

沪港通股票

华新水泥 A

国内需求偏弱，国际化、环保业务稳步推进

湖北、湖南需求偏弱，水泥价格仍在探底

2014 年初至今，湖北、湖南两省的名义固定资产投资同比增速有所放缓，10 月份同比增速已经下降至 20% 以下，创 4 年来的新低。湖北、湖南地区水泥价格从 2013 年底的高点分别下跌了 13.6%/17.3%。我们判断，需求端较弱的格局有望延续至 2015 年，两湖地区的水泥价格仍处于探底过程中。

国际化战略继续实施、环保业务布局进展顺利

公司国际化战略稳步推进，2013 年塔吉克斯坦项目开始贡献利润，2014 年继续新建，同时收购柬埔寨 CEMENT CHAKREY TING FACTORY 的 40% 股权、进入另外一个高盈利的市场，我们预计 2014 年全年海外水泥的吨净利高于 200 元/吨，远高于国内 20 元/吨的水平，我们预计 2015 年海外项目对利润的贡献将达到 11%。同时，水泥窑协同处置垃圾的业务也在全国进行布局，我们认为未来相关的政策支持力度会加大、环保业务将成为中长期业绩的潜在增长点。

小幅上调盈利预测

考虑到 2014 年包括煤炭在内的原材料价格偏弱、公司成本控制力强，我们下调了公司的生产成本假设，从 2014/15/16 年的 195/199/202 元/吨下调至 192/195/197 元/吨；同时，海外项目的推进略快于我们的预期，因此将销量假设从 2014/15/16 年的 53/56/59 百万吨小幅提升至 54/57/60 百万吨。相应的，我们将 2014/15/16 年 EPS 从 0.83/0.94/1.04 元上调至 0.90/1.01/1.13 元。

估值：上调目标价至 11.90 元，重申“买入”

我们采用相对更适合周期股的 PB 估值方法，综合考虑盈利水平、宏观政策方向，给予公司 1.8x PB（历史平均）的动态估值，得到 11.90 元目标价，参照 PE 估值和 VCAM 绝对估值模型的结果，我们认为目标价是合理的。

Equities

中国

基础材料业

12 个月评级

买入

保持不变

12 个月目标价

Rmb11.90

之前：Rmb8.90

股价

Rmb9.86

路透代码：600801.SS 彭博代码 600801 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb9.86-6.18
市值	Rmb14.8 十亿/US\$2.38 十亿
已发行股本	1,496 百万 (ORDA)
流通股比例	38%
日均成交量(千股)	25,300
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb212.1
普通股股东权益(12/14E)	Rmb9.90 十亿
市净率(12/14E)	1.5x
净债务 / EBITDA	1.1x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/14E	0.83	0.90	7.76
12/15E	0.94	1.01	7.87
12/16E	1.04	1.13	8.90

刘强
分析师S1460513080002
qiang-q.liu@ubssecurities.com
+86-213-866 8842

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	12,638	12,521	15,984	17,941	19,670	21,398	22,934	23,458
息税前利润(UBS)	1,945	1,299	2,200	2,454	2,766	3,101	3,242	3,258
净利润 (UBS)	1,075	556	1,181	1,343	1,515	1,696	1,757	1,740
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.82	0.37	0.79	0.90	1.01	1.13	1.17	1.16
每股股息 (Rmb)	0.11	0.11	0.12	0.14	0.16	0.18	0.19	0.18
现金 / (净债务)	(5,089)	(3,886)	(4,435)	(4,386)	(3,294)	(1,690)	263	2,313
盈利能力	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	15.4	10.4	13.8	13.7	14.1	14.5	14.1	13.9
ROIC (EBIT) (%)	16.2	10.7	18.2	18.1	19.1	20.9	21.9	22.3
EV/EBITDA(core)x	7.6	7.1	4.9	5.0	4.6	4.2	4.1	2.8
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	15.8	22.3	10.5	11.0	9.7	8.7	8.4	8.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	0.2	2.7	8.5	1.6	8.8	12.5	15.1	15.8
净股息收益率(%)	0.8	1.4	1.5	1.4	1.6	1.8	1.9	1.9

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 22 时 37 分的股价(Rmb9.86)得出；

www.ubssecurities.com

本报告由瑞银证券有限责任公司编制。分析师声明及要求披露的项目从第 10 页开始。UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此，投资者应注意，本公司可能会对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

2014/12/16 12:05

投资主题

华新水泥 A

投资理由

我们认为，宏观经济政策的逐步宽松将缓解投资下滑的幅度，整个地产产业链的估值水平有望得到提升，同时环保业务的持续推进也将提升估值。考虑到公司国际化进程进展顺利、海外项目盈利能力远高于国内，同时成本吨也低于我们的预期，因此我们小幅上调 2014/2015/2016 年 EPS 预测至 0.90/1.01/1.13 元，综合参考历史平均 PB 估值和行业的平均估值，我们给予公司对应 2014 年底 1.8x 的 PB 估值，得到目标价 11.90 元，维持“买入”评级。

乐观情景

乐观情景下，我们预计 2015 年固定资产投资显著回升，水泥价格比我们目前预计的要高 2%，那么此时 2015 年的 EPS 将为 1.12 元，对应的每股估值为 13.20 元，比我们基准假设高 10.9%。

悲观情景

悲观情景下，我们预计 2015 年固定资产投资继续超预期下行，水泥价格比我们目前预计的要低 2%，那么此时 2015 年的 EPS 将为 0.90 元，对应的每股估值为 10.60 元，比我们基准假设低 10.8%。

近期催化剂

宏观政策继续放松；
海外项目拓展继续推进；
对于水泥窑处置垃圾的政策支持；

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb11.90

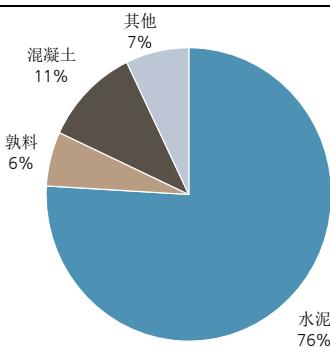
公司简介

华新水泥是湖北地区最大的水泥企业。截止 2013 年底，公司水泥熟料产能已达到 4263 万吨。2013 年实现水泥熟料销量 5103 万吨，营业收入 160 亿元、净利润 11.8 亿元。公司从水泥开始向混凝土、骨料以及生活垃圾处理等环保业务进行延伸，我们预计未来混凝土、环保业务将是公司业绩新的增长点。

行业展望

我们认为中国水泥行业未来将进入加速整合的阶段，预计行业集中度进一步提升、大企业将受益更大。落后产能淘汰进一步执行、环保标准的提升也都会加速产能端收缩。产业链延伸将是行业发展的趋势，混凝土、骨料以及垃圾处理等环保业务有望迅速发展。

收入按产品分布，2013(%)



来源：公司数据

各类产品的毛利

(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
水泥及孰料	2722	3790	4150	4565	4977
混凝土	177	394	524	623	755
其他	18	59	69	77	88
合计	2881	4243	4742	5264	5819

来源：公司数据，瑞银证券估算

刘强，分析师，S1460513080002，qiang-q.liu@ubssecurities.com，+86-213-866 8842

华新水泥 A 2014 年 12 月 16 日

2014/12/16 12:05

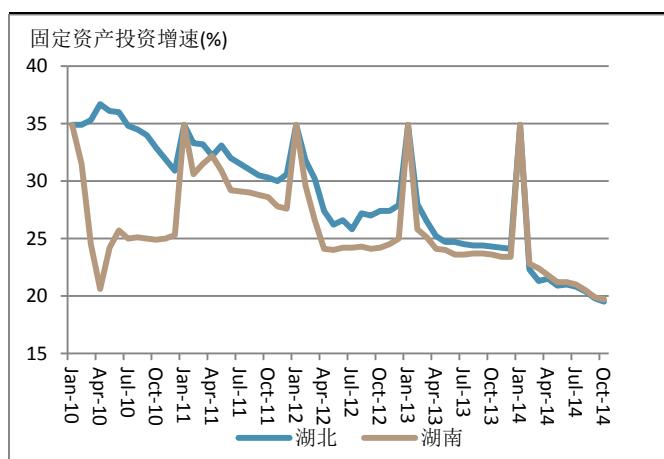
瑞银 2

两湖地区投资需求偏弱，国际化、环保业务进展顺利

湖北、湖南固定资产投资增速放缓，拖累价格下行

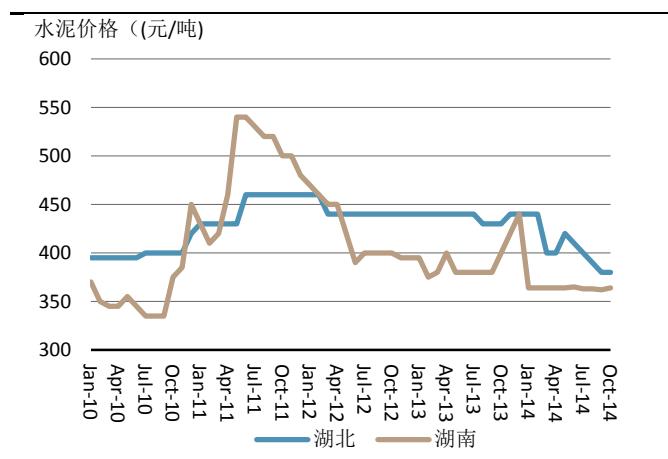
2014年初至今，湖北、湖南两省的名义固定资产投资同比增速有所放缓，10月份同比增速已经下降至20%以下，创4年来的新低。尽管两湖地区新增产能增长有限，但水泥价格仍然出现一定的回调，湖北、湖南地区水泥价格从2013年底的高点分别下跌了13.6%/17.3%。我们判断，需求端较弱的格局有望延续至2015年，两湖地区的水泥价格仍处于探底过程中。

图表 1: 湖北、湖南固定资产投资



来源: Bloomberg, 瑞银证券

图表 2: 湖北、湖南水泥价格走势



来源: Bloomberg, 瑞银证券

海外项目进展顺利，盈利水平远高于国内

公司国际化战略稳步推进，海外项目进展顺利。塔吉克斯坦项目（3000t/d）2013年开始贡献利润，2014年上半年另外一条1000t/d的生产线开始建设。海外项目盈利能力很高，我们预计2014年全年海外水泥的吨净利高于200元/吨，远高于国内20元/吨水平。公司还公告收购柬埔寨CEMENT CHAKREY TING FACTORY公司40%股权，柬埔寨的水泥市场需求仍维持二位数以上的高增长，我们预计盈利水平和塔吉克斯坦相当。国际化的顺利推进也拉高了公司整体的销售均价和盈利水平。我们预计2015年华新水泥海外项目贡献的归属母公司股东净利润占比将提升至11%，具体预测如下。

图表 3: 华新水泥海外市场利润贡献预测

百万人民币	持股比例	2013A	2014E	2015E	2016E
塔吉克斯坦	38%	140	300	330	360
柬埔寨	40%			100	200
海外利润合计		53	114	165	217
海外利润占比		4.5%	8.5%	10.9%	12.8%

来源:公司公告，瑞银证券估算

水泥窑处置垃圾继续全国布局，将是中长期的增长点

公司环保业务板块水泥窑协同处置生活垃圾稳步推进，目前已经在全国多个地区有所布局。尽管目前此项业务盈利能力一般、收入占比不到5%，但我们预计未来随着相关补贴等政策的逐步落实，环保业务将是中长期业绩增长的新亮点，有望提升业绩和估值。

小幅上调盈利预测

考虑到 2014 年包括煤炭在内的原材料价格偏弱、公司成本控制力强，我们下调了公司的生产成本假设，从 2014/15/16 年的 195/199/202 元/吨下调至 192/195/197 元/吨；同时，海外项目的推进略快于我们的预期，因此将销量假设从 2014/15/16 年的 53/56/59 百万吨小幅提升至 54/57/60 百万吨。相应的，我们将 2014/15/16 年 EPS 从 0.83/0.94/1.04 元上调至 0.90/1.01/1.13 元。

图表 4: 关键假设和盈利预测变动

		2014E		2015E		2016E	
		旧	新	旧	新	旧	新
水泥价格	元/吨	268	268	275	275	281	280
单位成本	元/吨	195	192	199	195	202	197
吨毛利	元/吨	73	77	76	80	79	83
水泥销量	百万吨	53	54	56	57	59	60
EPS	元/股	0.83	0.90	0.94	1.01	1.04	1.13

来源:瑞银证券估算

和市场一致预期相比，我们 2015/16 年的盈利预测略高于市场一致预期，我们相对更看好公司海外项目的布局以及中长期环保业务的潜力。

图表 5: 瑞银证券对比市场一致预期

	2014E	2015E	2016E
瑞银证券预测	0.90	1.01	1.13
市场一致预期	0.92	1.01	1.11
差异	-2.4%	0.3%	2.1%

来源:朝阳永续，瑞银证券估算

估值及目标价推导

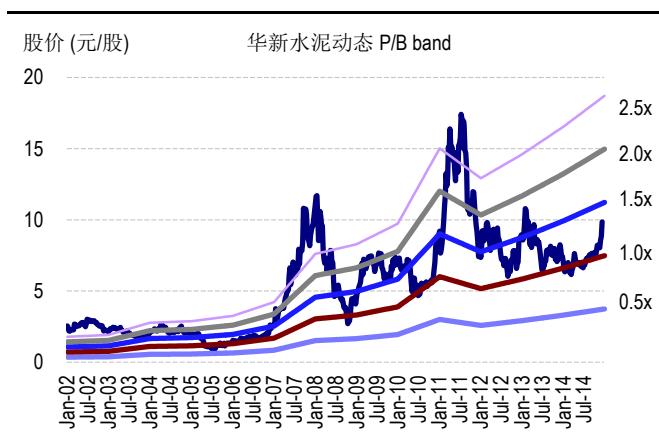
考虑到周期股的盈利波动比较大，PB 估值相对更有参考意义，因此我们采用基于 PB 的估值方法来推导目标价。

华新水泥 2002 至今的平均动态 PB 为 1.84x，考虑到公司现在的盈利能力与水平仍处于历史的中高端、宏观经济政策处于宽松的通道之中，水泥板块的估值还有一定的修复空间，我们认为给予公司对应 2014 年底 1.8x 的 PB 估值是合理的，对应的目标价为 11.90 元。

基于历史平均 1.8x 动态 PB 进行估值，得到目标价 11.90 元

目标价 11.90 元对应 2014/15/16 年的 PE 水平分别为 13.3x/11.8x/10.5x，历史上 2002 年至今的动态 PE 估值均值为 14x，我们认为目标价合理。

图表 6: 华新水泥 PB band



来源: Bloomberg, 瑞银证券

对比同行业的水泥公司，2014 年底对应的 PB 均值为 2.0x，对应的 ROE 均值为 12.1%。考虑到华新水泥的 ROE 水平略高于行业平均，我们认为与同行相比，华新水泥对应 2014 年底 1.8x 的 PB 估值是相对合理的。

图表 8: 水泥股估值对比

	Ticker	股价	目标价	市值	EV/t (US\$/t)			P/B (x)			ROE (%)			
					2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E	
海螺水泥	600585.SS	19.90	买入	26.35	15,462.5	76	73	69	2.1	1.7	1.4	22.3	26.1	23.0
冀东水泥	000401.SZ	11.20	中性	12.47	1,833.6	33	29	26	1.3	1.3	1.2	2.9	2.0	2.4
江西水泥	000789.SZ	13.25	买入	16.00	624.8	23	20	16	2.6	2.3	2.0	23.1	24.7	23.3
天山股份	000877.SZ	9.65	无评级	na	891.7	2	21	na	1.2	1.2	1.2	4.3	4.8	7.5
四川双马	000935.SZ	7.29	无评级	na	565.0	70	70	na	2.2	2.1	2.0	3.5	na	na
巢东股份	600318.SS	11.20	无评级	na	371.3	63	63	na	2.7	2.5	2.3	11.5	14.6	13.4
同力水泥	000885.SZ	8.95	无评级	na	461.0	12	26	na	2.2	2.0	1.9	3.9	10.8	11.3
宁夏建材	600449.SS	12.25	无评级	na	619.8	41	41	na	1.4	1.3	na	7.6	7.7	8.9
祁连山	600720.SS	10.18	无评级	na	855.9	45	40	na	1.8	1.7	na	11.8	15.6	16.0
福建水泥	600802.SS	9.13	无评级	na	459.5	27	44	na	3.3	3.3	na	1.7	5.6	10.7
青松建化	600425.SS	6.86	无评级	na	1,173.1	50	48	na	1.8	1.8	na	1.6	0.9	4.4
均值					2,046.7	40.8	44.7	42.0	2.1	2.0	1.7	9.0	12.1	12.9
华新水泥	600801.SS	9.86	买入	11.90	2,312.5	44	44	41	1.8	1.6	1.4	14.3	13.4	13.5

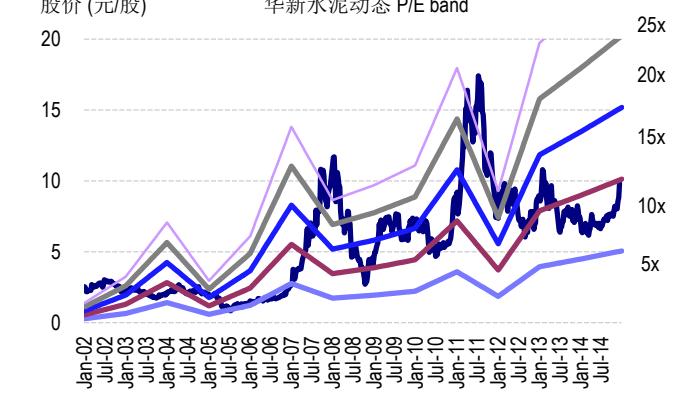
注：海螺水泥、冀东水泥和江西水泥的盈利预测为瑞银证券估算，其他公司的预测为万得一致预期。

来源：公司公告，Wind，瑞银证券估算（截至到 2014 年 12 月 15 日）

同时，我们也采用绝对估值模型 VCAM 的估值进行参照。VCAM 绝对估值得到的结果是 12.10 元，其中 Beta 为 1.34x，WACC 为 9%。绝对估值比我们基于 PB 估值得到的目标价略高。

目标价对应的估值水平与同行业相比合理

图表 7: 华新水泥 PE band



来源: Bloomberg, 瑞银证券

VCAM 估值结果与 PB 估值得到的目标价接近

图表 9: VCAM 绝对估值模型

Huaxin - A

Qiang Liu, tel: +86-213-866 8842, email: qiang-q.liu@ubssecurities.com

Huaxin - A [600801.SS]: Buy; Last: Rmb9.85; Price Target: Rmb11.90; 20.8% [+up/-down]side

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	2,454	2,766	3,101	3,242	3,258	3,030	3,181	3,340	3,507	3,682
折旧及摊销*	1,501	1,653	1,776	1,887	1,991	2,217	2,198	2,172	2,138	2,096
资本支出	(2,800)	(2,100)	(1,900)	(1,700)	(1,700)	(2,463)	(2,522)	(2,580)	(2,637)	(2,694)
运营资本变动	(52)	(38)	(35)	(41)	(18)	(553)	(755)	(827)	(905)	(989)
所得税(营运)	(613)	(692)	(776)	(811)	(815)	(757)	(795)	(835)	(877)	(921)
其他	(29)	(26)	(26)	(23)	(8)	(18)	(18)	(19)	(20)	(21)
自由现金流	460	1,564	2,141	2,554	2,709	1,456	1,289	1,251	1,205	1,152
增长		239.6%	36.9%	19.3%	6.0%	-46.3%	-11.4%	-3.0%	-3.6%	-4.4%

估值		长期假设值			加权平均资本成本		
相对年	2014E	+10E	+15E	+25E	无风险利率	3.94%	
明计现金流现值	12,721	销售增长	5.0%	5.0%	5.0%	权益风险溢价	5.0%
期末价值(第15年)现值	9,372	息税前利润率	12.3%	9.3%	9.3%	贝塔系数	1.34
企业价值	22,093	资本支出/销售收入	9.0%	8.0%	6.0%	债务/权益比	52.1%
占永续价值百分比	42%	投资资本回报率	13.2%	9.3%	10.7%	边际税率	25.0%
联营公司及其他	1,457					权益成本	10.6%
-少数股东权益	1,411					债务成本	4.9%
现金盈余**	2,950					WACC	9.0%
-债务***	8,415						
权益价值	16,673	估值对应指标			期末假设值		
已发行股数[m]	1,496.5	财年	2014E	2015E	1年预期	VCH(年数)	15
每股权益价值(Rmb/股)	11.10	企业价值/息税前利润	5.6x	5.0x	5.0x	对应的	
权益成本	10.6%	企业价值/息税前利润	9.0x	8.0x	8.0x	自由现金流	3.0%
股息收益率	1.6%	自由现金流收益率	2.1%	7.1%	6.9%	增长	
1年期目标价(Rmb/股)	12.10	市盈率(现值)	12.4x	11.0x	11.1x	投资资本回报率增幅	7.9%
		市盈率(目标)	13.5x	12.0x	12.0x	企业价值/息税折旧摊销前利润	4.8x

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: 瑞银证券估算

华新水泥 A (600801.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	12,638	12,521	15,984	17,941	12.2	19,670	9.6	21,398	22,934	23,458
毛利	3,309	2,881	4,243	4,742	11.8	5,264	11.0	5,819	6,201	6,284
息税折旧摊销前利润(UBS)	2,932	2,440	3,517	3,955	12.4	4,419	11.7	4,877	5,129	5,249
折旧和摊销	(986)	(1,140)	(1,317)	(1,501)	14.0	(1,653)	10.1	(1,776)	(1,887)	(1,991)
息税前利润(UBS)	1,945	1,299	2,200	2,454	11.5	2,766	12.7	3,101	3,242	3,258
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	1	2	2
其他非营业利润	179	182	188	200	6.3	220	10.0	220	220	220
净利息	(515)	(576)	(603)	(539)	10.8	(599)	-11.3	(651)	(697)	(740)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	1,610	905	1,785	2,115	18.5	2,387	12.8	2,671	2,767	2,740
税项	(390)	(225)	(390)	(529)	-35.5	(597)	-12.8	(668)	(692)	(685)
税后利润	1,220	680	1,395	1,586	13.8	1,790	12.8	2,003	2,075	2,055
优先股股息及少数股权	(145)	(125)	(214)	(243)	-13.8	(275)	-12.8	(307)	(318)	(315)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	1,075	556	1,181	1,343	13.8	1,515	12.8	1,696	1,757	1,740
净利润(UBS)	1,075	556	1,181	1,343	13.8	1,515	12.8	1,696	1,757	1,740
税率(%)	24.2	24.8	21.9	25.0	14.3	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)	0.82	0.37	0.79	0.90	13.8	1.01	12.8	1.13	1.17	1.16
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.82	0.37	0.79	0.90	13.8	1.01	12.8	1.13	1.17	1.16
每股收益(UBS, 基本)	0.82	0.37	0.79	0.90	13.8	1.01	12.8	1.13	1.17	1.16
每股股息净值(Rmb)	0.11	0.11	0.12	0.14	13.8	0.16	12.8	0.18	0.19	0.18
每股账面价值	6.01	5.17	5.84	6.61	13.2	7.48	13.2	8.46	9.45	10.43
平均股数(稀释后)	1,308.60	1,496.48	1,496.48	1,496.48	0.0	1,496.48	0.0	1,496.48	1,496.48	1,496.48
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	2,825	2,839	2,215	3,263	47.4	5,356	64.1	7,960	10,913	13,963
其他流动资产	3,229	3,026	4,170	4,665	11.9	5,094	9.2	5,520	5,909	6,045
流动资产总额	6,054	5,865	6,384	7,928	24.2	10,449	31.8	13,480	16,821	20,007
有形固定资产净值	12,432	12,859	14,527	15,709	8.1	16,146	2.8	16,264	16,074	15,784
无形固定资产净值	1,677	1,797	2,012	2,129	5.8	2,139	0.5	2,145	2,147	2,147
投资/其他资产	1,567	2,771	2,901	2,901	0.0	2,901	0.0	2,901	2,901	2,901
总资产	21,730	23,291	25,825	28,667	11.0	31,635	10.4	34,790	37,944	40,839
应付账款和其他短期负债	3,622	4,026	5,184	5,627	8.5	6,018	7.0	6,409	6,756	6,875
短期债务	3,691	4,051	3,873	4,455	15.04	5,037	13.07	5,620	6,202	6,784
流动负债总额	7,314	8,077	9,056	10,082	11.3	11,055	9.7	12,028	12,958	13,659
长期债务	4,223	2,675	2,777	3,195	15.0	3,613	13.1	4,030	4,448	4,865
其它长期负债	1,610	4,040	4,072	4,072	0.0	4,072	0.0	4,072	4,072	4,072
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	13,146	14,792	15,906	17,348	9.1	18,740	8.0	20,131	21,478	22,597
普通股股东权益	7,760	7,735	8,740	9,897	13.2	11,199	13.2	12,655	14,143	15,605
少数股东权益	823	765	1,179	1,422	20.6	1,697	19.3	2,004	2,322	2,637
负债和权益总计	21,730	23,291	25,825	28,667	11.0	31,635	10.4	34,790	37,944	40,839
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)	1,075	556	1,181	1,343	13.8	1,515	12.8	1,696	1,757	1,740
折旧和摊销	986	1,140	1,317	1,501	14.0	1,653	10.1	1,776	1,887	1,991
营运资本变动净值	(710)	607	13	(52)	-	(38)	26.4	(35)	(41)	(18)
其他营业性现金流	535	125	214	243	13.8	275	12.8	307	318	315
经营性现金流	1,886	2,428	2,725	3,036	11.4	3,405	12.2	3,744	3,922	4,028
有形资本支出	(1,861)	(2,094)	(1,669)	(2,800)	-67.8	(2,100)	25.0	(1,900)	(1,700)	(1,700)
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	(111)	(326)	(632)	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(1,972)	(2,420)	(2,300)	(2,800)	-21.7	(2,100)	25.0	(1,900)	(1,700)	(1,700)
已付股息	(168)	(140)	(168)	(187)	-11.1	(213)	-13.8	(240)	(269)	(278)
股份发行/回购	1,799	48	54	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(481)	(1,335)	(766)	0	-	0	-	0	0	0
债务及优先股变化	(52)	1,417	(454)	1,000	-	-	-	-	-	-
融资性现金流	1,098	(10)	(1,334)	813	-	-	-	-	-	-
现金流量中现金的增加/(减少)	1,013	(2)	(909)	1,049	-	-	-	-	-	-
外汇/非现金项目	9	16	285	0	-100.0	-	-	-	-	-
资产负债表现金增加/(减少)	1,022	14	(625)	1,049	-	2,092	99.5	2,604	2,953	3,050

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。

华新水泥 A (600801.SS)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	15.8	22.3	10.5	11.0	9.7	8.7	8.4	8.5
市盈率 (UBS, 稀释后)	15.8	22.3	10.5	11.0	9.7	8.7	8.4	8.5
股价/每股现金收益	8.3	7.3	5.0	5.2	4.7	4.2	4.0	4.0
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	0.2	2.7	8.5	1.6	8.8	12.5	15.1	15.8
净股息收益率(%)	0.8	1.4	1.5	1.4	1.6	1.8	1.9	1.9
市净率	2.2	1.6	1.4	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9
企业价值/营业收入(核心)	1.8	1.4	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9	0.6
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	7.6	7.1	4.9	5.0	4.6	4.2	4.1	2.8
企业价值/息税前利润(核心)	11.4	13.3	7.9	8.1	7.3	6.6	6.4	4.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	8.1	7.7	5.2	5.4	4.8	4.4	4.2	2.9
企业价值/运营投入资本	1.9	1.4	1.4	1.5	1.4	1.4	1.4	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	16,795	12,385	12,414	14,755	14,755	14,755	14,755	14,755
净债务 (现金)	5,198	5,198	5,198	5,198	5,198	5,198	5,198	(1,288)
少数股东权益	823	765	1,179	1,422	1,697	2,004	2,322	2,637
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	22,817	18,348	18,790	21,375	21,650	21,957	22,276	16,105
非核心资产	(596)	(1,107)	(1,457)	(1,457)	(1,457)	(1,457)	(1,457)	(1,457)
核心企业价值	22,220	17,240	17,333	19,918	20,193	20,500	20,818	14,648
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	49.2	-0.9	27.7	12.2	9.6	8.8	7.2	2.3
息税折旧摊销前利润(UBS)	82.7	-16.8	44.2	12.4	11.7	10.4	5.2	2.3
息税前利润(UBS)	95.3	-33.2	69.3	11.5	12.7	12.1	4.5	0.5
每股收益(UBS 稀释后)	85.3	-54.8	112.5	13.8	12.8	11.9	3.6	-1.0
每股股息净值	71.5	4.9	11.1	13.8	12.8	11.9	3.6	-1.0
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	26.2	23.0	26.5	26.4	26.8	27.2	27.0	26.8
息税折旧摊销前利润率	23.2	19.5	22.0	22.0	22.5	22.8	22.4	22.4
息税前利润率	15.4	10.4	13.8	13.7	14.1	14.5	14.1	13.9
净利 (UBS) 率	8.5	4.4	7.4	7.5	7.7	7.9	7.7	7.4
ROIC (EBIT)	16.2	10.7	18.2	18.1	19.1	20.9	21.9	22.3
税后投资资本回报率	12.3	8.0	14.2	13.6	14.3	15.7	16.4	16.7
净股东权益回报率(UBS)	16.8	7.2	14.3	14.4	14.4	14.2	13.1	11.7
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	1.7	1.6	1.3	1.1	0.7	0.3	(0.1)	(0.4)
净债务/总权益 %	59.3	45.7	44.7	38.8	25.5	11.5	(1.6)	(12.7)
净债务/ (净债务 + 总权益) %	37.2	31.4	30.9	27.9	20.3	10.3	(1.6)	(14.5)
净债务/企业价值	22.9	22.5	25.6	22.0	16.3	8.2	(1.3)	(15.8)
资本支出 / 折旧 %	188.6	183.6	126.7	186.5	127.0	107.0	90.1	85.4
资本支出/营业收入(%)	14.7	16.7	10.4	15.6	10.7	8.9	7.4	7.2
息税前利润/净利息	3.8	2.3	3.6	4.6	4.6	4.8	4.7	4.4
股息保障倍数 (UBS)	7.7	3.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
股息支付率 (UBS) %	13.0	30.3	15.8	15.8	15.8	15.8	15.8	15.8
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	12,638	12,521	15,984	17,941	19,670	21,398	22,934	23,458
总计	12,638	12,521	15,984	17,941	19,670	21,398	22,934	23,458
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	1,945	1,299	2,200	2,454	2,766	3,101	3,242	3,258
总计	1,945	1,299	2,200	2,454	2,766	3,101	3,242	3,258

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	+20.7%
预测股息收益率	1.6%
预测股票回报率	+22.3%
市场回报率假设	8.9%
预测超额回报率	+13.4%

风险声明

风险声明：宏观经济继续下行，需求端持续恶化；新增产能控制不利，带来水泥价格下滑。国际化环保业务推进不顺利。

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述及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：刘强。

涉及报告中提及的公司的披露

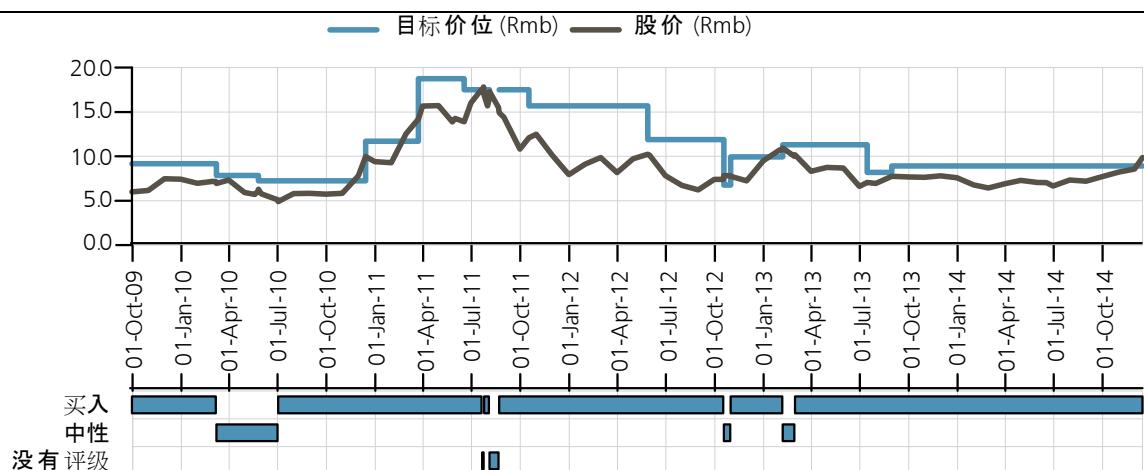
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
华新水泥 A	600801.SS	买入	不适用	Rmb9.86	2014 年 12 月 15 日

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。

华新水泥 A (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后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用：在该等司法管辖区中，发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定，或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表；既不是广告，也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外，瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改，也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释，这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得，对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险，投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生品和期货未必适合所有投资者，并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险，而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题，客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨，而投资者有可能无法全额(或部分)收回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值，以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供，仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的：

- (i) 估值或记账；
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值；
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的，或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域，部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定，但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关，其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具：瑞银集团，其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时，此类信息在本研究文件中另行披露，但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具：瑞银担任做市商时，此类信息在本文件中另行具体披露，但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能履行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸，或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品；此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区：除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：**由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：**由 UBS Limited (spolka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 分发。**俄罗斯：**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**意大利：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：**由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：**本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的‘合格客户’，任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：**本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel 和 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繫。此文件之接收方声明并保證其为依据證券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者、出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：**UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发。UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号：231098) 分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号：231127) 分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**新西兰：**由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：**由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：**由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行对韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：**本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：**由 UBS Securities India Private Ltd (公司识别码 U67120MH1996PTC097299)，2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码：+912261556000 SEBI 注册号：NSE 现金交易：INB230951431, NSE 期货与期权：INF230951431; BSE 现金交易：INB010951437。

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

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

