

UBS Investment Research

长信科技

首次覆盖：ITO导电玻璃、减薄、触摸屏三项业务齐头并进

■ 减薄业务处于可见性强的高成长阶段

公司主业由ITO导电玻璃、触摸屏Sensor及模组、TFT减薄三部分组成。公司已成为ITO导电玻璃行业龙头，目前该项业务进入到稳定成长阶段；而顺应消费电子产品轻薄化趋势发展起来的减薄业务，是公司目前明星业务，虽然市场对减薄的技术壁垒、下游面板厂向上垂直整合等因素有担心，但我们看好其行业属性，认为公司减薄业务在未来两年处于可见性强的高成长阶段。

■ 触摸屏业务具备较大的弹性

公司在触摸屏领域积极进取，已经形成一定的资产规模和合理的产业布局，但受制于行业景气度并未发挥出最佳经济效益，芜湖Sensor生产线、德普特等多处资产具备弹性，而增加模组产能使得产业链布局更合理。如果行业景气度恢复，我们认为公司触摸屏业务兼具业绩和估值弹性。

■ 难能宝贵的企业家精神和执行力

公司先后在ITO导电玻璃、TFT减薄等不同领域取得成功，净利润在过去5年内实现了复合增长率38.68%的高成长。支撑公司持续取得优秀成绩的源动力是难能宝贵的企业家精神和优秀的执行力，同时公司在成本控制、生产管理、设备制造等多方面具备优势。我们期待公司充分发挥自身优势，在触摸屏领域取得同样的成功。

■ 估值：首次覆盖给予“买入”评级，目标价22.8元

我们预计公司2013-2015年EPS分别为0.65/0.95/1.30元，基于瑞银VCAM贴现现金流模型，在WACC假设为8.7%的情况下，推导出目标价22.8元，给予“买入”评级，对应2013/14/15年PE分别为34.8/24.0/17.5倍。

重要数据 (Rmb百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	589	810	1,429	2,589	3,326
息税前利润 (UBS)	162	224	363	541	743
净利润 (UBS)	153	204	321	465	636
每股收益 (UBS, Rmb)	0.31	0.42	0.65	0.95	1.30
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.08	0.10	0.10	0.10	0.13

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 (%)	27.3	27.6	25.4	20.9	22.3
ROIC (EBIT) %	-	20.2	26.9	31.6	34.7
EV/EBITDA (core) x	-	14.5	18.8	13.1	9.8
市盈率 (UBS) (x)	-	21.8	25.6	17.6	12.9
净股息收益率 (%)	-	1.1	0.6	0.6	0.8

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19日22时26分的股价 (Rmb16.74) 得出；

张孝达

分析师

S1460513110001

xiaoda.zhang@ubssecurities.com

全球证券研究报告

中国

电子元件与设备

12个月评级

买入

之前：未予评级

12个月目标价

Rmb22.80/US\$3.74

股价

Rmb16.74/US\$2.75

路透代码: 300088.SZ 彭博代码300088 CS

2013年11月20日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb25.91-8.10/US\$4.23-1.30

市值 Rmb8.19十亿/US\$1.34十亿

已发行股本 489百万 (ORDA)

流通股比例 53%

日均成交量 (千股) 9,211

日均成交额(Rmb 百万) Rmb174.0

资产负债表数据 12/13E

股东权益 Rmb1.74十亿

市净率 (UBS) 4.7x

净现金 (债务) Rmb0.23十亿

预测回报率

预测股价涨幅 +36.2%

预测股息收益率 0.6%

预测股票回报率 +36.8%

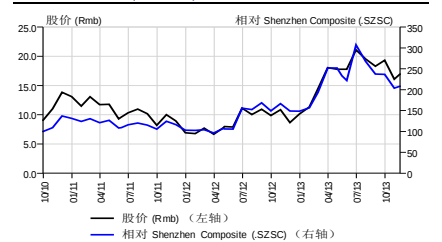
市场回报率假设 9.0%

预测超额回报率 +27.8%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/13E		12/12
	从	到市场预测	实际
Q1	-	0.12	- 0.07
Q2	-	0.17	- 0.13
Q3	-	0.15	- 0.11
Q4E	-	0.21	- 0.11
12/13E	-	0.65	-
12/14E	-	0.95	-

股价表现 (Rmb)



资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

目录	页
投资主题	3
— 关键催化剂.....	4
— 风险	4
— 估值和推导我们目标价的基础.....	4
— 乐观/悲观情景分析	6
— 瑞银预期对比市场一致预期	6
— 敏感性分析.....	6
风险分析	7
竞争分析	7
— 行业吸引力评估	7
ITO 导电玻璃、减薄、触摸屏三项业务齐头并进	11
— ITO导电玻璃有望保持稳定成长	11
— 减薄：消费电子轻薄化趋势下迅速崛起的新业务	13
— 触摸屏：多点布局，期待发挥弹性.....	17
被忽略的软实力	20
财务分析	21
估值及我们目标价的推导	22
公司背景	23

张 孝 达
分析师
S1460513110001
xiaoda.zhang@ubssecurities.com

投资主题

长信科技依托于真空镀膜技术，主营业务从ITO导电玻璃延伸到触摸屏Sensor及模组、TFT减薄等新业务上，目前形成了三项业务齐头并进的状况。我们认为：（1）ITO导电玻璃处于稳定成长阶段；（2）减薄业务迅速扩张，成为公司这两年的明星业务；（3）触摸屏Sensor及模组业务远未到最佳状态，具备较大的业绩弹性，如果行业景气度恢复，同时具备估值弹性。

■ ITO导电玻璃稳定成长。智能手机崛起带动触摸屏需求迅速增长，占据了业内相关厂商的镀膜生产线，再加上日、韩、台企业在不断退出这个行业，长信科技顺势扩张产能、并得到顺利消化，成为公司过去几年最主要成长动力，也借机奠定了ITO导电玻璃行业的龙头地位。我们认为市场低估了该项业务的成长持续性与稳定性，根据公司的产能扩张计划，我们预计2014年ITO导电玻璃收入增速在15%左右。

■ 减薄业务处于迅速扩张期。在消费电子产品轻薄化的趋势下兴起的减薄业务目前正处于高速扩张期。虽然市场对于减薄的技术壁垒、下游面板厂向上垂直整合减薄业务等因素有若干担心，但我们认为：（1）液晶供应链是电子产业中门槛最高、集中度最好的供应链；（2）习惯于标准化产品制造的面板厂，对相对弹性的产品不一定具备竞争优势。同时从台湾厂商悦城科技过去几年迅速增长的发展轨迹看，减薄行业属性支持独立厂商迅速崛起。长信科技在减薄业务上已经初具规模，我们预计未来两年处于可见性强的高成长阶段。

■ 触摸屏Sensor及模组具备较大弹性。市场对于触摸屏业务的诟病包括三方面：（1）作为跟进者，产能和客户基础相对薄弱；（2）行业景气度及预期转淡；（3）技术路线之争尚不清晰。我们认为公司在触摸屏上做了多处布局，但尚未发挥出最佳效益，芜湖Sensor生产线、德普特等多处资产具备弹性，增加模组产能使得产业链布局更合理，行业景气度提升后将带动产能利用率回升。总体而言，业绩弹性与估值弹性均在。

从过去几年公司的发展轨迹看，无论是ITO导电玻璃还是TFT减薄业务，公司进入后在短时间内就取得了不错的效益，ITO导电玻璃成为行业龙头，且毛利率优于同业内竞争对手；TFT减薄业务势头迅猛，也有成为龙头的潜质。除公司扎实的作风和难能宝贵的执行力外，被忽略的因素包括设备制造能力等。我们期待公司发挥自身优势，在触摸屏领域取得同样的成功。

我们首次覆盖长信科技，给予“买入”评级，综合考虑三项业务产能利用率、价格下行风险以及行业景气度等多个因素，预测公司2013-15年EPS分别为0.65/0.95/1.30元，目标价22.8元。

关键催化剂

- 业绩实现高成长。从目前公司三项业务进展来看，我们认为公司业绩在2014年实现高成长是大概率事件。其中具体的触发因素包括：
 - （1） 减薄业务超预期。减薄业务景气度高，公司也处于积极扩产状态中。我们认为减薄业务存在超预期的可能性。
 - （2） 触摸屏业务展现业绩弹性。
- 如果触摸屏行业景气度回升，也有望带来估值弹性。

风险

- 电子行业整体景气度转淡，那么公司的三项业务都会受到负面影响。
- 触摸屏笔记本渗透率持续低于预期。
- 收购德普特后，整合与管理风险，团队稳定性风险。
- 减薄业务降价超过预期。

估值和推导我们目标价的基础

关键假设

- 出于审慎考虑，我们假设公司在2014年完成对德普特收购，成为公司的全资子公司。
- 顺应行业与客户需求，减薄业务生产线有大幅扩张。
- 随着公司触摸屏模组产能提高，触摸屏Sensor内部消化比例提升，带动2.5代线和3代线产能利用率提升。
- 随着规模扩大、竞争对手增加，公司减薄业务有一定程度降价，降价幅度在10%-15%之间。

我们预计公司2013-2015年EPS分别为0.65/0.95/1.30元，基于瑞银VCAM贴现现金流模型，在WACC假设为8.7%的情况下，推导出目标价22.8元，给予“买入”评级，对应2013/14/15年PE分别为34.8/24.0/17.5倍。

表1: 长信科技[300088.SZ]瑞银VCAM估值表

相对年	+1E	+2E	+3E	+4E	+5E	+6E	+7E	+8E	+9E	+10E
财年	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
息税前利润	363	541	743	851	929	986	1,061	1,168	1,315	1,511
折旧及摊销*	59	64	68	73	79	83	89	99	112	130
资本支出	(182)	(178)	(202)	(199)	(209)	(190)	(305)	(449)	(634)	(879)
运营资本变动	(131)	(295)	(312)	(310)	(58)	(88)	(131)	(184)	(250)	(335)
所得税(营运)	(54)	(81)	(111)	(128)	(139)	(148)	(159)	(175)	(197)	(227)
其他	(19)	(35)	(22)	(10)	(7)	(7)	(10)	(15)	(20)	(27)
自由现金流	37	16	164	278	594	635	545	445	326	174
增长		-57.7%	934.1%	69.7%	113.8%	6.9%	-14.3%	-18.3%	-26.7%	-46.7%

估值	
明计现金流现值	2,723
期末价值(第 15 年)现值	7,312
企业价值	10,035
占永续价值百分比	73%
联营公司及其他	19
-少数股东权益	0
现金盈余**	313
-债务***	84
权益价值	10,283
已发行股数 [m]	489.5
每股权益价值 (Rmb/股)	21.00
权益成本	8.7%
股息收益率	0.1%
1年期目标价 (Rmb/股)	22.80

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	15.8%	10.0%	8.0%
息税前利润率	23.2%	19.6%	13.6%
资本支出/销售收入	13.5%	10.0%	9.0%
投资资本回报率	25.7%	17.2%	10.3%

估值对应指标			
财年	2013E	2014E	1年预期
企业价值 / 息税前利润	23.8x	16.6x	17.3x
企业价值 / 息税前利润	27.6x	18.6x	19.4x
自由现金流收益率	0.4%	0.2%	0.2%
市盈率(现值)	32.1x	22.1x	23.0x
市盈率(目标)	34.8x	24.0x	25.0x

加权平均资本成本	
无风险利率	4.00%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.94
债务/权益比	1.1%
边际税率	15.0%
权益成本	8.7%
债务成本	6.2%
WACC	8.7%

期末假设值	
VCH(年数)	15
对应的自由现金流增长	6.2%
投资资本回报率增幅	9.2%
企业价值 / 息税前利润	8.8x

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

数据来源: UBS-VCAM

乐观/悲观情景分析

ITO导电玻璃平稳增长，TFT减薄的价格和触摸屏Sensor及模组产能利用率具有较大弹性，另外收购德普特成功与否、收购的节奏将对公司业绩产生影响。

乐观情景分析：

- TFT减薄价格下滑有限；触摸屏行业景气度回升，Sensor及模组的产能利用率有所提高。
- 乐观情况下，我们预计公司2014年EPS可望达到1.05元，对应每股估值25.2元。

悲观情景分析：

- 收购德普特没有成功；三项业务景气度低于预期。
- 悲观情况下，我们预计公司2014年EPS为0.91元，对应每股估值21.84元。

瑞银预期对比市场一致预期

我们对公司2013/14/15年EPS预测分别低于市场一致预期-8%/-6%/-5%，主要基于以下原因：

- 减薄业务有一定的降价风险；
- 触摸屏是公司未来业绩的弹性所在，如果行业景气度持续偏淡，对公司业绩有一定的负面影响。

表2:瑞银预测对比市场一致预期

	2013E	2014E	2015E
市场一致预期EPS（元）	0.71	1.01	1.37
瑞银预测EPS（元）	0.65	0.95	1.30
瑞银对比市场预期	-8%	-6%	-5%

注：市场一致预期数据截至2013年11月14日

数据来源：WIND，瑞银证券估算

敏感性分析

公司业绩对收入增速和毛利率水平比较敏感，我们分析：收入增速每提高或下降2个百分点，对公司2013年EPS的影响是0.01元；毛利率水平每变化1个百分点，对公司2013年EPS的影响是0.02元。

表3: 2013年预测EPS敏感性分析（元）

2013	毛利率				
	31.80%	32.80%	33.80%	34.80%	35.80%
收入增长 相对基准 预测	-4%	0.59	0.61	0.63	0.65
	-2%	0.60	0.62	0.64	0.66
	0%	0.61	0.63	0.65	0.67
	2%	0.6	0.63	0.66	0.68
	4%	0.61	0.64	0.67	0.69

数据来源：瑞银证券估算

风险分析

行业景气度影响

电子行业是成长属性与周期属性并存的行业。智能手机已经有较高的渗透率，笔记本电脑预期平淡的背景下，不能忽略行业的周期属性。减薄业务目前还处于渗透率提升阶段，但ITO导电玻璃、触摸屏与行业景气相关度较高，如果行业景气度转淡，公司经营状况会受到负面影响。

触摸屏笔记本渗透率持续低于预期

我们认为触摸屏笔记本电脑低于预期的根本原因在于用户体验，而并非价格，因此需要更长期的过程去解决，关键在于通过创新构建软件生态系统、完善用户体验。对于触摸屏行业而言，新增的供给和需求均是以笔记本电脑市场为重心，因此触摸屏笔记本对于行业景气度有着至关重要的影响。

德普特整合风险

成功收购德普特对于公司有多重意义，也能增加一定的成长性。但仍然面临新公司的整合、管理风险，以及既有团队的稳定性风险。

减薄业务降价超过预期

作为新进快速崛起的业务，随着市场规模变大、参与者增加，降价应是不可避免的。我们也预期减薄业务明年会有10%-15%的降价空间，但降价幅度也有可能高于我们的预期。

竞争分析

行业吸引力评估

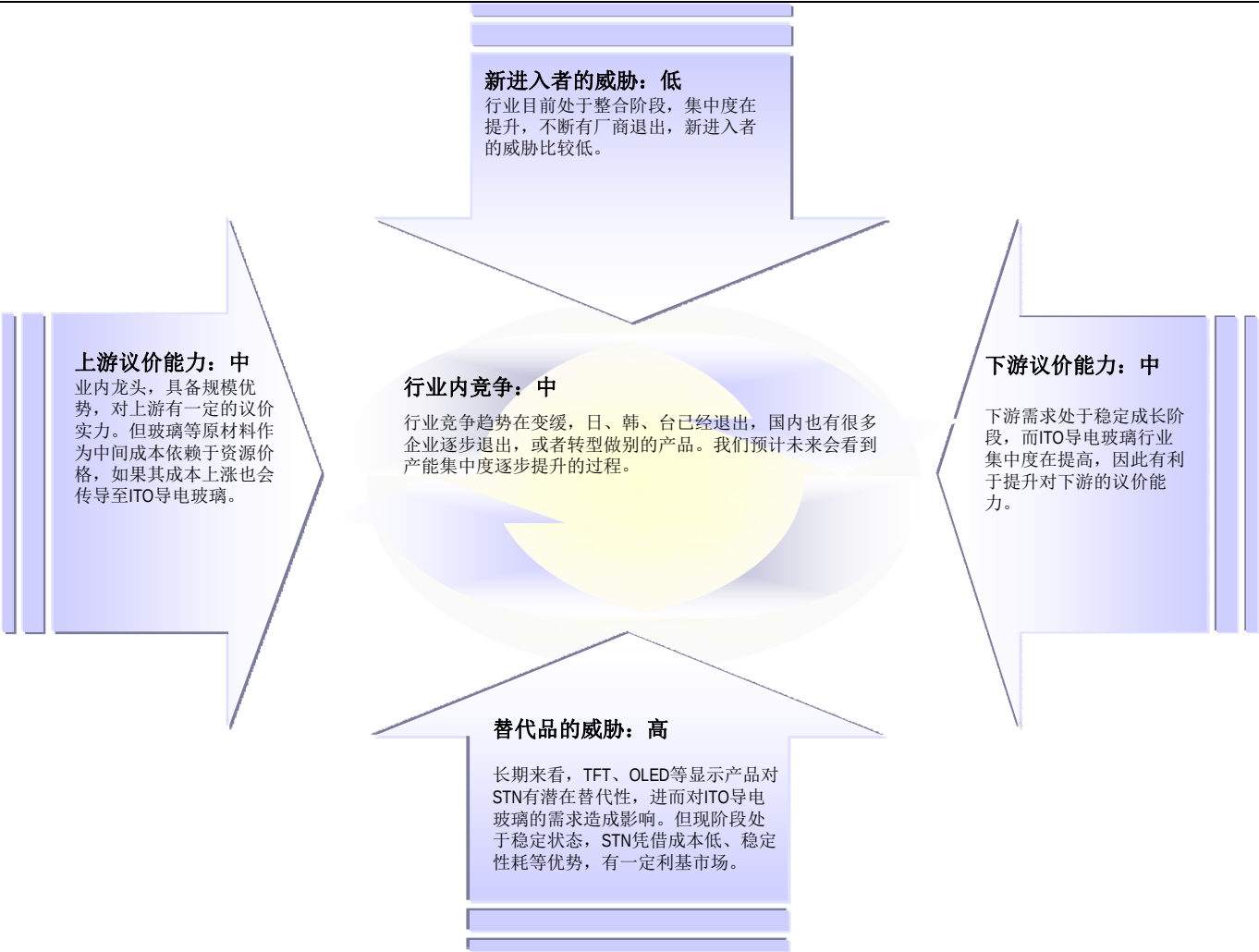
公司主业分布在三个不同的行业，各个行业所处阶段也不同。

ITO 导电玻璃

行业已经处于稳定增长阶段，行业集中度在提升。对于新厂商的吸引力有限，甚至不断有厂商退出。我们认为TFT对于STN的替代已经阶段性完成，STN也

有其专属的立即市场，市场对于ITO导电玻璃市场成长的稳定性和持续性有所低估。

图1: ITO导电玻璃行业波特五力分析



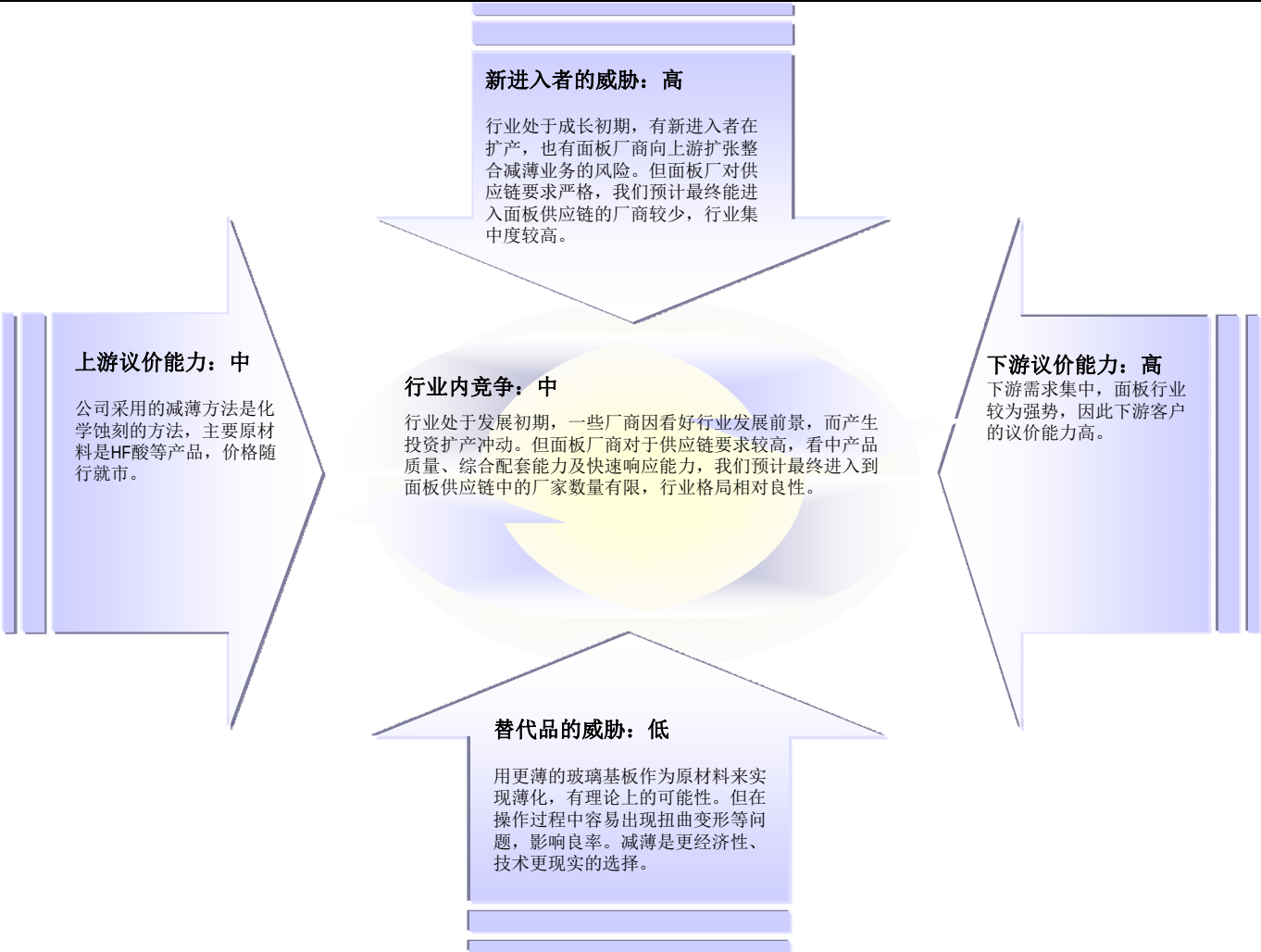
数据来源：Michael Porter, 瑞银证券估算

- **竞争优势。**公司是该行业内龙头企业，具备规模优势；技术上也领先，通过研发不断优化产品结构，同时发挥设备制造能力，在设备上从起初的“引进”过渡到“引进+改造”，最终实现“自主研发”，节省投资成本，也保证了产品稳定性。公司在ITO导电玻璃行业兼具技术和成本优势。
- **管理层策略。**在该领域，公司保持龙头地位，保障市场份额，并不断优化产品结构，以此来维持利润率的稳定。

TFT 减薄

随着消费电子产品轻薄化兴起的行业，目前处于快速成长过程中。对于新厂商有一定吸引力，但面板厂对供应链管理严格，对品质、综合配套能力要求较高，认证过程也很长，我们认为行业格局会相对集中。面板厂向上整合减薄业务存在可能性，但我们认为面板厂更适合标准化、大批量的生产模式，同时减薄市场容量对面板厂吸引力有限。

图2: TFT减薄行业波特五力分析



数据来源：Michael Porter, 瑞银证券估算

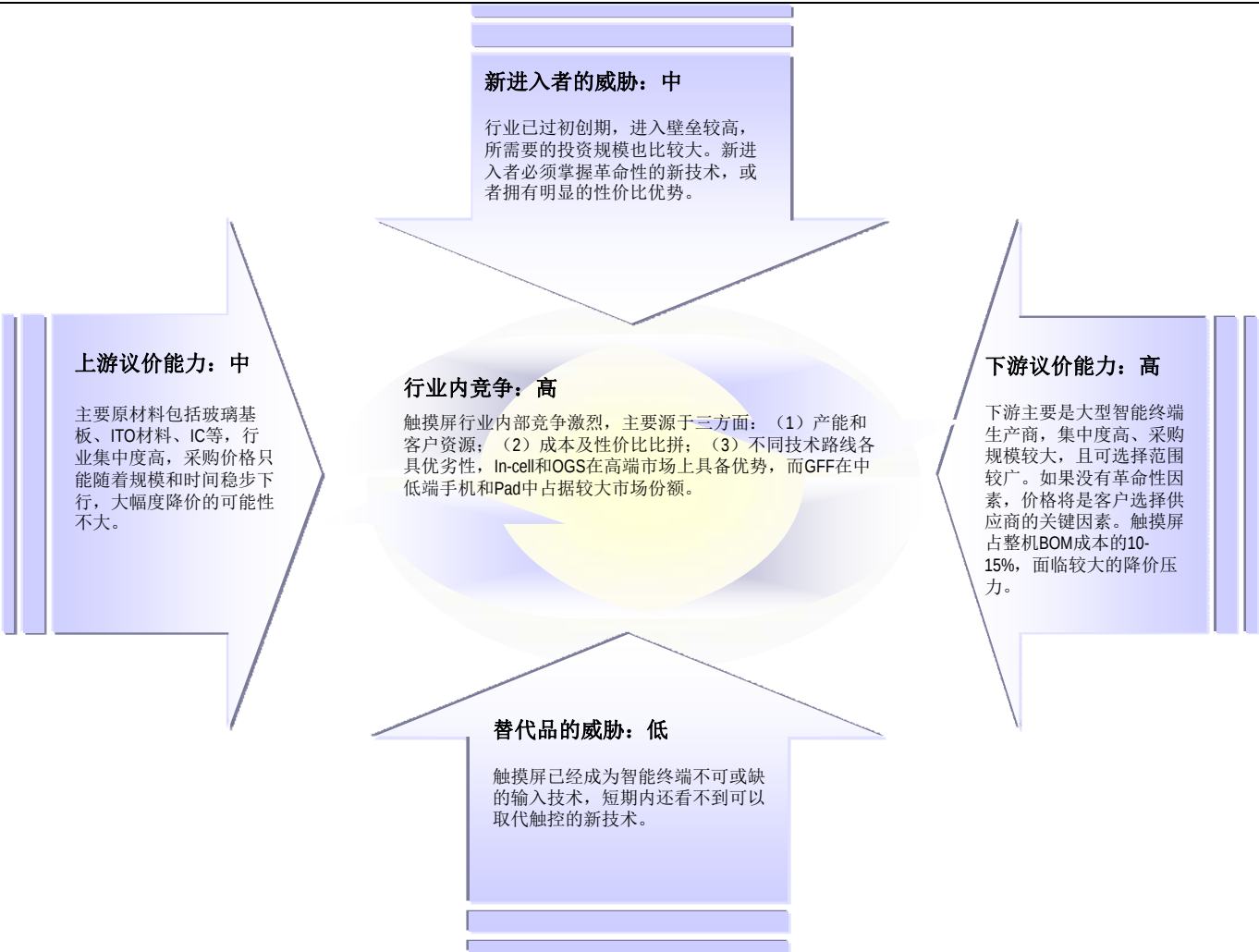
竞争优势。有一定客户资源，在ITO导电玻璃业务上积累了与液晶面板厂商的深厚关系，顺利导入到TFT减薄业务中。同时具备抛光处理等综合配套能力。

管理层策略。减薄业务处于导入期，充分发挥客户资源、性价比优势、以及差异化的竞争策略（抛光、综合配套能力），积极扩张，减薄业务有潜力成为公司最近两年的明星业务。

触摸屏

行业景气度有所降低，但我们仍看好长期前景。已经过了大规模扩张期，目前处于整合阶段。In-cell、OGS、Film等各种技术路线各有优劣，最终胜出的技术路线要考量成本、性能及可规模化生产等多重因素。目前衡量触摸屏厂商的核心因素依然是产能与客户资源。

图3：触摸屏行业波特五力分析



数据来源：Michael Porter, 瑞银证券估算

竞争优势。技术上以真空镀膜技术为依托，产品线从ITO导电玻璃扩张到触摸屏Sensor。同时发挥上市公司的资金优势，收购德普特、积极进行外延扩张。

管理层策略。公司在触摸屏领域处于跟随者的位置，通过内生、外延扩张并举，目前已经形成一定的资产规模和完整的产业布局，但未发挥出最佳效益。我们预计公司进一步策略是发挥其在生产管理、成本控制方面的优势，提升产能利用率，让前期投资发挥经济效益。

ITO导电玻璃、减薄、触摸屏三项业务齐头并进

ITO 导电玻璃有望保持稳定成长

ITO导电玻璃是平板显示器件的透明导电电极，主要应用在以下几个方面：

(1) TFT产品；(2) TN\STN产品；(3) 触摸屏。

市场对 ITO 导电玻璃成长性的担心

在TFT-LCD中，由于其生产线中配有镀膜设备，ITO导电玻璃作为工艺的一部分是在生产线中完成的，因此不需要外购。独立ITO导电玻璃厂的目标市场主要是TN/STN产品。

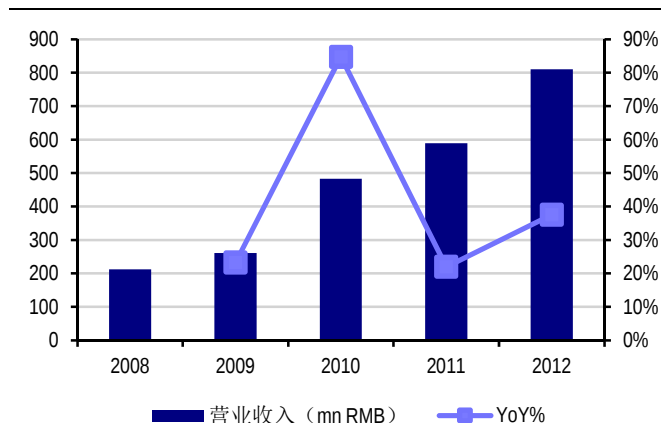
但随着TFT-LCD的兴起，由于TFT-LCD在反应速度、显示效果等方面显著优于TN/STN产品，由此在手机、数码相机等领域迅速替代TN/STN产品，成为绝对主流。这是市场对于ITO导电玻璃成长前景担心的最主要原因。

现实情况是国内 ITO 导电玻璃厂迅速扩张

现实情况与市场的担心有所差异，表现在：

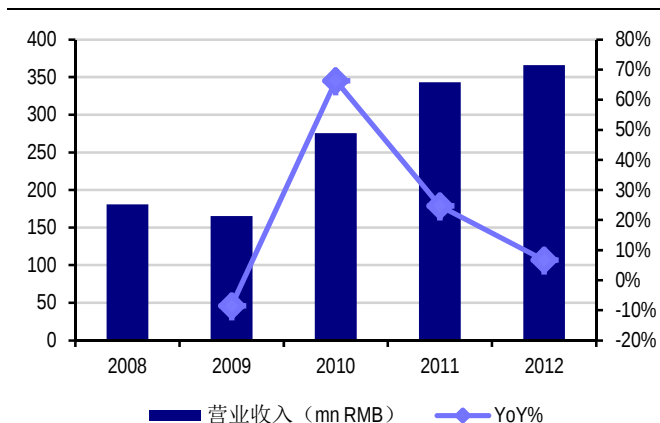
(1) 过去几年以长信科技、方兴科技为代表的国内ITO导电玻璃厂商完成了较大的产能扩张、并顺利消化。

图4: 长信科技ITO导电玻璃收入及增长情况



数据来源：WIND

图5: 方兴科技ITO导电玻璃收入及增长情况



数据来源：WIND

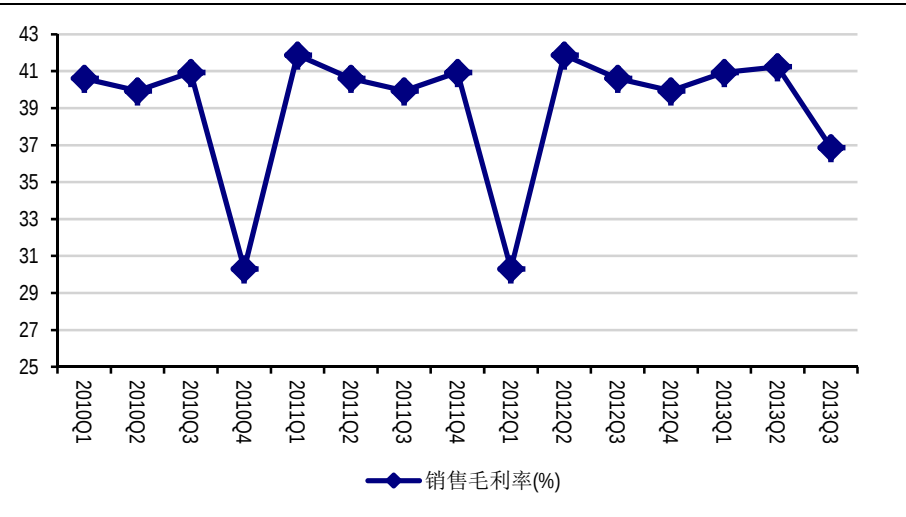
表4: 长信科技ITO导电玻璃生产线投产情况

生产线	产品类别	投产年份	设备来源
生产一线	TN-ITO导电膜玻璃	2000年10月	引进
生产二线	TN-ITO导电膜玻璃	2001年5月	引进+改造
生产三线	TN-ITO导电膜玻璃	2001年6月	引进+改造
生产四线	TP-ITO、TN-ITO导电膜玻璃	2005年2月	自主研发
生产五线	TN-ITO导电膜玻璃	2006年5月	自主研发
生产六线	STN-ITO导电膜玻璃	2007年5月	引进
生产七线	TP、ARTP-ITO导电膜玻璃	2008年6月	自主研发
生产线 (8、9)	募投项目触摸屏用ITO导电玻璃项目	2010年6月	自主研发
生产线 (10)	募投项目触摸屏用ITO导电玻璃项目	2011年4月	自主研发
生产线 (11、12)	超募资金投资的高档STN型ITO透明导电玻璃项目投产	2011年9月	自主研发

数据来源：公司公告

(2) 即使在2012Q1行业整体景气度偏淡的情况下，公司经营实现了V形反转，2012Q2毛利率由30.31%迅速回升至40%以上的稳定水平，表现好于同期大多数子行业和公司。毛利率背后的根本原因是产能利用率。我们认为除了公司较强的执行力因素外，扎实的行业供需情况也是重要原因。

图6:长信科技毛利率变化情况



数据来源：公司公告

存在偏差的原因分析

我们认为国内ITO导电玻璃实际成长性和市场预期存在差异主要由以下几方面的原因造成：

（1）TFT-LCD对TN/STN产品的大规模替代已经基本完成。考虑到成本、稳定性、可靠性等优点，TN\STN产品在车载前后端、仪器仪表、家电、工控等领域依然有其稳定的利基市场。

（2）日、韩、台厂商退出。

（3）触摸屏兴起带来多重影响。

触摸屏前段镀膜流程和ITO导电玻璃工艺上基本一致，设备也有通用性，因此过去几年很多ITO导电玻璃厂转做触摸屏，造成了行业供需紧张，国内长信科技、方兴科技等厂商借机顺势扩产。相对于此前ITO导电玻璃的应用领域，触摸屏是更大体量的市场，其边界还在不断扩展中，我们认为触摸屏的成长性会传导至ITO导电玻璃市场上。因此只要触摸屏市场还在成长，ITO导电玻璃市场应不会形成本质上的萎缩或者过剩。

（4）结构优化。公司是行业龙头，在产品选择上有一定的话语权，可根据市场需求进行结构调整，生产更多市场需求旺盛的STN导电玻璃和IM-ITO导电玻璃等。结构优化是公司毛利率长期维持在高水平的重要原因之一。

ITO 导电玻璃在未来几年有望保持稳定增长

如上述分析，我们认为ITO导电玻璃是相对稳定成长的业务，对于其增长前景不必过于担心。根据产能扩张计划，公司在目前已有12条生产线的基础上新增投资3条产线。以公司风格而言，产能扩张是对市场需求了解的基础上进行的，因此顺利消化的概率较大。我们预计2014年ITO导电玻璃收入增速在18%左右。

减薄：消费电子轻薄化趋势下迅速崛起的新业务

TFT 减薄原理

减薄是用物理研磨或者化学蚀刻的方法让液晶模组变薄的过程，其中化学蚀刻方法更为普遍。目前面板厂主要用0.5mm的玻璃基板生产LCD模组，完成之后模组厚度约为1.0mm，而减薄之后厚度在0.4-0.6mm之间。另外，减薄也会使得画面更加清晰明亮。

除了LCD模组减薄之外，理论上也可以使用玻璃基板厂（康宁、旭硝子等）推出的0.3mm基板达到薄化效果，但超薄型玻璃对技术要求较高，生产过程中平整度等要求不容易控制，最终影响良率。因此减薄是成本上更现实的选择。

TFT 减薄背景：消费电子产品轻薄化的趋势方兴未艾

减薄业务迅速兴起的背景是消费电子产品轻薄化的趋势。这种趋势非常明显，我们从表5中几代手机、平板和笔记本的变化趋势就能看出。

表5: 消费电子轻薄化趋势

时间	2007-2009		2010-2011			2012-2013		
规格	厚度mm	重量g	厚度mm	重量g	厚度mm	重量g	厚度mm	重量g
代表机型			代表机型			代表机型		
智能手机								
iphone	11.6	135	iphone4	9.3	137	iphone5	7.6	112
HTC G1	17.1	158	HTC Desire S	11.63	130	HTC One	9.3	143
三星 SGH-i908	12.5	120	三星 Galaxy Nexus	8.9	135	三星 GALAXY Note2	9.4	180
索尼爱立信 XPERIA-X1	17	158	诺基亚 Lumia520	9.9	127	诺基亚 Lumia925	8.5	139
平均	14.6	143		9.9	132		8.7	144
平板电脑								
			Ipad	13.4	692	Ipad 4	9.4	652
			爱国者 M60	11	238	Ipad Air	7.5	469
平均				12.2	465		8.5	561
笔记本电脑								
		kg			kg			kg
联想 IdeaPad Y530A-TTH	29.2-36.2	2.98	联想 E47A	20.2-33.5	2.22	联想Yoga13-IFI	16.9	1.54
东芝 Satellite M311	33.7-37.8	2.4	东芝 C600 (T08B)	32-37	2.3	东芝L50-AT11S1	24.5-26.4	2.3
华硕 F83EA40T-SL	34.5-37.8	2.39	华硕 X53XE45BY-SL	28.3-34.9	2.6	华硕X550XI323VC-SL	24.8-31.7	2.3
苹果MacBookPro 第一代	25.9	2.54	苹果 MacBook Air (MC503CH/A)	17-30	1.32	苹果MacBook Air	13-17	1.35
索尼 SR49D/J	24.9-34	1.99	索尼 YB35JC/B	25-31.5	1.46	索尼P11217SCS	13.2-17.2	0.87
平均		2.46			1.98			1.67

数据来源：公司官网，瑞银证券整理

轻薄化趋势仍处于方兴未艾的阶段，我们认为：（1）轻薄化趋势是不可逆的；（2）无论是在手机还是笔记本电脑产品中，轻薄化机型的渗透比率还比较低。智能手机中，有代表性的是iPhone5和三星、HTC以及国产品牌中的高端机型；笔记本电脑方面，以轻薄化为重要特征的Ultrabook还处于导入阶段，随着相关软硬件产业配套成熟后有望有大幅度提升。

市场的两点质疑

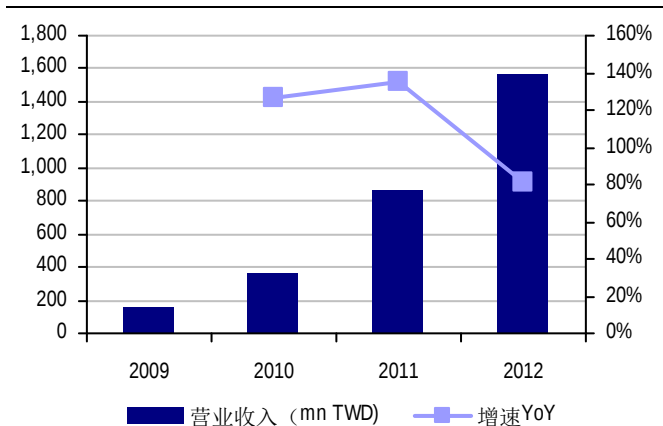
技术壁垒。和大多数的电子制造业一样，减薄业务也没有绝对的技术壁垒。但从以下几个角度来看，我们认为减薄业务属性较好：（1）液晶面板厂商对于供应链要求高，对产品品质、良率都有一定要求，其认证周期也较一般产品长；（2）液晶面板行业格局相对集中，为提高供应链管理效率，液晶产业供应链相对集中，我们认为面板减薄业务也不会例外。

面板厂向上游整合减薄业务。这种可能性确实存在，但我们认为不必过于担心：（1）面板厂更适合于标准化、大规模的产品制造，对相对弹性化的产品不一定具备优势；（2）减薄业务的收入和利润规模对面板厂带来的边际弹性很有限，相对应的吸引力也有限。

但仍然存在降价可能性。和其他兴起的产业一样，随着进入者增加、市场规模变大，降价应是不可避免的。我们预计2014年公司TFT减薄业务降价幅度在10%-15%之间。

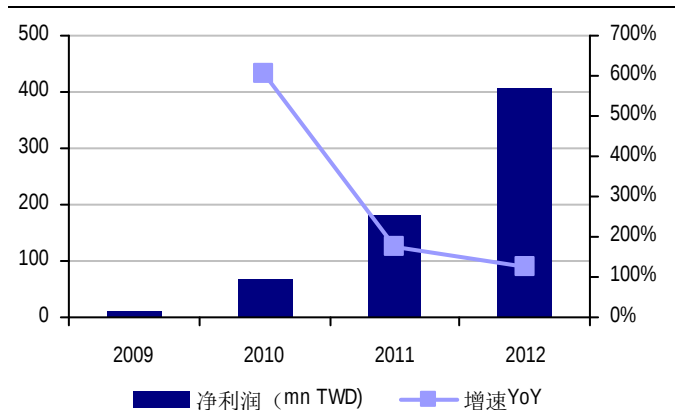
综上所述，我们看好减薄业务行业属性。台湾上市公司悦城科技95%以上的收入源于减薄业务，过去几年实现了迅速发展。从2009年-2012年，其收入复合增长率达到113%，由于基数原因，净利润复合增长率则更高。我们认为悦城科技的发展轨迹是最好的证据：证明行业发展趋势，也证明该行业可以支撑有竞争力的公司实现高成长。

图7: 悦城科技营业收入及增速



数据来源：公司数据

图8: 悦城科技净利润及增速



数据来源：公司数据

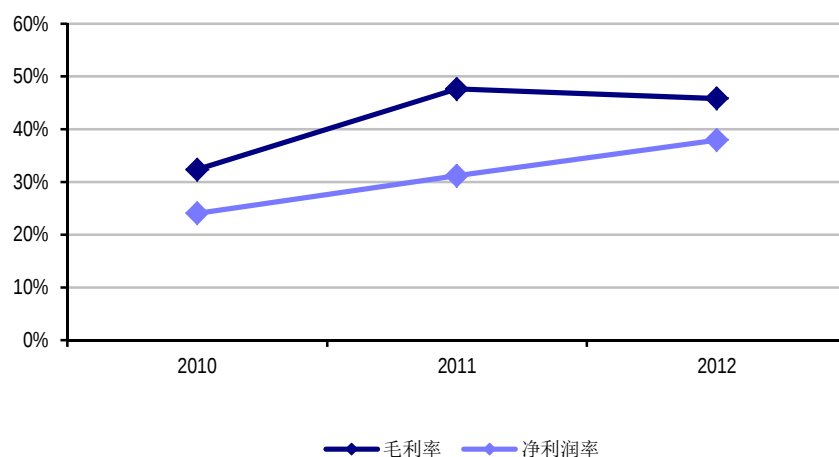
减薄业务的盈利情况分析

公司减薄业务尚未披露盈利性情况，但从悦城科技披露的经营情况来看，我们认为减薄业务盈利情况理想。悦城科技2010年-2012年毛利率分别为32.34%、47.64%和45.81%，净利润率也分别达到了24.05%、31.19%和37.92%。

与台湾公司相比，大陆公司具备成本优势：（1）人力、水、电、气等资源更为便宜；（2）折旧政策相比，台湾电子类公司对于设备的折旧年限为5年，而大陆公司是10年。因此我们预计长信科技在减薄业务上盈利情况也较为理想。

除价格之外，影响公司减薄业务盈利能力的最重要敏感因素是产能利用率。由于下游客户液晶面板厂较为强势，减薄业务通常不能100%满产，需要留有一定的富余产能，以应对急单。

图9: 悦城科技毛利率与净利润率情况 (%)



数据来源：公司公告

长信科技在减薄上业务上进展迅速

国内玻璃减薄业务起步晚，以前主要是日、韩、台企业在做，最近两年国内企业开始涉入该行业。我们认为公司做减薄业务有以下几点优势：

- (1) 客户资源。公司在ITO导电玻璃业务上积累了与深天马、信利等液晶面板厂商良好的客户关系，有能力将客户资源移植到减薄业务上。
- (2) 综合配套能力、快速交货能力等要求。用化学法减薄后对蚀刻表面一般都需要后续抛光处理，公司提供的大尺寸抛光、镀膜等综合配套服务，为客户所称道。
- (3) 地缘优势。由于液晶模组在运输过程中容易发生破损，因此对减薄厂有一定的运输半径要求。公司地处芜湖，长三角地区的合肥、江苏、上海均有大规模液晶产能。
- (4) 减薄业务与触摸屏业务产生协同效应值得期待。整机厂家对元器件的整合度要求越来越高，TP模组和LCM模组的全贴合是未来趋势。随着减薄业务和触摸屏业务的不断成熟，公司是少有的能够同时生产这两种产品的厂商。全贴合产品未来有潜力成为公司新的利润增长点。

借助行业趋势与公司自身优势，长信科技利用非募集资金投资TFT 减薄项目，2012年下半年以来逐步投产，并发挥出显著效益。截止2013年中报期，公司已有9条减薄生产线投入生产。我们预计公司有较大可能性在明年进行扩产，减薄业务将成为公司主营收入的重要组成部分。

触摸屏：多点布局，期待发挥弹性

公司在触摸屏业务上进行了多点布局

虽然公司触摸屏领域只是一个跟进者，但通过内生、外延扩张已经相对形成了完整的布局和一定的资产规模，包括以下三方面：

■ 触摸屏Sensor

芜湖2.5代线和3代线。目前已经形成中小尺寸触摸屏Sensor产能2000万片/年，中大尺寸（7-10英寸）触摸屏Sensor产能500万片/年。公司已经形成一定的模组产能，我们预计Sensor产能消化方式既包括对外销售，也包括内部消化。长期来看，Sensor如果过于依赖外部客户的话，那么有丧失主动权的风险，也不利于培养终端客户，因此我们预计未来内部消化比例会提升。

这部分业务业绩弹性有望来源于产能利用率的提升：（1）受行业景气度影响，我们预计公司当前产能利用率并不高；（2）内部消化比例提升也会对Sensor产能利用率有正向作用。

上海昊信5代线。上海昊信是由长信科技与剑腾液晶显示有限公司、上海新蓝资产管理公司共同出资成立的，其中剑腾以全套5代CF设备作为资产入股。合资公司对5代CF生产线和净化车间进行相应改造和增添必要设备后，形成5代（1100mm*1300mm）触摸屏Sensor产能2万片/月。

但由于中大尺寸触摸屏放量低于预期，昊信未发挥出预期的经济效益。根据公司最新公告，公司已经与昊信实际控制人凌安海先生友好协商，将公司持有昊信光电的全部股权（占比43%）以原价（人民币15176.48万元）转让给剑腾液晶。

■ OGS模组

OGS（One Glass Solution），是在保护玻璃（Cover Glass）上直接形成ITO导电膜和Sensor的一种技术。与传统的GG或者GF触摸屏相比，OGS的优势在于：（1）节省了一层玻璃成本和一次贴合成本；（2）重量轻；（3）增加了透光度。

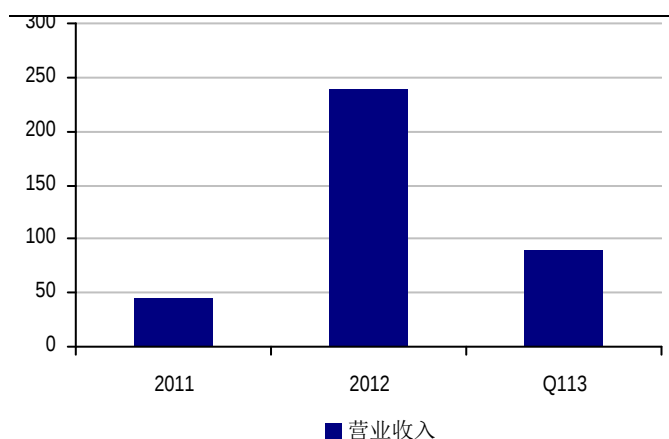
公司已经掌握OGS-Sensor和OGS模组批量生产工艺技术。根据最新公告，公司10.1英寸英特尔OGS触摸屏模组已通过微软实验室的Win8 touch认证。公司通过微软认证的产品包括21.5寸、14.1寸、23寸、13.3寸和10.1寸等五款产品。我们预计公司已经累计了一定规模的出货量，但目前量不是很大，后续还有提升空间。

■ 拟收购德普特，进行外延扩张

根据《芜湖长信科技股份有限公司发行股份购买资产报告书（草案）（修订稿）》，公司拟向德普特光电发行股份购买其持有的赣州德普特100%股权。这是公司在触摸屏产业链上布局的重要一步。

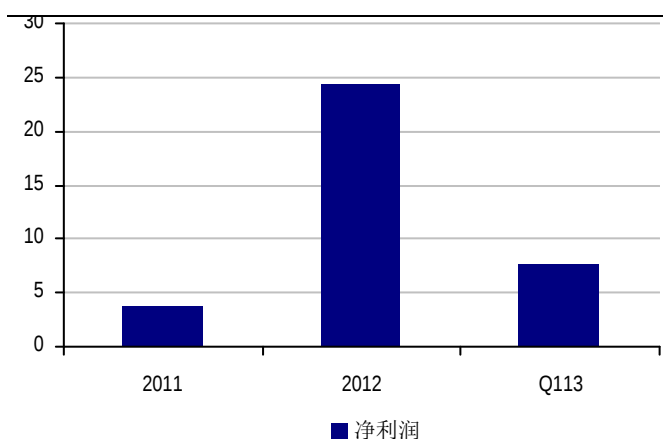
德普特主要生产中大尺寸触摸屏，技术类型包括GG型电容触摸屏和更具有价格竞争力的PG型触摸屏。客户以平板电脑客户为主，包括纽曼、步步高、昂达等国内二、三线客户。2012年借助于国产平板电脑放量的大趋势，实现了收入和利润的大幅增长。

图10: 德普特收入情况(mn RMB)



数据来源: 公司数据

图11: 德普特净利润情况(mn RMB)



数据来源: 公司数据

表6: 德普特收入预测 (单位: mn RMB)

产品名称	项目名称	4-12月2013年	2014E	2015E	2016E	2017E
电阻屏	收入	4.3	2.8	2.9	1.7	1.0
	销量	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
	单价(元/片)	23.0	18.9	18.6	18.2	17.8
中小尺寸GG结构电容屏	收入	155.9	199.0	204.8	206.7	206.7
	销量	1.6	2.6	2.8	2.8	2.8
	单价(元/片)	76.4	75.7	74.2	72.7	72.7
中小尺寸PG结构电容屏	收入	148.2	233.8	240.6	242.9	242.9
	销量	2.9	4.6	4.8	5.0	5.0
	单价(元/片)	51.4	50.8	49.8	48.8	48.8
OGS电容屏	收入	28.5	111.7	219.0	246.8	253.9
	销量	0.1	0.4	0.8	0.9	1.0
	单价(元/片)	285.0	279.3	273.7	268.2	262.9
大尺寸PG结构电容屏	收入	36.0	100.8	136.1	146.7	154.0
	销量	0.1	0.3	0.5	0.5	0.6
	单价(元/片)	450.0	315.0	283.5	277.8	277.8
主营业务收入合计		342.8	649.1	803.4	844.8	858.6

数据来源: 长信科技发行股份购买资产报告书(修订稿)

我们认为收购德普特对公司有多重意义, 包括:

- (1) 产业链更加完善。此前公司触摸屏产能主要集中在Sensor环节, 受制于下游模组厂商、产业链话语权较弱。
- (2) 直接接触终端客户资源。公司客户资源以液晶面板厂为主, 虽然都是B2B模式, 但消费电子领域的手机、平板电脑对于响应速度、灵活性等方面的要求要远高于面板厂, 德普特与公司有一定的能力互补。

- (3) 成长性。在收购方案中，公司与德普特约定2013年、2014年和2015年扣非净利润不低于3994万元、5297万元和6788万元，如当年实际净利润数小于承诺净利润数时，以股份补偿方式进行利润补偿。相较于公司的利润规模而言，具备实质性的增长。
- (4) 规避技术路线风险。目前公司在触摸屏模组上的技术路线单一，而德普特重点发展的GG、PG与公司互补。

目前触摸屏行业面临的消极因素

目前触摸屏行业面临的消极因素主要有两方面：

■ 行业景气度

触摸屏的下游需求市场主要包括手机、平板电脑和笔记本电脑。手机和平板电脑仍处于快速成长的轨道中，笔记本电脑市场需求相对难以预测。但无论是新增的供给还是新增的需求，均是以笔记本电脑市场为重心，加载触摸屏的超级本渗透率对于行业景气度有着至关重要的影响。

对超级本的渗透率，市场经历了从年初乐观到现在悲观的过程，其中原因包括：

- (1) 笔记本电脑的出货量平淡，根据瑞银最新预测，笔记本电脑销量在2014年和2015年分别下滑7.8%和2.0%。

表7: 瑞银集团对于电脑出货量增速预测

	Old			New			ppt % Chg.		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
销售增速 %									
台式机	-10.4%	-3.0%	-1.1%	-8.2%	-2.5%	-0.7%	2.2%	0.5%	0.4%
笔记本	-13.8%	-6.6%	-1.9%	-15.2%	-7.8%	-2.0%	-1.4%	-1.2%	-0.1%
电脑总计	-12.3%	-5.1%	-1.5%	-12.3%	-5.5%	-1.4%	0.0%	-0.4%	0.1%
平均销售价格增速%									
台式机	-4.0%	-3.6%	-2.0%	-3.4%	-3.4%	-2.0%	0.6%	0.2%	0.0%
笔记本	-1.4%	-5.7%	-3.3%	-1.7%	-6.3%	-3.3%	-0.3%	-0.6%	0.0%
电脑总计	-2.6%	-5.1%	-2.8%	-2.7%	-5.4%	-2.8%	-0.1%	-0.3%	0.0%
收入增速 %									
台式机	-14.0%	-6.5%	-3.0%	-11.3%	-5.9%	-2.7%	2.7%	0.6%	0.3%
笔记本	-15.0%	-11.9%	-5.1%	-16.6%	-13.6%	-5.2%	-1.6%	-1.7%	-0.1%
电脑总计	-14.6%	-9.9%	-4.3%	-14.7%	-10.6%	-4.2%	-0.1%	-0.7%	0.1%

数据来源：瑞银估算

- (2) 我们认为超级本低于预期的关键原因在于用户体验，而不是价格。电脑品牌厂商和供应链在压缩成本方面做的努力并没有起到实质作用，降价对销售促进有限。Win8系统和超级本的用户体验不是很令人满意，解决问题的核心在于通过创新完善软硬件生态系统和用户体验。因此触摸屏笔记本的渗透率仍然存在低于预期的可能性。

目前行业景气度处于下行阶段，我们认为不宜过度悲观：（1）智能终端（尤其是平板电脑）趋势依然良好；（2）超级本仍然是笔记本电脑未来发展趋势。（3）我们期待的并不是立竿见影的超级本渗透率提升，只要有足够的边际改善就会对行业带来积极影响；（4）在国内智能手机及平板电脑带动下，国内厂商仍处在向上通道中。

■ 技术路线纷争

目前市场上存在的触摸屏技术包括Film式触摸屏（GFF、GF2和G1F）、OGS以及In-cell、On-cell等。各种技术各有优劣，处于并存的状态：（1）In-cell目前只用在iPhone5、华为P6等单款机型出货量大的高端产品上；（2）Film式触摸屏凭借成本优势、相对柔性化的生产条件占据了大部分市场份额；（3）OGS在中高端产品有一定市场份额，相较于Film式触摸屏，OGS物料成本低、厚度薄、透光性更好，但受制于良率提升缓慢，综合成本还是高于Film屏，随着OGS良率不断提升，综合性价比优势有望得到发挥。长信科技布局多种技术，一定程度上降低了技术路线变化的风险。

我们认为长期来看，技术路线之争是考量成本、性能、可规模化生产等多重因素后市场竞争的结果；现阶段并存的概率较大。行业景气度和公司自身竞争力是更重要的问题。目前衡量触摸屏企业竞争力的最终要标准依然是产能与客户。能够顺利释放产能、占有客户资源的公司最值得关注。

公司在触摸屏业务上具备较大的弹性

公司在触摸屏领域积极进取，已经形成一定的资产规模和合理的产业布局，但客观而言并未发挥出最佳经济效益，我们预计未来有较大的向上弹性：

- （1） 预计目前2.5代和3代Sensor产能利用率还比较低，未来拉动产能利用率的可能因素有：行业景气度回升；公司模组产能扩大，提高Sensor内部消化比率。
- （2） 德普特具备扩张弹性。

被忽略的软实力

推动企业成长的原动力源于管理层的企业家精神和执行力，尤其是在电子这种充分竞争的行业中。

■ 积极进取的企业家精神

公司管理层积极进取，业务领域不断扩张，先后进入ITO导电玻璃、触摸屏、TFT减薄等多个业务领域，在触摸屏领域除内生发展外，收购德普特，实现外延式扩张。

■ 出色的执行力

在ITO导电玻璃领域已经做到行业龙头的位置，TFT减薄也有成为龙头的潜质，我们预计ITO导电玻璃与TFT减薄业务盈利情况佳。而触摸屏良率提升效果明显。公司表现出很强的执行力，生产管理能力和成本控制能力。

■ 设备开发能力

公司有很强的学习能力，在设备上从起初的“引进”过渡到“引进+改造”，最终实现“自主研发”，并根据技术发展要求不断对生产线进行更新升级。设备开发能力对电子制造业有多重意义：（1）节省投资成本；（2）使设计更满足公司的需要，从根本上保证产品质量的稳定性。这是公司保持长期竞争力的重要原因。

财务分析

■ 成长性显著。2007年-2012年，公司收入符合增长率为35.27%，利润复合增长率为38.68%，难能可贵。根据公司的行业布局、产能投放、客户开拓等情况，我们预计高成长性在未来两年将延续。

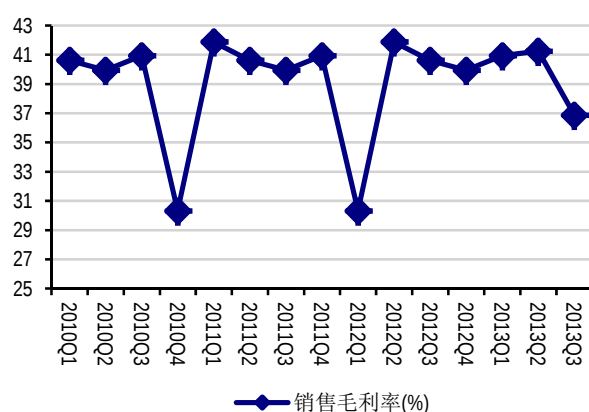
■ 2013Q3略低于预期。2013年3季报略低于市场预期，主要体现在毛利率和收入增速两方面：

(1) 2013Q3毛利率同、环比出现下降的趋势，其中同比下降3.75个百分点，环比下降4.38个百分点，主要是受行业景气度转淡影响。另外，随着产品结构发生变化（触摸屏占比提升），我们认为未来毛利率会有一个系统性的下降，我们考虑了这一因素影响。

(2) 收入增速亦有所下降。公司2013Q3收入同比增速为35.11%，低于2013年上半年51.76%的增速水平。除行业景气度外，与2012年3季度基数较高也有一定关系。

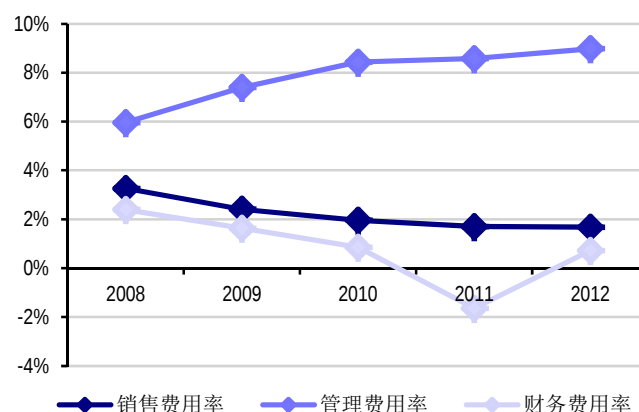
■ 近几年公司管理费用率较高，维持在7%以上，其中最重要的因素是研发费用，以2012年为例，公司研发投入达到3073万元。另外，销售费用率呈下降趋势。总体而言，随着公司应收规模做大，费用率在逐步下降。

图12: 长信科技毛利率情况



数据来源：公司数据

图13: 长信科技三项费用率情况

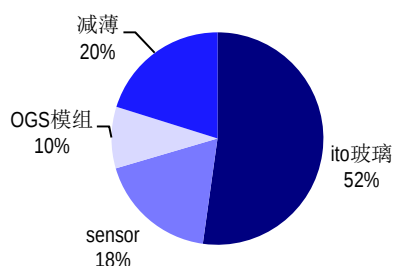


数据来源：公司数据

■ 分业务分析。ITO导电玻璃目前贡献了公司绝大多数的收入与毛利，但我们预计其占比将不断下降，我们预计2013年、2014年ITO导电玻璃在总收

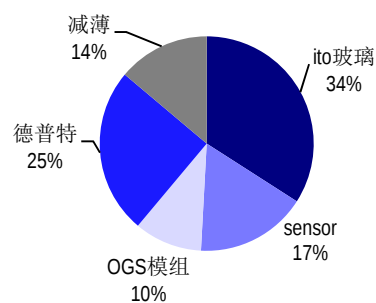
入中的占比将分别为53%和34%。触摸屏相关业务（Sensor、OGS模组以及德普特）在收入中的占比将大幅提升，由2013年27%上升到2014年51%；由于触摸屏业务毛利率低于ITO导电玻璃与TFT减薄，我们预计2013年和2014年在总毛利中的占比分别为17%和37%。

图14: 2013年长信科技各产品收入分布预测



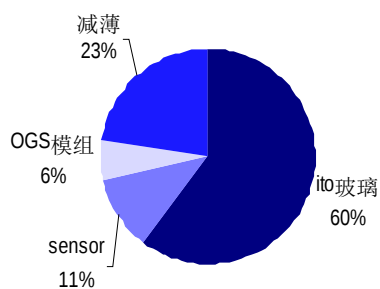
数据来源：瑞银证券估算

图15: 2014年长信科技各产品收入分布预测



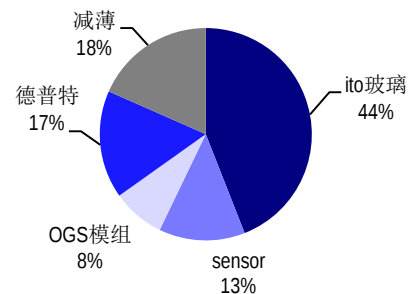
数据来源：瑞银证券估算

图16: 2013年长信科技各产品毛利分布预测



数据来源：瑞银证券估算

图17: 2014年长信科技各产品毛利分布预测



数据来源：瑞银证券估算

估值及我们目标价的推导

电子类公司行业属性、个体成长性差异显著，因此很难找出完全可比的公司。我们选取了智能终端产业链上行业属性、成长性、业绩能见度与公司较为接近的7家公司作为可比公司，这7家公司2013/14/15年PE均值分别为37.9/24.5/18.2倍。

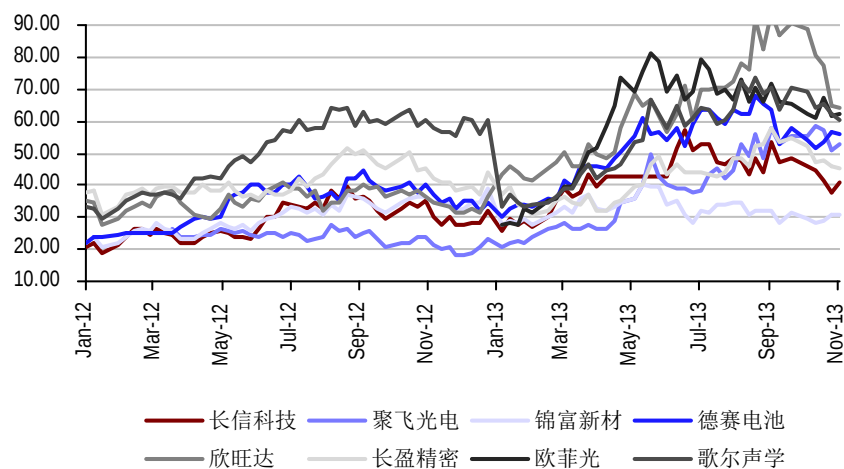
表8: 可比公司估值表

公司	代码	股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
欧菲光	002456.SZ	42.50	1.23	1.74	2.32	34.6	24.4	18.3
长盈精密	300115.SZ	32.65	0.95	1.41	1.93	34.4	23.2	16.9
歌尔声学	002241.SZ	36.03	0.92	1.35	1.87	39.2	26.7	19.3
德赛电池	000049.SZ	57.80	1.58	2.29	2.80	36.6	25.2	20.6
欣旺达	300207.SZ	18.45	0.43	0.73	1.06	42.9	25.3	17.4
锦富新材	300128.SZ	10.85	0.25	0.49	0.65	43.4	22.1	16.7
聚飞光电	300303.SZ	21.13	0.62	0.87	1.17	34.1	24.3	18.1
平均值						37.9	24.5	18.2
长信科技	300088.SZ	16.66	0.65	0.95	1.30	25.6	17.5	12.8

数据来源：长信科技盈利预测为瑞银证券预测，其余可比公司为WIND一致预期，股价截至为2013年11月14日

与我们选择的可比公司相比，公司有一定的估值折价。历史估值在大多数时间也低于其他可比公司，主要是受触摸屏行业景气度波动影响，以及市场对ITO导电玻璃成长持续性存在担心。但总体而言，目前公司估值水平处于低位，我们认为未来下行风险有限。

图18: 长信科技与可比公司历史估值比较



数据来源：公司数据、瑞银证券

我们预计公司2013-2015年EPS分别为0.65/0.95/1.30元，基于瑞银VCAM贴现现金流模型，在WACC假设为8.7%的情况下，推导出目标价22.8元，给予“买入”评级，对应2013/14/15年PE分别为34.8/24.0/17.5倍。

公司背景

长信科技成立于2000年，主要开发和生产ITO导电镀膜玻璃，是国内ITO导电镀膜玻璃行业龙头企业，目前公司主要有三大事业部：ITO导电玻璃事业部、

触摸屏sensor事业部、减薄玻璃事业部。作为中国显示触控材料行业内产品业务链最完善的公司，2013年发展战略为以镀膜材料为核心，三大事业部齐发力。2012年公司收入为8.10亿元，净利润为2.03亿元。

表9:长信科技前十大股东明细（2013半年报）

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）	股份性质
1. 东亚真空电镀厂有限公司	119,680,000	24.5%	流通A股
2. 新疆润丰股权投资企业(有限合伙)	109,005,000	22.3%	流通受限股份
3. 中国建设银行-兴全社会责任股票型证券投资基金	13,366,644	2.7%	流通A股
4. 交通银行-博时新兴成长股票型证券投资基金	9,999,844	2.0%	流通A股
5. 兴业银行股份有限公司-兴全趋势投资混合型证券投资基金	8,972,736	1.8%	流通A股
6. 中国工商银行-广发稳健增长证券投资基金	8,147,338	1.7%	流通A股
7. 中国农业银行-中邮核心成长股票型证券投资基金	7,006,336	1.4%	流通A股
8. 中国工商银行-南方绩优成长股票型证券投资基金	6,000,000	1.2%	流通A股
9. 中国工商银行-广发聚丰股票型证券投资基金	5,740,745	1.2%	流通A股
10. 中国工商银行-广发策略优选混合型证券投资基金	5,608,486	1.2%	流通A股
合计	293,527,129	60.0%	

数据来源：WIND

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	212	262	483	589	810	1,429	76.4	2,589	81.1	3,326	28.4
营业费用（不含折旧）	(140)	(173)	(325)	(398)	(532)	(1,007)	89.3	(1,985)	97.1	(2,514)	26.7
息税折旧摊销前利润（UBS）	72	88	158	191	278	422	51.8	604	43.1	811	34.2
折旧	(16)	(17)	(24)	(30)	(55)	(59)	8.6	(64)	7.3	(68)	7.3
营业利润（息税前利润，UBS）	56	71	134	162	224	363	62.3	541	48.9	743	37.4
其他盈利和联营公司盈利	1	3	7	7	22	24	8.7	22	-8.3	25	13.6
净利息	(5)	(4)	(4)	10	(6)	(11)	82.5	(15)	45.7	(19)	24.5
非正常项目（税前）	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	52	70	137	178	240	376	56.9	547	45.4	749	36.8
税项	(6)	(10)	(20)	(25)	(36)	(56)	53.7	(82)	46.9	(112)	36.8
税后利润	46	61	117	153	204	321	57.5	465	45.1	636	36.8
非正常项目（税后）	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净利润（本地会计准则）	46	61	117	153	204	321	57.5	465	45.1	636	36.8
净利润（UBS）	46	61	117	153	204	321	57.5	465	45.1	636	36.8
税率（%）	11	14	15	14	15	15	-2.0	15	1.1	15	0.0
不计非正常项目前税率（%）	11	14	15	14	15	15	0.0	15	1.1	15	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）	0.13	0.17	0.27	0.31	0.42	0.65	57.5	0.95	45.1	1.30	36.8
每股收益（UBS）	0.13	0.17	0.27	0.31	0.42	0.65	57.5	0.95	45.1	1.30	36.8
每股股息净值	0.00	0.00	0.08	0.08	0.10	0.10	0.0	0.10	-3.0	0.13	38.4
每股现金收益	0.17	0.21	0.32	0.37	0.53	0.78	47.1	1.08	39.2	1.44	33.3
每股账面净值	0.54	0.69	2.38	2.62	2.96	3.55	20.0	4.43	24.8	5.63	27.1
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	153	187	262	396	804	894	11.1	974	9.0	1,057	8.5
无形固定资产净值	9	8	8	40	68	96	40.1	124	29.8	158	26.9
净营运资本（包括其他资产）	119	152	337	613	351	517	47.1	817	58.0	1,146	40.3
其他负债	0	0	0	(19)	(35)	0	-	0	-	0	-
运营投入资本	280	347	607	1,030	1,189	1,506	26.7	1,915	27.1	2,361	23.3
投资	0	8	0	60	148	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	280	355	607	1,090	1,337	1,506	12.7	1,915	27.1	2,361	23.3
股东权益	267	336	1,164	1,280	1,447	1,737	20.0	2,168	24.8	2,756	27.1
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
总股东权益	267	336	1,164	1,280	1,447	1,737	20.0	2,168	24.8	2,756	27.1
净债务 /（现金）	14	19	(557)	(190)	(110)	(231)	109.4	(253)	9.6	(395)	56.3
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	280	355	607	1,090	1,337	1,506	12.7	1,915	27.1	2,361	23.3
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）	56	71	134	162	224	363	62.3	541	48.9	743	37.4
折旧	16	17	24	30	55	59	8.6	64	7.3	68	7.3
营运资本变动净值	(29)	(21)	(82)	(104)	(38)	(137)	256.8	(312)	127.6	(329)	5.6
其他（经营性）	(7)	(5)	(8)	(17)	(13)	(64)	382.0	(65)	1.9	(96)	46.9
经营性现金流（税前/息前）	37	62	68	70	227	221	-2.4	227	2.7	386	69.8
收到 /（支付）利息净值	(5)	(4)	(4)	10	5	11	110.8	15	45.7	19	24.5
已付股息	0	0	0	(38)	(38)	(49)	30.00	(47)	-2.98	(66)	38.41
已缴付税项	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
资本支出	(44)	(61)	(206)	(349)	(196)	(182)	-7.3	(178)	-2.2	(202)	13.5
并购/处置净值	(6)	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	-	(2)	(6)	(47)	112	120	6.3	5	-95.8	5	0.0
股份发行	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流（增加）/减少	2	(5)	(148)	(354)	110	120	9.4	22	-81.6	142	542.1
外汇/非现金项目	-	0	723	(12)	(190)	0	-	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	-	(5)	575	(367)	(80)	120	-	22	-81.6	142	542.1
核心息税折旧摊销前利润	72	88	158	191	278	422	51.8	604	43.1	811	34.2
维护资本支出	(176)	(30)	(118)	(446)	(144)	(126)	-12.4	(114)	-9.2	(134)	16.9
维护营运资本净支出	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前经营性自由现金流（OpFCF）	(104)	59	39	(254)	135	297	120.2	490	65.3	678	38.3

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。

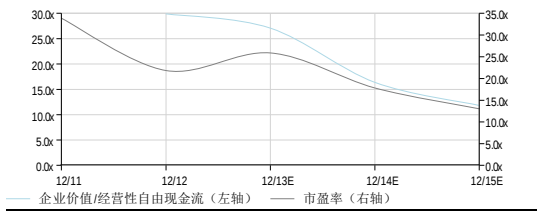
12个月评级 买入

12个月目标价 Rmb22.80

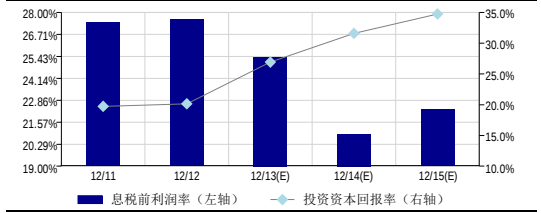
公司概况

长信科技成立于 2000 年，主要开发和生产 ITO 导电镀膜玻璃，是国内 ITO 导电镀膜玻璃行业龙头企业，目前公司主要有三大事业部：ITO 导电玻璃事业部、触摸屏 sensor 事业部、减薄玻璃事业部。作为中国显示触控材料行业内产品业务链最完善的公司，2013 年发展战略为以镀膜材料为核心，三大事业部齐发力。2012 年公司收入为 8.10 亿元，净利润为 2.03 亿元。

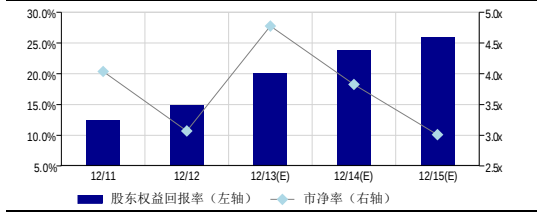
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



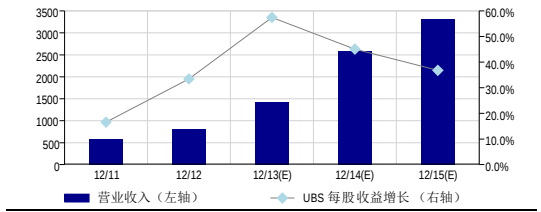
盈利能力



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）	-	33.9	21.8	25.6	17.6	12.9
市盈率（UBS）	-	33.9	21.8	25.6	17.6	12.9
股价/每股现金收益	-	28.4	17.2	21.6	15.5	11.6
净股息收益率（%）	-	0.7	1.1	0.6	0.6	0.8
市净率	-	4.0	3.1	4.7	3.8	3.0
企业价值/营业收入（核心）	-	8.2	5.0	5.5	3.1	2.4
企业价值/息税折旧摊销前利润（核心）	-	25.3	14.5	18.8	13.1	9.8
企业价值/息税前利润（核心）	-	30.0	18.0	21.8	14.7	10.7
企业价值/经营性自由现金流（核心）	-	NM	29.9	26.7	16.2	11.7
企业价值/运营投入资本	-	5.9	3.6	5.9	4.6	3.7

企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
平均市值	5,170	4,441	8,193	8,193	8,193
+ 少数股东权益	0	0	0	0	0
+ 平均净债务（现金）	(269)	(269)	(269)	(269)	(269)
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(60)	(148)	0	0	0
核心企业价值	4,840	4,025	7,924	7,924	7,924

增长率（%）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	39.8	22.0	37.5	76.4	81.1	28.4
息税折旧摊销前利润（UBS）	40.0	21.2	45.5	51.8	43.1	34.2
息税前利润（UBS）	41.1	20.5	38.5	62.3	48.9	37.4
每股收益（UBS）	34.1	16.6	33.5	57.5	45.1	36.8
每股现金收益	32.1	15.8	41.7	47.1	39.2	33.3
每股股息净值	-	0.0	30.0	0.0	-3.0	38.4
每股账面净值	52.6	10.0	13.0	20.0	24.8	27.1

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	33.5	32.5	34.4	29.6	23.3	24.4
息税前利润/营业收入	27.3	27.4	27.6	25.4	20.9	22.3
净利润（UBS）/营业收入	24.0	25.9	25.1	22.4	18.0	19.1

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）	-	19.7	20.2	26.9	31.6	34.7
税后投资资本回报率	-	16.9	17.2	22.9	26.9	29.5
净股东权益回报率	-	12.5	14.9	20.1	23.8	25.9

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	NM	NM
股息保障倍数（UBS 每股收益）	-	4.1	4.2	6.5	9.8	9.7
股息支付率（%，UBS 每股收益）	-	24.7	24.0	15.3	10.2	10.3
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	-	0.7	0.7	1.1	1.5	1.6
营业收入/固定资产	-	1.7	1.2	1.5	2.5	2.9
营业收入/净营运资本	-	2.1	2.8	3.7	4.2	3.6

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	NM	NM	0.6	0.8	0.9	0.9
资本支出/营业收入（%）	NM	NM	24.2	12.7	6.9	6.1
资本支出/折旧	6.1	NM	3.6	3.1	2.8	3.0

资本结构（%）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
净债务/总权益	(18.3)	(14.8)	(7.6)	(13.3)	(11.7)	(14.3)
净债务/（净债务 + 权益）	(22.5)	(17.4)	(8.2)	(15.3)	(13.2)	(16.7)
净债务（核心）/企业价值	-	(5.6)	(6.7)	(3.4)	(3.4)	(3.4)

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19日22时26分的股价（Rmb16.74）得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

张孝达

分析师

S1460513110001

xiaoda.zhang@ubssecurities.com

■ 长信科技

长信科技成立于2000年，主要开发和生产ITO导电镀膜玻璃，是国内ITO导电镀膜玻璃行业龙头企业，目前公司主要有三大事业部：ITO导电玻璃事业部、触摸屏sensor事业部、减薄玻璃事业部。作为中国显示触控材料行业内产品业务链最完善的公司，2013年发展战略为以镀膜材料为核心，三大事业部齐发力。2012年公司收入为8.10亿元，净利润为2.03亿元。

■ 风险声明

地方电子行业整体景气度转淡，公司的三项业务易受到负面影响;触摸屏笔记本渗透率持续低于预期;收购德普特后，整合与管理风险，团队稳定性风险;减薄业务降价超过预期。

■ 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: 张 孝达.

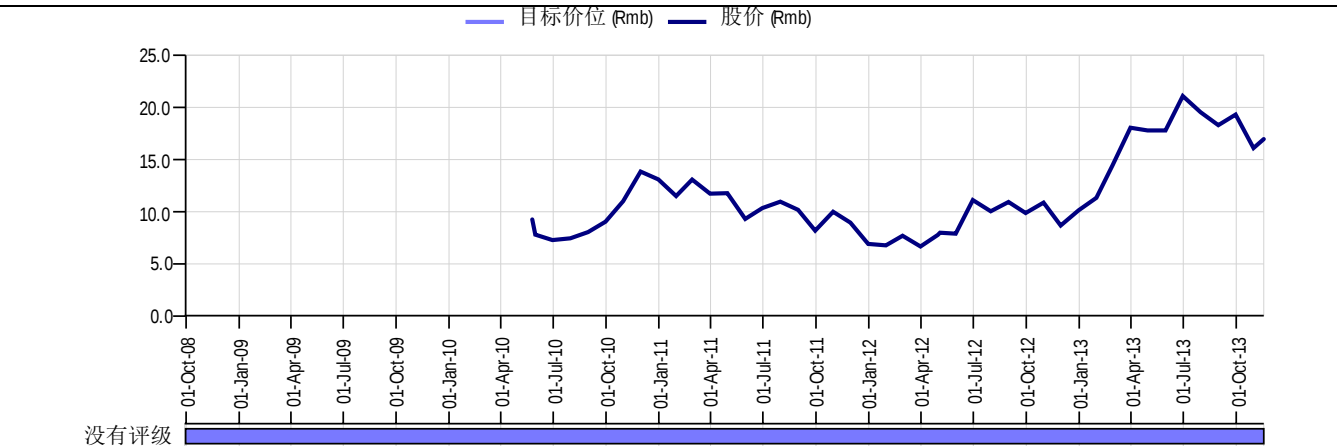
涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
长信科技	300088.SZ	未予评级	不适用	Rmb16.95	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。

长信科技 (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很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。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 and 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、销售与交易业务。

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

英国和欧洲其他地区:除非在此特别申明,本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACPR)和金融市场管理局(AMF)监管。如果 UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A.编制。**德国:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:**由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第 32 号法令第 15 (d) (ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:**由 UBS Limited (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 分发。**俄罗斯:**由 UBS Securities CJSC 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. 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。**香港:**由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡:**由 UBS Securities Pte. Ltd. (mca (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对象或元素。© 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。