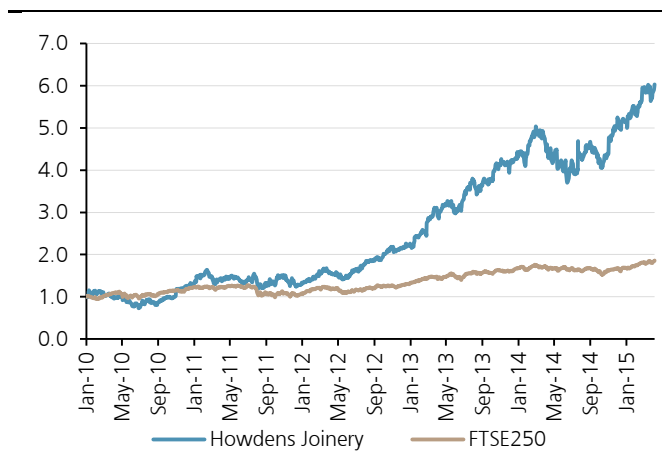
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务					
家具	642	857	1,149	1,423	1,698
地板	7	3	4	4	4
橱柜	0	3	75	174	288
总毛利润	648	863	1,228	1,601	1,989

来源：公司数据，瑞银证券估算

穿越周期成长的可比公司

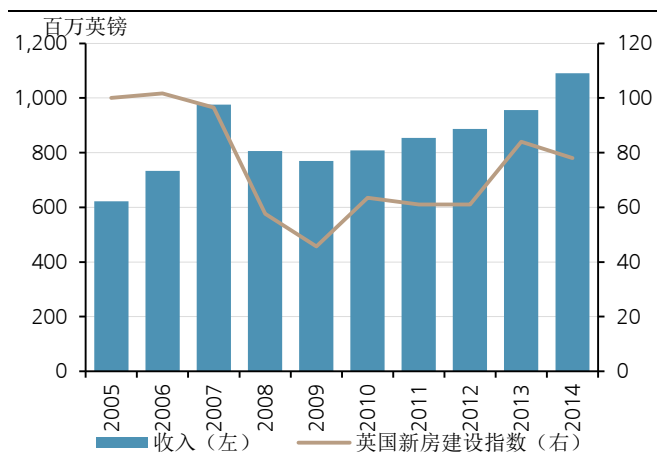
通过对全球家具企业的股价表现的研究，我们发现 2010 年以来回报率最高的家具企业是英国的定制橱柜品牌商 Howden，5 年间回报率高达 503%，跑赢本土市场指数 416 个百分点；市值达 31 亿英镑。该公司于 1995 年成立于英国，主要经营橱柜和整体厨房的生产和销售，通过 18 年发展成英国最大的橱柜品牌，市占率约 20%，是第二名 B&Q 的两倍。我们认为索菲亚和 Howden 均定位于定制化市场，虽然运作模式有一定的差异，但有一个关键优势是相同的，就是信息化管理能力。

图表 1: Howden Joinery vs FTSE250



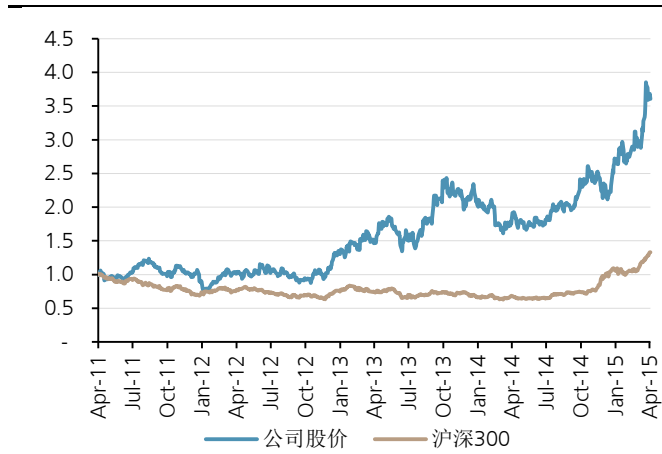
来源: Bloomberg; 注: 股价及指数均经标准化处理

图表 2: 英国地产 vs Howden Joinery 收入



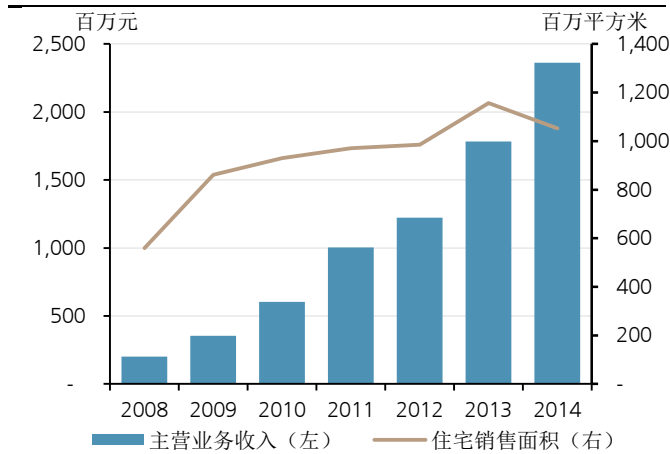
来源: CEIC, 公司数据

图表 3: 索菲亚股价 vs 沪深 300



来源: Wind, 股价及沪深 300 指数均经标准化处理

图表 4: 索菲亚销售收入 vs 住宅销售

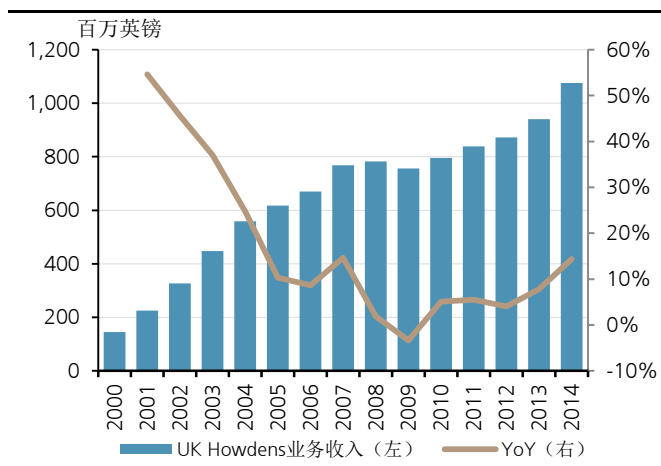


来源: CEIC, 公司数据

关注信息化管理能力

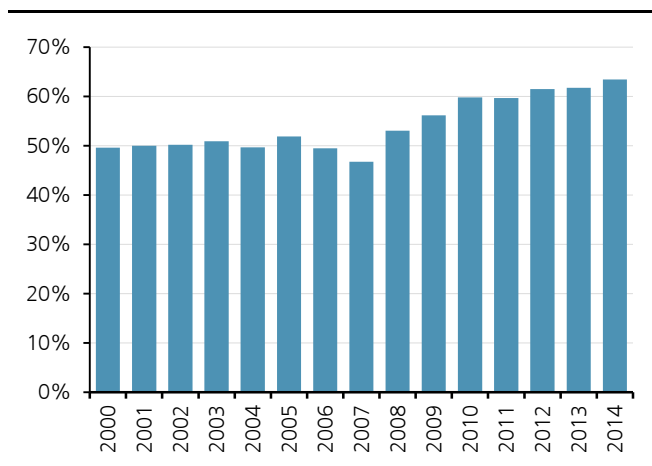
Howden 运用信息化系统管理生产和配送环节。**统筹生产及配送:** 公司拥有完善的 IT 系统，确保总部、厂房、配送点以及门店之前的即时沟通，从而统筹安排各个环节的工作进程。**提高生产良率:** 公司在生产环节的严格把关保证“零返工”的质量水平，使得客户也更愿意为公司产品支付一定溢价。**保证门店备货充足:** 公司对每个门店的订单和存货情况进行监测，安排生产，确保每个门店都有足够的备货且能快速完成订单。

图表 5: UK Howden 业务收入



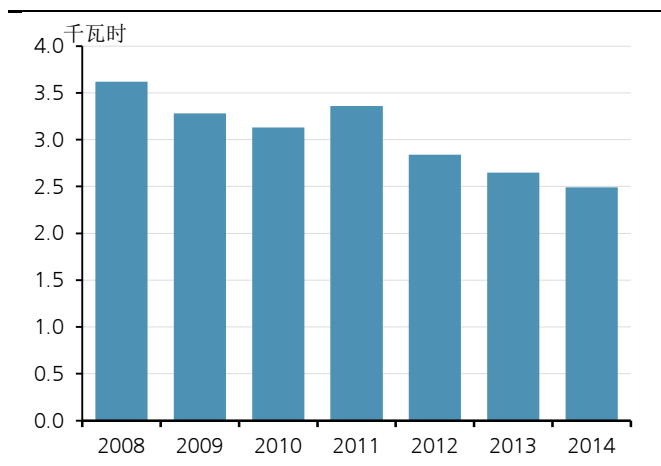
来源: 公司数据

图表 6: Howden Joinery 毛利率



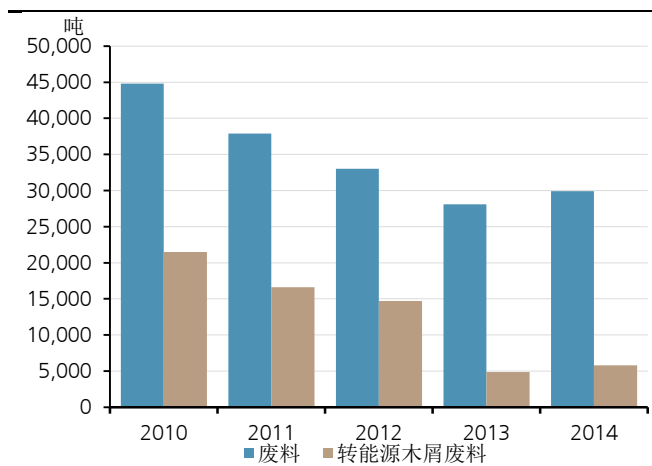
来源: 公司数据

图表 7: Howden Joinery 单橱柜制造消耗电能



来源: 公司数据

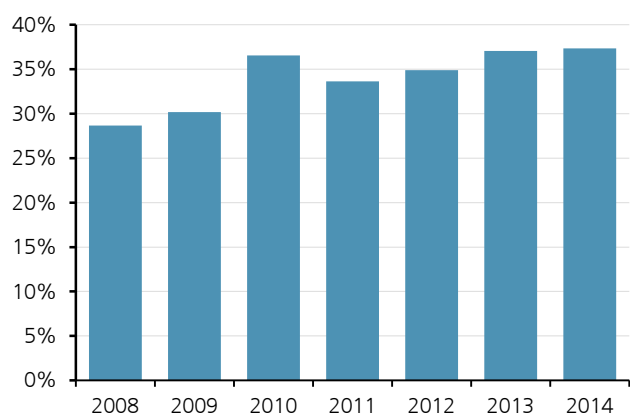
图表 8: Howden Joinery 产生废料



来源: 公司数据

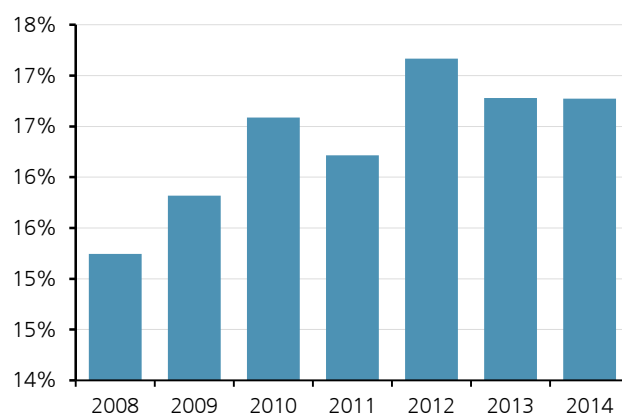
索菲亚作为定制家具的龙头公司，也是业内信息化管理的先行者。信息化的投入为公司带来的益处在于：1) 节约成本；2) 对订单进行快速响应（如整体定制流程可在 20 天内完成）；3) 保障产品质量，提升成品率。这也使得公司品类扩张带来订单处理和生产制造难度大幅上升的同时，毛利率仍持续上升。

图表 9: 索菲亚毛利率



来源: 公司数据

图表 10: 索菲亚营业利润率



来源: 公司数据

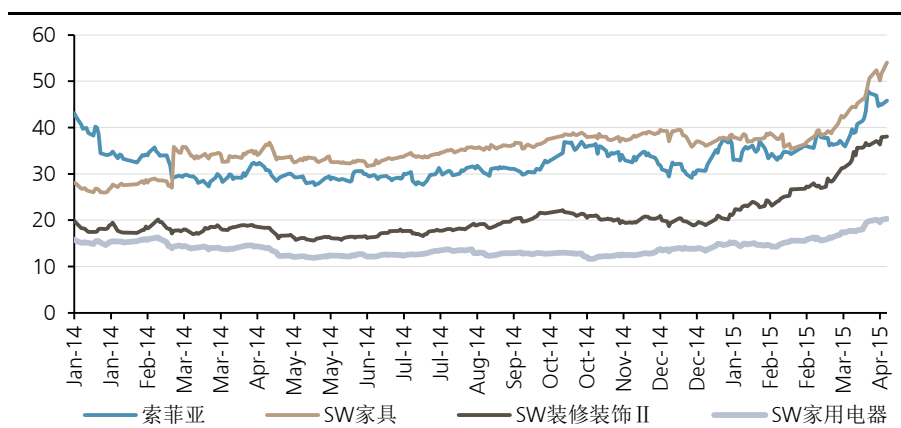
早在 2005 年, 公司就开始了信息技术在定制衣柜生产制造商的普及应用, 采用“标准件规模化生产”+“非标准件柔性化制造”的模式, 一方面在规模效应下节约成本, 另一方面也提高了旺季时的出货效率。上市之后, 信息化建设成为公司的重要投入领域。公司在 2012 年引进了德国豪迈公司的先进的生产设备, 完成了亚洲定制衣柜业首条柔性生产线的布局 and 调试, 为进一步普及定制家居产品奠定了基础。该系统可自动完成数字化下单、拆单等工序, 并将原来流水线上的不同步骤整合到一个平台, 减少了步骤间的时间, 提高效率, 还减少了意外破损, 改善成品率。

公司在 2014 年成立了“信息与数字化”中心, 进一步推进公司智能化、自动化和数字化转型。我们在 3 月 16 日报告中提出公司 2014 年的关键变化重要转变之一就是来自积极布局线上: 公司积极进入天猫、齐家网等第三方平台, 且得到了平台商的支持和资源倾斜; 同时增资参股了通过 O2O 方式运营的舒适家居系统集成商武汉舒适易佰, 从而能更早地接触到目标客户并了解客户的户型特点和偏好需求。我们认为这是公司推动数字化转型的重要部署, 在多年积累的智能化柔性生产的基础上, 公司将实现内部、外部大数据的对接, 从而使得消费者同品牌的互动、互信、互联能够反向触发企业整体供应链的高效运作。

地产政策松绑利好地产产业链

我们在 3 月 16 日报告中提出, 公司作为地产产业链个股, 可能受益于地产政策松绑带来的估值提升。随着地产政策陆续放松, 地产相关板块(如家具、家电、装修装饰)均出现明显的估值上行。目前家具、家电和装修装饰板块 TTM 估值相对 2014 年初上行 92%/28%/92%, 而公司估值上升幅度为 6%。

图表 11: 板块市盈率 (TTM)



来源: Wind

继放松限购令（目前 47 个城市中 42 个已松绑）、鼓励房贷发放、降低房贷成本等政策后，近期一系列地产利好政策包括：1）15 年 3 月 30 日央行、住建部、银监会联合发布通知，下调二套房商业贷款首付比例（缴清第一套贷款，最低首付 30%；未缴清第一套贷款，最低首付 40%）；2）3 月 30 日财政部国税局发文个人将购买 2 年以上（原 5 年）的普通住房对外销售的，免征营业税；3）各地就公积金贷款额度进行调整。

图表 12: 主要地区公积金贷款政策变动

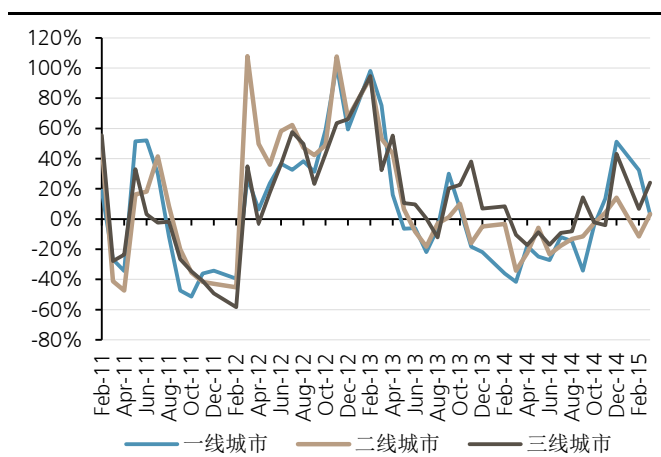
地区	原政策	新政
北京	首套 90 平以下个人最高贷款额度 80 万	首套 90 平以下个人最高贷款额度 120 万
上海	首套个人/家庭贷款额度最高 30/60 万；二套个人/家庭贷款额度最高 20/40 万；	首套个人/家庭贷款额度最高 50/100 万；二套个人/家庭贷款额度最高 40/80 万；
辽宁	最低首付 20%，最高贷款额度 40 万	最低首付 20%，最高贷款额度 80 万
杭州	最高二套房贷款额度 80 万	最高二套房贷款额度 100 万
福建	购买首套首付比例不能低于 30%，二套首付比例不能低于 60%，二套贷款利率按住房公积金贷款基准利率上浮 10% 执行	购买首套首付比例不能低于 20%，二套首付比例不能低于 30%，首次及第二次住房公积金贷款均执行基准利率
兰州	最低首付 30%，最高贷款额度 50 万	最低首付 20%，最高贷款额度 60 万
济南	拥有的第二套即为二套房	第一套缴清后，再买第二套房执行首套房政策
深圳	首套首付最低 30%；二套首付最低 60%	首套首付最低 20%；二套首付最低 30%

来源: 各地住建部

与此同时，地产销售出现改善，二手房复苏更为强劲。从公司目前一线城市以及全国销售订单的反映来看，二次装修的订单比例在持续提高；其中深圳最高，30%的订单来自二次装修，我们预计公司将持续受益于地产销售回暖以及二次装修市场兴起。

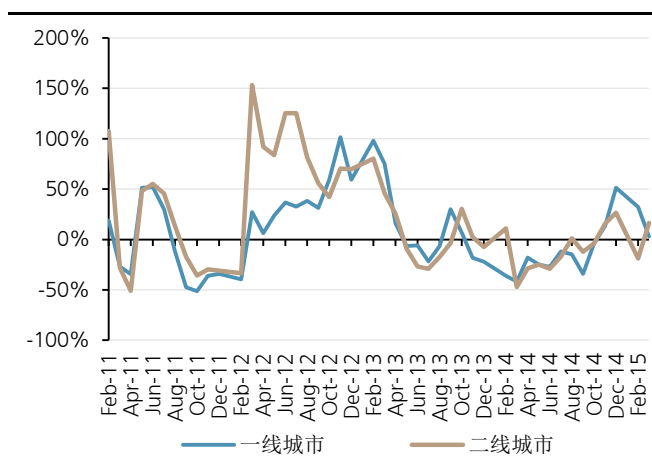
继一线城市商品房成交数据自去年年底起有所好转后，二三线城市销售数据也在三月份出现改善。十大城市中二线城市成交面积由负转正并实现 16% 增长；30 大中城市中二线城市成交面积由负转正至 3%，三线城市大幅增长 24%。根据瑞银地产团队，二次置业人数上升驱动二手房成交越发活跃。我们分析北京、深圳、杭州、天津和成都今年初至 3 月 22 日二手房和新房成交情况，发现二手房相对新房复苏更为强劲，成交量同比增长 33%（新房为 9%）。

图表 13: 30 大中城市商品房成交面积月度同比



来源: Wind

图表 14: 十大中城市商品房成交面积月度同比



来源: Wind

估值：上调目标价至 40 元，维持“买入”

公司 2014 年实现营业收入 23.6 亿元，同比增长 32%，毛利率 37%，同比提升 1.6 个百分点；净利润 3.27 亿元，同比增长 34%。其中四季度在高基数之下仍实现营业收入 30% 的高增长，净利同比增长 33%，盈利能力持续提升。我们估计公司全年订单量同比增长 20%，品类扩张使得客单价同比提升 10% 以上。

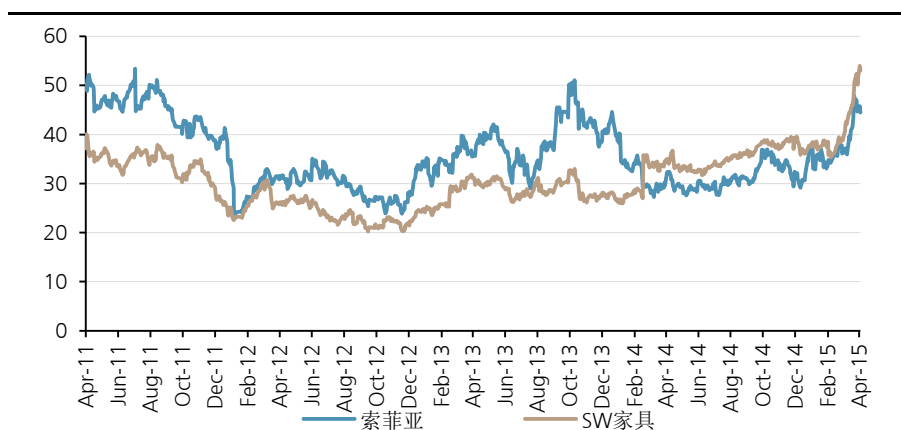
我们认为 2014 年子公司投产的生产线仍处于设备和系统的调试磨合期，产能并未充分释放，因此出现局部供不应求。公司成立“信息与数字化”中心，对 IT 系统和相关人员均作了充分投入，我们预计这将有助于公司产能在 15 年充分释放，对品类扩张形成更完备的支撑，同时将有效提高生产效率。

此外，橱柜业务成为公司成长新品类，从目前来看客单价和经销商反馈良好，我们预计前期渠道布局 and 宣传推广效应会在 15 年反应在销售上。2015 年衣柜、橱柜将进行联合招商，开店速度有望加快。

考虑到公司多品类定制业务在信息化系统升级后可能加速拓展从而提升客单价以及橱柜业务迅速推进，我们上调 2015-17 年收入 2.1%/2.1%/3.1%，上调综合毛利率至 36.9%/36.4%/36.2%（原为 36.3%/35.9%/35.6%），将 15-17 年盈利预测上调至 0.99/1.28/1.60 元（原为 0.96/1.20/1.50 元）。我们看好数字化管理将提升公司的毛利空间，上调中期毛利率假设至 36.2%（原 35%）。我们通过瑞银 VCAM 工具进行现金流贴现（WACC9.2%），推导出新目标价 40 元。

我们参考 A 股上市家具公司进行估值对比。索菲亚目前股价对应 2015E 市盈 33 倍，低于可比公司均值 38x。由于可比公司中包含出口比重较高的公司且大多品牌力偏弱，历史上通常会相较索菲亚存在一定折价，我们认为公司作为品牌力强的高成长公司，目前估值相对于板块而言仍存在上行空间。

图表 15: 公司 vs 行业板块市盈率 (TTM)



来源: Wind

图表 16: 可比公司估值表

公司名称	代码	市值 百万元	股价 元	PE			PS			ROE			EV/EBITDA			净利 CARG 15-17E	股息率 14	P/BV 14	PEG 15E
				15E	16E	17E	15E	16E	17E	15E	16E	17E	15E	16E	17E				
宜华木业	600978.sh	17,705	11.94	26.4	21.8	18.4	3.3	2.8	2.5	9%	10%	11%	14.5	12.6	10.9	20%	1.3%	2.4	1.3
浙江永强	002489.sz	13,791	28.84	45.4	37.7	NA	3.8	3.1	NA	9%	10%	NA	30.1	26.6	NA	NA	NA	2.1	NA
德尔家居	002631.sz	10,614	32.69	59.3	44.7	31.9	11.7	9.0	6.8	11%	13%	16%	47.4	37.9	NA	37%	0.2%	2.6	1.6
美克家居	600337.sh	10,240	15.84	33.3	26.4	20.4	3.2	2.7	2.3	10%	11%	13%	18.1	14.0	NA	26%	0.9%	2.2	1.3
好莱客	603898.sh	7,836	79.96	39.9	30.3	22.9	6.5	5.0	3.9	25%	24%	26%	36.3	27.5	NA	30%	NA	NA	1.3
大亚科技	000910.sz	7,802	14.79	30.8	22.9	16.9	1.0	0.9	0.8	9%	11%	13%	11.5	9.7	8.1	34%	0.2%	1.5	0.9
永艺股份	603600.sh	5,613	17.82	28.6	21.6	23.3	3.1	2.5	2.5	14%	16%	0.2	17.6	13.3	NA	0.1	NA	4.0	2.2
喜临门	603008.sh	2,882	28.82	40.1	35.0	NA	2.7	2.4	NA	17%	16%	NA	30.2	24.7	NA	NA	NA	NA	NA
均值				38.0	30.1	22.3	4.4	3.6	3.1	13%	14%	16%	25.7	20.8	9.5	27%	0.6%	2.5	1.4
索菲亚	002572.sz	14,297	32.42	32.6	25.2	20.3	4.3	3.2	2.6	21%	24%	25%	20.5	15.2	11.8	27%	1.1%	7.4	1.2

来源: Wind, 瑞银证券一致预期; 注: 索菲亚、宜华木业为瑞银证券估算, 其余为一致预期; 股价截止 2015 年 4 月 15 日。

图表 17: 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	567	727	915	1,117	1,339	1,724	1,984	2,279	2,611	2,983
折旧及摊销*	87	143	197	219	263	306	358	420	491	574
资本支出	(336)	(399)	(419)	(419)	(419)	(574)	(683)	(812)	(966)	(1,147)
运营资本变动	(34)	(38)	(37)	(43)	(48)	(66)	(68)	(81)	(96)	(114)
所得税(营运)	(142)	(182)	(229)	(279)	(335)	(431)	(496)	(570)	(653)	(746)
其他	(27)	(31)	(30)	(34)	(38)	(46)	(55)	(66)	(79)	(95)
自由现金流	115	220	398	561	763	912	1,040	1,169	1,308	1,455
增长		91.1%	80.9%	40.9%	36.1%	19.6%	14.0%	12.4%	11.9%	11.2%

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	6,231				无风险利率	3.50%	
期末价值(第15年)现值	9,204	19.8%	13.5%	12.5%	权益风险溢价	5.0%	
企业价值	15,435	息税前利润率	15.6%	9.4%	6.2%	贝塔系数	1.14
占永续价值百分比	60%	资本支出/销售收入	6.0%	5.0%	1.0%	债务/权益比率***	0.1%
联营公司及其他	0	投资资本回报率	46.0%	23.0%	13.9%	边际税率	25.0%
-少数股东权益	141					权益成本	9.2%
现金盈余**	1,121					债务成本	5.5%
-债务***	20					WACC	9.2%
权益价值	16,395						
已发行股数 [m]	441.0						
每股权益价值 (Rmb/股)	37.20						
权益成本	9.2%						
股息收益率	1.5%						
1年期目标价 (Rmb/股)	40.00						

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	23.6x	17.8x	21.6x
企业价值 / 息税前利润	27.2x	21.2x	25.2x
自由现金流收益率	0.7%	1.4%	0.9%
市盈率(现值)	37.6x	29.0x	34.7x
市盈率(目标)	40.4x	31.3x	37.3x

期末假设值	
VCH(年数)	15
对应的自由现金流增长	7.3%
投资资本回报率增幅	10.3%
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	8.1x

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

索菲亚 (002572.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	1,222	1,783	2,361	3,328	40.9	4,399	32.2	5,497	6,743	8,085
毛利	418	648	863	1,228	42.2	1,601	30.4	1,989	2,441	2,929
息税折旧摊销前利润(UBS)	211	326	450	657	46.2	875	33.1	1,110	1,340	1,609
折旧和摊销	(33)	(53)	(71)	(87)	22.9	(143)	64.6	(197)	(219)	(263)
息税前利润(UBS)	178	273	379	571	50.5	732	28.3	913	1,121	1,346
联营及投资收益	0	0	2	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	1	6	5	6	17.5	5	-7.4	6	5	5
净利息	32	27	15	15	-1.0	26	76.3	30	36	45
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	210	306	401	591	47.5	763	29.1	948	1,163	1,396
税项	(34)	(52)	(70)	(148)	-109.9	(191)	-29.1	(237)	(291)	(349)
税后利润	176	253	330	443	34.2	573	29.1	711	872	1,047
优先股股息及少数股权	(3)	(8)	(4)	(5)	-34.2	(6)	-29.1	(8)	(9)	(11)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	173	245	327	439	34.2	566	29.1	704	863	1,036
净利润(UBS)	173	245	327	439	34.2	566	29.1	704	863	1,036
税率(%)	16.3	17.2	17.6	25.0	42.4	25.0	0.0	25.0	25.0	25.0
每股(Rmb)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
每股收益(UBS 稀释后)	0.40	0.56	0.74	0.99	33.9	1.28	29.1	1.60	1.96	2.35
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.40	0.56	0.74	0.99	33.9	1.28	29.1	1.60	1.96	2.35
每股收益(UBS, 基本)	0.40	0.56	0.74	0.99	33.9	1.28	29.1	1.60	1.96	2.35
每股股息净值(Rmb)	0.18	0.25	0.35	0.47	34.2	0.61	29.1	0.75	0.93	1.11
每股账面价值	3.45	3.95	4.40	5.05	14.6	5.86	16.1	6.85	8.05	9.47
平均股数(稀释后)	428.14	437.22	440.22	440.99	0.2	440.99	0.0	440.99	440.99	440.99
资产负债表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
现金和现金等价物	1,047	1,153	1,184	1,244	5.1	1,378	10.8	1,625	1,992	2,505
其他流动资产	251	277	314	440	40.1	583	32.5	728	893	1,069
流动资产总额	1,298	1,430	1,497	1,684	12.4	1,961	16.5	2,354	2,885	3,575
有形固定资产净值	352	487	768	937	22.0	1,113	18.8	1,255	1,376	1,452
无形固定资产净值	83	121	199	280	41.2	360	28.4	440	519	599
投资/其他资产	26	48	69	70	1.1	73	4.5	76	80	84
总资产	1,759	2,086	2,533	2,971	17.3	3,508	18.1	4,125	4,860	5,710
应付账款和其他短期负债	234	284	391	540	38.1	711	31.7	886	1,081	1,292
短期债务	0	0	20	20	0.00	20	0.00	20	20	20
流动负债总额	234	284	411	560	36.2	731	30.6	906	1,101	1,312
长期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	7	10	41	41	0.0	41	0.0	41	41	41
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	240	294	452	601	33.0	772	28.5	946	1,142	1,353
普通股股东权益	1,478	1,744	1,941	2,225	14.6	2,584	16.1	3,020	3,550	4,178
少数股东权益	40	48	140	145	3.4	151	4.3	159	168	179
负债和权益总计	1,759	2,086	2,533	2,971	17.3	3,508	18.1	4,125	4,860	5,710
现金流量表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
净利润(支付优先股股息前)	173	245	327	439	34.2	566	29.1	704	863	1,036
折旧和摊销	33	53	71	87	22.9	143	64.6	197	219	263
营运资本变动净值	(8)	20	83	23	-72.1	28	22.7	28	31	34
其他营业性现金流	6	35	(128)	(22)	82.5	(23)	-3.8	(26)	(31)	(38)
经营性现金流	204	353	352	526	49.4	714	35.8	903	1,082	1,295
有形资本支出	(285)	(240)	(415)	(336)	19.1	(399)	-18.8	(419)	(419)	(419)
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	(19)	0	(28)	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(304)	(240)	(443)	(336)	24.2	(399)	-18.8	(419)	(419)	(419)
已付股息	(13)	(77)	(110)	(154)	-40.0	(207)	-34.4	(268)	(333)	(408)
股份发行/回购	25	62	98	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(54)	(75)	(118)	24	-	26	8.03	30	36	45
债务及优先股变化	(19)	0	0	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	(61)	(90)	(131)	(130)	0.5	(181)	-39.3	(238)	(297)	(363)
现金流量中现金的增加/(减少)	(161)	23	(221)	60	-	134	122.6	247	367	513
外汇/非现金项目	14	82	252	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(147)	105	31	60	96.2	134	122.6	247	367	513

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。

索菲亚 (002572.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)	23.5	29.4	24.9	32.6	25.2	20.3	16.6	13.8
市盈率 (UBS, 稀释后)	23.5	29.4	24.9	32.6	25.2	20.3	16.6	13.8
股价/每股现金收益	19.8	24.2	20.5	27.2	20.2	15.9	13.2	11.0
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(2.0)	1.6	(0.8)	1.3	2.2	3.4	4.6	6.1
净股息收益率(%)	1.9	1.5	1.9	1.5	1.9	2.3	2.9	3.4
市净率	2.8	4.2	4.2	6.4	5.5	4.7	4.0	3.4
企业价值/营业收入(核心)	2.5	3.4	3.0	4.0	3.0	2.3	1.9	1.5
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	14.6	18.8	15.9	20.1	15.0	11.6	9.3	7.5
企业价值/息税前利润(核心)	17.3	22.5	18.8	23.2	17.9	14.1	11.1	8.9
企业价值/经营性自由现金流(核心)	16.3	21.2	17.7	23.1	17.8	14.0	11.1	8.9
企业价值/运营投入资本	9.1	NM	9.2	NM	NM	8.7	7.5	6.6
企业价值 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
市值	4,075	7,227	8,163	14,297	14,297	14,297	14,297	14,297
净债务 (现金)	(1,047)	(1,153)	(1,164)	(1,224)	(1,359)	(1,605)	(1,973)	(2,485)
少数股东权益	40	48	140	145	151	159	168	179
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	3,068	6,122	7,139	13,218	13,089	12,850	12,493	11,991
非核心资产	0	0	0	0	0	0	0	0
核心企业价值	3,068	6,122	7,139	13,218	13,089	12,850	12,493	11,991
增长率(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	21.7	46.0	32.4	40.9	32.2	25.0	22.7	19.9
息税折旧摊销前利润(UBS)	31.8	54.6	38.1	46.2	33.1	26.9	20.8	20.0
息税前利润(UBS)	25.2	53.6	39.0	50.5	28.3	24.7	22.8	20.0
每股收益(UBS 稀释后)	23.1	38.4	32.6	33.9	29.1	24.3	22.6	20.1
每股股息净值	45.0	40.3	39.0	34.2	29.1	24.3	22.6	20.1
利润率与盈利能力(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
毛利率	34.2	36.4	36.6	36.9	36.4	36.2	36.2	36.2
息税折旧摊销前利润率	17.2	18.3	19.0	19.8	19.9	20.2	19.9	19.9
息税前利润率	14.5	15.3	16.1	17.1	16.6	16.6	16.6	16.6
净利 (UBS) 率	14.2	13.7	13.8	13.2	12.9	12.8	12.8	12.8
ROIC (EBIT)	52.6	49.1	48.7	55.3	58.0	61.9	67.6	74.4
税后投资资本回报率	44.1	40.7	40.1	41.5	43.5	46.4	50.7	55.8
净股东权益回报率(UBS)	12.2	15.2	17.7	21.1	23.5	25.1	26.3	26.8
资本结构与覆盖率	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
净债务/息税折旧摊销前利润	(5.0)	(3.5)	(2.6)	(1.9)	(1.6)	(1.4)	(1.5)	(1.5)
净债务/总权益 %	(69.0)	(64.3)	(55.9)	(51.6)	(49.7)	(50.5)	(53.0)	(57.0)
净债务/ (净债务 + 总权益) %	NM	NM	NM	NM	(98.7)	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(34.1)	(18.8)	(16.3)	(9.3)	(10.4)	(12.5)	(15.8)	(20.7)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	193.2	160.6
资本支出/营业收入(%)	23.3	13.5	17.6	10.1	9.1	7.6	6.2	5.2
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	2.3	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
股息支付率 (UBS) %	44.4	45.0	47.2	47.3	47.3	47.3	47.3	47.3
分部门收入 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
其他	1,222	1,783	2,361	3,328	4,399	5,497	6,743	8,085
总计	1,222	1,783	2,361	3,328	4,399	5,497	6,743	8,085
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
其他	178	273	379	571	732	913	1,121	1,346
总计	178	273	379	571	732	913	1,121	1,346

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	+23.4%
预测股息收益率	1.5%
预测股票回报率	+24.9%
市场回报率假设	8.5%
预测超额回报率	+16.4%

风险声明

我们认为公司面临的主要风险包括：1) 经济增长放缓影响消费需求；2) 行业竞争者众多加剧风险；3) 原材料成本上升风险。

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。	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 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 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：胡 昀昀, CFA.

涉及报告中提及的公司的披露

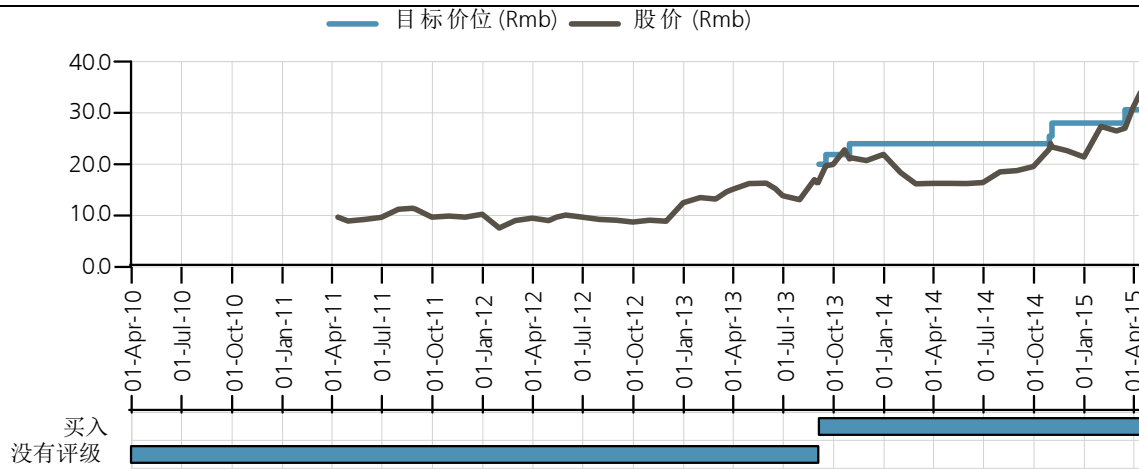
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
索菲亚	002572.SZ	暂停评级	不适用	Rmb32.98	2015 年 04 月 14 日

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。

索菲亚 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 4 月 14 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前述情形之任何地区、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，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/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。

