

TCL 集团

汇兑损失拖累前三季度业绩

业绩低于预期，主要由于人民币汇率损失

公司前三季度实现营业收入 741 亿元，同比增长 7.08%；实现归母净利润 20.6 亿元，同比下降 6.97%，其中扣非后净利润同比增长 5.87%；EPS 0.178 元，低于之前市场和我们的预期。前三季度集团净利润同比下滑主要由于：（1）人民币兑美元汇率损失；（2）面板价格走低，影响华星光电营收。

面板价格下降，华星光电收入下滑

液晶面板是净利润的主要来源，华星光电前三季度销售 127 亿元，同比下降 1.75%，盈利 17.91 亿元，同比增长 5.7%。面板价格自今年年初以来持续下跌，带来收入下滑，但产能稼动率和产品综合良率的提升保障了华星光电的盈利增长。公司管理层表示，T2 目前 5.2 万片产能，预计 10 月将满产，同时良率达到 92%；3 季度 T2 计提了部分折旧，预计 4 季度将全部计提。我们估计满产后 4 季度将拉升收入增长，但利润率提高仍然依赖于面板价格好转。

多媒体业务出现亏损，通讯业务盈利能力稳健

前三季度 TCL 多媒体销售 194.9 亿元，同比增加 4.17%，但由于汇兑损失 1.7 亿元，前三季度净亏损 2.38 亿元，同比下降 4.22 亿元，全年有望持平。智能电视激活用户数 1059 万，活跃用户数 397 万，均环比继续上升。前三季度 TCL 通讯营收同比增长 2.02%，通过严格的成本控制和存货管理，通讯业务盈利能力稳健，前三季度净利润同比增长 7.16%。

估值：下调盈利预测和目标价，维持“买入”评级

我们下调公司 2015/2016/2017 年 EPS 预测至 0.28/0.34/0.43 元（原预测 0.30/0.37/0.45 元），基于瑞银 VCAM 现金流折现模型（WACC 为 8.5%），得出目标价 5.8 元（原为 6.2 元），目标价下调源自盈利预测下调和 WACC 上升（原为 8.1%），维持“买入”评级。

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 **Rmb5.80**
之前: Rmb6.20

股价 **Rmb4.07**

路透代码: 000100.SZ 彭博代码 000100 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb7.48-2.96	
市值	Rmb49.7 十亿/US\$7.82 十亿	
已发行股本	12,203 百万 (ORDA)	
流通股比例	82%	
日均成交量(千股)	291,585	
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb1,372.8	
普通股股东权益 (12/15E)	Rmb26.2 十亿	
市净率 (12/15E)	1.9x	
净债务 / EBITDA	0.6x	

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/15E	0.30	0.28	-7	0.32
12/16E	0.37	0.34	-7	0.38
12/17E	0.45	0.43	-5	0.48

廖欣宇

分析师

S1460512120001

xinyu.liao@ubssecurities.com

+86-213-866 8907

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	69,629	85,504	101,297	107,436	116,996	127,943	140,213	152,269
息税前利润(UBS)	689	1,601	2,593	2,410	3,941	5,156	7,038	8,583
净利润 (UBS)	796	2,144	3,183	3,377	4,182	5,191	6,545	7,660
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.09	0.25	0.35	0.28	0.34	0.43	0.54	0.63
每股股息 (Rmb)	0.04	0.06	0.10	0.04	0.05	0.06	0.08	0.09
现金 / (净债务)	(8,291)	(8,093)	(7,882)	(4,072)	510	7,294	16,995	25,021
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(%)	1.0	1.9	2.6	2.2	3.4	4.0	5.0	5.6
ROIC (EBIT) (%)	2.8	6.5	9.9	7.7	11.5	15.1	21.3	26.2
EV/EBITDA(core)x	7.3	5.9	5.8	8.9	6.9	6.1	3.7	4.5
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	21.9	9.7	7.8	14.7	11.9	9.6	7.6	6.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(9.1)	6.8	(9.5)	0.4	12.5	16.5	21.8	17.9
净股息收益率(%)	1.8	2.5	3.8	1.0	1.3	1.6	2.0	2.3

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 10 月 22 日 19 时 56 分的股价(Rmb4.07)得出。

投资主题

TCL 集团

投资理由

TCL 集团是国内电视行业的领导者之一（市占率约 15%），全球排名前五，且是国内电视企业中唯一一家生产液晶面板的公司，我们认为未来将受益产业链的垂直整合。公司移动通讯产业实现智能化转型，积极开拓海外渠道，手机出货量居全球第五。公司战略转向“智能+互联网、产品+服务”，未来或将探索出新的盈利增长点。

我们预计公司 2014/2015/2016 年的 EPS 为 0.28/0.34/0.43 元（高于市场一致预期 0.28/0.33/0.41 元），主要基于我们对公司液晶面板业务更为乐观的盈利判断。我们基于瑞银 VCAM 工具，通过现金流贴现（WACC 假设为 8.5%），推导出目标价 5.80 元，给予“买入”的投资评级。

乐观情景

乐观情景下假设 2016 年电视行业销量增长 5%，则我们估算 TCL 集团 2016 年 EPS 可能到 0.38 元，每股估值为 6.50 元。

悲观情景

2016 年国内电视需求或出现负增长，同时拖累液晶面板价格。悲观情境下假设 2016 年电视行业销量下降 5%，液晶面板价格下跌 5%，则我们估算 TCL 集团 2016 年的 EPS 可能下探至 0.30 元，每股估值为 5.10 元。

近期催化剂

公司“智能+互联网、产品+服务”战略转型有成果，游戏主机等终端产品有较好表现；
液晶面板供需状况好转，价格止跌回升；
智能电视新进入者加大销售力度，竞争加剧。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb5.80

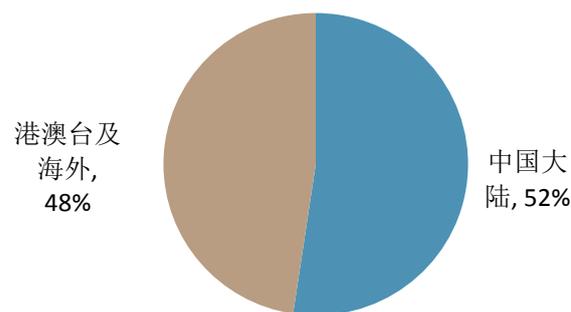
公司简介

TCL 集团是国内消费电子行业中进入领域最多的公司之一，2004 年合并子公司后实现在深交所整体上市，目前旗下同时有两个控股子公司 TCL 多媒体和 TCL 通讯在香港联交所上市。公司的主营产品包括各类电视、手机、冰洗空等白电及消费电子分销和地产等业务，近期成功进入液晶面板行业。

行业展望

随着电视升级速度不断加快，我们预计行业销量有望维持增长。电视大屏化、智能化将成为趋势，技术进步可望带来消费者体验的提升，从而把消费者重新拉回到客厅，并有望催生新的盈利模式。

收入按区域分布，2014 (%)



来源：公司数据

毛利按业务划分

单位：亿元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
多媒体电子	46.3	45.0	42.5	43.3	45.8
通力电子	4.0	5.2	4.9	5.4	5.9
物流与服务	4.9	7.4	8.0	8.8	10.0
通信产业	39.3	61.9	68.7	74.8	81.8
家电	17.8	20.5	18.6	22.3	25.2
部品	3.4	5.0	5.4	6.0	7.6
房地产与投资	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0
液晶面板	20.8	26.3	26.7	30.4	33.1
其他	13.3	8.8	16.0	21.5	29.0
合计	151.5	180.2	190.6	212.6	238.4

来源：公司公告，瑞银证券预测

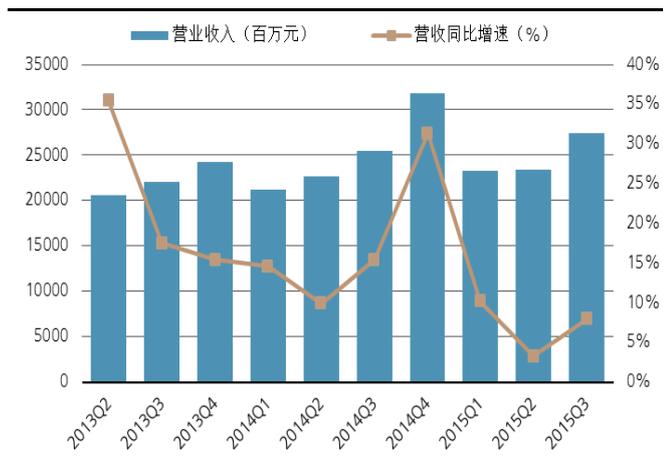
前三季度收入同比增长 7%，净利润同比下降 7%

公司 2015 年前三季度实现营业收入 741 亿元，同比增长 7.08%；实现归母净利润 20.6 亿元，同比下降 6.97%；EPS 0.178 元，低于之前市场和我们的预期。

前三季度集团净利润同比下滑主要由于：（1）人民币兑美元汇率损失；（2）面板价格走低，影响华星光电盈收。

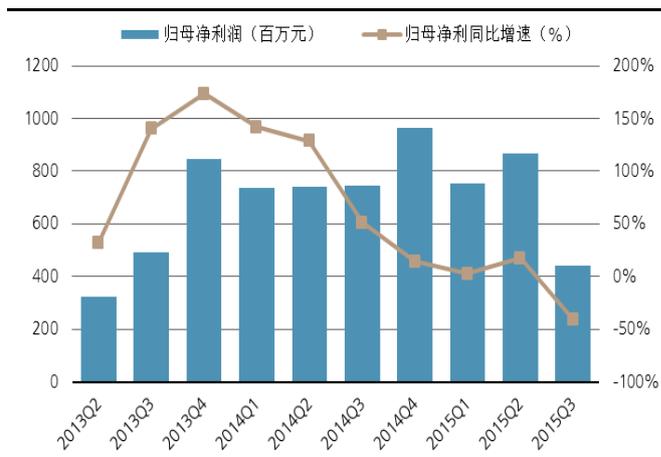
2015Q3 公司实现营业收入 274.3 亿元，同比上升 7.9%，公司归母净利润 4.4 亿元，同比下滑 40.6%。

图表 1: 2013Q2-2015Q3 营业收入及同比增速



来源: 公司数据

图表 2: 2013Q2-2015Q3 归母净利润及同比增速

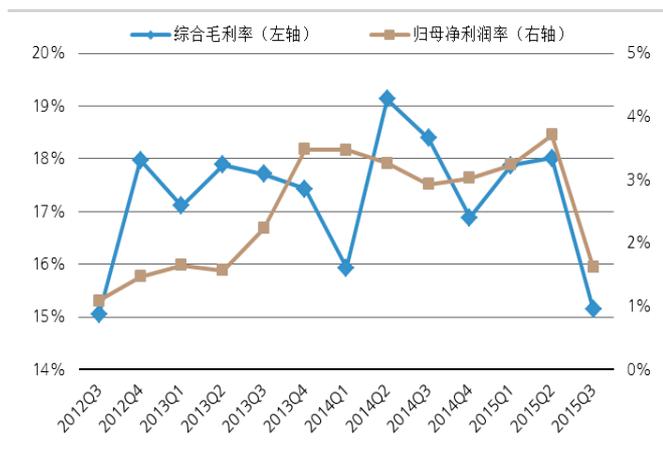


来源: 公司数据

由于市场竞争激烈，产品均价下滑，公司前三季度毛利率同比下降 0.97 个百分点至 16.9%。毛利率下滑拖累净利率下降 0.42 个百分点至 2.8%。

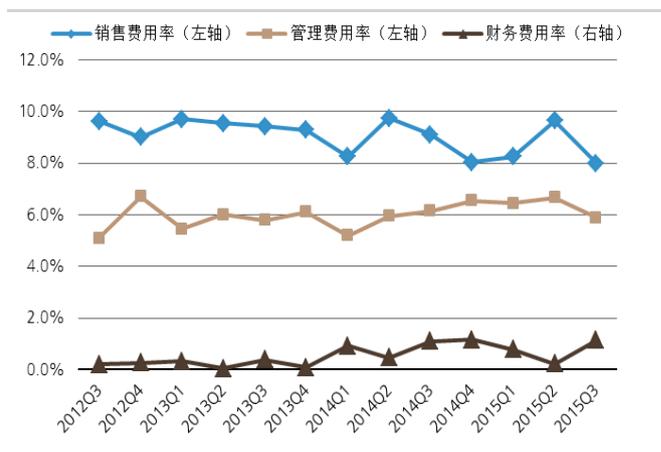
公司前三季度销售费用率下降 0.45 个百分点至 8.59%，管理费用率上升 0.52 个百分点至 6.31%。

图表 3: 2013Q2-2015Q3 毛利率及净利率



来源: 公司数据

图表 4: 2013Q2-2015Q3 费用率



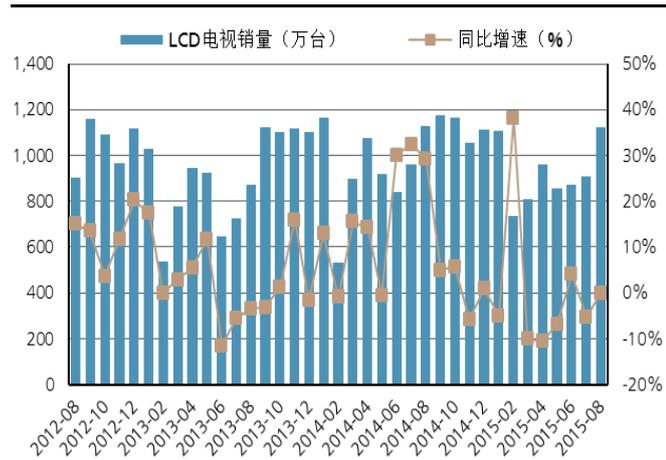
来源: 公司数据

多媒体业务利润下滑，运营效率有待提升

2015年1到9月TCL多媒体累计销售LCD电视1246.4万台，同比增加4.71%，实现销售收入194.9亿元，同比增加4.17%，净利润-2.38亿元，同比下降4.2亿。

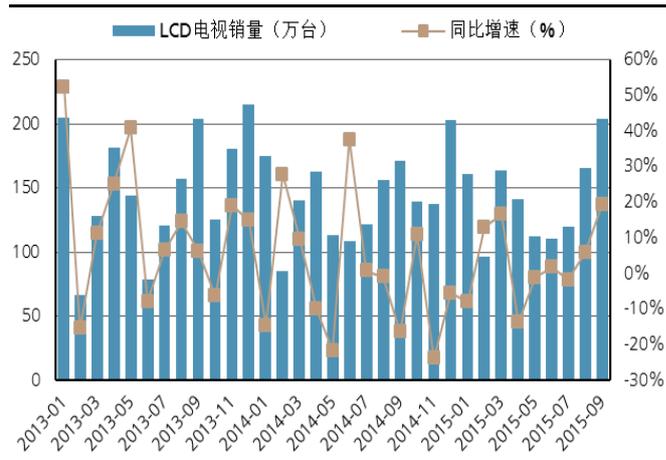
由于电视机市场需求不振，公司采取积极的销售策略以维持市场份额，然而由于公司运营效率没有明显改善，导致毛利率下滑。此外，由于前期人民币汇率贬值，TCL多媒体确认汇率损失1.7亿元。

图表 5: 中国 LCD 电视行业销量及同比增速



来源: 产业在线

图表 6: TCL 集团 LCD 电视销量及同比增速



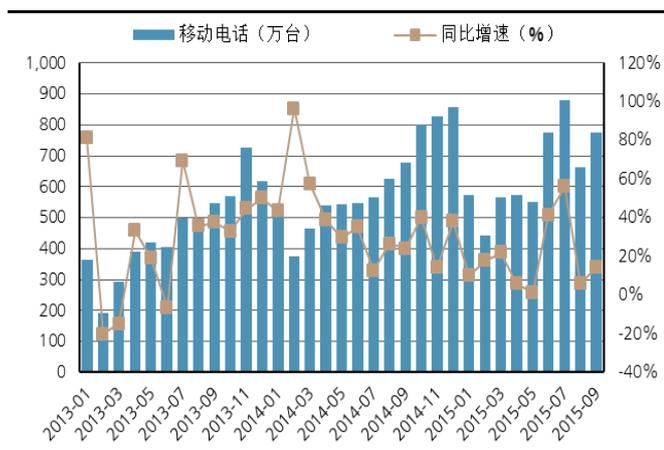
来源: 公司数据

通讯业务收入增长放缓

2015年1到9月TCL通讯累计销售手机5540万台，同比增加14%，其中海外市场销量同比增长14.9%，达到5052万台。智能手机销售3108万台，同比增加19.9%。然而由于全球经济增长放缓，行业竞争激烈，产品销售均价同比下降10.4%，TCL通讯实现销售收入163亿元，仅同比增加2.02%。由于TCL通讯有效的成本控制和存货管理，净利润同比增长7.16%，达到6.14亿元。

美洲地区是TCL通讯科技增长最快的市场，中北美地区手机销量同比增长近一倍。中东与非洲智能终端销量同比增长达35%/31%。在中国区，TCL通讯重点提升4G产品出货量，加快推进智能手机的步伐，提升为移动互联网应用与服务的业务能力。

图表 7: TCL 集团移动电话销量及同比增速



来源: 公司数据

图表 8: TCL 集团智能手机占其移动电话销量的比例 (%)



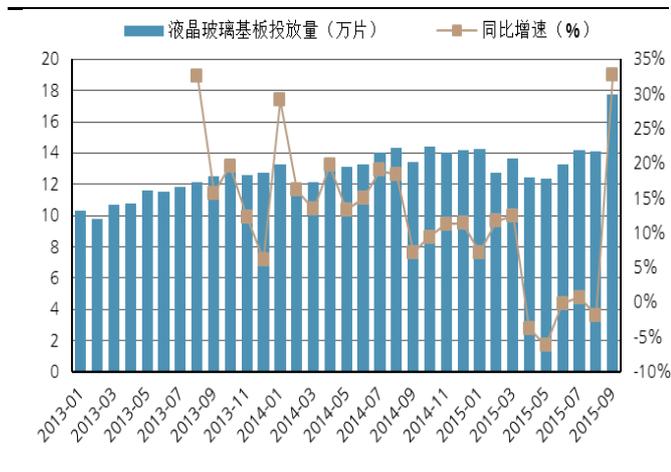
来源: 公司数据

面板价格下降，华星光电收入下滑

今年 1 月份以来，各个尺寸的面板价格皆有所下降（其中小尺寸面板 32 寸较年初已降超过 29%），导致华星光电前三季度销售收入下降。华星光电前三季度实现销售收入 127 亿元，同比下降 1.75%，净利润同比增长 5.7%，达到 17.9 亿元，仍然贡献集团超半数的利润。这主要得益于高水平的产能稼动率和产品综合良率降低了材料成本和单位固定成本，抵消部分价格下降的影响。

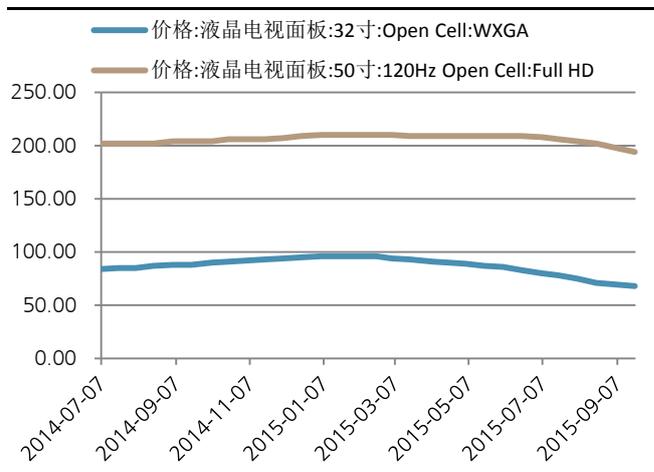
华星光电前三季度实现液晶玻璃基板投片 132.6 万片，同比增长 12.46%。t2 工厂 1 期已于 4 月份提前投产，预计下半年将逐步量产，并于四季度实现满产运营。定位于高性能小尺寸面板生产的 t3 工厂已于 6 月 29 日实现主厂房封顶，5 吋、6 吋产品的技术研发取得突破性进展，投产后将与 TCL 通讯科技形成产业链一体化优势。但是由于行业景气度压力增大，利润率的提高仍然依赖于提高经营效率。

图表 9: 华星光电液晶玻璃基板投放量及同比增速



来源: 公司数据

图表 10: 近期面板价格趋势 (美元)



来源: Wind

盈利预测假设调整

由于电视需求不振，我们下调了多媒体和液晶面板的 2015-17E 收入增速预测；由于 TCL 多媒体推进积极销售策略确保市场份额，但因运营效率不佳导致毛利下滑，我们下调了多媒体业务的毛利率预测；由于液晶面板均价下跌，我们下调液晶面板的毛利率预测；由于通信以及手机销售均价下降（前三季度均价下降 10.4%），我们下调通信业务的毛利率预测。

基于以上调整，我们下调 2015/2016/2017EPS 预测至 0.28/0.34/0.43 元（之前 0.30/0.37/0.45 元）。

图表 11: TCL 集团盈利预测假设调整

收入增长率		2014A	2015E	2016E	2017E
多媒体	调整前	-15.55%	1.00%	5.00%	6.00%
	调整后		0.50%	2.00%	5.00%
液晶面板	调整前	15.67%	30.00%	20.00%	5.00%
	调整后		10.00%	10.00%	5.00%
主营业务毛利率					
多媒体	调整前	16.93%	17.00%	17.00%	17.00%
	调整后		15.90%	15.90%	16.00%
通信	调整前	25.24%	25.40%	25.50%	25.60%
	调整后		25.00%	25.00%	25.30%
液晶面板	调整前	14.65%	14.00%	14.50%	14.80%
	调整后		13.50%	14.00%	14.50%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

下调目标价至 5.80 元，维持“买入”评级

基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型，在 WACC 假设为 8.5% 的情况下，推导出目标价 5.8 元（原为 6.2 元），目标价对应 17x 2016E PE，维持“买入”评级。

我们的贴现现金流模型覆盖时间跨度为 2015-2024 年。我们假设权益风险溢价为 5%，公司的贝塔系数为 0.9，WACC 为 8.5%（原 8.1%）。

图表 12: TCL 集团瑞银 VCAM 估值表

相对年 财年	+1E 2015E	+2E 2016E	+3E 2017E	+4E 2018E	+5E 2019E	+6E 2020E	+7E 2021E	+8E 2022E	+9E 2023E	+10E 2024E
息税前利润	2,410	3,941	5,156	7,038	8,583	9,260	10,005	10,807	11,670	12,599
折旧及摊销 *	4,499	4,885	5,155	5,362	2,332	1,902	1,863	1,803	1,719	1,606
资本支出	(4,033)	(2,279)	(1,683)	(1,683)	(1,683)	(1,240)	(1,279)	(1,316)	(1,348)	(1,377)
运营资本变动	(2,995)	(1,661)	(1,907)	(1,950)	(2,087)	(2,234)	(2,450)	(2,655)	(2,876)	(3,116)
所得税 (营运)	(587)	(897)	(1,164)	(1,572)	(1,892)	(2,037)	(2,226)	(2,432)	(2,655)	(2,898)
其他	(184)	(287)	(328)	(368)	(362)	(393)	(425)	(461)	(498)	(539)
自由现金流	(890)	3,701	5,228	6,828	4,891	5,258	5,487	5,747	6,010	6,276
增长		NM	41.3%	30.6%	-28.4%	7.5%	4.4%	4.7%	4.6%	4.4%

估值	
明计现金流现值	42,931
期末价值 (第 15 年) 现值	36,968
企业价值	79,898
占永续价值百分比	46%
联营公司及其他	6,121
-少数股东权益	9,576
现金盈余**	22,076
-债务***	32,763
权益价值	65,756
已发行股数 [m]	12,202.7
每股权益价值 (Rmb/股)	5.39
权益成本	8.9%
股息收益率	1.2%
1年期目标价 (Rmb/股)	5.80

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	8.5%	6.0%	5.6%
息税前利润率	5.5%	4.0%	3.2%
资本支出/销售收入	0.6%	0.6%	0.5%
投资资本回报率	17.0%	12.6%	10.0%

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	11.6x	9.1x	9.4x
企业价值 / 息税前利润	33.1x	20.3x	21.9x
自由现金流收益率	NM	4.6%	3.5%
市盈率 (现值)	19.5x	15.7x	16.3x
市盈率 (目标)	20.9x	16.9x	17.6x

加权平均资本成本	
无风险利	4.50%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.89
债务/权益比	55.5%
边际税率	25.0%
权益成本	8.9%
债务成本	6.7%
WACC	8.5%

期末假设值	
VCH (年数)	15
对应的自由现金流增长	4.1%
回报率增幅	7.7%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	8.2x

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

TCL 集团 (000100.SZ)

	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	69,629	85,504	101,297	107,436	6.1	116,996	8.9	127,943	140,213	152,269
毛利	11,521	15,146	18,016	19,063	5.8	21,256	11.5	23,835	26,949	29,901
息税折旧摊销前利润(UBS)	2,954	4,981	6,164	6,909	12.1	8,826	27.7	10,311	12,401	10,915
折旧和摊销	(2,264)	(3,380)	(3,571)	(4,499)	26.0	(4,885)	8.6	(5,155)	(5,362)	(2,332)
息税前利润(UBS)	689	1,601	2,593	2,410	-7.1	3,941	63.5	5,156	7,038	8,583
联营及投资收益	294	326	773	900	16.5	700	-22.2	800	900	900
其他非营业利润	1,022	1,914	2,644	2,633	-0.4	2,814	6.9	2,990	2,977	2,978
净利息	(351)	(178)	(951)	(279)	70.6	(441)	-57.9	(240)	61	385
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	1,654	3,664	5,059	5,664	12.0	7,014	23.8	8,706	10,976	12,847
税项	(367)	(744)	(826)	(1,161)	-40.5	(1,438)	-23.8	(1,785)	(2,250)	(2,634)
税后利润	1,287	2,920	4,233	4,503	6.4	5,576	23.8	6,921	8,726	10,213
优先股股息及少数股权	(491)	(776)	(1,050)	(1,126)	-7.3	(1,394)	-23.8	(1,730)	(2,182)	(2,553)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	796	2,144	3,183	3,377	6.1	4,182	23.8	5,191	6,545	7,660
净利润(UBS)	796	2,144	3,183	3,377	6.1	4,182	23.8	5,191	6,545	7,660
税率(%)	22.2	20.3	16.3	20.5	25.5	20.5	0.0	20.5	20.5	20.5
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	0.09	0.25	0.35	0.28	-20.5	0.34	23.8	0.43	0.54	0.63
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.09	0.25	0.35	0.28	-20.5	0.34	23.8	0.43	0.54	0.63
每股收益(UBS, 基本)	0.09	0.25	0.35	0.28	-20.5	0.34	23.8	0.43	0.54	0.63
每股股息净值(Rmb)	0.04	0.06	0.10	0.04	-59.8	0.05	23.8	0.06	0.08	0.09
每股账面价值	1.39	1.66	1.92	2.15	11.7	2.45	14.0	2.82	3.30	3.84
平均股数(稀释后)	8,484.45	8,501.58	9,146.34	12,202.72	33.4	12,202.72	0.0	12,202.72	12,202.72	12,202.72
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	18,329	12,503	15,791	26,859	70.1	29,249	8.9	31,986	35,053	38,067
其他流动资产	32,850	35,425	39,689	45,985	15.9	51,702	12.4	57,882	62,105	66,595
流动资产总额	51,179	47,929	55,480	72,844	31.3	80,951	11.1	89,868	97,158	104,662
有形固定资产净值	22,805	21,926	25,213	25,003	-0.8	22,623	-9.5	19,337	15,663	15,020
无形固定资产净值	2,450	2,525	2,907	2,901	-0.2	2,895	-0.2	2,889	2,883	2,877
投资/其他资产	3,310	5,702	9,276	9,436	1.7	9,546	1.2	9,666	9,786	9,906
总资产	79,745	78,081	92,877	110,184	18.6	116,015	5.3	121,760	125,491	132,466
应付账款和其他短期负债	35,091	31,192	36,555	37,967	3.9	41,436	9.1	45,436	48,352	51,606
短期债务	10,155	5,959	11,421	21,794	90.82	19,603	-10.05	15,555	8,922	3,909
流动负债总额	45,246	37,150	47,976	59,761	24.6	61,038	2.1	60,991	57,273	55,516
长期债务	12,727	14,638	12,252	9,137	-25.4	9,137	0.0	9,137	9,137	9,137
其它长期负债	1,539	6,335	5,788	5,266	-9.0	4,750	-9.8	4,248	3,749	3,251
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	59,512	58,123	66,016	74,164	12.3	74,925	1.0	74,376	70,160	67,903
普通股股东权益	11,746	14,168	18,194	26,229	44.2	29,904	14.0	34,467	40,233	46,911
少数股东权益	8,487	5,790	8,666	9,792	13.0	11,186	14.2	12,916	15,098	17,651
负债和权益总计	79,745	78,080	92,877	110,184	18.6	116,015	5.3	121,760	125,491	132,466
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	796	2,144	3,183	3,377	6.1	4,182	23.8	5,191	6,545	7,660
折旧和摊销	2,264	3,380	3,571	4,499	26.0	4,885	8.6	5,155	5,362	2,332
营运资本变动净值	394	2,107	2,631	4,253	61.6	1,783	-58.1	1,711	697	764
其他营业性现金流	461	(2,450)	(3,973)	(7,919)	-99.3	(2,386)	69.9	(2,186)	(96)	(183)
经营性现金流	3,916	5,182	5,412	4,211	-22.2	8,464	101.0	9,871	12,508	10,572
有形资本支出	(5,497)	(3,768)	(7,779)	(4,033)	48.2	(2,279)	43.5	(1,683)	(1,683)	(1,683)
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	(1,002)	(745)	(3,269)	(178)	-	(90)	-	30	160	300
投资性现金流	(6,499)	(4,512)	(11,048)	(4,211)	61.9	(2,369)	43.7	(1,653)	(1,523)	(1,383)
已付股息	(424)	(322)	(512)	(976)	-90.6	(507)	48.1	(627)	(779)	(982)
股份发行/回购	360	501	5,065	2,750	-45.7	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	2,411	(1,762)	(25,360)	(3,961)	84.38	(1,008)	74.56	(806)	(505)	(181)
债务及优先股变化	0	0	0	13,256	-	(2,191)	-	(4,047)	(6,634)	(5,012)
融资性现金流	2,348	(1,583)	(20,807)	11,068	-	(3,706)	-	(5,481)	(7,918)	(6,175)
现金流量中现金的增加/(减少)	(236)	(913)	(26,443)	11,068	-	2,390	-78.4	2,737	3,067	3,014
外汇/非现金项目	(2,960)	(4,913)	29,731	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(3,196)	(5,826)	3,288	11,068	236.6	2,390	-78.4	2,737	3,067	3,014

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。

TCL 集团 (000100.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)	21.9	9.7	7.8	14.7	11.9	9.6	7.6	6.5
市盈率 (UBS, 稀释后)	21.9	9.7	7.8	14.7	11.9	9.6	7.6	6.5
股价/每股现金收益	5.7	3.8	3.7	6.3	5.5	4.8	4.2	5.0
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(9.1)	6.8	(9.5)	0.4	12.5	16.5	21.8	17.9
净股息收益率(%)	1.8	2.5	3.8	1.0	1.3	1.6	2.0	2.3
市净率	1.5	1.5	1.4	1.9	1.7	1.4	1.2	1.1
企业价值/营业收入(核心)	0.3	0.3	0.4	0.6	0.5	0.5	0.3	0.3
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	7.3	5.9	5.8	8.9	6.9	6.1	3.7	4.5
企业价值/息税前利润(核心)	NM	18.2	13.7	25.4	15.4	12.1	6.6	5.7
企业价值/经营性自由现金流(核心)	20.0	7.9	6.8	9.2	10.6	9.1	6.0	5.2
企业价值/运营投入资本	0.9	1.2	1.4	2.0	1.8	1.8	1.4	1.5
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	17,455	20,686	24,813	49,665	49,665	49,665	49,665	49,665
净债务 (现金)	(1,465)	7,169	8,192	7,988	5,977	5,977	(12,144)	(12,144)
少数股东权益	8,487	5,790	8,666	9,792	11,186	12,916	15,098	17,651
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	24,477	33,644	41,671	67,445	66,828	68,558	52,618	55,172
非核心资产	(2,821)	(4,474)	(6,121)	(6,121)	(6,121)	(6,121)	(6,121)	(6,121)
核心企业价值	21,655	29,170	35,550	61,324	60,707	62,437	46,497	49,051
增长率(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	14.5	22.8	18.5	6.1	8.9	9.4	9.6	8.6
息税折旧摊销前利润(UBS)	64.2	68.6	23.7	12.1	27.7	16.8	20.3	-12.0
息税前利润(UBS)	-31.3	132.2	62.0	-7.1	63.5	30.8	36.5	21.9
每股收益(UBS 稀释后)	-21.5	168.8	38.0	-20.5	23.8	24.1	26.1	17.0
每股股息净值	-24.0	58.0	72.1	-59.8	23.8	24.1	26.1	17.0
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	16.5	17.7	17.8	17.7	18.2	18.6	19.2	19.6
息税折旧摊销前利润率	4.2	5.8	6.1	6.4	7.5	8.1	8.8	7.2
息税前利润率	1.0	1.9	2.6	2.2	3.4	4.0	5.0	5.6
净利 (UBS) 率	1.1	2.5	3.1	3.1	3.6	4.1	4.7	5.0
ROIC (EBIT)	2.8	6.5	9.9	7.7	11.5	15.1	21.3	26.2
税后投资资本回报率	2.1	5.0	8.0	5.8	8.9	11.7	16.5	20.4
净股东权益回报率(UBS)	6.9	16.6	19.7	15.2	14.9	16.1	17.5	17.6
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	2.8	1.6	1.3	0.6	(0.1)	(0.7)	(1.4)	(2.3)
净债务/总权益 %	41.0	40.6	29.3	11.3	(1.2)	(15.4)	(30.7)	(38.8)
净债务 / (净债务 + 总权益) %	29.1	28.9	22.7	10.2	(1.3)	(18.2)	(44.3)	(63.3)
净债务/企业价值	38.3	27.7	22.2	6.6	(0.8)	(11.7)	(36.6)	(51.0)
资本支出 / 折旧 %	NM	111.5	NM	89.6	46.6	32.6	31.4	72.2
资本支出/营业收入(%)	7.9	4.4	7.7	3.8	1.9	1.3	1.2	1.1
息税前利润/净利息	2.0	9.0	2.7	8.6	8.9	21.5	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	2.5	4.2	3.4	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
股息支付率 (UBS) %	40.5	23.8	29.7	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
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	69,629	85,504	101,297	107,436	116,996	127,943	140,213	152,269
总计	69,629	85,504	101,297	107,436	116,996	127,943	140,213	152,269
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	689	1,601	2,593	2,410	3,941	5,156	7,038	8,583
总计	689	1,601	2,593	2,410	3,941	5,156	7,038	8,583

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	+42.5%
预测股息收益率	1.0%
预测股票回报率	+43.5%
市场回报率假设	8.5%
预测超额回报率	+35.0%

风险声明

互联网企业介入电视行业，竞争可能加剧；液晶电视国内需求仍然不振，继续同比下滑；液晶面板价格继续滑落，可能产能过剩；手机向 4G 时代升级，公司新品研发落后行业。

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。	49%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	40%	26%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	12%	18%
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 09 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：廖欣宇。

涉及报告中提及的公司的披露

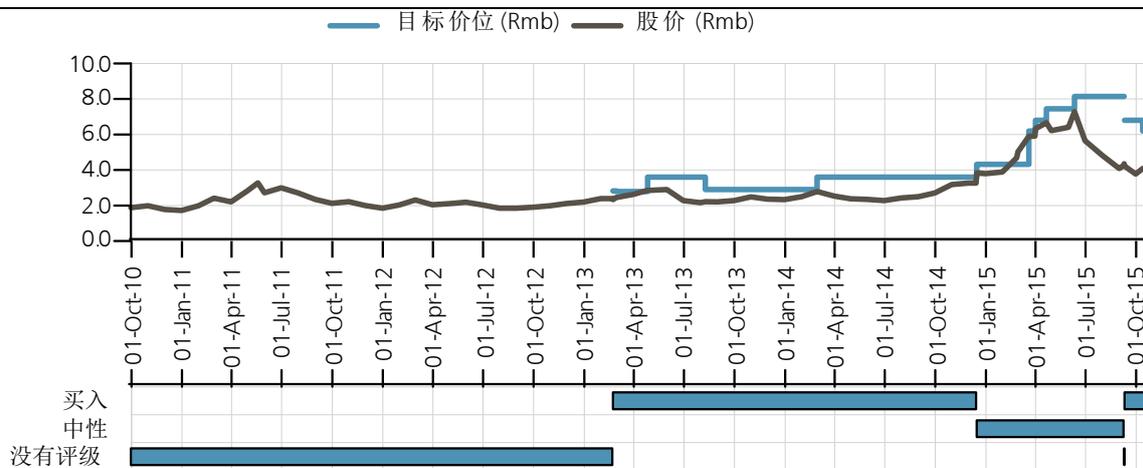
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
TCL 集团 ⁵	000100.SZ	买入	不适用	Rmb4.05	2015 年 10 月 21 日

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。

5. 在今后的3个月里, UBS AG, 其关联单位或分支机构预期或试图在投资银行服务方面从该公司/实体得到报酬。除非特别指出, 请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

TCL 集团 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 10 月 21 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分发。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。基于瑞银或其他信息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、销售和交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区: 除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACPR)和金融市场管理局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。

德国: 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:** 由UBS Limited分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:** 由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。由波兰金融监管局(Polish Financial Supervision Authority)监管。如果UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分析师对本报告作出了贡献,本报告也将视为由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce编制。**俄罗斯:** 由UBS Bank (OOO)编制并分发。**瑞士:** 仅由UBS AG向机构投资者分发。UBS AG受瑞士金融市场监管管理局(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管理委员会(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.通过对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。UBS Securities LLC不担任在美

国《证券交易法》(Securities Exchange Act) 15B (即 Municipal Advisor Rule) 下定义的市政实体(Municipal Entity)的市政顾问(Municipal Advisor)或 Obligated Person, 在本文件中的观点和意见, 无意被视为, 也不构成 Municipal Advisor Rule 所定义的建议。 **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) 018/09/2015 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, 出版人及发行人。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; 以及研究分析服务, SEBI 注册号为: INH000001204。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。

