

沪港通股票

Key Call: 伊利股份

看好公司长期竞争力提升，重申“买入”

业绩基本符合预期

14 年全年，公司收入和利润分别同比增长 13.9% 和 30%。15 年一季度，主营业务收入和净利润分别同比增长 13.8% 和 20.2%，基本符合我们预期。公司在四季度一次性计提辉山乳业投资损益（1.51 亿）和变更低值易耗品会计处理方式（2.62 亿），扣除这两部分并剔除 13 年股权激励行权对所得税的影响（5.66 亿），14 年主业净利润同比增长 73.9%，四季度主业净利润同比增长 48.8%。分配方案：每 10 股转增 10 股，现金红利 8 元，分红收益率 2.08%。

15 年收入驱动因素料将主要来自于产品结构升级和销量增长

我们认为，公司 15 年收入增长将主要来自于产品结构提升和销量增长。（1）液态奶：我们预计，15 年公司液态奶收入同比增长 16%。其中，高端产品占比达到 44.5%，较 14 年上升 2.7 个百分点；由于奶源供应充足，市场促销力度加大，液态奶销量将同比增长 11%；（2）奶粉：我们预计，15 年公司奶粉收入同比增长 9%。其中，高端产品占比达到 71.7%。

盈利能力上应该更加关注 ROE 的提升

我们认为，经过 14 年下半年以及 15 年一季度市场竞争之后，伊利与竞争对手的差距被进一步拉开。14 年公司主营净利率（扣除辉山计提和会计变更影响）为 8.37%，未来净利率料将继续小幅提升。我们认为，随着明星综艺节目的投入以及供应链管理效率的提升，伊利的盈利能力提升将主要体现在 ROE 提升上。我们预计公司 ROE 将从 14 年的 23.8% 提升到 17 年的 29.0%。

估值：重申 Key Call，维持“买入”评级，目标价从 39 元上调至 55 元

我们小幅上调 16-17 年 EPS 预测至 2.19/2.53 元（原 2.13/2.46 元）。我们看好公司长期品类扩张带来市占率持续提升，上调长期收入假设，目标价基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型，（由于市场无风险利率下降，WACC 假设从 6.7% 下调至 6.5%），对应 2015/2016 年 PE 分别为 31x/25x。

Equities

中国
食品加工业

12 个月评级 **买入**
保持不变

12 个月目标价 **Rmb55.00**
之前: Rmb39.00

股价 **Rmb38.50**

路透代码: 600887.SS 彭博代码 600887 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb38.50-20.88
市值	Rmb118 十亿/US\$19.0 十亿
已发行股本	3,064 百万 (ORDA)
流通股比例	72%
日均成交量(千股)	57,942
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb1,770.3
普通股股东权益 (12/15E)	Rmb21.6 十亿
市净率 (12/15E)	5.5x
净债务 / EBITDA	NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/15E	1.77	1.77	0.07
12/16E	2.13	2.19	2.94
12/17E	2.46	2.53	2.90

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	41,991	47,779	54,436	61,846	68,709	75,240	81,358	88,195
息税前利润(UBS)	2,151	2,495	4,437	6,151	7,541	8,696	9,792	10,854
净利润(UBS)	1,717	2,621	4,144	5,433	6,720	7,751	8,706	9,638
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.72	0.86	1.35	1.77	2.19	2.53	2.84	3.15
每股股息(Rmb)	0.22	0.53	0.80	1.08	1.38	1.65	1.91	2.11
现金 / (净债务)	(581)	4,087	5,497	4,988	7,317	10,435	14,327	16,129
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(%)	5.1	5.2	8.2	9.9	11.0	11.6	12.0	12.3
ROIC (EBIT) (%)	34.8	26.0	35.5	40.9	43.5	48.0	53.7	56.6
EV/EBITDA(core)x	11.0	18.1	12.0	14.9	12.2	10.4	9.0	8.0
市盈率(UBS, 稀释后) (x)	19.8	26.7	18.2	21.7	17.6	15.2	13.6	12.2
权益自由现金流(UBS) 收益率 %	(0.6)	2.3	(2.1)	1.9	5.0	6.4	7.8	6.7
净股息收益率(%)	1.5	2.3	3.3	2.8	3.6	4.3	5.0	5.5

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 24 日 22 时 38 分的股价(Rmb38.50)得出；

投资主题

伊利股份

投资理由

我们看好伊利的核心逻辑是:1) 液态奶行业消费升级从 13 年才刚开始, 伊利的中高端产品布局领先竞争对手, 15 年液态奶高档产品的占比有望超过 40% (不包括酸奶); 2) 伊利各板块市占率在不断提高, 逐渐与竞争对手拉开差距; 3) 由于供给充足, 我们估计 15 年原奶价格将下降, 意味着更低的原材料成本。我们认为目前股价 (对应 15 年 22x) 下行风险较小, 基本面不断向好, 且具备管理层与股东利益一致的催化剂, 故将伊利列入 Key Call。我们预测公司 15-17 年 EPS 为 1.77/2.19/2.53 元。我们给予“买入”评级, 基于瑞银 VCAM 现金流贴现模型得到目标价 55 元 (WACC=6.5%), 目标价对应 15/16 年 PE 分别 31x/25x。

乐观情景

我们假设奶粉收入增速快于我们基准预期, 15/16 年收入增速为 20%/20%; 且产品结构升级毛利率改善超预期, 我们估算 15/16 年 EPS 分别为 1.9/2.3 元, 每股估值 63 元, 对应 15 年 33 倍 PE。

悲观情景

我们假设竞争加剧, 费用率提升高于我们基准预期, 导致 15/16 净利率降低为 8.0%/8.5%, 我们估算 15/16 年 EPS 分别是 1.3/1.6 元, 每股估值 32 元, 对应 15 年 25 倍 PE。

近期催化剂

若 15 年半年报超预期将成为正面催化剂。
15 年原奶价格上涨超预期有可能成为负面催化剂。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb55.00

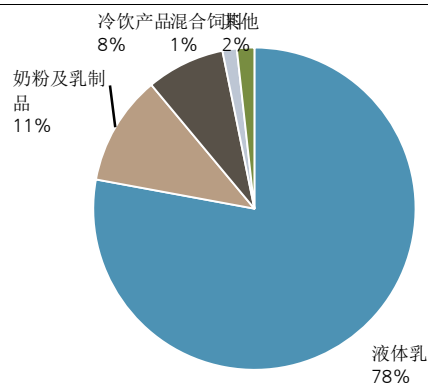
公司简介

伊利股份成立于 1993 年, 专门从事乳品生产, 公司下设液态奶、冷饮、奶粉、酸奶和原奶五大事业部, 所属企业近百个。伊利雪糕、冰淇淋连续十九年产销量居全国第一, 伊利超高温灭菌奶连续多年全国遥遥领先, 公司已成为国内年销售过四百亿仅有的两家奶制品生产企业之一。

行业展望

我们认为, 由于人均消费量 (特别是一二线城市) 基数已经达到较高水平, 液态奶行业收入增速未来将有所放缓。但长期来看, 伴随着城镇化以及二三四线市场消费升级推动, 我们预计液态奶消费升级明显。近几年, QQ 星、金典、特仑苏、莫斯利安等高端明星产品的销售增速要远快于行业增速。国产婴幼儿奶粉龙头企业有望通过“政策背书+母婴渠道优势”实现弯道超车, 市场占有率有望明显提升。

2014 年收入按产品分布 (%)



来源: 公司公告

各类产品毛利分布

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
液体乳	9,684	13,071	16,657	19,458	21,780
冷饮	1,390	1,501	1,501	1,501	1,501
乳制品	2,414	2,743	3,035	3,436	3,961
混合饲料等	208	721	724	728	732
总计	13,696	18,036	21,918	25,124	27,974

来源: 公司公告; 瑞银证券预测

业绩基本符合预期

14 年全年，公司收入 544.4 亿，同比增长 13.9%，净利润 41.4 亿，同比增长 30%，现金回款 610.4 亿，同比增长 8.9%。四季度单季度收入、净利润和现金回款的增速分别为 10.3%、-12.7% 和 3.3%。四季度单季度净利润同比下降主要是因为一次性计提辉山乳业投资损益（1.51 亿）和变更低值易耗品会计处理方式（2.62 亿），扣除这两部分以后并剔除 13 年股权激励行权对所得税的影响（5.66 亿），**14 年全年主业净利润同比增长 73.9%，四季度主业净利润同比增长 48.8%；**

15 年一季度，公司收入、净利润和现金回款分别同比增长 13.8%（主业，扣除金融业务）、20.2% 和 18.5%，基本符合我们预期。**15 年一季度由于产品结构提升，毛利率较去年同期提升 3.6 个百分点，液态奶高端产品占比超过 45%（去年同期 42%）。**由于原奶价格回落，终端渠道竞争激烈，销售费用率和管理费用率分别同比提升 0.5 和 0.6 个百分点。净利率继续小幅提升 0.4% 至 8.7%。

综合整个销售旺季（4Q+1Q），14-15 年旺季（4Q14+1Q15）收入和净利润分别同比增长 12.5% 和 7.6%，毛利率同比提升 5 个百分点，销售费用率和管理费用率分别同比提升 1.9 和 1.5 个百分点。扣除一次性损益（辉山和会计变更），主业净利润同比增长 31.1%，主业净利率为 8.4%，同比提升 1.2 个百分点。

14 年分配方案：10 送 10 股派 8 元，分红收益率在 2.1% 左右。

图表 1: 14 年年报及 15 年一季报业绩分析

	2013A	2014A	YoY	Q413	Q414	YoY	Q114	Q115	YoY	Q413+Q114	Q414+Q115	YoY
收入（百万元）	47,779	54,436	13.9%	11,208	12,367	10.3%	13,110	14,992	14.4%	24,318	27,359	12.5%
毛利率	28.7%	33.1%	4.5pts	26.7%	33.3%	6.6pts	34.1%	37.7%	3.6pts	30.7%	35.7%	5.0pts
销售费用率	17.9%	18.5%	0.6pts	16.4%	19.9%	3.5pts	20.8%	21.2%	0.5pts	18.8%	20.6%	1.9pts
管理费用率	5.0%	5.8%	0.8pts	5.1%	7.8%	2.7pts	4.6%	5.1%	0.6pts	4.8%	6.3%	1.5pts
净利润（百万元）	3,187	4,144	30.0%	672	586	-12.7%	1,084	1,303	20.2%	1,756	1,889	7.6%
净利率	6.7%	7.6%	0.9pts	6.0%	4.7%	-1.3pts	8.3%	8.7%	0.4pts	7.2%	6.9%	-0.3pts
EPS（元）	1.04	1.35	30.0%	0.22	0.19	-12.7%	0.35	0.43	20.2%	0.57	0.62	7.6%
净利润（若调整 14 年一次性投资损益和会计方式变更）	2,621	4,558	73.9%							1,756	2,302	31.1%
调整后净利率	5.5%	8.4%	2.9pts							7.2%	8.4%	1.2pts

来源：公司数据，瑞银证券估算。

15 年收入驱动因素料将主要来自于产品结构升级和销量增长

14 年收入增长归因中，价格提升、销售结构提升以及销量分别占整个收入增长额的 46.7%、38.5% 和 14.9%，价格和产品结构是主要驱动因素。其中：

（1）液体乳：14 年收入 424.1 亿元，同比增加 52.9 亿，同比增长 14.3%，由于价格调整使收入增加 27.3 亿元，因金典、安慕希、畅轻等产品的销售份

额不断提高，带来的产品结构升级而增加收入 18.5 亿元，因销量增长而增加收入 7.0 亿元。（2）奶粉及奶制品：14 年收入 60.1 亿元，同比增加 5.0 亿元，同比增长 9.1%，由于金领冠、托菲尔等产品增长较快，带来的产品结构升级使收入增加 2.7 亿元，因销量增长使收入增加 1.5 亿元，因价格调整而增加收入 0.8 亿元。（3）冷饮：14 年收入 42.8 亿元，同比增加 0.4 亿元，同比增长 1.0%，由于伊利牧场、巧乐兹产品占总收入的比重提高，产品结构调整使收入增加了 2.0 亿元，因销量下降使得收入减少 1.6 亿。

图表 2: 各板块收入增长额占比分析

	价格调整	结构升级	销量
液态奶	52%	35%	13%
奶粉	16%	54%	30%
冷饮	0%	483%	-383%

来源: 公司数据

我们认为，公司 15 年收入增长主要来自于产品结构提升和销量增长。（1）液态奶：我们预计，15 年公司液态奶收入同比增长 16%。其中，金典（包括有机）、儿童奶及儿童奶塑瓶、安慕希等明星单品分别同比增长 26%/22%/180%，高端产品（包括金典、儿童奶、舒化、谷粒多、味可滋、安慕希、畅轻、每益添等）占比达到 44.5%，较 14 年上升 2.7 个百分点。由于奶源供应充足，市场促销力度加大，液态奶销量同比增长 11%；（2）奶粉：我们预计，15 年公司奶粉收入同比增长 9%。其中，珍护、金领冠、托菲尔分别同比增长 15%/15%/300%，高端产品占比达到 71.7%。

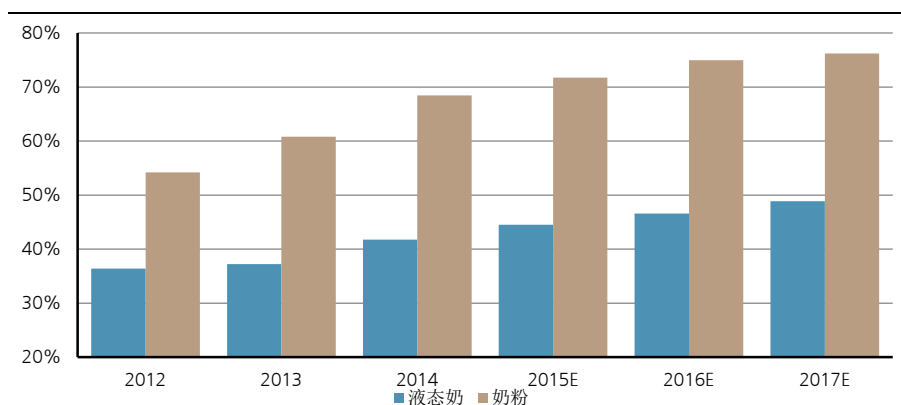
伊利中高端产品市占率有望进一步提升。我们预计：（1）伊利金典（包含金典有机和金典进口）15 年将达到 70 亿收入；（2）儿童奶推出维尼熊塑料装（14 年收入增长 150%）以及两款迪斯尼装以后，15 年合计收入将达到 90 亿左右；（3）安慕希 15 年邀请 Anglababy 作为代言人并推出蓝莓口味，收入将超过 20 亿，16 年将超过 30 亿；（4）低温明星产品（包括每益添和畅轻）14 年增长 100%以上，15 年有望超过 20 亿；（5）奶粉业务 14 年成为国产品牌第一，预计 15 年金领冠（包括珍护）收入合计将超过 30 亿，成为国产奶粉单品第一；（6）后续伊利会逐步进军植物蛋白饮料、豆奶饮料和果汁饮料行业。

图表 3: 明星单品 2015 年销售收入及增速预测

液态奶明星单品	销售收入(百万元)	同比增速
安慕希	2,005	180%
每益添	1,140	50%
畅轻	1,214	50%
金典	6,552	26%
儿童奶	8,931	22%
奶粉明星单品		
托菲尔	400	300%
珍护	461	15%
金领冠	2,717	15%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 4: 高端产品收入占比



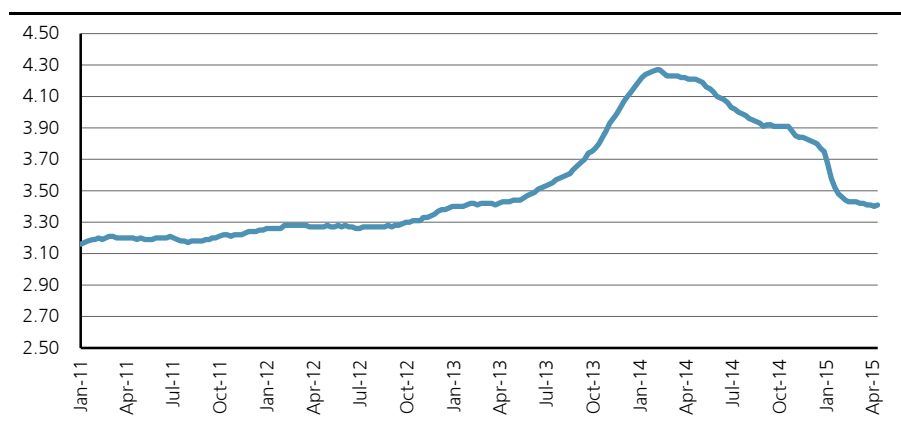
来源: 瑞银证券估算。注: 液态奶数据包括酸奶

盈利能力上应该更加关注 ROE 的提升

未来公司净利率有望继续小幅提升。公司净利率剔除辉山乳业投资损益 (1.51 亿) 和变更低值易耗品会计处理方式 (2.62 亿), 14 年公司主营业务净利率 8.37%, 较 13 年同期 (扣除所得税影响 5.66 亿后为 5.49%) 上升 2.9 个百分点。我们认为, 公司未来净利率将继续小幅提升, 主要来自于:

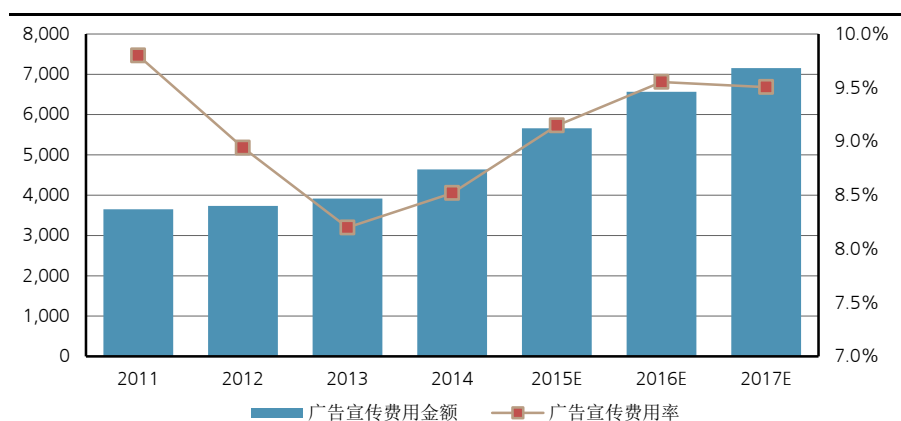
- (1) 全球原奶供给仍然继续增加, 奶价未来 1-2 年仍然将处于相对较弱的走势;
- (2) 公司边际收入主要来自于毛利率和净利率相对较高的中高档产品;
- (3) 规模效应导致广告费用率上升的空间不大。

图表 5: 中国原奶价格走势（元/千克）



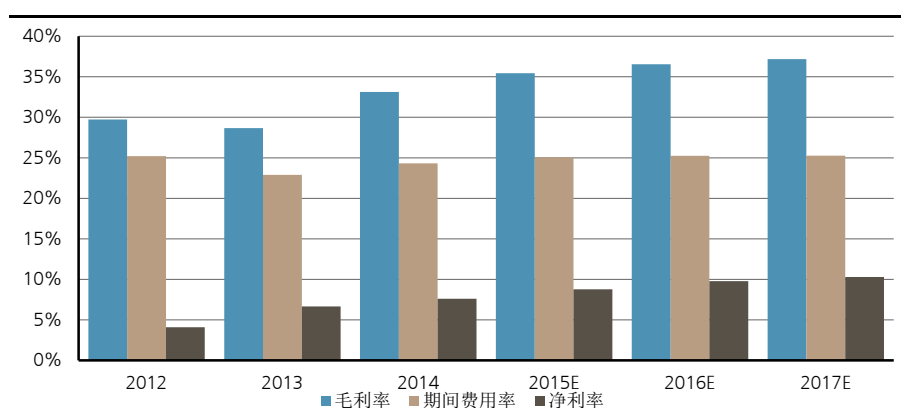
来源: CEIC

图表 6: 伊利广告宣传费用上升空间不大（单位：百万元）



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 7: 伊利未来毛利率、费用率和净利率测算

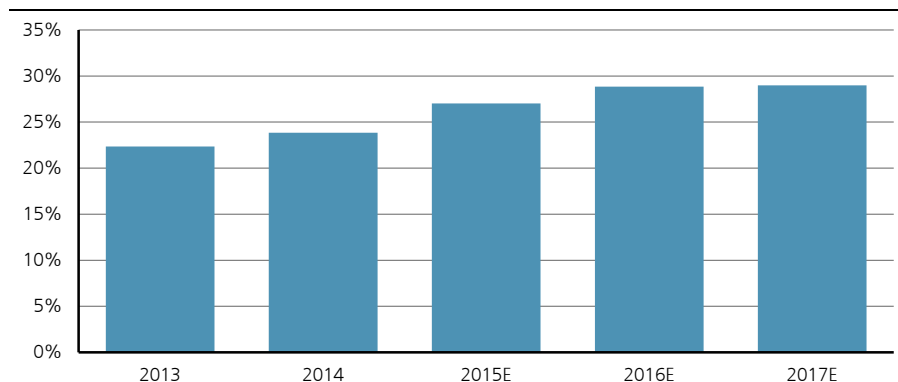


来源: 公司数据, 瑞银证券估算

我们认为, 经过 14 年下半年以及 15 年一季度市场竞争之后, 伊利与竞争对手的差距被进一步拉开, 伊利的盈利能力提升主要体现在 ROE 提升上: (1)

广告宣传和产品定位方面：伊利基本上垄断了国内三个最火的综艺节目（金典最强大脑、QQ 星爸爸去哪和安慕希跑男）。（3）供应链管理上：伊利从三聚氰胺事件以后就开始进行供应链周转率改造，渠道周转天数从 60 天下降到 45 天再下降到 30 天，基本上接近纯快销品的渠道周转速度。

图表 8: 伊利 ROE 水平有望持续提升



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

盈利预测和目标价调整

我们维持 15 年盈利预测, 小幅上调 16-17 年毛利率假设, 由此上调 16-17 年 EPS 预测至 2.19/2.53 元 (原 2.13/2.46 元)。我们看好公司长期品类扩张, 市占率持续提升, 上调长期收入假设, 目标价 55 元基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型, (由于市场无风险利率下降, WACC 从 6.7% 下调至 6.5%), 对应 2015/2016 年 PE 分别为 31x/25x, 维持“买入”。

图表 9: 盈利预测调整

	目前预测			之前预测		
	15E	16E	17E	15E	16E	17E
收入 (百万元)	61,846	68,709	75,240	61,229	68,083	74,700
YoY	13.6%	11.1%	9.5%	13.9%	11.2%	9.7%
毛利率	35.4%	36.6%	37.2%	34.9%	36.1%	36.7%
销售费用率	19.0%	19.2%	19.1%	18.8%	19.0%	18.9%
管理费用率	6.1%	6.0%	6.2%	6.0%	5.9%	6.1%
净利润 (百万元)	5,433	6,720	7,751	5,429	6,528	7,532
YoY	31.1%	23.7%	15.3%	25.6%	20.2%	15.4%
净利润率	8.8%	9.8%	10.3%	8.9%	9.6%	10.1%
EPS (元)	1.77	2.19	2.53	1.77	2.13	2.46

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

图表 10: VCam table

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	6,151	7,541	8,696	9,792	10,854	12,612	12,910	13,116	13,215	13,189
折旧及摊销*	1,393	1,610	1,780	1,920	2,044	2,134	2,316	2,507	2,707	2,916
资本支出	(3,989)	(3,000)	(2,500)	(2,000)	(2,000)	(2,910)	(2,981)	(3,031)	(3,057)	(3,054)
运营资本变动	(822)	283	288	269	(2,086)	(221)	181	195	209	223
所得税 (营运)	(810)	(990)	(1,139)	(1,281)	(1,418)	(1,892)	(1,936)	(1,967)	(1,982)	(1,978)
其他	(296)	(275)	(261)	(245)	(273)	(1,323)	(1,443)	(1,570)	(1,705)	(1,847)
自由现金流	1,626	5,170	6,864	8,455	7,120	8,400	9,046	9,248	9,386	9,449
增长		217.9%	32.8%	23.2%	-15.8%	18.0%	7.7%	2.2%	1.5%	0.7%

估值	
明计现金流现值	90,742
期末价值 (第 20 年) 现值	68,804
企业价值	159,546
占永续价值百分比	43%
联营公司及其他	558
-少数股东权益	197
现金盈余**	11,494
-债务***	8,432
权益价值	162,969
已发行股数 [m]	3,064.4
每股权益价值 (Rmb/股)	53.20
权益成本	6.5%
股息收益率	3.1%
1年期目标价 (Rmb/股)	55.00

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	9.0%	6.0%	5.0%
息税前利润率	9.5%	7.2%	6.2%
资本支出/销售收入	2.2%	2.1%	2.0%
投资资本回报率	34.0%	29.1%	15.8%

估值对应指标			
财年	2015E	2016E	1年期预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	21.1x	17.4x	19.8x
企业价值 / 息税前利润	25.9x	21.2x	24.2x
自由现金流收益率	1.0%	3.2%	1.7%
市盈率 (现值)	30.0x	24.3x	27.9x
市盈率 (目标)	31.1x	25.1x	28.9x

加权平均资本成本	
无风险利	3.50%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.60
债务/权益比	7.1%
边际税率	25.0%
权益成本	6.5%
债务成本	6.8%
WACC	6.5%

期末假设值	
VCH (年数)	20
对应的自由现金流增长	3.8%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	10.0x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

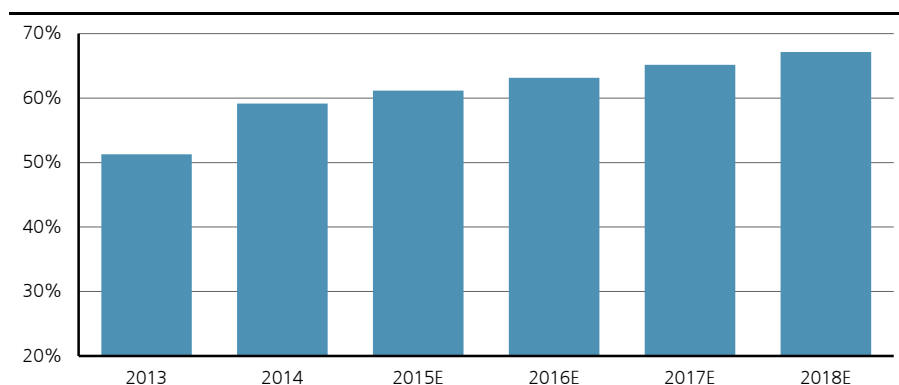
** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场/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

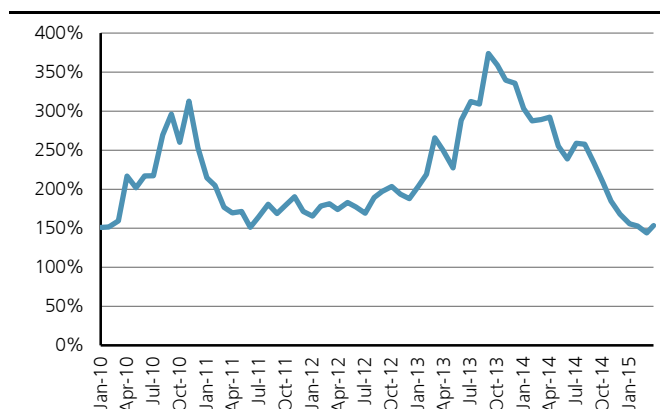
我们认为, 随着 ROE 持续提升, 以及分红率的提高, 伊利的估值有望继续提升。从相对估值角度: 1) 伊利相对于大盘和食品饮料, 估值倍数仍处于低位; 2) 对比可比公司, 伊利 15/16 年 PE 倍数为 22/18 倍, 仍相对较低 (可比公司平均 23/20 倍), PEG 为 1.2x, 远低于可比公司水平 (3.1x), ROE 为 23.8%, 高于可比公司水平 (平均 10.5%), 估值仍具备吸引力。

图表 11: 伊利分红率有望持续提升



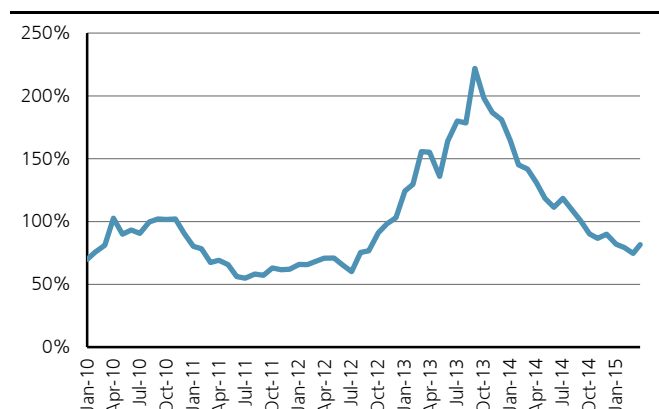
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 12: 伊利估值倍数相对沪深 300 整体估值倍数比例



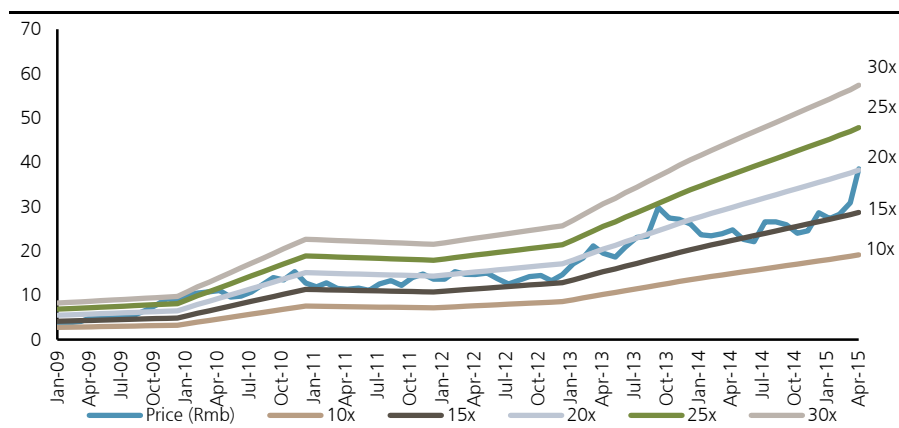
来源: Wind, 瑞银证券估算

图表 13: 伊利估值倍数相对食品饮料行业整体估值倍数比例



来源: Wind, 瑞银证券估算

图表 14: PE band



来源: Wind, 瑞银证券估算

图表 15: 乳制品国际估值比较

	Bloomberg	Mkt cap	Share	CY PE			P/S	PEG	EV/EBITDA	ROE	Div Yld	P/BV
	Code	(US\$ m)	price(LC)	14E	15E	16E	14E	14E	14E	14E	14E	13
Nestle	NESN VX	251,437	74.50	22.1x	21.9x	20.5x	2.6x	5.8x	14.6x	18.2%	3.0%	3.7x
Danone	BN FP	46,799	66.98	25.6x	22.6x	20.6x	1.9x	2.2x	15.1x	13.6%	2.2%	3.2x
Dean foods	DF US	1,583	16.83	NA	21.9x	16.9x	0.2x	NA	12.3x	-1.2%	1.7%	2.0x
蒙牛乳业	2319 HK	10,852	42.90	31.9x	24.7x	21.1x	1.3x	1.4x	17.0x	11.6%	0.7%	4.5x
平均				26.5x	22.8x	19.8x	1.5x	3.1x	14.8x	10.5%	1.9%	3.4x
伊利股份*	600887 CH	19,054	38.50	27.3x	21.7x	17.6x	1.9x	1.2x	12.0x	23.8%	3.3%	4.3x

来源: Bloomberg, 瑞银证券估算, 注: 以上数据为 2015 年 4 月 24 日收盘价。*为瑞银证券估算, 其余采用市场一致预期。

伊利股份 (600887.SS)

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	41,991	47,779	54,436	61,846	13.6	68,709	11.1	75,240	81,358	88,195
毛利	12,486	13,696	18,036	21,918	21.5	25,124	14.6	27,974	30,654	33,506
息税折旧摊销前利润(UBS)	3,031	3,617	5,860	7,544	28.7	9,151	21.3	10,477	11,712	12,897
折旧和摊销	(880)	(1,123)	(1,423)	(1,393)	-2.1	(1,610)	15.6	(1,780)	(1,920)	(2,044)
息税前利润(UBS)	2,151	2,495	4,437	6,151	38.6	7,541	22.6	8,696	9,792	10,854
联营及投资收益	27	131	108	108	0.0	108	0.0	108	108	108
其他非营业利润	(41)	401	396	396	0.0	460	16.1	480	480	480
净利息	(49)	33	(155)	(382)	-146.9	(349)	8.7	(334)	(326)	(312)
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	2,087	3,060	4,786	6,273	31.1	7,760	23.7	8,950	10,053	11,129
税项	(351)	(425)	(619)	(812)	-31.1	(1,004)	-23.7	(1,158)	(1,301)	(1,440)
税后利润	1,736	2,635	4,167	5,461	31.1	6,756	23.7	7,792	8,752	9,689
优先股股息及少数股权	(19)	(14)	(22)	(29)	-28.5	(36)	-26.1	(41)	(47)	(51)
非常项目	0	566	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	1,717	3,187	4,144	5,433	31.1	6,720	23.7	7,751	8,706	9,638
净利润 (UBS)	1,717	2,621	4,144	5,433	31.1	6,720	23.7	7,751	8,706	9,638
税率(%)	16.8	13.9	12.9	12.9	0.0	12.9	0.0	12.9	12.9	12.9
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)	0.72	0.86	1.35	1.77	31.1	2.19	23.7	2.53	2.84	3.15
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.72	1.04	1.35	1.77	31.1	2.19	23.7	2.53	2.84	3.15
每股收益 (UBS, 基本)	0.72	0.86	1.35	1.77	31.1	2.19	23.7	2.53	2.84	3.15
每股股息净值(Rmb)	0.22	0.53	0.80	1.08	35.5	1.38	27.7	1.65	1.91	2.11
每股账面价值	3.06	5.26	6.08	7.05	15.9	8.16	15.7	9.30	10.49	11.73
平均股数(稀释后)	2,397.98	3,064.35	3,064.35	3,064.35	0.0	3,064.35	0.0	3,064.35	3,064.35	3,064.35
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	2,004	8,173	14,273	12,692	-11.1	14,021	10.5	16,139	19,031	19,833
其他流动资产	4,579	8,294	6,728	7,276	8.1	7,844	7.8	8,412	8,943	9,555
流动资产总额	6,583	16,467	21,001	19,969	-4.9	21,865	9.5	24,551	27,973	29,388
有形固定资产净值	11,758	13,175	15,372	17,959	16.8	19,366	7.8	20,103	20,203	20,178
无形固定资产净值	832	923	941	911	-3.2	892	-2.1	872	853	834
投资/其他资产	1,290	2,312	2,180	2,180	0.0	2,180	0.0	2,180	2,180	2,180
总资产	20,463	32,877	39,494	41,018	3.9	44,303	8.0	47,707	51,209	52,579
应付账款和其他短期负债	9,545	11,431	10,685	10,300	-3.6	11,151	8.3	12,007	12,806	11,333
短期债务	2,580	4,086	8,072	7,000	-13.28	6,000	-14.29	5,000	4,000	3,000
流动负债总额	12,126	15,517	18,757	17,300	-7.8	17,151	-0.9	17,007	16,806	14,333
长期债务	5	0	704	704	0.0	704	0.0	704	704	704
其它长期负债	808	1,047	1,212	1,205	-0.6	1,205	0.0	1,205	1,205	1,205
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	12,938	16,565	20,673	19,210	-7.1	19,060	-0.8	18,916	18,716	16,243
普通股股东权益	7,335	16,125	18,634	21,593	15.9	24,990	15.7	28,498	32,154	35,946
少数股东权益	190	188	188	216	15.2	252	16.7	293	340	391
负债和权益总计	20,463	32,877	39,494	41,018	3.9	44,303	8.0	47,707	51,209	52,579
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)	1,717	3,187	4,144	5,433	31.1	6,720	23.7	7,751	8,706	9,638
折旧和摊销	880	1,123	1,423	1,393	-2.1	1,610	15.6	1,780	1,920	2,044
营运资本变动净值	(383)	(1,829)	819	(932)	-	283	-	288	269	(2,086)
其他营业性现金流	696	2,313	(4,025)	376	-	279	-25.7	269	265	256
经营性现金流	2,910	4,794	2,362	6,269	165.5	8,892	41.8	10,088	11,160	9,853
有形资本支出	(3,102)	(3,241)	(3,946)	(3,989)	-1.1	(3,000)	24.8	(2,500)	(2,000)	(2,000)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	24	59	15	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	21	(3,072)	2,933	108	-	108	-	108	108	108
投资性现金流	(3,057)	(6,254)	(999)	(3,882)	-288.7	(2,892)	25.5	(2,392)	(1,892)	(1,892)
已付股息	(400)	(524)	(1,634)	(2,451)	-50.0	(3,322)	-35.5	(4,244)	(5,050)	(5,846)
股份发行/回购	0	6,118	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(90)	(3,666)	(5,044)	(445)	91.19	(349)	21.50	(334)	(326)	(312)
债务及优先股变化	(415)	1,501	4,690	(1,072)	-	(1,000)	6.72	(1,000)	(1,000)	(1,000)
融资性现金流	(905)	3,430	(1,989)	(3,968)	-99.5	(4,671)	-17.7	(5,578)	(6,376)	(7,158)
现金流量中现金的增加/(减少)	(1,052)	1,969	(626)	(1,580)	-152.6	1,328	-	2,119	2,891	802
外汇/非现金项目	(865)	4,200	6,725	0	-100.0	0	300.0	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(1,917)	6,169	6,099	(1,580)	-	1,328	-	2,119	2,891	802

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。

伊利股份 (600887.SS)

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)	19.8	22.0	18.2	21.7	17.6	15.2	13.6	12.2
市盈率 (UBS, 稀释后)	19.8	26.7	18.2	21.7	17.6	15.2	13.6	12.2
股价/每股现金收益	13.1	18.7	13.5	17.3	14.2	12.4	11.1	10.1
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(0.6)	2.3	(2.1)	1.9	5.0	6.4	7.8	6.7
净股息收益率(%)	1.5	2.3	3.3	2.8	3.6	4.3	5.0	5.5
市净率	4.6	4.3	4.0	5.5	4.7	4.1	3.7	3.3
企业价值/营业收入(核心)	0.8	1.4	1.3	1.8	1.6	1.4	1.3	1.2
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	11.0	18.1	12.0	14.9	12.2	10.4	9.0	8.0
企业价值/息税前利润(核心)	15.5	26.2	15.8	18.3	14.8	12.5	10.8	9.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	15.5	25.9	15.7	18.2	14.7	12.5	10.7	9.5
企业价值/运营投入资本	5.4	6.8	5.6	7.5	6.4	6.0	5.8	5.4
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	33,981	67,445	75,301	117,978	117,978	117,978	117,978	117,978
净债务 (现金)	(170)	(1,753)	(4,792)	(5,243)	(6,153)	(8,876)	(12,381)	(15,228)
少数股东权益	190	188	188	216	252	293	340	391
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	34,001	65,880	70,697	112,952	112,078	109,395	105,937	103,141
非核心资产	(568)	(558)	(558)	(558)	(558)	(558)	(558)	(26)
核心企业价值	33,433	65,321	70,139	112,394	111,520	108,837	105,379	103,116
增长率(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	12.7	13.8	13.9	13.6	11.1	9.5	8.1	8.4
息税折旧摊销前利润(UBS)	26.0	19.4	62.0	28.7	21.3	14.5	11.8	10.1
息税前利润(UBS)	26.8	16.0	77.9	38.6	22.6	15.3	12.6	10.8
每股收益(UBS 稀释后)	-5.1	19.5	58.1	31.1	23.7	15.3	12.3	10.7
每股股息净值	31.1	144.1	50.0	35.5	27.7	19.0	15.8	10.7
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	29.7	28.7	33.1	35.4	36.6	37.2	37.7	38.0
息税折旧摊销前利润率	7.2	7.6	10.8	12.2	13.3	13.9	14.4	14.6
息税前利润率	5.1	5.2	8.2	9.9	11.0	11.6	12.0	12.3
净利 (UBS) 率	4.1	5.5	7.6	8.8	9.8	10.3	10.7	10.9
ROIC (EBIT)	34.8	26.0	35.5	40.9	43.5	48.0	53.7	56.6
税后投资资本回报率	28.9	22.2	30.8	35.5	37.8	41.7	46.7	49.2
净股东权益回报率(UBS)	25.7	22.3	23.8	27.0	28.9	29.0	28.7	28.3
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	0.2	(1.1)	(0.9)	(0.7)	(0.8)	(1.0)	(1.2)	(1.3)
净债务/总权益 %	7.7	(25.1)	(29.2)	(22.9)	(29.0)	(36.2)	(44.1)	(44.4)
净债务/ (净债务 + 总权益) %	7.2	(33.4)	(41.3)	(29.7)	(40.8)	(56.9)	(78.9)	(79.8)
净债务/企业价值	1.7	(6.3)	(7.8)	(4.4)	(6.6)	(9.6)	(13.6)	(15.6)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	188.6	142.0	105.2	98.8
资本支出/营业收入(%)	7.4	6.8	7.2	6.5	4.4	3.3	2.5	2.3
息税前利润/净利息	43.8	NM	28.6	16.1	21.6	26.0	30.0	34.7
股息保障倍数 (UBS)	3.3	1.6	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5
股息支付率 (UBS) %	30.5	62.3	59.1	61.1	63.1	65.1	67.2	67.2
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	41,991	47,779	-	-	-	-	-	-
总计	41,991	47,779	-	-	-	-	-	-
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	2,151	2,495	-	-	-	-	-	-
总计	2,151	2,495	-	-	-	-	-	-

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	+42.9%
预测股息收益率	2.8%
预测股票回报率	+45.7%
市场回报率假设	8.5%
预测超额回报率	+37.2%

风险声明

我们认为公司的下行风险主要包括：对外部风险的反应非常敏感。不利的经济环境可能会制约该行业的发展，尤其是 SARS、疯牛病等疾病的爆发和政府政策可能会给该行业的发展带来全面的或地方性风险；食品安全风险；原材料涨价可能压缩公司利润。

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：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
伊利股份 ¹³	600887.SS	买入	不适用	Rmb38.50	2015 年 04 月 24 日

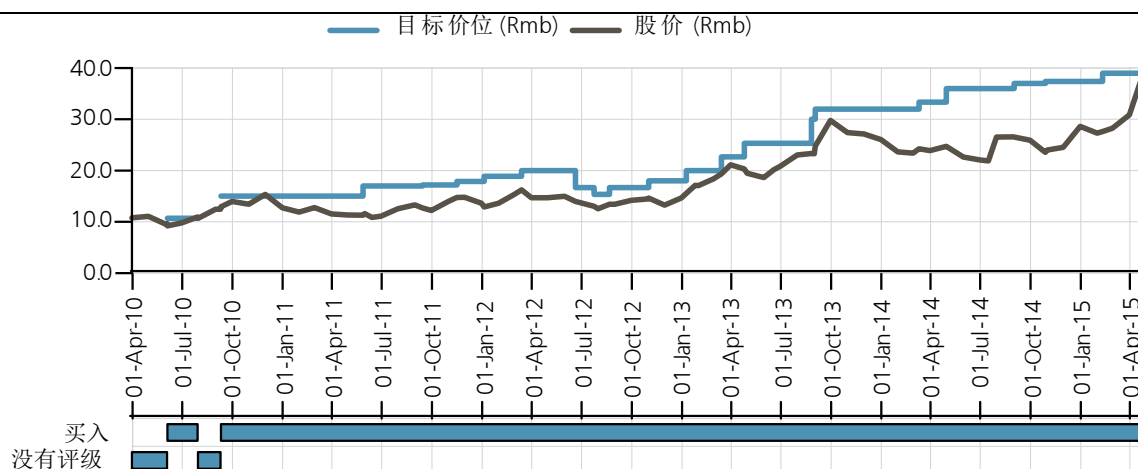
资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

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。

13. 截至上月末（如果该报告的日期为最近一个月月末后的 10 日之内的某一天，则为之前月的月末），UBS AG、其关联单位或分支机构是该公司某类普通股证券 1%或更多的权益所有者。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

伊利股份 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银)；截止至 2015 年 4 月 24 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。

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，本文件也将被视为同 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 (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 分发。由波兰金融监管局（Polish Financial Supervision Authority）监管。如果 UBS Limited (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 分析师对本报告作出了贡献，本报告也将视为由 UBS Limited (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział 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，本文件也将被视为同 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物体或元素。© 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。

