

UBS Investment Research

威孚高科

国IV有望14H1执行，未来两年公司利润有望高增长

■ 预计重卡行业13年销量超预期，未来2年更新需求支撑行业增长

我们预计13年重卡销量72万（YoY+14%），明显超市场预期。我们预计14、15年重卡更新需求约为55万和65万，新增需求约为12万，淘汰“黄标车”所致的需求约15万。由此推算未来2年重卡销量增速有望维持10%以上。

■ 我们估计国IV排放标准有望在14年上半年实施

据我们调研许多整车和零部件企业均已做好迎接国IV产品升级的准备。国务院公布《大气污染防治计划》中规定14年底在全国范围内供应国IV标准柴油。13年入冬以来北方雾霾天气频发，为国IV的尽快实行起到了推进作用。

■ 乐观、悲观情景假设中，威孚利润增速未来2年均将保持较高增长

如果国IV14年1月1日执行（乐观情景），我们估算14、15年高压共轨和SCR业务所贡献净利润为6.2/9.2亿元以及1.25/9.24亿元，公司净利润增速分别为58%和31%；如果国IV14年7月1日执行（悲观情景），我们估算14、15年高压共轨和SCR业务所贡献净利润为3.9/7.0亿元和0.94/7.51亿元，公司净利润增速分别为31%和38%。

■ 估值：我们上调目标价至36.5元，重申“买入”评级

基于13年重卡增速有望实现超预期的14%，油品升级时间超预期，我们将13-15年EPS从1.07元/1.61/1.99元调整至1.11元/1.54/2.15元。我们基于瑞银VCAM（WACC8.8%）估值模型通过现金流贴现推导得到新目标价36.5元，对应13年PE32.8x。公司为我们行业中最看好的个股之一。

重要数据 (Rmb百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	5,898	5,015	6,448	9,397	14,967
息税前利润 (UBS)	889	554	776	1,147	1,454
净利润 (UBS)	1,205	889	1,137	1,569	2,188
每股收益 (UBS, Rmb)	1.18	0.87	1.11	1.54	2.15
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.30	0.30	0.37	0.52	0.72

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 (%)	8.8	11.0	12.0	12.2	9.7
ROIC (EBIT) %	18.7	15.3	18.3	24.4	25.5
EV/EBITDA (core) x	18.8	18.4	19.6	14.1	11.4
市盈率 (UBS) (x)	22.4	22.6	24.4	17.7	12.7
净股息收益率 (%)	2.0	1.5	1.4	1.9	2.7

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18日22时36分的股价（Rmb27.15）得出；

陈实

分析师
S1460511070002
shi.chen@ubssecurities.com
+86-213-866 8854

邹天龙

分析师
S1460512070001
tianlong.zou@ubssecurities.com
+86-105-832 8775

全球证券研究报告

中国

汽车零部件业

12个月评级

买入
保持不变

12个月目标价

Rmb36.50/US\$5.99
之前：Rmb33.70/US\$5.53

股价

Rmb27.15/US\$4.46

路透代码: 000581.SZ 彭博代码000581 CH

2013年11月19日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb30.27-18.00/US\$4.85-2.89

市值 Rmb26.4十亿/US\$4.34十亿

已发行股本 848百万 (ORDA)

流通股比例 82%

日均成交量 (千股) 10,363

日均成交额(Rmb 百万) Rmb254.4

资产负债表数据 12/13E

股东权益 Rmb10.3十亿

市净率 (UBS) 2.7x

净现金 (债务) Rmb2.80十亿

预测回报率

预测股价涨幅 +34.4%

预测股息收益率 1.9%

预测股票回报率 +36.3%

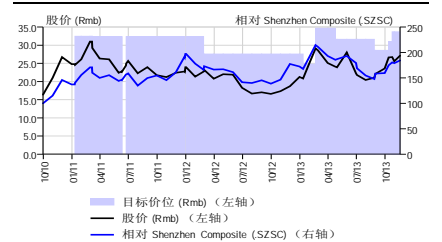
市场回报率假设 9.0%

预测超额回报率 +27.3%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/13E			12/12
	从	到	市场预测	实际
Q1	0.25	0.25	0.25	0.24
Q2	0.27	0.27	0.40	0.20
Q3	0.26	0.26	0.26	0.16
Q4E	0.28	0.33	0.28	0.27
12/13E	1.07	1.11	1.07	
12/14E	1.61	1.54	1.61	

股价表现 (Rmb)



资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

目录	页
重卡行业 13 年复苏超预期，未来 2 年增长由更新需求决定	3
— 预计未来二年重卡更新需求约为55和65万辆	4
— 预计经济温和增长前提下的未来三年重卡新增需求约为11~12万辆.....	5
— 预计淘汰“黄标车”将使得未来三年重卡更新需求每年增加15万辆.....	6
国 IV 排放标准有望在 14 年初实施	6
国 IV 实施时间情景分析	7
— 乐观情景：国IV14年1月1日实施.....	8
— 悲观情景：国IV14年7月1日实施.....	11
目前（基准情景）预测威孚高科未来三年的盈利预测基于乐/悲观分析之间	13

陈实
分析师
S1460511070002
shi.chen@ubssecurities.com
+86-213-866 8854

邹天龙
分析师
S1460512070001
tianlong.zou@ubssecurities.com
+86-105-832 8775

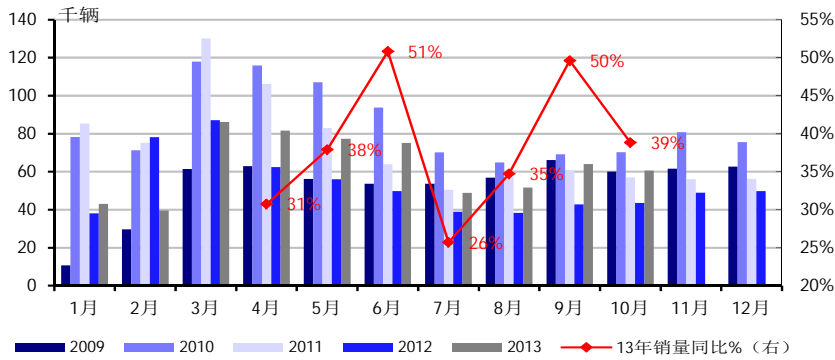
重卡行业13年复苏超预期，未来2年增长由更新需求决定

我们预计13年全年累计重卡销量为72万辆，同比增长约为14%。10月重卡行业单月销量60580辆，同比再超预期，实现增长38.8%；这已经是重卡自今年四月以来的连续7个月实现同比正增长。今年1~10月，重卡累计销量达62.8万辆，累计同比增速约17.3%；13年前十个月的累计销量已经接近12年重卡全年的销量63万辆，且库存持续保持低位，行业复苏迹象明显。

从销售结构看：13年1~10月，物流类重卡销量为39万辆，同比增长17.8%；工程类重卡销量为23.8万辆，同比增长16.6%。

分厂商来看：13年1~10月，第一梯队的东风汽车和一汽集团10月销量同比增长17.2%和13.4%；第二梯队的福田、陕重汽和中国重汽10月销量同比增长31.1%、13.7%和8.9%。

图1: 截止13年10月重卡行业销量已经连续7个月实现同比正增长



数据来源：中汽协，瑞银证券估算

图2: 重卡月度销售数据

类别	公司代码	2013-10 辆	2013-09 辆	2012-10 辆	环比%	同比%	当年累计销量	去年同期累计销量	累计销量同比%
重卡销量		60,580	64,062	43,640	-5.4%	38.8%	627,727	535,056	17.3%
重卡销量分产品									
工程类重卡		23,436	21,874	17,047	7.1%	37.5%	238,281	204,370	16.6%
物流类重卡		37,144	42,188	26,593	-12.0%	39.7%	389,446	330,686	17.8%
重卡整车+重卡底盘+半挂牵引车（分主要重卡生产商）（工程类=底盘；物流类=整车+半挂牵引车）									
中国重汽	000951 CH								
重卡销量		9,927	9,006	6,190	10.2%	60.4%	99,916	91,785	8.9%
工程类重卡		5,429	3,064	3,133	77.2%	73.3%	40,246	33,744	19.3%
物流类重卡		4,498	5,942	3,057	-24.3%	47.1%	59,670	58,041	2.8%
陕西重汽	潍柴动力A子公司								
重卡销量		6,643	7,179	5,548	-7.5%	19.7%	80,237	70,553	13.7%
工程类重卡		2,519	2,847	1,605	-11.5%	56.9%	32,710	27,623	18.4%
物流类重卡		4,124	4,332	3,943	-4.8%	4.6%	47,527	42,930	10.7%
北汽福田	600166 CH								
重卡销量		9,350	10,248	6,582	-8.8%	42.1%	93,490	71,299	31.1%
工程类重卡		3,140	1,746	1,671	79.8%	87.9%	21,700	20,638	5.1%
物流类重卡		6,210	8,502	4,911	-27.0%	26.5%	71,790	50,661	41.7%
东风汽车	600006 CH								
重卡销量		13,065	14,899	8,558	-12.3%	52.7%	131,992	112,653	17.2%
工程类重卡		5,829	7,395	5,183	-21.2%	12.5%	65,489	60,238	8.7%
物流类重卡		7,236	7,504	3,375	-3.6%	114.4%	66,503	52,415	26.9%
一汽集团	未上市								
重卡销量		12,026	12,649	7,604	-4.9%	58.2%	100,283	88,402	13.4%
工程类重卡		3,181	3,677	3,200	-13.5%	-0.6%	38,711	33,996	13.9%
物流类重卡		8,845	8,972	4,404	-1.4%	100.8%	61,572	54,406	13.2%
包头北奔	未上市								
重卡销量		1,124	1,317	1,624	-14.7%	-30.8%	15,730	21,092	-25.4%
物流类重卡		1,124	1,317	1,624	-14.7%	-30.8%	15,730	21,092	-25.4%

数据来源：CAAM

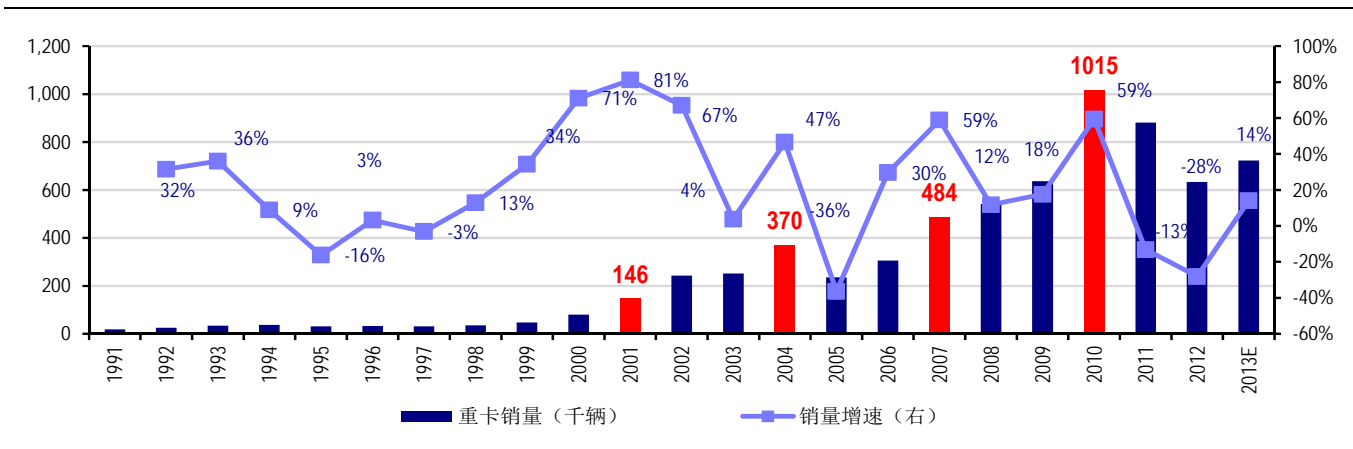
重卡前十个月的销量情况符合之前我们对13年市场的预测，我们重申支撑重卡销量的三个要素即：**1) 13年起，重卡市场迎来更新需求高峰，2) 基建和房地产投资支撑一定的新增需求，3) 以及黄标车的更新换代。**具体来看：

- (1) 13~15年重卡的更新需求对应的应该接近于07~09年的销量，我们估计这个数字为：46/55/65万辆左右；
- (2) 基建与房地产投资增速保持一定水平有望使得重卡的新增需求保持温和的增长，我们预计13~15年的新增需求为11/12/12万辆；
- (3) 预计环保部的《重点区域大气污染防治“十二五”规划》将使得未来3年中，平均每年有15万辆重卡黄标车被淘汰。

预计未来二年重卡更新需求约为 55 和 65 万辆

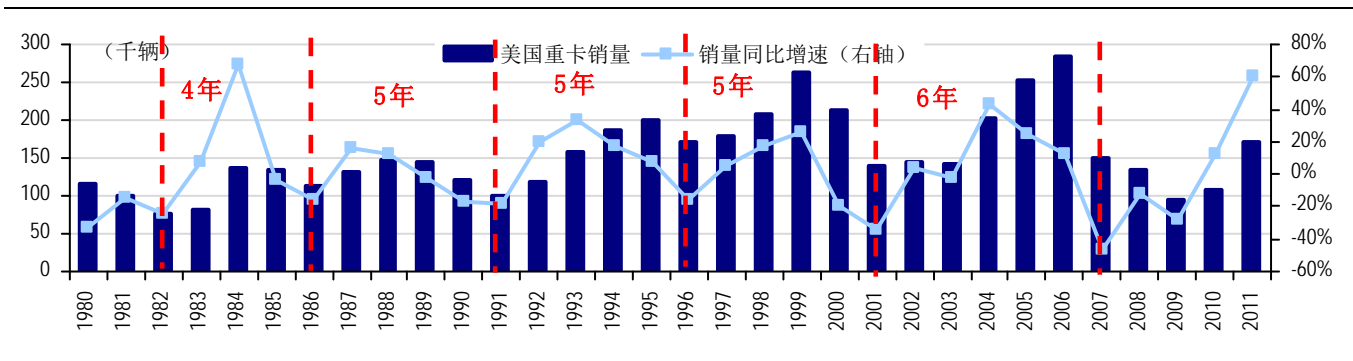
我们认为13~15年的重卡更新需求对应于07~09年的重卡销量，我们估计这个数字为46/55/65万辆。在1999年至2010年的12年经济周期中，重卡销量呈现出每3年的一个周期性。但是重卡的使用率受到经济环境（基础建设投资+房地产开发投资）的影响。借助国际上的成熟市场（经济增长稳定且温和）的经验来看，1980~2011年期间的美国的重卡更新周期大约为4~6年，而目前经济状况下我国重卡的利用率难以达到1999~2010年的水平；重卡的使用年限要高于理论上的3~5年，因此，我们按照保守估计的6年为周期，那么我们估算13~15年我国重卡市场的更新需求对应07~09年的重卡销量，大约为46/55/65万辆。

图3:1999年至2010年的经济周期中，重卡更新需求的峰值大约为3年；



数据来源：中汽协、瑞银证券估算

图4:在经济增长稳定且温和的美国市场，重卡的更新周期为4~6年

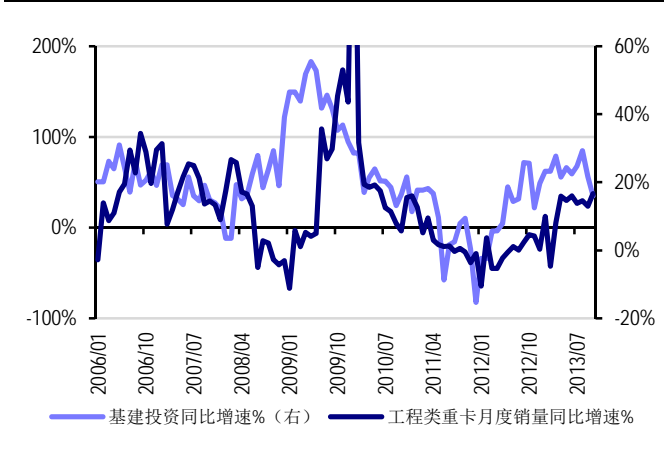


数据来源：CAAM、瑞银证券估算

预计经济温和增长前提下的未来三年重卡新增需求约为11~12万辆

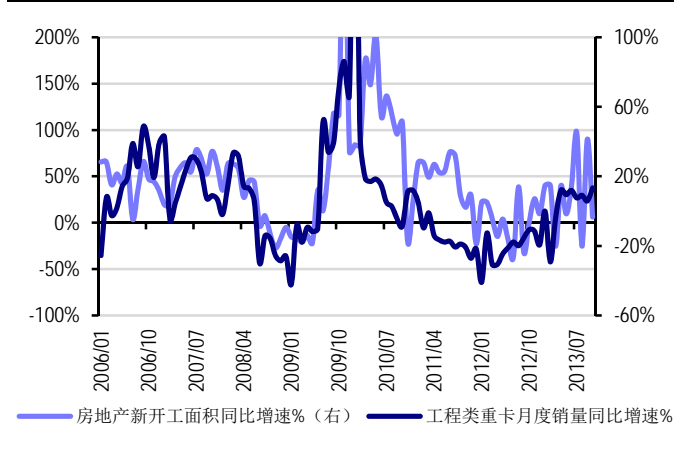
我们对重卡保有量的估算以09年之前作为基准，按照我们对04~08年重卡保有量和我国GDP的复合增长率比值的估算，重卡保有量增速约为GDP增速的0.57。根据瑞银宏观团队对于中国GDP的预测，未来年份GDP增速为7.5%，我们计算重卡保有量也就是新增需求的增速或为4%左右的温和增长；我们预计未来2年重卡的年均新增需求约为11~12万辆。

图5: 基建固定资产投资增速 VS 工程类重卡月度销量同比增速



数据来源: CEIC, 瑞银证券估算

图6: 工程类重卡月度销量同比增速 VS 房地产新开工面积增速



数据来源: CEIC, 瑞银证券估算

表1: 13~14年重卡市场的保有量预计每年增加12万辆左右

	GDP同比增速	重卡保有量增速预测	重卡保有量预测 (千辆)	重卡新增需求预测 (千辆)
2003	10.0%	5.7%	1568	85
2004	10.1%	5.8%	1658	90
2005	11.3%	6.4%	1765	107
2006	12.7%	7.2%	1892	128
2007	14.2%	8.1%	2045	153
2008	9.6%	5.5%	2157	112
2009	9.2%	5.2%	2271	113
2010	10.4%	5.9%	2405	135
2011	9.3%	5.3%	2533	127
2012	7.8%	4.4%	2645	113
2013E	7.5%	4.3%	2758	113
2014E	7.5%	4.3%	2876	118
2015E	7.5%	4.3%	2999	123

数据来源: CEIC、瑞银证券估, 算注: 由于重卡保有量的统计口径在2009年或有偏差, 我们按照04-08年重卡保有量和我国GDP的复合增长率比值的估算, 得出重卡保有量增速约为GDP增速的0.57

预计淘汰“黄标车”将使得未来三年重卡更新需求每年增加15万辆

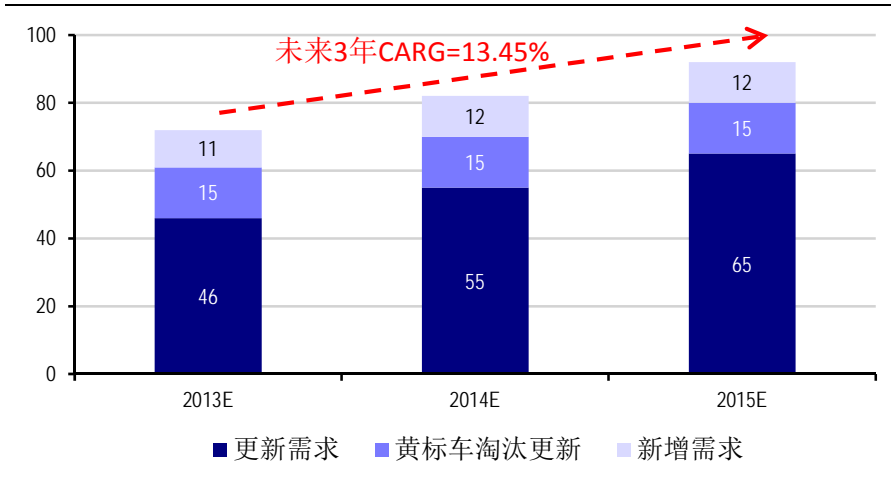
环保部在《重点区域大气污染防治“十二五”规划》中明确指出了黄标车淘汰项目将作为“规划”中的重点规划项目，其中柴油类重卡作为黄标车中污染尤其严重的分类，“规划”中指出，在12~15年的计划淘汰量将达到61万辆，那么预计在未来3年平均每年将有15万辆重卡或被淘汰，即重卡更新需求平均每年新增15万辆。因此对于全行业的展望，我们认为13年全年实现销量72万辆问题应该不大，14~15年有望实现82和92万辆。

表2:估计13~15年重卡年度销量

万辆	更新需求	黄标车淘汰更新	新增需求	年度销量	YOY
2013E	46	15	11	72	14%
2014E	55	15	12	82	12%
2015E	65	15	12	92	12%

数据来源：瑞银证券估算

图7:13~15年按6年作为更新需求重卡的销量情况



数据来源：瑞银证券估算

国IV排放标准有望在14年初实施

我们认为，从目前的形式来看，国IV有望在2014年年初得以实施：

- (1) 政策层面：国务院在9月印发了《大气污染防治计划》，对汽车尾排的处理措施将得到进一步的落实；
- (2) 产业链层面：整车和零部件企业目前的产能准备更加成熟，很多产品已经达到了环保部的要求；
- (3) 地域层面：全国已有众多城市计划在当地实行国IV标准；另一方面，部分地区已有或即将对国IV柴油展开供给；

(4) 舆论层面：入冬季节是中国北方雾霾天气的高发季节，我们认为，大气污染的治理将成为未来几个月的关注焦点，从舆论的角度来看，是在为国IV的尽快实行起到了推进作用；

我们预计国IV大概率会在2014年上半年开始实施，具体实施的日期为2014年1月1日或2014年7月1日；具体实施的措施为要求所有厂商停止生产和销售相关国III产品。因此我们认为，相比于过去数次对国IV排放标准实行的纸上谈兵，2013年年底各个方面的因素都已经为即将到来的国IV实施提供了充分条件。

国IV实施时间情景分析

目前高压共轨类产品分为**重型**和**轻型**高压共轨系统，其中，**重型高压共轨系统**主要作用于**重卡**与**大客类商用车**；而**轻型类高压共轨系统**作用于**中轻微卡**以及**中轻客**。我们预计，重型高压共轨系统在国III排放标准中的配比率约为40%，进入国IV这个比率将明显提升。

我们认为国IV排放标准将于2014年上半年实施。但是市场对于实施的具体时间上尚存分歧。我们就国IV14年1月1日和14年7月1日实施做了情景分析。

表3: 国IV明年1月1日或7月1日实施对高压共轨和SCR产品的关键假设

情景	国IV实施日期	重型高压共轨配套率		轻型高压共轨配套率		重型SCR配套率	
		2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
乐观	2014年1月1日	70%	78%	42%	56%	10%	78%
基准	2014年上半年	45%	70%	33%	48%	10%	70%
悲观	2014年7月1日	40%	60%	28%	42%	6%	60%

数据来源：瑞银证券估算

表4: 高压共轨系统产品（博世汽柴）对合并报表净利润的贡献

单位：亿元	乐观	基准	悲观
2013E	3.1	3.1	3.1
2014E	6.2	4.5	3.9
2015E	9.2	8.1	7.0

数据来源：瑞银证券估算

表5: SCR（威孚力达）对合并报表净利润的贡献

单位：亿元	乐观	基准	悲观
2013E	0.24	0.24	0.24
2014E	1.25	1.25	0.94
2015E	9.24	8.47	7.51

数据来源：瑞银证券估算

乐观情景：国 IV14 年 1 月 1 日实施

预计 14、15 年博世汽柴高压共轨业务为威孚高科贡献净利润
6.2/9.2 亿

表6:乐观情形下，按照14、15年70%/78%的国IV配比率测算的重型高压共轨系统

产量：（万辆）/（万台）	2013E	2014E	2015E
重型高压共轨系统			
重卡	72	82	92
大客	9	9.5	10
重卡+大客产量（对应柴油发动机）	81	91.5	102
重型高压共轨高压共轨配套率	40%	70%	78%
重型高压共轨市场需求	32.4	64	79.56
博世汽柴的市场份额	68%	68%	68%
博世汽柴重型高压共轨销量	22	44	54

数据来源：瑞银证券估算

表7:乐观情形下，按照14、15年42%/56%的国IV配比率测算的轻型高压共轨系统销量

产量：（万辆）/（万台）	2013E	2014E	2015E
轻型高压共轨系统			
中卡	30	32	33
轻卡	194	203	214
微卡	56	59	62
中客	9.9	10.4	11.0
轻客	35	36.8	38.7
中轻微卡+中轻客产量	324.9	341.2	358.7
使用柴油发动机比率	80%	80%	80%
轻型高压共轨配套率	25%	42%	56%
轻型高压共轨市场需求	73	115	161
博世汽柴的市场份额	68%	68%	68%
博世汽柴轻型高压共轨销量	49	78	109

数据来源：瑞银证券估算

表8: 乐观情形下, 博世汽柴收入利润预测以及合并报表利润贡献

博世汽柴高压共轨系统盈利预测 (亿元)	2013E	2014E	2015E
博世汽柴重型高压共轨销量 (万台)	22	44	54
博世汽柴轻型高压共轨销量 (万台)	49	78	109
重型高压共轨系统单价 (万元)	1	0.98	0.97
轻型高压共轨系统单价 (万元)	0.69	0.68	0.65
收入	56	96	124
净利润率	16%	19%	22%
净利润	9	18	27
参股比	34%	34%	34%
合并报表净利润贡献 (投资收益)	3.1	6.2	9.2

数据来源: 瑞银证券估算

预计 14、15 年 SCR 为威孚高科贡献净利润为 1.25/9.24 亿

正如我们之前所说, 国IV标准实施后, SCR系统将与高压共轨系统产品配套成为解决商用车排放要求的主流措施。目前公司的SCR系统产品还处于准备阶段, 就短期来看, 其与重型柴油机的配比率还比较低, 但之后应会朝着重型高压共轨和SCR重型柴油机1: 1的方向发展。

在乐观情形下, 我们估计重型柴油机的SCR配套率13~14年为5%和10%; 但是长期来看, 我们预计产品将在未来国IV的实施后得到高速增长, 在15年能做到重型商用车(重卡, 大客)搭载高压共轨系统的同时, 也将配套一套SCR系统, 因此, 15年重型SCR的市场需求应该等于市场上重型高压共轨的市场需求。

而针对轻型柴油机的商用车, 我们选用相对保守的安装比率进行预测, 这是由于轻型车的车身小和单价低, 使得它们并不适加装SCR系统以增加额外的成本, 我们认为“高压共轨+SCR”的组合并不会成为轻型车在国IV的时代的主流解决方案。

表9: 乐观情形下, 预计14年重型SCR配套率将达到10%, 15年实现高压共轨一对一配套, 对应配套率为78%

产量: (万辆) / (万台)	2013E	2014E	2015E		2013E	2014E	2015E
重卡+大客产量 (对应柴油发动机)	81	91.5	102	中轻微卡+中轻客产量	324.9	341.2	358.7
重型柴油机--SCR安装比例	5%	10%	78%	轻型柴油机--SCR安装比例	0	3%	10%
				轻型商用车使用柴油比率	80%	80%	80%
SCR需求-重型柴油机	4.05	9.15	79.56	SCR需求-轻型柴油机	0	8.2	28.7
威孚力达 (含威孚环保) 市场份额	45%	54%	55%	威孚力达 (含威孚环保) 市场份额	45%	54%	55%
SCR销量--重型柴油机	1.8	4.9	43.8	SCR销量--轻型柴油机	0	4.4	15.8

数据来源: 瑞银证券估算, 假设15E的SCR重型需求量和当年重型高压共轨系列需求一致

表10:乐观情形下威孚力达SCR产品盈利预测

威孚力达（含威孚环保）SCR盈利预测（亿元）	2013E	2014E	2015E
SCR-重型柴油机销量（万台）	1.8	4.9	43.8
SCR-轻型柴油机销量（万台）	0.0	4.4	15.8
SCR-重型柴油机单价（万元）	0.88	0.87	0.86
SCR-轻型柴油机单价（万元）	0.61	0.6	0.55
收入	1.6	7.0	46.3
净利润率	16%	19%	21%
净利润	0.3	1.3	9.7
控股比	95%	95%	95%
合并报表净利润贡献	0.24	1.25	9.24

数据来源：瑞银证券估算

悲观情景：国 IV14 年 7 月 1 日实施

预计 14、15 年博世汽柴高压共轨业务为威孚高科贡献净利润 3.9/7.0 亿

表11:悲观情形下，按14、15年40%/60%的国IV配比率测算的重型高压共轨系统

产量：（万辆）/（万台）	2013E	2014E	2015E
重型高压共轨系统			
重卡	72	82	92
大客	9	9.5	10
重卡+大客产量（对应柴油发动机）	81	91.5	102
重型高压共轨高压共轨配套率	40%	40%	60%
重型高压共轨市场需求	32.4	37	61.2
博世汽柴的市场份额	68%	68%	68%
博世汽柴重型高压共轨销量	22	25	42

数据来源：瑞银证券估算

表12: 悲观情形下，按照14年28%，15年42%的国IV配比率测算的轻型高压共轨系统销量

产量：（万辆）/（万台）	2013E	2014E	2015E
轻型高压共轨系统			
中卡	30	32	33
轻卡	194	203	214
微卡	56	59	62
中客	9.9	10.4	11.0
轻客	35	36.8	38.7
中轻微卡+中轻客产量	324.9	341.2	358.7
使用柴油发动机比率	80%	80%	80%
轻型高压共轨配套率	28%	28%	42%
轻型高压共轨市场需求	73	76	121
博世汽柴的市场份额	68%	68%	68%
博世汽柴轻型高压共轨销量	49	52	82

数据来源：瑞银证券估算

表13: 悲观情形下, 博世汽柴收入利润预测以及合并报表利润贡献

博世汽柴高压共轨系统盈利预测 (亿元)	2013E	2014E	2015E
博世汽柴重型高压共轨销量 (万台)	22	25	42
博世汽柴轻型高压共轨销量 (万台)	49	52	82
重型高压共轨系统单价 (万元)	1	0.98	0.97
轻型高压共轨系统单价 (万元)	0.69	0.68	0.65
收入	56	60	94
净利润率	16%	19%	22%
净利润	9	11	21
参股比	34%	34%	34%
合并报表净利润贡献 (投资收益)	3.1	3.9	7.0

数据来源: 瑞银证券估算

预计 14、15 年 SCR 业务为威孚高科贡献净利润 0.94/7.51 亿

我们认为, 如果国IV推迟到14年7月1日实施, 那么14年公司SCR的销量将会受到比较大的影响, 相较于高压共轨系统, SCR系统作为达到国IV排放要求的尾气后处理系统还处于准备阶段, 就短期来看, 14年它与重型高压共轨系统1: 1配套还为时过早, 如果国IV推迟到明年年中, 我们认为SCR产品和重型柴油机的安装比例将保持在较低的6%, 而15年仍然可以实现与高压共轨的同步配套, 对应比率为60%。

表14: 国IV推迟实施, 预计将导致14年重型SCR配套率低至6%, 但15年依旧能实现高压共轨一对一配套, 对应比率为60%

产量: (万辆) / (万台)	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	
重卡+大客产量 (对应柴油发动机)	81	91.5	102	中轻微卡+中轻客产量	324.9	341.2	358.7
重型柴油机--SCR安装比例	5%	6%	60%	轻型柴油机---SCR安装比例	0	3%	10%
				轻型商用车使用柴油比率	80%	80%	80%
SCR需求-重型柴油机	4.05	5.49	61.2	SCR需求-轻型柴油机	0	8.2	28.7
威孚力达 (含威孚环保) 市场份额	45%	54%	55%	威孚力达 (含威孚环保) 市场份额	45%	54%	55%
SCR销量--重型柴油机	1.8	3.0	33.7	SCR销量--轻型柴油机	0	4.4	15.8

数据来源: 瑞银证券估算, 假设15E的SCR重型需求量和当年重型高压共轨系列需求一致

表15:悲观情形下威孚力达SCR产品盈利预测

威孚力达（含威孚环保）SCR盈利预测（亿元）	2013E	2014E	2015E
SCR-重型柴油机销量（万台）	1.8	3.0	33.7
SCR-轻型柴油机销量（万台）	0.0	4.4	15.8
SCR-重型柴油机单价（万元）	0.88	0.87	0.86
SCR-轻型柴油机单价（万元）	0.61	0.6	0.55
收入	1.6	5.2	37.6
净利润率	16%	19%	21%
净利润	0.3	1.0	7.9
控股比	95%	95%	95%
合并报表净利润贡献	0.24	0.94	7.51

数据来源：瑞银证券估算

目前（基准情景）预测威孚高科未来三年的盈利预测基于乐/悲观分析之间

乐观情景：我们预计13~14的EPS为1.11/1.75/2.3元。按照我们对高压共轨系统和SCR在未来三年的情景假设，如果国IV有望在14年1月1日得到实施，那么预计对应的高压共轨系统（博世汽柴）和SCR系统（威孚力达）将在14~15年贡献合并报表利润6.2/9.2亿和1.25/9.24亿。

悲观情景：我们预计13~14的EPS为1.11/1.45/2.0元。如果国IV被推迟到7月1日实施，那么预计对应的高压共轨系统和SCR系统将在14~15年贡献合并报表利润3.9/7.0亿和0.94/7.51亿。

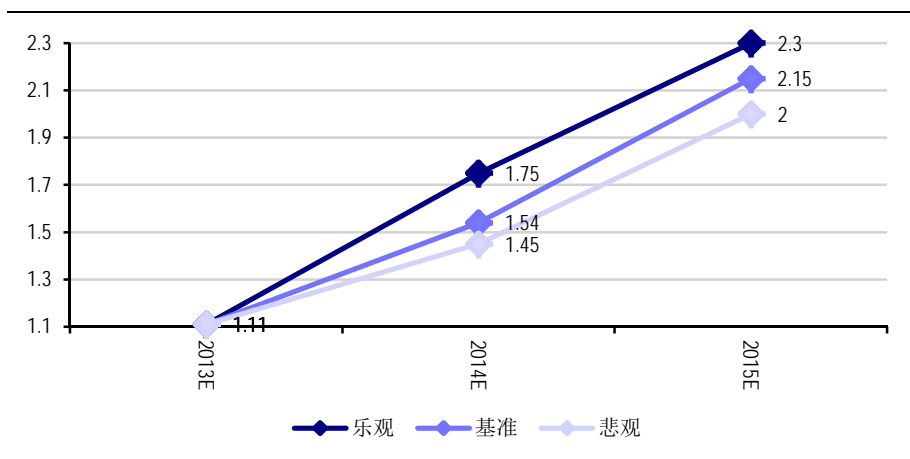
基准情景：我们对公司13~15年EPS的预测为1.11/1.54/2.15元。基于13年重卡增速有望实现超预期的14%，我们上调了13年EPS为1.11元；由于原预计于2013年7月执行的国IV被推迟，我们认为这影响到了14年全年高压共轨和SCR的配套率，故下调EPS至1.54元；15年伴随油品升级，国IV执行力度预计将加大，同时公司的市占率也会有所提升，我们上调15年的EPS为2.15元。

表16:情景分析下未来三年公司EPS及增速

单位: 元	EPS			EPS增速		
	乐观	基准	悲观	乐观	基准	悲观
2013E	1.11	1.11	1.11			
2014E	1.75	1.54	1.45	58%	39%	31%
2015E	2.3	2.15	2	31%	40%	38%
未来三年CAGR				44%	39%	34%

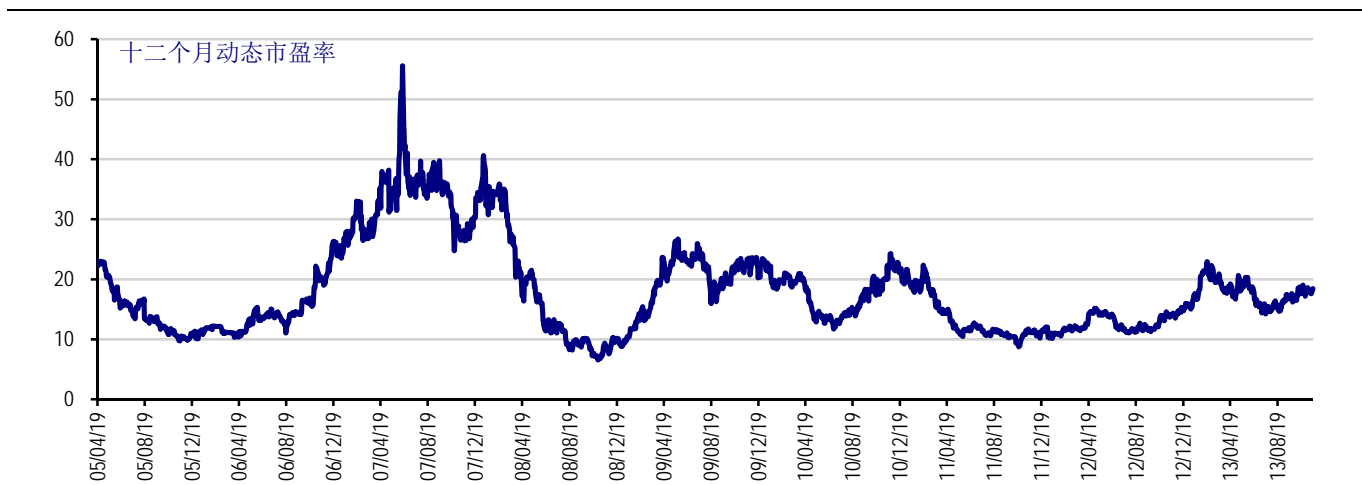
数据来源: 瑞银证券估算

图8:情景分析下公司未来三年EPS (单位: 元)



数据来源: 瑞银证券估算

图9:目前威孚高科12个月动态估值约为18倍, 距离09年估值高点26倍尚有一定距离



数据来源: 彭博、瑞银证券估算

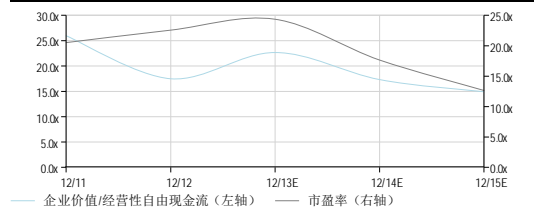
损益表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业收入	3,033	3,081	5,371	5,898	5,015	6,448	28.6	9,397	45.7	14,967	59.3
营业费用 (不含折旧)	(2,928)	(2,805)	(4,402)	(4,870)	(4,299)	(5,400)	25.6	(7,955)	47.3	(13,195)	65.9
息税折旧摊销前利润 (UBS)	105	276	969	1,028	716	1,049	46.4	1,442	37.5	1,772	22.9
折旧	(153)	(152)	(140)	(139)	(163)	(273)	67.6	(296)	8.4	(319)	7.8
营业利润 (息税前利润, UBS)	(48)	124	829	889	554	776	40.1	1,147	47.8	1,454	26.8
其他盈利和联营公司盈利	336	390	704	534	409	520	27.1	676	30.0	1,114	65.0
净利息	(72)	(31)	(33)	(26)	75	22	-71.1	7	-69.5	(68)	-
非正常项目 (税前)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	216	483	1,500	1,397	1,038	1,317	26.9	1,829	38.8	2,500	36.7
税项	(9)	(19)	(118)	(141)	(104)	(126)	21.5	(181)	43.7	(217)	19.9
税后利润	207	464	1,381	1,256	934	1,191	27.5	1,648	38.3	2,282	38.5
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	(13)	(15)	(41)	(51)	(45)	(55)	21.5	(78)	43.7	(94)	19.9
净利润 (本地会计准则)	193	448	1,340	1,205	889	1,137	27.8	1,569	38.0	2,188	39.5
净利润 (UBS)	193	448	1,340	1,205	889	1,137	27.8	1,569	38.0	2,188	39.5
税率 (%)	4	4	8	10	10	10	-4.3	10	3.5	9	-12.3
不计非正常项目税率 (%)	(6)	17	15	16	16	16	0.0	16	0.0	16	0.0
每股 (Rmb)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
每股收益 (本地会计准则)	0.19	0.44	1.31	1.18	0.87	1.11	27.8	1.54	38.0	2.15	39.5
每股收益 (UBS)	0.19	0.44	1.31	1.18	0.87	1.11	27.8	1.54	38.0	2.15	39.5
每股股息净值	0.16	0.15	0.44	0.30	0.30	0.37	24.7	0.52	38.0	0.72	39.5
每股现金收益	0.34	0.59	1.45	1.32	1.03	1.38	34.0	1.83	32.3	2.46	34.4
每股账面净值	2.46	2.81	4.03	4.96	8.99	10.08	12.0	10.69	6.0	12.49	16.8
资产负债表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
有形固定资产净值	1,047	1,153	1,110	1,358	1,405	1,379	-1.9	1,426	3.5	1,495	4.8
无形固定资产净值	78	73	87	252	282	278	-1.6	272	-2.0	265	-2.5
净营运资本 (包括其他资产)	712	758	1,059	1,777	2,416	3,040	25.8	3,319	9.2	4,952	49.2
其他负债	(18)	(28)	(32)	(94)	(163)	(163)	0.0	(163)	0.0	(163)	0.0
运营投入资本	1,820	1,954	2,225	3,293	3,940	4,533	15.1	4,854	7.1	6,549	34.9
投资	1,216	1,348	1,897	1,791	3,111	3,311	6.4	3,667	10.8	4,462	21.7
运用资本总额	3,036	3,303	4,122	5,083	7,050	7,844	11.3	8,521	8.6	11,011	29.2
股东权益	2,506	2,863	4,106	5,064	9,176	10,282	12.0	10,903	6.0	12,740	16.8
少数股东权益	221	230	240	276	305	360	17.9	438	21.8	532	21.5
总股东权益	2,727	3,092	4,346	5,340	9,481	10,641	12.2	11,341	6.6	13,272	17.0
净债务 / (现金)	309	210	(224)	(257)	(2,431)	(2,797)	15.1	(2,820)	0.8	(2,262)	-19.8
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	3,036	3,303	4,122	5,083	7,050	7,844	11.3	8,521	8.6	11,011	29.2
现金流量表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	(48)	124	829	889	554	776	40.1	1,147	47.8	1,454	26.8
折旧	153	152	140	139	163	273	67.6	296	8.4	319	7.8
营运资本变动净值	597	(113)	(371)	(564)	431	(444)	-	(948)	113.6	(1,717)	81.2
其他 (经营性)	187	103	90	30	46	26	-43.0	71	168.8	212	198.6
经营性现金流 (税前/息前)	889	266	688	494	1,194	631	-47.1	565	-10.4	267	-52.8
收到 / (支付) 利息净值	(72)	(31)	(33)	(26)	75	22	-71.1	7	-69.5	(68)	-
已付股息	(203)	(141)	(121)	(317)	(255)	(204)	-20.12	(255)	24.73	(351)	38.04
已缴付税项	(9)	(19)	(118)	(141)	(104)	(126)	21.5	(181)	43.7	(217)	19.9
资本支出	(161)	(105)	(215)	(540)	(242)	(282)	16.8	(425)	50.4	(425)	0.0
并购/处置净值	44	149	197	577	304	304	0.0	304	0.0	304	0.0
其他	0	0	0	0	45	22	-51.4	7	-69.5	(68)	-
股份发行	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	488	120	398	46	1,018	367	-64.0	23	-93.8	(559)	-
外汇/非现金项目	27	(21)	37	(13)	1,156	0	-	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	515	99	434	33	2,174	367	-83.1	23	-93.8	(559)	-
核心息税折旧摊销前利润	105	276	969	1,028	716	1,049	46.4	1,442	37.5	1,772	22.9
维护资本支出	(34)	(23)	(43)	(108)	(48)	(53)	9.0	(81)	54.0	(81)	0.0
维护营运资本净支出	119	(23)	(74)	(113)	86	(89)	-	(190)	113.6	(343)	81.2
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	191	230	852	807	754	907	20.3	1,172	29.1	1,348	15.0

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。

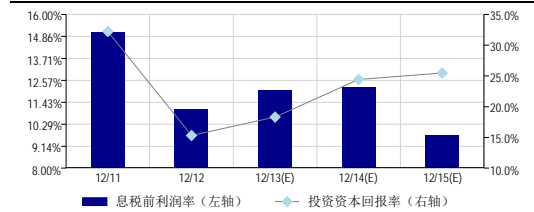
公司概况

无锡威孚高科技股份有限公司（威孚高科）主要从事燃油喷射及相关产品的生产。威孚高科的主要产品包括增压器、柴油喷射、尾气后处理，在国内均处于领先地位。威孚高科与博世合资的博世汽柴是柴油发动机高压共轨系统的主要供应商，威孚参股的联合汽车电子是汽油发动机控制系统的领导者。

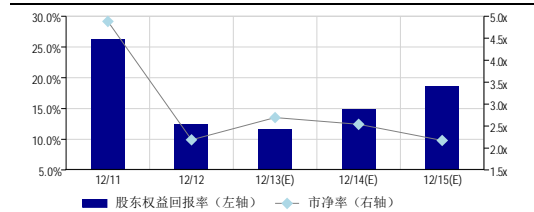
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



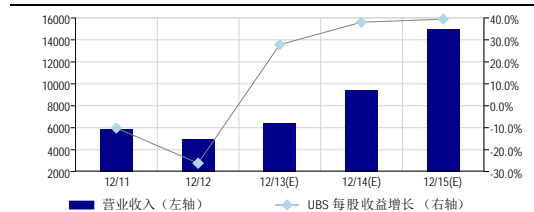
盈利能力



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)	22.4	20.5	22.6	24.4	17.7	12.7
市盈率 (UBS)	22.4	20.5	22.6	24.4	17.7	12.7
股价/每股现金收益	16.6	18.4	19.1	19.6	14.9	11.0
净股息收益率 (%)	2.0	1.2	1.5	1.4	1.9	2.7
市净率	3.3	4.9	2.2	2.7	2.5	2.2
企业价值/营业收入 (核心)	2.6	3.6	2.6	3.2	2.2	1.3
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	18.8	20.4	18.4	19.6	14.1	11.4
企业价值/息税前利润 (核心)	24.8	23.6	23.8	26.5	17.7	13.9
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	20.5	26.0	17.5	22.7	17.3	14.9
企业价值/运营投入资本	4.6	7.6	3.6	4.9	4.3	3.5

企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
平均市值	22,830	18,533	26,424	26,424	26,424
+ 少数股东权益	276	305	360	438	532
+ 平均净债务 (现金)	(357)	(2,531)	(2,897)	(2,920)	(2,362)
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(1,791)	(3,111)	(3,311)	(3,667)	(4,462)
核心企业价值	20,959	13,196	20,575	20,274	20,132

增长率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	13.4	9.8	-15.0	28.6	45.7	59.3
息税折旧摊销前利润 (UBS)	61.5	6.0	-30.3	46.4	37.5	22.9
息税前利润 (UBS)	-	7.2	-37.7	40.1	47.8	26.8
每股收益 (UBS)	46.4	-10.1	-26.2	27.8	38.0	39.5
每股现金收益	32.0	-9.3	-21.7	34.0	32.3	34.4
每股股息净值	16.7	-31.0	0.0	24.7	38.0	39.5
每股账面净值	38.3	23.3	81.2	12.0	6.0	16.8

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	12.4	17.4	14.3	16.3	15.3	11.8
息税前利润/营业收入	8.8	15.1	11.0	12.0	12.2	9.7
净利润 (UBS) /营业收入	16.8	20.4	17.7	17.6	16.7	14.6

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)	18.7	32.2	15.3	18.3	24.4	25.5
税后投资资本回报率	-	27.2	12.9	15.5	20.6	21.5
净股东权益回报率	20.4	26.3	12.5	11.7	14.8	18.5

偿付比率	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润/净利息	-	NM	-	-	-	NM
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	2.8	3.9	2.9	3.0	3.0	3.0
股息支付率 (% , UBS 每股收益)	42.5	25.4	34.4	33.6	33.6	33.6
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	NM	NM	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	1.8	2.1	1.4	1.5	2.0	2.6
营业收入/固定资产	3.4	4.2	3.0	3.9	5.6	8.7
营业收入/净营运资本	4.2	4.8	2.6	2.5	3.2	3.9

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	1.2	0.9	1.4	1.2	1.0	0.9
资本支出/营业收入 (%)	5.6	9.2	4.8	4.4	4.5	2.8
资本支出/折旧	1.7	3.9	1.5	1.0	1.4	1.3

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
净债务/总权益	(10.1)	(5.1)	(26.5)	(27.2)	(25.9)	(17.8)
净债务/(净债务 + 权益)	(11.2)	(5.3)	(36.0)	(37.4)	(34.9)	(21.6)
净债务 (核心) / 企业价值	(5.0)	(1.7)	(19.2)	(14.1)	(14.4)	(11.7)

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18日22时36分的股价 (Rmb27.15) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

陈实

分析师
S1460511070002
shi.chen@ubssecurities.com
+86-213-866 8854

邹天龙

分析师
S1460512070001
tianlong.zou@ubssecurities.com
+86-105-832 8775

■ 威孚高科

无锡威孚高科技股份有限公司（威孚高科）主要从事燃油喷射及相关产品的生产。威孚高科的主要产品包括增压器、柴油喷射、尾气后处理，在国内均处于领先地位。威孚高科与博世合资的博世汽柴是柴油发动机高压共轨系统的主要供应商，威孚参股的联合汽车电子是汽油发动机控制系统的领导者。

■ 风险声明

我们认为公司可能面临的风险如下：国IV标准继续推迟实施或实施力度不足；重卡销量随宏观经济出现波动；博世中国战略的变更。

■ 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: 陈实; 邹天龙。

涉及报告中提及的公司的披露

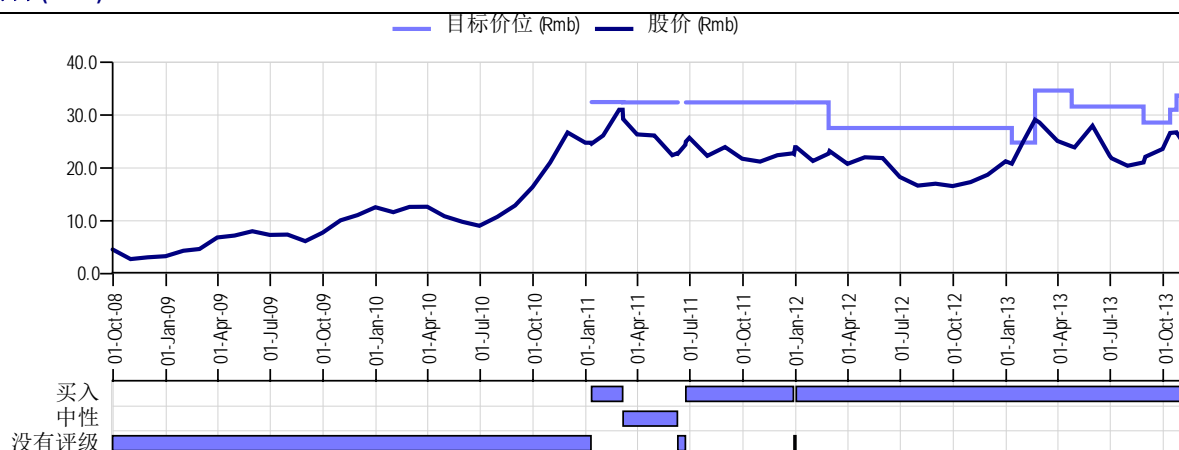
公司名称	路透	12个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
威孚高科	000581.SZ	买入	不适用	Rmb27.15	2013年11月18日

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。

威孚高科 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2013年11月18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。

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(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的公司,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。**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。**香港:**由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡:**由UBS Securities Pte. Ltd(mica (p) 107/09/2013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.仅向机构投资者分发。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。**澳大利亚:**由UBS AG(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。

