

鄂尔多斯

下调 14-15 年盈利预测，但看好公司在利率下行周期中盈利恢复，维持买入评级

1-9 月硅铁价格低于预期，财务费用同比增长 80%，导致公司利润下滑

公司 1-9 月实现归属上市公司股东净利润为 2.7 亿元，同比下降 37%。1-9 月硅铁均价较我们此前预测值 7051 元/吨低约 1000 元，同时公司前 3 季度财务费用同比增长 80%至 11.3 亿。二者导致公司利润显著下滑。

中长期我们认为公司市占率提升、财务费用下降推动公司盈利恢复

我们认为硅铁行业落后产能的退出，未来 3 年公司的硅铁市场占有率有望从目前的 10%提升至 12~15%；其次，从 2015 年开始，预计公司的资本开支将显著降低，同时公司此次的股权融资有望共同推动公司财务费用从 2016 年开始显著下降。我们测算公司财务费用下行 10%将增厚公司 EPS 约 0.12 元。

公司进行资产收购和配套融资，预计在 2015 年下半年完成

公司计划以 18.75 亿的价格收购集团持有电冶公司 13.2%的股权，对应 2013 年市盈率为 10.8x，低于公司目前 A 股的估值水平。我们预计公司的资产收购在 2015 年下半年完成，主要影响在增加公司净利润，相应的减少少数股东权益；同时配套融资将降低公司负债规模和财务费用。我们测算，若发行方案完成后对公司 2014-2016 年 EPS 变动影响幅度为 0%/-3.3%/-4.1%。

估值：小幅提升目标价格至 9.97 元，维持“买入”评级

由于硅铁价格下行和财务费用上升，我们下调了公司 2014-2015 年 EPS 至 0.54/0.60 元（原为 0.58/0.69）。我们预计 2016 年公司财务费用下行以及公司硅铁市占率提升，因此上调了 2016 年 EPS 至 0.73 元（原为 0.48）。基于瑞银的 VCAM 工具通过现金流贴现（WACC=8.1%）得到目标价格 9.97 元（原为 9.7），对应公司 2015 年 16.6x 市盈率（A 股煤化工行业市值最大的 3 家企业 2015 年平均市盈率为 20.9x）。我们看好公司在利率下行周期中盈利的恢复，维持买入评级。

Equities

中国

采矿业

12 个月评级 **买入**
保持不变

12 个月目标价 **Rmb9.97**
之前: Rmb9.70

股价 **Rmb8.74**

路透代码: 600295.SS 彭博代码 600295 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb9.52-7.06
市值	Rmb9.02 十亿/US\$1.47 十亿
已发行股本	1,032 百万 (ORDA)
流通股比例	31%
日均成交量(千股)	9,324
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb84.7
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb7.07 十亿
市净率 (12/14E)	1.3x
净债务 / EBITDA	5.9x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/14E	0.58	0.54	-7.41
12/15E	0.69	0.60	-12.99
12/16E	0.48	0.73	53.17

林浩祥

分析师

S1460511010014

haoxiang.lin@ubssecurities.com

+86-213-866 8897

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	13,632	13,508	13,910	14,957	15,925	16,914	17,756	18,147
息税前利润(UBS)	2,348	1,679	1,773	2,079	2,289	2,554	2,873	3,031
净利润(UBS)	876	627	737	559	618	754	870	957
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.85	0.61	0.71	0.54	0.60	0.73	0.84	0.93
每股股息(Rmb)	0.10	0.10	0.12	0.11	0.12	0.15	0.17	0.19
现金 / (净债务)	(12,906)	(16,110)	(19,091)	(20,752)	(20,782)	(20,176)	(19,050)	(17,498)

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(%)	17.2	12.4	12.7	13.9	14.4	15.1	16.2	16.7
ROIC (EBIT) (%)	11.7	7.1	6.6	7.2	7.7	8.4	9.4	10.0
EV/EBITDA(core)x	10.4	10.3	9.7	8.8	8.2	7.5	6.9	6.2
市盈率(UBS, 稀释后)(x)	21.1	17.3	10.7	16.1	14.6	12.0	10.4	9.4
权益自由现金流(UBS) 收益率 %	(9.7)	1.3	(2.0)	5.5	12.6	17.9	22.7	25.9
净股息收益率(%)	0.6	1.0	1.6	1.2	1.4	1.7	1.9	2.1

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 11 月 21 日 17 时 26 分的股价(Rmb8.74)得出。

投资主题

鄂尔多斯

投资理由

公司是全球羊绒原料最大的拥有者，主要产品有无毛绒、羊绒纱、羊绒衫等 50 多个品类，羊绒制品的生产能力有望达到 1000 万件以上，占中国的 40%和世界的 30%；公司同时是全球最大的硅铁生产企业，具有 80 万吨硅铁产能业务，此外公司依托鄂尔多斯煤炭盆地，拥有数亿吨褐煤储量，构筑煤-电-硅合金以及高耗能产品电石、PVC、多晶硅及其废物循环利用的产业链条。公司主要的竞争优势来自于能源成本低廉，在重化工业务上享有中国最便宜的能源成本。我们采用 VCAM 工具通过现金流贴现得到公司 12 个月目标价 9.97 元，我们预测公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.54/0.60/0.73 元。

乐观情景

公司未来乐观的发展景象推动力来自于经济的强劲复苏，比如我们看到中国基建投资的快速增长，导致钢铁、水泥、化工产品需求快速回升，由此可能拉动公司的硅铁、电石产品价格上涨，导致公司盈利显著回升；同时经济快速回升也有望推动公司羊绒服装的消费的回暖。在乐观情景假设下，我们将 2014-2018 年硅铁价格较我们的基准提升 15%，估算得到公司 2015 年 EPS 为 0.75，公司每股估值 14.1 元。

悲观情景

如果未来宏观经济复苏遭遇挫折，那么可以预见公司的煤化工产业链条的硅铁、电石，对应的硅铁维持低毛利率、电石业务亏损，硅铁价格较我们的假设低 15%。在悲观情况假设下，我们估算公司每股估值将降为 5.23 元。

近期催化剂

硅铁价格和电石价格上行；

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb9.97

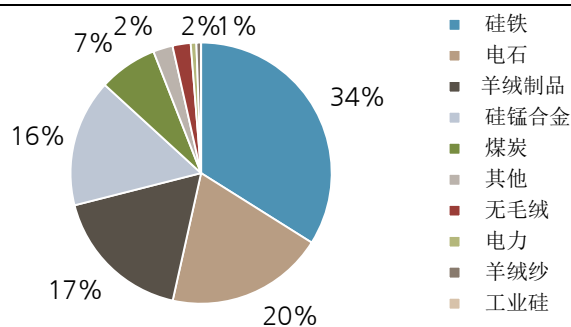
公司简介

公司是目前是全球羊绒原料最大的拥有者，主要产品有无毛绒、羊绒纱、羊绒衫等 50 多个品类，羊绒制品的产销能力达到 1000 万件以上，占到了中国的 40%和世界的 30%。公司目前还积极发展硅铁业务，依托拥有的 3 亿吨煤田，构筑煤-电-硅合金及其废物循环利用的产业链条，已经成为世界级的硅合金之都。

行业展望

我们认为公司会继续保持能源成本低廉的竞争优势，未来全球经济如果能够呈现缓慢复苏，对应的公司的硅铁、电石、多晶硅产品的毛利率有望回升。

收入按产品分布，2013 (%)



来源：公司数据

分产品毛利

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
煤炭	541	450	399	568	571
硅铁	590	1188	762	768	971
硅锰	129	310	298	337	380
多晶硅	-10	0	-3	-2	2
电石	975	693	1,076	1,128	1,107
PVC	73	30	289	349	376
羊绒衫	780	1223	1,275	1,339	1,519
其他	486	-149	-142.7	-198.2	-251.6
总计	3564	3745	3954	4288	4673

来源：公司数据，瑞银证券估算

公司启动股权融资，收购集团资产

公司 11 月 6 日复牌，公告启动股权融资，详细见《内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》；同时公司公告了 B 股转 H 股进程的中止。其中融资的方案主要内容为：

1. 收购投资控股集团持有的电冶公司 13.20% 股权，评估预估值为 18.75 亿元；
2. 向不超过 10 名特定投资者非公开发行股份募集本次重组的配套资金，募集资金总额不超过本次交易总金额的 25%。根据公告，配套融资金额上限=交易总金额×25%，约为 6.25 亿元。

我们的看法

- 当前电冶公司股权如下表。交易完成后公司持有电邮公司 73.2% 的股权，我们预计归属公司股东净利润将有明显增长。

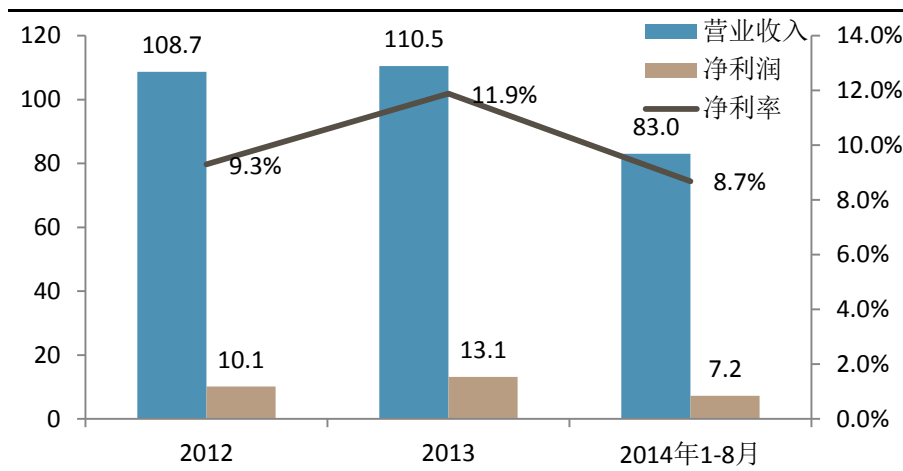
图表 1: 目前电冶公司的股权结构如下

序号	股东名称	持股数 (万股)	持股比例
1	鄂尔多斯股份	480,000	60.0%
2	日本三井	200,000	25.0%
3	投资控股集团	105,600	13.2%

来源: 公司公告

- 从收购的标的资产看，2013 年电冶公司营收同比增长 2%，利润同比增长 30%。1-8 月数据看，我们预计公司 2014 年电冶公司营收有望高于 2013 年，净利润预计与 2013 年大体持平（净利率预计有所下滑）。大体上看，电冶公司在经济下行周期仍然保持了较强的盈利能力。

图表 2: 电冶公司营收、盈利指标



来源: 公司公告

- 从资产估值来看，收购资金对应标的资产以 18.75 亿计算，对应 2013 年市盈率为 10.84x。下表为公司 A 股和 B 股估值对比，考虑到 B 股仅占

公司总股本的 4%，因此不计入配套融资股本摊薄效应，我们预计该项资产收购后公司市盈率、市净率整体下行。

图表 3: 公司 A、B 股和收购资产的估值比较

	600295.SH	900936.SH	标的资产
	鄂尔多斯 A 股	鄂资 B 股	
市盈率	15.5	9.3	10.8
市净率	1.33	0.8	1.0

来源: 公司公告

公司 B 股的未来的处置仍值得关注

公司公告称，目前推进 B 转 H 事项的条件还不成熟，公司决定停止筹划 B 转 H 事项。

B 股在中国证券市场的存在是一个特定历史时期的产物，由于交易不活跃、流动性差也影响了公司实施再融资的计划。未来公司如果切实能够实施 B 股转 H 股，有利于公司在不同交易市场的多渠道融资。

公司主营业务分析

公司 1-9 月实现营业收入 112.7 亿，同比增长 14%；归属上市公司股东净利润为 2.7 亿元，同比下降 37%；扣非后的净利润为 1.9 亿元，同比下降 50%。1-9 月实现每股收益 0.26 元，低于我们此前预计。

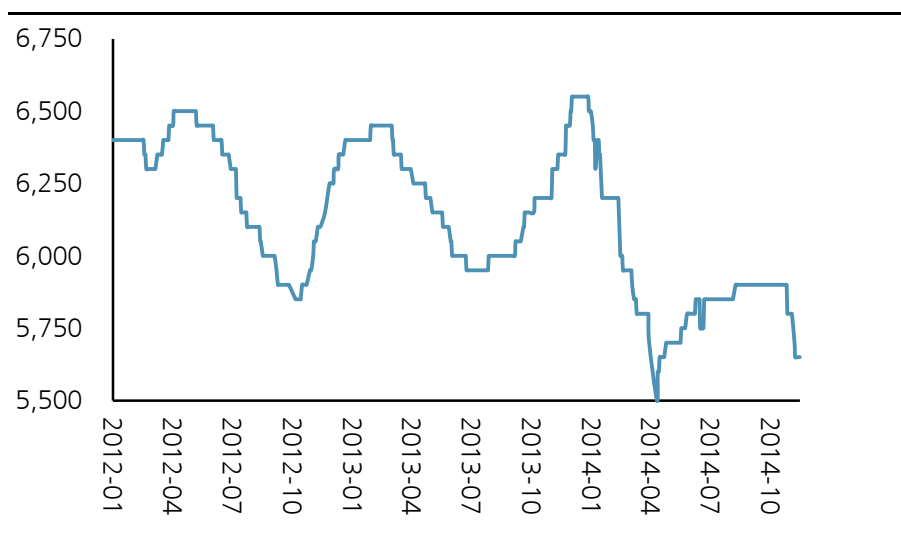
公司盈利低于我们的预计的原因主要在于主营业务盈利的疲弱，以及公司财务费用的上行。

2014 年硅铁价格的价格低于我们预测

从公司主要产品硅铁价格看，2 季度产品一度跌至 5500 元/吨，我们预计已经逼近公司成本线。3 季度价格虽然有所反弹，但进入 10 月以来价格重新回落。我们此前对 2014 年硅铁价格预测为 7034 元/吨，目前 1-9 月价格均价已经低于我们的预测。

需要指出的是，由于硅铁价格低迷，内蒙古自治区其他的中小硅铁企业盈利不佳而关闭了部分产能，由此反而推动了公司硅铁产品的销售规模。

图表 4: 内蒙古硅铁价格-75A (元/吨)



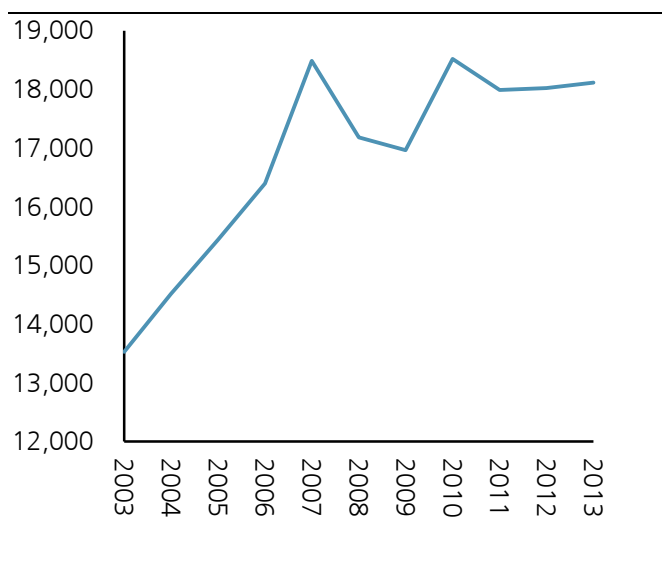
来源: 万得资讯

2014 年羊绒内外销形势疲弱，羊绒价格下跌，预计 2015 年改善幅度不大

2010 年以来中国山羊绒产量维持在 17000-18000 吨的区间。销售方面，我们预计 2014 年中国山羊绒出口同比下滑 10%；内销方面，2014 年服装销售量和金额增速均跌入个位数增长通道，反映出内销需求减速。进入 2 季度以后，由于需求不强，羊绒价格出现大幅跳水。

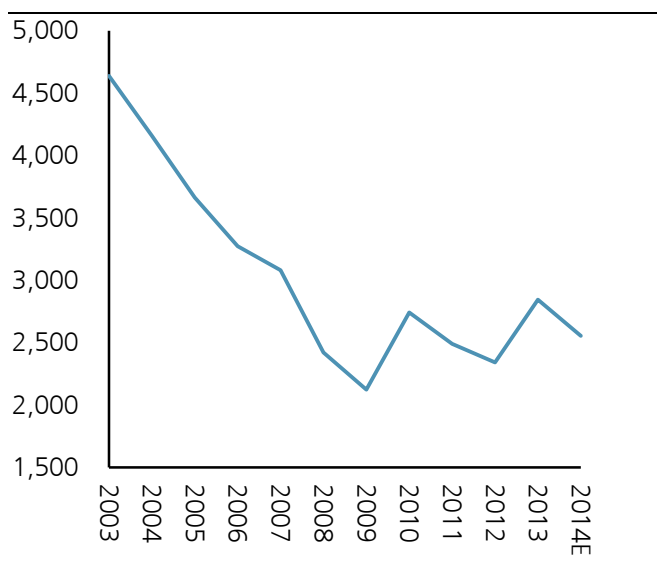
我们认为由于供给短期看不到减产的迹象，预计 2015 年羊绒价格居于 750-850 元/公斤区间。预计未来 1-2 年公司的羊绒业务的盈利空间将收窄。

图表 5: 中国山羊绒产量 (吨)



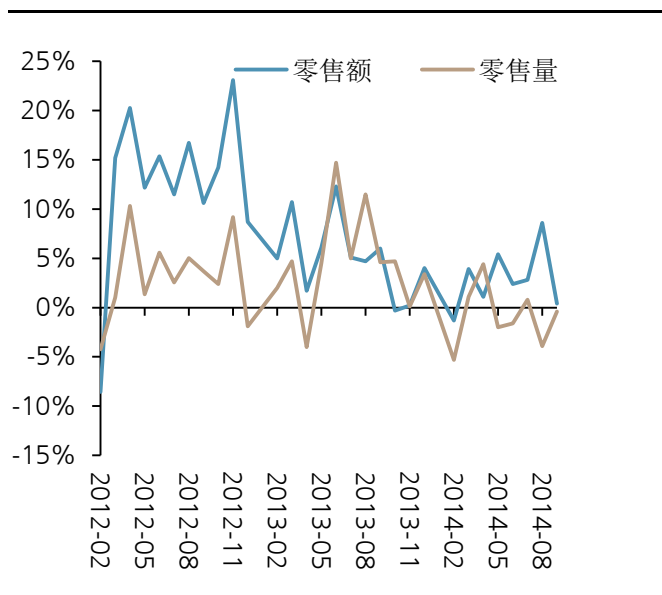
来源: 万得资讯

图表 6: 中国山羊绒出口规模 (吨)



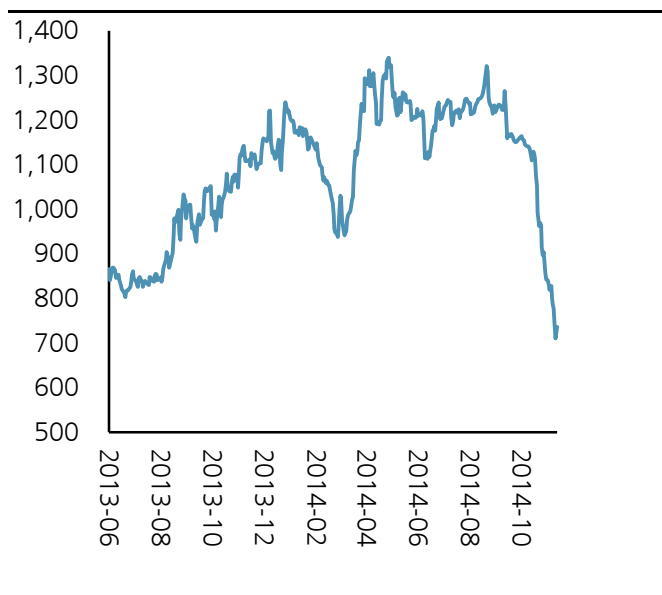
来源: 万得资讯

图表 7:全国百家大型零售企业:服装零售当月同比



来源: 万得资讯

图表 8: 中国山羊绒价格 (元/公斤)

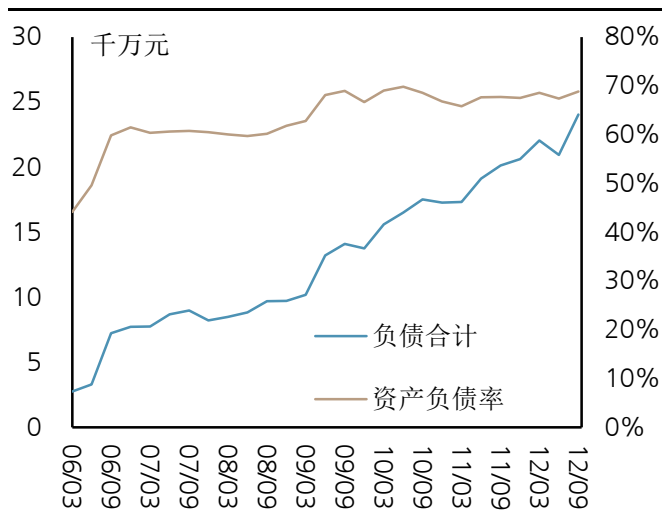


来源: 万得资讯

中长期企业资金成本下行有望助推公司盈利恢复

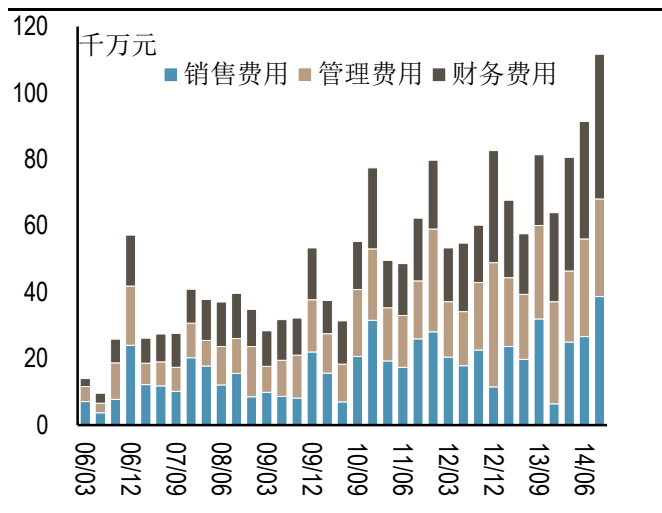
从公司负债端看, 公司 3 季度末负债总额高达 24 亿, 2014 年 1-9 月财务费用达到 11.3 亿 (全年我们预计为 14 亿)。对比公司 2013 年净利润仅为 7.37 亿元, 高额的负债已经吞噬了公司主营业务利润。

图表 9: 公司负债总额和负债率



来源: 公司财报

图表 10: 公司三项费用

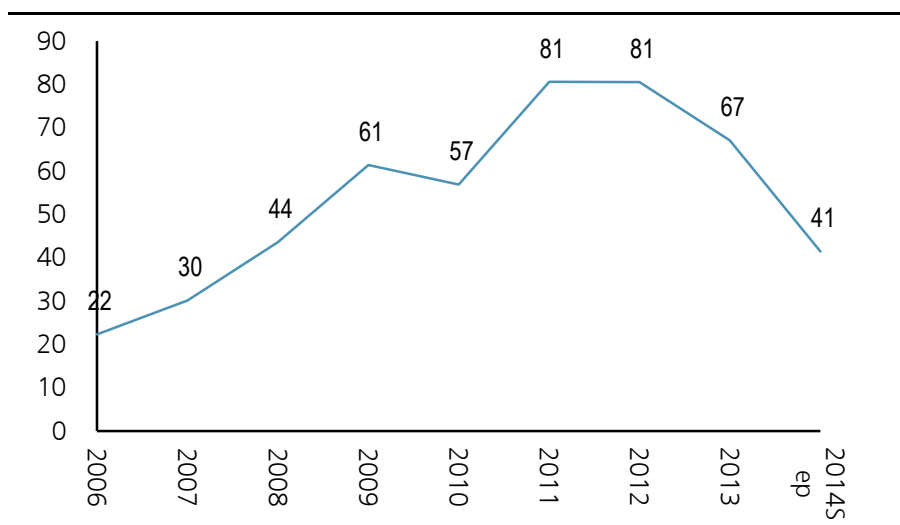


来源: 公司财报

从中长期看来, 我们认为公司财务费用有望有效降低, 从而推动公司净利率提升:

- (1) 从下图看出, 2010 年下半年到 2013 年是公司资本投入的高峰期。从 2014 年半年报看, 公司多数在建工程投资进度过半, 我们认为公司从 2015 年开始将逐步降低公司的资本投入。

图表 11: 公司资本开支变化 (亿元)



来源: 万得资讯, 瑞银证券预计

(2) 考虑到中国利率市场从 2015 年开始可能进入降息周期, 我们认为公司的整体的贷款规模以及利息支出有望从 2015 年下半年开始逐步降低;

(3) 公司此次项目的配套融资, 预计有望降低公司短期借款规模

整体上看, 我们预计公司财务费用从 2016 年开始逐步缩减, 从而间接推动公司净利润增长。

盈利预测调整和目标价格

综上, 我们针对公司盈利预测做了如下调整:

1. 我们对公司 2014-2016 年硅铁和硅锰销售价格调整如下, 其中我们调低了 2014-2016 年公司的产品价格预测; 根据今年的电石产品价格走势小幅调整电石产品价格预测;

图表 12: 主要产品价格预测

价格预测 (元/吨)	2011A	2012A	2013A	2014E		2015E		2016E	
				调整后	调整前	调整后	调整前	调整后	调整前
硅铁 (不含税)	6,551	6,027	5,725	5,027	6,012	5,128	6,312	5,356	6,628
硅锰 (不含税)	7,088	6,521	6,500	5,800	6,825	6,090	7,166	6,395	7,525
电石 (不含税)	3,200	3,179	3,000	3,000	2,957	3,022	2,979	3,043	3,000

来源: 瑞银证券估算

2. 由于硅铁行业盈利低迷, 导致内蒙古地区其他中小硅铁企业产能关闭, 公司的硅铁、硅锰产品销售规模扩大, 由此我们上调了公司硅制品收入预计 (见下表);
3. 中长期看, 我们认为硅铁行业的落后产能将逐步退出, 未来 3 年公司的硅铁市场占有率有望从目前的 10% 提升至 12~15%, 长期看有望提升至 18%-20%。这对于公司的长期主营业务收入增长是正面影响。

4. 考虑到今年羊绒制品的销售疲态，我们下调了 2014-2016 年羊绒制品的销售规模预计（见下表）；

图表 13: 主要产品收入预测

主要产品收入预测（百万 元）	2011A	2012A	2013A	2014E		2015E		2016E	
				调整后	调整前	调整后	调整前	调整后	调整前
羊绒及羊绒制品	2,916	2,629	2,792	2,706	2,745	2,841	2,882	2,983	3026
硅铁	3,988	4,041	4,652	6,284	5,110	6,410	5,365	6,963	5634
硅锰合金	895	1,267	2,161	1,175	768	1,233	806	1,295	847
电石	3,549	3,650	2,683	3,120	3,845	3,505	3,873	3,652	5400

来源: Wind, 瑞银证券估算

5. 据我们测算，公司财务费用下行 10%，增厚公司 EPS 约 0.12 元。我们预计公司在 2015 年减少资本开支，同时减少短期借款规模，由此我们预计公司 2016 年开始财务费用有望显著的下行；同时我们认为 2016 年开始由于硅铁行业产能收缩，有望推动公司主营盈利能力恢复。由此带动公司 2016 年 EPS 上行。

综上，我们下调了公司 2014-2015 年的盈利预计，但同时上调了 2016 年的长期盈利预计。调整后的公司 2014-2016 年 EPS 预计为 0.54、0.60、0.73 元（原为 0.58、0.69、0.48 元）。使用瑞银 VCAM 工具，通过贴现现金流，我们基于 WACC 为 8.1% 的假设得到公司目标价为 9.97 元（原为 9.7 元），维持“买入”评级。

可比公司估值对比

由于公司的主营业务硅铁是 A 股唯一一家上市公司，其盈利模式主要体现为“煤炭——发电——生产高耗能的冶金化工产品”，行业本质更接近煤化工企业。我们选取 A 股的相关的个股公司作为对比如下：

图表 14: 鄂尔多斯与可比煤化工行业估值比较

		Market cap	Price	2013 PE	2014EPE	2015EPE	2014Q3PB	2014Q3BVPS	ROE FY2013
600295.sh	鄂尔多斯	90	8.75	12	16.1	14.5	1.1	6.6	12%
600509.sh	天富能源	92	10.11	34	22	16	2.1	4.8	7%
000683.sz	远兴能源	70	5.05	261	34	32	1.4	3.6	1%
600740.sh	山西焦化	49	6.38	282			1.7	3.7	1%
000968.sz	煤气化	43	8.43	95			1.9	4.5	2%
600408.sh	安泰集团	35	3.50	-15			1.9	1.9	-11%
000755.sz	*ST 三维	24	5.17	-6			1.3	3.9	-22%
	行业 TOP3 平均	84		102	24.0	20.9	1.5	5.0	7%

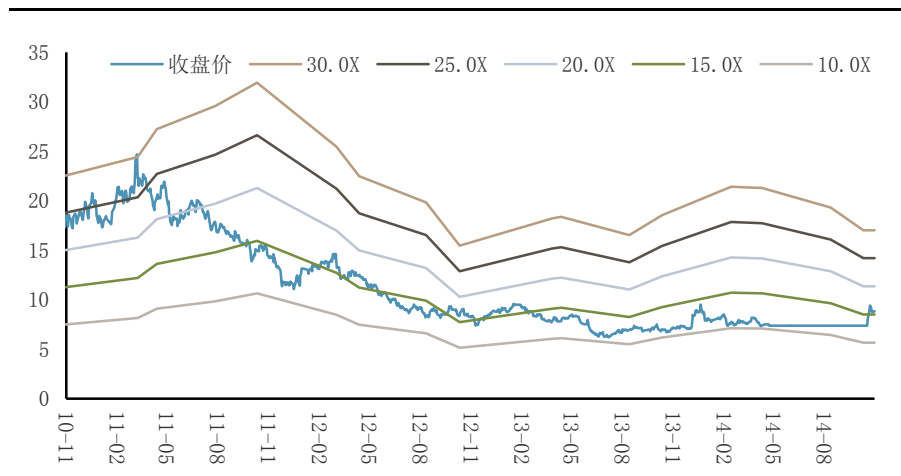
来源: Wind 2014 年 11 月 21 日数据，鄂尔多斯数据为瑞银证券估算

可以看到，公司的 PE、PB 和 ROE 指标均更具有投资吸引力。我们的目标价格 9.97 元对应公司 2015 年 16.6x 市盈率，A 股煤化工行业市值最大的 3 家企业 2015 年平均市盈率为 20.9x。

历史 PE / PB 估值对比

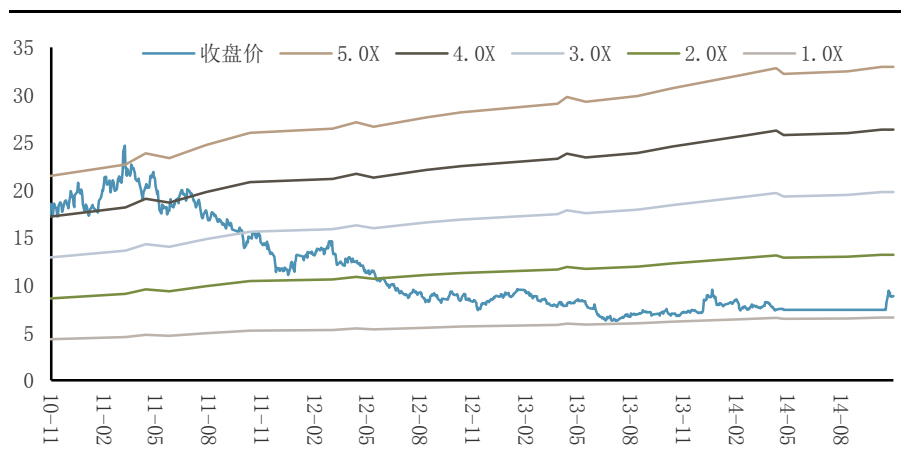
我们的目标价格 9.97 元对应公司 2015 年 16.6x 市盈率，1.35x 市净率，公司过去三年平均 PE 为 15.7X，平均 PB 为 1.56X。

图表 15: 鄂尔多斯 PE band



来源: Wind

图表 16: 鄂尔多斯 PB band



来源: Wind

公司进行资产收购和配套融资后的盈利测算

我们对公司资产收购和配套融资的假定条件为：

- 1，公司以 7.78 元/股的价格增发股份收购电冶公司资产，增加股本为 2.41 亿股；
- 2，以 6.99 元/股价格配套融资达到上限 6.25 亿元，增加股本 0.84 亿股。
(公司公告并未提及股本增加的数量，我们以最大融资上限考虑)

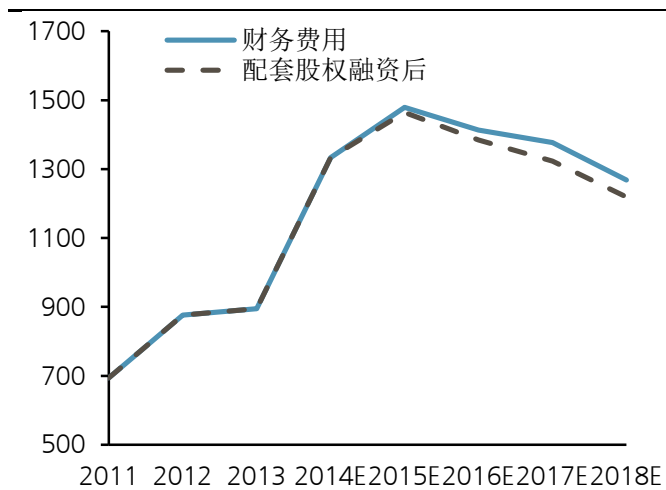
我们认为资产收购后和配套融资后对公司的影响为：

- 电冶公司增厚公司净利润，相应的减少少数股东权益；

- 配套资金置换公司短期借款，降低公司负债规模和财务费用（见图 11 虚线）。

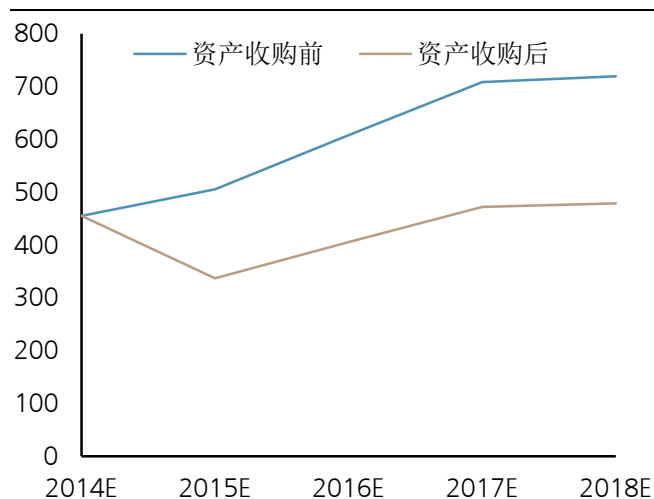
由此，我们测算若方案顺利完成，公司 2014-2016 年 EPS 为 0.54/0.58/0.70 元，相比较融资发行方案后的变动幅度为 0%/-3.3%/-4.1%，摊薄效应不明显。

图表 17: 公司财务费用的变化（百万元）



来源: 万得资讯, 瑞银证券预计

图表 18: 公司少数股东损益变化（百万元）



来源: 瑞银证券预计

图表 19: UBS VCAM 估值

相对年 财年	+1E 2014E	+2E 2015E	+3E 2016E	+4E 2017E	+5E 2018E	+6E 2019E	+7E 2020E	+8E 2021E	+9E 2022E	+10E 2023E
息税前利润	2,079	2,289	2,554	2,873	3,031	3,884	3,946	4,005	4,060	4,110
折旧及摊销*	1,415	1,542	1,653	1,753	1,844	2,027	2,115	2,206	2,300	2,397
资本支出	(1,776)	(1,806)	(1,531)	(1,460)	(1,374)	(1,857)	(1,952)	(2,052)	(2,155)	(2,262)
运营资本变动	(315)	(210)	(193)	(85)	(81)	(819)	(461)	(486)	(512)	(539)
所得税(营运)	(634)	(691)	(738)	(806)	(836)	(1,056)	(1,073)	(1,089)	(1,104)	(1,118)
其他	(11)	(9)	(10)	(5)	8	(24)	(25)	(26)	(26)	(27)
自由现金流	758	1,114	1,735	2,269	2,592	2,155	2,550	2,559	2,563	2,561
增长		47.1%	55.7%	30.8%	14.2%	-16.8%	18.3%	0.3%	0.1%	-0.1%

估值	
明计现金流现值	13,385
期末价值(第10年)现值	18,860
企业价值	32,245
占永续价值百分比	58%
联营公司及其他	4,733
-少数股东权益	6,502
现金盈余**	1,596
-债务***	22,607
权益价值	9,465
已发行股数 [m]	1,032.0
每股权益价值 (Rmb/股)	9.17
权益成本	9.6%
股息收益率	0.8%
1年期目标价 (Rmb/股)	9.97

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	4.2%	3.5%	3.5%
息税前利润率	18.4%	17.5%	18.0%
资本支出/销售收入	10.1%	10.4%	10.7%
投资资本回报率	7.0%	7.1%	8.2%

估值对应指标			
财年	2014E	2015E	1年期预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	9.2x	8.4x	8.5x
企业价值 / 息税前利润	15.5x	14.1x	14.2x
自由现金流收益率	2.4%	3.5%	3.3%
市盈率(现值)	17.0x	15.3x	15.5x
市盈率(目标)	18.4x	16.6x	16.8x

加权平均资本成本	
无风险利	4.16%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	1.08
债务/权益比	146.0%
边际税率	25.0%
权益成本	9.6%
债务成本	9.3%
WACC	8.1%

期末假设值	
VCH(年数)	10
对应的自由现金流增长	1.1%
回报率增幅	8.1%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	5.7x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: UBS VCAM 工具

鄂尔多斯 (600295.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	13,632	13,508	13,910	14,957	7.5	15,925	6.5	16,914	17,756	18,147
毛利	4,180	3,564	3,745	3,954	5.6	4,288	8.4	4,673	5,081	5,289
息税折旧摊销前利润(UBS)	3,261	2,763	2,899	3,494	20.5	3,831	9.6	4,207	4,626	4,875
折旧和摊销	(913)	(1,084)	(1,126)	(1,415)	25.6	(1,542)	8.9	(1,653)	(1,753)	(1,844)
息税前利润(UBS)	2,348	1,679	1,773	2,079	17.3	2,289	10.1	2,554	2,873	3,031
联营及投资收益	34	131	193	244	26.4	249	1.8	237	226	216
其他非营业利润	166	252	330	343	3.9	349	1.9	352	354	355
净利息	(694)	(877)	(895)	(1,311)	-46.5	(1,442)	-10.0	(1,380)	(1,381)	(1,303)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	1,854	1,185	1,401	1,355	-3.3	1,444	6.6	1,763	2,072	2,299
税项	(223)	(241)	(272)	(339)	-24.4	(361)	-6.6	(441)	(518)	(575)
税后利润	1,630	944	1,129	1,016	-10.0	1,083	6.6	1,322	1,554	1,724
优先股股息及少数股权	(754)	(317)	(392)	(457)	-16.6	(466)	-1.9	(569)	(684)	(767)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	876	627	737	559	-24.2	618	10.5	754	870	957
净利润(UBS)	876	627	737	559	-24.2	618	10.5	754	870	957
税率(%)	12.1	20.3	19.4	25.0	28.7	25.0	0.0	25.0	25.0	25.0
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	0.85	0.61	0.71	0.54	-24.2	0.60	10.5	0.73	0.84	0.93
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.85	0.61	0.71	0.54	-24.2	0.60	10.5	0.73	0.84	0.93
每股收益(UBS, 基本)	0.85	0.61	0.71	0.54	-24.2	0.60	10.5	0.73	0.84	0.93
每股股息净值(Rmb)	0.10	0.10	0.12	0.11	-9.8	0.12	10.5	0.15	0.17	0.19
每股账面价值	5.29	5.82	6.43	6.85	6.6	7.34	7.2	7.95	8.65	9.41
平均股数(稀释后)	1,032.00	1,032.00	1,032.00	1,032.00	0.0	1,032.00	0.0	1,032.00	1,032.00	1,032.00
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	2,905	1,635	1,913	2,057	7.5	2,521	22.5	2,327	2,443	2,945
其他流动资产	11,295	11,493	12,304	12,644	2.8	12,802	1.2	12,895	12,757	12,423
流动资产总额	14,201	13,128	14,217	14,702	3.4	15,323	4.2	15,221	15,199	15,368
有形固定资产净值	11,703	11,642	16,362	17,720	8.3	18,501	4.4	18,894	18,989	18,831
无形固定资产净值	732	744	801	770	-3.8	740	-3.9	710	679	649
投资/其他资产	3,905	7,833	7,640	8,106	6.1	7,956	-1.9	7,796	7,754	7,777
总资产	30,541	33,348	39,020	41,299	5.8	42,520	3.0	42,621	42,621	42,626
应付账款和其他短期负债	4,622	4,408	5,084	4,665	-8.2	4,421	-5.2	4,124	3,731	3,235
短期债务	10,062	8,779	11,161	12,130	8.68	13,123	8.19	13,323	13,513	13,463
流动负债总额	14,684	13,187	16,246	16,795	3.4	17,545	4.5	17,447	17,244	16,698
长期债务	5,749	8,966	9,843	10,680	8.5	10,180	-4.7	9,180	7,980	6,980
其它长期负债	191	73	197	197	0.0	197	0.0	197	197	197
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	20,624	22,226	26,286	27,672	5.3	27,921	0.9	26,824	25,420	23,874
普通股股东权益	5,459	6,006	6,638	7,073	6.6	7,579	7.2	8,209	8,929	9,712
少数股东权益	4,458	5,117	6,096	6,554	7.5	7,019	7.1	7,588	8,272	9,039
负债和权益总计	30,541	33,348	39,020	41,299	5.8	42,520	3.0	42,621	42,621	42,626
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	876	627	737	559	-24.2	618	10.5	754	870	957
折旧和摊销	913	1,084	1,126	1,415	25.6	1,542	8.9	1,653	1,753	1,844
营运资本变动净值	(880)	618	(621)	(734)	-18.2	(377)	48.6	(361)	(209)	(117)
其他营业性现金流	966	1,151	946	1,029	8.8	1,157	12.4	1,101	1,094	1,026
经营性现金流	1,875	3,480	2,189	2,269	3.7	2,938	29.5	3,147	3,508	3,710
有形资本支出	(3,672)	(3,337)	(2,349)	(1,776)	24.4	(1,806)	-1.7	(1,531)	(1,460)	(1,374)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	(41)	(989)	195	20	-89.8	20	0.0	20	20	20
其他投资性现金流	(14)	(246)	(1,643)	(745)	-	366	-	469	584	667
投资性现金流	(3,726)	(4,572)	(3,796)	(2,501)	34.1	(1,420)	43.2	(1,043)	(856)	(687)
已付股息	(103)	(103)	(103)	(124)	-20.0	(112)	9.8	(124)	(151)	(174)
股份发行/回购	0	600	600	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(1,089)	(1,396)	(1,440)	(1,305)	9.38	(1,436)	-10.04	(1,374)	(1,375)	(1,297)
债务及优先股变化	2,069	913	2,619	1,805	-31.06	493	-72.68	(800)	(1,010)	(1,050)
融资性现金流	877	14	1,675	376	-77.5	(1,055)	-	(2,298)	(2,536)	(2,521)
现金流量中现金的增加(减少)	(974)	(1,077)	68	144	112.9	464	222.2	(195)	116	502
外汇/非现金项目	1,086	(193)	211	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加(减少)	112	(1,270)	278	144	-48.3	464	222.2	(195)	116	502

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。

鄂尔多斯 (600295.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)	21.1	17.3	10.7	16.1	14.6	12.0	10.4	9.4
市盈率 (UBS, 稀释后)	21.1	17.3	10.7	16.1	14.6	12.0	10.4	9.4
股价/每股现金收益	10.3	6.3	4.2	4.6	4.2	3.7	3.4	3.2
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(9.7)	1.3	(2.0)	5.5	12.6	17.9	22.7	25.9
净股息收益率(%)	0.6	1.0	1.6	1.2	1.4	1.7	1.9	2.1
市净率	3.4	1.8	1.2	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
企业价值/营业收入(核心)	2.5	2.1	2.0	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	10.4	10.3	9.7	8.8	8.2	7.5	6.9	6.2
企业价值/息税前利润(核心)	14.4	16.9	15.9	14.7	13.8	12.4	11.1	10.0
企业价值/经营性自由现金流(核心)	14.4	12.8	12.2	10.2	9.3	8.2	7.4	6.6
企业价值/运营投入资本	1.7	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
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	18,493	10,822	7,891	9,020	9,020	9,020	9,020	9,020
净债务 (现金)	11,765	14,508	17,600	19,922	20,767	20,479	20,479	18,274
少数股东权益	4,458	5,117	6,096	6,554	7,019	7,588	8,272	9,039
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	34,715	30,447	31,588	35,495	36,806	37,087	37,771	36,333
非核心资产	(952)	(2,115)	(3,467)	(4,893)	(5,222)	(5,540)	(5,846)	(6,142)
核心企业价值	33,763	28,332	28,122	30,602	31,584	31,547	31,924	30,191
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	16.2	-0.9	3.0	7.5	6.5	6.2	5.0	2.2
息税折旧摊销前利润(UBS)	24.7	-15.3	4.9	20.5	9.6	9.8	10.0	5.4
息税前利润(UBS)	16.8	-28.5	5.6	17.3	10.1	11.6	12.5	5.5
每股收益(UBS 稀释后)	4.2	-28.5	17.6	-24.2	10.5	22.1	15.5	10.0
每股股息净值	0.0	0.0	20.0	-9.8	10.5	22.1	15.5	10.0
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	30.7	26.4	26.9	26.4	26.9	27.6	28.6	29.1
息税折旧摊销前利润率	23.9	20.5	20.8	23.4	24.1	24.9	26.1	26.9
息税前利润率	17.2	12.4	12.7	13.9	14.4	15.1	16.2	16.7
净利 (UBS) 率	6.4	4.6	5.3	3.7	3.9	4.5	4.9	5.3
ROIC (EBIT)	11.7	7.1	6.6	7.2	7.7	8.4	9.4	10.0
税后投资资本回报率	10.3	5.6	5.2	5.0	5.4	6.0	6.8	7.3
净股东权益回报率(UBS)	17.3	10.9	11.7	8.1	8.4	9.5	10.2	10.3
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	4.0	5.8	6.6	5.9	5.4	4.8	4.1	3.6
净债务/总权益 %	130.1	144.8	149.9	152.3	142.4	127.7	110.8	93.3
净债务/(净债务 + 总权益) %	56.5	59.2	60.0	60.4	58.7	56.1	52.6	48.3
净债务/企业价值	38.2	56.9	67.9	67.8	65.8	64.0	59.7	58.0
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	129.8	120.8	95.3	85.6	76.5
资本支出/营业收入(%)	26.9	24.7	16.9	11.9	11.3	9.1	8.2	7.6
息税前利润/净利息	3.4	1.9	2.0	1.6	1.6	1.9	2.1	2.3
股息保障倍数 (UBS)	8.5	6.1	6.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
股息支付率 (UBS) %	11.8	16.5	16.8	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	13,632	13,508	13,910	14,957	15,925	16,914	17,756	18,147
总计	13,632	13,508	13,910	14,957	15,925	16,914	17,756	18,147
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	2,348	1,679	1,773	2,079	2,289	2,554	2,873	3,031
总计	2,348	1,679	1,773	2,079	2,289	2,554	2,873	3,031

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	+14.1%
预测股息收益率	1.4%
预测股票回报率	+15.5%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+6.3%

风险声明

我们认为以下因素可能导致我们对公司业绩预测出现下行风险：国内外煤炭、硅铁、多晶硅等价格大幅下跌；公司羊绒高端品牌推进受阻；公司发电规模扩大受阻；以及公司下游多晶硅等产能扩建受阻。

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：林浩祥。

涉及报告中提及的公司的披露

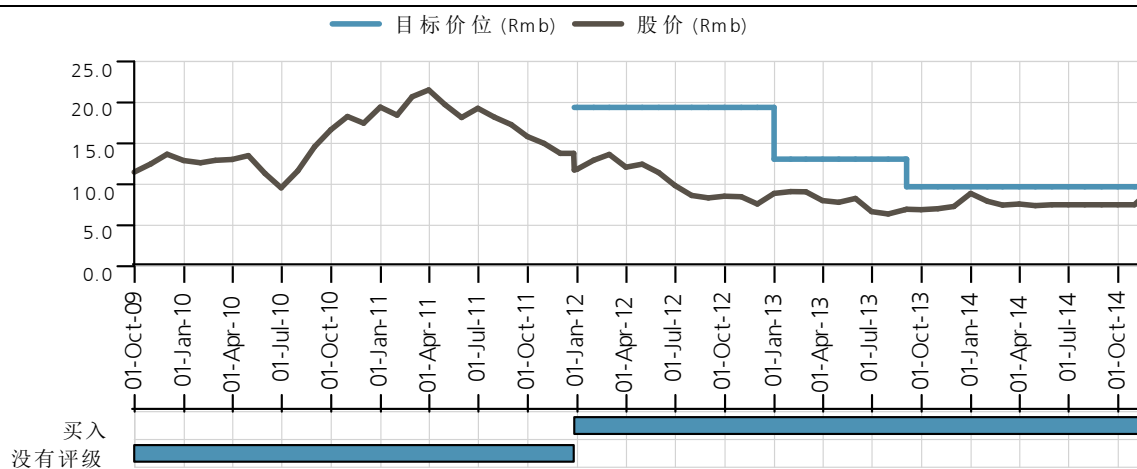
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
鄂尔多斯	600295.SS	买入	不适用	Rmb8.72	2014 年 11 月 20 日

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。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

鄂尔多斯 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 11 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下述情形之任何地区、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受的损失(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。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。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，出版人及发布者。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。

