

沪股通股票

中国太保

产品结构改善驱动新业务价值强劲增长

2015.1H 新业务价值提升 38.2%，投资驱动净利润同比+64.9%

太保 2015 年上半年净利润同比+64.9%至 113 亿元，和业绩预告一致，相当于我们全年预测 79%及市场一致预期 73%。新业务价值同比+38.2%至 72 亿元。报告期内财险业务综合成本率 99.5%，与 2014 年上半年持平。集团和寿险内含价值分别同比+13.2%和+13.9%。每股净资产+20.9%至 14.19 元。偿付能力从上年同期 280%升至 295%。

财险：综合成本率仍然落后于同业

2015.1H 公司财险综合成本率 99.5%。同期平安和人保财险的综合成本率分别为 93.6%和 94.7%。财险保费同比+0.4%至 484 亿元。车险保费同比+0.3%显示太保正积极放弃不赚钱的车险份额以提升收益率。太保车险综合成本率同比改善 1.6ppt 至 98.4%。但由于长尾业务准备金增加，物业险、责任险、事故险和货物险的综合成本率分别恶化至 107.6%、117.8%和 108.0%。考虑到市场竞争加剧，我们认为 2015 年是太保较为艰难的一年，2015、16 年综合成本率或将维持在 100%以上。

寿险：产品结构调整促使首年保费收入提升

新业务价值同比+38.2%，表现强劲。首年保费同比+3.8%至 625 亿元，结构进一步优化。其中期缴同比+32.5%，趸缴同比降 54.2%；个人渠道同比+33.6%、占集团新业务价值 95%，团险和法人渠道同比降 53.1%、占新业务价值比同比降 27.7%。营销员人数较 2014 年末+20.6%，但是人均首年保费同比仅+3.6%。我们预期公司强大的执行力有益于未来寿险业务的升级。

估值：下调目标价至 34.26 元，维持"买入"评级

考虑到经济环境不佳及 A 股活跃度回落，我们将贴现率由 12%上调至 14.5%，将估值溢价率由 25%下调至 0。基于 STOP 模型我们将公司目标价由 48.45 元下调至 34.26 元。新目标价对应 2015 年 1.54x P/EV 或 10.9x 新业务价值倍数。

Equities

中国
保险（全牌照）

12 个月评级	买入
	保持不变
12 个月目标价	Rmb34.26
	之前: Rmb48.45
股价	Rmb22.30
路透代码: 601601.SS 彭博代码 601601 CH	
交易数据和主要指标	
52 周股价波动范围	Rmb36.96-18.73
市值	Rmb202 十亿/US\$31.6 十亿
已发行股本	9,062 百万 (ORDA)
流通股比例	45%
日均成交量(千股)	87,348
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb2,568.6
普通股股东权益 (12/15E)	Rmb127 十亿
市净率 (12/15E)	1.6x
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	
	UBS 市场预测
12/15E	1.58 1.66
12/16E	1.72 1.92
12/17E	1.78 2.21

崔晓雁
分析师

S1460513100002
xiaoyan.cui@ubssecurities.com
+86-213-866 8871

Highlights (Rmb)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
每股收益(本地会计准则，稀释后)	0.59	1.02	1.22	1.58	1.72	1.78	1.97	1.99
EPS (UBS, diluted)	0.59	1.02	1.22	1.58	1.72	1.78	1.97	1.99
Emb value EPS (UBS)	1.61	1.71	2.28	2.43	2.69	2.90	2.96	3.02
Emb value per share (UBS)	14.93	15.93	18.90	22.29	26.08	27.38	28.75	30.19
每股股息 (Rmb)	0.35	0.40	0.50	0.55	0.60	0.62	0.69	0.70
TNAV per share (UBS)	10.43	10.71	12.72	13.83	15.03	16.24	17.63	18.96
盈利能力和估值	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
P/E (local GAAP, diluted) x	34.6	18.1	15.4	14.1	12.9	12.5	11.3	11.2
P/Emb value EPS (UBS) x	12.7	10.8	8.2	9.2	8.3	7.7	7.5	7.4
P/EV per share (UBS) x	1.4	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
RoEV (UBS) %	17.5	17.0	18.6	16.0	15.0	14.6	14.2	13.8
Return on TNAV (UBS) %	5.4	9.5	9.6	11.4	11.5	11.0	11.2	10.5
净股息收益率(%)	1.7	2.2	2.7	2.5	2.7	2.8	3.1	3.1

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 08 月 28 日 22 时 38 分的股价(Rmb22.30)得出；

投资主题

中国太保

投资理由

我们认为，公司资本实力处于行业领先地位，更易抵抗资本市场下跌、更能支持业务转型。展望未来，我们继续看好公司寿险新业务价值良好增长、资管业务高于同业净投资收益率和稳健投资策略，但财险综合成本率恶化值得关注。公司战略定位清晰、坚持可持续价值增长，考虑到公司资本实力最为领先、新业务价值增速持续多年超越主要同业、估值水平具备明显优势，我们给予“买入”评级。

乐观情景

我们假定中国太保加速产品结构调整，并且我们对公司新业务价值增速更为有信心，我们假定 2015-17 年新业务价值增速为 18%/16%/13%，在此情形下，我们估算每股估值可能达到 49.01 元。

悲观情景

悲观情境下，我们假定监管政策不确定性放大，中国太保分销渠道改革放缓，我们假设新业务价值增速为 5%/4%/4%，并假设由于主要城市激烈的价格战，2015/16 年综合成本率为 101.0%，则我们估算每股估值可能为 24.56 元。

近期催化剂

随着产品结构逐步改善，新业务价值增速有望继续高速增长；资本市场好转，公司投资收益率有望大幅超出精算假设的投资收益率，对公司是正面催化剂；任何可能的巨灾赔付对公司将是负面催化剂。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb34.26

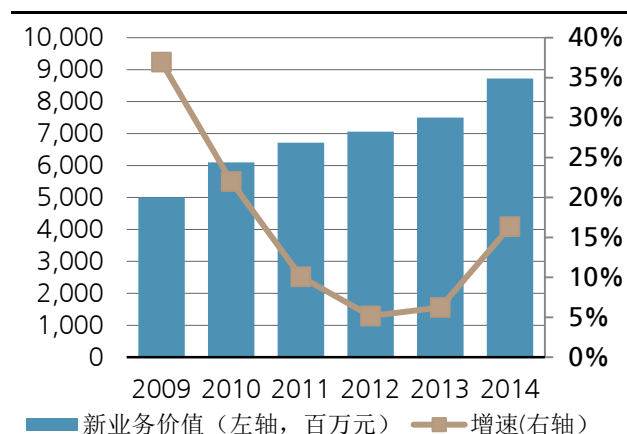
公司简介

中国太平洋保险（集团）股份有限公司是在 1991 年 5 月 13 日成立的中国太平洋保险公司的基础上组建而成的保险集团公司。它是中国第一家全国性股份制综合商业保险公司。作为一家国内领先的综合保险公司，太平洋保险旗下拥有寿险、财险及资产管理业务。以签单保费总额计，太平洋保险的寿险和财险业务 2004 年以来一直位居行业前三名。

行业展望

中国寿险业正经历长期产品结构和渠道变革。我们预计银保渠道销售新规中长期内将驱动银保渠道价值大幅提升。我们认为产品差异化增加、渠道变革、政策逐步放开将驱动寿险中期的恢复，看好太保寿险新业务价值增速将持续保持行业领先；财险行业竞争加剧，我们预计财险业综合成本率继续缓慢上升，太保财险的业务策略将更加偏向承保盈利，转型仍需时日。

新业务增速对比



来源: 公司数据

中国太保财险综合成本率对比

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
费用率	33.5%	35.8%	32.6%	32.7%	33.3%
赔付率	66.0%	68.0%	67.6%	67.5%	67.5%
综合成本率	99.5%	103.8%	100.2%	100.2%	100.8%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

估值

我们基于 STOP 模型得出公司目标价 34.26 元，较之前下调 29.3%。新目标价对应 2015 年 1.54x P/EV 或 10.9x 新业务价值倍数。调整包括：

- 考虑到 A 股活跃度回落，我们将估值溢价率由 25% 下调至 0。
- 考虑到经济环境不佳，我们将贴现率由 12% 上调至 14.5%。

图表 1:中国太保目标价推导

基于内含价值营运利润的 DCF 估值（百万元）	2015E	2016E	2017E
内含价值营运利润	22,003	24,361	26,753
风险贴现率	14.5%		
永续增长率	4.0%		
内含价值营运利润未来 3 年现值*	22,003	21,276	20,406
终值的贴现值@14.5%			194,345
寿险业务估值 @14.5% (1)			258,030
非寿险业务估值(2)			52,390
集团估值 (3) = (1) + (2)			310,420
加权股本数（百万）			9,062
每股估值（人民币元）			34.26

来源: 瑞银证券估算

图表 2:中国太保内含价值变动分析（百万元）

内含价值变动分析	2013	2014	2015E	2016E	2017E
调整后净资产（寿险业务）	35,371	33,791	50,386	59,955	70,549
有效业务价值	49,895	63,507	75,351	85,298	96,438
期初内含价值	85,268	97,298	125,737	149,616	176,054
新业务价值	7,499	8,725	9,947	11,140	12,143
预期内含价值回报	9,079	10,373	12,056	13,221	14,167
经营经营差异	499	292			
运营假设变动	-1,586	-1,194			
内含价值利润					
酬金变动差异		2,494			
内含价值运营利润	15,491	20,690	22,003	24,361	26,753
投资回报差异	-3,099	6,165			
经济假设变动差异	2,362				
其他非经营差异	-807				
内含价值利润总额	13,947	26,855	22,003	24,361	26,753
资本/股息变化	-1,976	1,764	1,876	2,077	2,281
汇率变动及其他因素的影响	59	-178			
期末内含价值（寿险业务）	97,298	125,737	149,616	176,054	205,088

来源: 公司数据, 瑞银数据估算

2015.1H 业绩概述

中国太保 2015 上半净利润同比增+64.9%达到 113 亿元，和业绩快报基本一致，相当于我们 2015 年全年盈利预测的 79% 以及市场一致预期的 73%。净

利润的大幅增长主要受益于投资性收入（增加 1.2 倍） 寿险的新业务价值增长达到 38.2%，2015 上半年的非寿险业务的综合成本率为 99.5%，和上年同期的 99.5%基本一致。

内含价值和投资：集团内含价值同比+13.2%达到 1939 亿元，每股净收益同比+9.8%达到 14.19 元，得益于良好的投资表现。报告期内投资收入增加 1.2 倍至 135 亿元。净投资收益率为 4.9%（2014 上半年为 4.9%），总投资收益率为 6.6%（2014 上半年为 4.4%）。

偿付能力和融资：2015 年 6 月 15 日，集团偿付能力充足率为 295%（2014 年年底为 280%），其中寿险的偿付能力充足率 225%（2014 年年底为 218%），而同期财险偿付能力充足率为 201%（2014 年年底为 177%）。

寿险：新业务价值同比增长 38.2%，首年保费收入结构持续调整，个险渠道首年保费增加同比 33.6%，而团险和银保渠道首年保费同比下降 53.1%。期缴保费同比增加 32.5%，而趸缴首年保费下滑 54.2%，产品结构调整初显成效。

营销员人数同比+29.7%达到 41.5 万人，但是人均首年保费同比仅提升 3.6%至 5928 元/人。

13 个月保单继续率从 2014 年上半年的 90.6%略微升至 90.9%；25 个月的保单继续率从 2014 年上半年的 86.4 升至 86.7%。

非寿险：2015 年上半年签单保费总额为 484 亿元，与上年同期基本保持一致。2015 上半年非寿险业务总签单保费中，来自交叉销售，电销和网销贡献率同比增长了 14.7%，占报告期内总签单保费的 21.7%。2015 年上半年综合成本率为 99.5%，和 2014 年的 99.5%保持一致。

图表 3: 中国太保 12 个月动态股价的内含价值倍数



来源: 瑞银证券估算

预测回报率

预测股价涨幅	+53.6%
预测股息收益率	2.5%
预测股票回报率	+56.1%
市场回报率假设	8.6%
预测超额回报率	+47.5%

风险声明

投资中国太保可能面临的风险包括：（1）经济与政策风险，监管当局改变对资本金或者偿付能力额度的要求；（2）长时间的经济增速放缓，可能减少对保险的需求；（3）巨灾风险；（4）偿付能力不足的风险；（5）投资风险和资产负债匹配错配的风险；（6）渠道及产品风险；（7）保险准备金提取不足的风险等。

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%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	32%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	13%	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 06 月 30 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：崔晓雁。

涉及报告中提及的公司的披露

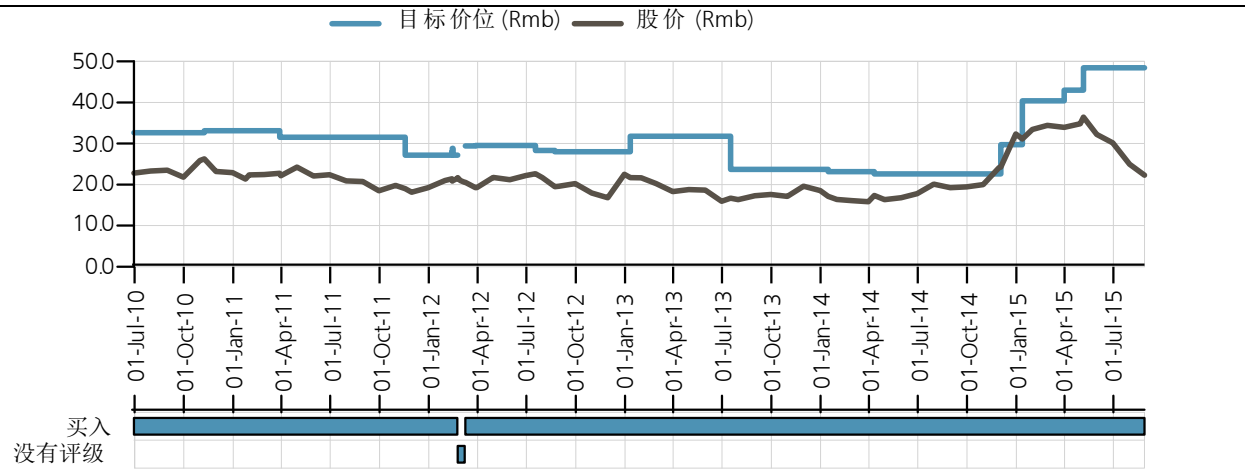
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
中国太保	601601.SS	买入	不适用	Rmb22.30	2015 年 08 月 28 日

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。

中国太保 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 8 月 28 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下述情形之任何地区、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) Oddział 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) 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 (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) 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/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 和 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。UBS Securities India Private Ltd 提供券商服务，SEBI 注册号为：NSE 资本市场-INB230951431，NSE 期货与期权-INF230951431，NSE 货币衍生产品-INE230951431，BSE 资本市场-INB010951437；商业银行服务，SEBI 注册号为：INM000010809；以及研究服务。瑞银集团、其关联机构、或子公司可能持有本报告所涉及印度公司的债券或其他证券。在过去的 12 个月里，瑞银集团、其关联机构或子公司可能在对该印度公司的非投资银行证券相关业务和/或非证券业务中取得过报酬。在本研究报告发布前的 12 个月里，该印度公司可能是瑞银集团、其关联机构、或子公司投资银行业务和/或非投资银行证券相关业务和/或非证券业务客户。关联机构信息请参见瑞银集团年报，链接为：http://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html

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。

