

UBS Investment Research

荣盛发展

销售额增速好于预期，上调评级至“买入”

■ 上调2013/14年签约销售额预测至250/340亿元

荣盛发展自2012年初以来积极扩张土地储备，已累计斥资约187亿元购入权益建筑面积为1,029万平米的新项目。公司在此基础上大幅提升新开工面积，2013年全年料将达到550万平米，同比增长超过100%。我们预计这些项目将自Q4开始陆续进入销售阶段。由于公司项目主要位于房价上涨较温和的二线城市和经济较发达的三线城市，应能保持较好的销售速度。我们将公司2013/14年签约销售额分别上调5%/10%至250/340亿元，同比增长38%/36%。我们估计公司2013年前10月签约销售额已达210亿元，占瑞银预测值的84%。

■ 上调净利润预测至28.0/37.0/45.9亿元

我们根据最新销售额预测，将公司2013/14/15年营业收入从183.0/233.7/314.8亿元上调至187.5/234.5/316.8亿元，并在此基础上将公司的净利润从27.9/36.5/44.1亿元上调至28.0/37.0/45.9亿元，对应每股收益1.50/1.97/2.45元。

■ 公司出色的增长前景未被股价充分反映

公司当前股价对应6.2x动态市盈率，已接近近36个月的估值区间的底部（5.9x--13.8x），我们认为公司当前的估值反应了市场对三四线城市供需状况、房地产政策收紧、公司再融资等方面的悲观预期。我们认为销售额和结算净利润的持续快速增长，将成为公司股价触底回升的重要驱动因素。

■ 估值：目标价上调至15.76元，评级上调至“买入”

我们继续给予2014年8x市盈率（较历史平均市盈率低0.3个标准差），将目标价从15.60元上调至15.76元，较预期公司2014年末每股NAV有20%折价。

重要数据 (Rmb百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	9,502	13,415	18,752	23,447	31,684
息税前利润 (UBS)	2,155	2,894	4,070	5,114	6,407
净利润 (UBS)	1,549	2,185	2,801	3,696	4,585
每股收益 (UBS, Rmb)	0.83	1.17	1.50	1.97	2.45
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.12	0.15	0.19	0.26	0.32

盈利能力和估值	五年历史均值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润率 (%)	23.6	21.6	21.7	21.8	20.2
ROIC (EBIT) %	19.2	19.4	21.9	38.9	<-500
EV/EBITDA (core) x	11.5	9.1	7.2	4.2	0.7
市盈率 (UBS) (x)	15.0	8.7	7.3	5.5	4.5
净股息收益率 (%)	1.1	1.5	1.8	2.3	2.9

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2013年11月11日16时56分的股价 (Rmb10.95) 得出。

李宗彬

分析师

S1460512110002

michael-z.li@ubssecurities.com

+86-105-832 8664

全球证券研究报告

中国

房地产业

12个月评级

买入

之前：中性

12个月目标价

Rmb15.76/US\$2.59

之前：Rmb15.60/US\$2.56

股价

Rmb10.95/US\$1.80

路透代码: 002146.SZ 彭博代码002146 CH

2013年11月12日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb16.73-10.18/US\$2.73-1.63

市值 Rmb20.5十亿/US\$3.37十亿

已发行股本 1,876百万 (ORDA)

流通股比例 23%

日均成交量 (千股) 12,058

日均成交额 (Rmb 百万) Rmb158.7

资产负债表数据 12/13E

股东权益 Rmb10.7十亿

市净率 (UBS) 1.9x

净现金 (债务) (Rmb7.87十亿)

预测回报率

预测股价涨幅 +43.9%

预测股息收益率 2.3%

预测股票回报率 +46.2%

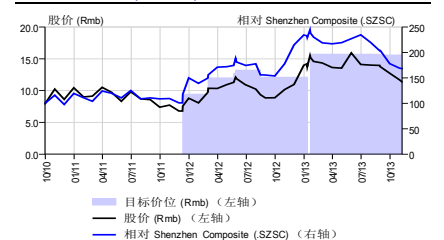
市场回报率假设 9.0%

预测超额回报率 +37.2%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/13E			12/12
	从	到	市场预测	实际
Q1	0.17	0.17	0.16	0.12
Q2	0.43	0.43	0.43	0.33
Q3	0.36	0.35	0.33	0.26
Q4E	0.54	0.55	0.54	0.47
12/13E	1.49	1.50	1.49	
12/14E	1.95	1.97	1.95	

股价表现 (Rmb)



资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

销售额及净利润延续快速增长

将 2013/14 年预期销售额上调 5%/10%至 250/340 亿元

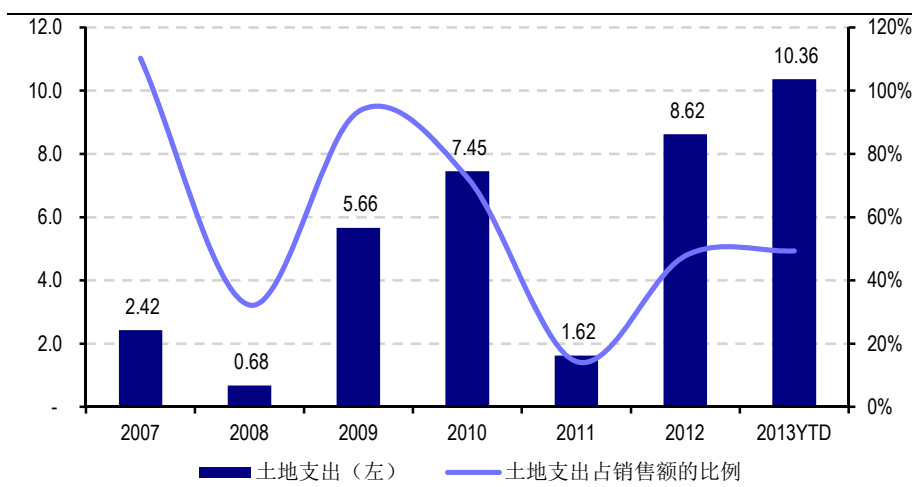
公司自H212开始采取扩张性策略，新开工强劲增长。荣盛发展自2012年下半年开始新一轮的土地储备扩张，当年斥资83亿元购入了权益建筑面积近500万平方米土地，创下公司拿地规模新高。2013年初至今，公司又在10个城市购入了权益建筑面积为533万平方米的土地储备，对应权益地价104亿元。

表1: 荣盛发展2013YTD斥资104亿元购入533万平米土地储备，千平米/百万元

	权益建筑面积		权益地价		楼面均价	
	2012	13YTD	2012	13YTD	2012	13YTD
沈阳	1,002	1,726	928	3,088	926	1,789
湛江	0	671	-	1,940	n.a.	2,891
廊坊	289	871	481	1,652	1,668	1,897
成都	181	162	1,024	777	5,668	4,792
蚌埠	995	404	2,237	637	2,247	1,575
临沂	303	380	162	629	535	1,658
南京	158	284	294	540	1,864	1,900
聊城	584	146	733	438	1,255	3,001
长沙	208	428	317	392	1,522	916
邯郸	0	259	-	328	n.a.	1,268
常州	481	0	1,114	-	2,316	n.a.
呼和浩特	302	0	308	-	1,021	n.a.
唐山	66	0	100	-	1,500	n.a.
徐州	386	0	622	-	1,611	n.a.
合计	4,955	5,330	8,320	10,420	1,679	1,955

数据来源：荣盛发展，瑞银证券估算

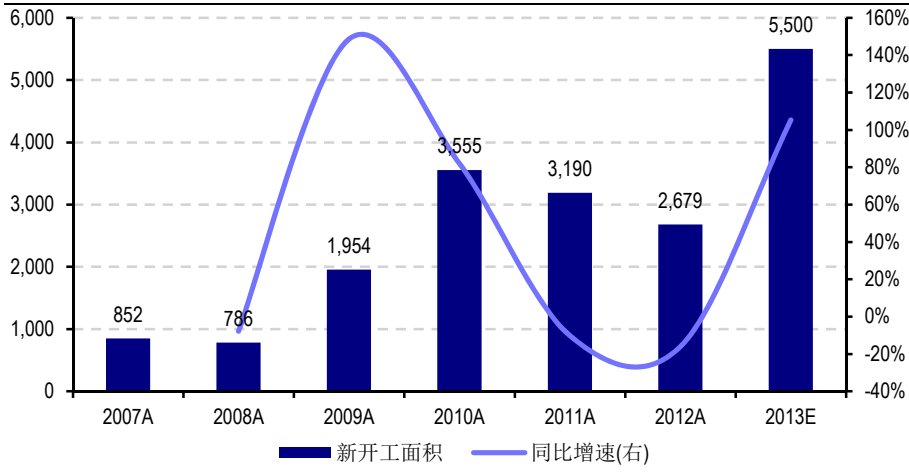
图1: 公司土地购置金额占销售额的比例上升至约50%，百万元



数据来源：荣盛发展，瑞银证券估算

在土地储备快速扩张和坚持快周转策略的基础上，公司新开工面积出现了快速扩张。公司H113已完成新开工335万平米，较2012年全年开工量高出25%。我们预计公司2013年全年新开工有望达到550万平米，同比增长超过100%，并相信这些新开工项目将自2013年4季度开始进入销售阶段。考虑到公司2013年积极的土地储备策略，我们预计公司H114新开工面积或将超过400万平方米。

图2: 公司2013年新开工同比增长或超100%，千平米

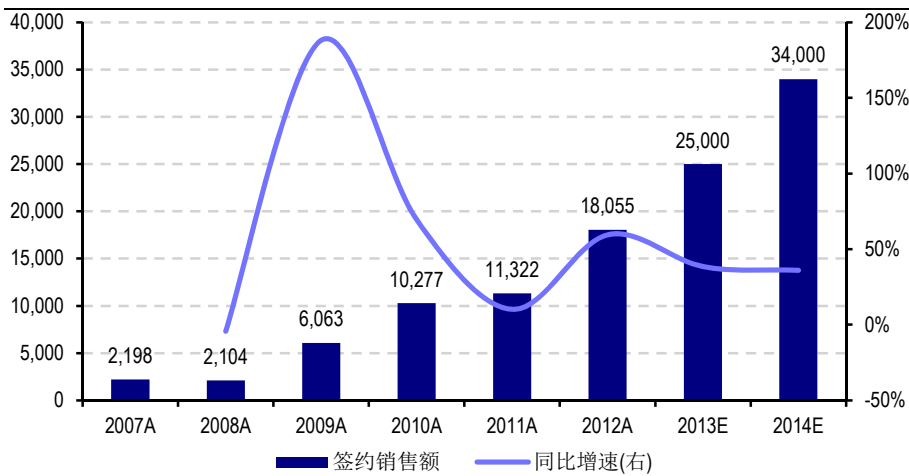


数据来源：荣盛发展，瑞银证券估算

上调2013/14年预测销售额至250/340亿元。我们估计公司2013年1-10月签约销售额已达到210亿元，好于我们此前的预期。我们认为公司项目所在城市需求保持在较高水平，以及公司推盘量上升，是公司销售业绩快速增长的主要原因。我们根据最新的市场需求及成交情况，将公司2013年全年的销售额预测上调5%至250亿元，同比增长38%。

我们预计公司2014年可售资源主要分布于沈阳、廊坊、南京、蚌埠、临沂等城市，而这些城市2014年的商品住宅需求仍将保持旺盛。这些城市房价处于稳定或缓和上涨的阶段，地方政府出台更严格的调控措施的风险较小。因此，我们将公司2014年签约销售额上调10%至340亿元，同比增长36%。

图3: 我们将公司2013/14年销售额上调至250/340亿元，百万元



数据来源：荣盛发展，瑞银证券估算

上调 2013/14/15 年净利润预测至 1.50/1.97/2.45 元

我们预期公司2013/14/15年营业收入将快速上升。公司在2013年前三季度结算122亿元收入后，预收款项仍然从年初的129亿元增长至170亿元，完全覆盖了我们对于Q413的结算收入预测。同时，我们预计销售的快速增长将驱动营业收入快速增涨，并将公司2013/14/15年营业收入上调至187.5/234.5/316.8亿元。我们新的收入预测仅比之前上调了2.5%/0.4%/0.6%，主要是因为一直采取快周转策略，销售速度显著快于结算速度。因此，我们对预测销售额的上调，对结算收入增速的预期调整影响较小。

上调公司2013-15年净利润预测至28.0/37.0/45.9亿元。我们预计公司的结算毛利率可能略微低于我们的预期，因此将公司2013/14/15年的结算毛利率从37%/37%/35%下调至36%/36%/34%。不过，公司销售及管理费用控制能力好于我们此前的预期，并且财务费用率处于下行通道，因此我们对公司2013年结算净利润率预测仅从15.2%下调至了14.9%，而2014/15年净利润率预测则从15.6%/14.0%略微上调至15.8%/14.5%。我们将公司的净利润从27.9/36.5/44.1亿元上调至28.0/37.0/45.9亿元。

表2: 盈利预测调整，百万元

	2013E	2014E	2015E
营业收入			
调整前	18,298	23,365	31,484
调整后	18,752	23,447	31,684
幅度	2.5%	0.4%	0.6%
净利润			
调整前	2,785	3,646	4,413
调整后	2,801	3,696	4,585
幅度	0.6%	1.4%	3.9%

数据来源：瑞银证券估算

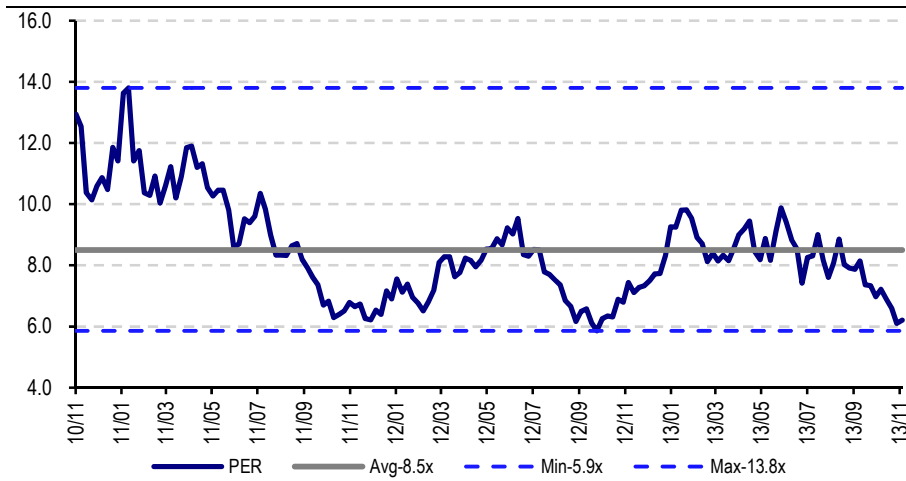
上调评级至“买入”

公司估值处于接近近3年来估值区间底部，或已经反映非常悲观预期。荣盛发展近36个月动态市盈率在5.9x至13.8x之间，平均值和标准差分别为8.5x和1.6。公司当前股价对应6.2x动态市盈率，已非常接近估值底部。我们认为公司当前的估值反映了市场在三四线城市供需状况、房地产政策收紧、公司再融资等方面的悲观预期。

我们认为上海近日出台的调控措施表明，地方政府在解决房价上涨过快问题时，已经将扩大住房用地供给作为重要的措施。我们认为这将降低未来房价快速上涨的风险，使地方政府未来出台更紧调控措施的压力减小。虽然地方政府短期内可能因为房价涨幅超出2013年初所定目标，而采取一些临时性的收紧措施，但我们认为这不会改变政策从控需求转变为增加供给的趋势，房地产行业面临的政策环境将逐渐改善。因此，我们认为A股开发商的估值将逐步上升。

基于2014年8倍市盈率，上调公司目标价至15.76元。我们维持公司8x的目标市盈率不变，该市盈率较公司历史平均市盈率低0.3个标准差。我们将公司2014年预测每股收益上调至1.97元的同时，将公司的目标价上调至15.76元，并将公司评级从“中性”上调至“买入”。

图4: 荣盛发展动态市盈率趋势



数据来源: Wind

我们的目标价较公司2014年末每股NAV有20%折价。我们假设无风险收益率为4.0%、市场风险溢价为5.0%、公司Beta为1.3、边际债务融资成本为10%，公司WACC为9.3%，在此基础上估算出公司2014年末每股NAV为19.64元。

乐观/悲观情景假设分析

■ 乐观情况-每股估值18.00元

如果住房信贷环境较为宽松，或政府采取更加支持自住需求的措施，公司业务所在城市的住房需求可能好于预期，2013/14年销售额或将上升至260/357亿元，较我们当前的预期高4%/5%。公司2014年每股收益可能上升至2.00元，而估值可能上升至9.0x，对应每股估值18.00元。

■ 悲观情况-每股估值10.45元

如果公司业务所在城市的住房需求走弱，公司2013/14年的销售额可能下降至230/300亿元，较我们当前的预期低2%/32%。公司2014年每股收益可能下降至1.90元，而估值可能下降至5.5x，对应每股估值10.45元。

荣盛发展

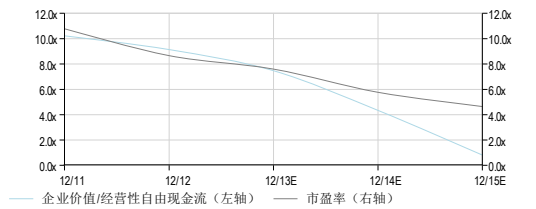
损益表 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业收入	6,527	9,502	13,415	18,752	39.8	23,447	25.0	31,684	35.1
营业费用 (不含折旧)	(5,064)	(7,281)	(10,456)	(14,607)	39.7	(18,248)	24.9	(25,187)	38.0
息税折旧摊销前利润 (UBS)	1,463	2,221	2,959	4,145	40.1	5,199	25.4	6,497	25.0
折旧	(29)	(66)	(65)	(75)	14.9	(86)	13.9	(90)	4.7
营业利润 (息税前利润, UBS)	1,434	2,155	2,894	4,070	40.6	5,114	25.6	6,407	25.3
其他盈利和联营公司盈利	(22)	(25)	23	25	8.8	0	-	0	-
净利息	(60)	(164)	(82)	(101)	23.4	(132)	30.8	(148)	11.4
非正常项目 (税前)	(9)	(17)	(45)	(10)	-78.0	0	-	0	-
税前利润	1,343	1,949	2,789	3,984	42.8	4,981	25.0	6,260	25.7
税项	(321)	(421)	(624)	(996)	59.7	(1,245)	25.0	(1,565)	25.7
税后利润	1,022	1,528	2,166	2,988	38.0	3,736	25.0	4,695	25.7
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	(1)	4	(26)	(197)	666.5	(40)	-79.6	(110)	172.7
净利润 (本地会计准则)	1,021	1,532	2,140	2,791	30.4	3,696	32.4	4,585	24.1
净利润 (UBS)	1,030	1,549	2,185	2,801	28.2	3,696	31.9	4,585	24.1
税率 (%)	24	22	22	25	11.8	25	0.0	25	0.0
不计非正常项目税率 (%)	24	21	22	25	14.0	25	-0.3	25	0.0
每股 (Rmb)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
每股收益 (本地会计准则)	0.55	0.82	1.15	1.49	32.1	1.97	32.4	2.45	24.1
每股收益 (UBS)	0.55	0.83	1.17	1.50	27.9	1.97	31.9	2.45	24.1
每股股息净值	0.08	0.12	0.15	0.19	29.2	0.26	32.4	0.32	24.1
每股现金收益	0.57	0.87	1.20	1.54	27.6	2.02	31.5	2.50	23.6
每股账面净值	2.55	3.29	4.37	5.71	30.7	7.49	31.2	9.68	29.3
资产负债表 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
有形固定资产净值	761	835	996	1,060	6.4	1,026	-3.3	990	-3.5
无形固定资产净值	159	175	173	169	-2.3	165	-2.4	161	-2.5
净营运资本 (包括其他资产)	8,843	11,820	16,343	19,053	16.6	5,522	-71.0	(7,965)	-
其他负债	(493)	(170)	(339)	(339)	0.0	(339)	0.0	(339)	0.0
运营投入资本	9,270	12,660	17,173	19,943	16.1	6,373	-68.0	(7,154)	-
投资	41	12	61	202	232.3	222	10.0	244	10.0
运用资本总额	9,311	12,672	17,234	20,145	16.9	6,596	-67.3	(6,909)	-
股东权益	4,760	6,137	8,172	10,682	30.7	14,015	31.2	18,120	29.3
少数股东权益	558	944	1,317	1,594	21.0	1,702	6.8	1,902	11.7
总股东权益	5,317	7,081	9,488	12,276	29.4	15,717	28.0	20,022	27.4
净债务 / (现金)	3,994	5,591	7,746	7,870	1.6	(9,121)	-	(26,931)	195.3
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	9,311	12,672	17,234	20,145	16.9	6,596	-67.3	(6,909)	-
现金流量表 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	1,434	2,155	2,894	4,070	40.6	5,114	25.6	6,407	25.3
折旧	29	66	65	75	14.9	86	13.9	90	4.7
营运资本变动净值	(3,404)	(2,974)	(4,450)	(2,710)	-39.1	13,531	-	13,488	-0.3
其他 (经营性)	387	840	994	1,171	17.9	1,521	29.8	1,692	11.2
经营性现金流 (税前/息前)	(1,553)	86	(497)	2,606	-	20,251	677.0	21,676	7.0
收到 / (支付) 利息净值	(60)	(164)	(82)	(101)	23.4	(132)	30.8	(148)	11.4
已付股息	(90)	(143)	(224)	(281)	25.54	(363)	29.24	(480)	32.41
已缴付税项	(321)	(421)	(624)	(996)	59.7	(1,245)	25.0	(1,565)	25.7
资本支出	(432)	(147)	(179)	(276)	54.2	(67)	-75.8	(72)	7.9
并购/处置净值	0	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	(556)	(1,372)	(1,007)	(1,156)	14.8	(1,521)	31.5	(1,692)	11.2
股份发行	532	467	371	80	-78.4	68	-15.1	90	33.0
净债务的现金流 (增加) / 减少	(2,479)	(1,694)	(2,242)	(124)	-94.5	16,991	-	17,810	4.8
外汇/非现金项目	(1)	96	88	0	-100.0	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	(2,480)	(1,598)	(2,154)	(124)	-94.2	16,991	-	17,810	4.8
核心息税折旧摊销前利润	1,463	2,221	2,959	4,145	40.1	5,199	25.4	6,497	25.0
维护资本支出	(43)	(15)	(18)	(28)	54.2	(7)	-75.8	(7)	7.9
维护营运资本净支出	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	1,420	2,206	2,941	4,117	40.0	5,192	26.1	6,490	25.0

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。附注: 对于部分公司而言, 所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

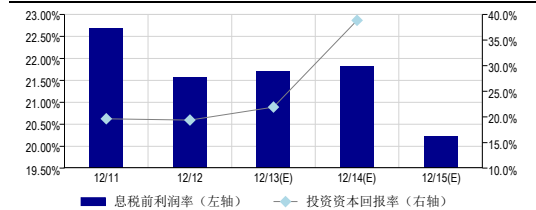
公司概况

荣盛发展成立于 1996 年，是一家致力于中等规模城市地产开发的房地产企业。公司目前已基本实现全国布局，项目分布于沈阳、廊坊、沧州、邯郸、石家庄、聊城、徐州、南京、蚌埠、长沙、湛江等 10 余个城市。公司 2012 年实现营业收入 134 亿元，归属于母公司所有者的净利润 21 亿元。截至 2012 年末，荣盛发展总资产为 405 亿元，净资产 95 亿元。

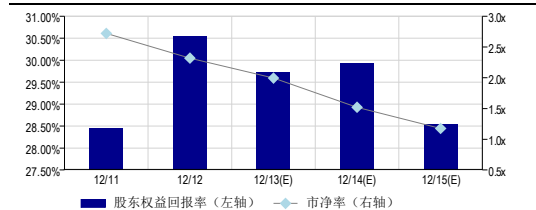
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



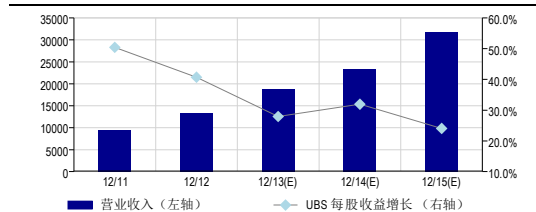
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长（UBS每股收益）



估值 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
市盈率 (本地会计准则)	15.8	10.9	9.0	7.3	5.5	4.5
市盈率 (UBS)	15.0	10.8	8.7	7.3	5.5	4.5
股价/每股现金收益	14.6	10.3	8.4	7.1	5.4	4.4
净股息收益率 (%)	1.1	1.3	1.5	1.8	2.3	2.9
市净率	3.2	2.7	2.3	1.9	1.5	1.1
企业价值/营业收入 (核心)	2.7	2.4	2.0	1.6	0.9	0.1
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	11.5	10.2	9.1	7.2	4.2	0.7
企业价值/息税前利润 (核心)	11.8	10.5	9.3	7.4	4.2	0.7
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	11.7	10.2	9.1	7.3	4.2	0.7
企业价值/运营投入资本	2.3	2.1	1.8	1.6	1.6	NM

企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
平均市值	16,694	18,870	20,546	20,546	20,546
+ 少数股东权益	751	1,130	1,455	1,648	1,802
+ 平均净债务 (现金)	4,792	6,668	7,808	(626)	(18,026)
+ 养老金义务及其他	331	254	339	339	339
- 非核心资产价值	(12)	(61)	(202)	(202)	(202)
核心企业价值	22,557	26,862	29,947	21,706	4,460

增长率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	60.4	45.6	41.2	39.8	25.0	35.1
息税折旧摊销前利润 (UBS)	51.2	51.8	33.2	40.1	25.4	25.0
息税前利润 (UBS)	51.1	50.3	34.3	40.6	25.6	25.3
每股收益 (UBS)	45.9	50.4	40.7	27.9	31.9	24.1
每股现金收益	46.0	52.4	39.0	27.6	31.5	23.6
每股股息净值	32.9	56.0	25.0	29.2	32.4	24.1
每股账面净值	36.6	28.9	32.6	30.7	31.2	29.3

利润率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税折旧摊销前利润/营业收入	24.2	23.4	22.1	22.1	22.2	20.5
息税前利润/营业收入	23.6	22.7	21.6	21.7	21.8	20.2
净利润 (UBS) /营业收入	17.7	16.3	16.3	14.9	15.8	14.5

资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	19.2	19.7	19.4	21.9	38.9	NM
税后投资资本回报率	-	15.5	15.1	16.4	29.1	NM
净股东权益回报率	25.3	28.4	30.5	29.7	29.9	28.5

偿付比率	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润/净利息	-	13.1	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	6.8	6.9	7.8	7.7	7.7	7.7
股息支付率 (%，UBS 每股收益)	14.9	14.4	12.8	13.0	13.0	13.0
净债务/息税折旧摊销前利润	2.5	2.5	2.6	1.9	NM	NM

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入/运营投入资本	0.9	0.9	0.9	1.0	1.8	NM
营业收入/固定资产	10.0	9.8	12.3	15.6	19.4	27.1
营业收入/净营运资本	0.9	0.9	1.0	1.1	2.0	NM

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
经营性自由现金流/息税前利润	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
资本支出/营业收入 (%)	3.4	1.5	1.3	1.5	0.3	0.2
资本支出/折旧	6.2	2.2	2.7	3.7	0.8	0.8

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
净债务/总权益	81.7	91.1	94.8	73.7	(65.1)	NM
净债务/(净债务 + 权益)	45.0	47.7	48.7	42.4	NM	NM
净债务 (核心) /企业价值	18.3	21.2	24.8	26.1	(2.9)	NM

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。
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年11月11日16时56分的股价 (Rmb10.95) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

李宗彬

分析师

S1460512110002

michael-z.li@ubssecurities.com

+86-105-832 8664

■ 荣盛发展

荣盛发展成立于1996年，是一家致力于中等规模城市地产开发的房地产企业。公司目前已基本实现全国布局，项目分布于沈阳、廊坊、沧州、邯郸、石家庄、聊城、徐州、南京、蚌埠、长沙、湛江等10余个城市。公司2012年实现营业收入134亿元，归属于母公司所有者的净利润21亿元。截至2012年末，荣盛发展总资产为405亿元，净资产95亿元。

■ 风险声明

我们认为公司股价的主要风险包括：1) 中国商品住宅销售价格如果出现快速上升，中央政府可能推出更为严厉的调控政策；2) 公司房地产开发项目主要位于二三线城市，因此如果这些城市的商品房需求低于预期，公司的销售业绩可能受到负面影响；3) 公司可能因为房地产调控而面临一定的资金压力。

■ 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。

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。

UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	44%	32%
中性	持有/中性	46%	32%
卖出	卖出	10%	19%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	低于1%
卖出	卖出	低于1%	低于1%

- 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（投行）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（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2013年09月30日。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	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三个月内上涨
卖出	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三个月内下跌

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：李宗彬。

涉及报告中提及的公司的披露

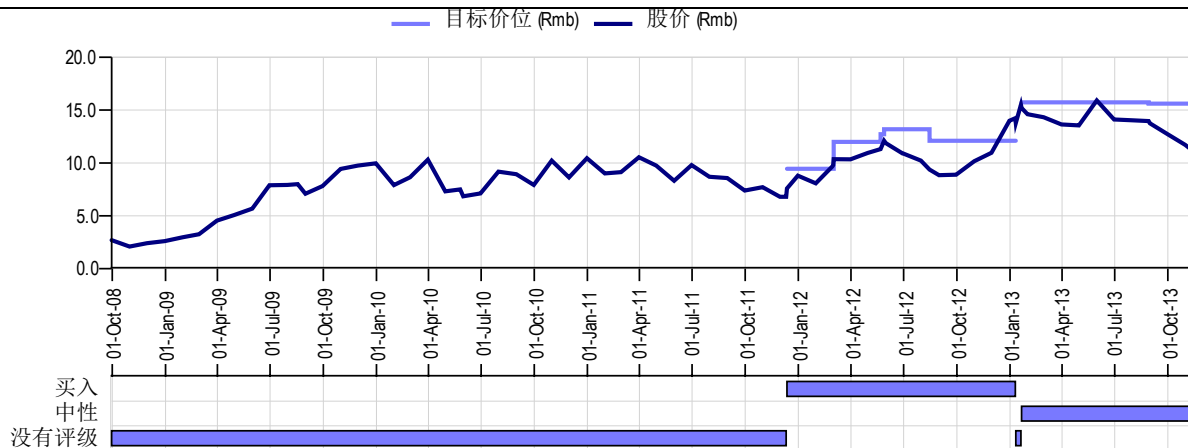
公司名称	路透	12个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
荣盛发展	002146.SZ	中性	不适用	Rmb11.38	2013年11月08日

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。

荣盛发展 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银)；截止至2013年11月8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)。

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。

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人员沟通。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(ACP)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,在未获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。**俄罗斯:**由UBS Securities C.JSC编制并分发。**瑞士:**仅由UBS AG向机构投资者分发。**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)监管的特准投资推介商。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。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”,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(澳大利亚金融服务执照号:231087)和/或UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务执照号:231098)分发。本文件所含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。**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。**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。**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 (253825-x)于马来西亚分发。**印度:**Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 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或元素。©UBS 2013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。

