

鞍钢股份 A

Q3 的盈利改善已在目前股价中体现，但预计 Q4 的盈利将环比大幅下滑，下调评级至“卖出”

受益于热轧板的盈利提升，6 月至今鞍钢股份的超额收益达到 23%

受益于热轧板的盈利提升，6 月至今鞍钢的涨幅已超过沪深 300 指数 23%，比同期宝钢和马钢的涨幅分别高 24% 和 10%。然而，正如我们之前报告中所强调的，我们并不认为热轧较高的盈利水平将会持续。由于热轧板的供应的增长（钢厂的产能利用不断上升以及调配其他产能至热轧）、以及钢铁需求在今天的“金九银十”的“旺季不旺”，我们认为热轧板的盈利将会有所下降。受热轧盈利下降的影响，近期公司的股价已显示出一定的回调迹象。

预计 4 季度盈利环比 3 季度大幅下降

板材是公司的主要的盈利产品（13 年板材销量占比为 84%）。受益于 7-8 月份较高的热轧盈利水平，我们预计公司的 3 季度的盈利将较好。然而，由于 9 月以来板材产品的盈利快速下降，我们估计公司 4 季度的盈利环比 3 季度将大幅下降。我们预计公司 3 季度和 4 季度的净利润分别为 4.1 亿和 0.9 亿元。

下调评级至“卖出”；当前估值过高以及 4 季度盈利下降是负面的催化剂

我们维持对于行业的长期观点，即受益于新增产能的减少、落后产能淘汰，行业的产能利用率将逐年回升，相应地，鞍钢的 ROE 也将逐年提高。然而，在考虑了公司未来 ROE 回升的情况下，我们认为目前公司的估值仍过高，而且公司 4 季度的盈利下滑可能是公司股价的短期负面催化剂。因此，我们将公司的评级下调至“卖出”。

估值：目标价下调至 3.7 元（原 3.8 元）

由于需求弱于我们原先预期，我们将鞍钢的 2014-16E 的 EPS 预测分别下调 18%/27%/22% 至 0.15/0.22/0.33 元。我们根据 15 年 0.55 倍目标市净率和 6.8 元每股净资产得到 3.7 元的目标价，我们的目标市净率是根据公式 $PB = (ROE - g) / (COE - g)$ 推导出的。

Equities

中国
钢铁业

| | |
|--------------------------------|--------------------------|
| 12 个月评级 | 卖出 |
| | 之前: 买入 |
| 12 个月目标价 | Rmb3.70 |
| | 之前: Rmb3.80 |
| 股价 | Rmb3.66 |
| 路透代码: 000898.SZ 彭博代码 000898 CH | |
| 交易数据和主要指标 | |
| 52 周股价波动范围 | Rmb4.08-2.77 |
| 市值 | Rmb27.1 十亿 / US\$4.42 十亿 |
| 已发行股本 | 6,149 百万 (ORDA) |
| 流通股比例 | 56% |
| 日均成交量(千股) | 34,460 |
| 日均成交额(Rmb 百万) | Rmb126.1 |
| 普通股股东权益 (12/14E) | Rmb47.9 十亿 |
| 市净率 (12/14E) | 0.6x |
| 净债务 / EBITDA | 3.5x |
| 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb) | |
| | 从 到 %市场预测 |
| 12/14E | 0.18 0.15 -17.71 0.17 |
| 12/15E | 0.31 0.22 -27.10 0.26 |
| 12/16E | 0.42 0.33 -22.43 0.41 |

孙旭

分析师

S1460511010013

janet.sun@ubssecurities.com

+86-213-866 8852

| 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 | 90,254 | 78,032 | 75,135 | 74,079 | 71,404 | 71,992 | 72,894 | 73,992 |
| 息税前利润(UBS) | (2,378) | (3,958) | 1,327 | 2,100 | 2,823 | 3,769 | 4,451 | 5,142 |
| 净利润(UBS) | (2,146) | (4,025) | 770 | 1,071 | 1,625 | 2,351 | 2,866 | 3,407 |
| 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb) | (0.30) | (0.56) | 0.11 | 0.15 | 0.22 | 0.33 | 0.40 | 0.47 |
| 每股股息(Rmb) | 0.00 | 0.00 | 0.03 | 0.03 | 0.04 | 0.07 | 0.08 | 0.09 |
| 现金 / (净债务) | (25,625) | (33,872) | (22,401) | (21,729) | (21,617) | (20,880) | (19,842) | (18,904) |
| 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(%) | -2.6 | -5.1 | 1.8 | 2.8 | 4.0 | 5.2 | 6.1 | 6.9 |
| ROIC (EBIT) (%) | (3.0) | (4.9) | 1.7 | 3.0 | 4.0 | 5.3 | 6.1 | 6.9 |
| EV/EBITDA(core)x | 16.0 | 37.0 | 8.4 | 8.0 | 7.0 | 6.1 | 5.4 | 4.9 |
| 市盈率(UBS, 稀释后) (x) | (22.1) | (7.2) | 30.7 | 24.7 | 16.3 | 11.3 | 9.2 | 7.8 |
| 权益自由现金流(UBS) 收益率 % | (1.8) | (1.4) | 31.4 | 3.2 | 1.2 | 3.7 | 5.6 | 5.6 |
| 净股息收益率(%) | 0.0 | 0.0 | 0.8 | 0.8 | 1.2 | 1.8 | 2.2 | 2.6 |

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 10 月 23 日 21 时 56 分的股价(Rmb3.66)得出;

投资主题

鞍钢股份 A

投资理由

我们认为未来几年公司的盈利水平和净资产回报率将继续温和复苏，主要原因是：1) 受政府控制过剩产能、部分小型钢企倒闭等影响，钢铁行业的产能利用率将进一步提升；2) 公司以板材产品为主，而板材下游制造业的需求将好于其他钢材产品的下游需求；3) 预计铁矿石、煤炭等原材料价格依然有下跌空间。

我们预计公司的 2014-16 的 EPS 分别为人民币 0.15/0.22/0.33 元，高于市场一致预期。我们根据 2015 年 0.5 倍的目标市净率，得到 3.7 元的目标价。我们认为公司目前的估值已处于较高水平，且公司 14 年 4 季度的业绩下滑可能是公司股价短期内的负面催化剂，因此给予公司“卖出”评级。

乐观情景

我们假设 2015 年中国钢铁行业的下游需求好于预期，公司 2015 年的毛利能够比我们的基准假设 409 元/吨高 100 元/吨，则我们估算公司的 2015 年 EPS 将提高至人民币 0.43 元，相应的每股估值将提高至人民币 4.5 元。

悲观情景

我们假设 2015 年中国钢铁行业的下游需求弱于预期，公司 2015 年的毛利能够比我们的基准假设 409 元/吨低 100 元/吨，则我们估算公司的 2015 年 EPS 将下降至人民币 0.01 元，相应的每股估值将降低至人民币 3.0 元。

近期催化剂

最近板材的盈利较好，我们认为若板材产品需求持续好于预期，将对以板材产品为主的鞍钢股份的盈利情况产生积极影响。潜在的负面催化剂包括宏观经济增速低于市场预期，以及原材料价格的上涨超出市场预期。

12 个月评级

卖出

12 个月目标价

Rmb3.70

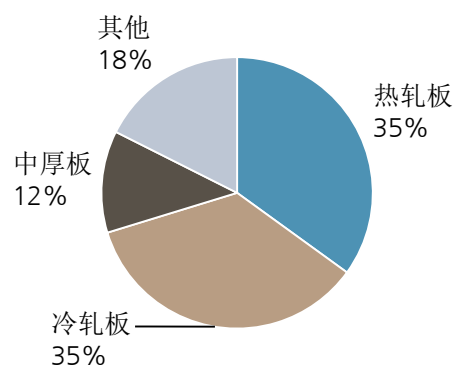
公司简介

鞍钢股份是中国最大的钢铁制造企业之一，公司的主要产品以板材为主，包括热轧薄板系列、冷轧薄板系列和中厚板。2013 年公司粗钢产量为 2082 万吨，钢材销量达 1902 万吨。

行业展望

我们认为在政府不断加大淘汰落后产能、环境保护等政策的执行力度的背景下，钢铁行业产能过剩的情况在未来几年将有所缓解，钢铁行业产能利用率将得到提升。同时，受益于汽车、家电等制造业需求的快速增长，我们预计以板材产品为主的钢铁企业的盈利能力将好于以其他类型为主的钢铁企业。

收入按产品分布(2013 年)



各业务的毛利情况

| 单位: 百万元 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 钢压延加工业 | 1,974 | 8,131 | 8,527 | 8,240 | 8,921 |
| 其他 | 166 | 75 | 70 | 67 | 68 |
| 合计 | 2,140 | 8,206 | 8,597 | 8,308 | 8,989 |

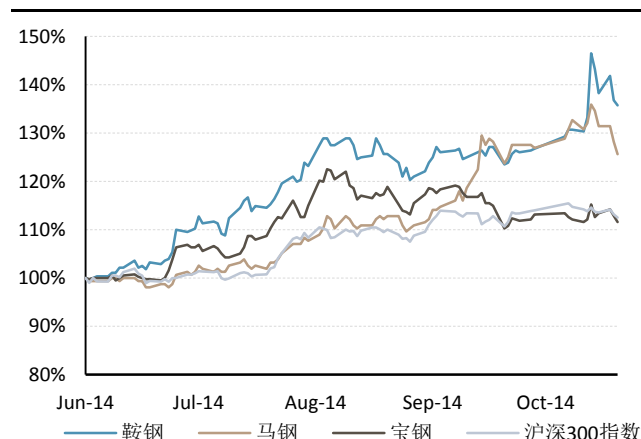
来源: 公司数据, 瑞银证券预测

预计公司 3 季度盈利较好，但预计 4 季度盈利将环比大幅下降

受益于热轧板的盈利提升，6 月至今鞍钢的涨幅已超过沪深 300 指数 23%，也比同期宝钢和马钢的涨幅分别高 24%和 10%。热轧板的盈利从 6 月起开始回升，直到达到每吨 300 元的盈利高点。热轧板盈利好转的主要原因是下游制造业需求较好，近 2 年板材产能增长有限，以及社会的热轧库存较低等。然而，正如我们之前的报告中所强调的，我们并不认为热轧板较高的盈利水平将会持续，主要理由包括热轧板的供应增多（热轧的产量从今年 6 月的 1470 万上升至 8 月的 1566 万吨，增长了 7%）以及下半年的钢铁需求低于预期。

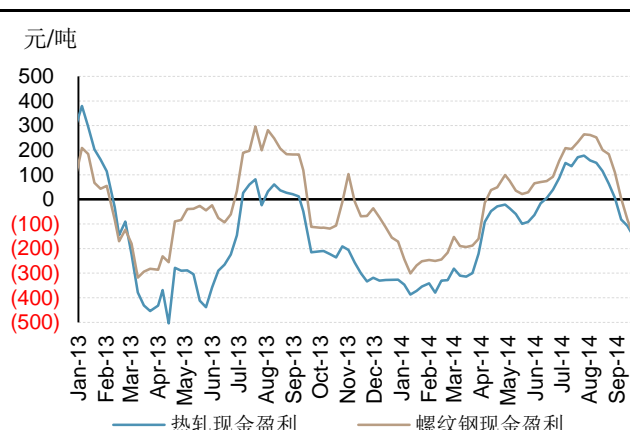
2014 年下半年钢铁需求低于我们之前的预期。14 年下半年起大多数制造行业的用钢需求已开始放缓，例如今年 8 月的汽车产量增速已降至 2%，相比上半年 10%的同比增速下滑明显。而主要家电产品（如电视机、洗衣机）的产量增速在 8 月份也同样有所放缓。同时，今年建筑业的用钢需求在其传统旺季“金九银十”表现也弱于市场预期。由于下游需求的疲软，钢材价格从今年的 7 月至 9 月间下跌了 6-7%，而热轧和螺纹钢的单位现金盈利也在同期下跌了 200-300 元/吨（参见图表 2）。

图表 1: 鞍钢的股价走势



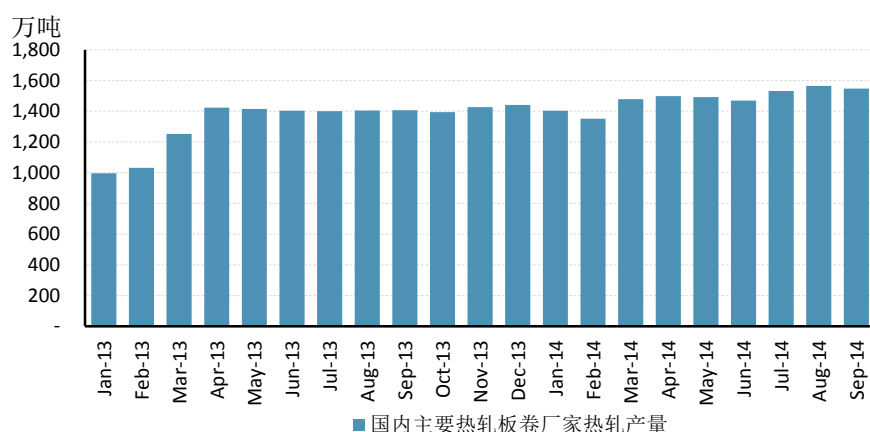
来源: 彭博资讯

图表 2: 模拟热轧/螺纹钢现金盈利



来源: 我的钢铁网, 瑞银证券估算

图表 3: 国内主要热轧生产企业热轧产量



来源: 我的钢铁网

2013 年板材产品（热轧/冷轧/中厚板）的销量占鞍钢钢材总销量的 84%，是公司盈利的主要来源。因此，我们预计公司 3 季度的盈利将受益于板材产品的盈利提升；然而，我们预计公司 4 季度的盈利也会因为板材产品的盈利下降而环比大幅下降。我们预计公司 3 季度/4 季度的盈利分别为 4.07 亿和 0.87 亿元（相比 1 季度和 2 季度的 2.86 亿和 2.91 亿元的盈利）。

由于需求弱于预期，下调 2014-16 盈利预测

我们将鞍钢的 2014-16E 的盈利预测分别下调 18%/27%/22%，目前我们的预测相比市场的一致预期分别高 19%/41%/41%。我们下调盈利预测的主要原因是：1）14 年下半年以来钢铁行业的下游需求转弱，低于我们之前的预期；2）瑞银对 2015 年的投资活动保持谨慎的观点，原因是我们认为 14 年较差的房地产新开工数据将导致 2015 年较弱的建设活动。

近期瑞银海外团队分别下调了 2014-16 年的铁矿石价格预测 4%/19%/22%。然而我们预计钢价的下跌幅度可能更大，原因是 1）在中国钢铁行业供大于求的背景下，原材料价格的下降将导致为钢材价格的下跌；2）我们对未来一段时间的中国钢铁行业的下游需求持有较谨慎的观点。因此，我们将鞍钢的 2014-16 年的钢材产品单位售价的预测分别下调了 3%/8%/8%以反映更低的原材料价格以及我们对下游需求的疲弱预期。

图表 4: 瑞银预测比市场一致预期 (百万元)

| | 一致预期 | 瑞银预测(新) | 差异% | 瑞银预测(旧) | 变化幅度% |
|--------------|--------|---------|-----|---------|-------|
| 2014E | | | | | |
| 销售收入 | 72,843 | 74,079 | 2% | 74,509 | -1% |
| 净利润 | 897 | 1,071 | 19% | 1,302 | -18% |
| EPS (元) | 0.12 | 0.15 | 19% | 0.18 | -18% |
| 2015E | | | | | |
| 销售收入 | 71,348 | 71,404 | 0% | 75,524 | -5% |
| 净利润 | 1,155 | 1,625 | 41% | 2,229 | -27% |
| EPS (元) | 0.16 | 0.22 | 41% | 0.31 | -27% |
| 2016E | | | | | |
| 销售收入 | 70,892 | 71,992 | 2% | 75,981 | -5% |
| 净利润 | 1,662 | 2,351 | 41% | 3,032 | -22% |
| EPS (元) | 0.23 | 0.33 | 41% | 0.42 | -22% |

来源: 万得资讯, 瑞银证券估算 注: 一致预期采用的是万得资讯最近 30 天的机构预测的平均数

图表 5: 主要钢材产品销量假设

| 钢材销量 (千吨) | 2013 | 2014E | 2015E |
|-------------|---------------|---------------|---------------|
| 热轧卷板 | 7,958 | 8,150 | 8,350 |
| 变动% | 3% | 2% | 2% |
| 冷轧板 | 4,312 | 4,210 | 4,250 |
| 变动% | -9% | -2% | 1% |
| 镀锌板 | 969 | 1,170 | 1,200 |
| 变动% | -15% | 21% | 3% |
| 彩涂板 | 188 | 130 | 160 |
| 变动% | -22% | -2% | 23% |
| 厚板 | 1,967 | 2,300 | 2,300 |
| 变动% | 5% | 17% | 0% |
| 中板 | 521 | 765 | 780 |
| 变动% | 16% | 47% | 2% |
| 大型材 | 685 | 750 | 770 |
| 变动% | 35% | 9% | 3% |
| 冷轧硅钢 | 749 | 701 | 720 |
| 变动% | 7% | -6% | 3% |
| 线材 | 1,357 | 1,350 | 1,390 |
| 变动% | 17% | -1% | 3% |
| 无缝管 | 313 | 380 | 380 |
| 变动% | -11% | 22% | 0% |
| 销量总计 | 19,018 | 19,906 | 20,300 |
| 变动% | 1% | 5% | 2% |

来源: 公司数据, 瑞银证券预测

图表 6: 主要钢材产品单位售价假设

| 单位售价 (元/吨) | 2013 | 2014E | 2015E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|
| 热轧卷板 | 3,301 | 3,070 | 2,962 |
| 变动% | -6% | -7% | -4% |
| 冷轧板 | 4,129 | 3,923 | 3,766 |
| 变动% | -2% | -5% | -4% |
| 镀锌板 | 4,269 | 4,269 | 4,120 |
| 变动% | -2% | 0% | -4% |
| 彩涂板 | 5,433 | 5,406 | 5,217 |
| 变动% | -9% | -1% | -4% |
| 厚板 | 3,708 | 3,486 | 3,364 |
| 变动% | -9% | -6% | -4% |
| 中板 | 3,513 | 3,232 | 3,103 |
| 变动% | -9% | -8% | -4% |
| 大型材 | 4,493 | 4,583 | 4,400 |
| 变动% | 2% | 2% | -4% |
| 冷轧硅钢 | 4,718 | 4,388 | 4,234 |
| 变动% | 10% | -7% | -4% |
| 线材 | 3,176 | 3,081 | 2,957 |
| 变动% | -7% | -3% | -4% |
| 无缝管 | 3,920 | 3,842 | 3,688 |
| 变动% | -3% | -2% | -4% |
| 钢材产品平均价格 | 3,948 | 3,720 | 3,516 |
| 变动% | -4% | -6% | -5% |

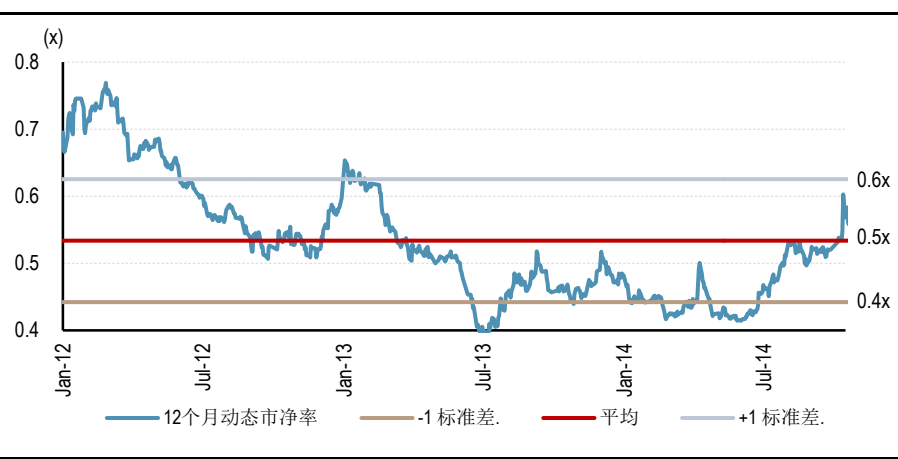
来源: 公司数据, 瑞银证券预测

估值: 目标价下调至 3.7 元, 评级下调至“卖出”

长期来看, 我们依然维持看好中国钢铁行业的观点。考虑到未来几年新增钢铁产能将逐渐减少以及国家将继续维持淘汰落后产能的力度, 我们预计整个行业的产能利用率将逐渐从 2013 年的 81% 回升至 2014-2017 年的 80%-85% 左右。因此, 我们预测鞍钢的 ROE 将从 2013 年的 1.6% 逐步回升至 2014-2017 年的 2.3%-5.5%。然而, 在充分考虑了公司未来几年 ROE 回升的情况下, 我们认为目前公司 0.6 倍的市净率已经有所高估, 且公司 4 季度的盈利下滑可能成为公司股价短期的负面催化剂。

我们使用 PB 估值的方式得到我们所覆盖的钢铁公司的目标价。我们预计鞍钢 2014-2018 年的平均 ROE 为 4.4%, 权益资本成本 (Cost of Equity) 为 8.0%, 据此推导出公司的目标市净率为 0.55 倍。我们假定 0% 的永续增长率, 并使用 4.2% 的无风险利率、5% 的中国证券市场风险溢价以及 0.76 的 Beta 值。基于 2015 年的预测每股净资产, 我们得到 3.7 元的目标价以及“卖出”评级。

图表 7: 鞍钢 12 个月动态市净率



来源: 彭博资讯, 瑞银证券预测

图表 8: 目标价推导

| | |
|----------------------|------|
| 预测平均 ROE (2014-2018) | 4.4% |
| 目标市净率 | 0.55 |
| 2015 年每股净资产 (元) | 6.8 |
| 目标价 (元) | 3.7 |
| 评级 | 卖出 |

来源: 瑞银证券预测

鞍钢股份 A (000898.SZ)

| 损益表(Rmb 百万) | 12/11 | 12/12 | 12/13 | 12/14E | % | 12/15E | % | 12/16E | 12/17E | 12/18E |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|-------|----------|-------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 90,254 | 78,032 | 75,135 | 74,079 | -1.4 | 71,404 | -3.6 | 71,992 | 72,894 | 73,992 |
| 毛利 | 3,848 | 2,140 | 8,206 | 8,597 | 4.8 | 8,308 | -3.4 | 8,989 | 9,624 | 10,082 |
| 息税折旧摊销前利润(UBS) | 4,677 | 1,743 | 5,578 | 6,152 | 10.3 | 7,001 | 13.8 | 7,986 | 8,814 | 9,562 |
| 折旧和摊销 | (7,055) | (5,701) | (4,251) | (4,052) | -4.7 | (4,178) | 3.1 | (4,217) | (4,363) | (4,420) |
| 息税前利润(UBS) | (2,378) | (3,958) | 1,327 | 2,100 | 58.2 | 2,823 | 34.4 | 3,769 | 4,451 | 5,142 |
| 联营及投资收益 | 402 | 414 | 555 | 750 | 35.1 | 700 | -6.7 | 700 | 700 | 700 |
| 其他非营业利润 | 165 | 70 | 64 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 净利息 | (1,470) | (1,846) | (1,218) | (1,341) | -10.1 | (1,357) | -1.2 | (1,334) | (1,329) | (1,300) |
| 例外项目 (包括商誉) | 0 | 0 | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | (3,281) | (5,320) | 728 | 1,509 | 107.2 | 2,166 | 43.6 | 3,135 | 3,821 | 4,542 |
| 税项 | 949 | 1,068 | 27 | (437) | - | (542) | -23.8 | (784) | (955) | (1,136) |
| 税后利润 | (2,332) | (4,252) | 755 | 1,071 | 41.9 | 1,625 | 51.7 | 2,351 | 2,866 | 3,407 |
| 优先股股息及少数股权 | 186 | 227 | 15 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 非常项目 | 0 | 0 | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 (本地 GAAP) | (2,146) | (4,025) | 770 | 1,071 | 39.1 | 1,625 | 51.7 | 2,351 | 2,866 | 3,407 |
| 净利润 (UBS) | (2,146) | (4,025) | 770 | 1,071 | 39.1 | 1,625 | 51.7 | 2,351 | 2,866 | 3,407 |
| 税率(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 29.0 | - | 25.0 | -13.8 | 25.0 | 25.0 | 25.0 |
| 每股(Rmb) | 12/11 | 12/12 | 12/13 | 12/14E | % | 12/15E | % | 12/16E | 12/17E | 12/18E |
| 每股收益(UBS 稀释后) | (0.30) | (0.56) | 0.11 | 0.15 | 39.1 | 0.22 | 51.7 | 0.33 | 0.40 | 0.47 |
| 每股收益(本地会计准则, 稀释后) | (0.30) | (0.56) | 0.11 | 0.15 | 39.1 | 0.22 | 51.7 | 0.33 | 0.40 | 0.47 |
| 每股收益 (UBS, 基本) | (0.30) | (0.56) | 0.11 | 0.15 | 39.1 | 0.22 | 51.7 | 0.33 | 0.40 | 0.47 |
| 每股股息净值(Rmb) | 0.00 | 0.00 | 0.03 | 0.03 | 9.9 | 0.04 | 51.7 | 0.07 | 0.08 | 0.09 |
| 每股账面价值 | 7.01 | 6.55 | 6.50 | 6.62 | 1.9 | 6.82 | 2.9 | 7.10 | 7.43 | 7.82 |
| 平均股数(稀释后) | 7,234.81 | 7,234.81 | 7,234.81 | 7,234.81 | 0.0 | 7,234.81 | 0.0 | 7,234.81 | 7,234.81 | 7,234.81 |
| 资产负债表(Rmb 百万) | 12/11 | 12/12 | 12/13 | 12/14E | % | 12/15E | % | 12/16E | 12/17E | 12/18E |
| 现金和现金等价物 | 2,341 | 3,123 | 1,126 | 1,255 | 11.5 | 1,759 | 40.1 | 2,330 | 3,723 | 4,431 |
| 其他流动资产 | 26,023 | 25,835 | 28,173 | 28,081 | -0.3 | 27,880 | -0.7 | 28,624 | 29,384 | 30,562 |
| 流动资产总额 | 28,364 | 28,958 | 29,299 | 29,337 | 0.1 | 29,638 | 1.0 | 30,954 | 33,107 | 34,993 |
| 有形固定资产净值 | 62,834 | 61,302 | 51,234 | 50,666 | -1.1 | 50,498 | -0.3 | 50,391 | 50,337 | 50,427 |
| 无形固定资产净值 | 6,824 | 6,759 | 6,147 | 6,147 | 0.0 | 6,147 | 0.0 | 6,147 | 6,147 | 6,147 |
| 投资/其他资产 | 4,966 | 6,318 | 6,185 | 6,180 | -0.1 | 6,180 | 0.0 | 6,120 | 6,120 | 6,120 |
| 总资产 | 102,988 | 103,337 | 92,865 | 92,329 | -0.6 | 92,463 | 0.1 | 93,612 | 95,712 | 97,687 |
| 应付账款和其他短期负债 | 21,992 | 16,465 | 21,293 | 20,424 | -4.1 | 18,756 | -8.2 | 18,044 | 17,393 | 16,765 |
| 短期债务 | 14,831 | 28,631 | 16,512 | 16,089 | -2.56 | 16,363 | 1.70 | 16,247 | 16,495 | 16,334 |
| 流动负债总额 | 36,823 | 45,096 | 37,805 | 36,513 | -3.4 | 35,119 | -3.8 | 34,291 | 33,889 | 33,099 |
| 长期债务 | 13,135 | 8,364 | 7,015 | 6,895 | -1.7 | 7,013 | 1.7 | 6,963 | 7,069 | 7,000 |
| 其它长期负债 | 725 | 844 | 955 | 955 | 0.0 | 955 | 0.0 | 955 | 955 | 955 |
| 优先股 | 0 | 0 | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 总负债(包括优先股) | 50,683 | 54,304 | 45,775 | 44,363 | -3.1 | 43,086 | -2.9 | 42,209 | 41,913 | 41,055 |
| 普通股股东权益 | 50,751 | 47,358 | 47,026 | 47,902 | 1.9 | 49,313 | 2.9 | 51,339 | 53,735 | 56,568 |
| 少数股东权益 | 1,554 | 1,675 | 64 | 64 | 0.0 | 64 | 0.0 | 64 | 64 | 64 |
| 负债和权益总计 | 102,988 | 103,337 | 92,865 | 92,329 | -0.6 | 92,463 | 0.1 | 93,612 | 95,712 | 97,687 |
| 现金流量表(Rmb 百万) | 12/11 | 12/12 | 12/13 | 12/14E | % | 12/15E | % | 12/16E | 12/17E | 12/18E |
| 净利润(支付优先股股息前) | (2,146) | (4,025) | 770 | 1,071 | 39.1 | 1,625 | 51.7 | 2,351 | 2,866 | 3,407 |
| 折旧和摊销 | 7,055 | 5,701 | 4,251 | 4,052 | -4.7 | 4,178 | 3.1 | 4,217 | 4,363 | 4,420 |
| 营运资本变动净值 | (221) | 1,198 | 4,690 | (777) | - | (1,467) | -88.6 | (1,456) | (1,411) | (1,806) |
| 其他营业性现金流 | (25) | (306) | 852 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 经营性现金流 | 4,663 | 2,568 | 10,563 | 4,346 | -58.9 | 4,336 | -0.2 | 5,112 | 5,819 | 6,021 |
| 有形资本支出 | (5,503) | (2,987) | (2,920) | (3,484) | -19.3 | (4,010) | -15.1 | (4,110) | (4,310) | (4,510) |
| 无形资本支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 净(收购)/处置 | (43) | 165 | 561 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资性现金流 | 0 | 0 | (231) | 5 | - | 0 | - | 60 | 0 | 0 |
| 投资性现金流 | (5,546) | (2,822) | (2,590) | (3,479) | -34.3 | (4,010) | -15.3 | (4,050) | (4,310) | (4,510) |
| 已付股息 | (1,085) | 0 | 0 | (195) | NM | (214) | -9.9 | (325) | (470) | (573) |
| 股份发行/回购 | 0 | 0 | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 其他融资性现金流 | (1,213) | (2,188) | (1,458) | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 债务及优先股变化 | 1,871 | 3,005 | (8,512) | (543) | 93.63 | 391 | - | (166) | 355 | (230) |
| 融资性现金流 | (427) | 817 | (9,970) | (738) | 92.6 | 177 | - | (491) | (115) | (803) |
| 现金流量中现金的增加/(减少) | (1,310) | 563 | (1,997) | 129 | - | 503 | 289.6 | 571 | 1,393 | 708 |
| 外汇/非现金项目 | 0 | 219 | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 资产负债表现金增加/(减少) | (1,310) | 782 | (1,997) | 129 | - | 503 | 289.6 | 571 | 1,393 | 708 |

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。

鞍钢股份 A (000898.SZ)

| 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) | NM | NM | 30.7 | 24.7 | 16.3 | 11.3 | 9.2 | 7.8 |
| 市盈率 (UBS, 稀释后) | (22.1) | (7.2) | 30.7 | 24.7 | 16.3 | 11.3 | 9.2 | 7.8 |
| 股价/每股现金收益 | 9.7 | 17.3 | 4.7 | 5.2 | 4.6 | 4.0 | 3.7 | 3.4 |
| 权益自由现金流 (UBS) 收益率 % | (1.8) | (1.4) | 31.4 | 3.2 | 1.2 | 3.7 | 5.6 | 5.6 |
| 净股息收益率(%) | 0.0 | 0.0 | 0.8 | 0.8 | 1.2 | 1.8 | 2.2 | 2.6 |
| 市净率 | 0.9 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 企业价值/营业收入(核心) | 0.8 | 0.8 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| 企业价值/息税折旧摊销前利润(核心) | 16.0 | 37.0 | 8.4 | 8.0 | 7.0 | 6.1 | 5.4 | 4.9 |
| 企业价值/息税前利润(核心) | NM | NM | NM | 23.4 | 17.3 | 12.9 | 10.7 | 9.0 |
| 企业价值/经营性自由现金流(核心) | NM | NM | 17.6 | 18.4 | 16.3 | 12.4 | 10.5 | 9.2 |
| 企业价值/运营投入资本 | 0.9 | 0.8 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| 企业价值 (Rmb 百万) | 12/11 | 12/12 | 12/13 | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 12/17E | 12/18E |
| 市值 | 47,643 | 28,933 | 24,329 | 27,071 | 27,071 | 27,071 | 27,071 | 27,071 |
| 净债务 (现金) | 25,625 | 33,872 | 22,401 | 22,065 | 21,673 | 21,673 | 20,361 | 19,373 |
| 少数股东权益 | 1,554 | 1,675 | 64 | 64 | 64 | 64 | 64 | 64 |
| 养老金拨备/其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 企业价值总额 | 74,822 | 64,480 | 46,794 | 49,200 | 48,808 | 48,808 | 47,496 | 46,508 |
| 非核心资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 核心企业价值 | 74,822 | 64,480 | 46,794 | 49,200 | 48,808 | 48,808 | 47,496 | 46,508 |
| 增长率(%) | 12/11 | 12/12 | 12/13 | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 12/17E | 12/18E |
| 营业收入 | -2.1 | -13.5 | -3.7 | -1.4 | -3.6 | 0.8 | 1.3 | 1.5 |
| 息税折旧摊销前利润(UBS) | -54.4 | -62.7 | NM | 10.3 | 13.8 | 14.1 | 10.4 | 8.5 |
| 息税前利润(UBS) | - | -66.4 | - | 58.2 | 34.4 | 33.5 | 18.1 | 15.5 |
| 每股收益(UBS 稀释后) | - | -87.6 | - | 39.1 | 51.7 | 44.7 | 21.9 | 18.9 |
| 每股股息净值 | - | - | - | 9.9 | 51.7 | 44.7 | 21.9 | 18.9 |
| 利润率与盈利能力(%) | 12/11 | 12/12 | 12/13 | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 12/17E | 12/18E |
| 毛利率 | 4.3 | 2.7 | 10.9 | 11.6 | 11.6 | 12.5 | 13.2 | 13.6 |
| 息税折旧摊销前利润率 | 5.2 | 2.2 | 7.4 | 8.3 | 9.8 | 11.1 | 12.1 | 12.9 |
| 息税前利润率 | -2.6 | -5.1 | 1.8 | 2.8 | 4.0 | 5.2 | 6.1 | 6.9 |
| 净利 (UBS) 率 | NM | NM | 1.0 | 1.4 | 2.3 | 3.3 | 3.9 | 4.6 |
| ROIC (EBIT) | (3.0) | (4.9) | 1.7 | 3.0 | 4.0 | 5.3 | 6.1 | 6.9 |
| 税后投资资本回报率 | NM | NM | 1.7 | 1.3 | 2.5 | 3.6 | 4.2 | 4.9 |
| 净股东权益回报率(UBS) | (4.1) | (8.2) | 1.6 | 2.3 | 3.3 | 4.7 | 5.5 | 6.2 |
| 资本结构与覆盖率 | 12/11 | 12/12 | 12/13 | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 12/17E | 12/18E |
| 净债务/息税折旧摊销前利润 | 5.5 | 19.4 | 4.0 | 3.5 | 3.1 | 2.6 | 2.3 | 2.0 |
| 净债务/总权益 % | 49.0 | 69.1 | 47.6 | 45.3 | 43.8 | 40.6 | 36.9 | 33.4 |
| 净债务/ (净债务 + 总权益) % | 32.9 | 40.9 | 32.2 | 31.2 | 30.4 | 28.9 | 26.9 | 25.0 |
| 净债务/企业价值 | 34.2 | 52.5 | 47.9 | 44.2 | 44.3 | 42.8 | 41.8 | 40.6 |
| 资本支出 / 折旧 % | 78.0 | 52.4 | 68.7 | 86.0 | 96.0 | 97.5 | 98.8 | 102.0 |
| 资本支出/营业收入(%) | 6.1 | 3.8 | 3.9 | 4.7 | 5.6 | 5.7 | 5.9 | 6.1 |
| 息税前利润/净利息 | NM | NM | 1.1 | 1.6 | 2.1 | 2.8 | 3.3 | 4.0 |
| 股息保障倍数 (UBS) | - | - | 3.9 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 5.0 |
| 股息支付率 (UBS) % | - | - | 25.3 | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| 分部门收入 (Rmb 百万) | 12/11 | 12/12 | 12/13 | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 12/17E | 12/18E |
| 其他 | 90,254 | 78,032 | 75,135 | 74,079 | 71,404 | 71,992 | 72,894 | 73,992 |
| 总计 | 90,254 | 78,032 | 75,135 | 74,079 | 71,404 | 71,992 | 72,894 | 73,992 |
| 分部门息税前利润 (Rmb 百万) | 12/11 | 12/12 | 12/13 | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 12/17E | 12/18E |
| 其他 | (2,378) | (3,958) | 1,327 | 2,100 | 2,823 | 3,769 | 4,451 | 5,142 |
| 总计 | (2,378) | (3,958) | 1,327 | 2,100 | 2,823 | 3,769 | 4,451 | 5,142 |

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 | +1.1% |
| 预测股息收益率 | 0.8% |
| 预测股票回报率 | +1.9% |
| 市场回报率假设 | 9.3% |
| 预测超额回报率 | -7.4% |

风险声明

钢材的供应及需求在很大程度上受全球经济状况的影响。我们认为，如果全球及中国经济增速低于我们的预期，钢材产品的供需状况将会走弱。同时，中国产能过剩仍将是供给面存在的一个主要风险。此外，原材料成本攀升可能导致钢铁生产商利润下滑。

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

| 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。 | 47% | 34% |
| 中性 | 股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。 | 42% | 28% |
| 卖出 | 股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。 | 11% | 21% |
| 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 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：孙旭。

涉及报告中提及的公司的披露

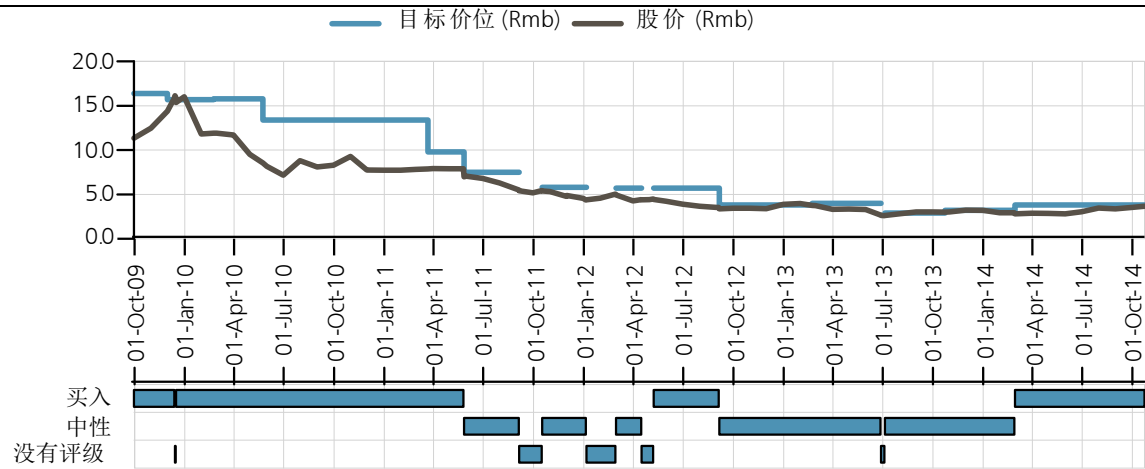
| 公司名称 | 路透 | 12 个月评级 | 短期评级 | 股价 | 定价日期及时间 |
|--------|-----------|---------|------|---------|------------------|
| 鞍钢股份 A | 000898.SZ | 买入 | 不适用 | Rmb3.66 | 2014 年 10 月 23 日 |

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。

鞍钢股份 A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 10 月 23 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(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，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 分发。**俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。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 和 Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对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主体或元素。© 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。