

华能国际 A

回报佳、装机增长尚可，重申“买入”

重估值仍有望继续

我们重申对华能国际和电力行业的积极看法。我们认为市场低估了电力行业的装机增长空间和高利润率持续时间。我们预计煤价将保持稳定，同时未来煤价即使不继续下跌，公司股价仍有望跑赢大盘。

近期可能存在风险

华能仍是我们中国电力行业首选，但气电和新加坡业务表现不佳可能构成短期风险。这些因素此前已有征兆，且在我们预测中有所体现；但从昨天业绩发布会上分析师的提问来看，市场并未充分预期。但上述风险对经常性净利润影响可能有限，我们预计其中气电仅占公司总装机的不到 10%，且大士对整体盈利贡献不到 1%。

公司 14 年全年指引未发生变化，未来可能继续计提减值

公司维持对 2014 年的指引，预计单位燃煤成本同比下降 5%，计划发电量 3250 亿千瓦时。我们认为如果未来新加坡电力市场环境继续恶化，公司可能继续就大士计提减值，我们估算新加坡业务商誉账面价值约 0.8 元/股。

估值：目标价 7.5 元

我们维持 2014-16 年 EPS 预测 0.91/0.71/0.77 元，基于 DCF 估值方法（假设 WACC 为 6.8%）得到目标价 7.5 元。

Equities

中国

电力生产和供应业

12 个月评级 **买入**
12 个月目标价 **Rmb7.50**
股价 **Rmb5.93**

路透代码: 600011.SS 彭博代码 600011 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb6.26-4.61
市值	Rmb86.8 十亿/US\$14.1 十亿
已发行股本	10,500 百万 (ORDA)
流通股比例	31%
日均成交量(千股)	17,294
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb100.0
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb70.3 十亿
市净率 (12/14E)	1.2x
净债务 / EBITDA	4.0x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	UBS	市场预测
12/14E	0.91	0.81
12/15E	0.71	0.82
12/16E	0.77	0.78

徐颖真

分析师

S1460511100001

yingzhen.xu@ubssecurities.com

+86-213-866 8883

郁威

分析师

S1460511120001

wei.yu@ubssecurities.com

+86-213-866 8857

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	133,056	133,967	133,833	130,811	132,571	140,035	148,163	154,801
息税前利润(UBS)	8,741	18,221	26,457	27,156	22,868	23,872	25,255	26,430
净利润 (UBS)	1,075	6,460	12,186	12,826	10,001	10,886	12,038	13,135
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.08	0.46	0.87	0.91	0.71	0.77	0.86	0.93
每股股息 (Rmb)	0.05	0.21	0.38	0.41	0.32	0.35	0.39	0.42
现金 / (净债务)	(158,525)	(156,893)	(146,367)	(154,362)	(165,076)	(163,378)	(151,462)	(137,022)
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	6.6	13.6	19.8	20.8	17.2	17.0	17.0	17.1
ROIC (EBIT) (%)	4.6	8.9	13.0	13.0	10.2	10.2	10.8	11.6
EV/EBITDA(core)x	9.9	7.8	6.0	5.9	6.8	6.6	6.0	5.8
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	67.7	13.2	6.9	6.5	8.3	7.7	6.9	6.3
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(11.4)	4.9	17.2	0.2	(2.5)	9.5	21.4	25.0
净股息收益率(%)	1.0	3.5	6.4	6.9	5.4	5.9	6.5	7.1

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 07 月 31 日 15 时 56 分的股价(Rmb5.93)得出。

投资主题

华能国际 A

投资理由

华能国际是一家纯粹的火电公司，公司的各项盈利指标均领先于行业内其他火电公司，且有望长期保持，在装机规模、资产质量、管理水平等方面公司也领先于同业。我们认为，公司不存在多元化风险，因此预计公司在煤价下跌的大周期中受益最大，业绩回升最快；而且随着中国用电需求增速下降，公司很可能会减少投资从而降低杠杆、改善资产负债表。公司可能的下行风险来自大士能源，新加坡当地新投机组会导致竞争加剧，可能影响大士的市场份额和盈利。我们目前 2014-15 年的盈利预测比市场一致预期高 12%/低 13%，目标价的推导基于 DCF 估值方法（假设 WACC 为 6.8%），目标价对应 2014 年 PE 为 8.2 倍。

乐观情景

如果 2014/15 年秦皇岛现货价均为 500 元/吨，而合同价存在 10-20 元/吨的折扣，我们估算公司每股估值为 8.10 元。

悲观情景

如果 2014/15 年秦皇岛现货价均为 560 元/吨，而合同价存在 10-20 元/吨的折扣，我们估算公司每股估值为 6.70 元。

近期催化剂

- 1、电价下调幅度低于预期；
- 2、发电小时止跌回升。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb7.50

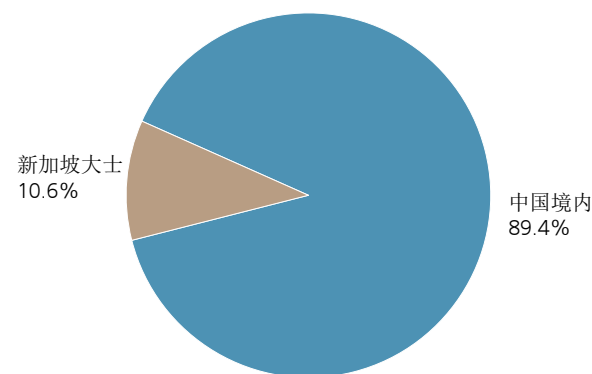
公司简介

华能国际（隶属于华能集团）是中国大陆最大的上市独立发电商，旗下电厂分布于 15 个省。公司 1994 年首先在纽约证交所上市，目前在香港和上海两地挂牌交易。08 年上半年公司收购了位于新加坡的大士能源 100% 权益。2013 年年底，总权益装机容量约为 59.6 吉瓦（包括大士能源）。

行业展望

国内经济增速放缓导致用电需求增长趋稳，我们认为这将有助于电力公司改善现金流、修复资产负债表。2012 年底发布的煤电联动机制如落实，预计电力公司盈利将更趋平稳。

2013 年收入的地区结构 (%)



来源: 公司数据

分地区的经常性净利润

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
中国境内	5,307	11,744	12,769	9,927	10,795
大士能源	1,154	442	57	74	91
合计	6,460	12,186	12,826	10,001	10,886

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

投资概要

我们重申对华能国际的看好，尽管昨天申万电力行业指数下跌 0.5%，且华能股价下跌 4.5%。我们认为股价调整只是前期的获利回吐，并非中报业绩不达预期。

我们不认为煤价下跌是构成行业跑赢大盘的必要条件，原因如下：

- 过去十年，电力行业属于价值破坏、高波动性、周期性的行业。我们认为行业整体估值风格正在向价值创造且稳定的真正公用事业属性转变，因为温和的电力需求增速和煤价环境将利好行业，从而提高电力公司盈利能力，并改善现金流和资产负债表。（请参考我们 2013 年 10 月 25 日的报告《中国电力行业：下调电价和煤价预测，14 年行业盈利料不会大幅下降》。）
- 我们认为煤电投资需加速方能满足国内电力需求的增长，尽管非煤电装机增长十分迅速，这与市场普遍认为政府鼓励新能源的发展将抑制煤电增长的观点相反。（请参考我们 2014 年 5 月 13 日的报告《中国电力行业：煤电投资仍有增长》。）
- 电价下调若落实，对行业其实是利好的，因为市场很早以前便已有预期，且方案确实发布后将消除市场对其不确定性的担忧。同时电价下调是为了抵消此前已经下降的煤价，因此我们认为对电厂利润率的影响偏中性。我们此前曾提示，根据媒体报道，电价下调幅度可能低于我们预期：我们假设下调幅度 4.4%，而媒体报道中的幅度为 2-4%。（请参考我们 2014 年 6 月 24 日的报告《中国电力行业：煤电联动或启动，幅度可能略低于预期》。）

华能国际仍是我们电力行业的首选，并维持“买入”评级，但气电和新加坡业务表现不佳可能造成股价的短期风险。我们此前对上述风险已有提示，但从昨天业绩发布会上分析师的提问来看，市场并未完全预计到这些。

图表 1: 电力公司估值一览表

	代码	评级	当前股价	目标价	PE		PB		ROE		股息收益率	
					2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
火电												
华能国际	600011.SS	买入	5.93	7.50	6.5x	8.3x	1.2x	1.1x	19.3%	13.8%	6.9%	5.4%
华电国际	600027.SS	买入	3.67	4.00	5.6x	7.7x	1.0x	1.0x	19.6%	13.1%	7.2%	5.3%
大唐发电	601991.SS	买入	3.89	4.60	10.7x	9.1x	1.5x	1.3x	12.2%	15.3%	3.0%	3.5%
国电电力	600795.SS	买入	2.31	2.80	6.5x	6.2x	0.9x	0.8x	16.5%	15.5%	6.0%	6.3%
国投电力	600886.SS	买入	5.46	5.55	8.4x	8.1x	1.7x	1.5x	21.9%	19.5%	3.6%	3.7%
粤电力	000539.SZ	买入	4.78	5.87	6.8x	8.0x	1.0x	0.9x	15.2%	11.8%	4.1%	3.5%
深圳能源	000027.SZ	中性	6.15	6.50	10.8x	12.8x	0.9x	0.9x	9.0%	7.3%	4.2%	3.5%
水电												
长江电力	600900.SS	买入	6.82	10.04	11.8x	11.3x	1.4x	1.3x	11.9%	11.7%	4.3%	4.5%
川投能源	600674.SS	中性	12.47	12.91	11.7x	9.4x	2.0x	1.7x	20.2%	20.8%	0.9%	1.1%

注：股价为 2014 年 7 月 31 日的数据。

来源: Bloomberg, 瑞银证券估算

短期内存在风险

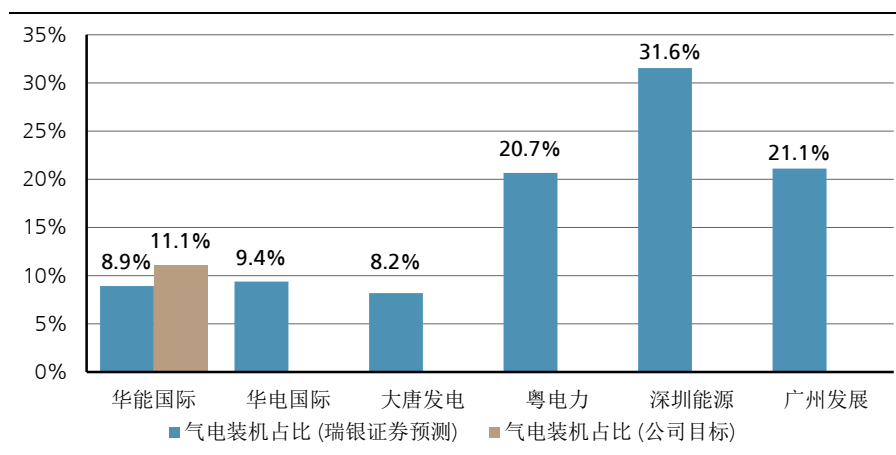
我们此前已提示过公司气电和新加坡业务盈利能力欠佳的风险，并已体现在我们的盈利预测里。但是，我们认为投资者对此并没有完全的认知，尽管数据是公开可得的，且管理层之前曾经提到过。

我们认为上述风险对公司的影响不大，因为预计气电仅占公司总装机的不到 10%，大士对整体盈利贡献则不到 1%。

(1) 气电投资风险

我们在 2013 年 12 月 10 日的报告《中国电力行业：气电业务风险虽存，但仍维持对行业的积极看法》中，着重阐述了过去气电投资盈利和利用率水平不高。但我们仍然看好华能，因为无论是目前还是未来，公司对气电的敞口应该都是有限的，预计仅占总装机容量容量的 10% 左右。

图表 2: 2015 年底各电力公司气电装机占比（按可控口径计算）



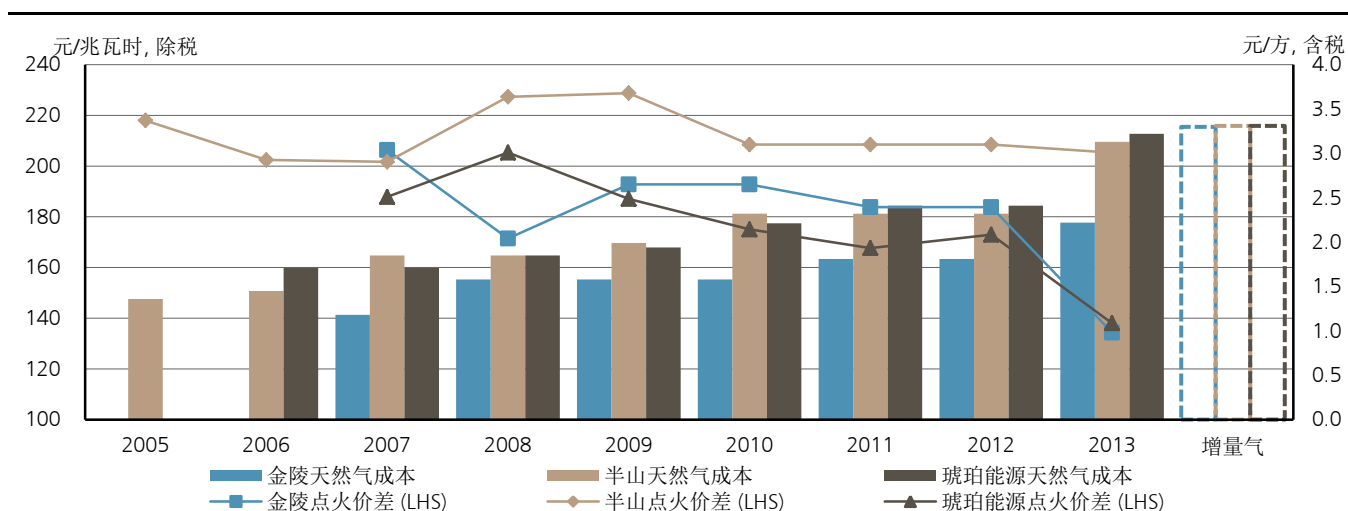
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

我们认为气电的投资风险高于煤电，因为中短期内煤价有望保持较低水平，而未来几年气价可能继续上涨：

- 我们预计未来几年燃气成本将上涨约 50%，如果涨幅无法有效的传导至电价，我们认为燃机电厂的盈利能力将被侵蚀。
- 与此同时，我们认为短期内天然气供给短缺将影响燃机电厂的利用率。而且即便供给充足，利用率仍有可能受到影响，因为电网不是很愿意调配成本比煤电高一倍的气电。

图表 3 是江浙部分气电机组（不全都归属于华能）的历史点火价差，图表 4 体现了上一轮气电上网电价调整情况。

图表 3: 浙江和江苏气电机组的历史点火价差（左轴）和天然气价格（右轴）



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 4: 气电占比较大省份针对 2013 年 7 月气价上涨做出的气电上网电价调整计划

	气电上网电价 (元/千瓦时, 含税)		天然气成本 (元/千瓦时, 含税)		点火价差 (元/千瓦时, 含税)		气价传导比例
	天然气涨价前	天然气涨价后	天然气涨价前	天然气涨价后	天然气涨价前	天然气涨价后	
浙江-F级	0.744	0.904	2.41	3.22	0.22	0.22	100%
浙江-琥珀能源	0.800	0.960	2.41	3.22	0.17	0.14	80%
江苏-F级	0.581	0.606	1.81	2.22	0.18	0.13	30%
江苏-E级	0.605	0.69	2.09	3.3	0.16	0.02	35%
上海*	0.454	0.504	2.32	2.72	(0.01)	(0.04)	NA
广东-大鹏合同 LNG **	0.533	NM	1.56	NM	0.19	NM	NA
广东-现货 LNG **	1.170	NM	5.31	NM	(0.00)	NM	NA
广东-西气东输二线	0.745	NM	3.16	NM	0.09	NM	NA
北京****	0.684	0.762	2.28	2.67	0.20	0.21	100%
福建**	0.513	NM	1.66	NM	0.15	NM	NA
河南	0.553	0.609	1.81	2.22	0.16	0.14	67%

注:
 *上海电价是单位电价。机组电价为 0.22 元/千瓦时 (含税), 利用小时数为 2,500 小时。
 ** 2013 年 7 月的天然气价格上调不适用于广东省和福建省。
 *** 北京电价包含上网电价 0.573 元/千瓦时 (含税)、电价补贴 0.0447 元/千瓦时 (含税, 用以弥补短上网电价和核准电价 0.6177 元/千瓦时之间的价差) 以及天然气成本补贴 (除税, 基于 0.2 方/千瓦时*2010 年天然气成本上涨的 0.33 元/方计算得出)。
 **** 假设北京市政府将采用相同公式计算和划拨天然气成本补贴 (除税, 基于 0.2 方/千瓦时* (2010 年天然气成本上涨 0.33 元/方+2013 年天然气成本上涨 0.39 元/方) 计算得出)。
 来源: 物价局、瑞银证券估算

(2) 新加坡业务风险

未来可能继续计提减值

我们认为如果未来新加坡电力市场环境继续恶化, 公司可能继续对大士能源计提减值 (尤其是商誉)。2013 年年报中, 公司已对大士商誉计提了 3.92 亿元商誉减值, 所以此后的减值测试中, 若市场前景较之前管理层预计的更差, 则可能再次计提减值。

管理层表示, 除利润率偏低外, 目前市场前景与预想基本吻合。如果当地电力供给增加导致竞争加剧, 我们认为利润率可能进一步被侵蚀。

我们估算大士能源商誉约 110 亿元，对应每股约 0.8 元。目前我们没有足够的
数据来测算可能的减值幅度。

中国政府提供的 4.6 亿元补助为一次性

从业绩发布会来看，市场对于大士能源此前获得的 4.6 亿元存在疑问。

我们在 2014 年一季报点评中提到，该补助是由中国政府提供的，而非新加坡
政府。

管理层表示，该项补助是中国政府提供给进行海外投资的公司的，用于补贴
华能向新加坡政府贷款所产生的利息费用，并强调补助与大士目前较低的盈
利能力无关。

公司认为此项补助属于非经常性，未来几个季度是否会获得类似补助，取决
于政策以及公司和政府之间的谈判，目前看来可能性很小。

2012 年 6 月，商务部公布了一项对投资海外的中国企业提供财政支持的政策，
包括直接补贴（如预算成本和保险费用）以及利息补贴（针对为海外投资项
目而进行的融资活动）。补助将在企业获得所有相关批文后发放。

新加坡电力市场竞争激烈或将持续

管理层预计新加坡电力市场仍将面临挑战，因为竞争加剧且供给过剩。这与
我们 2014 年 3 月 24 日的报告《*华能国际 A：公司指引正面，重申“买入”*》
中的观点一致。

截至 2013 年底，新加坡本国合计拥有 10GW 装机，但平均仅有 5GW 的需求
（高峰期 6GW），储备率已达到 60%。华能管理层表示，截止今年一季
度末，已有 2GW 新机组投产，使得当地总装机增至 12GW，储备率则上升至
90%。

我们相信这有可能导致一种恶性循环。由于高效，拥有新投产机组的公司将
获得一定市场份额，并促使其他公司建设更多高效机组以重新占据市场。因
此即便现在新加坡的电力供给已然过剩，仍有不断增加的可能性。

同时，我们认为新加坡政府减少固定合同占比也可能导致竞争进一步加剧。
过去，新加坡电力市场有 55% 是以固定合同的形式，其电价随燃料油价格波
动，剩下的 45% 则开放竞争，而当地三大电企（大士能源、YTL PowerSeraya
和 Seneko）只竞标固定合同。

但去年下半年，当地政府决定进一步开放市场，将固定合同占比由 55% 降至
50%，今年一季度则进一步降至 40%。这不但吸引了过去没有市场份额的新
进入者，也会使得电力公司以低于固定合同的价格展开竞争，因为电力供应
不存在差异化。这些可能导致利润率下滑。

另一方面，固定合同的价格在 2012-13 年也有所下滑，主要是由于油价降低，
且低效燃油机组退役导致过去确定的合同价失效。2013 年，固定合同的利润
率趋于正常，因为燃机的单位发电成本低于燃油，且新加坡所有燃油机组均
已退役。今年一季度，单位盈利已从 S\$44.77/MWh 同比下降 36% 至
S\$28.40/MWh。

管理层指引的更新

燃料成本

上半年，公司单位燃料成本同比下降 5.18%，主要是由于单位燃煤成本同比下降 8.26%。公司预计全年单位燃煤成本降幅约 5%，与此前的指引一样。

但同时，公司表示燃煤成本的下降可能会部分被 2013 年 7 月以来的气价上涨所抵消，因此今年整体单位燃料成本降幅目标为 3%（包括煤电和气电）。

利用小时数

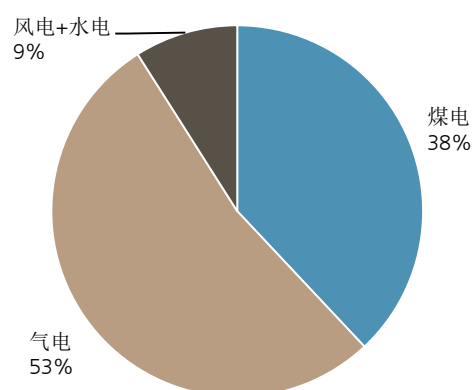
上半年利用小时数同比减少 24 小时至 2,374 小时，公司计划全年实现 5,000 小时和 3,250 亿千瓦时的发电量（对应同比增加 2%）。

新增装机计划

公司计划 2014/15 年分别新增装机 4,046/4,298MW，其中煤电占比约 30%，如图表 5 和 6 所示。

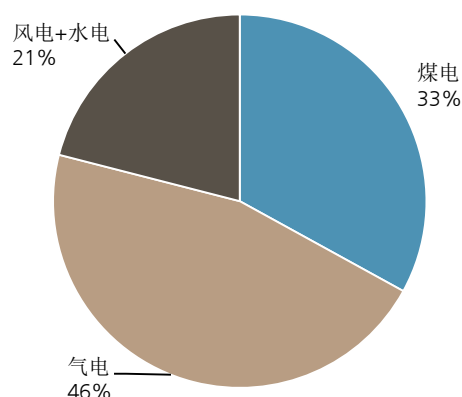
2014 年全年资本开支计划仍为 248 亿元，上半年累计完成 75 亿元。

图表 5: 2014 年新增装机计划（合计 4.046GW）



来源: 公司数据

图表 6: 2015 年新增装机计划（合计 4.298GW）



来源: 公司数据

图表 7: 资本开支计划

十亿元	2014	2015
火电	13.6	13.6
水电	0.2	0.1
风电	2.9	6.0
港口	0.9	1.5
煤矿	1.2	0
技改	6.0	3.5
合计	24.8	24.6

来源: 公司数据

预测回报率

预测股价涨幅	+26.5%
预测股息收益率	6.9%
预测股票回报率	+33.4%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+24.2%

风险声明

华能国际的主要下行风险包括：高于预期的煤价、环境成本、债务偿还或电厂建设成本、以及低于预期的电价或电厂利用率。

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。	48%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	41%	30%
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 2014 年 06 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：徐颖真；郁威。

涉及报告中提及的公司的披露

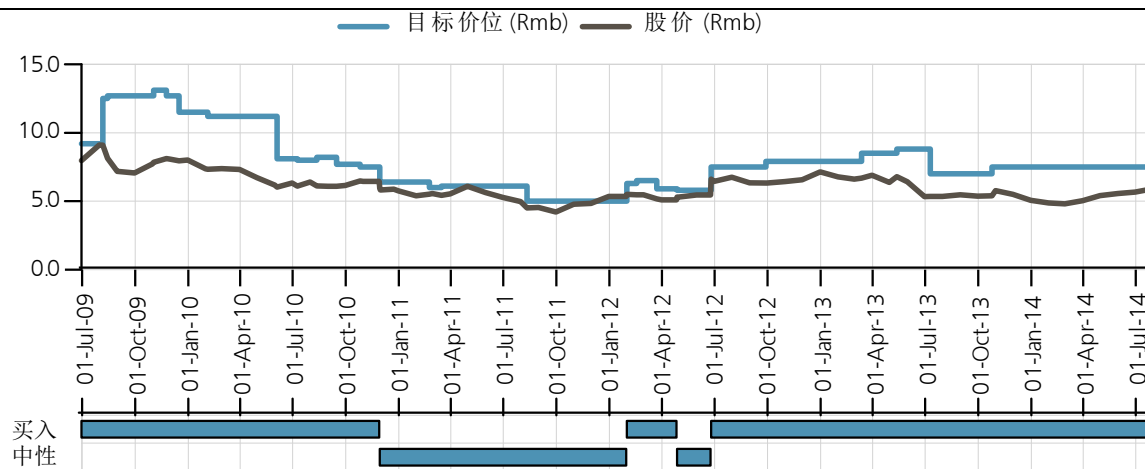
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
华能国际 A ¹⁶	600011.SS	买入	不适用	Rmb5.91	2014 年 07 月 30 日

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。

16. 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。

华能国际 A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 7 月 30 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（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 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 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**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。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发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：**UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载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 761G 条所定义的“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：**由 UBS Securities India Private Ltd (公司识别码 U67120MH1996PTC097299)，2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India)400051 编制。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 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。

