

安徽合力 国企改革或是未来看点

三季度业绩增长基本符合市场预期

合力前三季度收入 52 亿元，同比增长 5%；净利润 4.84 亿元，同比 25%。扣除上半年土地收储补偿 1 亿元营业外收入，扣非后前三季度净利润 3.65 亿元，同比增长 12%。Q3 单季收入 16.5 亿元，与去年基本持平，扣非净利润 1.06 亿，同比增长 2%，比二季度的增速 12% 左右有所下降，三季度业绩基本符合市场预期。

盈利能力略有提高，现金流充裕

合力三季度毛利率 20.5%，比去年同期增加了 1 个百分点，与此相对应净利润率比去年同期提高了 1.5 个百分点，盈利能力有所提高，主要的原因是成本下降幅度(5.4%)大于价格下降幅度(4%)。我们预计由于公司持续成本改善等措施，毛利率应能维持在目前水平。公司的资产负债率维持在 32% 左右，有息负债率 12%，现金净流量/净利润值 1.1 左右，现金流充裕。

国企改革是未来看点，但仍有不确定性

我们预计合力国企改革的主要方向是推进员工持股，引进战投实现混合所有制等股权变革。今年以来安徽省国资改革的重点是整体上市和合并重组，由于股权变革的政策不明朗，公司员工持股等股权变革进展较慢，低于市场预期。另一方面从公司运营和盈利能力看，合力已高于同行业民营企业，我们认为通过员工持股实现效率改善的空间并不大。

估值：下调评级至“中性”

我们上调了叉车毛利率预测从 19% 到 20.5%，因此小幅上调 14-16 年扣非 EPS 预测至 0.90/1.01/1.11 元（原为 0.84/0.95/1.02）；因 14 年有土地储补偿款，扣非前 EPS 预测为 0.98 元。对应的，基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型（WACC=9.3%）得出的目标价小幅上调至 13.5 元（原 12.83 元）。由于国企改革进展低于市场预期，前景并不明朗，且当前股价对应 14 年 PE 估值 14 倍，处于历史较高水平，我们将评级从“买入”下调至“中性”。

Equities

中国

重型机械

12 个月评级

中性

之前：买入

12 个月目标价

Rmb13.50

之前：Rmb12.83

股价

Rmb12.23

路透代码: 600761.SS 彭博代码 600761 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb12.55-8.27
市值	Rmb7.54 十亿/US\$1.23 十亿
已发行股本	617 百万 (ORDA)
流通股比例	62%
日均成交量(千股)	11,178
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb131.4
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb3.87 十亿
市净率 (12/14E)	2.0x
净债务 / EBITDA	NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/14E	0.84	0.90	7.36 0.98
12/15E	0.95	1.01	6.51 1.01
12/16E	1.02	1.11	9.21 1.18

李博

分析师

S1460511020004

benson.li@ubssecurities.com

+86-213-866 8876

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	6,291	5,976	6,553	7,018	7,737	8,524	9,228	9,991
息税前利润(UBS)	467	405	546	650	707	776	810	904
净利润 (UBS)	386	349	451	556	622	687	722	799
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.63	0.57	0.73	0.90	1.01	1.11	1.17	1.29
每股股息 (Rmb)	0.14	0.18	0.25	0.30	0.30	0.33	0.35	0.39
现金 / (净债务)	250	102	253	938	1,236	1,571	1,605	2,028
盈利能力	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	7.4	6.8	8.3	9.3	9.1	9.1	8.8	9.0
ROIC (EBIT) (%)	19.7	14.2	17.1	20.2	21.8	22.4	21.0	21.2
EV/EBITDA(core)x	9.6	8.1	6.2	7.8	6.8	6.4	6.2	5.7
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	15.4	12.9	10.6	13.6	12.1	11.0	10.5	9.4
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(1.8)	1.5	10.2	10.6	5.3	5.9	1.9	7.3
净股息收益率(%)	1.4	2.4	3.2	2.4	2.5	2.7	2.9	3.2

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 11 月 06 日 20 时 56 分的股价(Rmb12.23)得出：

投资主题

安徽合力

投资理由

安徽合力是国内领先的叉车生产企业，市场占有率为 25%。叉车需求与工业总产值增速关联度较高，我们认为随着我国工业总产值的稳步增长，以及工业搬运机械化率的提升，叉车增速将保持稳定增长。

我们预测 14-16 年扣非 EPS 为 0.90/1.01/1.11 元，因今年有土地储补偿款，扣非前 EPS 为 0.98/1.01/1.11 元。基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型 (WACC=9.3%) 得出目标价 13.5 元。我们将评级下调至“中性”。

乐观情景

在较为乐观的情形下，我们预计公司 2014 年内燃叉车/电动叉车销量分别为 8.5 万/14.6 万台（我们当前假设为 7.3 万和 13.3 万台），我们估算 14 年 EPS 将达到 1.1 元，对应每股估值约为 16.5 元。

悲观情景

在较为悲观的情形下，我们预计公司 2014 年内燃叉车/电动叉车销量可能仅为 6.3 万/11.8 万台，我们估算 14 年公司 EPS 或降至 0.80 元，对应公司每股估值约为 12 元。

近期催化剂

工业固定资产或工业总产值增速开始回暖以及集团公司启动改制有望成为公司股价的催化剂。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb13.50

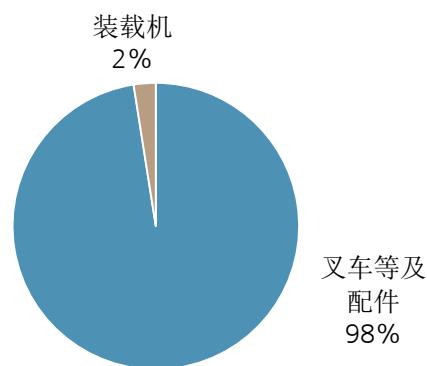
公司简介

安徽合力股份有限公司的前身为安徽叉车集团公司的核心企业合肥叉车总厂。1993 年安徽合力成立，1996 年公司在上交所上市。公司主要经营叉车、装载机、工程机械、矿山起重运输机械、铸锻件、热处理件制造及产品销售。其中，叉车及配件约占公司 2013 年总收入的 98%。公司实际控制股东为安徽省国资委，间接持有本公司约 37.97% 的股份。

行业展望

叉车行业的下游需求主要是第二和第三产业的工厂，物流需求，应用领域广泛，整体上与二三产业的投资增速相同，与房地产和基建投资关系较小；由于产品应用广泛，我们预计未来 2-3 年第二三产业的投资增速在 10%-20% 左右，叉车的需求将维持在 10% 左右。

收入按产品分布(2013)



来源：公司数据

各类业务毛利

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
叉车等及配件	1,049	1,253	1384	1522	1674
装载机	10	-1	12	14	16
其他抵消	-3	9	6	7	7
合计	1056	1261	1,402	1,543	1,698

来源：公司数据，瑞银证券估算

李博，分析师，S1460511020004，benson.li@ubssecurities.com，+86-213-866 8876

安徽合力 2014 年 11 月 7 日

2014/11/07 06:10

★ UBS 瑞银 2

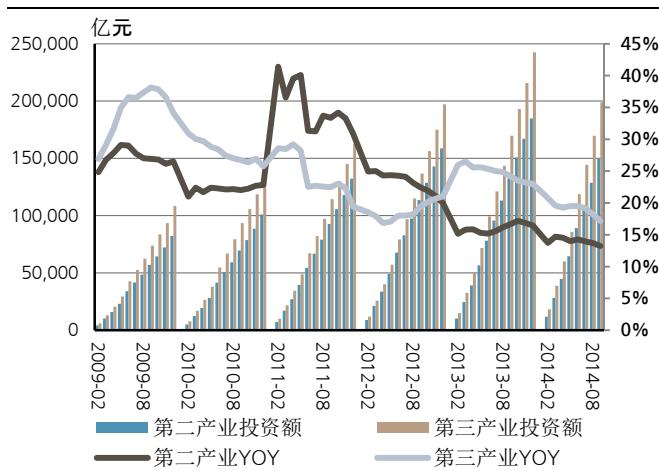
叉车行业平稳增长，公司市占率稳定

与工程机械的强周期波动不同，叉车行业的需求增速比较平稳。主要的原因，我们认为在于：

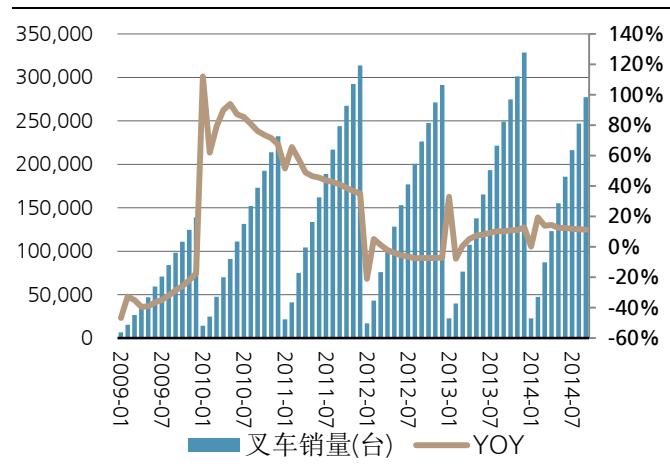
- 叉车行业的下游主要是第二和第三产业的工厂，物流需求。叉车下游应用领域广泛，以物流，工厂为主，行业增速与与二三产业的整体投资增速相同，与房地产和基建投资关系较小。历史数据显示，第二三产业的投资增速过去维持在 10%-20% 左右，叉车的需求稳定 10% 左右；
- 叉车需求以企业刚性需求为主，没有第三方投资需求；由于没有第三方投资需求，行业波动周期较弱；
- 单价较低，没有金融杠杆；叉车单价 8 万元左右，价格较低，因此没有融资租赁等金融杠杆影响。

展望 2-3 年，我们认为叉车行业的需求将稳定在 10% 左右的增速水平上。过去几年，安徽合力的市占率在 23%-25% 左右，我们没有看到行业竞争格局变动的因素，认为公司市占率也将维持稳定。

图表 1：第二三产业投资增速下滑



图表 2：叉车销量过去两年维持在 10% 左右的增长

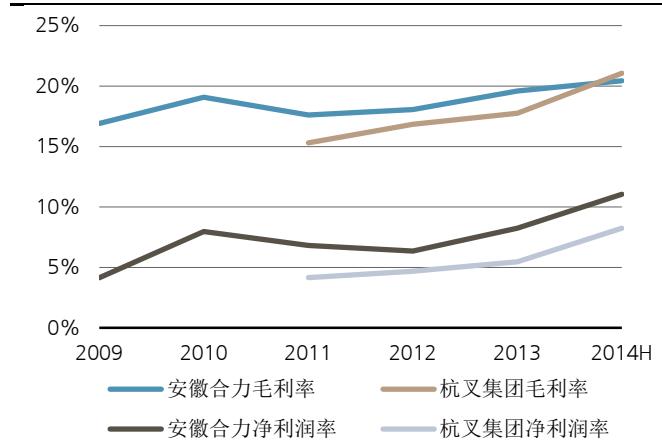


安徽合力国企改革的主要方向应该是员工持股或引进战投。合力大股东安叉集团的主要资产都已上市，非上市资产规模较小，资产注入的影响有限。据媒体报道，合力的管理层有意推进员工持股计划，我们认为合力国企改革的方向应是员工持股和引进战略投资者。

今年以来国企股权改革的进展低于市场预期。8 月份，安徽省通过了《2014 年深化全省国资国企改革的安排意见》，目前安徽省的国企改革以整体上市，并购重组为主。股权变革的进展低于市场预期，我们认为主要的原因是政策障碍，同时股权改革成本较高。

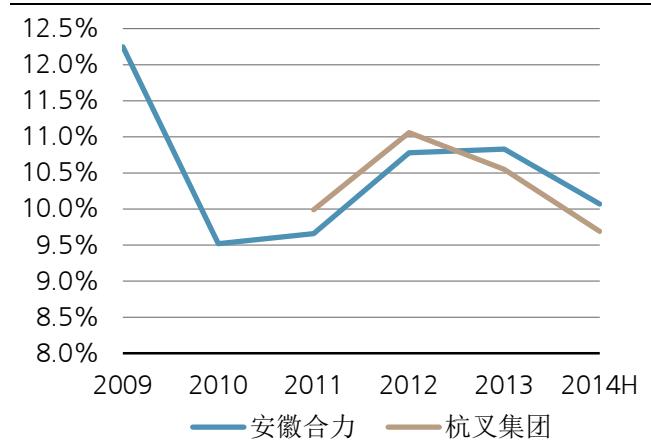
经营效益提高空间有限。从盈利能力上看，安徽合力高于行业内民营企业，从这点看，我们预计通过股权变革提高经营效益的空间有限。我们认为推进员工持股计划可能能够调动员工积极性，提高收入的市占率，但仍有较大不确定性。

图表 3: 安徽合力的毛利率和净利率处于行业较高水平



来源: 公司数据

图表 4: 安徽合力的期间费用率跟民企接近



来源: 公司数据

估值: 处于合理区间

我们根据 2014Q3 情况，将 2014-2016 年毛利率预测从 19% 提高到 20.5%，
相应地上调了盈利预测， 2014-2016 年的扣非净利润预测从 5.2/5.8/6.3 亿元
上调至 5.6/6.2/6.9 亿元，上调幅度为 7%/6%/9%。

图表 5: 收入分布表

	2012	2013H	2013	2014H	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
产品一 叉车									
叉车销量 (台)	63,307	37,234	73,465	41,522	80,812	88,893	97,782	105,604	114,053
YOY%			16.05%	11.52%	10.00%	10.00%	10.00%	8.00%	8.00%
单位价格 (万元/台)	9.10	8.60	8.61	8.23	8.35	8.35	8.35	8.35	8.35
YOY%			-5%	-4%	-3.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
单位成本 (万元/台)	7.44	6.90	6.91	6.53	6.64	6.64	6.64	6.64	6.64
单台毛利 (万元/台)	1.66	1.70	1.71	1.70	1.71	1.71	1.71	1.71	1.71
毛利率%	18.20%	19.80%	19.81%	20.69%	20.50%	20.50%	20.50%	20.50%	20.50%
叉车销售收入(百万元)	5,760.92	3,202.39	6,326.62	3,416.54	6,750.50	7,425.55	8,168.11	8,821.56	9,527.28
YOY%			9.82%	6.69%	6.70%	10.00%	10.00%	8.00%	8.00%
叉车销售成本(百万元)	4,712.23	2,568.33	5,073.43	2,709.66	5,366.65	5,903.32	6,493.65	7,013.14	7,574.19
叉车毛利 (百万元)	1049	634	1253	707	1384	1522	1674	1808	1953
产品二 装载机									
装载机 (台)	716	389	762	531	838	905	960	1,008	1,058
YOY%			6.42%	36.50%	10.00%	8.00%	6.00%	5.00%	5.00%
单位价格 (万元/台)	22.32	21.87	21.14	24.98	23.25	25.58	28.14	30.95	34.04
YOY%			-5%	14%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
单位成本 (万元/台)	20.99	21.74	21.33	23.08	21.86	24.04	26.45	29.09	32.00
单台毛利 (万元/台)	1.33	0.13	-0.19	1.90	1.40	1.53	1.69	1.86	2.04
毛利率%	5.97%	0.60%	-0.90%	7.59%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
装载机销售收入(百万元)	159.83	85.09	161.08	132.65	194.91	231.55	269.99	311.83	360.17
YOY%			0.78%	55.89%	21.00%	18.80%	16.60%	15.50%	15.50%
装载机销售成本(百万元)	150.29	84.58	162.53	122.58	183.21	217.66	253.79	293.12	338.56
装载机毛利 (百万元)	10	1	-1	10	12	14	16	19	22
产品三 其它									
销售收入 (百万元)	54.97	30.6	65.65	33.68	72.22	79.44	85.79	94.37	103.81
YOY%			19.43%	10.07%	10.00%	10.00%	8.00%	10.00%	10.00%
销售成本 (百万元)	34.14	14.67	33.38	18.05	39.00	42.90	46.33	50.96	56.06
毛利 (百万元)	20.83	15.93	32.27	15.63	33.22	36.54	39.46	43.41	47.75
毛利率%	38%	52%	49%	46%	46.00%	46.00%	46.00%	46.00%	46.00%
营业收入合计	5,975.72	3,318.08	6,553.35	3,582.87	7,017.63	7,736.54	8,523.89	9,227.76	9,991.26
yoY%			9.67%	7.98%	7.08%	10.24%	10.18%	8.26%	8.27%
营业成本合计	4,896.66	2,667.58	5,269.34	2,850.29	5,588.86	6,163.87	6,793.76	7,357.22	7,968.80
毛利 (百万元) *	1,079.06	650.50	1,284.01	732.58	1,428.77	1,572.67	1,730.13	1,870.54	2,022.45
平均毛利率	18.1%	19.6%	19.6%	20.4%	20.4%	20.3%	20.3%	20.3%	20.2%

来源:公司数据，瑞银证券估算。注: 表中毛利不包括内部抵消及其他营业成本

图表 6: 利润表

单位: 百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	6,291.49	5,975.72	6,553.35	7,017.63	7,736.54	8,523.89
营业成本	5,183.27	4,896.66	5,269.34	5,588.86	6,163.87	6,793.76
营业税金及附加	18.70	22.80	22.78	26.67	29.40	32.39
销售费用	270.41	275.75	297.26	322.81	355.88	392.10
管理费用	333.63	359.28	399.02	428.08	471.93	519.96
财务费用	3.80	9.48	12.80	4.94	(5.06)	(14.30)
资产减值损失	18.50	16.64	18.55	1.40	8.80	9.64
其他支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.89	14.48	18.25	33.01	36.39	40.10
营业利润	477.05	409.60	551.87	677.89	748.11	830.43
加: 营业外收入	34.48	42.78	135.01	140.41	50.00	50.00
减: 营业外支出	2.02	0.56	50.36	50.36	10.00	10.00
利润总额	509.51	451.83	636.52	767.94	788.11	870.43
减: 所得税	80.43	71.53	95.96	115.19	118.22	130.57
其他差额项目	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	429.08	380.30	540.57	652.75	669.90	739.87
减: 少数股东损益	43.21	30.87	38.49	45.69	48.23	53.27
归属于母公司所有者的净利润	385.87	349.43	502.08	607.06	621.66	686.60
每股收益:	0.63	0.57	0.73	0.98	1.01	1.11

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 7: 资产负债表

单位: 百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	366.79	316.85	391.10	1,175.64	1,524.26	1,859.33
应收票据	120.90	174.80	233.10	249.62	275.19	303.19
应收账款	572.98	641.37	703.32	533.87	588.56	648.45
预付款项	154.32	136.73	124.94	132.51	146.15	161.08
其他应收款	51.20	42.60	29.20	31.27	34.47	37.98
存货	1,095.95	1,004.89	1,045.19	861.75	950.41	1,047.53
其他流动资产	256.53	373.77	560.48	600.18	661.67	729.01
固定资产	1,388.74	1,546.51	1,687.49	1,775.15	1,859.36	1,954.96
在建工程	138.10	204.94	58.58	93.60	109.01	116.61
无形资产	162.86	193.68	205.44	215.61	223.63	230.93
长期待摊费用	2.02	3.34	3.31	2.21	1.10	0.00
递延所得税资产	23.06	25.01	30.57	33.62	36.98	40.68
资产总计	4,333.46	4,664.49	5,072.72	5,705.03	6,410.79	7,129.77
应付票据	311.80	287.67	243.84	258.63	285.24	314.39
应付账款	712.22	701.61	838.37	838.33	924.58	1,019.06
预收款项	129.04	132.80	111.08	118.95	131.14	144.48
应付职工薪酬	5.74	10.67	8.50	13.41	14.79	16.31
应交税费	70.86	39.27	54.58	57.89	63.84	70.37
其他应付款	39.08	66.32	48.07	50.99	56.23	61.98
长期借款	116.55	214.80	11.30	111.30	161.30	161.30
其他非流动负债	50.49	46.08	60.35	60.35	60.35	60.35
负债合计	1,435.77	1,499.22	1,502.83	1,636.59	1,824.22	1,974.98
实收资本(或股本)	428.35	514.01	514.01	514.01	514.01	514.01
资本公积金	641.74	556.07	556.07	556.07	556.07	556.07
盈余公积金	321.72	350.50	396.21	456.91	519.08	587.74
未分配利润	1,363.11	1,598.08	1,946.51	2,338.66	2,746.40	3,192.68
少数股东权益	142.77	146.59	157.08	202.77	251.00	304.28
归属于母公司所有者权益合计	2,754.92	3,018.68	3,412.81	3,865.66	4,335.56	4,850.51
所有者权益合计	2,897.68	3,165.27	3,569.89	4,068.44	4,586.57	5,154.79
负债和所有者权益总计	4,333.46	4,664.49	5,072.72	5,705.03	6,410.79	7,129.77

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

从估值情况看，公司的历史平均估值较平稳。过去三年的平均 PE 为 12 倍左右，估值在 10 至 14 倍 PE 区间波动。目前股价对应估值 13 倍（基于市场一致预期），处于历史较高位置。

图表 8: 安徽合力 PE-BAND



来源: Wind

与国内同行业对比，合力的估值远低于工程机械（25 倍）。主要的原因是工程机械今年业绩都大幅下滑，估值较高；

跟海外公司相比（13.5 倍），合力的估值与海外公司基本持平。综合其自身历史估值和同行业估值水平，我们认为其目前估值合理。

图表 9: 与工程机械公司的估值对比

估值比较	路透代码	股价 (人民 币)	市值(百万 人民币)	盈利预测(元)				近 3 年 利润平 均复合 增速	市盈率(x)			
				2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
柳工	000528.sz	8.5	9,677	0.30	0.19	0.36	0.41	11%	28.2	44.5	23.3	19.1
中联重科	000157.sz	5.1	32,258	0.50	0.26	0.34	0.39	-8%	10.3	20.1	15.0	13.0
三一重工	600031.sh	6.3	48,746	0.38	0.27	0.30	0.33	-5%	16.7	23.7	21.1	19.5
徐工机械	000425.sz	9.8	20,545	0.73	0.76	0.87	1.06	13%	13.0	12.8	11.2	9.2
平均值									17.1	25.3	17.7	15.2
海外公司												
德国凯傲集团	KGX GR	228.5	22591.6	11.43	14.91	18.77	21.59	23.6%	20.0	15.3	12.2	10.6
德国永恒力集团	JUN3 GY	349.1	11868.7	25.48	26.74	30.33	33.45	9.5%	13.7	13.1	11.5	10.4
美国海斯特-耶鲁	HY	470.2	7660.4	40.45	40.29	38.30	41.91	1.2%	11.6	11.7	12.3	11.2
日本小松	KMTUY	143.3	140848.0	10.10	10.22	9.08	9.81	-1.0%	14.2	14.0	15.8	14.6
平均值									14.9	13.5	12.9	11.7
安徽合力	600761.sh	12.23	7,593	0.73	0.90	1.01	1.11	15.9%	16.7	13.6	12.1	11.0

来源:Wind, Bloomberg, 截至 2014/11/06, 安徽合力, 柳工, 中联重科, 三一重工, 徐工机械数据为瑞银证券估算, 其余采用市场一致预期。

安徽合力 (600761.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	6,291	5,976	6,553	7,018	7.1	7,737	10.2	8,524	9,228	9,991
毛利	1,090	1,056	1,261	1,402	11.2	1,543	10.1	1,698	1,835	1,984
息税折旧摊销前利润(UBS)	609	561	723	850	17.5	934	9.9	1,004	1,052	1,160
折旧和摊销	(142)	(157)	(176)	(200)	13.2	(227)	13.7	(228)	(241)	(257)
息税前利润(UBS)	467	405	546	650	18.9	707	8.7	776	810	904
联营及投资收益	14	14	18	33	80.9	36	10.2	40	43	47
其他非营业利润	32	42	34	39	15.9	40	2.4	40	40	40
净利息	(4)	(9)	(13)	(5)	61.4	5	-	14	21	22
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	510	452	586	717	22.4	788	9.9	870	915	1,012
税项	(80)	(72)	(96)	(115)	-20.0	(118)	-2.6	(131)	(137)	(152)
税后利润	429	380	490	602	22.9	670	11.3	740	778	860
优先股股息及少数股权	(43)	(31)	(38)	(46)	-18.7	(48)	-5.6	(53)	(56)	(62)
非常项目	0	0	51	51	0.1	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	386	349	502	607	20.9	622	2.4	687	722	799
净利润(UBS)	386	349	451	556	23.3	622	11.8	687	722	799
税率(%)	15.8	15.8	16.4	16.1	-2.0	15.0	-6.6	15.0	15.0	15.0
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)	0.63	0.57	0.73	0.90	23.3	1.01	11.8	1.11	1.17	1.29
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.63	0.57	0.81	0.98	20.9	1.01	2.4	1.11	1.17	1.29
每股收益(UBS, 基本)	0.63	0.57	0.73	0.90	23.3	1.01	11.8	1.11	1.17	1.29
每股股息净值(Rmb)	0.14	0.18	0.25	0.30	18.1	0.30	2.4	0.33	0.35	0.39
每股账面价值	4.47	4.89	5.53	6.27	13.3	7.03	12.2	7.86	8.74	9.71
平均股数(稀释后)	616.82	616.82	616.82	616.82	0.0	616.82	0.0	616.82	616.82	616.82
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	367	317	391	1,176	200.6	1,524	29.7	1,859	1,893	2,316
其他流动资产	2,252	2,374	2,696	2,409	-10.6	2,656	10.3	2,927	3,522	3,814
流动资产总额	2,619	2,691	3,087	3,585	16.1	4,181	16.6	4,787	5,415	6,130
有形固定资产净值	1,527	1,751	1,746	1,869	7.0	1,968	5.3	2,072	2,164	2,246
无形固定资产净值	163	194	205	216	4.9	224	3.7	231	238	243
投资/其他资产	25	28	34	36	5.8	38	6.3	41	45	49
总资产	4,333	4,664	5,073	5,705	12.5	6,411	12.4	7,130	7,862	8,669
应付账款和其他短期负债	1,269	1,238	1,304	1,338	2.6	1,476	10.3	1,627	1,761	1,908
短期债务	0	0	97	97	0.00	97	0.00	97	97	97
流动负债总额	1,269	1,238	1,401	1,435	2.4	1,573	9.6	1,723	1,858	2,005
长期债务	117	215	41	141	242.2	191	35.4	191	191	191
其它长期负债	50	46	60	60	0.0	60	0.0	60	60	60
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	1,436	1,499	1,503	1,637	8.9	1,824	11.5	1,975	2,110	2,256
普通股股东权益	2,755	3,019	3,413	3,866	13.3	4,336	12.2	4,851	5,392	5,991
少数股东权益	143	147	157	203	29.1	251	23.8	304	360	422
负债和权益总计	4,333	4,664	5,073	5,705	12.5	6,411	12.4	7,130	7,862	8,669
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)	386	349	502	607	20.9	622	2.4	687	722	799
折旧和摊销	142	157	176	200	13.2	227	13.7	228	241	257
营运资本变动净值	(417)	(173)	(107)	319	-	(118)	-	(130)	(498)	(157)
其他营业性现金流	41	32	91	7	-91.8	3	-56.9	0	20	(4)
经营性现金流	153	365	663	1,134	71.1	733	-35.3	784	485	893
有形资本支出	(258)	(295)	(175)	(331)	-89.4	(334)	-0.6	(337)	(341)	(344)
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	(18)	(97)	(187)	33	-	36	-	40	43	47
投资性现金流	(276)	(393)	(362)	(298)	17.5	(297)	0.4	(297)	(297)	(297)
已付股息	(107)	(86)	(108)	(154)	-42.9	(152)	1.6	(172)	(180)	(200)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(25)	64	(4)	4	-	14	293.58	19	26	27
债务及优先股变化	0	0	(75)	100	-	50	-50.00	0	0	0
融资性现金流	(132)	(22)	(187)	(51)	72.9	(88)	-73.2	(152)	(154)	(173)
现金流量中现金的增加/(减少)	(255)	(49)	114	785	NM	349	-55.6	335	34	423
外汇/非现金项目	(2)	(1)	(40)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(257)	(50)	74	785	NM	349	-55.6	335	34	423

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。

安徽合力 (600761.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)	15.4	12.9	9.5	12.4	12.1	11.0	10.5	9.4
市盈率 (UBS, 稀释后)	15.4	12.9	10.6	13.6	12.1	11.0	10.5	9.4
股价/每股现金收益	11.2	8.9	7.6	10.0	8.9	8.3	7.8	7.1
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(1.8)	1.5	10.2	10.6	5.3	5.9	1.9	7.3
净股息收益率(%)	1.4	2.4	3.2	2.4	2.5	2.7	2.9	3.2
市净率	2.2	1.5	1.4	2.0	1.7	1.6	1.4	1.3
企业价值/营业收入(核心)	0.9	0.8	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	9.6	8.1	6.2	7.8	6.8	6.4	6.2	5.7
企业价值/息税前利润(核心)	12.5	11.3	8.2	10.1	9.0	8.3	8.0	7.3
企业价值/经营性自由现金流(核心)	12.3	11.1	8.0	10.0	8.8	8.2	7.9	7.2
企业价值/运营投入资本	2.5	1.6	1.4	2.0	2.0	1.9	1.7	1.5
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	5,924	4,523	4,782	7,544	7,544	7,544	7,544	7,544
净债务 (现金)	(250)	(102)	(477)	(1,161)	(1,460)	(1,404)	(1,404)	(1,404)
少数股东权益	143	147	157	203	251	304	360	422
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	5,816	4,568	4,463	6,585	6,335	6,444	6,500	6,562
非核心资产	0	0	0	0	0	0	0	0
核心企业价值	5,816	4,568	4,463	6,585	6,335	6,444	6,500	6,562
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	23.7	-5.0	9.7	7.1	10.2	10.2	8.3	8.3
息税折旧摊销前利润(UBS)	6.4	-7.8	28.7	17.5	9.9	7.5	4.8	10.3
息税前利润(UBS)	3.5	-13.4	35.1	18.9	8.7	9.8	4.4	11.5
每股收益(UBS 稀释后)	6.6	-9.4	29.1	23.3	11.8	10.4	5.1	10.7
每股股息净值	-20.0	26.0	42.9	18.1	2.4	10.4	5.1	10.7
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	17.3	17.7	19.2	20.0	19.9	19.9	19.9	19.9
息税折旧摊销前利润率	9.7	9.4	11.0	12.1	12.1	11.8	11.4	11.6
息税前利润率	7.4	6.8	8.3	9.3	9.1	9.1	8.8	9.0
净利 (UBS) 率	6.1	5.8	6.9	7.9	8.0	8.1	7.8	8.0
ROIC (EBIT)	19.7	14.2	17.1	20.2	21.8	22.4	21.0	21.2
税后投资资本回报率	16.6	11.9	14.3	16.9	18.5	19.0	17.8	18.0
净股东权益回报率(UBS)	14.8	12.1	14.0	15.3	15.2	14.9	14.1	14.0
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	(0.4)	(0.2)	(0.4)	(1.1)	(1.3)	(1.6)	(1.5)	(1.7)
净债务/总权益 %	(8.6)	(3.2)	(7.1)	(23.0)	(27.0)	(30.5)	(27.9)	(31.6)
净债务/ (净债务 + 总权益) %	(9.5)	(3.3)	(7.6)	(29.9)	(36.9)	(43.8)	(38.7)	(46.2)
净债务/企业价值	(4.3)	(2.2)	(5.7)	(14.2)	(19.5)	(24.4)	(24.7)	(30.9)
资本支出 / 折旧 %	191.5	198.9	105.2	175.6	154.9	156.5	148.5	141.2
资本支出/营业收入(%)	4.1	4.9	2.7	4.7	4.3	4.0	3.7	3.4
息税前利润/净利息	NM	42.7	42.7	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	4.5	3.2	2.9	3.1	3.3	3.3	3.3	3.3
股息支付率 (UBS) %	22.2	30.9	34.2	32.8	30.0	30.0	30.0	30.0
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	6,291	5,976	6,553	7,018	7,737	8,524	9,228	9,991
总计	6,291	5,976	6,553	7,018	7,737	8,524	9,228	9,991
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	467	405	546	650	707	776	810	904
总计	467	405	546	650	707	776	810	904

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	+10.4%
预测股息收益率	2.5%
预测股票回报率	+12.9%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+3.7%

风险声明

我们认为，公司存在以下风险：（1）经济探底周期长于预期，导致工业企业固定投资规模小于预期；（2）钢材成本占叉车总成本的45%，如钢材价格明显上升，将降低公司毛利率从而使盈利低于预期；（3）公司产品中约20%来自出口，如果海外经济复苏力度不足或者人民币升值过快，将使盈利低于预期。

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述及内容的限制。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：李博。

涉及报告中提及的公司的披露

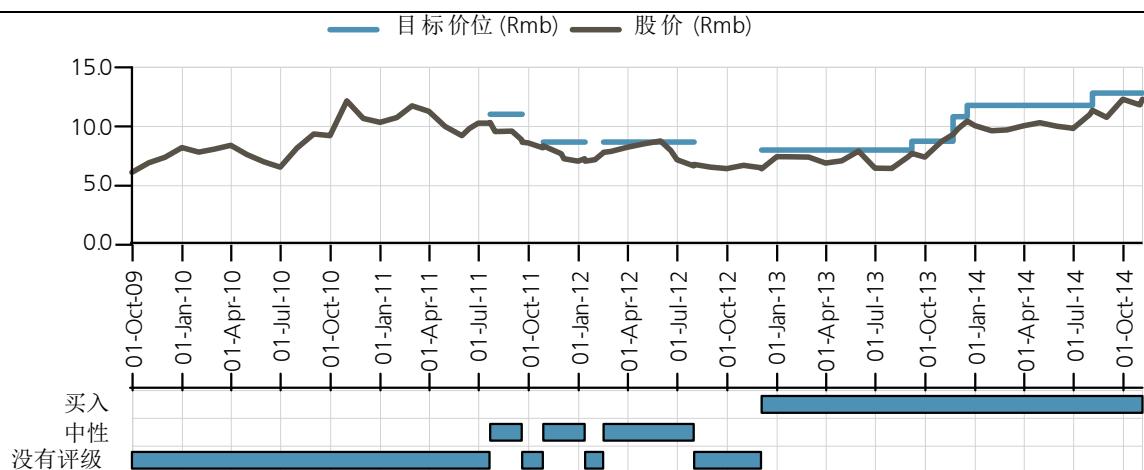
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
安徽合力	600761.SS	买入	不适用	Rmb12.31	2014 年 11 月 05 日

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。

安徽合力 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 11 月 5 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）收回已投资的金额。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。瑞银可能履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 (spolka 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 获沙特资本市场监管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繫。此文件之接收方声明并保證其为依据證券及期货法（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。

