**Global Research** 



# www.jztzw.net

# 苏宁云商。设备网景多、景好用研究报

# 盈利能力逐步恢复,O2O 战略继续推进

## O2O 战略转型初见成效,线下业务盈利能力有望逐步恢复

2014年公司净新开店面 65家,比上年增长 3.8%至 1696家,开店重点在二三级市场,店面数量占比提升至 64.55%。去年下半年公司加强了对线下门店的管理,毛利率有所回升,主营业务亏损减少。随着公司 O2O 的战略转型逐渐见效,我们预计线下业务盈利能力将进一步回升。

## 线上销售有望快速增长,但短期料仍将亏损

公司 2014 年线上业务自营商品销售 226 亿元,开放平台商品交易 32 亿元,线上销售自 2014 年上半年出现下滑后,下半年体验改善(投妥率上升等)、会员体系建设加强,全渠道战略初见效,线上销售大幅增长,同时今年苏宁超市将开始贡献收入,我们预计公司今年线上营收将同比 50%至 387 亿元,占总收入比重有望从去年的 25%上升至今年的 33%。随着规模上升,我们预计其毛利率将逐步上升,不过短期内仍然低于线下,并继续亏损。

#### 苏宁金融、PPTV 等新业务进展顺利

此外,苏宁金融、苏宁互联、PPTV 等新业务继续推进,公司的战略转型进入 纵深期。其中面向供应链的苏宁小贷、苏宁保理等金融产品推进较快,我们 预计从今年开始将获得盈利。PPTV 短期仍然亏损,但其侧重体育的定位较好, 其流量上升有望长期促进苏宁其他各项业务的发展。

#### 估值:上调盈利预测和目标价,维持"中性"评级

我们预计线下线上盈利能力将改善,上调 2015/16/17 年 EPS 预测至-0.04/0.01/0.08 元 (原为-0.11/-0.03/0.05 元)。参考国美和京东的 PS 估值,我们对苏宁采用线下线上分部估值法,得到目标价 13.9 元 (原 9.2 元),维持"中性"评级。

## **Equities**

中国 百货零售业

股价

 12 个月评级
 中性

 *保持不变* 

 12 个月目标价
 Rmb13.90

 之前: Rmb9.20

路透代码: 002024.SZ 彭博代码 002024 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb13 69-6 19 市值 Rmb92.6 十亿/US\$14.9 十亿 7,383 百万 (ORDA) 已发行股本 流通股比例 67% 日均成交量(千股) 242,329 日均成交额(Rmb 百万) Rmb2.860.3 普通股股东权益 (12/15E) Rmb28.6 十亿 市净率 (12/15E) 3.2x 净债务 / EBITDA NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	%市	场预测
12/15E	(0.11)	(0.04)	64.56	(0.03)
12/16E	(0.03)	0.01	119.56	0.02
12/17E	0.05	0.08	72.90	0.14

廖 欣宇

Rmb12.54

分析师 \$1460512120001 xinyu.liao@ubssecurities.com +86-213-866 8907

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	98,357	105,292	108,925	116,223	121,919	127,565	132,981	138,282
息税前利润(UBS)	2,998	138	(1,178)	(619)	109	857	1,451	2,039
净利润 (UBS)	2,676	372	867	(285)	46	592	971	1,314
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.37	0.05	0.12	(0.04)	0.01	0.08	0.13	0.18
每股股息 (Rmb)	0.05	0.00	0.05	0.00	0.00	0.02	0.03	0.04
现金/(净债务)	23,849	17,928	14,070	4,903	1,840	(581)	(982)	(568)
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(%)	3.0	0.1	-1.1	-0.5	0.1	0.7	1.1	1.5
ROIC (EBIT) (%)	145.1	2.6	(12.4)	(3.9)	0.5	3.5	5.4	7.3
EV/EBITDA(core)x	8.0	18.1	62.4	46.8	29.5	25.5	20.7	17.6
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	21.5	NM	67.7	NM	NM	NM	95.3	70.5
权益自由现金流 (UBS) 收益 率 %	(1.3)	(4.4)	(8.9)	(8.1)	(1.8)	(1.4)	0.8	1.6
净股息收益率(%)	0.6	0.0	0.6	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3

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 16 日 18 时 56 分的股价(Rmb12.54)得出;

#### www.ubssecurities.com

www. jztzw. net

本报告由瑞银证券有限责任公司编制. 特此鸣谢潘嘉怡(erica-poon.werkun@ubs.com)对本报告的编制提供信息。 **分析师声明及要求披露的项目从第 13 页开始.** UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

苏宁云商

# 12 个月评级

中性

# 12 个月目标价

Rmb13.90

## 投资理由

苏宁是传统零售公司中向电商进军最为积极的公司之一,凭借公司广泛的网点布局,和不断改善的物流配送体系,在传统公司中公司最有可能做到线上线下有效融合。短期来看公司电商投入较大、线下线上互博问题存在,出现亏损。

2014 年公司进一步调整门店结构,并完成了物流系统切换,有望于今年将线下门店和线上易购两个运营体系整合为大运营中心,成功打通 O2O 的布局。

我们 2015/16/17 年的 EPS 预测为-0.04/0.01/0.08 元,低于市场一致预期(-0.03/0.03/0.12 元),采用线上线下分部估值法,推导出目标价 13.9 元,给予"中性"的投资评级。

## 乐观情景

如果下半年线上业务的消费者体验得到显著改善,线下门店能够更加受益线上业务导入客流,同时增加高毛利率和差异化的商品品类,门店收入和盈利能力得以提升。公司下半年线上销售增长达 80%,2015 年EPS 0.01 元,每股估值可能达到 18 元。

# 悲观情景

如果线上业务的消费者体验未有改善,线下门店同价后毛利率大幅下滑同时收入增速未有明显提升,同店收入继续下降8%,公司亏损扩大,2015年EPS-0.06元,每股估值可能为10元。

#### 近期催化剂

若公司线上购物体验有较大提升,消费者粘性或增加。

金融等其他业务陆续推出,有望增加公司新的利润来源。

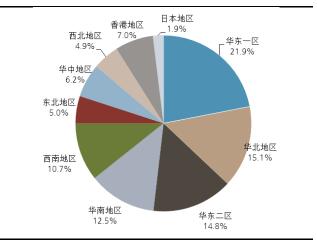
#### 公司简介

苏宁云商是中国 3C (家电、电脑、通讯)家电连锁零售行业的领先者,也是零售行业转型升级、积极布局 O2O 战略的先行者。公司目前经营的商品包括空调、冰洗、彩电、音像、小家电、通讯、电脑、数码八个品类,近千个品牌,20多万个规格型号。

#### 行业展望

2014 年全国百家重点大型零售企业零售额同比增长 0.4%,其中家用电器类商品零售额同比下降 1.6%, 我们预计未来零售行业景气度仍维持低迷态势。目前 行业领先公司正逐步开拓线上业务,同时依靠强大零 售门店探索线上线下整合的可能性。

## 收入按区域分布, 2014 (%)



来源:公司数据

#### 各类业务的毛利

单位: 亿元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
内地实体店	110	106	99	89	86
海外实体店	7	9	11	13	13
苏宁易购	26	34	53	73	88
平台及金融	-	-	2	3	4
其他业务收入	17	17	13	15	16
合计	160	166	179	192	206

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

# 中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www. iztzw.net

廖 欣宇, 分析师, S1460512120001, xinyu.liao@ubssecurities.com, +86-213-866 8907

# 调整线下门店结构,同店销售下滑

2014年,公司新开各类店面 180 家,其中旗舰店 16 家,社区店 123 家、中心店 31 家,红孩子店 6 家、超市店 4 家;调整/关闭各类店面 115 家。截至 2014年 12 月 31 日,公司在大陆地区已进入 289 个地级以上城市,拥有连锁店 1650 家,连锁店面积合计 685.30 万平方米,其中购置店面 27 家,自行开发店面 9 家,与苏宁电器集团/苏宁置业集团合作开发长期租赁店面 14 家,在创新型资产运作模式(REITs)之下公司可长期租赁的店面 11 家。

我们认为,公司通过 REITs 在收到优质门店增值收益的同时能够以稳定的租赁价格获得门店物业的长期租赁使用权,整体模型向轻资产转移,这是公司为盘活存量资产、积极布局互联网化的创新之举,也有望于今年继续推进 REITs模式。

图表 1: 中国大陆地区按照店面类型分布情况(家)

	2014年1	2月31日	2013年1	2013年12月31日		变化情况
类型	数量	占比	数量	占比	数量变化	占比变化(%)
旗舰店	339	20.6%	330	20.8%	9	-0.3%
中心店	438	26.6%	428	27.0%	10	-0.5%
社区店	797	48.3%	737	46.5%	60	1.8%
常规店小计	1574	95.4%	1495	94.3%	79	1.1%
县镇店	61	3.7%	76	4.8%	-15	-1.1%
红孩子店	8	0.5%	2	0.1%	6	0.4%
超市店	4	0.2%	0	0%	4	0.2%
乐购仕店	3	0.2%	12	0.8%	-9	-0.6%
合计	1650	100%	1585	100%	65	-

来源: 公司数据

报告

截至 2014 年 12 月 31 日,公司在一级、二级、三级和四级市场分别开设门店 496、474、591 和 89 家。公司今年重点推进二三级市场开发,进一步纵深网络布局,报告期末二、三级市场店面数量占比提升 3.2%,达到 64.6%。此外,公司积极优化一级和四级市场的店面布局,在一级市场重点推进旗舰店的升级改造,在四级市场进行县镇店的优化调整。

图表 2: 中国大陆地区按照市场级别分布情况

	2014年12月31日		2013年1	2月31日	增减多	变化情况
	数量	占比	数量	占比	数量变化	占比变化(%)
一级市场	496	30.1%	510	32.2%	-14	-2.1%
二级市场	474	28.7%	462	29.1%	12	-0.4%
三级市场	591	35.8%	510	32.2%	81	3.6%
四级市场	89	5.4%	103	6.5%	-14	-1.1%
合计	1650	100%	1,585	100%	65	-

来源: 公司数据

2014 年年初,公司成立线上线下融合的运营总部,推进全渠道融合,由于新运营体系成熟、用户体验改善等效果都需要一定时间才能有效显现,可比店面收入增速出现较大的下降。但随着公司战略执行工作的逐步进入正轨,探

www. jztzw. net

索实践一系列提升门店引流、丰富门店功能的举措,以及采取一系列密集、精准的运营推广,可比门店经营得到持续改善。公司 2014 年全年可比门店销售收入较 2013 年同期下降 3.96%,较上半年下降 8.57%有所转好。

图表 3: 中国大陆地区可比店面按店面类型分布同店收入增长

图表 4: 中国大陆地区可比店面按市场类型分布同店收入增长

店面类型	旗舰店	中心店	社区店	县镇店	乐购仕店
2014	-4.05%	-5.22%	-2.05%	-2.56%	-7.74%
2014H1	-8.34%	-9.86%	-7.04%	-9.23%	-29.46%

市场级别	一级市场	二级市场	三级市场	四级市场
2014	-4.52%	-3.63%	-1.46%	-9.59%
2014H1	-9.15%	-8.61%	-5.59%	-12.92%

来源: 公司数据

来源: 公司数据

由于公司正处于线上线下业务融合的过程中,我们根据公司公告数据,将公司内地收入拆分为线下和线上两部分,2014年公司线下内地实体店营收718.6亿元,同比下降3.5%。考虑到未来公司线下业务会部分引流到线上,我们预计未来几年公司内地线下营收会保持负增长,但降幅逐年收窄。

图表 5: 线下内地实体店营业收入(亿元)及同比增速(%)



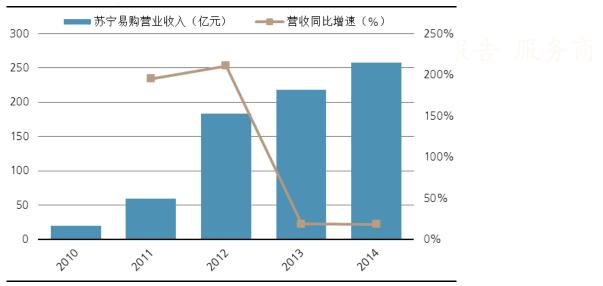
来源: 公司公告

# 加强物流体系建设,提升易购用户体验

2014年,公司线上业务累计实现自营商品销售收入 226 亿元(含税),开放平台实现商品交易规模为 32 亿元(含税),线上平台实体商品交易总规模达 258 亿元。随着公司物流建设推进和消费者体验的提升,我们预计公司未来 易购营收将保持较快增长。截至 2014 年底,苏宁会员总数达到了 1.67 亿(不含 PPTV 会员数),年内从苏宁易购各终端首次注册会员增加 4872 万,显著提升。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商www.iztzw.net

图表 6: 苏宁易购营业收入(亿元)及同比增速(%)



来源: 公司公告

我们认为苏宁易购的用户体验是判断公司能否转型成功的最重要指标,其中物流是重要方面,而这也正是苏宁过去一年的工作核心,以推进公司的互联网化战略。截至报告期末,公司拥有的物流仓储及相关配套总面积达到了403万平方米;形成了全国性仓储配送网络,包括8个采购枢纽中心、57个区域配送中心、352个城市转配中心、1777个快递网点。一日三送、半日达、2小时急速达等配送服务产品持续推出,我们预计将有效改善用户体验。

图表 7: 苏宁易购营收预测

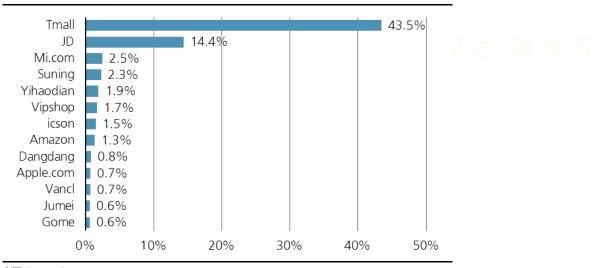
苏宁易购	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
易购收入 (亿元)	183	218	258	387	503	578
增长%	211%	19%	19%	50%	30%	15%
电子商务占比	16%	21%	24%	33%	41%	45%
毛利率%	12.0%	12.0%	13.0%	13.8%	14.5%	15.2%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

根据 Euromonitor 的数据,在 2014年中国网络零售市场中,苏宁易购市占率约 2.3%,仅次于天猫、京东和小米,位居行业第四。随着公司的物流建设逐步推进,消费者体验有望提升,公司市占率料将继续上升。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商 www.jztzw.net

图表 8: 中国网络零售市场份额 (2014)



来源: Euromonitor

# 新业务持续拓展,效果或将于 15 年体现

金融业务方面,重点加强易付宝的基础功能建设,注册用户数达到 8420 万,理财业务、"零钱宝"、对公理财规模增加。针对上游供应商及合作商户的苏宁小贷、苏宁保理形成一定规模,苏宁保险获批全国专业保险代理牌照。

虚拟运营商方面,苏宁互联已获得中国联通 61 个地市、中国电信 55 个地市、中国移动 35 个城市移动通信转售业务牌照。目前,苏宁互联业务覆盖全国 28 个省 75 个城市,是中国覆盖范围最广的虚拟运营商,为消费者和合作伙伴提供围绕移动互联生活、互联商务等增值服务和解决方案。

PPTV 2014 年亏损 4.9 亿元, 苏宁按 46.8%的持股比例亏损 2.3 亿元。PPTV 经过一年的磨合,已经全面融入了公司的运营体系,双方在会员共享、数据 打通、智能终端发展与大数据投放推广等方面进行了融合推进。至 2014 年 12 月 PPTV 会员总数 1.03 亿,全站的日均 UV 约为 5400 万,峰值 7000 万,日均 VV 3.2 亿,峰值 3.8 亿。

公司各项新业务的拓展对 14 年的净利润有一定拖累,并可能分散对用户体验提升的关注。这些业务增加了公司未来的可能性,PPTV 有助改善线上流量,苏宁的金融产品、苏宁互联、PPTV 等新业务有望增加用户黏性。我们认为凭借线上线下的融合优势和新业务的持续拓展,在体验改善后易购仍有机会快速增长。

# 毛利率小幅上升,4季度净利率转正

公司 2014 综合毛利率 15.28%,同比增加 0.1 个百分点。其中 4 季度综合毛利率 15.9%,同比上升 0.1 个百分点,我们预计未来易购收入将保持较快增速,毛利率将逐步提升。

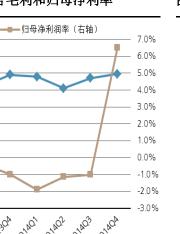
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商 www. jztzw. net

**苏宁云商** 2015 年 4 月 17 日 **¾ UBS** ## 6

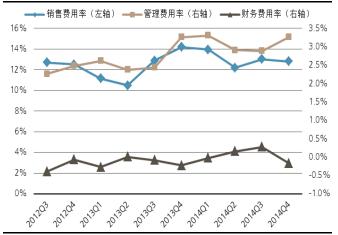
公司 2014 年归母净利率同比上升 0.5 个百分点至 0.8%, 主要由于报告期内公司出售门店实现税后净利润 19.8 亿元, 其中 4 季度归母净利率同比大幅上升 7.5 个百分点至 6.5%。

图表 9: 2012Q3-2014Q2 综合毛利和归母净利率

-综合毛利率(左轴)







来源: 公司数据

来源: 公司数据

20%

18%

16%

14%

12%

10%

8%

6%

4% 2%

期间费用率方面,公司 2014 年销售费用率 13.0%(+0.9%),其中 4 季度销售费用率同比下降 1.4 个百分点至 12.8%,公司 2014 年管理费用率 3.1%(+0.4%),其中 4 季度同比持平。

4 季度公司销售和管理费用率的上升趋势有所减弱,主要受益于费用控制和收入规模上升。随着公司可比门店增长有所恢复、门店继续扩张和易购销售收入增长,我们预计未来几年公司的费用率有望走低。

公司 2014 年财务费用率 0.1%(+0.2% yoy), 主要是公司支出 80 亿元公司债利息以及并购贷款融资利息。

# 盈利预测假设主要调整

考虑到公司经过 2014年一年的业务调整,今年线上营收增速有望高速增长,我们将今年的营收增速预测从原来的 3.7%上调至 6.7%。同时鉴于宏观经济低迷的影响,我们下调公司后续 2 年的营收增速假设变化,营业收入增速假设从原来 2016/17 的 9.3%/11.6%下调到 4.9%/4.6%。

图表 11: 苏宁营收增速假设变化

营收增速%	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
调整前	4.8%	7.1%	-4.3%	3.7%	9.3%	11.6%
调整后	4.8%	7.1%	3.5%	6.7%	4.9%	4.6%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

随着线下门店布局和产品结构的优化,和线上规模效益逐步体现,我们预计今年和未来几年公司毛利率料将逐步提升。我们上调了公司未来 3 年的综合毛 利 率 假 设 , 从 原 来 2015/16/17 的 13.8%/13.6%/13.4% 上 调 至 15.4%/15.8%/16.2%。

www. jztzw. net

图表 12: 苏宁综合毛利率假设变化

综合毛利率%	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		
调整前	17.8%	15.2%	14.3%	13.8%	13.6%	13.4%		
调整后	17.8%	15.2%	15.3%	15.4%	15.8%	16.2%		

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

我们预计公司未来将调整店面结构,谨慎开店,并将闲置资金用于购买理财产品,该项收益预计将较稳定。我们上调了对公司未来 3 年的投资收益的假设,从原来 2015/16/17 的 2000/1500/1500 上调至 3000/3000/3000 万元。同时我们上调了公司未来 3 年的营业外收入假设,从原来 2015/16/17 的 15000/15000/15000 万元上调至 50000/50000/50000 万元。

图表 13: 苏宁投资收益和营业外收入假设变化(万元)

调整前	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
投资收益	1251	3392	3000	2000	1500	1500
营业外收入	35445	16109	15000	15000	15000	15000
调整后	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
投资收益	1251	3392	-2985	3000	3000	3000
营业外收入	35445	16109	265215	50000	50000	50000

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

由于人工成本和租金成本较高,我们上调了公司的销售费用率和管理费用率假设、销售费用率假设从原来 2015/16/17 的 11.6%/10.7%/10.0%上调到 12.5%/12.4%/12.3% ,管理费用率假设从原来 2015/16/17 的 2.7%/2.5%/2.3%上调到 3.1%/3.0%/2.9%。由于未来几年线上销售占比料将提升,线上销售费用率更低,我们预计销售和管理费用率将呈下降趋势。

图表 14: 苏宁销售和管理费用率假设变化

调整前	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售费用率	12.0%	12.1%	12.6%	11.6%	10.7%	10.0%
管理费用率	2.4%	2.7%	2.9%	2.7%	2.5%	2.3%
调整后	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售费用率	12.0%	12.1%	13.0%	12.5%	12.4%	12.3%
管理费用率	2.4%	2.7%	3.1%	3.1%	3.0%	2.9%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

# 采用线下线上分部估值,目标价 13.9 元

由于苏宁最近几年对线上销售投入较大,导致业绩出现亏损,PE 估值方法不适用。我们按照公司的线下、线上业务采用分部估值法,线下业务参考国美的 PS 估值,线上业务参考京东的 PS 估值。

根据 Bloomberg 的一致预期,2015年国美和京东营业收入预计分别为656亿元和1744亿元,按照两个公司270亿元人民币和3422亿元人民币的市值,国美和京东PS分别为0.41x和1.96x。

www. jztzw. net

图表 15: 国美电器和京东商城 2015 年 P/S

WWV	V. J	市值(亿元)	15	年一致	预期收入	. (亿元)	15年 P/S	_	
国美电器	估	270	A .	是	656		0.41	区生	
京东商城		3422			1744		1.96		

来源: Bloomberg, 市场一致预期和股价截至 2015 年 4 月 14 日。

线下方面,国美前几年盈利能力较苏宁差,去年开始逐步恢复,我们认为目前苏宁和国美的盈利能力基本相当,估值应相同。线上方面,苏宁易购虽然起步晚规模小,但用户体验已获改善,员工持股计划有助其加速提升,我们认为苏宁易购估值应与京东相同。

根据我们的盈利预测,今年苏宁易购预计将实现 387 亿元的营收,给予 1.96x PS,对应 759 亿元的估值。线下部分预计实现 652 亿元营收,给予 0.41x PS,对应 268 亿元估值。线上线下部分估值总计 1027 亿元,对应每股 目标价 13.9 元,维持"中性"评级。

图表 16: 苏宁线上线下业务收入和估值拆分

	2015 年估计收入(亿元)	对应的 P/S 估计	市值(亿元)
线下收入	652	0.41	268
线上收入	387	1.96	759
总计	1039		1027
苏宁总股本(亿股)			74
苏宁目标价(元/股)			13.9

来源: 瑞银证券估算

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商 www.jztzw.net

# 苏宁云商 (002024.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	98,357	105,292	108,925	116,223	6.7	121,919	4.9	127,565	132,981	138,282
毛利 一	17,473	16,013	16,641	17,929	7.7	19,247	7.4	20,649	21,789	22,735
息税折旧摊销前利润(UBS)	4,416	1,754	548	1,560	184.8	2,471	58.4	2,856	3,526	4,131
折旧和摊销 <b>息税前利润(UBS)</b>	(1,418)	(1,616)	(1,726)	(2,179)	26.3	(2,362)	8.4	(2,000)	(2,075)	(2,092)
感况即利何(UBS) 联营及投资收益	<b>2,998</b> 13	<b>138</b> 34	<b>(1,178)</b> (30)	<b>(619)</b> 30	47.4	<b>109</b> 30	0.0	<b>857</b> 30	<b>1,451</b> 30	<b>2,03</b> 9
联	45	(176)	2,247	300	-86.7	300	0.0	300	300	300
净利息	186	149	(67)	(73)	-9.4	(381)	NM	(435)	(548)	(582)
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	(332)
税前利润	3,242	144	973	(362)	-	58		752	1,233	1,787
税项	(736)	(40)	(149)	91	-	(15)	-	(188)	(308)	(447)
税后利润	2,505	104	824	(272)	-	44	-	564	925	1,340
优先股股息及少数股权	171	267	43	(14)	-	2	-	28	46	(27)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	C
净利润 (本地 GAAP)	2,676	372	867	(285)	-	46	-	592	971	1,314
净利润 (UBS)	2,676	372	867	(285)	-	46	-	592	971	1,314
税率(%)	22.7	27.8	15.3	0.0	-	25.0	-	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)	0.37	0.05	0.12	(0.04)	-	0.01	-	0.08	0.13	0.18
每股收益(本地会计准则,稀释后)	0.37	0.05	0.12	(0.04)	-	0.01	-	0.08	0.13	0.18
每股收益 (UBS, 基本)	0.37	0.05	0.12	(0.04)	-	0.01	-	0.08	0.13	0.18
每股股息净值(Rmb)	0.05	0.00	0.05	0.00	-	0.00	-	0.02	0.03	0.04
每股账面价值 平均股数(稀释后)	3.96 7,189.63	3.84 7,387.16	3.97 7,383.04	3.88 7,383.04	-2.2 0.0	3.88 7,383.04	0.2 0.0	3.96 7,383.04	4.08 7,383.04	4.23 7,387.16
一切双数(种样归)	7,109.03	7,307.10	7,303.04	7,303.04	0.0	7,303.04	0.0	7,303.04	1,303.04	7,307.10
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	30,067	27,668	24,919	28,795	15.6	27,028	-6.1	28,158	29,241	30,301
其他流动资产	23,360	25,834	25,728	28,268	9.9	28,724	1.6	29,534	30,191	31,245
<b>流动资产总额</b>	53,427	53,502	50,647	57,063	12.7	55,753	<b>-2.3</b>	57,692	59,432	61,546
有形固定资产净值 无形固定资产净值	11,065 6,267	14,700 7,231	15,401 7,513	20,789 7,283	35.0 -3.1	24,432 7,020	17.5 -3.6	27,851 6,736	29,898 6,441	31,283 6,142
投资/其他资产	5,402	6,818	8,632	9,599	11.2	10,458	8.9	11,113	11,466	11,617
总资产	76,162	82,252	82,194	94,734	15.3	97,662	3.1	103,391	107,237	110,589
应付账款和其他短期负债	39,493	42,214	40,143	40,419	0.7	42,007	3.9	43,583	45,138	46,698
短期债务	1,752	1,200	1,974	14,879	653.85	16,176	8.72	19,726	21,210	21,856
流动负债总额	41,245	43,414	42,117	55,298	31.3	58,183	5.2	63,309	66,348	68,554
长期债务	4,465	8,540	8,875	8,875	0.0	8,875	0.0	8,914	8,914	8,914
其它长期负债	1,339	1,595	1,665	1,665	0.0	1,665	0.0	1,665	1,665	1,665
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	C
总负债(包括优先股)	47,050	53,549	52,657	65,838	25.0	68,723	4.4	73,888	76,927	79,133
普通股股东权益	28,459	28,369	29,282	28,627	-2.2	28,673	0.2	29,265	30,118	31,237
少数股东权益	652	334	255	269	5.3	266	-0.8	238	192	219
负债和权益总计	76,162	82,252	82,194	94,734	15.3	97,662	3.1	103,391	107,237	110,589
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)	2,676	372	867	(285)	-	46	-	592	971	1,314
折旧和摊销	1,418	1,616	1,726	2,179	26.3	2,362	8.4	2,000	2,075	2,092
营运资本变动净值	(1,450)	(542)	1,300	2,264	74.2	(1,132)	-	(766)	(898)	(506)
其他营业性现金流	2,655	793	(5,274)	(4,472)	15.2	2,612	-	1,909	2,268	1,591
经营性现金流	5,299	2,238	(1,381)	(314)	77.3	3,888	-	3,735	4,416	4,491
有形资本支出 无形资本支出	(6,012) 0	(4,761)	(3,854)	(7,200) 0	-86.8	(5,600) 0	22.2	(4,990) 0	(3,680) 0	(3,030)
ルルリギ文山 净 (收购) / 处置	0	0	0	0	_	0		0	0	0
其他投资性现金流	(124)	(5,287)	1,847	(1,211)	_	(970)	_	(770)	(470)	(270)
投资性现金流	(6,136)	(10,048)	(2,007)	(8,411)	-319.1	(6,570)	21.9	(5,760)	(4,150)	(3,300)
已付股息	(1,049)	(369)	0	(369)	NM	(0,370)	-1.0	0	(118)	(194)
L. P. M. C. C. P. C.	(1,043)	(303)	0	(303)	- 14101	0	-	0	(110)	(134)
其他融资性现金流	(1,999)	(934)	(525)	(73)	86.09	(381)	-421.72	(396)	(548)	(582)
债务及优先股变化	11,215	4,177	1,154	13,042	1,030.51	1,297	-90.06	3,551	1,484	646
融资性现金流	8,167	2,874	629	12,600	NM	916	-92.7	3,155	818	(130)
现金流量中现金的增加/(减少)	7,330	(4,936)	(2,760)	3,876	-	(1,767)	-	1,129	1,083	1,060
外汇/非现金项目	(3)	2,537	11	0	-	0	-	0	0	C
资产负债表现金增加/(减少)	7,327	(2,399)	(2,749)	3,876	IF ZJ	(1,767)	7 4- 1	1,129	1,083	1,060

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。

www.jztzw.net

**苏宁云商** 2015年4月17日 **緣UBS** 森銀 10

# 苏宁云商 (002024.SZ)

估值(x) WWW. jztzw. r	10 12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	21.5	NM_	67.7	NM	NM	NM	NM	70.5
市盈率 (UBS, 稀释后)	21.5	NM NM	67.7	NM	H 4NM	III ANM	95.3	70.5
股价/每股现金收益	14.0	28.9	22.7	48.9	38.5	35.7	30.4	27.2
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(1.3)	(4.4)	(8.9)	(8.1)	(1.8)	(1.4)	0.8	1.6
净股息收益率(%)	0.6	0.0	0.6	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3
市净率	2.0	2.0	2.0	3.2	3.2	3.2	3.1	3.0
企业价值/营业收入(核心)	0.4	0.3	0.3	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	8.0	18.1	62.4	46.8	29.5	25.5	20.7	17.6
企业价值/息税前利润(核心)	11.7	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
企业价值/经营性自由现金流(核心)	22.7	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
企业价值/运营投入资本	NM	5.9	3.6	4.6	3.4	3.0	2.7	2.6
正显仍固地自民人共产	14101	0.0	0.0	4.0	0.4	0.0	2.1	2.0
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	56,393	57,228	58,727	92,583	92,583	92,583	92,583	92,583
净债务 (现金)	(20,054)	(22,462)	(20,889)	(15,999)	(15,999)	(15,999)	(15,999)	(15,999)
少数股东权益	652	334	255	269	266	238	192	219
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	36,991	35,100	38,093	76,853	76,851	76,822	76,776	76,803
非核心资产	(1,846)	(3,390)	(3,910)	(3,910)	(3,910)	(3,910)	(3,910)	(3,910)
核心企业价值	35,146	31,710	34,183	72,942	72,940	72,912	72,866	72,892
增长率(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	4.8	7.1	3.5	6.7	4.9	4.6	4.2	4.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	-36.3	-60.3	-68.8	184.8	58.4	15.6	23.4	17.2
息税前利润(UBS)	-49.7	-95.4	-	47.4	-	NM	69.4	40.5
每股收益(UBS 稀释后)	-46.0	-86.5	133.3	_	_	NM	64.0	35.2
每股股息净值	-65.8	-	-	-	-	-	64.0	35.3
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	17.8	15.2	15.3	15.4	15.8	16.2	16.4	16.4
息税折旧摊销前利润率	4.5	1.7	0.5	1.3	2.0	2.2	2.7	3.0
息税前利润率	3.0	0.1	-1.1	-0.5	0.1	0.7	1.1	1.5
净利 (UBS) 率	2.7	0.4	0.8	NM	0.0	0.5	0.7	0.9
ROIC (EBIT)	145.1	2.6	(12.4)	(3.9)	0.5	3.5	5.4	7.3
税后投资资本回报率	NM	1.6	NM	NM	0.2	2.6	4.0	5.5
净股东权益回报率(UBS)	10.5	1.3	3.0	(1.0)	0.2	2.0	3.3	4.3
ゕ゚゚ ナ'゚゚゚゚ナ゚゚゚゚゚゚゚゚゚゚゚゚゚゚゚゚゚゚゚゚゚゚゚゚゚゚゚゚゚	40/40	40/40	40/44	40/455	40/405	40/475	40/405	40/405
<b>资本结构与覆盖率</b> 净债务/息税折旧摊销前利润	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
	(5.4)	(10.2)	(25.7)	(3.1)	(0.7)	0.2	0.3	0.1
净债务/总权益%	(81.9)	(62.5)	(47.6)	(17.0)	(6.4)	2.0	3.2	1.8
净债务/(净债务+总权益)%	NM	NM (FC F)	(91.0)	(20.4)	(6.8)	1.9	3.1	1.8
净债务/企业价值	(67.9)	(56.5)	(41.2)	(6.7)	(2.5)	0.8	1.3	0.8
资本支出/折旧%	NM	NM	NM	NM	NM 4.0	NM	177.4	144.8
资本支出/营业收入(%)	6.1	4.5	3.5	6.2	4.6	3.9	2.8	2.2
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	0.3	2.0	2.6	3.5
股息保障倍数 (UBS)	7.2	-	2.3	-	-	5.0	5.0	5.0
股息支付率 (UBS) %	13.8	-	42.6	-	-	20.0	20.0	20.0
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	98,357	105,292	108,925	116,223	121,919	127,565	132,981	138,282
总计 	98,357	105,292	108,925	116,223	121,919	127,565	132,981	138,282
公郊门自新新利海 (Perk 五五)	12/12	42/42	42/44	12/15E	12/16E	40/47	12/18E	12/19E
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	2,998	<b>12/13</b> 138	<b>12/14</b> (1,178)	(619)	109	<b>12/17E</b> 857	12/18E 1,451	2,039
其他				, ,				
总计 资料来源:公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、信	<b>2,998</b>	138 h特殊项目之前的*	(1,178)	(619)	109	857	1,451	2,039

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。

# 中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商www.iztzw.net

#### 预测回报率

 预测股价涨幅
 +10.8%

 预测股息收益率
 +10.8%

 预测股票回报率
 +10.8%

 市场回报率假设
 8.5%

 预测超额回报率
 +2.3%

#### 风险声明

宏观经济风险: 住宅房地产销量大幅下滑, 居民消费能力下降;

行业风险: 竞争环境恶化,竞争对手为扩大市场份额采取长期低价策略;

公司风险: 战略布局方向失误,未及时调整门店及网购布局。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商 www.jztzw.net

# 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	<b>覆盖</b> 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述及内容的限制。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: 廖 欣宇; 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
苏宁云商	002024.SZ	中性	不适用	Rmb12.54	2015年04月16日

资料来源: UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

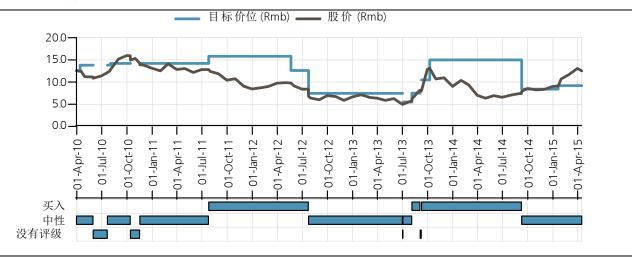
本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级,它们可能会晚于股票定价日期。

www.jztzw.net

**苏宁云商** 2015年4月17日 **盎** UBS 瑞縣 13

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

# 苏宁云商 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 4 月 16 日

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商 www. jztzw. net

# www. jztzw. net 中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

# 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/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 字中摘取数据。

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。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(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表述的观点不一致。

www. iztzw. net

**苏宁云商** 2015 年 4 月 17 日 **盎UBS** 端帳 15

# www. jztzw. net 中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

**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,本文件或任何其它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/<mark>或</mark>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繫。此文件之接收方声明并保證其为依据證券及期货法(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,出版人及发布人。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 融服务捐南的网址为: 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.首尔分行於韩国分发。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)於马来西亚分发。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。

