

沪港通股票

## 山东黄金

### 定增或短期摊薄公司业绩，下调矿产金产量预计

#### 公司增发方案：收购 50 亿的黄金资产，配套融资 16.8 亿元

公司计划定向对山金集团等 5 家机构发行 3.53 亿股，收购对方持有的东风矿等黄金资产。同时拟向山东省国投、前海开源等 5 名投资机构发行股票 1.16 亿股，定增价为 14.5 元/股，募集总额为 16.8 亿元。融资方案尚需股东会通过和证监会核准，我们预计在 2015 年下半年完成。

#### 增发方案的亮点和不足

1)定增中包含员工持股计划，预计高管将以 14.5 元成本认购 1186 万股，中长期看相当于高管股权激励；2)方案设定了股票发行价和资产定价对于金价波动的调整方案，部分规避了金价和股票大幅波动的风险；3)比较公司历次资产收购，我们认为此次收购成本处于历史中值附近。对市场吸引不足的地方在于本次收购有大量探矿权标的资产，公司中短期 ROE 或面临降低的风险。

#### 瑞银对 2014-17 金价预计为 1270/1200/1250/1250 美元/盎司

瑞银大宗商品团队认为金价中长期将维持在 1200 美元附近，其中认为 2015 年均价为 1200 美元，低于 2014 年均价，并在 2016-2017 年小幅回升。同时在我们的模型中，基于当前生产规模，我们下调公司 2014-17 年矿产金量为 27/28.5/30/32 吨，调降幅度为 19%/35%/40%/36%。

#### 估值：下调目标价至 23.12 元（原为 28.38 元），下调评级至“中性”

基于金价和矿量金预计的调整，我们下调公司 2014-2016 年 EPS 49%/52%/48% 至 0.54/0.51/0.73 元（原为 1.06/1.07/1.39 元）。由于公司未来 3 年预测平均 ROE 低于历史平均 ROE，我们在公司历史平均市净率（2004-2013）的基础上折让 67%，得到公司目标市净率 3.38X，基于 2015 年预测每股净资产 6.84 元，下调公司目标价至 23.12 元，下调评级至“中性”。

#### Equities

 中国  
采矿业

 12 个月评级 **中性**  
之前：买入

 12 个月目标价 **Rmb23.12**  
之前：Rmb28.38

 股价 **Rmb20.51**

路透代码：600547.SS 彭博代码 600547 CH

#### 交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb21.02-15.20
市值	Rmb29.2 十亿/US\$4.73 十亿
已发行股本	1,423 百万 (ORDA)
流通股比例	49%
日均成交量(千股)	50,982
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb1,024.3
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb9.10 十亿
市净率 (12/14E)	3.2x
净债务 / EBITDA	2.5x

#### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	1.06	0.54	-49.07	0.74
12/15E	1.07	0.51	-51.86	0.79
12/16E	1.39	0.73	-47.91	0.80

林浩祥

分析师

S1460511010014

haoxiang.lin@ubssecurities.com

+86-213-866 8897

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	39,415	50,228	46,168	38,336	36,620	38,538	39,052	41,406
息税前利润(UBS)	2,896	3,184	1,694	1,548	1,471	1,863	2,027	2,384
净利润 (UBS)	1,902	2,172	1,118	770	730	1,033	1,170	1,445
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	1.34	1.53	0.79	0.54	0.51	0.73	0.82	1.02
每股股息 (Rmb)	0.15	0.16	0.10	0.06	0.06	0.09	0.10	0.12
现金 / (净债务)	(2,479)	(3,717)	(5,945)	(6,088)	(5,512)	(4,516)	(3,392)	(1,955)

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(%)	7.3	6.3	3.7	4.0	4.0	4.8	5.2	5.8
ROIC (EBIT) (%)	37.1	30.2	12.6	10.3	9.5	12.0	13.0	15.3
EV/EBITDA(core)x	18.7	13.2	15.4	14.4	14.5	12.0	10.8	9.2
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	33.6	23.2	34.8	37.9	40.0	28.3	25.0	20.2
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	0.2	(3.7)	(7.0)	1.5	3.7	4.9	5.4	6.3
净股息收益率(%)	0.3	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6

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 12 月 11 日 20 时 26 分的股价(Rmb20.51)得出；

# 投资主题

## 山东黄金

### 投资理由

随着公司焦家金矿 6000 吨扩建，三山岛金矿 8000 吨扩建及新城金矿万吨矿山等重点项目的逐步建成，我们预计公司有望在十二五期间保持矿产金量 10-15% 的增速。2012 年 10 月山东黄金集团在山东成立“胶东百吨黄金基地”，公司作为山东黄金集团黄金主业的唯一整合平台，我们判断集团百吨矿山的建设也将以上市公司为核心，继续支持公司资源储量及矿产金量持续增长。我们采用 PB 估值法，得到公司目标价 23.12 元。“中性”评级。我们对公司 2014-16 年盈利预测为 0.54/0.51/0.73 元，市场一致预期为 0.74/0.79/0.80 元。

### 乐观情景

由于公司的主要业务收入来自于黄金，因此黄金价格的波动决定了公司营业收入和利润的波动。我们假设 2015 年黄金价格较我们基准预测值高 20%，我们估算公司 15 年 EPS 为 1.33 元，BVPS 为 8.4 元，考虑到 ROE 显著上行，我们得到每股估值 31.5 元。

### 悲观情景

在 2015 年黄金价格较我们的预测值低 15% 的假设情况下，我们估算公司 2015 年 EPS 是 0.18 元，BVPS 为 6.3 元，考虑到 ROE 下行我们得到每股估值为 13.1 元。

### 近期催化剂

金价上涨/下跌；  
未来 5 年内资产收购/出售。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb23.12

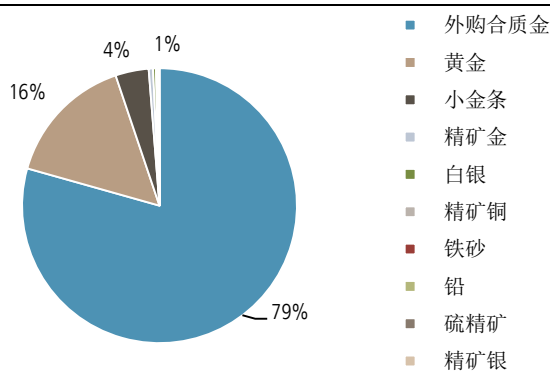
### 公司简介

山东黄金主要从事黄金勘探、采选和冶炼。公司业务还包括贵金属、有色金属制品和黄金珠宝饰品提纯、加工、生产、销售，以及黄金矿山专用设备与物资、建筑材料的生产、销售。主要产品是黄金和白银。

### 行业展望

今年以来美国经济温和复苏，欧洲经济进一步回暖，资金由新兴市场持续流出，美元走强，宏观经济的持续改善使黄金价格承压。美联储不断释放出缩减甚至终结 QE 的信号添加金价的下行风险。

### 收入按产品分布, 2013 (%)



来源: 公司数据

### 分产品毛利

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
黄金	4,627	3,239	2,852	2,487	2,915
白银	102	95	34	40	54
硫精矿	16	8	7	7	7
外购合质金	117	61	91	86	90
精矿金	65	113	54	50	55
精矿银	12	10	(5)	(2)	0
建筑材料	1	1	9	9	9
精矿铜	15	-2	(3)	(1)	(3)
铁砂	13	10	25	26	28
铜矿粉	0	0	0	0	0
铅	1	1	14	15	16
硫	0	0	0	0	0
小金条	4	2	18	17	17
其他	21	25	(6)	(6)	(6)
总计	4,995	3,562	3,090	2,728	3,183

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

# 公司启动定向增发收购金矿预案

## 收购 50 亿黄金资产，配套资金 16.8 亿元

山东黄金公司停牌 5 个月之后发布公告，拟分别向黄金集团、有色集团、黄金地勘、金茂矿业以及王志强定向发行股份购买黄金资产。本次发行股票价格为 14.33 元/股，购买资产的交易对价预计约为 50.5 亿元，发行股份数量约为 3.53 亿股。

同时公司拟向山东省国投、前海开源、山金金控、金茂矿业及山东黄金第一期员工持股计划共五名特定投资者以锁价方式非公开发行股份募集配套资金 16.8 亿元，用于发展标的资产主营业务。

图表 1: 山东黄金本次发行股份购买资产

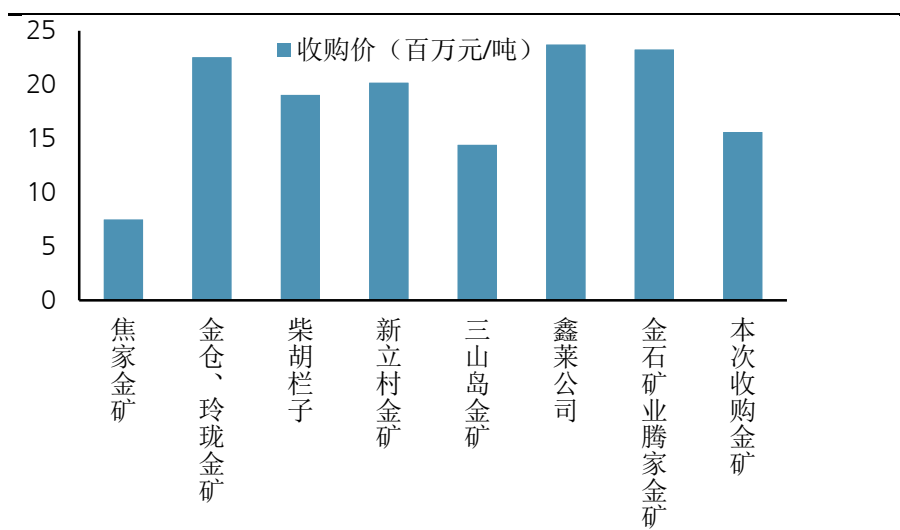
发行股份购买资产交易对方	标的资产	交易方式
	东风探矿权	发行股份购买资产
黄金集团	东风采矿权及相关资产与负债	发行股份购买资产
	新城探矿权	发行股份购买资产
有色集团	归来庄公司 70.65% 股权	发行股份购买资产
	蓬莱矿业 51% 股权	发行股份购买资产
黄金地勘	新立探矿权	发行股份购买资产
金茂矿业	蓬莱矿业 20% 股权	发行股份购买资产
王志强	蓬莱矿业 29% 股权	发行股份购买资产

来源: 公司公告

## 金价下跌导致金矿资产的评估价格中枢下移

公司此次平均吨金收购成本约为 1560 万元，从公司历次金矿收购单位成本来看，此次收购对价处于历史中值附近。我们认为主要是考虑到了金价过去 1 年终的显著下跌，导致资产评估价格中枢下移。

图表 2: 公司历次金矿资产收购单价（价格/吨）



来源: 公司公告，瑞银证券估算

## 股本和股东结构变化

公司在本次交易前的总股本为 14.2 亿股，控股股东黄金集团直接持有公司 7.2 亿股的股份；融资方案实施后，预计大股东持股达到 8.7 亿，总股本增加至 18.9 亿股，持股比例有原有的 50% 下降至 46%。具体在本次交易前后公司股本结构变化情况如下：

图表 3: 本次交易前后公司股本结构变化

股东名称	交易前		交易后（不考虑募集配套资金）		交易后（考虑募集配套资金）	
	数量（万股）	比例（%）	数量（万股）	比例（%）	数量（万股）	比例（%）
黄金集团	71,510	50.25	86,585	48.76	86,585	45.77
青岛黄金	1,605	1.13	1,605	0.90	1,605	0.85
有色集团	0	0.00	7,363	4.15	7,363	3.89
黄金地勘	0	0.00	9,770	5.50	9,770	5.16
王志强	0	0.00	1,810	1.02	1,810	0.96
金茂矿业	0	0.00	1,248	0.70	1,938	1.02
山东省国投	0	0.00	0	0.00	2,500	1.32
前海开源	0	0.00	0	0.00	5,173	2.74
山金金控	0	0.00	0	0.00	2,069	1.09
山东黄金第一期员工持股计划	0	0.00	0	0.00	1,186	0.63
其他公众股东	69,192	48.62	69,192	38.97	69,192	36.57
合计	142,307	100.00	177,574	100.00	189,191	100.00

来源: 公司公告

## 融资方案中的亮点

- 1, 定向增发中包含了员工持股计划，预计高管将以 14.5 元成本参与 1186 万股的认购公司的定向增发，中长期看相当于高管的股权激励；
- 2, 方案设定了股票发行价格和资产定价对于金价波动的调整方案，部分规避了金价和股票大幅波动的风险；
- 3, 本次收购体量预计为 330 吨，我们预计 2015-2017 年公司产金量分别多增 4.8/7.5/9.3 吨。

## 融资方案存在的不确定性

- 1, 方案引入针对金价波动、以及 A 股黄金公司股价显著波动可能引发增发条件修改的机制（详见公司公告），我们认为未来 6 个月中公司实施的融资方案还存在调整的可能。

2, 对资本市场吸引不足的地方在于本次收购有大量的探矿权标的资产(其中我们预计仅有虎路线采矿权和东风采矿权在 2015 年投产), 中短期尚未能形成收入、利润, 因此公司中短期 ROE 恐面临显著降低的风险。

## 估值和目标价

### 下调 2014 年金价预测

随着美国经济复苏和美元的走强, 金价今年下半年以来下跌约 10%, 瑞银大宗商品团队下调了 2014 年金价预测至 1270 美元/盎司, 折合成人民币为 251 元/克, 同时我们下调了 2014 年银价预测至 0.62 美元/克, 折合成人民币为 3.83 元/克。

图表 4: 山东黄金主要产品价格预测变化

		2014E		2015E		2016E		2017E	
		调整后	调整前	调整后	调整前	调整后	调整前	调整后	调整前
金价	美元/盎司	1270	1325	1200	1200	1250	1250	1250	1226
	元/克	251	264	237	239	247	249	247	244
银价	美元/克	0.62	1.00	0.59	0.64	0.68	0.61	0.71	0.80
	人民币/克	3.83	6.18	3.63	3.99	4.15	3.79	4.35	4.95

来源: 瑞银证券估算

### 2014 年矿产金产量下调至 27 吨

考虑到外购黄金价格降低的影响, 我们小幅下调了 2014 年公司黄金单位成本至 146 元/克。我们根据公司 2014 年半年报推算, 上半年公司矿产金产量约为 13 吨左右, 低于我们此前的预期, 因此我们小幅下调公司 2014 年矿产金产量至 27 吨。

图表 5: 山东黄金主要产品单位成本假设

		2014E		2015E		2016E		2017E	
		调整后	调整前	调整后	调整前	调整后	调整前	调整后	调整前
黄金	元/克	146	154	150	155	150	165	150	160
白银	元/克	1.44	0.75	1.42	0.66	1.45	0.8	1.45	0.94

来源: 瑞银证券估算

图表 6: 山东黄金主要产品产量预测

		2014E		2015E		2016E		2017E	
		调整后	调整前	调整后	调整前	调整后	调整前	调整后	调整前
矿产金	吨	27	33.5	28.5	43	30	50	32	50
银	吨	14	14	18	18	20	20	20	20

来源: 瑞银证券估算

## 下调公司盈利预测

公司 2014 年前三季度实现营业收入 349.6 亿元，归属于上市公司股东净利润 5.9 亿元，实现每股收益 0.42 元，低于我们此前预期。考虑到今年下半年金价的下跌，以及公司产量增速的放缓，我们将公司 2014-2016 年 EPS 分别下调 49%/52%/48% 至 0.54/0.51/0.73 元（原为 1.06/1.07/1.39）。

图表 7: 山东黄金主要盈利预测

		2014E		2015E		2016E		2017E	
		调整后	调整前	调整后	调整前	调整后	调整前	调整后	调整前
收入	百万元	38,336	42,083	36,620	40,437	38,538	43,892	39,052	43,072
成本	百万元	35,245	38,062	33,891	36,519	35,355	39,366	35,664	38,520
毛利润	百万元	3,090	4,021	2,728	3,917	3,183	4,525	3,387	4,553
毛利率	%	8.06%	9.56%	7.45%	9.69%	8.26%	10.31%	8.67%	10.57%
净利润	百万元	770.5	1,512	730	1,517	1,033	1,983	1,170	2,042
EPS	元	0.54	1.06	0.51	1.07	0.73	1.39	0.82	1.44

来源: 瑞银证券估算

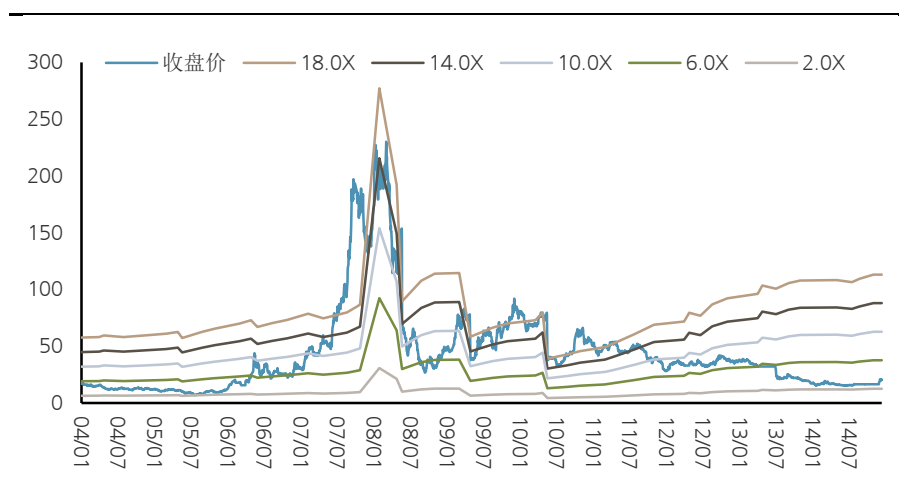
## 估值：基于 3.38 倍目标 PB，下调目标价至 23.12 元

由于黄金行业盈利整体低迷，导致全行业的上市公司市盈率 TTM 指标显著上行。我们认为现阶段采用 PB、结合 ROE 趋势变化的方法给予公司定价更合理。

从山东黄金的历史 PB 来看，公司 2014 年 PB 一直处于 2X-4X 之间，明显低于公司 2004 年以来的历史 PB。

在我们我们下调 2014-2016 年公司盈利预测之后，未来三年（2014-2016）预测平均 ROE 为 8.8%，与公司历史（2004-2013）平均 ROE 26.3% 相比存在 67% 的折让。

图表 8: 山东黄金 PB-band

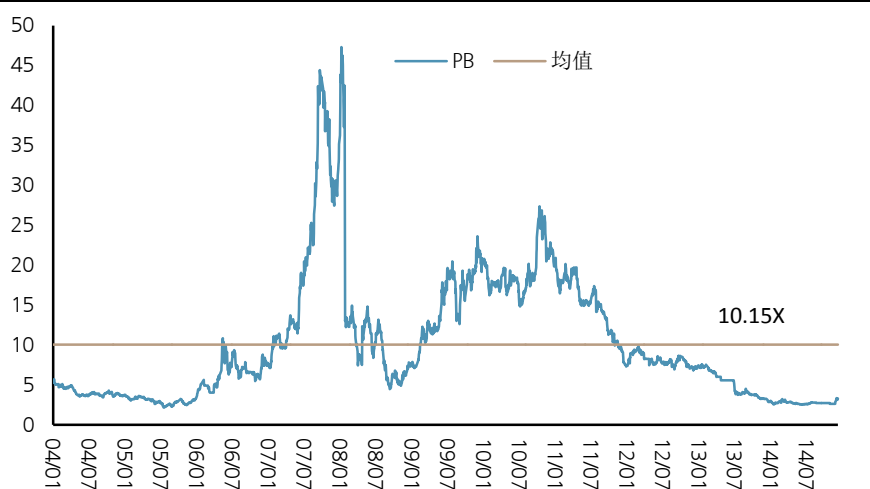


来源: Wind

因此我们在公司历史平均市净率（2004-2013）10.15X 的基础上给予 67% 的折让，得到 3.38X 的目标市净率。

基于我们预测的 2015 年每股净资产 6.84 元/股，得到公司目标价为 23.12 元，下调公司评级至“中性”。

图表 9: 山东黄金 2011-2013 年市净率变化



来源: Wind, 瑞银证券估算

图表 10: 山东黄金目标价推导

山东黄金 2004-2013 年平均 ROE(%)	26.3%
山东黄金 2014-2016 年预测平均 ROE(%)	8.8%
山东黄金 2004-2013 年平均市净率	10.15
历史 3 年 ROE 和未来 3 年 ROE 的溢价/折价	-67%
目标市净率	3.38
2015 年预测每股净资产 (元)	6.84
目标价 (元)	23.12

来源: Wind, 瑞银证券估算

### 市盈率估值方法的参考

公司主营业务为金、银、铜等金属，我们选取了另外 4 家 A 股上市的黄金可比公司作为对比。我们目标价对应公司 2015 年 PE45 倍，与行业平均基本一致，我们认为我们的目标价是合理的。

图表 11: 山东黄金可比公司估值

		收盘价 (元)	Market Cap (亿元)	2013 PE	2014E PE	2015E PE	2014Q3PB	2014Q3BVPS (元)	ROE FY2013
600547.SH	山东黄金	20.51	292	26	38	40	3.27	6.28	13.9%
601899.SH	紫金矿业	3.22	697	33	29	27	2.49	1.29	7.6%
600489.SH	中金黄金	10.51	309	72	40	47	3.02	3.48	4.3%
002237.SZ	恒邦股份	17.32	79	34	28	26	2.18	7.94	7.3%
002155.SZ	辰州矿业	10.17	101	50	60	70	3.22	3.15	6.8%
	行业平均		296	43	39	42	2.86	4.43	8.0%

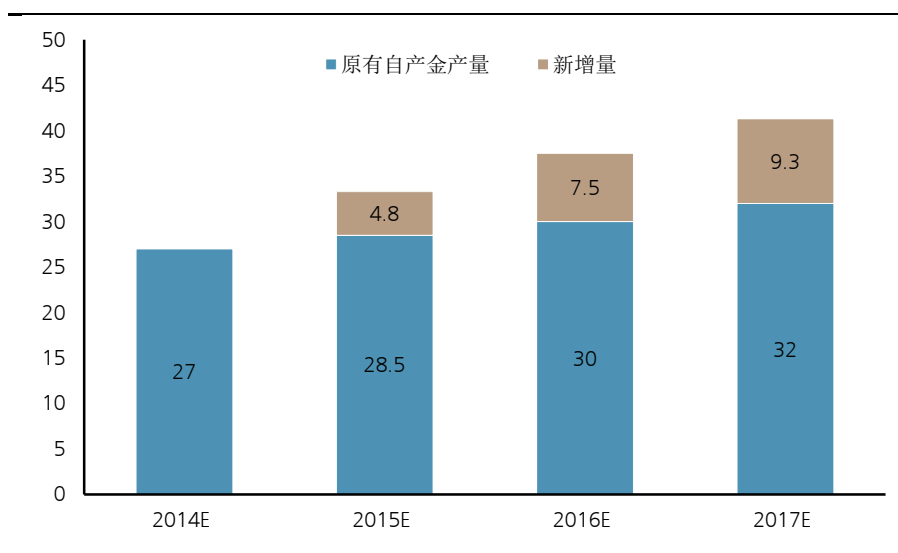
来源: Wind, 瑞银证券估算。注: 紫金矿业、山东黄金、中金黄金数据为瑞银证券估算, 恒邦股份/辰州矿业采用市场一致预期, 数据截至 2014 年 12 月 11 日

## 公司进行资产收购和配套融资后的盈利测算

由于公司增发预案尚需要股东会、证监会的审议通过, 以及增发方案还存在调整的可能。同时考虑到公司融资方案存在两个步骤(资产兑换股本、并发行股份配套融资)以及 A 股的融资进程较为缓慢, 我们预计公司增发工作在 2015 年下半年才可能最后完成。

如果山东黄金收购顺利完成, 我们预测公司 2015-2017 年新增自产金量将达到 4.8/7.5/9.3 吨; 以瑞银大宗商品团队的金价假设, 新购入资产对公司净利润贡献预测达到 1.5/2.3/3.0 亿元。考虑到增发后(包含配套募集资金)公司总股本将达到 18.9 亿股, 我们预测公司 2015-2017 年 EPS 为 0.47/0.66/0.77 元, 相比增发前变动幅度为-7.8%/-9.6%/-6.1%。因此我们预计若融资方案顺利完成, 将摊薄公司未来 3 年的每股收益。

图表 12: 收购后山东黄金自产金产量预测



来源: 瑞银证券估算





## 山东黄金 (600547.SS)

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	39,415	50,228	46,168	38,336	-17.0	36,620	-4.5	38,538	39,052	41,406
毛利	4,415	4,995	3,562	3,090	-13.2	2,728	-11.7	3,183	3,387	4,052
息税折旧摊销前利润(UBS)	3,570	4,135	2,862	2,459	-14.1	2,434	-1.0	2,880	3,099	3,512
折旧和摊销	(674)	(952)	(1,168)	(911)	-22.0	(963)	5.7	(1,017)	(1,071)	(1,128)
息税前利润(UBS)	2,896	3,184	1,694	1,548	-8.6	1,471	-5.0	1,863	2,027	2,384
联营及投资收益	3	50	72	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	(26)	(43)	(11)	1	-	(5)	-	(2)	(4)	(3)
净利息	(182)	(275)	(284)	(468)	-65.0	(441)	5.7	(412)	(382)	(352)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	2,691	2,916	1,472	1,081	-26.6	1,025	-5.2	1,450	1,642	2,029
税项	(710)	(698)	(361)	(270)	25.2	(256)	5.2	(362)	(410)	(507)
税后利润	1,982	2,218	1,111	811	-27.0	769	-5.2	1,087	1,231	1,521
优先股股息及少数股权	(80)	(46)	7	(41)	-	(38)	5.2	(54)	(62)	(76)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	1,902	2,172	1,118	770	-31.1	730	-5.2	1,033	1,170	1,445
净利润(UBS)	1,902	2,172	1,118	770	-31.1	730	-5.2	1,033	1,170	1,445
税率(%)	26.4	23.9	24.5	25.0	1.9	25.0	0.0	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)	1.34	1.53	0.79	0.54	-31.1	0.51	-5.2	0.73	0.82	1.02
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	1.34	1.53	0.79	0.54	-31.1	0.51	-5.2	0.73	0.82	1.02
每股收益(UBS, 基本)	1.34	1.53	0.79	0.54	-31.1	0.51	-5.2	0.73	0.82	1.02
每股股息净值(Rmb)	0.15	0.16	0.10	0.06	-35.1	0.06	-5.2	0.09	0.10	0.12
每股账面价值	3.98	5.34	5.95	6.40	7.4	6.84	7.0	7.51	8.24	9.16
平均股数(稀释后)	1,423.07	1,423.07	1,423.07	1,423.07	0.0	1,423.07	0.0	1,423.07	1,423.07	1,423.07
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	817	898	868	243	-72.0	385	58.3	991	1,763	2,882
其他流动资产	2,516	3,446	1,368	1,199	-12.4	1,157	-3.4	1,207	1,210	1,269
流动资产总额	3,333	4,344	2,236	1,442	-35.5	1,542	7.0	2,198	2,973	4,151
有形固定资产净值	4,278	5,655	7,597	8,031	5.7	8,380	4.3	8,713	9,003	9,282
无形固定资产净值	3,162	4,800	8,683	8,435	-2.9	8,184	-3.0	7,932	7,679	7,423
投资/其他资产	1,888	2,661	3,375	3,684	9.2	3,641	-1.2	3,600	3,561	3,525
总资产	12,661	17,460	21,892	21,591	-1.4	21,748	0.7	22,444	23,216	24,381
应付账款和其他短期负债	2,431	3,238	4,211	3,724	-11.6	3,639	-2.3	3,725	3,742	3,843
短期债务	2,253	4,040	4,825	4,343	-10.00	3,908	-10.00	3,517	3,166	2,849
流动负债总额	4,684	7,278	9,036	8,067	-10.7	7,547	-6.4	7,243	6,907	6,692
长期债务	1,043	575	1,989	1,989	0.0	1,989	0.0	1,989	1,989	1,989
其它长期负债	537	892	1,618	1,618	0.0	1,618	0.0	1,618	1,618	1,618
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	6,263	8,746	12,643	11,674	-7.7	11,154	-4.5	10,850	10,514	10,299
普通股股东权益	5,671	7,598	8,474	9,102	7.4	9,740	7.0	10,685	11,731	13,036
少数股东权益	727	1,116	775	815	5.2	854	4.7	908	970	1,046
负债和权益总计	12,661	17,460	21,892	21,591	-1.4	21,748	0.7	22,444	23,216	24,381
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)	1,902	2,172	1,118	770	-31.1	730	-5.2	1,033	1,170	1,445
折旧和摊销	674	952	1,168	911	-22.0	963	5.7	1,017	1,071	1,128
营运资本变动净值	(549)	(1,028)	435	(327)	-	(36)	89.1	36	7	42
其他营业性现金流	199	244	167	465	178.4	422	-9.3	401	376	339
经营性现金流	2,225	2,339	2,887	1,819	-37.0	2,079	14.3	2,487	2,623	2,954
有形资本支出	(2,005)	(2,524)	(2,284)	(1,342)	41.2	(958)	28.6	(995)	(1,005)	(1,051)
无形资本支出	(114)	(1,701)	(3,344)	(50)	98.5	(50)	0.0	(50)	(50)	(50)
净(收购)/处置	(293)	2	(135)	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	162	(551)	(2,889)	41	-	38	-	54	62	76
投资性现金流	(2,251)	(4,774)	(8,652)	(1,351)	84.4	(970)	28.2	(991)	(994)	(1,025)
已付股息	(142)	(213)	(228)	(142)	37.5	(92)	35.1	(88)	(124)	(140)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(204)	(196)	(280)	(468)	-67.03	(441)	5.73	(411)	(382)	(352)
债务及优先股变化	135	1,332	3,091	(482)	-	(434)	10.00	(391)	(352)	(317)
融资性现金流	(211)	922	2,583	(1,092)	-	(968)	11.4	(890)	(858)	(809)
现金流量中现金的增加/(减少)	(237)	(1,512)	(3,181)	(625)	80.3	142	-	606	772	1,120
外汇/非现金项目	237	1,593	3,152	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	0	81	(29)	(625)	NM	142	-	606	772	1,120

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。

## 山东黄金 (600547.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)	33.6	23.2	34.8	37.9	40.0	28.3	25.0	20.2
市盈率 (UBS, 稀释后)	33.6	23.2	34.8	37.9	40.0	28.3	25.0	20.2
股价/每股现金收益	24.8	16.2	17.0	17.4	17.2	14.2	13.0	11.3
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	0.2	(3.7)	(7.0)	1.5	3.7	4.9	5.4	6.3
净股息收益率(%)	0.3	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
市净率	11.3	6.6	4.6	3.2	3.0	2.7	2.5	2.2
企业价值/营业收入(核心)	1.7	1.1	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9	0.8
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	18.7	13.2	15.4	14.4	14.5	12.0	10.8	9.2
企业价值/息税前利润(核心)	23.1	17.1	26.0	22.9	24.0	18.6	16.6	13.6
企业价值/经营性自由现金流(核心)	21.9	15.9	17.7	16.7	15.8	12.9	11.6	9.8
企业价值/运营投入资本	8.6	5.2	3.3	2.4	2.3	2.2	2.2	2.1
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
市值	63,880	50,447	38,922	29,187	29,187	29,187	29,187	29,187
净债务 (现金)	2,411	3,098	4,831	6,017	5,800	5,014	3,954	2,674
少数股东权益	727	1,116	775	815	854	908	970	1,046
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>67,017</b>	<b>54,661</b>	<b>44,529</b>	<b>36,019</b>	<b>35,841</b>	<b>35,109</b>	<b>34,111</b>	<b>32,907</b>
非核心资产	(97)	(95)	(534)	(534)	(534)	(534)	(534)	(534)
<b>核心企业价值</b>	<b>66,920</b>	<b>54,565</b>	<b>43,995</b>	<b>35,485</b>	<b>35,307</b>	<b>34,575</b>	<b>33,577</b>	<b>32,372</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
营业收入	25.1	27.4	-8.1	-17.0	-4.5	5.2	1.3	6.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	49.1	15.8	-30.8	-14.1	-1.0	18.3	7.6	13.3
息税前利润(UBS)	52.0	9.9	-46.8	-8.6	-5.0	26.7	8.8	17.6
每股收益(UBS 稀释后)	54.9	14.2	-48.5	-31.1	-5.2	41.4	13.2	23.6
每股股息净值	50.0	6.7	-37.5	-35.1	-5.2	41.4	13.2	23.6
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
毛利率	11.2	9.9	7.7	8.1	7.5	8.3	8.7	9.8
息税折旧摊销前利润率	9.1	8.2	6.2	6.4	6.6	7.5	7.9	8.5
息税前利润率	7.3	6.3	3.7	4.0	4.0	4.8	5.2	5.8
净利 (UBS) 率	4.8	4.3	2.4	2.0	2.0	2.7	3.0	3.5
ROIC (EBIT)	37.1	30.2	12.6	10.3	9.5	12.0	13.0	15.3
税后投资资本回报率	27.3	22.9	9.5	7.7	7.1	9.0	9.8	11.5
净股东权益回报率(UBS)	39.8	32.7	13.9	8.8	7.8	10.1	10.4	11.7
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	0.7	0.9	2.1	2.5	2.3	1.6	1.1	0.6
净债务/总权益 %	38.7	42.7	64.3	61.4	52.0	38.9	26.7	13.9
净债务/(净债务 + 总权益) %	27.9	29.9	39.1	38.0	34.2	28.0	21.1	12.2
净债务/企业价值	3.7	6.8	13.5	17.2	15.6	13.1	10.1	6.0
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	145.6	140.1	131.8	128.5
资本支出/营业收入(%)	5.1	5.0	4.9	3.5	2.6	2.6	2.6	2.5
息税前利润/净利息	15.9	11.6	6.0	3.3	3.3	4.5	5.3	6.8
股息保障倍数 (UBS)	8.9	9.5	7.9	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
股息支付率 (UBS) %	11.2	10.5	12.7	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	39,415	50,228	46,168	38,336	36,620	38,538	39,052	41,406
<b>总计</b>	<b>39,415</b>	<b>50,228</b>	<b>46,168</b>	<b>38,336</b>	<b>36,620</b>	<b>38,538</b>	<b>39,052</b>	<b>41,406</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	2,896	3,184	1,694	1,548	1,471	1,863	2,027	2,384
<b>总计</b>	<b>2,896</b>	<b>3,184</b>	<b>1,694</b>	<b>1,548</b>	<b>1,471</b>	<b>1,863</b>	<b>2,027</b>	<b>2,384</b>

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 预测回报率

---

预测股价涨幅	+12.7%
预测股息收益率	0.3%
预测股票回报率	+13.0%
市场回报率假设	8.9%
预测超额回报率	+4.1%

---

## 风险声明

山东黄金公司营业收入和利润主要来源于贵金属黄金和白银。黄金价格的波动对公司的收入和利润有显著的影响。母公司山东黄金集团拥有丰富的黄金资源，母公司资产向山东黄金公司的注入，对公司的收入、利润有着重要的影响。

## 要求披露

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

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

**分析师声明：**每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

### 瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	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 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 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；孙旭。

### 涉及报告中提及的公司的披露

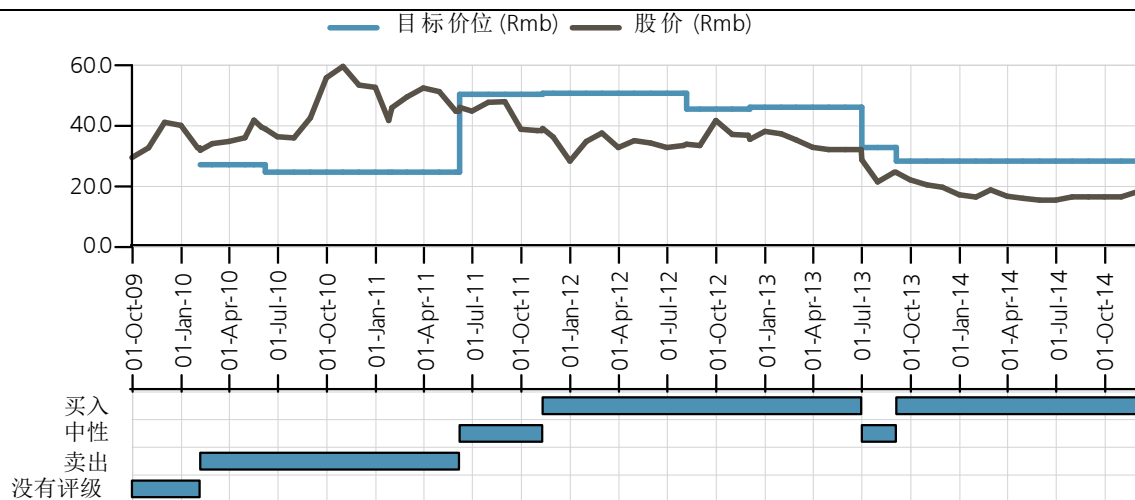
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
山东黄金	600547.SS	买入	不适用	Rmb20.85	2014 年 12 月 10 日

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。

## 山东黄金 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 12 月 10 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 (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**意大利：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：**由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：**本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：**本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：**除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd [mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：**UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**新西兰：**由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：**由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业用户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：**由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：**本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：**由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码：+912261556000 SEBI 注册号：NSE 现金交易：INB230951431，NSE 期货与期权：INF230951431；BSE 现金交易：INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

