

Key Call: 碧水源

业绩有望高速增长; 估值折价明显

市政污水处理市场有望在 14、15 年加速增长

“十二五”前三年中污水处理建设进度偏慢，截止 13 年 9 月新增产能仅完成五年计划的 27%。市政污水处理厂主要依靠地方政府推动建设，“十二五”处理能力的规划和污染减排的目标有望促使地方政府在 14、15 年加速项目推进。历史经验也显示地方财政对环保的支出通常在五年计划的末两年明显上升。

北京和外埠市场有望共同拉动业绩增长

近期碧水源获得门头沟和密云两座再生水厂的 BOT 订单，合计投资为 8.76 亿元，显示碧水源在北京市场依然保持很高的市占率。从历史经验看，碧水源与北京排水集团及各郊区水务局都有密切合作，有望充分享受北京市场 14-15 年的大幅上升。另外公司 11、12 年成立的主要合资公司在 13 年均有明显项目启动，并且 2013 年公司加速了外延扩张，有望在未来持续贡献业绩增长。

上调 14/15 年盈利预测; PE 大幅低于同业提供价值

我们上调 2014/15 年 EPS 预测 3.9%/7.3% 至 1.40/1.96 元，以反映北京市场增长和陆续成立合资公司的业绩贡献，同时小幅下调 13 年 EPS 预测至 0.93 元。自 13 年 4 季度以来，相对水处理同业公司的 14 年 PE 折价率从 19% 扩大到 58%，价值显现。

估值: 列入瑞银 A 股 Key Call, 目标价 52.4 元

我们参考 A 股水处理设备与工程公司平均估值并给予 10% 折价，基于 2014 年 37.5 倍 PE，上调目标价至 52.4 元（原 52 元）。

Equities

中国

高级工业设备

12 个月评级 **买入**
 保持不变

12 个月目标价 **Rmb52.40**
 之前: Rmb52.00

股价 **Rmb42.70**

路透代码: 300070.SZ 彭博代码 300070 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb47.20-27.88

市值 Rmb37.8 十亿/US\$6.24 十亿

已发行股本 886 百万 (ORDA)

流通股比例 37%

日均成交量(千股) 4,840

日均成交额(Rmb 百万) Rmb195.9

普通股股东权益 (12/13E) Rmb4.68 十亿

市净率 (12/13E) 8.1x

净债务 / EBITDA NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	%	市场预测
12/13E	0.97	0.93	-3.96	0.96
12/14E	1.34	1.40	3.86	1.35
12/15E	1.82	1.96	7.33	1.85

郁威

分析师

S1460511120001

wei.yu@ubssecurities.com

+86-213-866 8857

徐颖真

分析师

S1460511100001

yingzhen.xu@ubssecurities.com

+86-213-866 8883

重要数据 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	500	1,026	1,772	2,732	4,097	5,876	6,298	6,998
息税前利润(UBS)	193	330	543	786	1,192	1,685	1,784	1,988
净利润 (UBS)	177	345	562	827	1,237	1,734	1,863	2,080
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.22	0.39	0.64	0.93	1.40	1.96	2.10	2.35
每股股息 (Rmb)	0.05	0.04	0.04	0.05	0.08	0.12	0.12	0.14
净债务 / (现金)	2,632	2,228	1,904	2,532	3,285	4,471	5,821	7,332
盈利能力和估值	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
息税前利润率(%)	38.6	32.2	30.6	28.8	29.1	28.7	28.3	28.4
ROIC (EBIT) (%)	105.7	103.3	73.4	71.6	105.4	132.0	129.0	136.6
EV/EBITDA(core)x	67.2	32.4	24.1	41.3	26.7	18.2	16.2	13.6
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	84.5	42.2	29.5	45.7	30.6	21.8	20.3	18.2
权益 FCF (UBS) 收益率 %	(0.1)	2.1	1.5	2.0	2.3	3.4	3.9	4.3
净股息收益率(%)	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3

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 2014 年 02 月 12 日 18 时 27 分的股价(Rmb42.70)得出;

投资主题

碧水源

投资理由

碧水源的竞争战略可以概括为“立足核心，立体扩张”：在掌握核心技术——MBR 和核心市场——北京之后，公司规模迅速扩大，可以在地域、产品线、技术以及上下游等多个维度上进行扩张。

按照北京市污水处理设施建设行动计划，13-15 年北京将在 12 年末 395 万吨/日的污水处理产能上新增 228 万吨/日，并升级改造 240 万吨/日产能。北京市再生水计划应能为碧水源提供充裕的市场空间。碧水源在异地主要以成立合资公司的方式拓展。2012 年前合资公司大多没有实质性开展业务，业绩贡献很小。我们预计 2013 年起合资公司的业务量将会有较大提升，不仅将贡献投资收益，也将为母公司带来更多设备销售收入。

我们 14/15 年预测 EPS 为 1.40/1.96 元，比 Wind 市场一致预期高 3%/5%。

膜技术水处理企业是我们在环保行业最为看好的子板块，我们相信碧水源在市政污水领域的龙头地位难以撼动。我们以 A 股可比公司 2014 年平均折价 10% 后 37.5 倍 PE 估值，得到目标价 52.4 元，“买入”评级。

乐观情景

我们基准假设“十二五”期间膜技术相关的投资达到 866 亿，而碧水源“污水处理整体解决方案”业务收入合计 101 亿元，即市场占有率达 12%。乐观情形下，假设膜技术投资达到 1000 亿元，碧水源市占率达到 14%，则我们 2013-15 年收入预测平均上升 50%，估值可能升至 79 元/股。

悲观情景

假设膜技术投资为 700 亿元，碧水源市占率达到 10%，则我们 2013-15 年收入预测平均下降 40%，估值可能降至 32 元/股。

近期催化剂

环保部透露正在编制《水污染防治行动计划》，对于政策编制的报道和出台的预期对股价有正面影响。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb52.40

公司简介

公司是膜组器设备、膜生物反应水处理成套设备及工艺、以及全套膜材料制造及技术的供应商，是国内 MBR 市政污水处理行业的龙头企业，在 MBR 工程应用方面具有丰富的经验。公司立足北京，逐步开拓了云南、江苏、湖南等省份，业务空间不断扩大。

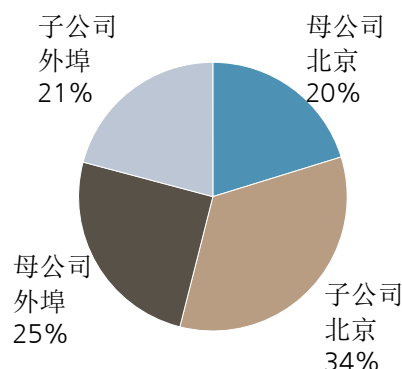
行业展望

我们看好膜技术水处理的长期增长：升级改造和再生水的需求推动膜在市政污水处理的应用比例提升；自来水提标和工业水处理也有望拉动膜设备的需求。

短期看：在“十二五”期间，市政污水/自来水处理很可能呈现明显的前低后高的趋势。

我们认为长期和短期的趋势叠加，可以支撑膜技术企业在 13-15 年获得充足的订单，业绩增长可期。

收入按地区分布, 2012 (%)



来源：公司数据

各类业务的毛利

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
污水处理整体解决方案	457	681	879	1,296	1,812
净水器销售	14	22	42	85	127
给排水工程	15	53	130	194	292

来源：公司数据、瑞银证券估算

投资分析

我们上调 2014/15 年 EPS 预测 3.9%/7.3% 至 1.40/1.96 元，将碧水源移入瑞银 A 股 Key Call。

市场普遍预期碧水源的业绩增速会逐年降低，而我们的观点是公司在 2014、15 年仍将保持高速增长，主要因为：

1. 2014-15 年行业或迎来高峰

市政污水处理厂建设的资金来源和推动主体主要是地方政府。“十二五”的前三年期间建设进度明显偏慢，我们预计地方政府为完成环保任务将在 14-15 年大幅增加投入。

2. 公司在北京市场保持高市占率

根据规划，北京在 2013-15 年 3 年内将新建 47 座再生水厂，新增污水处理能力 228 万立方米，市场大。碧水源北京中心城区和郊区都有很高的市占率，资金实力更可帮助其以 BOT 形式获取订单。

3. 合资公司逐渐发力，外延扩张持续进行

公司 11、12 年成立的一些合资公司在 2013 年都有项目进展，同时公司 13 年加快了成立合资公司的步伐。我们预计合资公司对业绩贡献会持续增长。

自 2013 年 4 季度以来碧水源股价持续跑输同业公司，按市场一致预期其 14 年 PE 较其他水处理工程设备公司已有 58% 的折价，价值显现。

风险

污水处理行业的发展主要受政府政策推动，存在以下风险：（1）政府政策执行力度不达我们预期；（2）政府资金短期吃紧使项目开工进度不达我们预期。我们认为碧水源可能面临的下行风险包括：政府资金紧张导致项目资源减少；扩张过快带来的管理风险；MBR 工程项目运行稳定性原因引致的风险。

估值和推导我们目标价的基础

我们参考 A 股市场水处理设备与工程公司平均估值水平，给予碧水源 10% 的折价，基于 2014 年 37.5 倍 PE，上调目标价至 52.4 元，维持“买入”评级。

图片 1: 水处理设备与工程行业可比公司估值表

	股价 (元)	市值 (十亿元)	PE		EPS growth			
			2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	
300070.SZ	碧水源	38.40	34.0	28.9	20.6	47%	50%	40%
300334.SZ	津膜科技	35.20	6.1	42.2	29.1	28%	70%	45%
300055.SZ	万邦达	38.84	8.9	44.9	33.8	50%	34%	33%
300172.SZ	中电环保	25.55	3.3	39.2	30.6	16%	28%	28%
300262.SZ	巴安水务	16.73	4.5	53.1	37.5	49%	26%	41%
平均值				41.7	30.3	38%	41%	38%

来源: Wind、瑞银证券估算；注：2014 年 2 月 10 日收盘价，碧水源、津膜科技为瑞银证券估算，其余公司采用市场一致预期。

瑞银预期对比市场一致预期

我们对公司 2013-15 年的净利润预测较市场一致预期相差-3%/+3%/+5%，更看好 2014、15 年行业的增长和公司的市占率。

表 1:瑞银预测对比市场一致预期

(百万元)	2013E	2014E	2015E
营业收入			
瑞银预测	2,732	4,097	5,876
市场一致预期	2,838	4,089	5,705
差额	-3.8%	0.2%	3.0%
净利润			
瑞银预测	827	1,237	1,734
市场一致预期	848	1,202	1,652
差额	-2.5%	2.9%	4.9%

来源: Wind, 瑞银证券估算。市场一致预期截至 2014 年 2 月 11 日。

敏感性分析

污水处理整体解决方案占公司业绩比例最大。以 2014 年为例，我们估算该板块收入增速每变化 5 个百分点，EPS 变化 2% 左右；毛利率每变化 2.5 个百分点，EPS 变化 5% 左右。

图片 2: 2014 年 EPS 对工程业务收入和毛利率的敏感度

		污水处理整体解决方案收入增速				
		40.0%	45.0%	50.0%	55.0%	60.0%
	45.0%	-13%	-11%	-9%	-7%	-5%
污水处理整	47.5%	-9%	-7%	-5%	-2%	0%
体解决方案	50.0%	-5%	-2%	0%	2%	5%
毛利率	52.5%	-1%	2%	5%	7%	10%
	55.0%	4%	6%	9%	12%	15%

来源: 瑞银证券估算

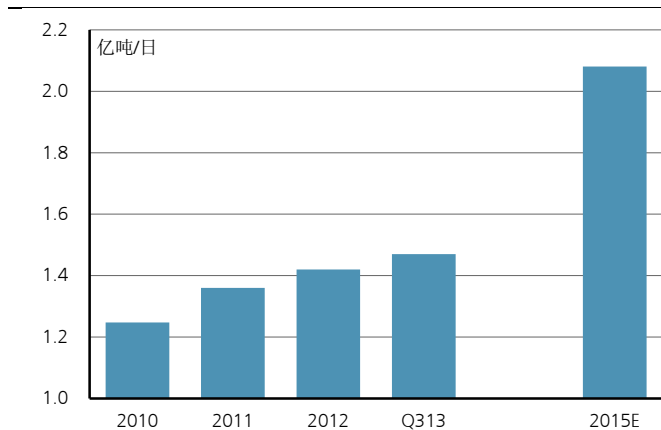
行业加速发展，龙头公司应当受益

“十二五”城镇污水处理设施建设进度偏慢

根据《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》，2015年全国城镇污水产能目标达到20805万吨/日，比2010年新增8239万吨/日，包括完成2010年末在建的3760万吨和新增4659万吨。

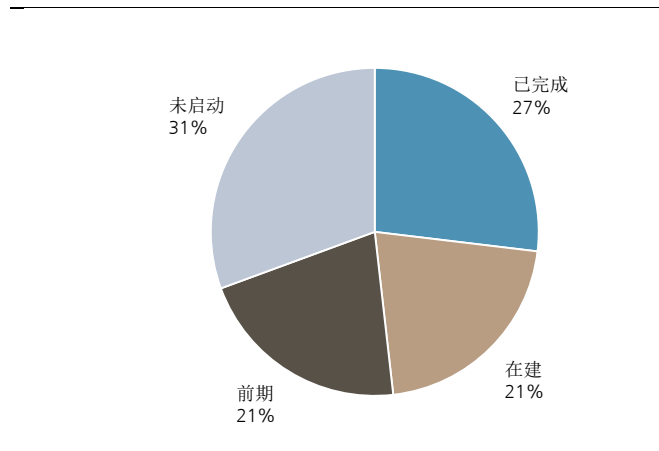
2013年9月底城镇污水处理产能达到14700万吨/日，比2010年末增加了2224万吨，仅完成了“十二五”新增产能规划的27%。如果不考虑新开工项目，2010年末在建产能也仅有6成完工。建设进度明显落后。

图片 3: 全国城镇污水处理产能“十二五”建设规划和进度



来源: 住建部

图片 4: 《重点流域水污染防治规划》城镇污水项目 12 年完成情况



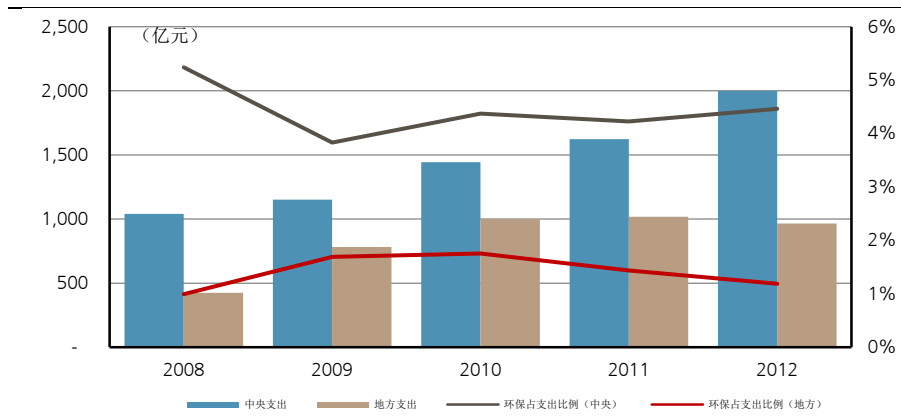
来源: 环保部

城镇污水在“十二五”规划了4300亿元投资，其中1907亿（将近一半）来自于《重点流域水污染防治规划(2011-2015年)》确定的骨干项目。2011、12年这些骨干仅完工27%，尚有31%的项目未启动。

预计地方政府环保支出将上升

污水处理厂的建设资金主要来自于地方财政和社会资本。社会资本注重投资回报率，其核心是与政府结算的污水处理费，因此也取决于地方政府的推动。

图片 5: 节能环保支出占财政支出比例（中央/地方）



来源: 财政部

从历史经验看，五年计划的前三年中环保并非地方财政的侧重对象，但是进入到最后两年各级政府为了完成环保任务（包括污水处理能力的建设任务和污染物减排的任务），往往会加大对环保的投资。

比如 2008 年地方财政共支出 425 亿元用于节能环保，占地方本级支出比例仅 0.99%；2009、10 年大幅增加到 782 亿和 999 亿，比例也增加到 1.69% 和 1.76；2011、12 年作为“十二五”开局之年，用于环保的支出比例重新降到 1.44% 和 1.19%。

北京与外埠市场有望两翼齐飞

北京市场迅速扩大

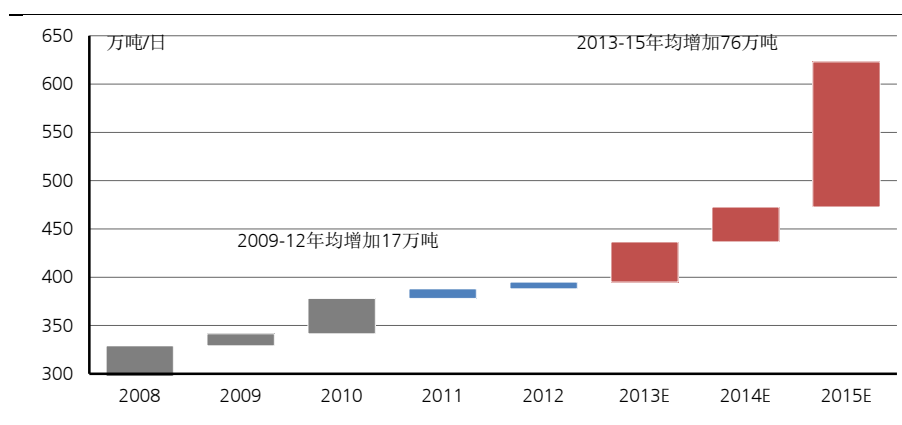
13年4月，北京市政府发布了《北京市加快污水处理和再生水利用设施建设三年行动方案（2013—2015年）》，2013-15年3年内将新建47座再生水厂，新增污水处理能力228万立方米（详见瑞银证券13年5月10日报告《13-15年北京污水市场投资高峰有望利好公司》）。

图片 6: 北京规划新增污水处理产能（万立方米）

	升级改造			新增产能		
	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F
中心城区-北排	20	-	150	15	-	84
中心城区-其他	-	-	2	7	-	24
郊县	18	24	31	19	36	44
合计	38	24	183	41	36	152

来源:《北京市加快污水处理和再生水利用设施建设三年行动方案》

图片 7: 北京新增污水处理产能



来源:《北京市加快污水处理和再生水利用设施建设三年行动方案》

中心城区：与北京排水集团成立合资公司，加强市场控制力

北京的污水处理厂大致可分为中心城区和各郊区县两部分，城 6 区大部分污水处理厂由北京排水集团运营。碧水源参股北排集团的建设子公司京建水务有望加强与北排的合作。

根据规划，北排集团将在 2014 年开工建设多个再生水厂，其中包括郑王坟（60 万吨/日）、清河第二再生水厂（50 万吨/日）、定福庄（30 万吨/日）、高安屯（10 万吨/日）。这些万吨/日项目所需投资较大，可能引入社会资本的参与，碧水源有望凭借资金实力占得先机。

郊区市场：获取订单方式灵活，市场占有率高

与城 6 区不同，郊区的污水处理厂建设和运营的责任主体是各区、县政府下属的水务局，对于碧水源来说，需要得到更多业主的认可。

从历史来看，碧水源在北京每一个区县都获得过项目。根据中国水网 2 月 10 日的报道，碧水源通过 BOT 方式获取门头沟第二再生水厂和密云新城再生水厂，合计规模 14.5 万吨，投资 8.76 亿元，彰显了碧水源在北京市场的地位。

我们认为碧水源高市占率来自于其技术、品牌、资金上的优势，以及 BOT、运营、合资等灵活的业务模式。

- 合资公司。碧水源 10 年 11 月与北京经济技术投资开发总公司合资成立北京碧水源博大水务科技有限公司，主要承接北京经开区的项目。公司 12 年获得经开区亦庄路东区污水处理厂 5 万吨 CMF 订单，该水厂由博大水务运营。根据规划，经开区“十二五”的再生水项目还包括经开区水厂 5 万吨升级改造、东区 5 万吨扩建、南区 2 万吨水厂建设等。
- 运营。碧水源购买了门头沟再生水厂的运营权。我们认为运营水厂可以树立起地方政府对公司技术的信心。
- BOT 模式。作为环保龙头企业，碧水源的资金优势是其他膜技术企业所不具备的；而具备资金实力的投资型水务公司（如北控、首创等），膜技术又并非他们的强项。公司在北京获得的 BOT 订单包括顺义区 8 座镇级再生水厂、门头沟再生水厂和密云新城再生水厂等。
- 技术优势。碧水源不仅在 MBR 技术上领先同业，也是国内少数有地下 MBR 水厂建设经验的公司。

图片 8: 碧水源在北京郊区获得的项目

区县	碧水源项目	规模（万吨/日）
门头沟区	门城污水处理有限公司	4.0
	门头沟第二再生水厂	8.0
房山区	城关再生水厂	2.0
通州区	河东再生水厂工程	4.0
顺义区	温榆河资源化工程二期	10.0
	运营 8 座镇级再生水厂，其中 4 座 BOT	5.0
昌平区	百善再生水厂工程	2.0
	南口工业区再生水厂	1.0
大兴区	黄村再生水厂	12.0
延庆县	夏都缙阳污水处理有限公司	3.0
怀柔区	怀柔区污水处理厂	3.5
	雁栖污水处理中心	0.6
平谷区	北京平谷再生水厂	4.0
密云县	京密云再生水厂	4.5
	密云新城再生水厂	6.5
经开区	亦庄路东区	5.0

来源：公司资料

合资公司进展良好，外延扩张不断继续

公司 2012 年实现权益法投资收益仅 0.88 亿元，绝大部分来自于云南水投，大部分参股公司处于项目启动之初或尚未启动的阶段，因此普遍利润很低，对母公司的膜组件需求也有限。

我们认为 2013 年这种情况已经有所扭转，南京城建环保、内蒙东源、新疆科发环境等主要合资公司都有示范项目投产，并在示范项目以外也有新的订单斩获，预计 2013 年利润大幅上升。

图片 9: 公司 2012 年前成立的主要参股公司进展

参股公司	股权	成立日期	2012 年净利润 (百万元)	2013 年主要业务进展
云南水投	37%	2011.5	154.6	在大理、西双版纳、新疆等地有投资意向，我们预计利润继续大幅增长
南京城建环保	50%	2011.6	10.9	城东污水厂（15 万吨）投产、仙林大学城（5 万吨）启动，桥北污水厂中标，我们预计 13、14 年净利润大幅增长
丽阳膜科技	49%	2011.7	-7.5	投产，我们预计扭亏盈利
内蒙东源水务	49%	2011.11	20.6	树林召镇污水厂（3 万吨）投用、达拉特旗电厂项目（3.6 万吨）筹备、中标鄂尔多斯东胜北郊污水厂、包头九原污水 MBR 等地项目
武钢碧水源	49%	2011.12	0.1	湖北钟祥市第二污水处理厂（2.5 万吨）BOT
新疆科发环境	29.8%	2012.5	0.8	米东市政污水项目（4 万吨）年底建成通水

来源: 公司资料、中国水网，瑞银证券估算

公司 2013 年以来加速外延扩张的步伐，投资合计 4.3 亿，大幅超过 2012 年。

图片 10: 2013 年以来成立的主要合资公司

	地区	股权	投资成本	主要对方股东
山东碧水源	烟台	49%	49	山东九龙经济贸易有限公司
山西太钢碧水源	山西	45%	90	太钢集团
广东海源环保科技	珠海	40%	40	珠海水务集团有限公司
青岛碧水源	青岛	49%	147	青岛水务集团有限公司
上海云峰碧水源	上海	40%	80	上海云峰（集团）有限公司
湖北汉源环境	湖北	40%	24	武钢实业
拟与武汉控股合作	湖北	49%		武汉控股

来源: 公司资料

上调盈利预测和目标价，估值具备吸引力

上调 2014、15 年盈利预测，略上调目标价

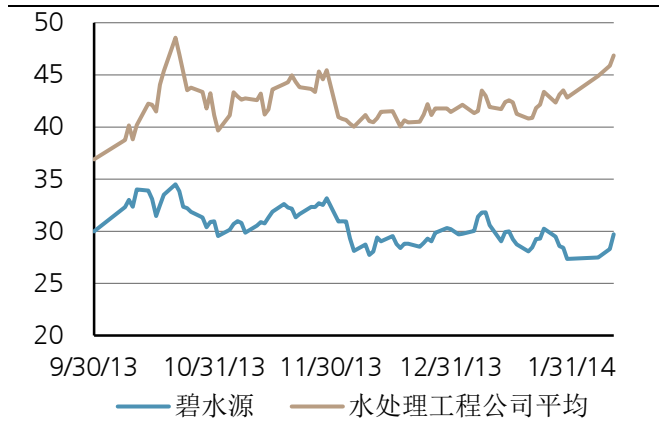
考虑到北京市场增长的乐观预期和公司 2013 年下半年以来陆续成立的合资公司，我们上调 2014/15 年 EPS 预测 3.9%/7.3% 至 1.40/1.96 元，同时小幅下调 2013 年 EPS 预测 4.0% 至 0.93 元。

我们参考 A 股市场水处理设备与工程公司平均估值水平，给予碧水源 10% 的折价，基于 2014 年 37.5 倍 PE，上调目标价至 52.4 元，维持“买入”评级。

碧水源对同业估值折价扩大

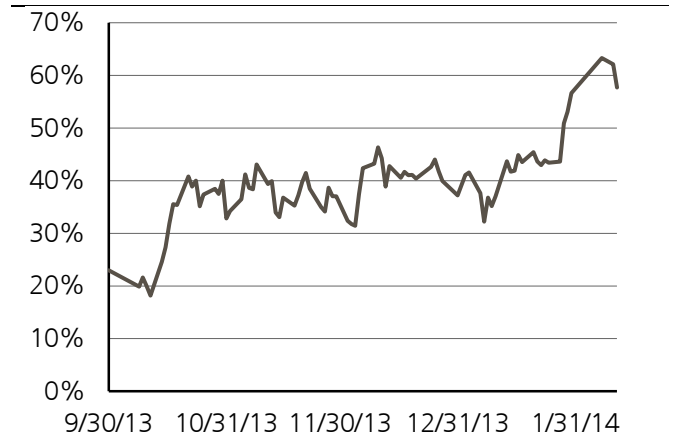
2013 年 4 季度以来，碧水源累计涨幅-1%，大幅跑输同业公司（万邦达累计涨幅 13%，中电环保 35%，津膜科技 46%，巴安水务 24%）。以 2014 年市场一致预期业绩计算 PE，碧水源与同业相比折价幅度已经扩大到 58%。

图片 11: 2013 年 4 季度以来 PE 变化（基于 14 年市场一致预期 EPS）



来源: Wind

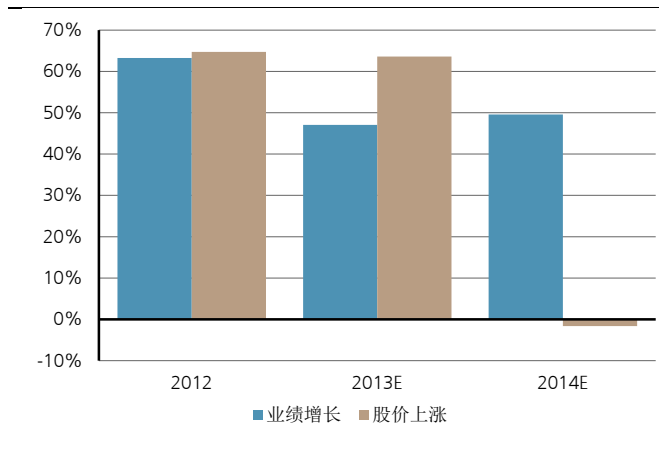
图片 12: 碧水源对比同业 PE 估值折价（基于 14 年市场一致预期 EPS）



来源: Wind

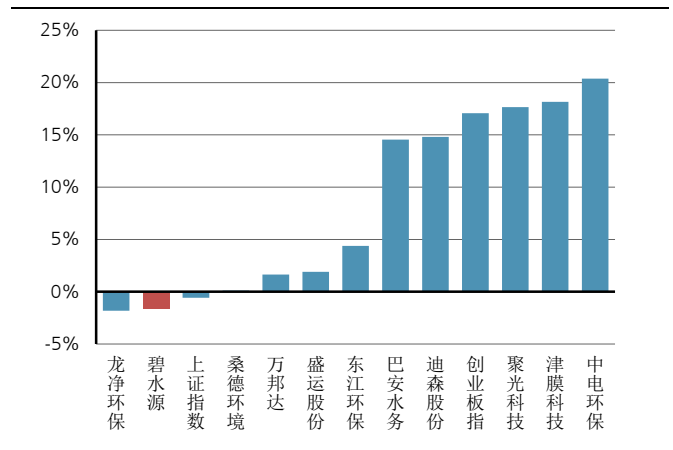
公司股价 2012/13 年分别上涨 65%/64%，和同期 63%/47%的业绩增速基本匹配。公司估值在属于环保板块中下游，14 有望复制“涨业绩”的走势。

图片 13: 碧水源股价涨幅和业绩增速对比



来源: Wind、瑞银证券估算 注: 2014E 涨幅为年初至今股价累计涨幅

图片 14: 2014 年初至今涨幅（碧水源对比同业）



来源: Wind

碧水源 (300070.SZ)

	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	500	1,026	1,772	2,732	54.2	4,097	50.0	5,876	6,298	6,998
毛利	236	457	728	1,003	37.8	1,502	49.8	2,127	2,258	2,514
息税折旧摊销前利润(UBS)	203	353	571	828	45.0	1,240	49.8	1,739	1,846	2,056
折旧和摊销	(10)	(22)	(28)	(42)	49.8	(48)	14.5	(55)	(62)	(69)
息税前利润(UBS)	193	330	543	786	44.8	1,192	51.7	1,685	1,784	1,988
联营及投资收益	1	42	110	187	70.2	269	43.6	358	394	433
其他非营业利润	0	5	6	9	49.5	11	20.0	12	12	12
净利息	16	37	39	17	-56.1	19	10.1	25	42	61
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	209	414	698	999	43.1	1,490	49.1	2,080	2,232	2,494
税项	(30)	(53)	(102)	(122)	-19.0	(183)	-50.4	(258)	(276)	(309)
税后利润	179	360	596	877	47.3	1,307	49.0	1,822	1,957	2,185
优先股股息及少数股权	(2)	(16)	(33)	(50)	-50.9	(70)	-38.8	(88)	(94)	(105)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	177	345	562	827	47.1	1,237	49.6	1,734	1,863	2,080
净利润(UBS)	177	345	562	827	47.1	1,237	49.6	1,734	1,863	2,080
税率(%)	14.2	12.9	14.7	12.2	-16.9	12.3	0.9	12.4	12.4	12.4
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	0.22	0.39	0.64	0.93	46.9	1.40	49.6	1.96	2.10	2.35
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.22	0.39	0.64	0.93	46.9	1.40	49.6	1.96	2.10	2.35
EPS(UBS, 基本)	0.22	0.39	0.64	0.93	46.9	1.40	49.6	1.96	2.10	2.35
每股股息净值(Rmb)	0.05	0.04	0.04	0.05	46.5	0.08	49.6	0.12	0.12	0.14
每股账面价值	3.34	3.71	4.39	5.28	20.2	6.62	25.4	8.50	10.48	12.71
平均股数(稀释后)	805.85	879.65	884.58	885.77	0.1	885.77	0.0	885.77	885.77	885.77
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	2,632	2,328	1,904	2,532	33.0	3,285	29.7	4,471	5,821	7,332
其他流动资产	181	430	896	1,166	30.2	1,749	50.0	2,514	2,698	2,997
流动资产总额	2,813	2,758	2,800	3,698	32.1	5,034	36.1	6,985	8,520	10,330
有形固定资产净值	198	238	305	358	17.5	410	14.4	460	510	553
无形固定资产净值	119	124	126	142	12.0	132	-7.0	121	110	98
投资/其他资产	41	1,292	2,029	2,292	12.9	2,662	16.1	3,071	3,516	4,000
总资产	3,172	4,412	5,260	6,490	23.4	8,237	26.9	10,637	12,655	14,981
应付账款和其他短期负债	190	881	1,163	1,548	33.2	2,037	31.5	2,687	2,851	3,101
短期债务	0	100	0	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	190	981	1,163	1,548	33.2	2,037	31.5	2,687	2,851	3,101
长期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	27	41	50	50	0.0	50	0.0	50	50	50
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	217	1,023	1,213	1,598	31.8	2,086	30.5	2,737	2,901	3,151
普通股股东权益	2,935	3,264	3,881	4,675	20.5	5,864	25.4	7,526	9,286	11,257
少数股东权益	20	125	166	217	30.2	286	32.2	374	468	573
负债和权益总计	3,172	4,412	5,260	6,490	23.4	8,237	26.9	10,637	12,655	14,981
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	177	345	562	827	47.1	1,237	49.6	1,734	1,863	2,080
折旧和摊销	10	22	28	42	49.8	48	14.5	55	62	69
营运资本变动净值	(15)	(24)	(212)	115	-	(95)	-	(114)	(21)	(49)
其他营业性现金流	6	17	(30)	(155)	-419.5	(219)	-41.2	(297)	(343)	(391)
经营性现金流	178	360	349	829	137.6	971	17.2	1,378	1,560	1,709
有形资本支出	(187)	(62)	(96)	(85)	10.8	(90)	-5.0	(94)	(100)	(100)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(29)	(1,235)	(574)	(100)	-	(100)	-	(50)	(50)	(50)
投资性现金流	(217)	(1,297)	(670)	(185)	72.3	(190)	-2.3	(144)	(150)	(150)
已付股息	(11)	(44)	(32)	(33)	-2.6	(49)	-46.7	(73)	(102)	(110)
股份发行/回购	2,451	27	78	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(2)	0	(48)	18	-	19	9.80	26	42	62
债务及优先股变化	0	649	(102)	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	2,438	632	(104)	(15)	85.2	(29)	-88.9	(47)	(60)	(48)
现金流量中现金的增加/(减少)	2,399	(304)	(425)	628	-	752	19.8	1,186	1,350	1,511
外汇/非现金项目	(32)	0	2	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	2,367	(304)	(424)	628	-	752	19.8	1,186	1,350	1,511

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。

碧水源 (300070.SZ)

估值(x)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	NM	42.2	29.5	45.7	30.6	21.8	20.3	18.2
市盈率 (UBS, 稀释后)	84.5	42.2	29.5	45.7	30.6	21.8	20.3	18.2
股价/每股现金收益	NM	39.6	28.1	43.5	29.4	21.1	19.7	17.6
权益 FCF (UBS) 收益率 %	(0.1)	2.1	1.5	2.0	2.3	3.4	3.9	4.3
净股息收益率(%)	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
市净率	5.6	4.5	4.3	8.1	6.4	5.0	4.1	3.4
企业价值/营业收入(核心)	NM	NM	7.8	NM	8.1	5.4	4.8	4.0
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	67.2	32.4	24.1	41.3	26.7	18.2	16.2	13.6
企业价值/息税前利润(核心)	NM	NM	25.3	NM	27.8	18.8	16.8	14.1
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	NM	25.0	NM	27.4	18.6	16.6	14.0
企业价值/运营投入资本	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
企业价值 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
市值	16,310	14,529	16,479	37,822	37,822	37,822	37,822	37,822
净债务 (现金)	(2,632)	(2,428)	(1,904)	(2,532)	(3,285)	(4,471)	(5,821)	(7,332)
少数股东权益	20	125	166	217	286	374	468	573
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	13,698	12,226	14,741	35,506	34,824	33,725	32,469	31,063
- 非核心资产	(31)	(814)	(1,011)	(1,298)	(1,667)	(2,075)	(2,519)	(3,002)
核心企业价值	13,668	11,412	13,730	34,209	33,157	31,650	29,950	28,061
增长率(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	59.6	105.0	72.7	54.2	50.0	43.4	7.2	11.1
息税折旧摊销前利润(UBS)	58.5	73.4	61.9	45.0	49.8	40.3	6.1	11.4
息税前利润(UBS)	56.2	71.0	64.3	44.8	51.7	41.4	5.9	11.4
每股收益(UBS 稀释后)	34.9	78.3	62.4	46.9	49.6	40.2	7.4	11.7
每股股息净值	NM	-32.8	2.0	46.5	49.6	40.2	7.4	11.7
利润率与盈利能力(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
毛利率	47.1	44.5	41.1	36.7	36.7	36.2	35.9	35.9
息税折旧摊销前利润率	40.6	34.4	32.2	30.3	30.3	29.6	29.3	29.4
息税前利润率	38.6	32.2	30.6	28.8	29.1	28.7	28.3	28.4
净利率 (UBS) 率	35.4	33.6	31.8	30.3	30.2	29.5	29.6	29.7
ROIC (EBIT)	105.7	103.3	73.4	71.6	105.4	132.0	129.0	136.6
税后投资资本回报率	NM	NM	62.6	60.9	NM	NM	NM	NM
净股东权益回报率(UBS)	10.9	11.1	15.7	19.3	23.5	25.9	22.2	20.3
资本结构与覆盖率	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/总权益	(89.1)	(65.7)	(47.0)	(51.8)	(53.4)	(56.6)	(59.7)	(62.0)
净债务/(净债务 + 权益)	NM	NM	(88.8)	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(19.3)	(19.5)	(13.9)	(7.4)	(9.9)	(14.1)	(19.4)	(26.1)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	NM	6.0	5.4	3.1	2.2	1.6	1.6	1.4
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	4.0	10.7	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
股息支付率 (UBS) %	24.9	9.4	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
分部门收入 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	500	1,026	1,772	2,732	4,097	5,876	6,298	6,998
总计	500	1,026	1,772	2,732	4,097	5,876	6,298	6,998
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	193	330	543	786	1,192	1,685	1,784	1,988
总计	193	330	543	786	1,192	1,685	1,784	1,988

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+22.7%
预测股息收益率	0.1%
预测股票回报率	+22.8%
市场回报率假设	9.6%
预测超额回报率	+13.2%

风险声明

污水处理行业的发展主要受政府政策推动，存在以下风险：（1）政府政策执行力度不达我们预期；（2）政府资金短期吃紧使项目开工进度不达我们预期。我们认为碧水源可能面临的下行风险包括：政府资金紧张导致项目资源减少；扩张过快带来的管理风险；MBR 工程项目运行稳定性原因引致的风险。

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%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期 ±6% 范围内。	45%	35%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
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 12 月 31 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：郁威；徐颖真。

涉及报告中提及的公司的披露

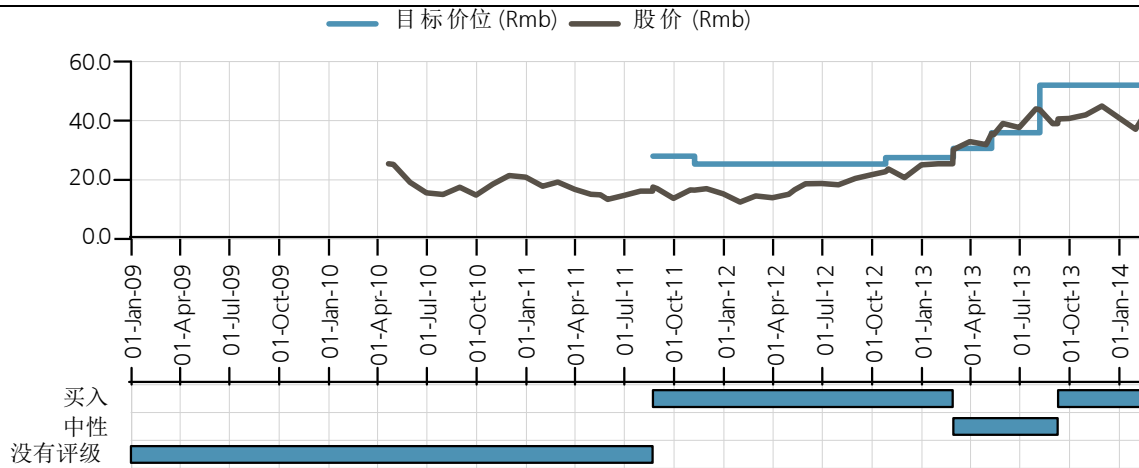
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
碧水源	300070.SZ	买入	不适用	Rmb40.32	2014 年 02 月 11 日

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。

碧水源 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 2 月 11 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。瑞银可能进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/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 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证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。

加拿大: 由UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西:** 除非具体说明,否则由UBS Brasil CCTVM S.A.分发给居住在巴西的有资格投资者,包括:(i)金融机构,(ii)保险公司和投资资本公司,(iii)补充性养老金实体;(iv)金融投资额高于\$300,000.00雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者;(v)投资基金;(vi)由Comissão de Valores Mobiliários (CVM)授权的证券投资组合经理及证券顾问;(vii)联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港:** 由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡:** 由UBS Securities Pte. Ltd. (p) 107/09/2013 and 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., 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, 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。由UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者(除非另有许可)。

澳大利亚: 1) 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咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件(包括任何产品披露声明)。UBS AG被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议,因此UBS AG负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**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象或元素。© UBS 2014 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。

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象或元素。© UBS 2014 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。

