

中国石化 A

降本增效新战略 新起点

新战略：降本增效 做大盘子

公司将在今年加大力度，提高效率，并且投资长期的利润增长点，具体目标如下：（1）涪陵页岩气项目 2015 年产量达到 33 亿方（2）5 大煤化工项目，1 个煤制气项目，与美国天然气化工差异化竞争（3）海外油气资产注入，在资源上减少对胜利油田的依赖（4）降低营销资本开支提高效益。由于这些项目大多不依赖于政府政策，对公司的执行力我们比较有信心。

环保压力推升油品升级 业绩有超预期空间

由于入冬以来雾霾天气严峻，成品油将逐步达标。我们预计油品升级至国四汽柴油之后，可分别提升 0.8 美元/桶及 1.0 美元 / 桶的炼油 EBIT。在 Brent 为 110 美元/桶，炼油\$2.25/桶的假设下，2014 年 EPS 可以达到 0.75 元/股。我们对公司净利润预测基本与之前持平。

13-15 年业绩基本维持

我们预计 13E-15E 完全稀释 EPS 为 0.59/0.60/0.64 元/股，小幅调整-1.7/-3.2/-4.5%，若布伦特价格维持 110 美元/桶，2014E-2015E EPS 估算至少可提升 10-15%。

估值：采用 PE 估值法 上调目标价至 5.93 元/股

我们采用 PE 估值法，得出新目标价 5.93 元/股，对应 2014 年末稀释 PE 9.6 倍。为了更准确地测算公司价值，我们对上游资产采用了分区块 NAV 估值法，与 UBS 的一体化石油公司估值法一致，且更准确反映资源价值，我们采用 Wood Mackenzie 2P 估算，假设长期布伦特价格 92 美元/桶，贴现率为 10%，估值折价 25.3%。下游业务以 2013-14 年均值的 6.8X EV/EBITDA 估算，不包含煤制气项目价值。

Equities

中国	
大型石油公司	
12 个月评级	买入 保持不变
12 个月目标价	Rmb5.93 之前: Rmb5.50
股价	Rmb4.85
路透代码: 600028.SS 彭博代码 600028 CH	
交易数据和主要指标	
52 周股价波动范围	Rmb5.94-4.10
市值	Rmb575 十亿/US\$94.7 十亿
已发行股本	91,052 百万 (ORDA)
流通股比例	39%
日均成交量(千股)	64,168
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb302.0
普通股股东权益 (12/13E)	Rmb577 十亿
市净率 (UBS, 12/13E)	1.0x
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	
	从 到 % 市场预测
12/13E	0.60 0.59 -1.91 0.62
12/14E	0.62 0.60 -4.11 0.67
12/15E	0.67 0.64 -4.62 0.73

 严蓓娜
分析师

S1460511080002

nina.yan@ubssecurities.com

+86-213-866 8884

重要数据 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
净利润(UBS)	71,305	72,112	63,735	71,966	72,918	77,839	83,609	87,320
债务调整现金流量	153,801	160,067	160,123	178,929	191,213	205,412	221,636	234,200
每股现金收益(UBS, 稀释后)	1.15	1.17	1.13	1.25	1.32	1.43	1.54	1.62
每股收益(UBS, Rmb)	0.62	0.62	0.54	0.59	0.60	0.64	0.68	0.72
盈利能力和估值	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
产量(千桶石油当量/日)	1100	1117	1172	1223	1315	1396	1490	1553
占用资本平均收益率	11.6	10.5	7.7	8.1	7.1	6.9	6.7	6.3
企业价值/债务调整现金流(x)	6.1	5.4	5.1	4.8	4.8	4.8	4.7	4.6
股价 / 每股现金收益 (稀释后)	6.4	5.2	4.5	3.9	3.7	3.4	3.2	3.0
(x)								
市盈率(UBS)(x)	11.7	9.8	9.6	8.2	8.1	7.6	7.1	6.8

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 12 月 10 日 17 时 57 分的股价(Rmb4.85)得出。

投资主题

中国石化 A

投资理由

公司的战略将逐步转移至提高效率；已经并将持续投资于更高利润的产业。公司目前有如下计划：

(1) 涪陵页岩气项目 2015 年产量达到 33 亿方 (2) 5 大煤化工项目，1 个煤制气项目 (3) 海外油气资产注入，减少对胜利油田的依赖 (4) 降低营销资本开支提高效率。由于这些项目大多不依赖于政策，公司的执行力我们比较有信心。

同时明年来看，环保压力加大各地推进国四汽油升级的速度将逐步加快，我们预计油品升级至国四汽油之后，可分别提升 0.8 美元/桶及 1.0 美元/桶的炼油 EBIT，将成为明年的利润增长点；同时随着成本降低，我们预计公司的业绩也有增长空间。

乐观情景

在 Brent 为 110 美元/桶，炼油盈利为 2.25 美元/桶的假设下，2014 年 EPS 可以达到 0.75 元/股；估值可达到 7.1 元/股。

悲观情景

在 Brent 价格为 90 美元/桶，炼油盈利为 0.25 美元/桶的假设下，2014 年的 EPS 将下降到 0.45 元/股，估值下行到 4.3 元/股。

近期催化剂

公司延迟发行 A 股二期可转换公司债券或将获得证监会批准。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb5.93

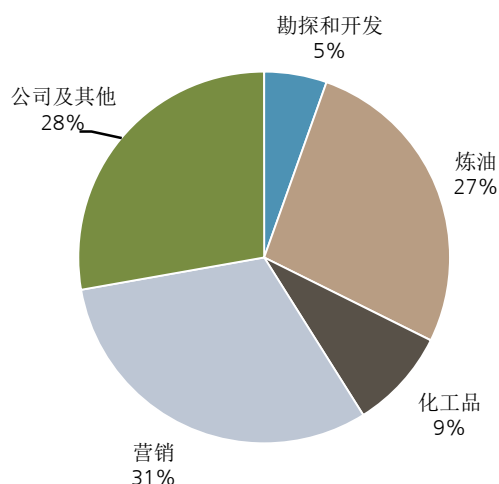
公司简介

中国石化是中国领先的一体化能源和石油公司，在东部及沿海地区居于主导地位，占中国石油总需求的 74%。公司的上游石油资产和生产规模小于其下游炼油和石化业务。中国石化的盈利对国际油价、国内炼油业务利润率以及全球石化周期反应敏感。

行业展望

我们预计由于非 OPEC 供应逐步增加，美国的能源效率提高，原油的长期价格将长期下降到 92 美元/桶。若成品油定价机制维持稳定，油品升级有望逐步提升炼油盈利；低价的天然气原料可能持续对大石化的盈利能力造成压力。

收入按业务分布 2012 (%)



来源: 公司数据

各类业务的 EBIT

单位 (百万 元)	2011	2012	2013E	2014 E	2015 E
勘探和开发	71,631	70,054	61,628	59,225	55,635
炼油	(35,780)	(11,444)	9,431	13,655	17,054
化工品	26,732	1,178	1,925	4,043	8,491
营销	44,696	42,652	36,365	38,547	40,859
公司及其他	(2,640)	(2,443)	(2,500)	(2,500)	(2,500)
总计	104,639	99,997	106,849	112,970	119,540

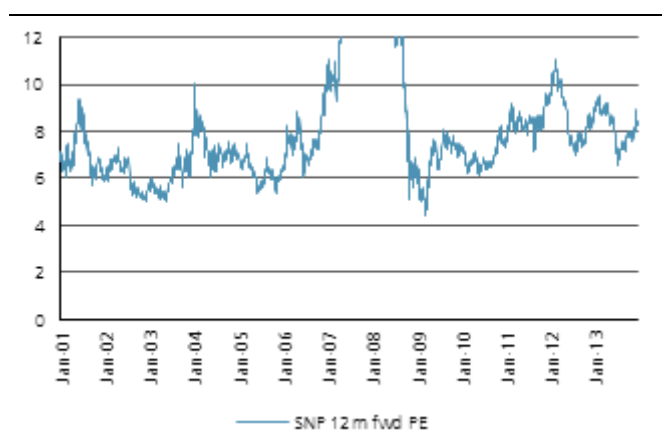
来源: 公司数据, 瑞银证券

上调目标价格 采用新估值法

我们将目标价格由 5.5 元/股上调至 5.93 元/股，并采用新的 PE 估值方法（之前为分部估值法）。新目标价对应未稀释 2014 年 PE 9.6 倍，接近 2012 年高位。原因在于：

- (1) 三季度和四季度的业绩总体较上半年明显改善，化工趋势改善。
- (2) 公司正在逐步以“提高效率”为中心的战略，降低部分地回报的资本支出，提高回报率。
- (3) 明年的业绩有改善的空间：炼油有望受益于优质低价；化工或将略有改善。
- (4) 长期增长来自于：页岩气开发、煤化工和煤制气管道建设。

图片 1: 中石化 12 个月预测市盈率



来源: 公司数据, 彭博, 瑞银证券估算

图片 2: 中石化 12 个月预测市净率



来源: 公司数据, 彭博, 瑞银证券估算

该目标水平与用分部估值法的估值一致，为了更准确地测算公司价值，我们对上游资产采用分区块自下而上的 NAV 估值法（原为 DCF），假设如下：

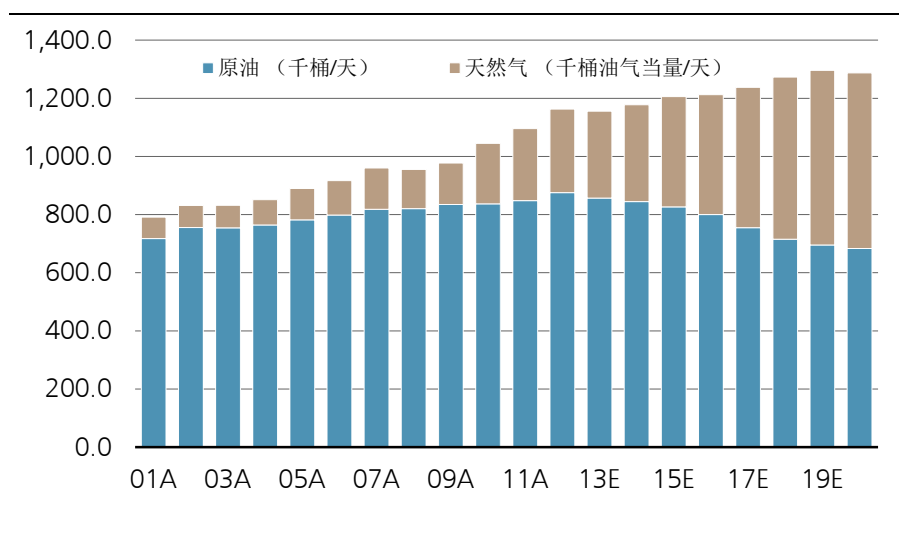
- 分项目为上游油气资产估值，采用 Wood Mackenzie 2P 估算，假设长期布伦特价格为 92 美元/桶，以及 10% 贴现率；
- 下游业务估值采用 EV/EBITDA 倍数，基于同行业平均估值，目标价对应 2014 年 EV/EBITDA 7.3 倍（之前为 6.8 倍）；
- 其他投资资产采用历史账面价值；
- 估值不包含公司煤制气和天然气管线项目价值。

表 1: 上游 NAV 估值 (10%贴现率, 长期布伦特价格 92 美元/桶)

资产	权益 %	企业价值 (百万美元)	剩余可采储量 (百万桶油气当量)	2P 储量估值 (美元/桶油气当量)
中国				
胜利 (油田)	100.0%	38,741	2,486	15.6
普光 (四川气田)	100.0%	11,078	975	11.4
塔里木盆地 (塔河油田)	100.0%	6,878	359	19.2
鄂尔多斯盆地	100.0%	6,414	384	16.7
元坝 (四川气田)	100.0%	3,316	558	5.9
中原油田	100.0%	3,388	153	22.1
其他 (24 个项目)		28,758	2,694	10.7
中国油气资产总计		98,571	7,608	13.0
安哥拉 (油田)	55%	1,542	148	10.4
俄罗斯 (油田)	与母公司合资	2,178	288	7.6
哈萨克斯坦 (油田)	与母公司合资	990	75	13.2
哥伦比亚 (油田)	与母公司合资	635	27	23.7
海外油气资产总计		5,345	538	9.9
油气资产总计 (百万美元)		103,916	8,146	12.8
油气资产总计 (百万元)		633,889		
探明原油储量 (2012) (百万桶)		3,109		
探明天然气储量 (2012) (百万油气当量)		1,122		
探明储量总计 (1P) (百万油气当量)		4,231		
探明储量价值 (美元/1P)	无折价	24.6		
中石化 PV-10 (可比)	(10% 贴现率)	515,166		
PV-10 价值 (美元/1P)		20.0		

来源: Wood Mackenzie, 瑞银证券

图片 3: 中石化 NAV 估值国内生产情况一览



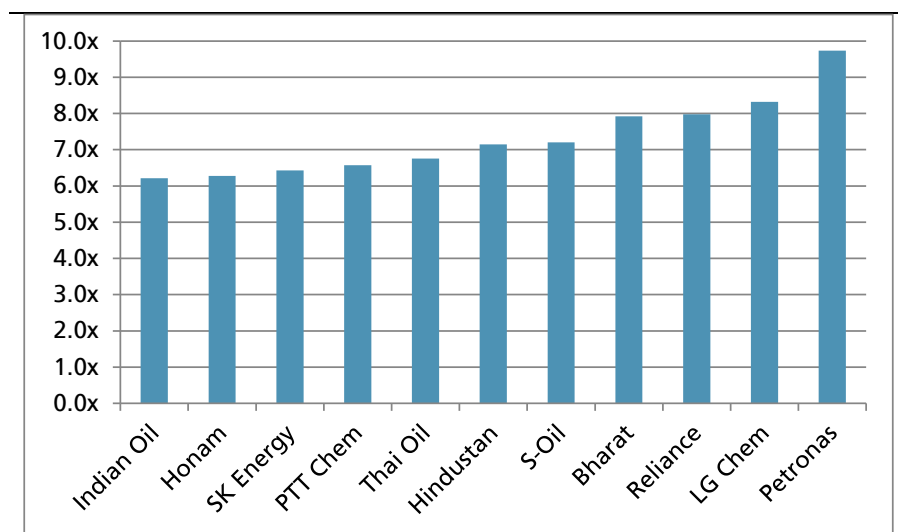
来源: Wood Mackenzie

图片 4: 中石化 NAV 目标价 (新估值法)

	百万元	元/股	注释
勘探与开发 NAV(2P 储量)	633,889		我们采用 Wood Mackenzie 2P 估算, 假设长期布伦特价格 92 美元/桶, 贴现率为 10%。
炼油, 营销及化工品	690,848		下游业务 2013-2014 年均值 EV/EBITDA 6.8 倍。
其他投资	57,546		历史账面价值 (无变化)
企业价值	1,382,283		
净负债(14E)	(375,384)		
少数股东权益	(37,227)		
权益价值	969,671		
股本数 (完全稀释)	122,111		
NAV (元/股)	7.94		
目标价格 (元/股)	5.93		2014 未稀释 PE 为 9.6 倍 (接近 2012 年峰值)
目标价格相对 NAV 折价	-25.3%		目标价相对 NAV 折价 25.3%
股价 (元/股)	4.85		
股价相对 NAV 折价	-38.9%		
下游企业价值/桶天 (美元)	\$22,651		我们认为该值低于替代价值
上游企业价值/桶油气当量 (1P) (美元)	\$24.6		相当于 PV-10 下, 20 美元/桶油气当量

来源: Wood Mackenzie, 瑞银证券, 公司数据

图片 5: 亚洲炼化企业 EV/EBITDA(2014E)



来源来源: 彭博, 路透

盈利预测调整

我们小幅下调 2013E-2015E 每股收益预测至 0.59/0.60/0.64 元/股, 下调幅度分别为 1.7/3.2/4.5%, 我们对公司净利润预测基本与之前持平。调整后的 EPS 为完全稀释后结果, 13E-15E 基本 EPS 为 0.62/0.63/0.67 元/股, 同时, 我们下调了利息支出预测。

新每股盈利预测低于市场一致预期 (13E-14E) 3-6%。主要是因为我们的油价预测较低, 若布伦特价格维持 110 美元/桶, 2014E-2015E EPS 估算可提升 10-15%。

图片 6:新利润预测 (百万元)

	新预测				变化			(%)		
	2012A	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
息税前利润	98,662	106,849	112,970	119,540	(3,288)	(4,657)	(6,164)	-3%	-4%	-5%
勘探与开发	70,054	61,628	59,225	55,635	(1,987)	(218)	(1,226)	-3%	0%	-2%
炼油	(11,444)	9,431	13,655	17,054	1,379	2,462	(419)	17%	22%	-2%
化工品	1,178	1,925	4,043	8,491	(541)	(99)	2,691	-22%	-2%	46%
营销	42,652	36,365	38,547	40,859	(2,139)	(6,802)	(7,210)	-6%	-15%	-15%
其他	(2,443)	(2,500)	(2,500)	(2,500)	0	0	0	0%	0%	0%
息税折旧摊销前利润	169,118	187,219	201,709	216,517	716	1,104	(339)	0%	1%	0%
利息支出	(11,217)	(9,698)	(12,017)	(11,577)	3,041	4,577	5,454	-24%	-28%	-32%
利息收入	1,254	1,400	1,400	1,400	150	150	150	12%	12%	12%
投资收益	235	247	259	272	0	0	0	0%	0%	0%
其他收益	1,626	2,250	2,306	2,364	(750)	(769)	(788)	-25%	-25%	-25%
税前利润	90,498	103,548	104,919	111,999	1,653	(699)	(1,348)	2%	-1%	-1%
所得税	(23,846)	(26,922)	(27,279)	(29,120)	(1,449)	(874)	(783)	6%	3%	3%
少数股东权益	(2,917)	(4,660)	(4,721)	(5,040)	(1,603)	(1,553)	(1,640)	52%	49%	48%
净利润	63,879	71,966	72,918	77,839	(1,398)	(3,126)	(3,771)	-1.9%	-4.1%	-4.6%
每股收益 (元/股)	0.52	0.59	0.60	0.64	(0.01)	(0.03)	(0.03)	-1.9%	-4.1%	-4.6%

来源:公司数据, 瑞银证券估算

图片 7: 新营业数据假设

新	06A	07A	08A	09A	10A	11A	12A	13E	14E	15E	16E	17E
布伦特 (美元/桶)	65.3	72.6	99.1	61.7	79.6	111.1	111.7	108.9	100.0	95.0	92.0	92.0
实现油价 (美元/桶)	54.7	55.8	85.3	49.7	72.1	98.7	100.4	96.9	90.0	85.5	82.8	82.8
井口气价	2.8	3.1	3.9	4.0	4.9	5.6	5.8	6.4	7.3	8.4	9.7	10.0
采收成本 (美元/桶)	8.9	10.8	12.8	13.3	14.3	16.1	17.6	18.5	19.4	20.3	20.3	20.3
勘探成本 (美元/桶)	3.1	4.4	3.5	4.1	4.1	5.1	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
原油产量 (千桶/天)	781	799	811	898	898	881	899	925	990	1,006	1,023	1,039
天然气产量 (百万立方英尺/天)	643	723	757	819	1,209	1,417	1,638	1,786	1,947	2,336	2,803	3,083
天然气产量 (千油气当量)	107	121	126	137	202	236	273	298	324	389	467	514
油气产量 (千油气当量)	888	920	937	1,034	1,100	1,117	1,172	1,223	1,315	1,396	1,490	1,553
炼油 EBIT(美元/桶)	(3)	(1)	(7)	3	1	(4)	(1)	1	1	2	2	2
营销 EBIT (元/桶)	239	271	276	201	178	239	208	170	170	170	170	170
变化	06A	07A	08A	09A	10A	11A	12A	13E	14E	15E	16E	17E
布伦特 (美元/桶)								0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
实现油价 (美元/桶)								-2.0%	-1.1%	-0.6%	-0.2%	-0.2%
井口气价								0.0%	0.0%	0.0%	12.2%	12.2%
采收成本 (美元/桶)								0.0%	0.0%	1.9%	1.9%	1.9%
勘探成本 (美元/桶)								0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
原油产量 (千桶/天)								-0.3%	4.6%	4.3%	3.9%	3.6%
天然气产量 (百万立方英尺/天)								-0.1%	-0.1%	-0.1%	11.3%	13.9%
天然气产量 (千油气当量)								-0.1%	-0.1%	-0.1%	11.3%	13.9%
油气产量 (千油气当量)								5.6%	9.6%	9.1%	12.5%	13.2%
炼油 EBIT(美元/桶)								20.0%	25.0%	0.0%	33.3%	33.3%
营销 EBIT (元/桶)								-5.6%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%

来源:瑞银证券

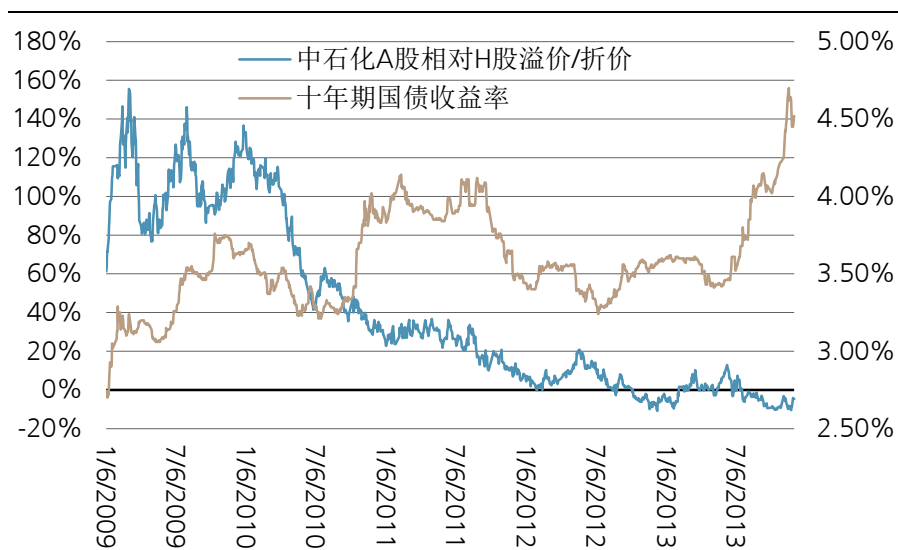
市场预期: 没有成长的企业 PE 估值下降

市场普遍预期, 中石化是一家没有成长的公司。对于一家没有成长的公司, 市场的 PE 估值水平是逐步下降的, 从原先的 15 倍下降到现在的 7-8 倍左右。我们认为导致这一结果的因素在于:

- (1) 市场无风险收益率逐步上升。我们看到的是公司信用债的利率已经达到了 6.1%-7.3%; 十年期国债的回购利率达到了 4.52%。因此对于一家以股息收益率为卖点的公司, 其收益率如果不达到 5%

以上，对于投资人来说是毫无吸引力的。这点也可以从中石化的 A-H 股的价差看的到，从 2009 年 A/H 股溢价 61%，到现在折价 5%。

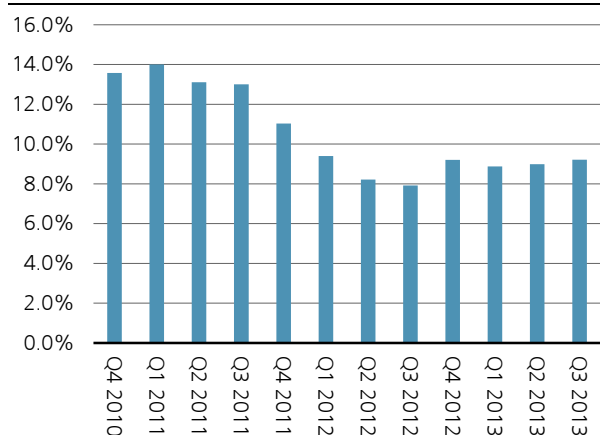
图片 8: 中石化的 A-H 溢/折价 vs 十年期无风险收益率 (右轴)



来源: 彭博

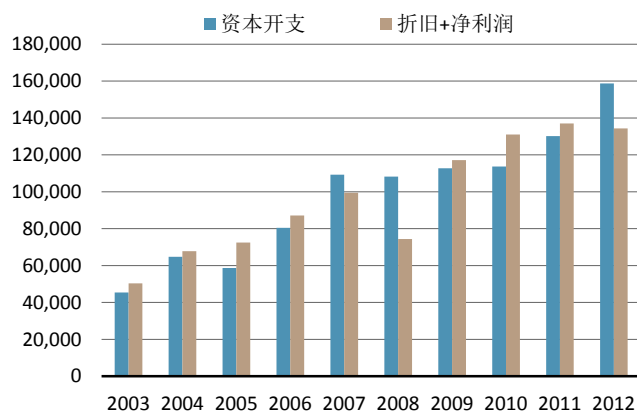
- (2) 炼油改善空间不大。回顾 2012 年市场普遍认为炼油的 EBIT 有可能从 1 美元/桶, 恢复到 2-3 美元/桶。因此给予公司较高的估值, 内涵了对炼油预期的改善。而现在一切尘埃落定, 基本没有改善空间。
- (3) 化工从香饽饽变成了垃圾资产。单季度中石化的化工盈利曾经创造出了 125.7 亿的 EBIT 利润; 但是回顾过去的 7 个季度, 化工的单季度盈利均值是 10.59 亿元。并且未来没有增长。
- (4) 公司的核心资产回报率太低, 过去几年公司的资本开支不断增长, 2013 年前三季度的资本开支达到了 869.5 亿元, 但是公司的净利润却长期维持在 600-700 亿元。可见投资资本回报率在下降。

图片 9: 中石化 ROIC (%)



来源: 彭博

图片 10: 资本开支 VS 净利润+折旧



来源: 瑞银证券

中石化发展战略：降本增效 做大盘子

我们认为从傅成玉成为中石化董事长开始已经过去了接近了 3 年，上市公司和集团公司都发生了很大的变化。

中石化的部分主要发展战略我们在之前的报告中作出总结。除了炼化升级（脱硫）以及页岩气项目，政府政策对大多数其他项目影响不大。

因此，我们认为公司大部分项目能否取得成功将主要依靠公司执行能力，而不是政策支持。若项目执行顺利，我们认为回报将颇为可观。

对于不受政策影响，我们认为稳定的油价及温和通胀将提供有利政策环境，将对新项目稳定运行和盈利产生积极影响。

油品升级 业绩弹性较大

为达环保标准，目前国内炼化企业正进行转型升级，这意味着降低汽柴油含硫量。预计 2014 年 1 月 1 日全国将实施汽油欧四标准，2015 年 1 月 1 日柴油升级至欧四，2018 年 1 月 1 日汽柴油均达欧五标准。

现在各地基本都已经安排在 2014 年 1 月 1 日完全升级汽油至国四标准，且各地的提价标准大约为 0.22-0.23 元/升，折合 310 元/吨左右。

中石化为国内唯一已具有升级至国五标准能力的炼化企业（技术由中炼化提供）由于升级成本较高，政府正上调升级后的油品价格，以带动企业积极性。中石化预期国四标准汽柴油可分别提升 0.8 美元/桶及 1.0 美元/桶的炼油盈利。

如果最乐观的情况下，在布伦特油价在 110 美元的情况下，炼油达到了 2.25 美元/桶，2014 年的每股收益可以达到 0.73 元/股，基本每股收益为 0.75 元/股。

图片 10: 中国油品质量升级时间表

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
国四 汽油	发布	过渡	全面实施	全面实施	全面实施	全面实施	全面实施
柴油		发布	过渡	全面实施	全面实施	全面实施	全面实施
国五 汽油		发布	过渡	过渡	过渡	过渡	全面实施
柴油		发布	过渡	过渡	过渡	过渡	全面实施

来源:国家环保局

图片 12: 国内主营国四标准汽油升级时间表

省份	特殊情况	零售	批发
北京(京五)	--	2012年5月31日	2012年5月31日
广西	北海、贵港、梧州、贺州	2013年11月15日	2013年11月15日
四川	成都	2013年11月15日	2013年11月15日
浙江	杭州	2013年11月19日	2013年11月19日
天津	--	2013年11月1日	2013年11月1日
上海(沪五)	--	2013年11月1日	2013年11月1日
江西	南昌、九江、新余、	2013年11月20日	2013年11月20日
海南	--	2013年11月20日	2013年11月20日
安徽	--	2013年12月1日	2013年12月1日
	其他	2013年12月1日	2013年12月1日
湖南	中石化	2013年12月1日	2013年12月1日
湖北	--	2013年12月1日	2013年12月1日
广东	广州、深圳、东莞、	2013年12月1日	2013年12月1日
	中石化	2013年12月1日	2013年11月8日
	中石油	2013年12月1日	2013年11月7日
河北	--	2014年1月1日	2013年11月15日
山西	--	2014年1月1日	2013年11月12日
内蒙古	--	2014年1月1日	2014年1月1日
山东	--	2014年1月1日	2014年1月1日
福建	--	2014年1月1日	2013年11月1日
江苏	--	2014年1月1日	2013年11月1日
	其他	2014年1月1日	2014年1月1日
河南	--	2014年1月1日	2014年1月1日
	中石油	2014年1月1日	2014年1月1日
	其他	2014年1月1日	2014年1月1日
重庆	中石化	2014年1月1日	2013年11月15日
	中石油	2014年1月1日	2014年1月1日
云南	--	2014年1月1日	2014年1月1日
贵州	--	2014年1月1日	2014年1月1日
陕西	--	2014年1月1日	2013年11月1日
甘肃	--	2014年1月1日	2014年1月1日
青海	--	2014年1月1日	2014年1月1日
宁夏	--	2014年1月1日	2014年1月1日
新疆	--	2014年1月1日	2014年1月1日
黑龙江	--	2014年1月1日	2014年1月1日
吉林	--	2014年1月1日	2014年1月1日
辽宁	大连	2014年1月1日	2013年11月6日
	其他	2014年1月1日	2014年1月1日

来源:卓创

图片 11: 部分省市汽油升级调价 (元/升)

省份 (直辖市)	国四涨价幅度 (元/升)	国五涨价幅度 (元/升)
北京 (京五)	0.17	0.04
上海 (沪五)		0.04
浙江	0.23	
江苏	0.22	0.04
安徽	0.23	
山东	0.22	
河南	0.23	
重庆	0.13	
湖北	0.25	

来源: 各省市物价局

图片 13: 炼油利润与油价敏感度分析

	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
	息税前利润 (美元/桶)			每股收益 (元/股)			每股收益 变化 (%)		
GRM + 1 美元/桶	2.25	2.50	3.00	0.66	0.70	0.75	10%	10%	10%
基础估算	1.25	1.5	2.0	0.60	0.64	0.68			
GRM - 1 美元/桶	0.25	0.50	1.00	0.53	0.57	0.62	-10%	-10%	-10%
布伦特+ 10 美元/桶	110	105	102	0.67	0.71	0.76	11%	11%	10%
基础估算	100	95	92	0.60	0.64	0.68			
布伦特- 10 美元/桶	90	85	82	0.53	0.57	0.61	-11%	-11%	-10%

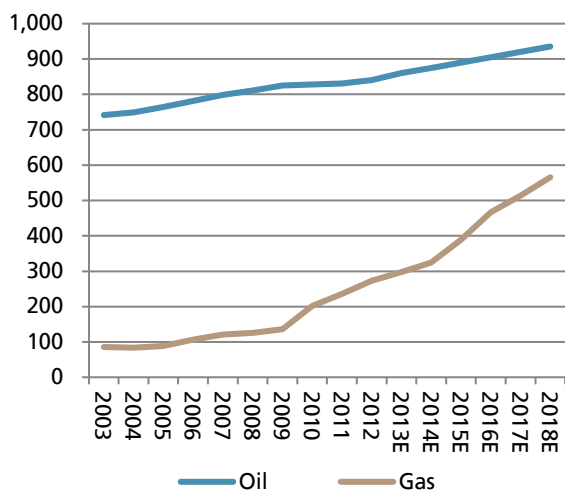
来源: 瑞银证券估算

上游天然气产量 5 年内翻倍

我们看好公司上游长期天然气产量增速。公司认为 5 年内产量可翻倍, 因此 2013 年公司上游资本支出增长较快。我们预期公司 2013-2014 年天然气产量增速可达 5%-9%, 2015-2016 年可达 20%。

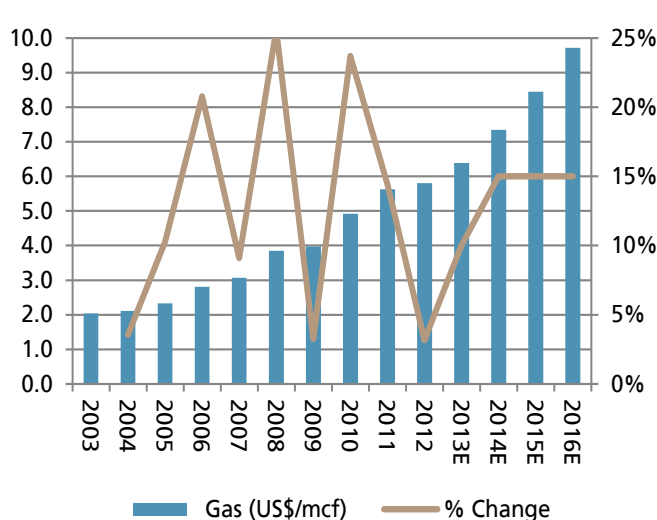
我们预期公司天然气新增产量将主要来自常规开采、致密气以及四川和鄂尔多斯盆地的页岩气。2013 年 7 月 10 日以来, 国家发改委将新增天然气合约价提升 1 元/方, 调整幅度较大, 这意味着中石化新增天然气井口价将有显著提升, 但风险在于公司能否将现有合约价提升至发改委最高限价。

图片 14: 中石化油气产量 (千油气当量)



来源:公司数据, 瑞银证券估算

图片 15: 中石化天然气井口价 (美元/千立方英尺)



来源:公司数据, 瑞银证券估算

涪陵页岩气项目

近期公司涪陵页岩气项目正式升级为国家级示范区, 公司上调了页岩气开采目标, 2015 年建成产能 50 亿立方米的基地, 实现开采量 33 亿立方米。

根据国家能源局报道, 目前投入试采的水平井平均单井日产量 15 万方, 商品产量累计 7300 万方, 页岩气质量超公司预期。我们估算了涪陵项目的产量和成本, 假设如下:

- 单井产量为 15 万方, 开采成功率为 2/3,
- 按照 Marcellus 的递减率计算;

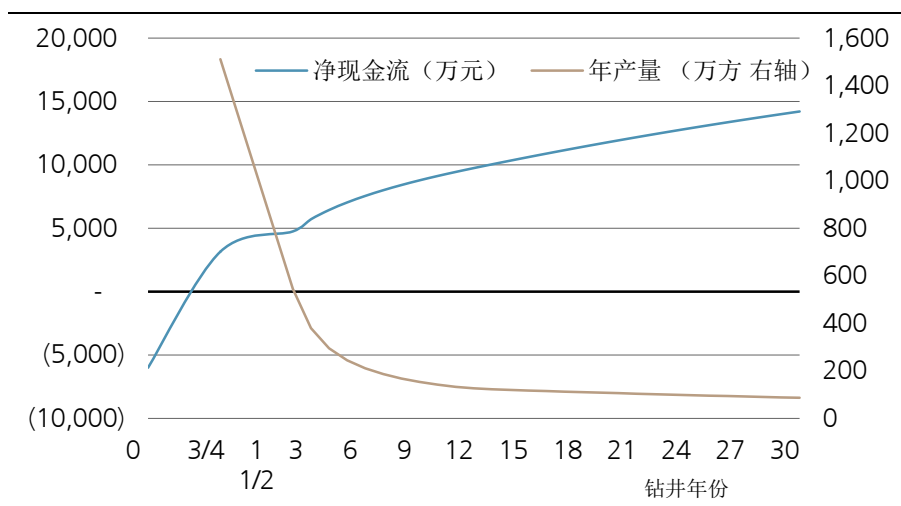
图片 16: 中石化涪陵项目成本估算

总投资 (万元)	折旧摊销 (元/方)	操作成本 (元/方)	总成本 (元/方)	利润 (元/m ³)	利润总额 (亿元)	对 EPS 的影响 (元/股)
6000	1.01	0.30	1.31	1.08	26.79	0.02

来源:瑞银证券估算

我们测算中石化开采成本约为 1.3 元/方 (投资 6000 万, 操作成本 0.3 元/方), 销售价格为 2.4 元/方 (不含税, 含补贴)。如果按 33 亿的产量计算, 中石化的单位利润为 1 元/方, 对 EPS 的影响为 0.02 元/股。

图片 17: 涪陵项目净现金流估算 (万元)



来源: 瑞银证券估算

完成目标可能性

我们认为目前单井产量并不低, 能否达成产能目标关键在于持续时间。如果按照 Marcellus 的递减率, 10 万方的初始产量以及每口井 5957 万方的总产量来计算, 第一年的年均产量 1500 万方, 为达成目标, 则需要在 2 年内打超过 200 口井。

制定目标的动因

我们认为中石化上调涪陵项目开采目标动因有 2 方面: 1) 响应国家“十二五”规划对页岩气 2015 年产量达到 65 亿方/年的要求; 2) 为公司近期股价寻找催化剂。

煤气化和煤化工项目

- 详情请参见我们 Q-Series 报告《煤制气是否昙花一现?》(2013 年 9 月 24 日) 以及《煤化工热潮蓄势待发?》(2013 年 11 月 1 日)

公司也正重新整合炼化产能。管理层认识到, 石脑油法烯烃正面临来自北美和中东激烈的成本竞争, 现正积极寻求多种方式降低生产成本, 并拓宽石脑油用途, 例如增加汽油收率。

公司已开始以液化石油气和其他原料代替石脑油生产部分化工产品, 将石脑油转用于生产汽油, 炼化利润可由此提升 2.0 美元/桶。

未来 5-7 年, 中石化计划投入 5 个总产能为 270 万吨/年的煤制烯烃项目, 2 个总产能为 80 亿方的煤气化项目以及 1 条年输送量 300 亿方的煤制气管线。与下游石化项目相比, 我们认为上述项目盈利能力更强, 预计 IRR 可达 10-13%。此外, 我们认为多元化战略也有利于公司长期发展。

虽然项目执行存在风险, 我们认为包括中石化在内的国内工程建设公司设备技术成熟, 足以按时交付工程。项目融资同样存在风险, 但我们认为中石化所需承担的资本支出或低于市场预期, 原因为: 1) 大多数项目为合资; 2) 钢价下跌或可减少实际资本支出。

我们估算中石化项目总投资为 2890 亿元，但在合资的情况下，预计公司投资额不会超过 1700 亿元，我们认为公司现有资本条件可以应对投资需求。如果将长城子公司（承揽所有煤基项目）上市，公司可进一步降低资本支出成本。

我们认为这些项目可为中石化长期盈利增长提供较大动力。若煤气化和煤质烯烃项目现在投产，我们估算可为公司增加 10% 净利润。300 亿方煤制气管线盈利贡献率主要取决于公司的项目权益份额，或有较大上升空间。

图片 18: 中石化主要煤基项目

	目前项目	未来预期	总产能	目前项目	未来预期	总投资	目前项目	预期
	占比	占比		产能	产能		投资	投资
煤制烯烃项目:	(%)	(%)	千吨/年	千吨/年	千吨/年	百万元	百万元	百万元
淮化集团	50.0%	50.0%	490	245	245	14,000	7,000	7,000
国电集团	50.0%	50.0%	450	225	225	13,000	6,500	6,500
中天合创	38.8%	38.8%	600	233	233	20,000	7,750	7,750
中石化(母公司)	49.0%	49.0%	600	294	294	18,000	8,820	8,820
河南煤化	50.0%	50.0%	600	300	300	18,000	9,000	9,000
小计			2,740	1,297	1,297	83,000	39,070	39,070
煤气化项目:			十亿方/年	十亿方/年	十亿方/年			
准东一期(40 亿方/年)	100.0%	100.0%	4.0	4.0	4.0	25,000	25,000	25,000
准东二期(40 亿方/年)	100.0%	100.0%	4.0	4.0	4.0	25,000	25,000	25,000
煤制气一线(300 亿方/年)	100.0%	51.0%	30.0	30.0	15.3	156,000	156,000	79,560
小计						206,000	206,000	129,560
总计						289,000	245,070	168,630

来源:瑞银预测

降低营销业务资本支出

我们认为中石化的营销业务的重点将从提高现有成品油经销量，转换到提高收益率，这与国有企业盘活存量的思路密切相关。这意味这随着新站点土地和建设成本不断上升，公司将显著放缓并购脚步，资产回报率或可因此有所改善。

尽管业务稳定增长，从盈利率角度看，公司营销部门资产回报率下降明显，由 2007-2008 年的 ROA 从 30% 降至当前 15%。利润良好的情况下，回报率下降的主要原因在于不断收购服务站。随着营销业务资本支出速度放缓，我们预期资产回报率将逐步回升。

图片 19: 营销业务 EBIT 及资产

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
EBIT	30.4	35.9	38.2	30.3	30.6	45.1	42.0	36.4	38.5	40.9	43.3
总资产	97.8	114.0	118.1	136.4	163.1	195.8	217.5	234.8	238.0	240.1	246.3
资产回报率	31.1%	31.4%	32.3%	22.2%	18.8%	23.0%	19.3%	15.5%	16.2%	17.0%	17.6%

来源:公司数据, 瑞银证券估算 注: 总资产不包含在建工程(WIP)

母公司增注上游油气资产

我们认为增注资产主要动因为 1) 协助上市公司减少对胜利油田的依赖；2) 使公司上下游业务规模配套成比；3) 降低 LNG 再气化项目的风险；4) 为海外项目融资。

公司海外资产体量大，相当于 2012 年原油产量 50%，油气总产量 40% 左右。Wood Mackenzie 数据显示，公司海外资产具有商业价值的储量可采年限最高达 28 年。我们认为中石化上游盈利水平有待提高（2012 年 EBIT 为 25 美元/油气当量），海外资产将有助于提高整体盈利能力。

图片 20: 中石化集团海外 2P 储量及可采年限

	原油储量 (百万桶)	天然气储量 (百万油气当量)	总储量 (百万油气当量)
母公司海外储量总计	3,370	942	4,312
商业可采年限 (2012 产量)	22.6	198.3	28.0
安哥拉 (上市公司部分)	166	-	166
中石化集团海外储量总计	3,536	942	4,478
国内储量 (上市公司)	3,333	2,387	5,720
上市公司储量 (包括安哥拉)	3,499	2,387	5,886
商业可采年限 (2012 产量)	11.4	24.0	14.5
母公司/上市公司储量比	96%	39%	73%
中石化集团商业储量总计	6,869	3,329	10,198
商业可采年限 (2012 产量)	15.1	31.9	18.2

注：根据公司最近年报，Daylight Energy 2011 年储量为 2P。来源：Wood Mackenzie

我们认为集团主席傅成玉将监督公允资产注入，在其担任中海油职位期间，不良资产停留在母公司层面，与上市公司隔离较好。同时，我们认为若其计划 3-5 年内进行市场融资，初期资产注入需合理。

我们认为中石化海外资产总体是以公允价值成交的，一些收购案例中，油价回调和储量修正超预期使得项目前景较为乐观。但政治风险，天然气价格低于预期以及财政体制的不确定性也使一些收购项目价值下降。

我们认为 2013 年 3 月宣布的资产增注提供了合理的借鉴。通过与合资企业，中石化向母公司俄罗斯，哈萨克斯坦以及哥伦比亚资产投入 15 亿美元。我们认为在 EV/boe 13 美元 (1P) 和 2012 年 5.9 倍 PE 下，该估值合理。

集团内部重组将是降本增效的助力

重组母公司资产，分版块上市，盘活存量，提高效率是中石化集团重组的关键。尽管成果难以量化计算，我们认为上市公司将有所受益。

中炼化母公司首先剥离单独上市的主要资产，我们认为母公司油田服务业务以及炼化催化剂业务将来有可能也成为单独上市的资产。

我们认为将母公司资产上市，可能产生的影响为：

1) 公司经营透明度将有所提高。2012 年，中石化近 250 亿美元的资本支出大部分用于未上市的子公司，若集团将这些公司逐步上市，投资者将对公司的运行效率明显提升。

2) 市场可更好地评估公司项目执行进度。目前市场可以通过公开信息，更好地了解中石化上市公司炼化升级以及煤化工战略，若油服业务上市，我们认为市场届时也可更好地追踪和评估其上游项目的进展。

3) 经营效率将会提升。我们认为油服公司的经营效率将尤其受益于投资者关注和信息披露要求。

财务数据

我们认为中石化未来资产负债率将有所上升，运营存在上行风险，如油价高于预等，同时我们认为公司资本支出已接近峰值。我们预期上游资本支出将有所增加，而下游资本支出将显著减少，公司目前正寻找合作伙伴，共同运营煤基化工项目。我们的预测基于管理层 35-45%的分红率指引，因此存在上行风险。我们认为若母公司资产注入力度较大，上市公司增发的可能性大于减少分红。但我们预期 2014 年公司不会增加股权资本。

图片 21: 中石化财务数据 (十亿)

利润表	Dec-09	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15	Dec-16
收入	1,345.1	1,913.2	2,505.7	2,786.0	2,947.8	3,239.6	3,567.0	3,926.2
营业成本	(1,186.4)	(1,732.3)	(2,318.7)	(2,599.6)	(2,739.7)	(3,018.3)	(3,329.8)	(3,670.0)
EBITDA	158.7	180.8	187.0	186.5	208.0	221.3	237.2	256.1
折旧	54.0	59.3	63.8	70.5	80.4	88.7	97.0	104.3
息税前利润	90.7	105.0	105.5	98.7	106.8	113.0	119.5	129.9
其他收入	3.4	5.7	4.3	1.8	5.0	2.6	2.6	2.7
净利息	(7.3)	(7.3)	(7.7)	(10.0)	(8.3)	(10.6)	(10.2)	(12.3)
税前利润	86.8	103.8	103.3	90.6	103.5	104.9	112.0	120.3
所得税	(19.6)	(25.7)	(26.1)	(23.8)	(26.9)	(27.3)	(29.1)	(31.3)
税后利润	67.2	78.1	77.2	66.8	76.6	77.6	82.9	89.0
少数股东权益	(3.9)	(6.2)	(5.2)	(2.9)	(4.7)	(4.7)	(5.0)	(5.4)
净利润	63.1	71.8	73.2	63.9	72.0	72.9	77.8	83.6
每股收益(元/股)	0.55	0.62	0.62	0.54	0.59	0.60	0.64	0.68
净 DPS (元/股)	0.11	0.12	0.18	0.18	0.21	0.21	0.23	0.25
股现金收益(元/股)	1.03	1.15	1.17	1.13	1.25	1.32	1.43	1.54
BVPS (元/股)	3.33	3.69	4.06	4.34	4.74	5.12	5.54	6.00
资产负债表	Dec-09	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15	Dec-16
净固定资产	605.2	630.3	677.2	757.9	866.5	970.6	1,067.8	1,165.6
净无形固定资产	14.2	8.3	8.2	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
净运营资本	(80.2)	(58.5)	(46.3)	(45.6)	(45.8)	(36.7)	(26.8)	(15.8)
投资及其他	78.1	97.3	117.0	138.3	138.3	138.3	138.3	138.3
总运营资本	617.2	677.5	756.2	856.9	965.3	1,078.5	1,185.5	1,294.4
净负债(现金)	186.9	191.8	209.6	264.9	309.9	375.1	429.9	482.6
其他负债	23.8	33.0	37.0	41.4	41.4	41.4	41.4	41.4
股东权益	380.5	421.1	474.4	513.4	576.7	624.7	676.9	733.1
少数股东权益	26.1	31.6	35.1	37.2	37.2	37.2	37.2	37.2
净负债/(现金)/权益 (倍)	0.49	0.46	0.44	0.52	0.54	0.60	0.64	0.66
ROIC (完税)	13.3%	14.1%	12.9%	10.7%	10.2%	9.5%	8.9%	8.7%
ROE	17.8%	17.8%	16.1%	12.9%	13.2%	12.1%	12.0%	11.9%
现金流量表	Dec-09	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15	Dec-16
息税前利润	90.7	105.0	105.5	98.7	106.8	113.0	119.5	129.9
折旧	54.0	59.3	63.8	70.5	80.4	88.7	97.0	104.3
运营资本(增加)	1.3	(20.2)	(34.0)	9.7	0.2	(9.1)	(9.9)	(11.0)
其他(经营)	(13.0)	(15.9)	(15.0)	(16.3)	(14.4)	(18.4)	(18.6)	(21.6)
营运现金流	133.1	128.1	120.4	162.5	173.0	174.3	188.0	201.5
利息支出	(7.3)	(7.3)	(7.7)	(10.0)	(8.3)	(10.6)	(10.2)	(12.3)
股利支出	(13.6)	(16.4)	(19.5)	(25.5)	(26.1)	(24.9)	(25.6)	(27.4)
税费支出	(19.6)	(25.7)	(26.1)	(23.8)	(26.9)	(27.3)	(29.1)	(31.3)
资本支出	(112.7)	(113.7)	(130.2)	(158.7)	(177.0)	(171.6)	(178.0)	(182.2)
其他	46.4	29.7	44.1	0.1	20.3	(5.0)	0.2	(1.1)
净负债增加(减少)	26.3	(5.3)	(19.0)	(55.4)	(45.1)	(65.2)	(54.8)	(52.7)

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

预测回报率

预测股价涨幅	+22.3%
预测股息收益率	4.4%
预测股票回报率	+26.7%
市场回报率假设	9.3%
预测超额回报率	+17.4%

风险声明

在中国，我们认为，政府在国际油价大幅上涨的情况下进行干预将是主要风险因素。政府干预可能包括对下游炼油产品设定最高价或对上游原油产品征收暴利税等等。油价、炼油利润率和石化利润率都具有易波动、高周期性和高季节性的特点。因此，我们对全球 GDP 增速、季节性需求和库存水平预测的任何修正都可能导致我们对公司短期或长期盈利预测的大幅调整。鉴于业内规划项目的规模庞大，执行风险也不容忽视。最后，石油和化工生产企业也存在工厂设备故障的风险。

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

瑞银 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。	44%	32%
中性	股票预期回报在市场回报预期 ±6% 范围内。	46%	32%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	10%	19%
瑞银短期评级	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 2013 年 09 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义: **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：严蓓娜。

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
中国石化 A ^{2, 3, 4, 5, 16a, 16b}	600028.SS	买入	不适用	Rmb4.95	2013 年 12 月 09 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

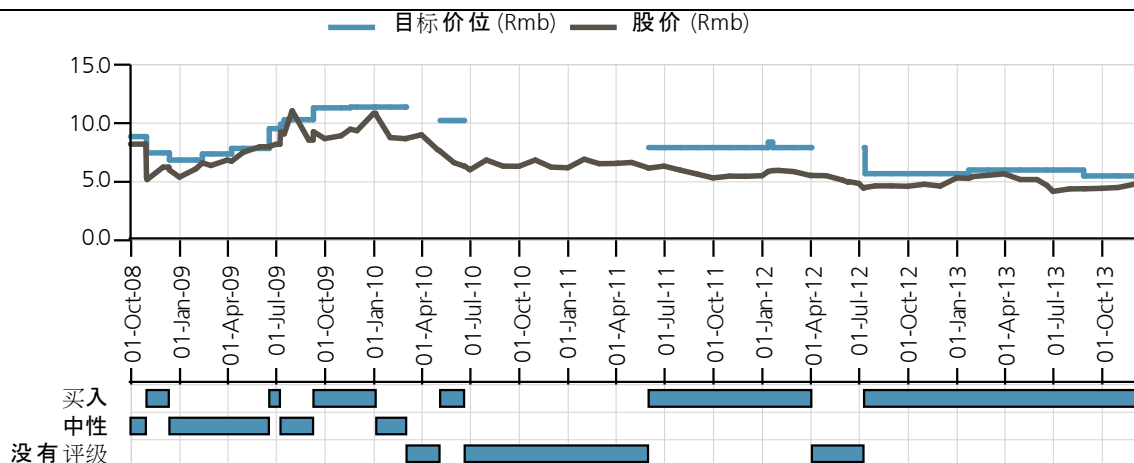
本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

2. 在过去的 12 个月里，UBS AG, 其关联单位或子公司曾担任该公司/实体或其关联单位证券发行或配售的经办人/联席经办人、承销商或证券配售代理。

3. UBS AG, HK Branch is acting as Joint Financial Advisor to China Petroleum & Chemical Corporation ("Sinopec Corp.") on its proposal to set up a 50/50 joint venture (to be consolidated by Sinopec Corp.) with China Petrochemical Corporation ("Sinopec Group") to acquire Sinopec Group's interests in three overseas upstream assets.
4. 在过去的 12 个月里, UBS AG, 其关联单位或子公司在对该公司/实体的投资银行业务中取得过报酬。
5. 在今后的 3 个月里, UBS AG, 其关联单位或分支机构预期或试图在投资银行服务方面从该公司/实体得到报酬。
- 16a. UBS Securities (Hong Kong) Limited 是这家公司在香港上市股票的做市商。
- 16b. UBS Securities LLC 为该公司证券和/或存托证券提供做市服务。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

中国石化 A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2013 年 12 月 9 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(CNMMV)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。**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。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(及其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市公司的股份有限公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and 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.对通过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。

