

沪港通股票

龙净环保

大气治理公司翘楚，环保股中的蓝筹

超低排放有望带来火电厂提标改造的新高潮

11年版火电厂排放标准带来了存量火电环保改造高潮，由于达标排放的大限是14年7月，此前市场担心大气治理公司景气度开始下降，但“雾霾”问题并未解决，14年9月发改委颁布《煤电节能减排升级与改造行动计划》要求2020年前东部省份煤机达到燃机排放标准，对中部和西部省份也有不同要求，因此我们认为超低排放是发展方向，未来2年行业市场规模不会明显下降。

龙净是大气治理行业最优秀的公司

公司提供火电厂烟气处理一站式服务，除尘领域市场占有率第一，脱硫和脱硝行业前五，总收入规模行业排名第一；超低排放涉及除尘/脱硫/脱硝等诸多环节，和同业相比公司业务线最全，这有助于公司在火电厂超低排放的竞争中胜出，我们预计在行业增速温和的情况下公司的市场份额有望进一步提升。

钢价回落/火电厂盈利创历史新高/持有的广州发展股权大幅增值

钢材价格过去一年下跌15%，有助于公司毛利率提升；火电厂盈利处在历史最高点，有助于公司回款和要价；公司12年参与广州发展增发4,370万股近日出售获得税后收益约4,684万元；公司于14年9月再次实施员工激励，该激励以购买公司股票的形式实施，迄今尚未建仓。若建仓，有望对股价形成一定支持。

估值：上调目标价至44.1元，上调评级至“买入”

基于上述原因，我们将2014/15/16年EPS预测从1.20/1.24/1.13元上调至1.28（若包含0.11元出售广州发展的一次性收益则为1.38元）/1.47/1.49元。我们看好行业景气度提升对公司的利好，因此将评级从“中性”上调至“买入”，基于2015年30倍PE（参考行业平均水平）得到新目标价44.1元（原27.1元）。

Equities	
中国	
水务	
12个月评级	买入
	之前: 中性
12个月目标价	Rmb44.10
	之前: Rmb27.10
股价	Rmb34.18
路透代码: 600388.SS 彭博代码 600388 CH	
交易数据和主要指标	
52周股价波动范围	Rmb35.16-22.81
市值	Rmb14.6十亿/US\$2.36十亿
已发行股本	428百万(ORDA)
流通股比例	97%
日均成交量(千股)	17,421
日均成交额(Rmb百万)	Rmb503.3
普通股股东权益(12/14E)	Rmb3.23十亿
市净率(12/14E)	4.5x
净债务/EBITDA	0.0x
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	
	从 到 %市场预测
12/14E	1.20 1.28 6.29 1.06
12/15E	1.24 1.47 18.36 1.21
12/16E	1.13 1.49 32.14 1.23

徐颖真

分析师

S1460511100001

yingzhen.xu@ubssecurities.com

+86-213-866 8883

郁威

分析师

S1460511120001

wei.yu@ubssecurities.com

+86-213-866 8857

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	3,515	4,240	5,568	7,337	7,376	7,463	7,135	6,934
息税前利润(UBS)	281	347	432	715	820	831	802	792
净利润(UBS)	254	291	357	545	627	636	618	612
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	0.59	0.68	0.83	1.28	1.47	1.49	1.45	1.43
每股股息(Rmb)	0.25	0.20	0.33	0.42	0.44	0.45	0.43	0.43
现金/(净债务)	267	25	55	(19)	28	11	190	385
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(%)	8.0	8.2	7.8	9.7	11.1	11.1	11.2	11.4
ROIC(EBIT)(%)	17.0	18.6	19.4	26.3	25.9	23.1	20.2	18.6
EV/EBITDA(core)x	16.5	11.2	20.4	17.4	15.2	14.8	14.9	14.7
市盈率(UBS,稀释后)(x)	23.2	17.6	29.8	26.8	23.3	23.0	23.6	23.9
权益自由现金流(UBS)收益率%	(8.3)	2.6	(0.4)	0.4	2.0	1.6	2.9	3.0
净股息收益率(%)	1.8	1.7	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3

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15日23时52分的股价(Rmb34.18)得出；

投资主题

龙净环保

投资理由

2014年9月，发改委发文要求对东部地区的煤电机组进行超低排放改造，以基本达到燃气机组排放标准，并鼓励中部和西部地区也进行上述改造。与此同时，日益恶化的空气质量促使政府陆续出台了更为严格的排放标准，还将范围从火电厂扩展到钢铁、水泥等其他重污染工业，因此我们相信大气治理行业景气度有望持续。超低排放结合了除尘、脱硫和脱硝改造，龙净环保是全行业唯一同时拥有这三项业务的公司，龙净收入规模全行业第一且除尘和脱硫脱硝的毛利率均显著领先。因此我们认为政府推进超低排放将有助于公司进一步提高市场份额。我们的目标价基于2015年30倍PE得到。

乐观情景

如果公司签约超低排放改造项目高于我们预期且湿式除尘推广力度加大，使得2015年除尘和脱硫脱硝收入比我们预测的高30%，则我们估算对应EPS为1.92元，比当前预测高31%，对应每股估值为57.60元。

悲观情景

如果大气和超低排放新政无法有效拉动订单增长，使得2015年除尘和脱硫脱硝收入比我们目前预期的低30%，则我们估算对应EPS为1.15元，比当前预测低22%，对应每股估值为34.5元。

近期催化剂

若9月份出台的《大气污染防治行动计划》等政策红利真正落实，有望带动未来几年订单兑现。

12个月评级

买入

12个月目标价

Rmb44.10

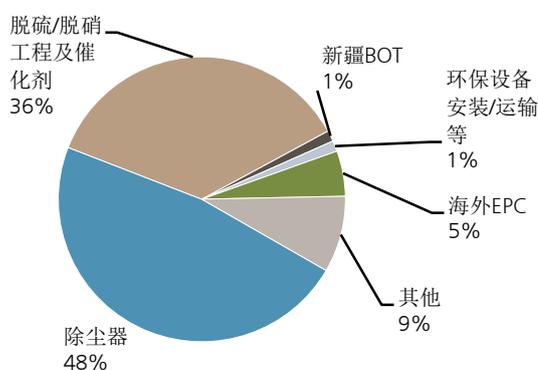
公司简介

公司于2000年上市，是国内最大的除尘器生产企业，2003年介入脱硫EPC市场，2008年介入脱硝EPC市场。2013年公司收入构成中除尘业务占48%，脱硫脱硝EPC占36%，煤电除尘、脱硫、脱硝EPC市场份额分别居全国第一、第三和第七。

行业展望

政府要求东部地区煤电机组启动超低排放改造，并逐渐将减排严控范围从火电厂扩展至钢铁、水泥等其他重污染工业，因此我们认为在2020年前，行业景气度将持续。

2013年收入结构



来源: 公司数据

毛利结构

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
除尘器	546	567	884	968	988
脱硫/脱硝工程及催化剂	342	370	713	738	726
新疆BOT项目	22	31	47	62	81
环保设备运输/服务等	18	25	31	37	44
电站总承包建设	11	41	29	14	14
其他	18	145	15	15	16
营业税金及附加	-39	-112	-110	-111	-112
合计	918	1,068	1,609	1,725	1,757

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

超低排放有望延长行业景气周期

火电减排下一步：超低排放

2011年版火电厂大气污染物排放标准规定2014年7月1日是存量机组完成达标排放的最后期限，因此订单集中在前1-2年，市场担心15年后市场萎缩，但今年9月，发改委联合环保部、能源局下发《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014-2020年）》（下文简称“行动计划”），提出了火电减排下一阶段的目标。

图表1和2汇总了到2020年煤电减排的目标。除此之外，还包括：

- 到2020年，力争使煤炭占一次能源消费比重下降到62%以内，电煤占煤炭消费比重提高到60%以上。
- 新建燃煤发电项目原则上采用60万千瓦及以上超超临界机组。
- 30万千瓦及以上供热机组和30万千瓦及以上循环流化床低热值煤发电机组原则上采用超临界参数。
- 京津冀、长三角、珠三角等区域新建项目禁止配套建设自备燃煤电站。

图表 1: 到 2020 年的煤电排放浓度目标

	东部地区	中部地区	西部地区
新建煤电机组	基本达到燃气轮机组排放限值	接近或达到燃气轮机组排放限值	鼓励接近或达到燃气轮机组排放限值
现役煤电机组	现役30万千瓦及以上公用机组、10万千瓦及以上自备机组：基本达到燃气轮机组排放限值	无要求	无要求

注：东部地区指辽宁、北京、天津、河北、山东、上海、江苏、浙江、福建、广东、海南等11省市；中部地区指黑龙江、吉林、山西、安徽、湖北、湖南、河南、江西等8省。
来源：发改委《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014-2020年）》

图表 2: 到 2020 年的煤电平均供电煤耗目标

(g/kWh)	100万千瓦级	60万千瓦级	60万千瓦以下
新建煤电（超超临界）	≤282（湿冷） ≤299（空冷）	≤285（湿冷） ≤302（空冷）	不予新建
新建供热和循环流化床低热值煤电（超临界）		≤303（湿冷） ≤320（空冷）	≤310（湿冷） ≤327（空冷）
现役煤电		<300（空冷除外）	<310

来源：发改委《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014-2020年）》

超低排放有望每年新增市场规模 55 亿-126 亿元之间

燃气机组排放限值比煤电机组11年国标大幅降低，因此如果要达到前者的排放标准，需进一步对机组进行改造。

一般来说，为了达到如此低的排放水平，除尘方面需要加装湿式除尘器，脱硫方面视煤质情况，可选择拆除重建并使用湿法脱硫单塔双循环技术、或加装一层喷淋塔，脱硝方面则加大催化剂用量，从原有的2层增加铺设至4层。我们估算，从11版重点地区排放标准提高到燃机排放标准煤电机组平均改造成本至少100元/kW。

图表 3: 煤电和气电的排放限值对比

(mg/m ³)	烟尘		SO ₂		NO ₂	
	重点地区	一般地区	重点地区	一般地区	重点地区	一般地区
煤电-新建	20	30	50	100	100	100
煤电-现役	20	30	50	200	100	100
气电	5		35		50	

来源: 2011 年版《火电厂大气污染物排放标准》

截至 2014 年 10 月, 东部和中部地区分别拥有火电装机容量 4.13 亿千瓦和 2.29 亿千瓦。行动计划中提出, 2020 年力争完成东部地区改造机组容量 1.5 亿千瓦以上, 占该地区现有火电装机的 36%, 我们依此估算, 行业市场空间将新增 150 亿元, 平均每年 25 亿元, 加上新增机组后, 平均每年新增约 60 亿元。

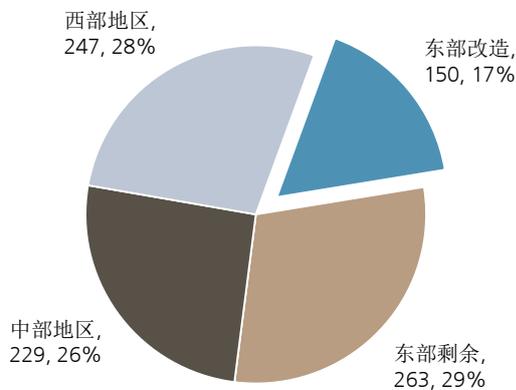
我们认为上述估算是最保守的情况, 即只有东部地区参与此次行动计划。但事实上, 虽然发改委仅对东部省市提出了改造要求, 但部分中部省市政府也已发文(如山西省), 要求下辖地区参与煤电超低排放改造。

因此我们相信实际带来的市场空间将超过前述估算, 这对大气治理行业将是重大利好。过去我们一直担心, 2011 年版火电排放标准带来的改造高峰退去后, 行业规模大幅下降; 现在我们认为, 此次行动计划的出台有助于打开市场空间, 未来 2 年行业市场规模应不会明显下降。

我们估算, 新增机组升级为超低排放, 较 2011 年版排放标准每年需增加 30 亿-40 亿元投资。对于现役机组, 我们分 3 种情景进行假设, 分别对应年均新增投资为 25 亿/55 亿/86 亿元:

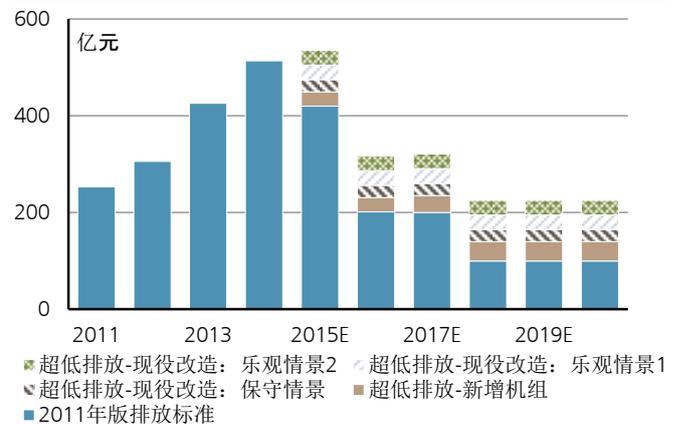
- **保守情景:** 仅行动计划中提及的 1.5 亿千瓦装机需进行超低排放改造, 对应每年新增改造投资为 25 亿元;
- **乐观情景 1:** 东部地区 80% 的火电装机需进行改造(包括保守情景中的 1.5 千瓦), 合计装机 3.3 亿千瓦, 对应每年新增改造投资为 55 亿元;
- **乐观情景 2:** 除乐观情景 1 中的装机外, 中部地区 80% 的火电装机亦需改造, 合计装机 5.1 亿千瓦, 对应每年新增改造投资为 86 亿元。

图表 4: 2014 年 10 月底全国火电装机容量 (GW)



来源: 中电联, 发改委《煤电节能减排升级与改造行动计划(2014-2020年)》

图表 5: 行业市场空间估算



来源: 瑞银证券估算

龙净环保有望显著受益

业务布局占优，行业地位突出

公司提供火电厂烟气处理一站式服务，除尘领域市场占有率第一，脱硫和脱硝行业前五，总收入规模行业排名第一。

目前公司在超低排放领域已有所斩获，已有 14 台湿式电除尘器业绩，并已签订“超洁净”合同 8 套。

- 由公司负责的国内首台 60 万千瓦火电机组湿式除尘器——大唐黄岛电厂已于 2014 年 8 月 8 日投产，经测试出口烟尘含量约 $3\text{mg}/\text{m}^3$ ，完全符合超低排放标准。
- 公司承接的广州石化热电站 CFB 锅炉脱硝和深度脱硫改造项目已于今年 6 月 30 日投产，地方环保部门测试结果表明： NO_x 小于 $50\text{mg}/\text{m}^3$ 、 SO_2 小于 $35\text{mg}/\text{m}^3$ 、粉尘小于 $5\text{mg}/\text{m}^3$ ，达到超低排放标准。

图表 6: 2013 年底已投运电袋除尘装机容量（排名前 10 位公司）

公司名称	容量 (MW)	排名
福建龙净环保股份有限公司	44,092	1
浙江菲达环保科技股份有限公司	8,710	2
同方环境股份有限公司	7,230	3
江苏新中环保股份有限公司	3,280	4
北京龙电宏泰环保科技有限公司	3,200	5
北京国电龙源环保工程有限公司	3,060	6
中国华电工程（集团）有限公司	2,240	7
中电投远达环保工程有限公司	1,120	8
中钢集团天澄环保科技股份有限公司	600	9
大唐科技产业有限公司	600	9

来源: 中电联

图表 7: 2013 年底已投运脱硫工程装机容量（排名前 10 位公司）

公司名称	容量 (MW)	排名
北京国电龙源环保工程有限公司	99,930	1
北京博奇电力科技有限公司	52,446	2
福建龙净环保股份有限公司	50,784	3
中电投远达环保工程有限公司	46,388	4
武汉凯迪电力环保有限公司	43,970	5
浙江浙大网新机电工程有限公司	40,345	6
中国华电工程（集团）有限公司	36,152	7
山东三融环保工程有限公司	27,450	8
浙江天地环保工程有限公司	25,010	9
同方环境股份有限公司	24,227	10

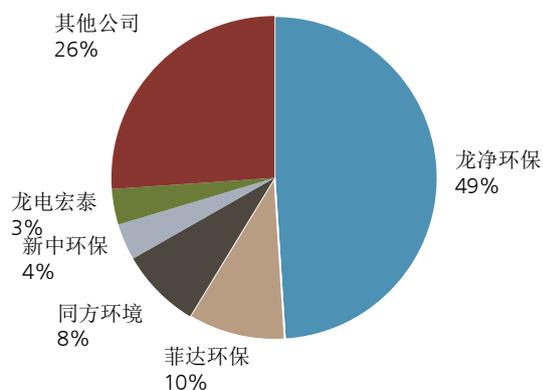
来源: 中电联

图表 8: 2013 年底已投运脱硝工程装机容量（排名前 10 位公司）

公司名称	容量 (MW)	排名
北京国电龙源环保工程有限公司	88,973	1
中国华电工程（集团）有限公司	36,080	2
大唐科技产业有限公司	30,150	3
东方电气集团东方锅炉股份有限公司	25,608	4
浙江天地环保工程有限公司	21,305	5
中电投远达环保工程有限公司	20,050	6
福建龙净环保股份有限公司	18,230	7
同方环境股份有限公司	14,706	8
江苏科行环保科技有限公司	13,420	9
神华国华（北京）电力研究院有限公司	9,180	10

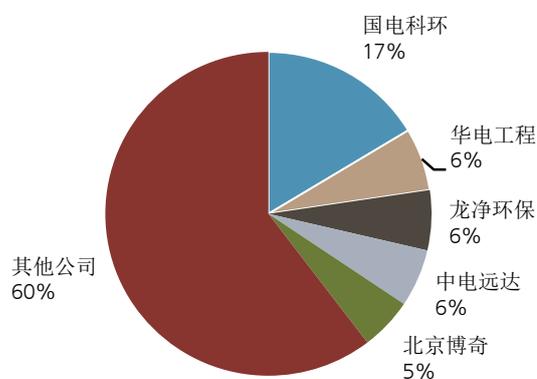
来源: 中电联

图表 9: 2013 年底电袋除尘市场结构



来源: 中电联

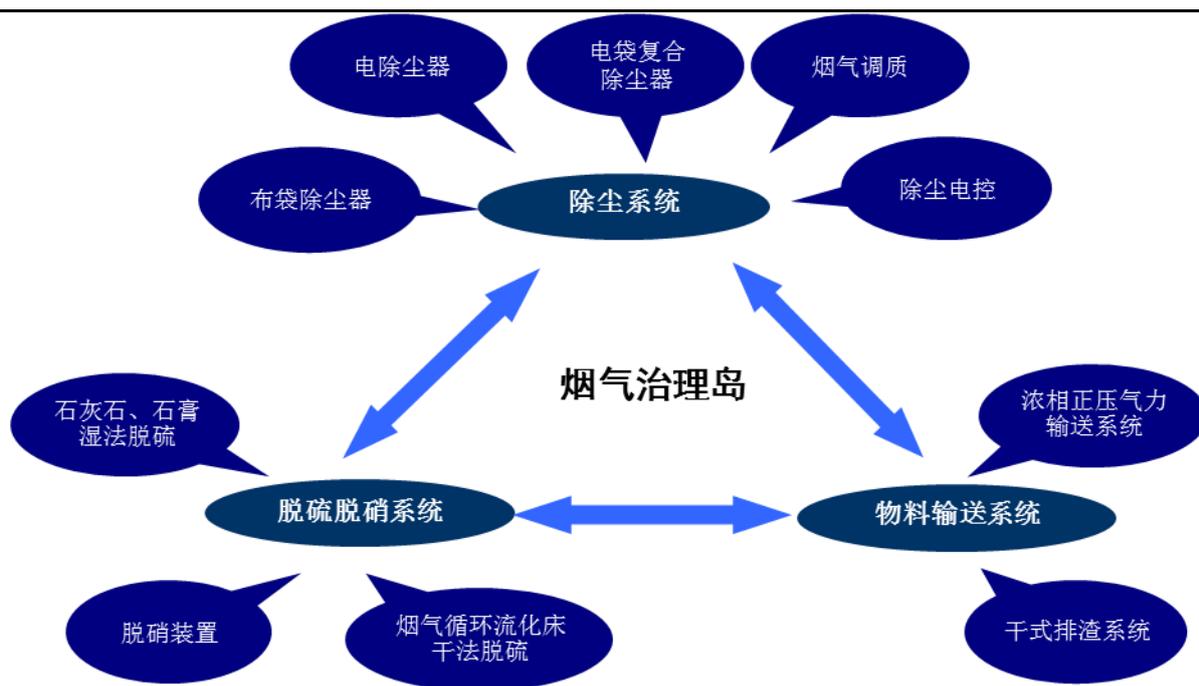
图表 10: 2013 年底脱硫脱硝市场结构



来源: 中电联, 环保部

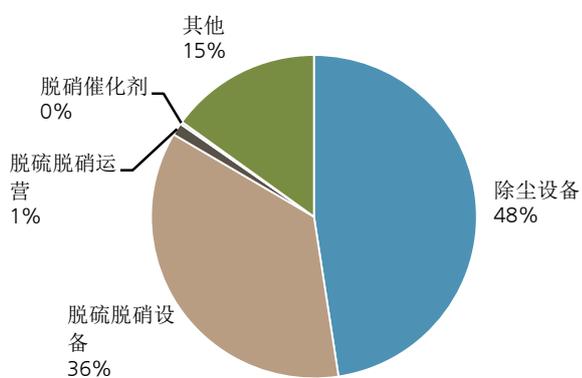
超低排放涉及除尘、脱硫、脱硝等诸多环节。龙净业务均衡，且是同行业中唯一一家产品线贯穿除尘、脱硫和脱硝各项业务的公司，这有助于公司在火电厂超低排放的竞争中胜出。我们预计在行业增速温和的情况下，公司的市场份额有望进一步提升。

图表 11: 龙净环保产品结构示意图



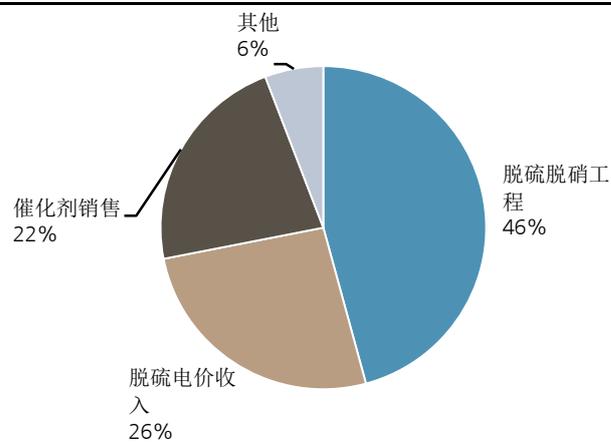
来源: 公司资料

图表 12: 龙净环保 2013 年收入结构



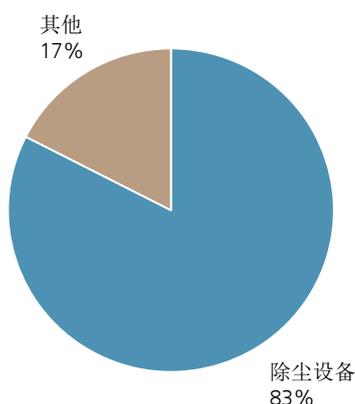
来源: 公司数据

图表 13: 中电远达 2013 年收入结构



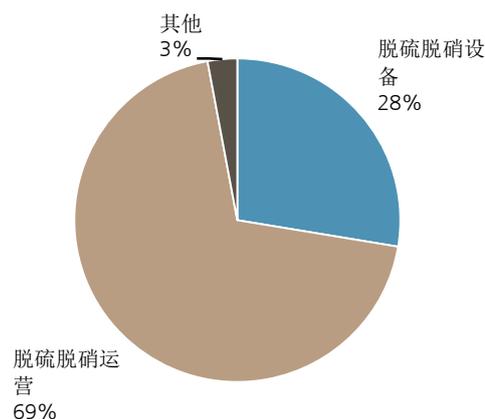
来源: 公司数据

图表 14: 菲达环保 2013 年收入结构



来源: 公司数据

图表 15: 国电清新 2013 年收入结构



来源: 公司数据

行业龙头，规模效益导致毛利率水平领先

下表汇总了可比上市公司的收入规模和不同业务的毛利率。可以看出，龙净环保除具备规模优势外，毛利率也处于行业领先水平。

图表 16: 除尘/脱硫/脱硝毛利率对比

2013 年	龙净环保	中电远达	菲达环保	国电清新
环保业务收入 (百万元)	4,799 *	3,251	1,960	765
分业务毛利率				
除尘设备	21%	-	14%	-
脱硫脱硝设备	18%	7%	-	16%
脱硫脱硝运营	46%	19%	-	44%
脱硝催化剂	22%	30%	-	-

注: 龙净环保 2013 年总收入 56 亿元, 此处仅列示环保相关业务的收入。

来源: 公司数据

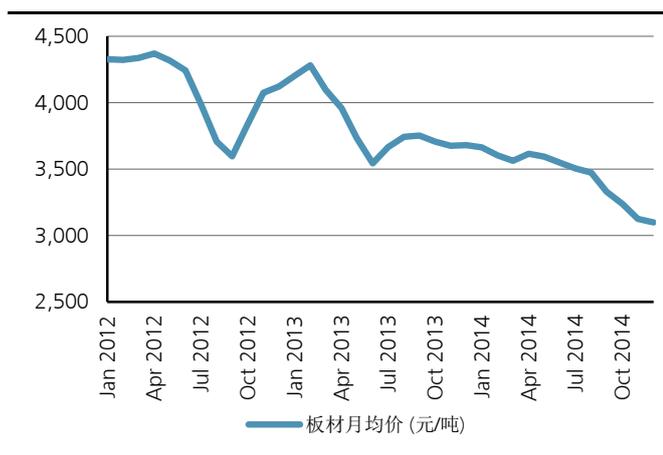
公司季度毛利率走高，业绩增长有望加快

考虑了到订单和收入结算有 1-1.5 年时滞，13 年公司高订单带来的收入增长应将在 14 年下半年开始体现。

且过去一年，钢材价格累计下跌 15%，钢材是除尘器和脱硫脱硝工程最重要的成本。公司 14 年 3 季度单季度毛利率从 13 年 3 季度的 22% 大幅提升至 31%。

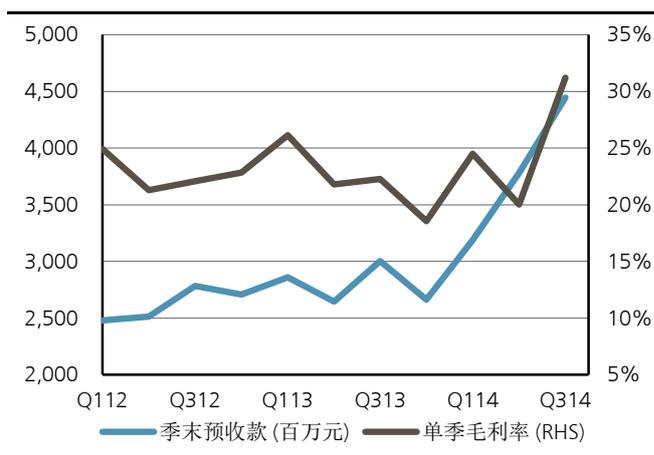
与此同时，公司在最主要客户——火电厂盈利处在历史最高点，这将有助于公司回款和要价。我们观察到，今年三季度末，公司预收款项余额 44 亿元，同比增加 48%；我们认为，这预示着，公司新签订单有大幅度增长，未来 1-2 年间将转化为收入，从而带来业绩增长。

图表 17: 板材月均价走势



来源: mysteel.com

图表 18: 龙净环保季末预收款余额 vs 单季毛利率



来源: 公司数据

盈利预测和估值变动

我们看好火电厂执行超低排放后对公司订单增速的拉动作用，因此基本维持 2014/15 年收入预测（订单签署后需要 1-2 年的时间转化为收入），但将 2016 年及后续年度的收入预测上调 10%-12%。同时钢材价格下降将有助于公司毛利率的提升，因此我们上调了 2014-16 年的毛利率假设。12 月 13 日，公司公告已出售所持有的广州发展全部股权，获得投资收益 5,903 万元，税后利润贡献约 4,700 万元。

综合上述因素，我们将 2014/15/16 年 EPS 预测分别上调 15%/18%/33% 至 1.38/1.47/1.49 元（原 1.20/1.24/1.13 元），对应经常性 EPS 预测上调至 1.28/1.47/1.49 元，其中 14 年 EPS 扣除了出售广州发展股票的一次性收益。

图表 19: 盈利预测变动

(百万元)	2014E	2015E	2016E
营业收入			
旧预测	7,325	7,261	6,684
新预测	7,337	7,376	7,463
变动	0%	2%	12%
毛利率			
旧预测	22%	22%	22%
新预测	23%	25%	25%
变动	1.3ppt	2.4ppt	2.6ppt
净利润			
旧预测	513	529	482
新预测	592	627	639
变动	15%	18%	33%

注：新的净利润预测包括出售广州发展股票获得的一次性税后收益 4,700 万元。
来源: 瑞银证券估算

我们看好行业景气度提升对公司的利好，因此将评级从“中性”上调至“买入”，基于 2015 年 30 倍 PE（参考行业平均水平）得到新目标价 44.1 元（原 27.1 元）。

图表 20: 行业估值一览表

公司	代码	瑞银评级	股价 (元/股)	市值 (亿元)	PE			PB	PEG	净利润增速			2014-16E 平均增速
					2014E	2015E	2016E			2014E	2015E	2016E	
中电远达	600292.SS	未予评级	24.54	147	35.2x	29.8x	27.3x	3.5x	0.9x	101%	18%	9%	37%
国电清新	002573.SZ	未予评级	27.70	148	54.3x	33.8x	23.5x	6.1x	1.1x	51%	61%	44%	52%
菲达环保	600526.SS	未予评级	16.32	66	91.8x	48.3x	32.5x	3.8x	1.1x	101%	90%	56%	81%
平均					60.4x	37.3x	27.8x	4.5x	1.0x				57%
龙净环保	600388.SS	买入	34.18	146	26.8x	23.3x	23.0x	4.5x	1.3x	53%	15%	2%	21%

来源: Wind, 瑞银证券估算。其中龙净环保为瑞银证券估算, 其余采用市场一致预期。股价及市场一致预期截至 2014 年 12 月 15 日。

龙净环保 (600388.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	3,515	4,240	5,568	7,337	31.8	7,376	0.5	7,463	7,135	6,934
毛利	808	918	1,068	1,609	50.6	1,725	7.2	1,757	1,691	1,656
息税折旧摊销前利润(UBS)	323	406	507	823	62.3	940	14.2	965	948	951
折旧和摊销	(42)	(59)	(75)	(108)	43.3	(120)	11.4	(133)	(146)	(159)
息税前利润(UBS)	281	347	432	715	65.6	820	14.7	831	802	792
联营及投资收益	3	3	16	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	24	39	46	0	-	0	-	0	0	0
净利息	11	(34)	(59)	(56)	5.9	(61)	-10.1	(61)	(54)	(51)
例外项目 (包括商誉)	0	0	117	59	-49.7	0	-	0	0	0
税前利润	319	355	552	718	30.1	758	5.6	770	748	741
税项	(64)	(58)	(89)	(118)	-33.2	(122)	-3.2	(124)	(120)	(119)
税后利润	256	297	463	600	29.5	637	6.1	647	628	622
优先股股息及少数股权	(2)	(6)	(7)	(8)	-20.5	(10)	-25.4	(10)	(10)	(10)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	254	291	457	592	29.7	627	5.8	636	618	612
净利润(UBS)	254	291	357	545	52.8	627	14.9	636	618	612
税率(%)	19.9	16.4	16.1	16.4	2.3	16.1	-2.3	16.1	16.1	16.1
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)	0.59	0.68	0.83	1.28	52.8	1.47	14.9	1.49	1.45	1.43
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.59	0.68	1.07	1.38	29.7	1.47	5.8	1.49	1.45	1.43
每股收益(UBS, 基本)	0.59	0.68	0.83	1.28	52.8	1.47	14.9	1.49	1.45	1.43
每股股息净值(Rmb)	0.25	0.20	0.33	0.42	25.9	0.44	5.8	0.45	0.43	0.43
每股账面价值	5.36	5.97	6.51	7.56	16.2	8.61	13.9	9.66	10.67	11.67
平均股数(稀释后)	427.62	427.62	427.62	427.62	0.0	427.62	0.0	427.62	427.62	427.62
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	561	717	982	1,106	12.6	1,152	4.2	1,136	1,075	1,270
其他流动资产	4,226	4,942	5,826	7,256	24.6	7,580	4.5	8,032	8,025	8,133
流动资产总额	4,787	5,658	6,808	8,362	22.8	8,732	4.4	9,168	9,101	9,404
有形固定资产净值	466	713	830	870	4.8	905	3.9	932	925	885
无形固定资产净值	191	288	353	404	14.3	450	11.6	493	533	568
投资/其他资产	534	786	543	604	11.2	612	1.4	619	600	582
总资产	5,977	7,445	8,535	10,240	20.0	10,699	4.5	11,212	11,159	11,438
应付账款和其他短期负债	3,315	4,034	4,650	5,698	22.5	5,698	0.0	5,755	5,499	5,340
短期债务	293	197	336	534	58.89	534	0.00	534	790	790
流动负债总额	3,608	4,231	4,986	6,232	25.0	6,232	0.0	6,289	6,288	6,129
长期债务	1	494	591	591	0.0	591	0.0	591	96	96
其它长期负债	38	122	97	97	0.0	97	0.0	97	97	97
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	3,647	4,847	5,674	6,920	22.0	6,920	0.0	6,977	6,482	6,323
普通股股东权益	2,290	2,553	2,783	3,234	16.2	3,683	13.9	4,129	4,561	4,990
少数股东权益	40	46	78	86	10.2	96	11.6	106	116	126
负债和权益总计	5,977	7,445	8,535	10,240	20.0	10,699	4.5	11,212	11,159	11,438
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)	254	291	457	592	29.7	627	5.8	636	618	612
折旧和摊销	42	59	75	108	43.3	120	11.4	133	146	159
营运资本变动净值	(568)	6	(395)	(382)	3.3	(323)	15.5	(396)	(250)	(267)
其他营业性现金流	61	94	(57)	1	-	68	NM	67	59	56
经营性现金流	(211)	450	80	319	297.5	492	54.0	441	574	561
有形资本支出	(271)	(314)	(121)	(254)	-109.9	(204)	19.7	(204)	(154)	(129)
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	(15)	(223)	150	57	-	(2)	-	(2)	(2)	(2)
投资性现金流	(287)	(537)	29	(197)	-	(206)	-4.6	(206)	(156)	(131)
已付股息	(107)	(107)	(86)	(141)	-65.0	(178)	-25.9	(188)	(191)	(185)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	0	(39)	(132)	(56)	57.76	(61)	-10.13	(64)	(48)	(49)
债务及优先股变化	81	397	236	198	-15.96	0	-	0	(239)	0
融资性现金流	(26)	251	18	1	-93.4	(239)	-	(252)	(478)	(235)
现金流量中现金的增加/(减少)	(524)	164	128	124	-3.1	47	-62.1	(17)	(60)	195
外汇/非现金项目	113	(8)	138	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(411)	155	266	124	-53.5	47	-62.1	(17)	(60)	195

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。

龙净环保 (600388.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)	23.2	17.6	23.3	24.7	23.3	23.0	23.6	23.9
市盈率 (UBS, 稀释后)	23.2	17.6	29.8	26.8	23.3	23.0	23.6	23.9
股价/每股现金收益	19.9	14.7	24.6	22.4	19.6	19.0	19.1	18.9
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(8.3)	2.6	(0.4)	0.4	2.0	1.6	2.9	3.0
净股息收益率(%)	1.8	1.7	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
市净率	2.6	2.0	3.8	4.5	4.0	3.5	3.2	2.9
企业价值/营业收入(核心)	1.5	1.1	1.9	2.0	1.9	1.9	2.0	2.0
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	16.5	11.2	20.4	17.4	15.2	14.8	14.9	14.7
企业价值/息税前利润(核心)	18.9	13.1	23.9	20.1	17.4	17.2	17.7	17.7
企业价值/经营性自由现金流(核心)	18.1	12.5	22.9	19.4	16.8	16.6	16.9	16.8
企业价值/运营投入资本	3.2	2.4	4.7	5.3	4.5	4.0	3.6	3.3
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	5,846	5,127	10,641	14,616	14,616	14,616	14,616	14,616
净债务 (现金)	(267)	(25)	(55)	19	(28)	(11)	(190)	(385)
少数股东权益	40	46	78	86	96	106	116	126
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	5,619	5,148	10,664	14,721	14,684	14,711	14,542	14,357
非核心资产	(302)	(609)	(324)	(383)	(388)	(392)	(369)	(347)
核心企业价值	5,317	4,539	10,340	14,339	14,296	14,320	14,173	14,011
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	5.1	20.6	31.3	31.8	0.5	1.2	-4.4	-2.8
息税折旧摊销前利润(UBS)	11.4	25.5	25.0	62.3	14.2	2.6	-1.7	0.4
息税前利润(UBS)	12.3	23.4	24.5	65.6	14.7	1.4	-3.5	-1.2
每股收益(UBS 稀释后)	8.2	14.5	22.6	52.8	14.9	1.6	-2.9	-0.9
每股股息净值	4.2	-20.0	65.0	25.9	5.8	1.6	-2.9	-0.9
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	23.0	21.7	19.2	21.9	23.4	23.5	23.7	23.9
息税折旧摊销前利润率	9.2	9.6	9.1	11.2	12.7	12.9	13.3	13.7
息税前利润率	8.0	8.2	7.8	9.7	11.1	11.1	11.2	11.4
净利 (UBS) 率	7.2	6.9	6.4	7.4	8.5	8.5	8.7	8.8
ROIC (EBIT)	17.0	18.6	19.4	26.3	25.9	23.1	20.2	18.6
税后投资资本回报率	13.6	15.6	16.2	22.1	21.8	19.4	16.9	15.6
净股东权益回报率(UBS)	11.7	12.0	13.4	18.1	18.1	16.3	14.2	12.8
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	(0.8)	(0.1)	(0.1)	0.0	(.0)	(.0)	(0.2)	(0.4)
净债务/总权益 %	(11.5)	(1.0)	(1.9)	0.6	(0.7)	(0.3)	(4.1)	(7.5)
净债务/(净债务 + 总权益) %	(12.9)	(1.0)	(2.0)	0.6	(0.7)	(0.3)	(4.2)	(8.1)
净债务/企业价值	(5.0)	(0.6)	(0.5)	0.1	(0.2)	(0.1)	(1.3)	(2.7)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	140.7	108.8
资本支出/营业收入(%)	7.7	7.4	2.2	3.5	2.8	2.7	2.2	1.9
息税前利润/净利息	NM	10.3	7.3	12.8	13.4	13.6	15.0	15.5
股息保障倍数 (UBS)	2.4	3.4	2.5	3.1	3.3	3.3	3.3	3.3
股息支付率 (UBS) %	42.1	29.4	39.5	32.6	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	3,515	4,240	5,568	7,337	7,376	7,463	7,135	6,934
总计	3,515	4,240	5,568	7,337	7,376	7,463	7,135	6,934
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	281	347	432	715	820	831	802	792
总计	281	347	432	715	820	831	802	792

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	+29.0%
预测股息收益率	1.3%
预测股票回报率	+30.3%
市场回报率假设	8.9%
预测超额回报率	+21.4%

风险声明

公司主要下行风险包括：下游客户支付能力不足导致除尘、脱硫、脱硝市场规模达不到我们预期；公司市场占有率下降；市场竞争加剧导致毛利率下降；2015年后除尘、脱硫、脱硝市场可能萎缩。

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：徐颖真；郁威。

涉及报告中提及的公司的披露

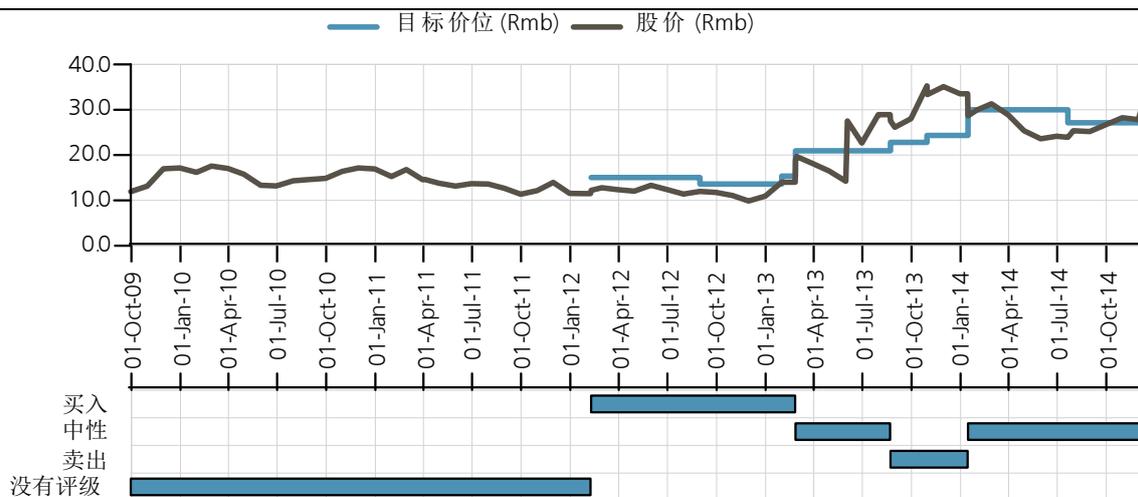
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
龙净环保	600388.SS	中性	不适用	Rmb34.21	2014 年 12 月 15 日

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。

龙净环保 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 12 月 15 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。

