

# 国投电力

## 2 季度平淡，3 季度有望提速，全年乐观

### 雅砻江 7 月来发电量大幅增加，全年业绩乐观

7 月锦屏一级来水量 2639 方/秒，比多年平均偏枯 4.67%，在此流量下锦官电源组完成电量 64.69 亿千瓦时，好于我们此前预期。我们预计雅砻江水电 2014 年净利润 62.2 亿元，同比大幅增长 86%。我们认为电量的提升除来水影响外，还可能因为机组运行效率好于我们假设，因此我们上调了锦官电源组的发电量预测，并根据实际运行情况下调了成本假设。

### 3 季度雅砻江有望增长加速

分季度看，Q1 雅砻江利润 7.2 亿，同比增长 87%，受益于锦屏一级大坝在枯水期的调节作用。Q2 为 8.5 亿，同比增长 16%，增速较低因 4 月份受点段电网改造和 5 月份来水不佳。我们预测受益于机组在汛期前投产和大水电增值税返还等因素，Q3 利润 35.1 亿，同比增长 164%，是全年利润增长最高的季度。我们认为对投资者来说，Q2 较差的业绩和 Q3 大幅增长之间或存在较好的买点。

### 上调 14/15/16 年 EPS 预测至 0.81/0.85/0.79 元

我们将公司 14/15/16 年 EPS 预测从 0.65/0.68/0.63 元上调至 0.81/0.85/0.79 元。其中雅砻江 14/15/16 年将为国投贡献 EPS0.48/0.50/0.45 元。收购湄洲湾一期电厂和剥离了亏损的云南曲靖电厂等应会有利于下半年火电业绩。我们认为如果电价下调对国投影响不会太大。

### 估值：上调目标价至 7.13 元，维持买入评级

我们分别使用 DCF (WACC7.2%) 和成本法对雅砻江下游和中游估值，在不考虑中上游开发权的情况下我们估算雅砻江水电的合理价值是 634 亿元 (国投持 52%)。我们使用 DCF 得到雅砻江以外资产 154 亿估值 (WACC 6.1%)。两部分相加，得到公司股权价值 484 亿，新目标价 7.13 元。

## Equities

中国  
电力生产和供应业

12 个月评级 **买入**  
保持**不变**

12 个月目标价 **Rmb7.13**  
之前: **Rmb5.55**

股价 **Rmb5.55**

路透代码: 600886.SS 彭博代码 600886 CH

### 交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb5.69-3.62

市值 Rmb37.7 十亿/US\$6.13 十亿

已发行股本 6,786 百万 (ORDA)

流通股比例 27%

日均成交量(千股) 30,874

日均成交额(Rmb 百万) Rmb165.3

普通股股东权益 (12/14E) Rmb22.9 十亿

市净率 (12/14E) 1.6x

净债务 / EBITDA 4.6x

### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测	
12/14E	0.65	0.81	24.01	0.70
12/15E	0.68	0.85	25.57	0.80
12/16E	0.63	0.79	25.42	0.73

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)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	21,704	23,867	28,339	35,218	38,299	38,249	44,445	50,211
息税前利润(UBS)	2,952	5,151	10,394	15,935	18,107	17,876	19,578	23,013
净利润 (UBS)	259	1,054	3,305	5,470	5,753	5,394	6,314	7,989
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.05	0.18	0.53	0.81	0.85	0.79	0.93	1.18
每股股息 (Rmb)	0.01	0.06	0.15	0.24	0.25	0.24	0.28	0.35
现金 / (净债务)	(84,192)	(98,474)	(107,593)	(108,969)	(108,227)	(102,846)	(91,263)	(73,056)
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(%)	13.6	21.6	36.7	45.2	47.3	46.7	44.0	45.8
ROIC (EBIT) (%)	6.8	10.9	13.1	12.8	12.3	11.9	13.8	17.1
EV/EBITDA(core)x	7.5	6.3	7.5	6.6	6.1	5.6	4.7	3.8
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	53.9	15.7	7.3	6.9	6.5	7.0	6.0	4.7
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(80.7)	(71.0)	(3.6)	13.0	21.1	33.6	49.8	67.4
净股息收益率(%)	0.2	2.0	3.8	4.4	4.6	4.3	5.0	6.4

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 08 月 21 日 17 时 27 分的股价(Rmb5.55)得出。

# 投资主题

## 国投电力

### 投资理由

我们看好雅砻江水电（国投电力持股 52%）2014 年的盈利增长，主要受益于 1) 去年末投产机组今年的贡献，2) 今年 4 台机组有望赶上汛期投产，3) 大水电增值税返还影响，和 4) 锦屏一级大坝调节丰枯的能力。财政部和税务总局下发的《关于大型水电企业增值税政策的通知》体现了国家对大水电开发的支持，雅砻江水电独享雅砻江流域的水电开发权，价值可能在未来逐步体现。

受益于煤炭价格下跌，公司下属火电厂盈利大幅提升，我们认为市场过于担心火电价格下调，一旦火电价格调整落实，电力板块估值有望得到重新定位。我们预计公司 2014-16 年 EPS 为 0.81/0.85/0.79 元，基于分部估值法得到目标价 7.13 元。

### 乐观情景

水电企业由于大部分成本为固定成本，盈利水平对电量（来水）非常敏感。我们的基准假设是假设雅砻江水电 14 年上网电量 587 亿千瓦时。乐观情形下，我们假设雅砻江上网电量增加 10% 达到 645 亿千瓦时，则我们估算 2014 年净利润达 61 亿元，对应每股估值 7.8 元。

### 悲观情景

悲观情形下，我们假设雅砻江上网电量减少 10% 降到 528 亿千瓦时，我们估算公司净利润达 46 亿元，对应每股估值 5.8 元。

### 近期催化剂

我们预测雅砻江 3 季度利润同比增长 164%，大幅高于上半年，会成为股价正面的催化剂；如果火电电价落实下调但幅度小于预期，会使火电盈利能力更为明朗，因而成为正面催化剂。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb7.13

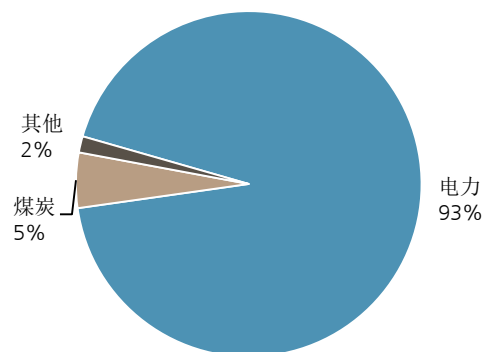
### 公司简介

国投电力控股股份有限公司于 2002 年由湖北兴化与国家开发投资公司(简称“国投公司”)进行资产置换后变更登记设立。经过多次资产注入，尤其是 2009 年公司向集团定向增发收购国投电力公司 100% 的股权，公司成为国投集团电力资产的上市平台。截至 2012 年底，公司拥有权益装机容量 1,049 万千瓦。从电源结构看，公司水电、火电均衡发展；从区域上看，公司全国性布局，下属电力生产企业主要分布于华北、华东、华南、西南、西北地区。

### 行业展望

十二五和十三五正是中国大水电投产的高峰期；大型水电开发周期长、投资规模大，被少数几家央企垄断。我们认为水电优先上网，消纳有支撑；水电投资虽然利润不是特别高，但回报平稳且长期可持续。

### 收入拆分, 2013 (%)



来源: 公司数据

### 各类业务的毛利

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
电力	5,919	11,380	17,100	19,405	19,173
煤炭	73	57	34		
其他	(34)	43	43	43	43
营业税金及附加	(195)	(275)	(317)	(364)	(363)
合计	5,762	11,204	16,860	19,084	18,852

来源: 公司数据、瑞银证券估算

## 雅砻江：14 年利润高增长

我们预测雅砻江水电 2014 年净利润 62.2 亿元，同比大幅增长 86%；上网电量 587 亿千瓦时，同比增长 55%。我们认为利润大幅增长的主要原因包括：

- (1) 今年以来雅砻江共有锦屏一级、二级各 2 台机组投产，其中 5 月 2 台，6 月 1 台，7 月 1 台，几乎全部赶在汛期之前投产。
- (2) 今年大水电增值税返还部分开始执行，并且预计能返还 2013 年 4.5 亿部分。
- (3) 1 季度枯水期锦屏一级大坝发挥调节作用，发电量同比上升明显。

分季度来看，1 季度雅砻江实现利润 7.2 亿，同比增长 87%；2 季度 8.5 亿，同比增长 16%。我们预测 3 季度利润 35.1 亿，同比增长 164%，4 季度 11.1 亿，同比增长 39%。根据我们测算，很明显 3 季度不仅是利润绝对值最大的季度，也是同比增长的高峰。

我们预测 15/16 年雅砻江利润为 64.6 亿元和 58.8 亿元。16 年由于锦屏机组所得税三年免征结束进入“三减半”阶段，以及大水电增值税从 8% 上升到 12%，利润预计会有所下滑。

## 电量：2014 年继续大幅增长

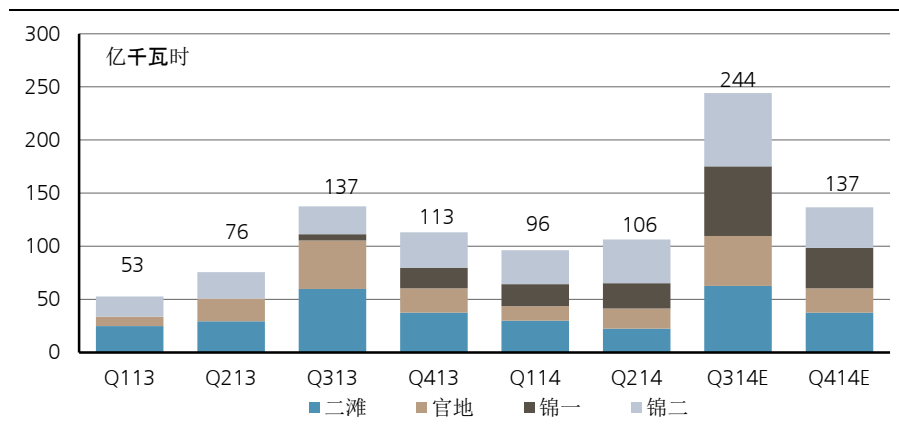
我们估测雅砻江 2014 年上网电量达到 587 亿千瓦时，同比增长 55%，机组的平均利用小时（按上网电量计）达到 4959 小时（2013 年 5062 小时）。

### ■ 2 季度电量和盈利一般

今年 1 季度雅砻江因锦屏一级大坝在枯水期的调节作用，发电量和盈利都令市场眼前一亮。但是 2 季度雅砻江水电上网电量 106.4 亿千瓦时，环比 1 季度仅增加 10%；同比增长 41%，但来自锦屏一级和二级的新机组，二滩和官地的电量同比下滑 24% 和 10%。雅砻江 Q214 净利润 8.5 亿，在 5 月份开始接受大水电增值税返还的前提下环比仅增长 16%。

我们认为主要是因为 4 月份受电段电网施工影响输出，而 5 月份的来水则同比下降较多（去年来水偏丰）。

图表 1: 雅砻江水电季度上网电量——分电站情况



来源: 公司数据、瑞银证券估算

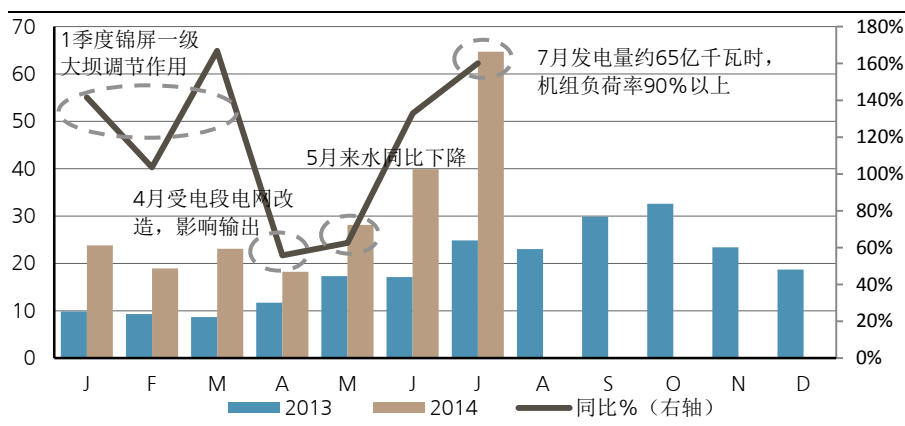
▪ 7月发电量良好，调高全年电价假设

7月锦屏一级入库流量 2639 方/秒，我们估计同比去年有约 10%的增长，比多年平均偏枯 4.67%。在这个流量下，锦官电源组完成电量 64.69 亿千瓦时，机组负荷率 90%以上。

这是锦屏一级和二级电站第一次在完全投产和接近完全投产的条件下显示自己的发电能力，增加了我们对雅砻江水电发电能力的信息。从历史来看，雅砻江 8 月和 9 月的来水比 7 月略低一点，基本与 7 月持平，我们据此预计锦官电源组 3 季度上网电量 181 亿千瓦时，加上二滩后雅砻江整体上网电量 248 亿千瓦时，同比增长 80%。

从过去几年来看，雅砻江 4 季度来水超过 2 季度（与长电相反），满产的二滩和官地电站过去几年四季度机组负荷率在 42%-63%。我们假设锦屏一级和二级四季度的负荷率为 48%，二滩和官地四季度发电量与去年持平，这样预测雅砻江全年上网电量 587 亿千瓦时。

图表 2: 锦官电源组完成电量情况



来源: 中国电力智库

锦屏 4 台机组顺利在汛期之前投产不仅增加了发电量，而且减少了折旧、财务等费用。

图表 3: 雅砻江下游机组投产时间

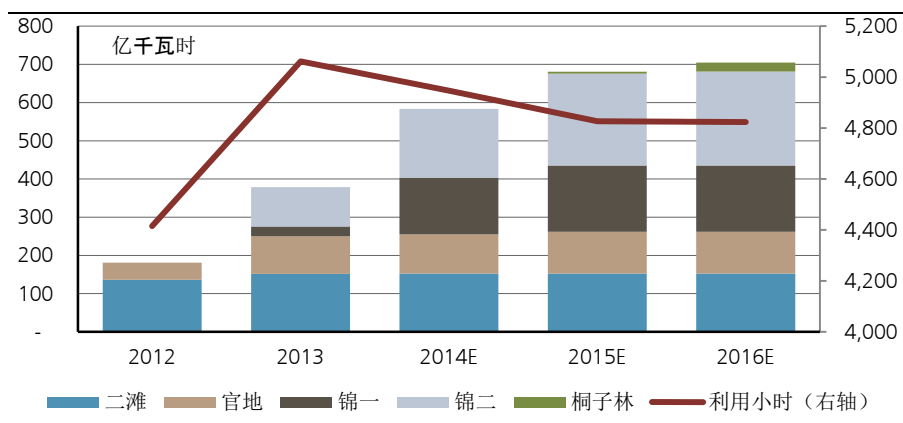
电站名称	预计投产时间 (具备商行运行条件)							
	第一台	第二台	第三台	第四台	第五台	第六台	第七台	第八台
锦屏一级	2013.8	2013.9.1	2013.11	2013.12	2014.5	2014.7	—	—
锦屏二级	2012.12	2013.1	2013.10	2013.11	2014.5	2014.6	2014.12	2015.2
官地	2012.3	2012.5	2012.11	2013.3	—	—	—	—
桐子林	2015.6	2015.10	2016.2	2016.6	—	—	—	—

来源: 公司资料、瑞银证券估算

▪ 上调雅砻江 15/16 年电量假设至 681/704 亿千瓦时

综合考虑到锦屏一级大坝的调节作用和机组设计改进增加发电效率，我们将雅砻江 14/15/16 年的上网电量假设从 540/628/674 亿千瓦时上调至 587/681/704 亿千瓦时。

图表 4: 雅砻江上网电量预测



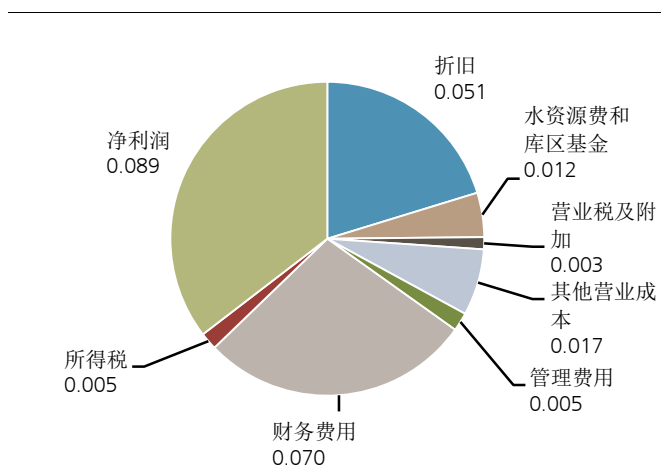
来源: 公司资料、瑞银证券估算

### 度电利润: 14 年达到顶峰

雅砻江水电 2013 年实现度电利润 0.089 元, 在水电中属于较高水平。与长江电力相比, 雅砻江水电主要有以下特点:

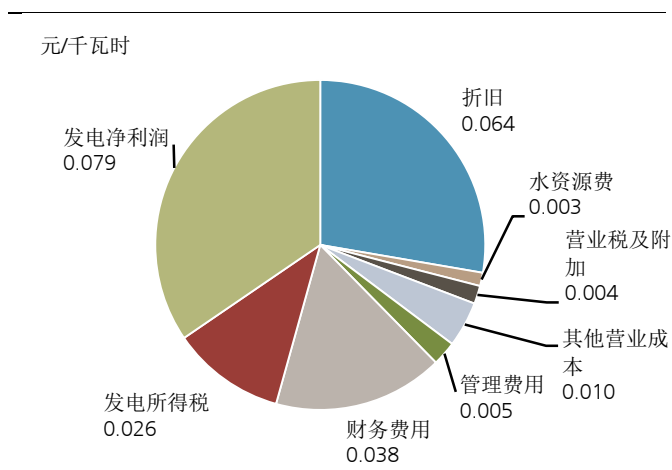
- 上网电价较高: 锦官电源组基本实行 0.3203 元的国网统调价格, 只有二滩电站实行较低的四川、重庆标杆电价
- 折旧偏低: 折旧年限较长
- 财务费用较高: 新投产电站, 负债率较高
- 所得税低: 享受西部地区 15% 的税率和“三免三减半”的优惠

图表 5: 雅砻江度电利润和成本 (2013 年)



来源: 公司资料、瑞银证券估算

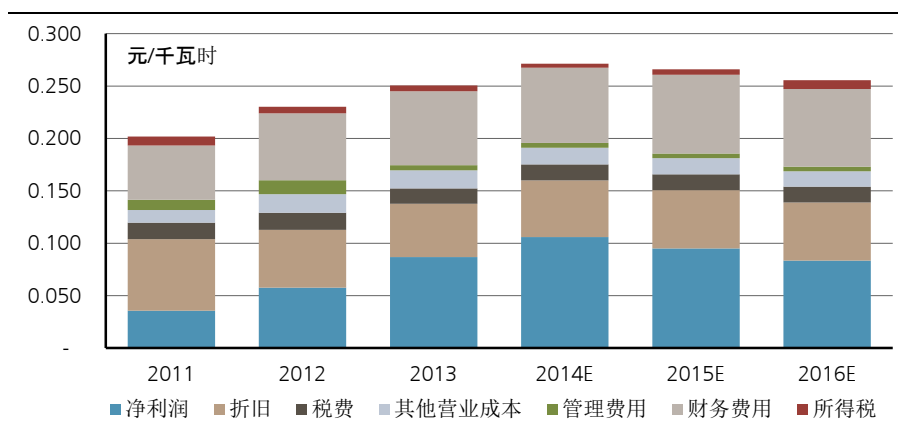
图表 6: 长江电力度电利润和成本 (2013 年)



来源: 公司资料、瑞银证券估算

2014 年虽然单位上网电量的折旧和财务费用可能有所上升, 但远不及增值税返还对于实际电价的提升, 我们预计度电利润 14 年能够达到 0.106 元, 大幅高于 2013 年的 0.087 元, 达到历史最高, 主要因为机组在汛期前投产、增值税返还、锦官电源组发电量上升等原因。

图表 7: 雅砻江度电利润和成本



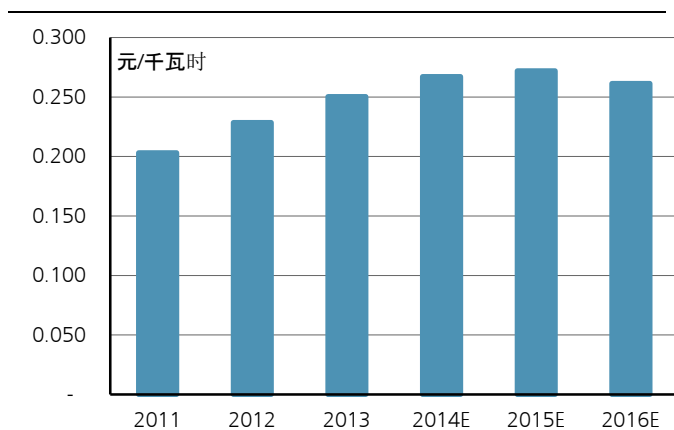
来源: 公司资料、瑞银证券估算

### 电价: 增值税返还大幅提升实际电价

2013 年雅砻江水电实际上网电价达到 0.250 元/千瓦时, 比 2012 年上升约 0.02 元, 主要因为电价较高的锦官电源组发电量比例上升, 以及预计锦官电源组购买设备抵扣进项税达到 6-7 亿元。

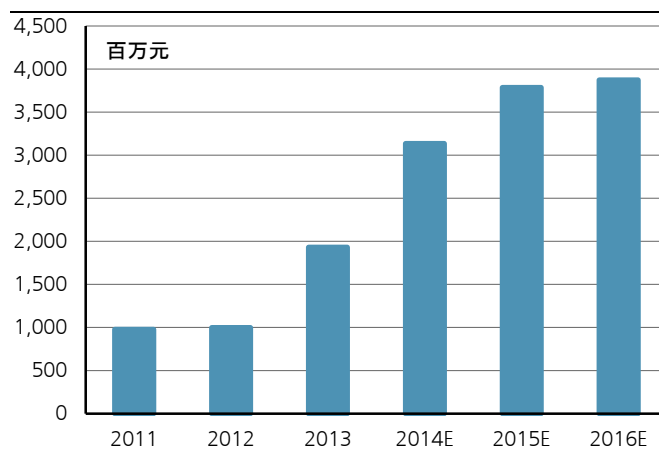
我们预计 2014、15 年由于大水电增值税超过 8% 部分返还, 以及锦屏一级、二级的电量上升, 雅砻江实际电价将继续上升, 2016 年因增值税返还力度减小至 12% 而有所下降。

图表 8: 雅砻江水电实际平均电价



来源: 公司资料、瑞银证券估算

图表 9: 雅砻江水电折旧



来源: 公司资料、瑞银证券估算

### 折旧: 投资控制得力, 单位发电量折旧上升有限

2013 年雅砻江水电折旧达 19.3 亿元, 同比上升 93%, 低于上网电量 109% 的增幅。主要因为新机组按一定比例转固, 并且次月开始计提折旧等会计处理方式较好地做到了投产过程中成本和收入的配比。锦屏一级虽然大坝转固较多, 但 2 台机组在汛期投产, 另外 2 台在年末投产, 因此单位电量折旧不多, 我们预计仅 3.2 亿元。

2013 年底锦屏一级固定资产接近 35 亿元, 将在 2014 年全额计提折旧, 应将会对雅砻江利润造成一定影响。我们预计雅砻江 2014 年折旧将超过 30 亿元, 增量部分主要来自锦屏一级。



图表 10: 锦官电源组投资预测 (百万元)

	14年底资产		14年末机组(台)		总投资预测	
	固定资产	在建工程	投产	未投产	旧预测	新预测
官地电站	12,025	9	4	0	15,500	14,000
锦屏一级	34,708	604	4	2	36,890	42,000
锦屏二级	20,071	9,779	4	4	41,000	41,000

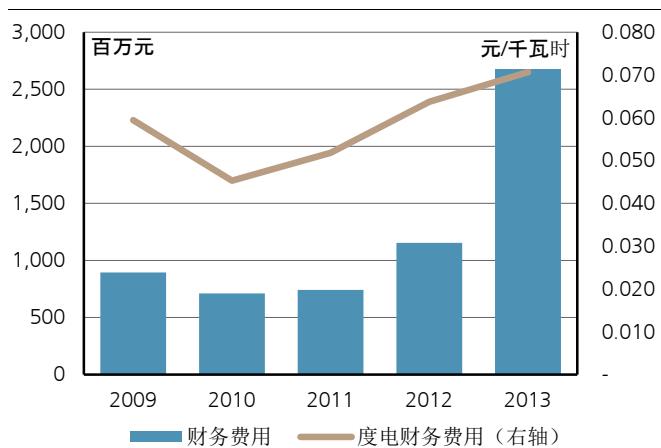
来源: 公司资料、瑞银证券估算

锦官电源组投资控制得力, 2013 年底锦官电源组转固定资产合计 670 亿, 对应单位造价仅 7000 元/千瓦。其中官地电站累计投资仅略超 120 亿, 低于 150-160 亿的预算; 锦屏一级转固 350 亿元, 因大坝投入使用转固比例较高; 锦屏二级转固 200 亿元, 大致占我们估算投资的一半, 与投产进度匹配。我们据此略调高锦一的投资预测, 调低官地的投资预测。

### 财务费用: 利率保持平稳

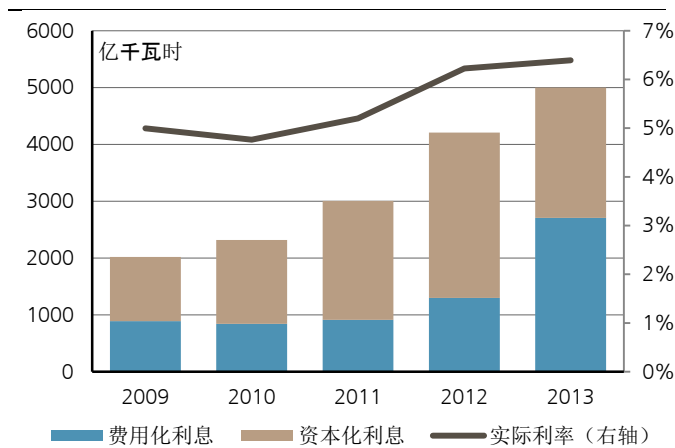
利息支出费用化和在建工程转固是匹配的, 因此财务费用和折旧费用增长大致同步。2011-13 年度电财务费用不断上升较大程度上是因为雅砻江利率上升。我们假设 2014 年与 2013 年比利率比较平稳, 度电财务费用有小幅上升。

图表 11: 雅砻江 (度电) 财务费用



来源: 公司资料、瑞银证券估算

图表 12: 雅砻江利息支出和利率



来源: 公司资料、瑞银证券估算

## 上调盈利预测和目标价

### 14/15/16 年 EPS 预测上调至 0.81/0.85/0.79 元

我们将公司 14/15/16 年 EPS 预测上调至 0.81/0.85/0.79 元 (旧预测 0.65/0.68/0.63 元)。其中雅砻江 14/15/16 年将为国投贡献 EPS0.48/0.50/0.45 元。

今年上半年公司火电权益发电量 146 亿千瓦时, 同比增加上市 12.6%。下半年收购的湄洲湾一期电厂将会从 7 月 1 日开始并表, 另外公司剥离了亏损的云南曲靖电厂。据上海证券报报道, 多个省市发电企业已经收到从 8 月 15 日开始下调上网电价的通知。我们估算此次下调电价对国投的影响不大, 因为国投的机组主要分布在天津、附件、甘肃、广西等省。

国投电力目前北疆二期（2\*100 万千瓦）和钦州二期（2\*100 万千瓦）已经获得发改委的核准，湄洲湾二期（2\*100 万千瓦）也在进行前期工作，我们预计未来火电业务将有不错的内生性增长。

## 估值

我们将国投电力的业务拆分为雅砻江水电和雅砻江以外资产两部分，使用分部加总法对公司进行估值。

我们使用现金流贴现法对雅砻江下游电站进行估值，同时计入已经投入中游电站的成本（股权部分），不考虑中上游电站的价值。我们估算国投持有雅砻江部分合理价值在 330 亿元，对应 10.2 倍 14 年 PE。

使用现金流贴现法对公司除雅砻江外其他资产进行估值，得出合理价值为 154 亿元，对应 6.9 倍 2014 年 PE。

两部分相加得到国投电力股权合理价值为 484 亿元，折合每股价值 7.13 元。

**图表 13: 国投电力估值表**

	估值方法	估值（百万元）	每股价值 （元）	对应 14 年 PE
雅砻江下游电站	DCF	61,538		
雅砻江中游电站	成本法	1,861		
雅砻江水电		63,399		
国投电力持雅砻江股权		32,967	4.86	10.2
国投电力其他资产	DCF	15,424	2.27	6.9
<b>合计股权价值</b>		<b>48,391</b>	<b>7.13</b>	<b>8.8</b>

来源: 瑞银证券估算



# 国投电力 (600886.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
<b>损益表(Rmb 百万)</b>										
营业收入	21,704	23,867	28,339	35,218	24.3	38,299	8.7	38,249	44,445	50,211
毛利	3,557	5,841	11,204	16,860	50.5	19,084	13.2	18,852	20,748	24,335
息税折旧摊销前利润(UBS)	6,010	8,643	15,075	23,789	57.8	26,752	12.5	27,334	29,850	34,100
折旧和摊销	(3,058)	(3,492)	(4,681)	(7,854)	67.8	(8,644)	10.1	(9,458)	(10,272)	(11,087)
息税前利润(UBS)	2,952	5,151	10,394	15,935	53.3	18,107	13.6	17,876	19,578	23,013
联营及投资收益	75	196	548	603	10.0	603	0.0	603	603	603
其他非营业利润	103	54	47	547	NM	61	-88.9	66	63	65
净利息	(2,161)	(3,083)	(4,410)	(5,981)	-35.6	(6,960)	-16.4	(7,196)	(7,284)	(7,284)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	969	2,318	6,579	11,104	68.8	11,811	6.4	11,349	12,960	16,396
税项	(296)	(300)	(702)	(1,082)	-54.1	(1,279)	-18.3	(1,496)	(1,426)	(1,804)
税后利润	672	2,018	5,877	10,023	70.5	10,532	5.1	9,852	11,534	14,593
优先股股息及少数股权	(413)	(964)	(2,572)	(4,553)	-77.0	(4,779)	-5.0	(4,459)	(5,220)	(6,604)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	259	1,054	3,305	5,470	65.5	5,753	5.2	5,394	6,314	7,989
净利润(UBS)	259	1,054	3,305	5,470	65.5	5,753	5.2	5,394	6,314	7,989
税率(%)	30.6	13.0	10.7	9.7	-8.7	10.8	11.2	13.2	11.0	11.0
<b>每股(Rmb)</b>										
每股收益(UBS 稀释后)	0.05	0.18	0.53	0.81	53.1	0.85	5.2	0.79	0.93	1.18
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.05	0.18	0.53	0.81	53.1	0.85	5.2	0.79	0.93	1.18
每股收益(UBS, 基本)	0.05	0.19	0.53	0.81	53.1	0.85	5.2	0.79	0.93	1.18
每股股息净值(Rmb)	0.01	0.06	0.15	0.24	65.5	0.25	5.2	0.24	0.28	0.35
每股账面价值	2.04	2.18	2.72	3.38	24.3	3.99	17.9	4.53	5.22	6.12
平均股数(稀释后)	4,858.24	6,778.04	6,277.70	6,786.02	8.1	6,786.02	0.0	6,786.02	6,786.02	6,786.02
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>										
现金和现金等价物	4,960	6,268	3,994	7,421	85.8	8,163	10.0	13,544	25,127	43,334
其他流动资产	8,484	7,571	6,238	6,970	11.7	7,019	0.7	7,271	9,216	15,850
流动资产总额	13,444	13,839	10,232	14,391	40.6	15,182	5.5	20,815	34,343	59,184
有形固定资产净值	42,628	55,797	112,147	146,272	30.4	158,048	8.1	150,219	142,220	133,239
无形固定资产净值	1,313	2,721	2,925	3,090	5.6	3,246	5.0	3,391	3,527	3,654
投资/其他资产	63,525	73,539	34,255	10,480	-69.4	6,664	-36.4	17,200	24,150	23,778
总资产	120,911	145,896	159,559	174,233	9.2	183,139	5.1	191,625	204,240	219,855
应付账款和其他短期负债	8,187	13,827	12,361	13,201	6.8	13,217	0.1	13,576	16,275	19,192
短期债务	19,109	19,659	12,286	17,089	39.09	17,089	0.00	17,089	17,089	17,089
流动负债总额	27,296	33,486	24,648	30,290	22.9	30,306	0.1	30,665	33,365	36,281
长期债务	70,043	85,084	99,301	99,301	0.0	99,301	0.0	99,301	99,301	99,301
其它长期负债	1,817	1,847	1,877	1,877	0.0	1,877	0.0	1,877	1,877	1,877
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	99,156	120,416	125,825	131,468	4.5	131,483	0.0	131,843	134,542	137,458
普通股股东权益	11,475	12,287	18,460	22,938	24.3	27,051	17.9	30,718	35,415	41,509
少数股东权益	10,279	13,193	15,274	19,826	29.8	24,605	24.1	29,064	34,284	40,888
负债和权益总计	120,911	145,896	159,559	174,233	9.2	183,139	5.1	191,625	204,240	219,855
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>										
净利润(支付优先股股息前)	259	1,054	3,305	5,470	65.5	5,753	5.2	5,394	6,314	7,989
折旧和摊销	3,058	3,492	4,681	7,854	67.8	8,644	10.1	9,458	10,272	11,087
营运资本变动净值	(487)	201	699	107	-84.6	(33)	-	107	755	(3,718)
其他营业性现金流	2,133	3,859	6,512	8,595	32.0	9,077	5.6	8,758	9,532	10,635
经营性现金流	4,964	8,606	15,198	22,027	44.9	23,442	6.4	23,716	26,873	25,993
有形资本支出	(16,275)	(19,593)	(16,034)	(17,123)	-6.8	(15,513)	9.4	(11,063)	(8,110)	(609)
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	(48)	(523)	(850)	(632)	-	(632)	-	(632)	(632)	(632)
投资性现金流	(16,323)	(20,116)	(16,884)	(17,754)	-5.2	(16,144)	9.1	(11,694)	(8,742)	(1,240)
已付股息	(50)	(35)	(316)	(992)	-213.6	(1,641)	-65.5	(1,726)	(1,618)	(1,894)
股份发行/回购	5,773	2,201	480	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(3,423)	(5,163)	(7,511)	(4,657)	38.00	(4,914)	-5.52	(4,916)	(4,930)	(4,651)
债务及优先股变化	12,462	15,590	6,844	4,803	-29.83	0	-	0	0	0
融资性现金流	14,762	12,593	(503)	(846)	-68.2	(6,555)	NM	(6,642)	(6,548)	(6,545)
现金流量中现金的增加/(减少)	3,403	1,083	(2,189)	3,426	-	742	-78.3	5,381	11,583	18,207
外汇/非现金项目	661	225	(85)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	4,064	1,308	(2,274)	3,426	-	742	-78.3	5,381	11,583	18,207

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。

## 国投电力 (600886.SS)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	53.9	15.7	7.3	6.9	6.5	7.0	6.0	4.7
市盈率 (UBS, 稀释后)	53.9	15.7	7.3	6.9	6.5	7.0	6.0	4.7
股价/每股现金收益	4.2	3.4	3.0	2.8	2.6	2.5	2.3	2.0
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(80.7)	(71.0)	(3.6)	13.0	21.1	33.6	49.8	67.4
净股息收益率(%)	0.2	2.0	3.8	4.4	4.6	4.3	5.0	6.4
市净率	1.4	1.3	1.4	1.6	1.4	1.2	1.1	0.9
企业价值/营业收入(核心)	2.1	2.3	4.0	4.4	4.3	4.0	3.1	2.6
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	7.5	6.3	7.5	6.6	6.1	5.6	4.7	3.8
企业价值/息税前利润(核心)	15.3	10.6	10.8	9.8	9.1	8.5	7.1	5.6
企业价值/经营性自由现金流(核心)	15.1	10.3	10.5	9.7	9.0	8.5	7.1	5.5
企业价值/运营投入资本	1.0	1.2	1.4	1.3	1.1	1.0	1.0	1.0
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
市值	14,018	15,477	23,444	37,662	37,662	37,662	37,662	37,662
净债务 (现金)	84,192	98,474	107,593	108,969	108,227	102,846	91,263	73,056
少数股东权益	10,279	13,193	15,274	19,826	24,605	29,064	34,284	40,888
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>108,489</b>	<b>127,144</b>	<b>146,311</b>	<b>166,458</b>	<b>170,494</b>	<b>169,572</b>	<b>163,209</b>	<b>151,606</b>
非核心资产	(63,179)	(72,627)	(33,892)	(10,160)	(6,360)	(16,908)	(23,868)	(23,507)
<b>核心企业价值</b>	<b>45,310</b>	<b>54,517</b>	<b>112,419</b>	<b>156,298</b>	<b>164,135</b>	<b>152,665</b>	<b>139,341</b>	<b>128,099</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
营业收入	36.1	10.0	18.7	24.3	8.7	-0.1	16.2	13.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	0.7	43.8	74.4	57.8	12.5	2.2	9.2	14.2
息税前利润(UBS)	-3.0	74.5	101.8	53.3	13.6	-1.3	9.5	17.5
每股收益(UBS 稀释后)	-48.3	NM	NM	53.1	5.2	-6.3	17.1	26.5
每股股息净值	-40.0	NM	160.3	65.5	5.2	-6.3	17.1	26.5
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
毛利率	16.4	24.5	39.5	47.9	49.8	49.3	46.7	48.5
息税折旧摊销前利润率	27.7	36.2	53.2	67.5	69.8	71.5	67.2	67.9
息税前利润率	13.6	21.6	36.7	45.2	47.3	46.7	44.0	45.8
净利 (UBS) 率	1.2	4.4	11.7	15.5	15.0	14.1	14.2	15.9
ROIC (EBIT)	6.8	10.9	13.1	12.8	12.3	11.9	13.8	17.1
税后投资资本回报率	4.6	9.4	11.6	11.6	10.9	10.4	12.3	15.2
净股东权益回报率(UBS)	2.6	8.9	21.5	26.4	23.0	18.7	19.1	20.8
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	14.0	11.4	7.1	4.6	4.0	3.8	3.1	2.1
净债务/总权益 %	NM	NM	NM	254.8	209.5	172.0	130.9	88.7
净债务/(净债务 + 总权益) %	79.5	79.4	76.1	71.8	67.7	63.2	56.7	47.0
净债务/企业价值	NM	NM	95.7	69.7	65.9	67.4	65.5	57.0
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	182.9	119.1	80.4	5.6
资本支出/营业收入(%)	NM	NM	NM	NM	NM	28.9	18.2	1.2
息税前利润/净利息	1.4	1.7	2.4	2.7	2.6	2.5	2.7	3.2
股息保障倍数 (UBS)	8.5	3.3	3.6	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
股息支付率 (UBS) %	11.7	30.0	27.8	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	21,704	23,867	28,339	35,218	38,299	38,249	44,445	50,211
<b>总计</b>	<b>21,704</b>	<b>23,867</b>	<b>28,339</b>	<b>35,218</b>	<b>38,299</b>	<b>38,249</b>	<b>44,445</b>	<b>50,211</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	2,952	5,151	10,394	15,935	18,107	17,876	19,578	23,013
<b>总计</b>	<b>2,952</b>	<b>5,151</b>	<b>10,394</b>	<b>15,935</b>	<b>18,107</b>	<b>17,876</b>	<b>19,578</b>	<b>23,013</b>

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	+28.5%
预测股息收益率	4.4%
预测股票回报率	+32.9%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+23.7%

---

## 风险声明

雅砻江下游锦屏一级电站是年调节电站，因此如果当年来水不佳，或出现输送地区用电需求下滑而无法消纳的情况，公司盈利恐将面临下行风险；煤炭占火电厂成本比例较高，如果煤价大幅上扬将给公司带来成本上升的风险；雅砻江下游电站还未建设完毕，存在投资超支的风险。

## 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](http://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

12 个月评级	定义	覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
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%
短期评级	定义	覆盖 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
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：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
国投电力 <sup>2,4</sup>	600886.SS	买入	不适用	Rmb5.56	2014 年 08 月 20 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

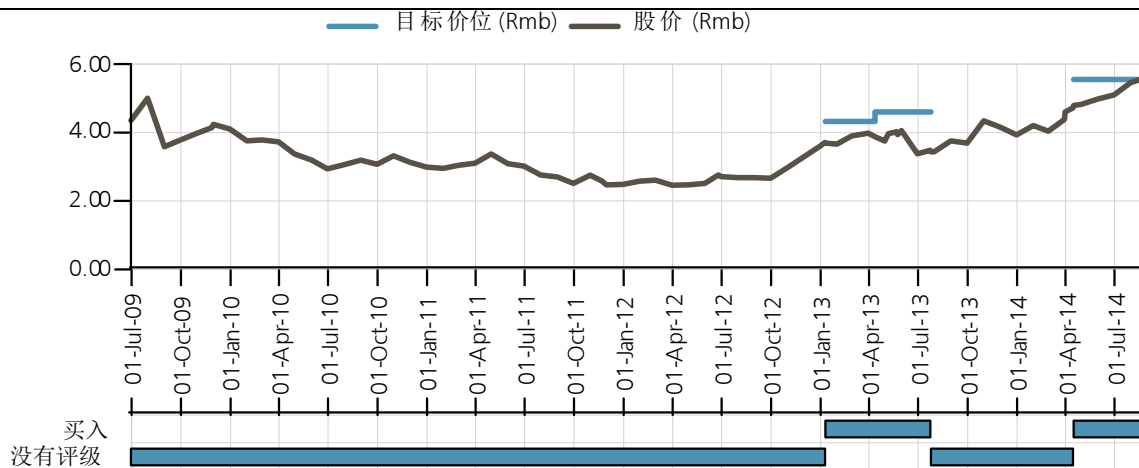
本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

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。

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。

除非特别指出, 请参考这份报告中的"价值与风险" 章节。

### 国投电力 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 8 月 20 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(或部分)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。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

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) 条的规定，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。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**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。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士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. 向专业投资者分发（除非另有许可）。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：** 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。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**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，仅供专业用户使用，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。

