

金风科技 A

行业政策基调转向乐观

“十三五”期间的风电行业政策基调转向乐观

11月20日,《能源发展战略行动计划》中对风电政策的基调从过去的“有序发展风电”转变为“大力发展风电”,后续制定风电政策的基调变得积极。

配额制有可能推出,行业装机量预计不会大幅下滑

媒体报道可再生能源配额制将在年底前出台,我们认为在风电电价下调之前,出台配额制有较大可能性。配额制规定了各个主体的法定义务,有望解决风电消纳的问题。我们认为由于配额制的政策对冲,开发商的投资收益能够维持稳定,行业的装机量在风电电价下调之后会维持平稳,不会大幅下滑。

由于强大的研发创新能力,毛利率提升超预期

毛利率提升超预期:公司今年前三季风机设备的毛利率达到29%,比我们的预期高5个百分点,主要的原因在于主流产品1.5MW风机的单位成本下降了15%,背后原因是公司研发创新,降低用料和改进工艺。过去3年金风年均研发支出8亿,是竞争者平均水平的4倍。我们认为研发创新能力将使得其单位成本维持2014年水平,毛利率会维持高位。

估值:上调盈利预测和目标价,维持买入评级

基于毛利率上调,我们上调了2014-2016年EPS至0.63/0.77/0.82元,原为(0.39/0.52/0.57元),基于瑞银VCAM工具,通过现金流贴现(WACC从9%调整至8.9%)上调目标价至15.5元。目标价对应2014年25倍PE。

Equities

中国

电子元件与设备

12个月评级 **买入**
保持**不变**

12个月目标价 **Rmb15.50**
之前: **Rmb12.50**

股价 **Rmb12.07**

路透代码: 002202.SZ 彭博代码 002202 CH

交易数据和主要指标

52周股价波动范围	Rmb13.19-7.87
市值	Rmb31.0十亿/US\$5.04十亿
已发行股本	2,195百万(ORDA)
流通股比例	63%
日均成交量(千股)	37,594
日均成交额(Rmb百万)	Rmb449.4
普通股股东权益(12/14E)	Rmb15.1十亿
市净率(12/14E)	2.2x
净债务/EBITDA	2.3x

每股收益(UBS稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测	
12/14E	0.39	0.63	61.09	0.60
12/15E	0.52	0.77	46.56	0.79
12/16E	0.57	0.82	42.48	0.99

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	12,843	11,324	12,308	18,100	22,577	24,049	25,468	26,909
息税前利润(UBS)	398	51	414	2,035	2,813	3,227	3,506	3,621
净利润(UBS)	607	153	428	1,692	2,069	2,205	2,348	2,408
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	0.23	0.06	0.16	0.63	0.77	0.82	0.87	0.89
每股股息(Rmb)	0.05	0.06	0.08	0.08	0.06	0.08	0.08	0.09
现金/(净债务)	(443)	857	(3,510)	(6,924)	(12,297)	(15,426)	(15,986)	(15,278)
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(%)	3.1	0.5	3.4	11.2	12.5	13.4	13.8	13.5
ROIC(EBIT)(%)	4.1	0.4	3.0	10.8	11.4	10.5	10.2	9.9
EV/EBITDA(core)x	55.8	46.0	28.6	12.5	11.3	10.3	9.5	8.9
市盈率(UBS,稀释后)(x)	65.6	NM	40.8	19.2	15.7	14.7	13.9	13.5
权益自由现金流(UBS)收益率%	(20.4)	(0.6)	(26.2)	(10.8)	(14.4)	(6.4)	1.6	5.9
净股息收益率(%)	0.3	0.8	1.2	0.7	0.5	0.6	0.7	0.7

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28日22时37分的股价(Rmb12.07)得出;

投资主题

金风科技 A

投资理由

我们预计：1，风电装机复苏性增长，预计2014/2015/2016 装机 17/18/16GW；2，风机价格2014/2015 年年均增长 2%-3%，2016 年下降 1%；

市场一致预期公司 2014/15/16EPS 为 0.62/0.83/1.04 元，我们预期为 0.63/0.77/0.82 元，目标价 15.5 元。我们给予“买入”评级，主要原因：1) 竞争格局分化，金风有望强者恒强；2) 毛利率提升使 2014 年业绩有较高弹性。

乐观情景

若政策明确 2015 年下调风电上网电价、海上风电超预期都可能是超预期的乐观因素。在此情况下，风机价格可能有更高幅度增长。我们估算金风 2015 年 EPS 可能达到 0.85 元，每股估值可能达到 18 元。

悲观情景

若电网建设速度不达预期，风电平均利用小时数减少，风电场开发放缓。在此种情况下，风机价格可能持平，金风的出货量和价格或都低于基准预期。在悲观情况下，我们估算 2015 年 EPS 可能仅为 0.6 元，每股估值可能仅 10 元。

近期催化剂

上行催化剂：2014-2015 年，若特高压交直流等风电送出通道建设正式获得批准。

下行催化剂：2014-15 年，风电并网低于预期，风电场开发减慢，对整个风机设备市场有下行影响。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb15.50

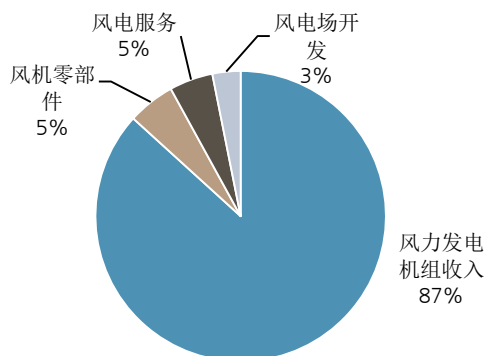
公司简介

新疆金风科技股份有限公司（金风科技）是中国领先的风电机组制造商。公司还开发、建造和运营风力发电场。公司提供 750 千瓦-1.5 兆瓦的各种风机，2.5 兆瓦、3 兆瓦和 5 兆瓦级风机正处在研发阶段。公司于 2007 年 12 月在深圳证券交易所上市。

行业展望

风机装机有望恢复性增长：电网投资加速，尤其在风电送电和特高压线路上的建设加快或将解决风电发展的物理瓶颈。我们预计 2014/2015/2016 年装机分别 17/18/16GW。

收入按产品分布, 2013 (%)



来源：公司数据

各类产品的毛利

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
风电设备	1315	2156	4098	5324	5452
风电服务	85	48	71	86	103
风电场开发	133	247	774	1126	1478
其他	207	155	195	252	328
合计	1,740	2,606	5,138	6,788	7,361

来源：公司数据，瑞银证券估算

风电政策基调变得积极

风电行业处于政策敏感期。市场担心下调电价之后，行业装机可能会出现大幅下跌，我们认为装机大幅下跌的可能性不大，主要原因在于我们看到风电政策基调重新变得积极，媒体报道，可再生能源配额制将会推出。

风电政策基调重新变得积极

事隔 5 年之后，重新提出“大力发展风电”。11 月 20 日，国务院下发了《能源发展战略行动计划（2014-2020）》，我们注意到，文件提出未来 5 年“大力发展风电”，这与 2011-2014 年能源工作中“有序发展风电”的提法已经显著不同。我们认为措辞的变动表明，政府对于风电开发的态度更为积极。

图表 1: 政府关于风电政策的表述



来源: 国家能源局

可再生能源电力配额制可能会出台

10 月，媒体报道可再生能源配额制已通过发改委主任会议，正提交各方征求意见，再次修订后会上报国务院审定。若报道属实，可再生能源配额管理办法已经过三轮讨论修改，我们认为在风电电价下调之前或同步出台可能性很大。

主要的原因可能是要实现“2020 年风电电价与煤电平价”，同时仍然“大力发展风电，2020 年累计装机达到 2 亿千瓦”的政策目标，关键是要实施配额制，真正实现全额保障性收购。

- 长远政策看，风电电价的下调是趋势。2014 年以来，政府在正式文件中，已经多次明确提出要实现 2020 年风电与煤电的上网电价相当。11 月 20 日，国务院颁布的《能源战略行动计划 2014-2020》中也再次确认此目标。

风电上网电价目前比煤电上网电价贵 0.2 元/kwh 左右，要实现煤电和风电平价，下调的幅度可能会较大。

- **风电利用小时数还有提升空间。**按照能源局的测算，国内 I 类，II 类风电资源区，满负荷利用小时数可达到 2500 小时，IV 类风电资源区满负荷利用小时数可达到 2300 小时。而 2013 年，这三类地区的利用小时数分别为 2188，2010，1950 小时，利用小时数还有 15%-20%左右的上升空间。

- **加快电网建设和实施可再生能源配额是提升利用小时数的关键。**

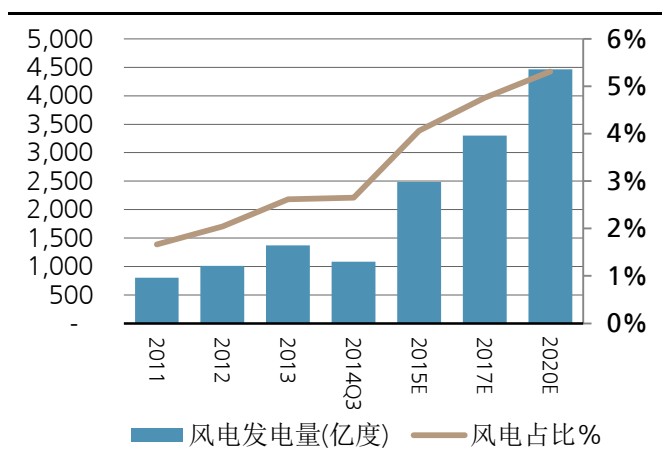
(1) 目前跨区输电的特高压项目正在加紧建设，我们预计 2017 年将形成“四交 四直”，2018 年将建成“五交五直”的特高压线路。电网建设加快为提升利用小时数提供了基础支持；

(2) 我们认为，实施配额制是政策层面推动风电发展的必然要求。可再生能源法明确要实施可再生能源配额制。我们测算表明，只有实施配额制，才有可能实现 2020 年煤电和风电上网平价，同时风电开发 IRR 达到 8%，维持开发者的开发热情。

根据媒体报道，2012 年能源局提出了配额制的讨论稿，经过三次讨论修订，目前已通过发改委办公会。可再生能源配额制管理办法主要内容有：

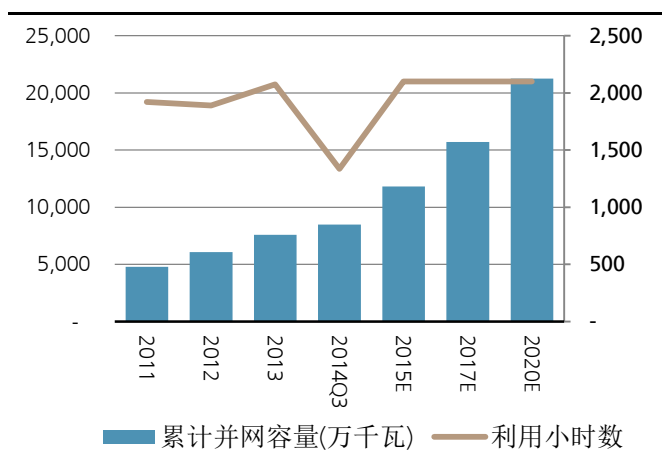
- **国家为发电企业，地方政府和电网企业确定可再生能源配额。**政府规定发电企业承担发电配额，电网企业承担收购配额，地方政府承担消纳配额的义务；
- **未达标责任主体将受到处罚。**对于未完成配额指标的省份，将减少或暂停当地化石能源发电项目规模；电网企业不能完成指标的，将向国务院做专门报告；
- **设立可再生能源配额各个省的基本指标和先进指标。**据媒体报道的讨论稿，2015/2017/2020 年基本指标的风电发电量占总发电量的 4.06%/4.76%/5.31%。我们按照风电利用小时数 2100 小时推算，2015/2017/2020 年末风电累计装机容量将达到 1.1 亿/1.6 亿/2.1 亿千瓦，年均新增装机约 20GW。

图表 2: 根据《考核办法》，风电占整体发电量的测算



来源: 瑞银证券估算, 根据媒体报道的《考核办法》测算

图表 3: 根据《考核办法》，风电占整体发电量的测算



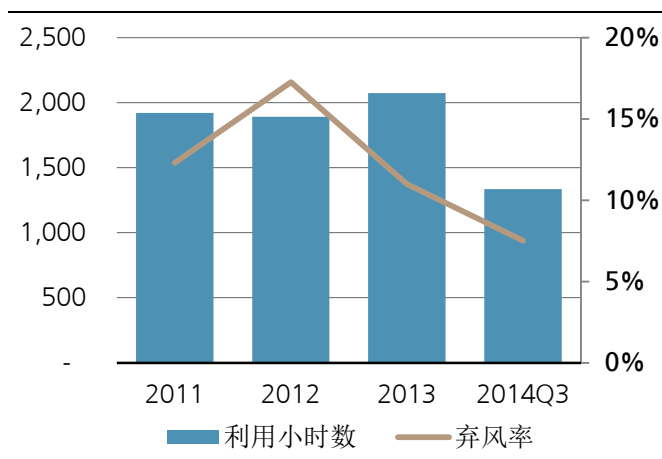
来源: 瑞银证券估算, 根据媒体报道的《考核办法》测算, 风电利用小时数 2100 小时

电价下调后新增装机量预计不会大幅下跌

市场担心，风电电价下调后，风电新增装机可能会出现暴跌。我们认为由于配额制的对冲，开发商收益率不会受到大的影响，风电装机量会维持平稳。

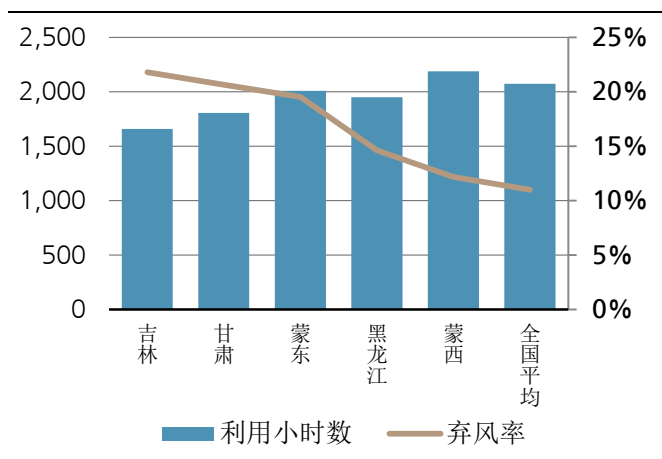
配额制实施可再生能源的全额保障收购，弃风问题将得到解决。我们预计如果实施配额制全额收购，国内的风电利用小时数会提高到 2200 小时左右（2013 年风速情况下），比 2013 年实际利用小时数提高 150 小时；

图表 4: 全国风电利用小时数



来源: 中电联

图表 5: 各省 2013 年弃风率和利用小时数



来源: 中电联

预计开发商层的项目收益率将维持稳定。对开发商而言，风机运行的利用小时数对收益率的敏感性要高于电价的敏感度。我们的测算显示，电价下调 0.01 元，项目的权益 IRR 下降 0.7 个百分点；利用小时数提高 50 小时，项目的权益 IRR 上升 0.9 个百分点。因此我们认为电价下调对收益率的冲击会被利用小时数上升抵消。

- **情景一：**如政策预期的下调电价 0.04 元，同时实施可再生能源配额制。我们预计，项目开发的内部 IRR 将维持稳定，新增装机量也将维持平稳；
- **情景：**如果政策预测的下调电价幅度低于 0.04 元，同时实施可再生能源配额制，我们预计，项目开发的 IRR 将上升，新增装机量将上升；

综合两种政策情景的分析，我们认为可再生能源配额制可能会和下调电价同步推出，行业装机量会维持平稳，不会大幅下滑。

图表 6: 权益 IRR 与利用小时数和上网电价的敏感性分析

		除税后上网电价				
		0.45	0.47	0.50	0.52	0.55
风机利用小时数	1740	4.3%	5.2%	7.7%	9.0%	10.6%
	1842	6.0%	6.9%	9.6%	11.0%	12.7%
	1944	7.6%	8.6%	11.5%	13.0%	14.9%
	2050	9.3%	10.4%	13.5%	15.1%	17.0%
	2150	11.0%	12.1%	15.4%	17.1%	19.2%
	2250	12.7%	13.9%	17.4%	19.2%	21.5%
	2350	14.5%	15.7%	19.4%	21.4%	23.8%

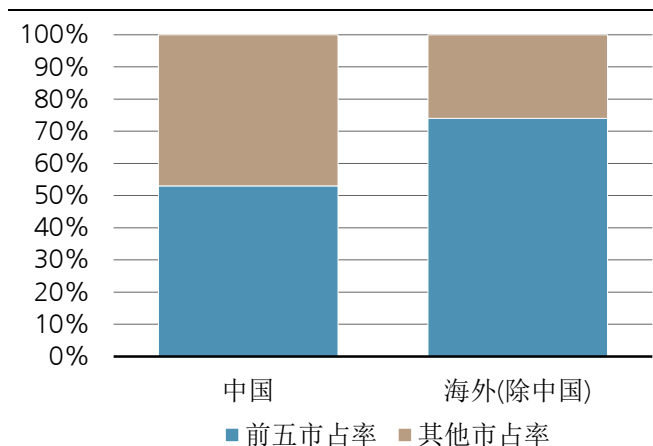
来源:瑞银证券估算

预计行业市场份额将向强者集中

我们认为风电整机的市场集中度还将上升。主要的原因:

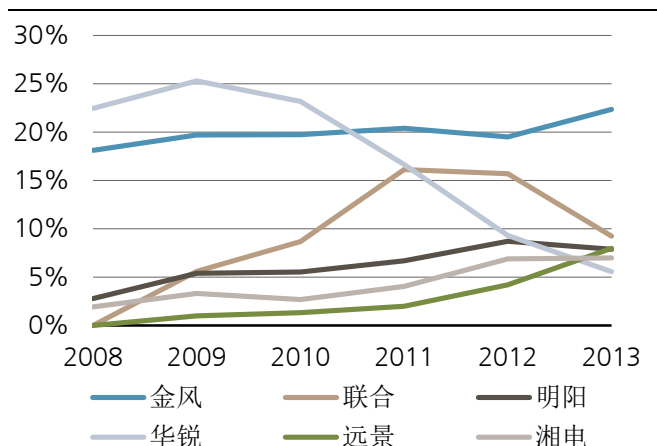
- **没有研发能力和创新能力的企业将加快失去份额。**风电产业目前还是依靠政策扶持的行业，电价的下调是行业趋势。我们认为，电价下调进程开启之后，只有能够不断提高发电效率，降低度电成本的公司才会赢得市场份额，而没有研发能力和持续创新的企业将会失去市场份额。
- **与海外市场对比，中国风电设备的市场集中度还较低。**海外市场前五大企业的市占率约 75%，而中国前五大企业市占率仅 50%

图表 7: 国内风电整机集中度低于海外



来源: 中电联

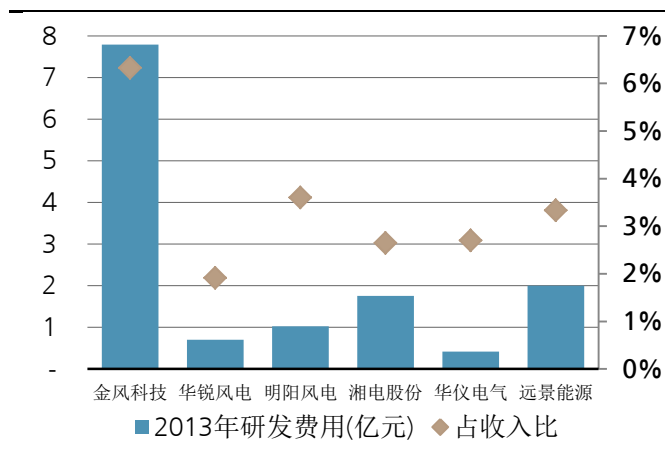
图表 8: 风电企业市占率变动情况



来源: 中电联

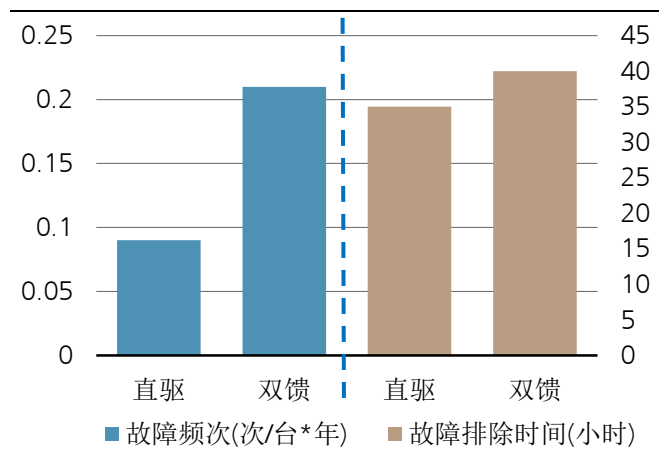
我们认为竞争中，金风将提高市场占有率。主要原因是其在研发创新，降低成本上的投入远超过同行业。过去三年，年均其研发费用近 8 亿，占收入比重超过 6%，远超过同行业竞争对手。

图表 9: 金风科技的研发支出远超过同行



来源: 公司公告

图表 10: 金风产品的质量更高

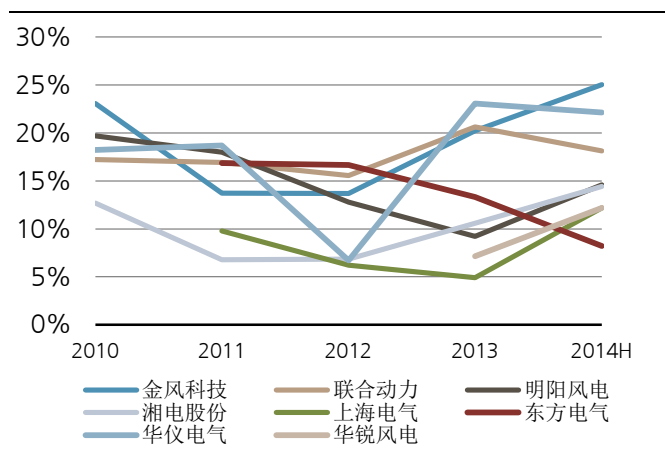


来源: 公司公告

我们认为金风对研发的重视，在其产品质量和盈利能力上已经开始反映出来，将在未来的竞争过程中，更加明显的反映。

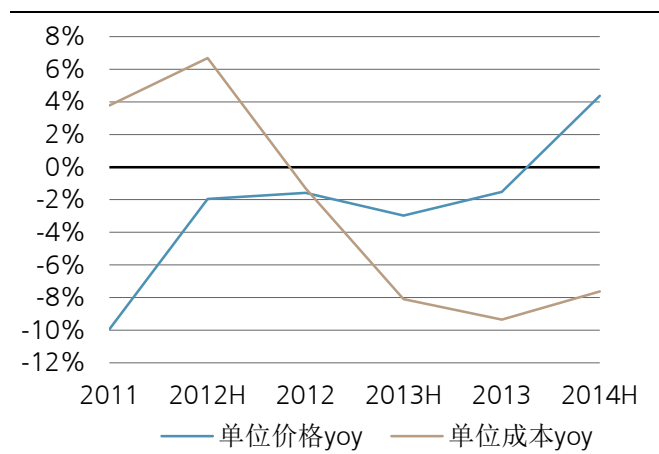
- 从产品质量看，金风的直驱风机的产品质量和解决问题时间显著好于竞争对手的双馈风机（图表 10）；
- 从盈利能力看，风机毛利率达到 25% 左右，远高于行业平均 15%-20% 左右的毛利率水平。毛利率显著较高的原因：
 - 金风的直驱风机的价格高于同行业风机价格 3%-5%（图表 11）
 - 金风的制造工艺和设计创新使得单位成本持续下降（图表 12）

图表 11: 风电业务的毛利率情况



来源: 公司公告

图表 12: 风机的单位价格和单位成本



来源: 公司公告

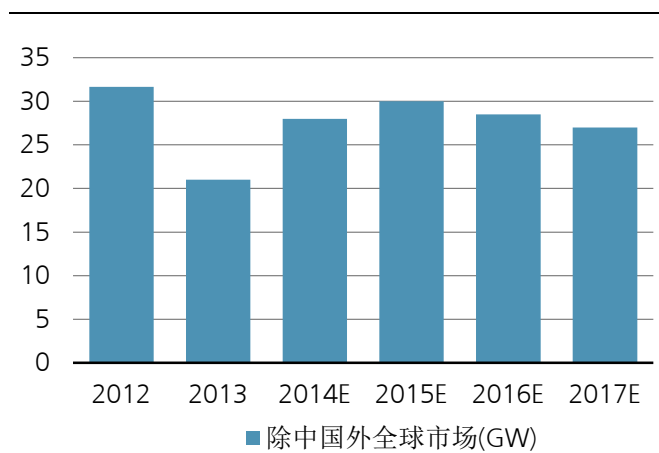
海外市场起步早可能步入收获期

海外风电装机市场空间。据国际风能理事会预计，未来三年除中国外的海外市场年均风电装机约 30GW，2014 年美国市场由于税收抵免政策（PTC）重新延期，将有较快的恢复性增长。

金风具有较强的性价比优势，起步较早，目前已进入了收获期。

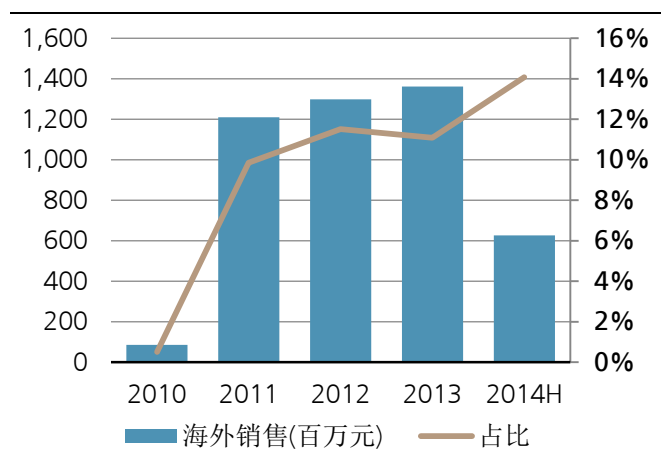
- **高性价比。**金风海外出口价格约 4000-5000 元/千瓦（不含税），比海外竞争对手的平均价格 9000 元/千瓦便宜近 50%；
- **已获得主流资质认证。**海外风电业主要求风电设备的各种认证，繁杂的国际认证是国内设备上出口的障碍之一，金风经过五年左右积累，已获得了大部分国际主流资质认可；
- **获得国际金融机构融资支持。**与光伏产品出口类似，国际金融机构的融资认可对于海外市场销售非常重要，金风已经获得多家国际金融机构的融资支持，有利于其国际市场开拓；

图表 13: 海外的风机市场装机的预测



来源: 中电联

图表 14: 金风的海外出口收入情况

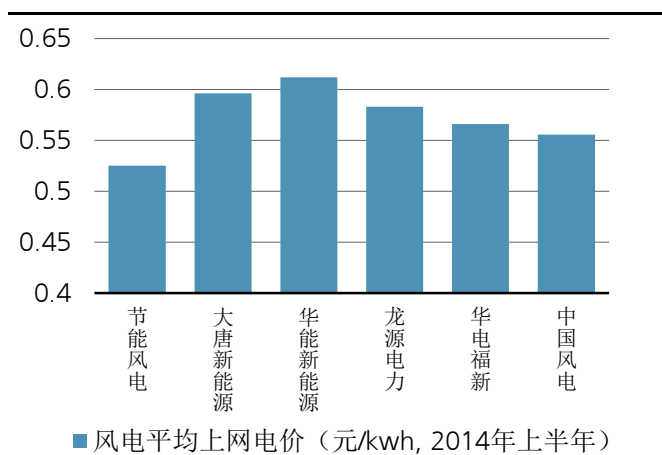


来源: 公司公告

风电场开发进入高增长阶段

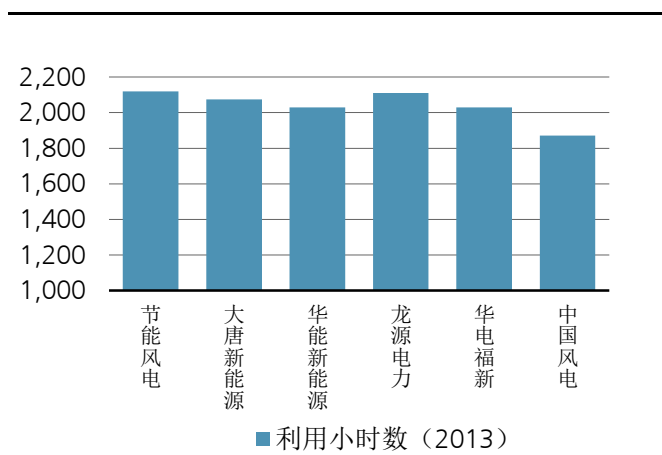
公司风电场盈利能力强。公司的风电场主要位于新疆，山西等地，风电利用小时数平均达到 2300 小时，比全国平均高出 10%，因此其毛利率高于其他风电开发商。

图表 15: 风电运营商的平均上网电价



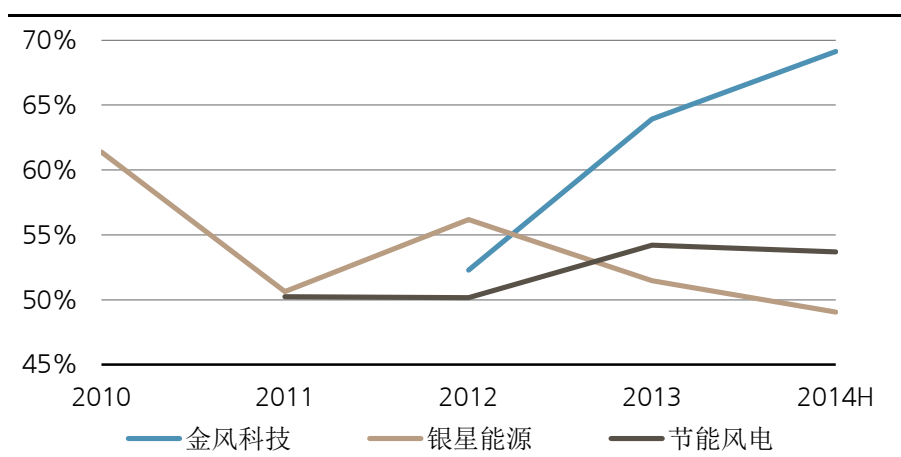
来源: 公司公告

图表 16: 风电运营商的平均利用小时数



来源: 公司公告

图表 17: 公司的毛利率高于同行业



来源: 公司公告

未来几年风电售电收入和利润高速增长。2013 年底开始, 公司加快了风电资源开发。我们预计 2014 年末在手风电装机量 1100MW, 未来几年年均新增装机量约 500MW 左右, 对应的风电发电量将保持快速增长。

图表 18: 公司风电场的收入构成

	2012	2013	2014H	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
并网加权平均装机容量 (MW)	230	350	1000	1100	1600	2100	2500	2500
单位装机成本								
总投资成本(百万元)	1840	2800	8000	8800	12800	16800	20000	20000
单位电价(元/度), 税后	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
利用小时数 (小时)	2300	2300	1128	2200	2200	2200	2200	2200
售电收入 (百万元)	265	403	564	1210	1760	2310	2750	2750
<i>yoy%</i>		52.17%		200.62%	212.06%	90.91%	56.25%	19.05%
售电成本 (百万元)	127	145	175	436	634	832	990	990
毛利率%	52%	64%	69%	64.0%	64.0%	64.0%	64.0%	64.0%
售电毛利	138	258	389	774	1126	1478	1760	1760
管理费用								
	19	28	39	85	123	162	193	193
<i>管理费用率</i>	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
财务费用								
	77	118	336	370	538	706	840	840
<i>财务费用率</i>	29.22%	29.22%	59.57%	30.55%	30.55%	30.55%	30.55%	30.55%
贷款规模								
	1288	1960	5600	6160	8960	11760	14000	14000
<i>贷款利率</i>	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
财务费用								
	77	118	336	370	538	706	840	840
税前利润								
	42	112	14	320	466	611	728	728
单位装机税前利润	0.18	0.32	0.01	0.29	0.29	0.29	0.29	0.29
所得税								
	6	17	2	48	70	92	109	109
<i>所得税率</i>	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润								
	35	95	12	272	396	519	618	618
<i>yoy%</i>		167.88%		186.25%	45.45%	31.25%	19.05%	0.00%
<i>净利润率</i>	13.42%	23.62%	2.06%	22.49%	22.49%	22.49%	22.49%	22.49%
售电收入 (百万元)	254	385	520	1210	1760	2310	2750	2750
售电成本 (百万元)	121	138	161	436	634	832	990	990
<i>毛利率</i>	52.28%	63.92%	69.04%	64.00%	64.00%	64.00%	64.00%	64.00%
毛利	133	247	359	774	1126	1478	1760	1760

来源:公司公告, 瑞银证券估算

盈利预测

毛利率超过我们预期。公司的毛利率比我们前期的预测更高，主要的原因是主流产品 1.5MW 风机的成本下降幅度超预期，背后的原因是由于其内部工艺流程改进实现了成本节约。我们预计其单位成本应能维持在 2014H1 水平。

图表 19: 风电场毛利率超预期

	原预测			新预测		
	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
1.5MW 风机单位价格变动幅度	10%	3%	0%	-5%	5%	0%
1.5MW 风机单位成本变动幅度	0%	0%	0%	-12%	2%	0%
1.5MW 风机毛利率	19%	20%	20%	26%	28%	28%
2.5MW 风机单位价格变动幅度	10%	3%	-1%	20%	-10%	0%
2.5MW 风机单位成本变动幅度	-1%	-1%	0%	10%	-10%	0%
2.5MW 风机毛利率	20%	23%	24%	27%	27%	27%
风电场毛利率	60%	60%	60%	64%	64%	64%
风电场净利润率	-	-	-	22%	22%	22%

来源:公司公告, 瑞银证券预测

图表 20: 分部收入预测

单位: 百万元	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
风电设备									
1.5MW 风机:									
收入	16255	10848	7952	7937	10556	13301	12636	12383	12383
Yoy%	-	-33%	-27%	0%	33%	26%	-5%	-2%	0%
成本	12529	9263	6844	6335	7805	9553	9075	8894	8894
毛利	3,726	1,585	1,108	1,602	2,751	3,748	3,560	3,489	3,489
毛利率	23%	15%	14%	20%	26%	28%	28%	28%	28%
2.5MW 风机:									
收入	12	847	1644	2673	4972	5817	6980	7678	8446
Yoy%	-	6783%	94%	63%	86%	17%	20%	10%	10%
成本	11	822	1437	2126	3625	4241	5089	5598	6158
毛利	1	25	207	547	1,347	1,576	1,891	2,080	2,288
毛利率	11%	3%	13%	20%	27%	27%	27%	27%	27%
风电设备合计:									
收入	16795	11720	9596	10652	15528	19118	19616	20061	20829
Yoy%	-	-30%	-18%	11%	46%	23%	3%	2%	4%
成本	12,922	10,113	8,281	8,496	11,430	13,794	14,165	14,492	15,052
毛利	3,873	1,607	1,315	2,156	4,098	5,324	5,452	5,569	5,777
毛利率	23%	14%	14%	20%	26%	28%	28%	28%	28%
风机零部件:									
收入	0	554	1031	647	647	841	1093	1421	1848
Yoy%	-	-	86%	-37%	0%	30%	30%	30%	30%
成本	0	257	856	511	453	589	765	995	1294
毛利	-	297	175	136	194	252	328	426	554
毛利率	-	54%	17%	21%	30%	30%	30%	30%	30%
风电服务:									
收入	301.6	374.4	400	596	715	858	1029	1235	1482
Yoy%	-	24%	7%	49%	20%	20%	20%	20%	20%
成本	-	-	314.88	547.83	643.25	771.90	926.28	1,111.53	1,333.84
毛利	-	-	85	48	71	86	103	124	148
毛利率	0%	-	21%	8%	10%	10%	10%	10%	10%
风电场开发:									
收入	178	139	254	385	1210	1760	2310	2750	2750
Yoy%	-	-22%	83%	52%	214%	45%	31%	19%	0%
成本	0	0	121	138	436	634	832	990	990
毛利	-	-	133	247	774	1,126	1,478	1,760	1,760
毛利率	0%	0%	52%	64%	64%	64%	64%	64%	64%
合计:									
收入	17275	12843	11324	12308	18100	22577	24049	25468	26909
Yoy%	-	-26%	-12%	9%	47%	25%	7%	6%	6%
成本	13,402	10,883	9573	9693	12961	15788	16688	17589	18669
毛利	3873	2129	1740	2606	5138	6788	7361	7879	8240
毛利率	22.42%	14.89%	15.14%	21.06%	28.39%	30.07%	30.61%	30.94%	30.62%

来源:公司公告, 瑞银证券估算, 风机设备部分只显示 1.5MW 和 2.5MW 风机

图表 21: 投资收益预测

单位: 百万元	2010		2011		2012		2013		2014E		2016E		2017E	
	售电收入	项目净利润	售电收入	项目净利润	售电收入	项目净利润	售电收入	项目净利润	售电收入	项目净利润	售电收入	项目净利润	售电收入	项目净利润
风电场子公司投资收益														
吉林同力	-	-	17	0	41	10	93	15	84	14	92	15	102	16
达茂旗天润	69	10	102	11	197	64	232	72	209	65	229	72	252	79
山西右玉	-	-	8	2	61	23	64	28	57	25	63	28	69	30
平鲁天汇	-	-	-	-	55	21	161	85	145	77	160	85	176	93
布尔津天润	61	33	52	35	48	22	52	19	47	17	51	19	56	20
瓜州天润	-	-	53	24	48	8	54	20	49	18	54	20	59	22
青岛润莱	-	-	-	-	-	-	36	14	32	13	36	14	39	16
风电场转让投资收益		476		643		338		159		301		277		254
合计: 投资收益	130	519	233	715	450	486	692	412	623	530	685	530	754	530

来源:公司公告, 瑞银证券估算

估值

基于毛利率上调, 我们上调了 2014-2016 年 EPS 至 0.63/0.77/0.82 元, 原为 (0.39/0.52/0.57 元), 基于瑞银 VCAM 工具, 通过现金流贴现 (WACC 从 9%调整至 8.9%) 上调目标价至 15.5 元。目标价对应 2014 年 25 倍 PE。

从历史 PE 看, 剔除异常峰值中位数在 33 倍左右。公司上市以来, 剔除峰值, 历史交易的中位数在 33 倍左右。近两年国家宏观和行业的整体情况大幅好转, 公司 PE 有显著的提升, 从 20 倍上升至 50 倍以上。

从国内同行对比看, 风机整机商的 2014 年平均估值约 31 倍, 金风科技目前估值约 19 倍, 明显低于同行业, 我们认为其目前估值已被低估。

与国外同行对比, 维斯塔斯和歌美萨 2014 年平均估值约 22 倍, 金风的估值也低于国际同行。

与传统电源设备公司对比看, 东电和上海电气的 2014 年平均估值约 23 倍, 金风的估值也较低。

我们预计金风 2013-2016 年净利润 CAGR73%左右, 略低于国内外同行一致预期 (风机整机商) 的复合增速, 我们的目标价对应 2014 年 25 倍 PE, 略低于国内外同行估值平均水平 26 倍, 因此认为我们的目标价是合理的。

图表 22: 风电产业链公司的估值对比表

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
风机整机												
*ST 锐电	601558.sh	4.0	16,122	-0.86	-	-	-	-	-4.4	-	-	-
湘电股份	600416.sh	11.2	6,815	0.08	0.29	0.48	0.63	99.5%	141.7	38.6	23.6	17.9
华仪电气	600290.sh	9.9	5,227	0.08	0.43	0.64	0.81	112.6%	117.2	23.3	15.6	12.2
平均值									84.8	30.9	19.6	15.0
风电零部件												
天奇股份	002009.sz	16.3	5,232	0.13	0.40	0.53	0.67	71.2%	122.4	40.3	30.8	24.4
泰胜风能	300129.sz	11.2	3,622	0.24	0.29	0.36	0.46	24.7%	46.8	39.0	31.0	24.1
天顺风能	002531.sz	15.6	6,411	0.42	0.48	0.75	0.99	33.2%	37.2	32.6	20.8	15.7
中材科技	002080.sz	13.5	5,400	0.27	-	-	-	-	50.0	-	-	-
吉鑫科技	601218.sh	8.2	8,083	0.02	0.17	0.28	0.40	171.0%	404.7	46.7	28.9	20.3
中国高速传动	0658.hk	5.3	9,010	0.06	0.40	0.50	0.61	116.6%	87.8	13.2	10.5	8.6
平均值									124.8	34.4	24.4	18.6
传统电源设备												
东方电气	600875.sh	16.3	27,154	1.17	0.81	0.94	1.13	-1.3%	13.9	20.2	17.4	14.5
上海电气	601727.sh	6.3	62,454	0.19	0.24	0.33	0.38	25.5%	33.0	26.4	19.2	16.7
平均值									23.5	23.3	18.3	15.6
海外公司												
维斯塔斯	VWS DC	226.0	50,640	-3.35	9.99	13.43	13.05	257.3%	-67.5	22.6	16.8	17.3
歌美飒	GAM SM	62.6	17,494	1.47	3.04	4.7	5.54	55.6%	42.6	20.6	13.3	11.3
平均值									-12.4	21.6	15.1	14.3
金风科技	002202.sz	12.1	32,524	0.16	0.63	0.77	0.82	72.9%	76.3	19.2	15.7	14.8

来源:wind, 截至日期为 2014/11/28, 上海电气, 金风科技盈利预测为瑞银预测

图表 23: VCAM 估值表

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	2,035	2,813	3,227	3,506	3,621	6,365	6,951	7,417	7,683	7,652
折旧及摊销*	1,028	1,070	1,310	1,501	1,621	737	913	1,125	1,380	1,683
资本支出	(2,503)	(6,000)	(5,500)	(3,500)	(2,500)	(838)	(1,017)	(1,228)	(1,474)	(1,760)
运营资本变动	(3,825)	(2,093)	(708)	(661)	(562)	(4,576)	(3,414)	(4,016)	(4,693)	(5,447)
所得税(营运)	(226)	(332)	(388)	(428)	(445)	(1,591)	(1,738)	(1,854)	(1,921)	(1,913)
其他	(174)	(134)	(44)	(43)	(43)	(198)	(240)	(289)	(347)	(414)
自由现金流	(3,665)	(4,677)	(2,103)	376	1,692	(100)	1,456	1,155	628	(199)
增长		NM	NM	NM	349.7%	-105.9%	NM	-20.7%	-45.6%	-131.7%

估值	
明计现金流现值	(5,252)
期末价值(第15年)现值	49,430
企业价值	44,178
占永续价值百分比	112%
联营公司及其他	150
-少数股东权益	435
现金盈余**	6,626
-债务***	12,127
权益价值	38,392
已发行股数 [m]	2,694.6
每股权益价值 (Rmb/股)	14.20
权益成本	9.5%
股息收益率	0.5%
1年期目标价 (Rmb/股)	15.50

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	22.0%	20.0%	18.0%
息税前利润率	10.0%	9.0%	0.8%
资本支出/销售收入	2.3%	2.2%	1.5%
投资资本回报率	9.8%	12.7%	1.6%

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	14.4x	11.4x	11.6x
企业价值 / 息税前利润	21.7x	15.7x	16.1x
自由现金流收益率	NM	NM	NM
市盈率(现值)	22.7x	18.6x	18.9x
市盈率(目标)	24.7x	20.2x	20.5x

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	1.07
债务/权益比	36.1%
边际税率	25.0%
权益成本	9.5%
债务成本	6.1%
WACC	8.9%

期末假设值	
VCH(年数)	15
对应的自由现金流增长	NM
回报率增幅	8.0%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	6.7x

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: VCAM

金风科技 A (002202.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	12,843	11,324	12,308	18,100	47.1	22,577	24.7	24,049	25,468	26,909
毛利	2,129	1,740	2,606	5,138	97.2	6,788	32.1	7,361	7,879	8,240
息税折旧摊销前利润(UBS)	659	338	704	3,063	335.2	3,883	26.8	4,537	5,007	5,242
折旧和摊销	(261)	(287)	(290)	(1,028)	254.7	(1,070)	4.1	(1,310)	(1,501)	(1,621)
息税前利润(UBS)	398	51	414	2,035	391.6	2,813	38.2	3,227	3,506	3,621
联营及投资收益	715	486	412	530	28.5	530	0.0	530	530	530
其他非营业利润	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利息	(249)	(330)	(321)	(651)	-102.8	(984)	-51.3	(1,240)	(1,350)	(1,395)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	864	207	506	1,914	278.7	2,358	23.2	2,518	2,686	2,756
税项	(146)	(41)	(72)	(212)	-195.0	(279)	-31.4	(303)	(328)	(338)
税后利润	718	165	434	1,702	292.5	2,079	22.2	2,215	2,358	2,418
优先股股息及少数股权	(111)	(12)	(6)	(10)	-67.0	(10)	0.0	(10)	(10)	(10)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	607	153	428	1,692	295.7	2,069	22.3	2,205	2,348	2,408
净利润(UBS)	607	153	428	1,692	295.7	2,069	22.3	2,205	2,348	2,408
税率(%)	16.9	20.0	14.2	11.1	-22.1	11.8	6.7	12.0	12.2	12.3
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)	0.23	0.06	0.16	0.63	295.7	0.77	22.3	0.82	0.87	0.89
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.23	0.06	0.16	0.63	295.7	0.77	22.3	0.82	0.87	0.89
每股收益(UBS, 基本)	0.23	0.06	0.16	0.63	295.7	0.77	22.3	0.82	0.87	0.89
每股股息净值(Rmb)	0.05	0.06	0.08	0.08	0.0	0.06	-21.5	0.08	0.08	0.09
每股账面价值	4.78	4.79	4.96	5.60	12.9	6.31	12.6	7.05	7.84	8.65
平均股数(稀释后)	2,694.59	2,694.59	2,694.59	2,694.59	0.0	2,694.59	0.0	2,694.59	2,694.59	2,694.59
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	7,613	6,962	4,455	6,600	48.1	6,600	0.0	6,600	6,600	8,240
其他流动资产	17,271	16,159	14,838	20,988	41.4	25,908	23.4	27,516	29,077	30,720
流动资产总额	24,884	23,120	19,293	27,588	43.0	32,508	17.8	34,116	35,677	38,960
有形固定资产净值	4,580	5,366	10,349	12,141	17.3	17,194	41.6	21,506	23,626	24,626
无形固定资产净值	750	589	727	668	-8.2	608	-8.9	548	488	429
投资/其他资产	1,733	2,868	4,000	3,353	-16.2	3,622	8.0	3,820	3,819	3,819
总资产	31,948	31,944	34,370	43,750	27.3	53,931	23.3	59,990	63,611	67,834
应付账款和其他短期负债	9,749	11,424	10,967	13,465	22.8	16,363	21.5	17,285	18,208	19,316
短期债务	5,481	389	571	1,327	132.29	1,700	28.15	2,808	368	300
流动负债总额	15,230	11,813	11,538	14,792	28.2	18,063	22.1	20,093	18,576	19,616
长期债务	2,575	5,716	7,394	12,394	67.6	17,394	40.3	19,415	22,415	23,415
其它长期负债	874	1,129	1,644	1,032	-37.3	1,032	0.0	1,032	1,032	1,032
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	18,679	18,658	20,576	28,218	37.1	36,489	29.3	40,540	42,023	44,063
普通股股东权益	12,874	12,903	13,368	15,096	12.9	16,997	12.6	18,995	21,122	23,295
少数股东权益	394	383	425	435	2.4	445	2.3	455	465	475
负债和权益总计	31,948	31,944	34,369	43,750	27.3	53,931	23.3	59,990	63,611	67,833
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)	607	153	428	1,692	295.7	2,069	22.3	2,205	2,348	2,408
折旧和摊销	261	287	290	1,028	254.7	1,070	4.1	1,310	1,501	1,621
营运资本变动净值	(4,677)	2,054	1,399	(3,205)	-	(2,160)	32.6	(731)	(682)	(580)
其他营业性现金流	(323)	6	(186)	(345)	-85.5	571	-	734	843	889
经营性现金流	(4,133)	2,500	1,930	(830)	-	1,550	-	3,518	4,011	4,338
有形资本支出	(3,222)	(2,602)	(6,207)	(2,503)	59.7	(6,000)	-139.7	(5,500)	(3,500)	(2,500)
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	(133)	329	129	590	-	230	-	300	500	500
投资性现金流	(3,355)	(2,273)	(6,077)	(1,913)	68.5	(5,770)	-201.7	(5,200)	(3,000)	(2,000)
已付股息	(916)	(135)	(148)	(216)	-45.5	(169)	21.5	(207)	(221)	(235)
股份发行/回购	105	41	23	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	1,657	1,662	91	(455)	-	(984)	-116.25	(1,240)	(1,350)	(1,395)
债务及优先股变化	5,067	(1,951)	1,860	5,756	209.42	5,374	-6.64	3,129	560	932
融资性现金流	5,913	(382)	1,826	5,085	178.5	4,220	-17.0	1,682	(1,011)	(698)
现金流量中现金的增加(减少)	(1,576)	(155)	(2,322)	2,342	-	0	-100.0	0	0	1,640
外汇/非现金项目	(469)	(497)	(185)	(197)	-6.4	0	100.0	0	0	0
资产负债表现金增加(减少)	(2,045)	(651)	(2,507)	2,145	-	0	-	0	0	1,640

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。

金风科技 A (002202.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)	65.6	NM	40.8	19.2	15.7	14.7	13.9	13.5
市盈率 (UBS, 稀释后)	65.6	NM	40.8	19.2	15.7	14.7	13.9	13.5
股价/每股现金收益	45.9	41.3	24.3	12.0	10.4	9.3	8.4	8.1
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(20.4)	(0.6)	(26.2)	(10.8)	(14.4)	(6.4)	1.6	5.9
净股息收益率(%)	0.3	0.8	1.2	0.7	0.5	0.6	0.7	0.7
市净率	3.1	1.4	1.3	2.2	1.9	1.7	1.5	1.4
企业价值/营业收入(核心)	2.9	1.4	1.6	2.1	1.9	1.9	1.9	1.7
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	55.8	46.0	28.6	12.5	11.3	10.3	9.5	8.9
企业价值/息税前利润(核心)	NM	NM	NM	18.9	15.6	14.5	13.5	12.9
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	NM	NM	13.3	12.4	11.6	10.7	10.1
企业价值/运营投入资本	3.7	1.3	1.5	2.0	1.8	1.5	1.4	1.3
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	36,043	16,186	16,353	30,964	30,964	30,964	30,964	30,964
净债务 (现金)	443	(857)	3,510	7,121	12,494	15,623	16,183	15,475
少数股东权益	394	383	425	435	445	455	465	475
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	36,881	15,712	20,289	38,520	43,904	47,043	47,613	46,914
非核心资产	(150)	(150)	(150)	(150)	(150)	(150)	(150)	(150)
核心企业价值	36,731	15,562	20,139	38,370	43,754	46,893	47,463	46,764
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	-27.0	-11.8	8.7	47.1	24.7	6.5	5.9	5.7
息税折旧摊销前利润(UBS)	-74.7	-48.7	108.2	NM	26.8	16.9	10.4	4.7
息税前利润(UBS)	-83.2	-87.1	NM	NM	38.2	14.7	8.6	3.3
每股收益(UBS 稀释后)	-73.5	-74.8	179.4	NM	22.3	6.6	6.5	2.5
每股股息净值	-	10.0	45.5	0.0	-21.5	22.3	6.6	6.5
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	16.6	15.4	21.2	28.4	30.1	30.6	30.9	30.6
息税折旧摊销前利润率	5.1	3.0	5.7	16.9	17.2	18.9	19.7	19.5
息税前利润率	3.1	0.5	3.4	11.2	12.5	13.4	13.8	13.5
净利 (UBS) 率	4.7	1.4	3.5	9.3	9.2	9.2	9.2	8.9
ROIC (EBIT)	4.1	0.4	3.0	10.8	11.4	10.5	10.2	9.9
税后投资资本回报率	3.4	0.3	2.6	9.6	10.0	9.2	8.9	8.7
净股东权益回报率(UBS)	4.6	1.2	3.3	11.9	12.9	12.3	11.7	10.8
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	0.7	(2.5)	5.0	2.3	3.2	3.4	3.2	2.9
净债务/总权益 %	3.3	(6.4)	25.4	44.6	70.5	79.3	74.1	64.3
净债务/(净债务 + 总权益) %	3.2	(6.9)	20.3	30.8	41.4	44.2	42.5	39.1
净债务/企业价值	1.2	(5.5)	17.4	18.0	28.1	32.9	33.7	32.7
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	160.2
资本支出/营业收入(%)	25.1	23.0	NM	13.8	26.6	22.9	13.7	9.3
息税前利润/净利息	1.6	0.2	1.3	3.1	2.9	2.6	2.6	2.6
股息保障倍数 (UBS)	4.5	1.0	2.0	7.9	12.2	10.7	10.6	10.3
股息支付率 (UBS) %	22.2	96.8	50.4	12.7	8.2	9.4	9.4	9.8
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	12,843	11,324	12,308	18,100	22,577	24,049	25,468	26,909
总计	12,843	11,324	12,308	18,100	22,577	24,049	25,468	26,909
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	398	51	414	2,035	2,813	3,227	3,506	3,621
总计	398	51	414	2,035	2,813	3,227	3,506	3,621

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	+28.4%
预测股息收益率	0.5%
预测股票回报率	+28.9%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+19.7%

风险声明

行业风险：如果电网建设速度低于预期，风电并网和消纳问题没有得到缓解，风电场的开发可能减缓，从而整个风机设备行业的量和价都面临下行的风险。公司风险：金风业绩处于转折点，业绩弹性较大，可测性较差，如果风机价格上升幅度低于预期，金风的毛利率可能低于预期，业绩面临下行风险。

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。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：李博。

涉及报告中提及的公司的披露

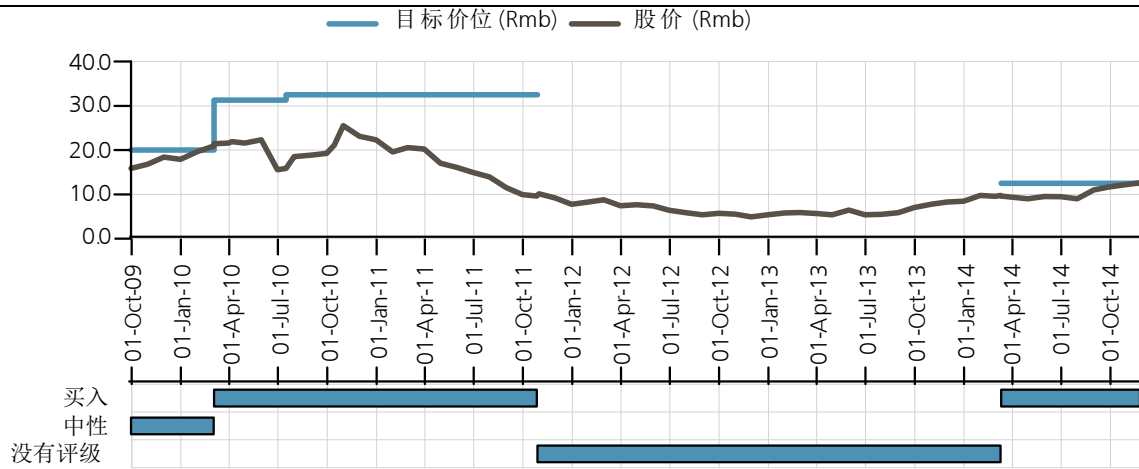
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
金风科技 A	002202.SZ	暂停评级	不适用	Rmb12.07	2014 年 11 月 28 日

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。

金风科技 A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 11 月 28 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。

