

洽洽食品

成本下滑带来的红利或将难以持续

H115 净利润增长 28.5%，毛利率提升是主要驱动力

H115 收入和净利润同比增长 10.2% 和 28.5%，符合我们预期，净利率 9.6%，同比提高 1.4pts；其中 2 季度收入和净利润同比增长 2.2% 和 42.2%。我们认为净利率提升主要归因于原材料价格维持低位，整体毛利率同比提升 2.6pts 至 32.3%，其中葵花籽毛利率提高 4.7pts。

薯片收入上半年超预期，其他品类短期或难上量

公司上半年收入同比增长 10.2%：1) 薯片在口味和工艺改善后增速大幅提升，同比增长 31%；2) 葵花籽维持 7% 的稳定增长；3) 其他小品类推广效果尚不明显，总体同比增长 6%。我们预计全年收入有望实现 10% 的增长，自年初公司推行事业部制改革，焙烤、国葵事业部运营效率有较大提升，薯片、葵花籽 15 年有望实现 25%、8% 的收入增速；而坚果、炒货表现相对平淡，在终端销售疲软以及激烈的市场竞争下，其他小品类短期或难上量。

成本下滑带来的毛利率快速提升或将难以持续

公司原材料价格从 13 年 10 月起开始回落，加之 13 年三季度公司产品提价约 8-10%，毛利率随之从 Q313 的 26.2% 左右逐步上升至 Q215 的 33.1%。葵花籽平均价格从 15 年 6 月起开始出现上涨势头，我们预计四季度的新采购季，原材料价格有可能略有上涨。我们认为公司原材料储备有望持续到今年年底，成本下滑带来的毛利率提升或将难以持续。

估值：维持“中性”评级，下调目标价至 13.7 元（原 22.7 元）

我们维持 15 年业绩预测，由于新品推广低于预期，下调 16-17 年收入增速预测，将 16-17 年 EPS 略微下调至 0.80/0.90 元。我们认为公司主力产品葵花籽已进入稳定增长期，而公司新品推广乏力，下调长期收入增长假设（从 8% 下调至 5%），和息税前利润率假设（从 12.5% 下调至 9%），基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型（WACC=7.4%）得到新目标价 13.7 元，对应 15/16 年 20/17 倍 PE。我们认为公司目前估值合理（与行业平均接近），维持“中性”评级。

Equities

中国

食品加工业

12 个月评级 **中性**
保持**不变**

12 个月目标价 **Rmb13.70**
之前: **Rmb22.70**

股价 **Rmb13.00**

路透代码: 002557.SZ 彭博代码 002557 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb22.82-11.67

市值 Rmb6.59 十亿/US\$1.03 十亿

已发行股本 507 百万 (ORDA)

流通股比例 23%

日均成交量(千股) 11,075

日均成交额(Rmb 百万) Rmb223.0

普通股股东权益 (12/15E) Rmb2.84 十亿

市净率 (12/15E) 2.3x

净债务 / EBITDA NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/15E	0.70	0.70	-0.26	0.70
12/16E	0.82	0.80	-2.44	0.72
12/17E	0.92	0.90	-2.94	0.92

何淼

分析师

S1460515080002

miao.he@ubssecurities.com

+86-105-832 8478

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	2,750	2,988	3,113	3,441	3,770	4,088	4,422	4,788
息税前利润(UBS)	304	268	364	461	528	595	662	738
净利润 (UBS)	283	255	293	354	404	454	504	561
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.56	0.50	0.58	0.70	0.80	0.90	0.99	1.11
每股股息 (Rmb)	0.47	0.33	0.47	0.56	0.64	0.72	0.80	0.89
现金 / (净债务)	1,512	(140)	88	239	225	227	241	270
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(%)	11.1	9.0	11.7	13.4	14.0	14.6	15.0	15.4
ROIC (EBIT) (%)	35.8	14.3	13.6	17.8	20.0	21.4	22.8	24.4
EV/EBITDA(core)x	11.9	17.8	14.4	12.0	10.5	9.4	8.5	7.7
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	22.7	26.2	21.8	18.6	16.3	14.5	13.1	11.8
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	0.3	(6.5)	(1.3)	5.7	4.0	4.8	5.6	6.4
净股息收益率(%)	3.7	2.5	3.7	4.3	4.9	5.6	6.2	6.9

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 27 日 15 时 26 分的股价(Rmb13.00)得出；

投资主题

洽洽食品

投资理由

洽洽是坚果炒货行业龙头，我们看好公司的品牌力和渠道力，从产品来看，公司重新聚焦坚果炒货，我们认为葵花籽将在渠道梳理和经销商激励下稳定增长，薯片有望继续超越公司整体收入增速，且公司事业部制改革有望激发一线员工潜力。但是，我们认为公司新品推广能力有待继续检验，且成本下滑带来的毛利率提升或将难以持续，我们预计 15-17 年 EPS 为 0.70/0.80/0.90 元，目标价为 13.7 元（基于瑞银 VCAM 贴现现金流估值模型得出，WACC 假设为 7.4%），目标价对应 15/16 年 20/17 倍 PE，给予“中性”评级。

乐观情景

假设洽洽食品解决了新产品瓶颈，15/16 年销售增速约 20%/18%，我们预计 EPS 为 0.76/0.88 元，我们估算每股估值 22 元，对应乐观情景下 2016 年 PE 为 25 倍。

悲观情景

我们假设新品推出继续低于预期，销售收入增速疲软，费用投入无效，15/16 年销售增速仅为 0-5% 左右，我们预计 EPS 为 0.62/0.70 元，我们估算每股估值 11 元，对应悲观情景下 2016 年 PE 为 15 倍。

近期催化剂

我们认为公司近 3 年有继续收购食品公司的可能，以充实其产品线，有望成为正面催化剂。15-16 年新品推广和增长若低于预期有可能成为负面催化剂。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb13.70

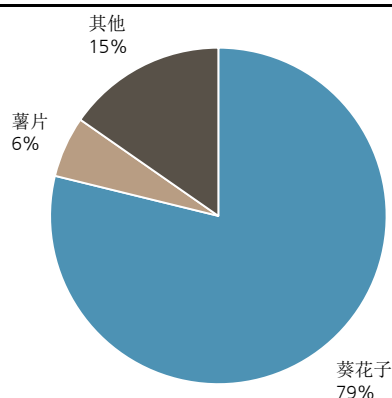
公司简介

洽洽食品股份有限公司成立于 2001 年 8 月，主要生产坚果炒货类、焙烤类和薯片类等休闲食品，被誉为中国炒货行业的领跑者。2011 年 3 月在深圳证券交易所挂牌上市。公司引领国内坚果炒货行业的技术发展和工艺创新，参与制订了国内多个炒货行业标准；作为坚果炒货行业的领军企业，远超同行业其他企业，是行业内唯一一家销售收入在 10 亿元以上的大型企业，综合市场占有率位居行业首位。

行业展望

近年来，坚果炒货行业作为我国传统的营养型休闲食品，随着经济快速发展，全行业呈持续快速增长态势。我们认为随着消费升级和食品安全意识提升，消费者将越来越青睐品牌产品；而坚果炒货渠道下沉将成为大势所趋。我们相信具有产品力，且能渠道深耕至全国中小城市和广大农村市场的公司更有望获得市场份额。

2014 年收入按产品分 (%)



来源: 公司数据

各类产品毛利分布

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
葵花籽类	632	766	876	956	1,033
薯片类	58	61	84	92	102
其他	139	137	155	179	204
总计	829	964	1,107	1,219	1,329

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

H115 净利润增长 28.5%，符合我们的预期

H115 收入和净利润同比增长 10.2% 和 28.5%，符合我们预期，毛利率从 H114 的 29.7% 上升到 32.3%，销售费用率从 13.9% 回落到 13.5%，总体净利率 9.6%，上升 1.4pts；其中 2 季度收入和净利润同比增长 2.2% 和 42.2%。我们将公司净利润增长和净利率提高主要归因于原材料价格继续下降，整体毛利率提升，其中葵花籽毛利率提高 4.7pts。

图表 1: 15 年半年报业绩回顾

	H114	H115	YoY	Q114	Q115	YoY	Q214	Q215	YoY
收入（百万元）	1,365	1,505	10%	638	762	19%	727	743	2%
毛利率	29.7%	32.3%	2.6pts	30.1%	31.5%	1.4pts	29.3%	33.1%	3.8pts
销售费用率	13.9%	13.5%	-0.4pts	13.2%	13.3%	0.1pts	14.5%	13.8%	-0.7pts
管理费用率	7.0%	6.6%	-0.4pts	6.9%	6.0%	-0.8pts	7.1%	7.2%	0.1pts
净利润（百万元）	112	144	28%	58	67	16%	54	77	42%
净利率	8.2%	9.6%	1.4pts	9.1%	8.9%	-0.3pts	7.4%	10.3%	2.9pts

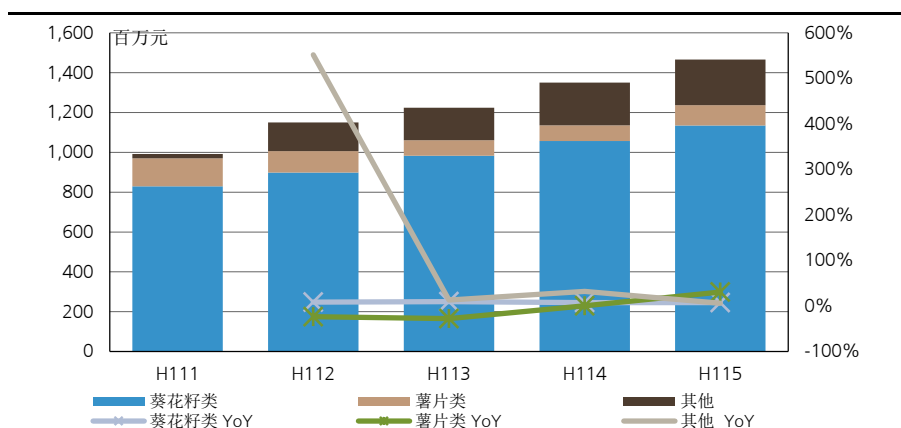
来源: 公司数据

薯片上半年超预期，其他小品类短期或难上量

公司上半年收入同比增长 10.2%，其中：1) 薯片在口味和工艺改善后增速大幅提升，同比增长 31%；2) 葵花籽保持较为稳定的 7% 同比收入增速；3) 其他小品类推广效果尚不明显，花生、南瓜子、西瓜子等产品持平或下滑，总体同比增长 6%。

公司 15 年初开始推行业务部制改革，成立了国葵、炒货、焙烤、坚果四大产品事业部和一个销售事业部。从上半年的收入看，焙烤、国葵运营效率有较大提升，其中：1) 薯片在工艺改善后口感更佳，新包装做了大量尝试，终端铺货陈列等工作也有所进步，上半年收入同比大幅增长 31%，我们预计公司下半年或将陆续推出波纹薯片、米饼、能量棒等产品，全年有望实现 25% 的增长；2) 葵花籽已进入稳定期，下半年重点推广多味瓜子、葵珍等产品。在市场整体景气度不高的情况下，有望保持 5-10% 的增速。坚果、炒货部门相对平淡，重点推广的撞腰果等产品尚未上量，三季度将主推风味果仁、蚕豆、花生等。我们认为，事业部制改革大方向正确，在收入增长、费用管控等方面有一定体现，但具体到各个部门效果还有待观察，此外高端坚果市场的外部竞争较为激烈，产品上量尚需时日。

图表 2: 薯片是上半年收入增长主要亮点

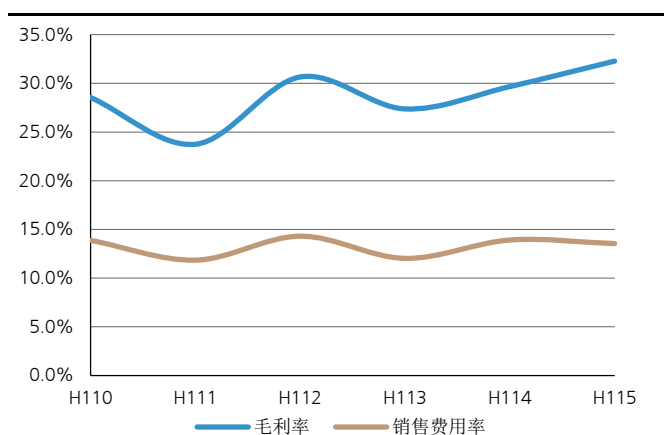


来源: 公司数据

成本下滑带来的毛利率快速提升或将难以持续

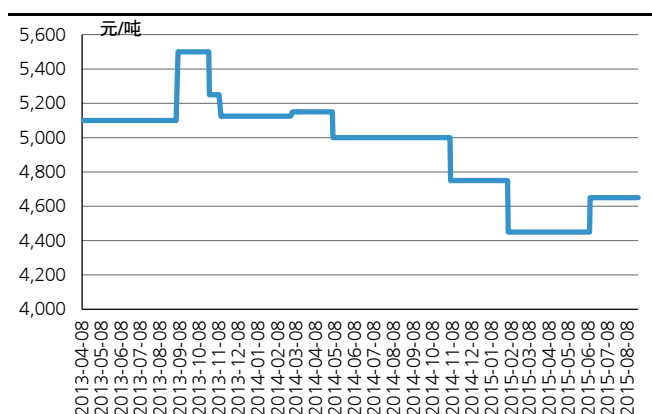
公司原材料价格从 13 年 10 月起开始回落, 加之 13 年三季度公司产品提价约 8-10%, 毛利率随之从 Q313 的 26.2% 左右逐步上升至 Q215 的 33.1%。葵花籽平均价格从 15 年 6 月起开始出现上涨势头, 我们预计四季度的新采购季原材料价格有可能略有上涨。我们认为公司原材料储备有望持续到今年年底, 成本下滑带来的毛利率快速提升或将难以持续, 我们预计 16-17 年毛利率在产品结构升级和原材料略有上涨的背景下, 有望维持稳定水平。

图表 3: 毛利率和销售费用率走势



来源: 公司数据

图表 4: 葵花籽平均价格



来源: Wind

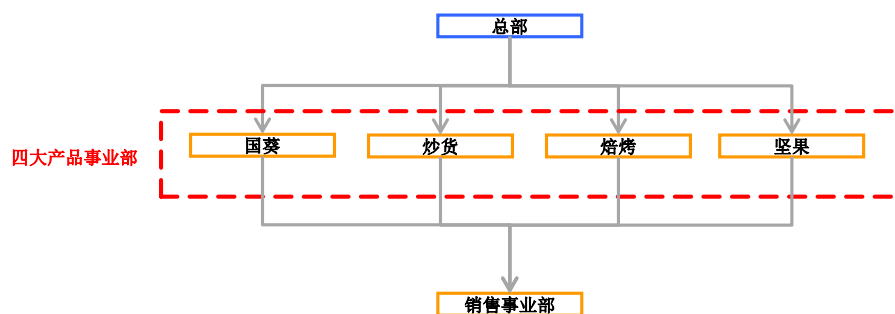
员工持股计划和事业部改革有望提升运营效率

结合年初开始推行的事业部制改革和 6 月新任总经理的聘用 (由创始人陈先保先生亲自出任), 公司逐步理清了改革思路, 首先在内部组织架构和激励机制上取得突破。我们认为这一系列举措有望改善公司治理结构, 使管理层和核心员工利益更为一致, 提高管理效率, 加强战略执行能力。

公司于 7 月 31 日公布了员工持股计划草案, 参与对象为中高层管理人员及对公司发展有较为突出贡献的员工, 共计不超过 500 人, 筹集资金总额上限为 1.5 亿元, 用于全额认购资产管理计划中的次级份额, 存续期为 24 个月, 锁

定期不低于 12 个月。资产管理计划份额上限为 1.5 亿份，按照 2:1 的比例设立优先级份额和次级份额，计划将在股东大会通过员工持股计划后 6 个月内，通过二级市场等方式购买并持有公司股票。我们认为员工持股计划将员工利益与公司绑定，有望提升团队效率和员工积极性。

图表 5: 事业部制改革后公司架构



来源: 公司数据

盈利预测和目标价调整

我们维持 15 年业绩预测，由于新品短期内难以上量，下调 16-17 年收入增速预测，将 16-17 年 EPS 略微下调至 0.80/0.90 元。我们认为公司主力产品葵花籽已进入稳定期，而新单品能否上量尚不明确，因此下调长期收入增速假设并下调毛利率假设，基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型（WACC=7.4%）得到新目标价 13.7 元，对应 15/16 年 20/17PE。我们认为公司目前估值合理（与行业平均接近），维持“中性”评级。

图表 6: 盈利预测调整

	调整后			调整前		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
收入增速	10.5%	9.6%	8.4%	12.1%	10.1%	8.9%
毛利率	32.2%	32.3%	32.5%	31.3%	31.6%	31.9%
销售费用率	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%	12.8%	12.8%
净利润（百万元）	354	404	454	355	414	468
净利率	10.3%	10.7%	11.1%	10.2%	10.8%	11.2%
EPS（元）	0.70	0.80	0.90	0.70	0.82	0.92

来源: 瑞银证券估算

图表 7: 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	461	528	595	662	738	698	709	714	713	705
折旧及摊销*	73	78	82	86	90	67	79	92	106	121
资本支出	(152)	(152)	(152)	(152)	(152)	(129)	(132)	(134)	(135)	(134)
运营资本变动	263	(42)	(41)	(42)	(46)	(71)	(56)	(56)	(57)	(56)
所得税 (营运)	(115)	(132)	(149)	(166)	(184)	(175)	(177)	(178)	(178)	(176)
其他	(10)	(10)	(10)	(10)	(11)	(53)	(45)	(35)	(24)	(11)
自由现金流	520	270	326	379	434	338	378	402	425	448
增长		-48.2%	21.0%	16.0%	14.7%	-22.2%	12.0%	6.3%	5.8%	5.3%

估值	
明计现金流现值	4,328
期末价值 (第 20 年) 现值	2,342
企业价值	6,670
占永续价值百分比	35%
联营公司及其他	120
-少数股东权益	93
现金盈余**	665
-债务***	580
权益价值	6,781
已发行股数 [m]	507.0
每股权益价值 (Rmb/股)	13.40
权益成本	7.4%
股息收益率	4.9%
1年期目标价 (Rmb/股)	13.70

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	6.0%	5.0%	4.0%
息税前利润率	10.5%	9.4%	6.9%
资本支出/销售收入	2.0%	1.0%	1.0%
投资资本回报率	13.5%	14.2%	12.9%

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	12.5x	11.0x	11.5x
企业价值 / 息税前利润	14.5x	12.6x	13.2x
自由现金流收益率	7.8%	4.0%	5.3%
市盈率 (现值)	19.2x	16.8x	17.5x
市盈率 (目标)	19.6x	17.2x	18.0x

加权平均资本成本	
无风险利	3.55%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.76
债务/权益比	9.0%
边际税率	25.0%
权益成本	7.4%
债务成本	5.2%
WACC	7.4%

期末假设值	
VCH (年数)	20
对应的自由现金流增长	1.2%
回报率增幅	7.4%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	9.3x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

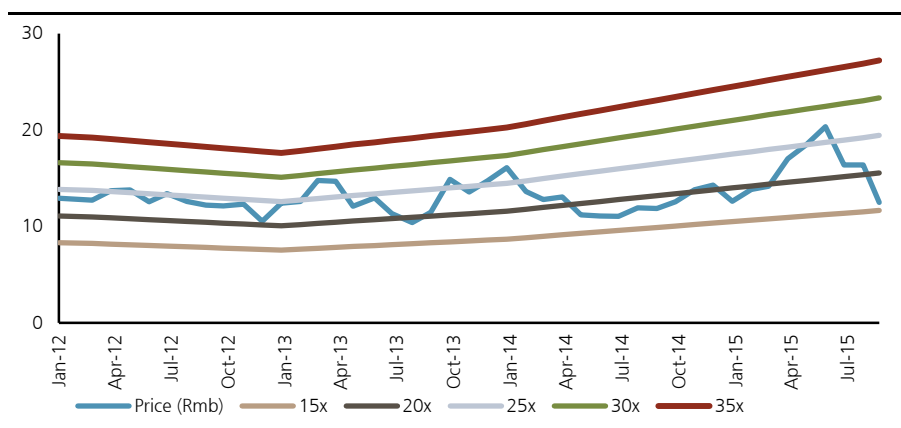
** 无须维持运营的现金部分

** 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: 瑞银证券估算

作为炒货坚果行业龙头, 公司 12-13 年 PE 估值水平保持在 20-30 倍区间。14 年开始, 由于新品推广效果不达预期, 公司收入增速放缓, 估值水平回落到 15-25 倍区间。与 A 股主要大众食品公司的平均估值相比, 公司目前股价对应 15/16 年 19/16x PE, 与行业平均较为接近 (可比公司平均 PE 估值对应 15/16 年 17/15x)。我们认为, 目前估值较为合理, 维持“中性”评级。

图表 8: PE band



来源: Wind, 瑞银证券估算

图表 9: 大众食品估值表

	Bloomberg Code	Mkt cap (US\$ m)	Share price(LC)	CY PE			P/S 15E	PEG 15E	EV/EBITDA 15E	ROE 15E	Div Yld 15E	P/BV 14
				15E	16E	17E						
大众食品												
伊利股份	600887 CH	13,894	14.54	16.4x	13.3x	11.5x	1.3x	0.8x	11.1x	27.0%	7.9%	4.0x
双汇发展	000895 CH	8,183	15.90	12.2x	10.9x	10.2x	1.1x	1.3x	8.1x	26.8%	6.7%	5.1x
青岛啤酒 A	600600 CH	6,351	30.15	17.7x	16.3x	14.9x	1.2x	2.0x	8.5x	12.6%	1.8%	3.1x
燕京啤酒	000729 CH	3,038	6.94	24.3x	22.5x	20.5x	1.2x	2.8x	10.2x	6.4%	1.3%	1.6x
承德露露	000848 CH	1,491	12.70	19.6x	17.8x	16.5x	3.2x	2.2x	12.9x	32.4%	2.6%	7.6x
海天味业	603288 CH	12,001	28.44	30.1x	24.6x	20.7x	5.7x	1.5x	21.9x	29.1%	2.1%	NA
Average				17.2x	15.1x	13.5x	2.0x	1.5x	10.4x	22.4%	3.7%	3.6x
洽洽食品	002557 CH	987	12.49	17.9x	15.7x	13.9x	1.7x	1.3x	11.5x	12.7%	4.2%	2.3x

来源: Bloomberg, 瑞银证券估算, 注: 基于 2015 年 8 月 26 日收盘价

洽洽食品 (002557.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	2,750	2,988	3,113	3,441	10.5	3,770	9.6	4,088	4,422	4,788
毛利	848	829	964	1,107	14.9	1,219	10.1	1,329	1,448	1,578
息税折旧摊销前利润(UBS)	351	332	444	535	20.5	606	13.3	677	748	828
折旧和摊销	(47)	(64)	(80)	(73)	-8.3	(78)	6.1	(82)	(86)	(90)
息税前利润(UBS)	304	268	364	461	26.8	528	14.5	595	662	738
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	20	32	2	2	0.0	2	0.0	2	2	2
净利息	59	29	10	10	0.0	10	0.0	10	10	10
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	383	329	376	473	25.9	540	14.1	607	674	750
税项	(88)	(72)	(84)	(118)	-41.5	(135)	-14.1	(152)	(169)	(187)
税后利润	295	256	292	355	21.5	405	14.1	455	506	562
优先股股息及少数股权	(12)	(1)	1	(1)	-	(1)	-14.1	(1)	(1)	(2)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	283	255	293	354	20.6	404	14.1	454	504	561
净利润(UBS)	283	255	293	354	20.6	404	14.1	454	504	561
税率(%)	23.0	22.0	22.2	25.0	12.4	25.0	0.0	25.0	25.0	25.0
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	0.56	0.50	0.58	0.70	20.6	0.80	14.1	0.90	0.99	1.11
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.56	0.50	0.58	0.70	20.6	0.80	14.1	0.90	0.99	1.11
每股收益(UBS, 基本)	0.56	0.50	0.58	0.70	20.6	0.80	14.1	0.90	0.99	1.11
每股股息净值(Rmb)	0.47	0.33	0.47	0.56	20.6	0.64	14.1	0.72	0.80	0.89
每股账面价值	5.10	5.13	5.38	5.61	4.3	5.84	4.2	6.10	6.37	6.67
平均股数(稀释后)	507.00	507.00	507.00	507.00	0.0	507.00	0.0	507.00	507.00	507.00
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	1,602	433	668	819	22.5	805	-1.7	807	821	850
其他流动资产	880	2,041	2,097	1,986	-5.3	2,083	4.9	2,176	2,273	2,379
流动资产总额	2,482	2,474	2,766	2,805	1.4	2,888	3.0	2,984	3,095	3,229
有形固定资产净值	547	950	1,100	1,180	7.2	1,255	6.4	1,326	1,393	1,456
无形固定资产净值	109	215	217	216	-0.5	215	-0.5	214	213	212
投资/其他资产	157	233	199	199	0.0	199	0.0	199	199	199
总资产	3,296	3,871	4,281	4,399	2.8	4,556	3.6	4,721	4,898	5,095
应付账款和其他短期负债	516	668	833	833	0.0	870	4.5	906	944	984
短期债务	90	450	580	580	0.00	580	0.00	580	580	580
流动负债总额	606	1,118	1,413	1,413	0.0	1,450	2.7	1,486	1,524	1,564
长期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	41	55	48	48	0.0	48	0.0	48	48	48
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	647	1,173	1,461	1,461	0.0	1,498	2.6	1,534	1,571	1,612
普通股股东权益	2,585	2,603	2,727	2,844	4.3	2,963	4.2	3,091	3,229	3,384
少数股东权益	63	96	93	94	1.1	95	1.2	96	97	99
负债和权益总计	3,296	3,871	4,281	4,399	2.8	4,556	3.6	4,721	4,898	5,095
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	283	255	293	354	20.6	404	14.1	454	504	561
折旧和摊销	47	64	80	73	-8.3	78	6.1	82	86	90
营运资本变动净值	8	30	(188)	110	-	(59)	-	(57)	(60)	(65)
其他营业性现金流	(41)	(350)	(29)	(9)	67.7	(9)	1.5	(9)	(9)	(9)
经营性现金流	297	(1)	157	529	236.0	413	-21.8	470	522	577
有形资本支出	(278)	(437)	(242)	(152)	37.1	(152)	0.0	(152)	(152)	(152)
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	128	(39)	129	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(151)	(476)	(113)	(152)	-35.0	(152)	0.0	(152)	(152)	(152)
已付股息	(182)	(237)	(198)	(237)	-19.3	(285)	-20.6	(326)	(366)	(407)
股份发行/回购	14	3	1	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	68	437	211	10	-95.15	10	0.00	10	10	10
债务及优先股变化	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	(100)	204	13	(226)	-	(275)	-21.6	(315)	(356)	(396)
现金流量中现金的增加/(减少)	46	(273)	58	150	159.4	(14)	-	2	14	28
外汇/非现金项目	(311)	(896)	177	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(265)	(1,169)	235	150	-36.2	(14)	-	2	14	28

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。

洽洽食品 (002557.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)	22.7	26.2	21.8	18.6	16.3	14.5	13.1	11.8
市盈率 (UBS, 稀释后)	22.7	26.2	21.8	18.6	16.3	14.5	13.1	11.8
股价/每股现金收益	19.5	21.0	17.2	15.4	13.7	12.3	11.2	10.1
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	0.3	(6.5)	(1.3)	5.7	4.0	4.8	5.6	6.4
净股息收益率(%)	3.7	2.5	3.7	4.3	4.9	5.6	6.2	6.9
市净率	2.5	2.6	2.3	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9
企业价值/营业收入(核心)	1.5	2.0	2.1	1.9	1.7	1.6	1.4	1.3
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	11.9	17.8	14.4	12.0	10.5	9.4	8.5	7.7
企业价值/息税前利润(核心)	13.7	22.0	17.6	13.9	12.0	10.7	9.6	8.6
企业价值/经营性自由现金流(核心)	13.4	21.1	16.9	13.8	11.9	10.6	9.5	8.6
企业价值/运营投入资本	4.9	3.1	2.4	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1
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	5,952	6,695	6,408	6,591	6,591	6,591	6,591	6,591
净债务 (现金)	(1,683)	(686)	26	(163)	(232)	(226)	(234)	(234)
少数股东权益	12	1	93	94	95	96	97	99
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	4,281	6,010	6,526	6,521	6,454	6,461	6,454	6,456
非核心资产	(115)	(112)	(120)	(120)	(120)	(120)	(120)	(120)
核心企业价值	4,166	5,898	6,407	6,402	6,334	6,341	6,335	6,336
增长率(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	0.4	8.7	4.2	10.5	9.6	8.4	8.2	8.3
息税折旧摊销前利润(UBS)	28.6	-5.3	33.7	20.5	13.3	11.8	10.5	10.6
息税前利润(UBS)	29.3	-11.8	35.8	26.8	14.5	12.7	11.3	11.4
每股收益(UBS 稀释后)	24.7	-9.9	15.0	20.6	14.1	12.4	11.0	11.2
每股股息净值	-31.1	-28.6	40.0	20.6	14.1	12.4	11.0	11.2
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	30.8	27.7	31.0	32.2	32.3	32.5	32.7	33.0
息税折旧摊销前利润率	12.8	11.1	14.3	15.5	16.1	16.6	16.9	17.3
息税前利润率	11.1	9.0	11.7	13.4	14.0	14.6	15.0	15.4
净利 (UBS) 率	10.3	8.5	9.4	10.3	10.7	11.1	11.4	11.7
ROIC (EBIT)	35.8	14.3	13.6	17.8	20.0	21.4	22.8	24.4
税后投资资本回报率	27.6	11.2	10.6	13.3	15.0	16.1	17.1	18.3
净股东权益回报率(UBS)	11.2	9.8	11.0	12.7	13.9	15.0	16.0	17.0
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	(4.3)	0.4	(0.2)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
净债务/总权益 %	(57.1)	5.2	(3.1)	(8.1)	(7.3)	(7.1)	(7.3)	(7.7)
净债务/(净债务 + 总权益) %	NM	4.9	(3.2)	(8.8)	(7.9)	(7.7)	(7.8)	(8.4)
净债务/企业价值	(36.3)	2.4	(1.4)	(3.7)	(3.5)	(3.6)	(3.8)	(4.3)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	192.1	182.9	174.9
资本支出/营业收入(%)	10.1	14.6	7.8	4.4	4.0	3.7	3.4	3.2
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	1.2	1.5	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
股息支付率 (UBS) %	83.6	66.2	80.6	80.6	80.6	80.6	80.6	80.6
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	2,750	2,988	3,113	3,441	3,770	4,088	4,422	4,788
总计	2,750	2,988	3,113	3,441	3,770	4,088	4,422	4,788
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	304	268	364	461	528	595	662	738
总计	304	268	364	461	528	595	662	738

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	+5.4%
预测股息收益率	4.3%
预测股票回报率	+9.7%
市场回报率假设	8.6%
预测超额回报率	+1.1%

风险声明

我们认为公司的下行风险包括：1) 原材料价格波动以及采购风险；2) 税收优惠政策到期或取消；3) 市场竞争恶化；4) 新产品推广失败；5) 食品安全负面新闻。

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：何淼

涉及报告中提及的公司的披露

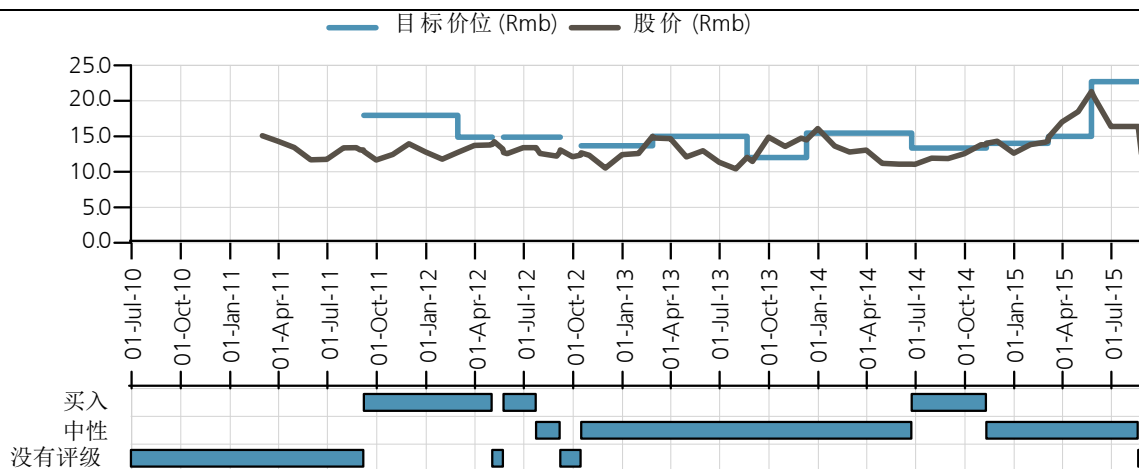
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
洽洽食品	002557.SZ	暂停评级	不适用	Rmb12.49	2015 年 08 月 26 日

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。

洽洽食品 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 8 月 26 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层管理层(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.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。**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: INM00010809; 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。

