

**沪港通股票**

# 国投电力

## 2015年：一年之计在于春

预计15年水火继续同步增长，16年后增长来自大型火电

我们预测14年净利润54.1亿元，同比增长64%（公司预告增长60%以上），预计水电业务利润占比已经达到70%；预计15年公司继续保持水、火同时增长的态势，但幅度会比14年减弱；2016-20年国投电力装机增长将主要来自大型火电。我们预测14/15/16年EPS为0.80/0.92/0.93元（原0.87/0.93/0.88），比市场一致预期低2.7%/2.1%/6.9%。我们下调了14年火电利用小时假设，上调了16年雅砻江收到的拖欠增值税返还假设。

雅砻江：15年净利润有望增长12亿元，一季度增速或全年最高

我们预测雅砻江2014/15年净利润70亿/82亿元；15年利润增长主要来自锦屏一级大坝的补偿作用以及锦屏二级电站14年底投产的两台机组在今年汛期的贡献，但是14年投产的6台机组带来折旧、财务费用将有较大的负面影响。我们认为15年雅砻江利润增速的高点在1季度，受益于大坝放水和增值税返还，而2季度和4季度同比难有增长。2016由于所得税优惠和增值税优惠的幅度开始降低，我们预计雅砻江水电利润出现下滑的可能很高。

火电：预计15年增长来自资产调整和温和煤价

14年全国火电利用小时数先扬后抑，上半年全国利用小时数同比降1.5%；但前11个月下降幅度扩大至5.9%。公司火电盈利也符合这一情况。我们预计15年受益于温和煤价和曲靖电厂剥离，新增湄洲湾和宣城电厂等，火电利润继续增长；16年起公司的装机增长包括16年钦州二期和北疆二期共3台百万千瓦机组投产，17年北疆第二台和湄洲湾二期共3台百万千瓦机组投产。

估值：目标价从12.2元小幅上调至12.3元，维持“买入”评级

我们分别使用DCF（WACC7.0%）和成本法对雅砻江下游和中游估值，在不考虑中上游开发权的情况下估算雅砻江水电的合理价值是1,207亿元（国投持股52%）。我们使用DCF法（WACC6.85%）得到雅砻江以外资产209亿元估值。两部分相加，得到公司股权价值836亿元，每股目标价12.3元。

### Equities

中国

电力生产和供应业

12个月评级 **买入**  
保持**不变**

12个月目标价 **Rmb12.30**  
之前: **Rmb12.20**

股价 **Rmb10.93**

路透代码: 600886.SS 彭博代码 600886 CH

#### 交易数据和主要指标

52周股价波动范围	Rmb12.57-4.00
市值	Rmb74.2十亿/US\$11.9十亿
已发行股本	6,786百万(ORDA)
流通股比例	27%
日均成交量(千股)	126,874
日均成交额(Rmb百万)	Rmb1,248.7
普通股股东权益(12/14E)	Rmb22.9十亿
市净率(12/14E)	3.2x
净债务/EBITDA	4.7x

#### 每股收益(UBS稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测	
12/14E	0.87	0.80	-8.07	0.81
12/15E	0.93	0.92	-0.15	0.93
12/16E	0.88	0.93	6.17	0.99

郁威

分析师

S1460511120001

wei.yu@ubssecurities.com

+86-213-866 8857

徐颖真

分析师

S1460511100001

yingzhen.xu@ubssecurities.com

+86-213-866 8883

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	23,569	23,867	28,339	33,617	36,094	39,010	43,096	47,209
息税前利润(UBS)	3,197	5,151	10,394	15,794	17,677	18,717	19,869	22,367
净利润(UBS)	332	1,054	3,305	5,405	6,273	6,335	7,002	8,199
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	0.07	0.18	0.53	0.80	0.92	0.93	1.03	1.21
每股股息(Rmb)	0.01	0.06	0.15	0.24	0.28	0.28	0.31	0.36
现金/(净债务)	(86,052)	(98,474)	(107,593)	(109,735)	(95,540)	(90,828)	(78,727)	(57,765)

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(%)	13.6	21.6	36.7	47.0	49.0	48.0	46.1	47.4
ROIC(EBIT)(%)	7.2	10.7	13.1	12.7	12.7	13.9	15.4	18.1
EV/EBITDA(core)x	7.3	6.3	7.5	8.1	7.2	6.5	5.8	4.9
市盈率(UBS,稀释后)(x)	42.1	15.7	7.3	13.7	11.8	11.7	10.6	9.0
权益自由现金流(UBS)收益率%	(79.4)	(71.0)	(3.6)	4.0	26.8	14.2	24.2	36.1
净股息收益率(%)	0.2	2.0	3.8	2.2	2.5	2.6	2.8	3.3

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2015年01月26日16时26分的股价(Rmb10.93)得出；

# 投资主题

## 国投电力

### 投资理由

我们预计国投电力 2015 年仍将保持水、火同步增长的态势，但增速比 14 年有所减弱。我们预测雅砻江 2015 年的净利润 82 亿元，同比增长约 12 亿元，主要来自于锦屏一级大坝的补偿作用和锦屏二级 14 年底投产两台机组的贡献，但 14 年投产 6 台机组带来的折旧和财务费用对 15 年有负面影响；预计 2015 年火电业务继续受益温和和煤价，且公司剥离亏损机组、新增盈利机组的调整将使盈利收益。2016 年起公司装机增长应主要来自于大型火电机组，利润增长也应趋于平稳。我们预计公司 2014-16 年 EPS 为 0.80/0.92/0.93 元，基于分部估值法得到目标价 12.3 元。

### 乐观情景

水电企业由于大部分成本为固定成本，盈利对电量非常敏感。我们的基准假设是雅砻江水电 15 年上网电量 680 亿千瓦时。乐观情形下，我们假设雅砻江上网电量增加 10% 达到 748 亿千瓦时，则我们估算 2015 年净利润将增加 13% 至 71 亿元，对应每股估值 13.8 元。

### 悲观情景

悲观情形下，我们假设 2015 年雅砻江上网电量减少 10% 降到 612 亿千瓦时，我们估算 2015 年公司净利润将减少 13% 至 55 亿元，对应每股估值 10.7 元。

### 近期催化剂

锦屏大坝蓄水效应有望在一季度体现。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb12.30

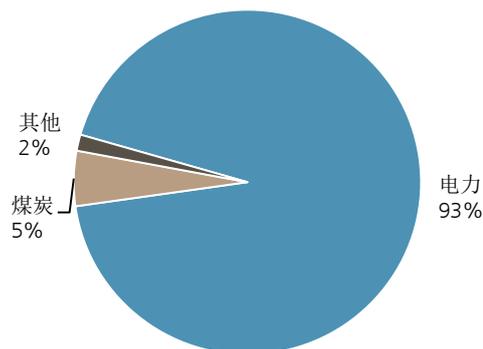
### 公司简介

国投电力控股股份有限公司于 2002 年由湖北兴化与国家开发投资公司(简称“国投公司”)进行资产置换后变更登记设立。经过多次资产注入，尤其是 2009 年公司向集团定向增发收购国投电力公司 100% 的股权，公司成为国投集团电力资产的上市平台。截至 2012 年底，公司拥有权益装机容量 1,049 万千瓦。从电源结构看，公司水电、火电均衡发展；从区域上看，公司全国性布局，下属电力生产企业主要分布于华北、华东、华南、西南、西北地区。

### 行业展望

十二五和十三五正是中国大水电投产的高峰期；大型水电开发周期长、投资规模大，被少数几家央企垄断。我们认为水电优先上网，消纳有支撑；水电投资虽然利润不是特别高，但回报平稳且长期有望持续。

### 收入拆分, 2013 (%)



来源: 公司数据

### 各类业务的毛利

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
电力	5,919	11,380	17,005	19,012	20,174
煤炭	73	57	26		
其他	44	43	43	43	43
营业税金及附加	(195)	(276)	(433)	(466)	(503)
<b>合计</b>	<b>5,841</b>	<b>11,204</b>	<b>16,640</b>	<b>18,589</b>	<b>19,714</b>

来源: 公司数据、瑞银证券估算

## 2015 年增长可期，预计雅砻江 1 季度增速较快

国投电力预告 2014 年净利润同比增长 60% 以上。我们预测 2014 年公司实现净利润 54.1 亿元，同比增长 64%。其中雅砻江水电实现净利润约 70 亿元，贡献公司净利润 65-70%。2014 年火电业务先扬后抑，下半年受电力需求疲弱和水电冲击影响，火电利用小时数与行业同步下降，下半年火电上网电量同比下降 13%。

我们预计 2015 年国投电力继续保持水、火同时增长的态势，但是增长幅度会比 14 年减弱：预计 2015 年雅砻江水电实现利润 82 亿元，比 14 年增长 17%（假设雅砻江 15 年来水与 14 年持平）；国投电力整体净利润 62.7 亿元，同比增长 16%。

分季度看，我们预测雅砻江水电一季度 1 季度净利润 12.6 亿元，同比增长 73%，是全年增长最快的一个季度，主要来自于锦屏一级大坝的调节作用和增值税返还（14 年 1 季度增值税返还政策尚未执行）。2 季度和 4 季度由于 14 年投产机组很难贡献新增电量，雅砻江利润也难以实现增长。

2016-2020 年间，雅砻江水电没有新增机组计划投产，国投电力装机增长应将主要来自于大型火电。2016 由于雅砻江水电所得税优惠和增值税优惠的幅度开始降低，我们预计雅砻江水电利润出现下滑的可能很高，拖累国投电力的业绩增速。我们预测国投的电力 2014E/15E/16E 年 EPS 分别为 0.80/0.92/0.93 元，比市场一致预期低 2.7%/2.1%/6.9%。

图表 1: 国投电力装机列表

(单位: 万千瓦)	类型	持股	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
期末装机容量	Type	% stake							
雅砻江水电	水电	52%	570	1,050	1,470	1,560	1,590	1,590	1,590
国投小三峡	水电	60%	67	67	67	67	67	67	67
国投大朝山	水电	50%	135	135	135	135	135	135	135
水电权益装机	水电		404	654	872	919	935	935	935
国投北疆	火电	64%	200	200	200	200	220	400	400
国投钦州发电	火电	61%	126	126	126	126	226	326	326
国投宣城	火电	51%	60	60	60	126	126	126	126
湄洲湾	火电	51%			79	79	79	129	279
国投曲靖发电	火电	55%	120	120					
其他控股火电	火电	51-60%	308	412	442	442	442	442	442
参股火电权益装机	火电	9-45%	132	180	180	180	180	180	180
火电权益装机			600	708	698	732	805	1,007	1,084
新能源权益装机	风电、光伏	100%为主	52	57	57	62	77	77	77
可控装机合计			1,641	2,230	2,639	2,800	2,965	3,295	3,445
权益装机合计			1,056	1,419	1,627	1,712	1,817	2,019	2,095

来源: 公司资料、瑞银证券估算；注: 新能源权益装机未考虑国投新能源公司成立后国投电力股比的下降

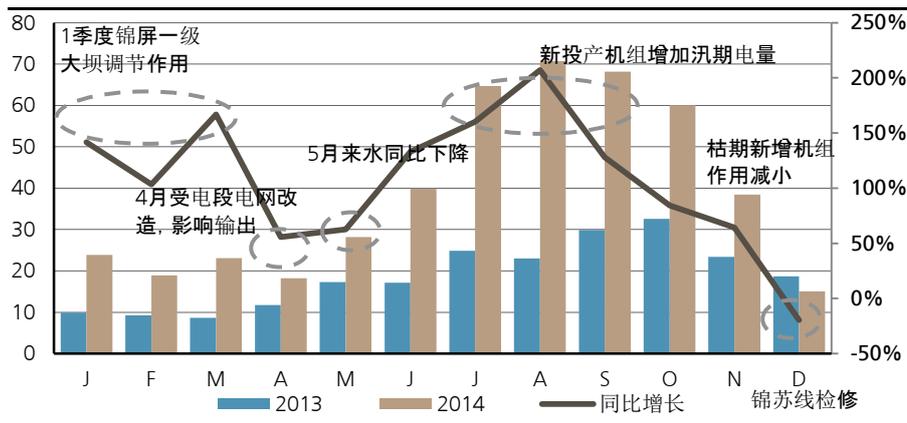
## 雅砻江：预计 15 年仍有增长，主要体现在一季度

### 2014：高速增长的一年

雅砻江 2014 年投产了锦屏一级、二级电站共 6 台机组，装机规模从 1050 万千瓦增长至 1410 万千瓦，雅砻江下游除较小的桐梓林电站外已经投产完毕。

我们预计雅砻江 2014 年实现净利润 70 亿元，同比实现利润翻番，ROE 达到 30% 左右的水平。分季度来看，3 季度电量和利润同比增速最快，主要因为 4 台机组赶在汛期之前投产；利润增速最慢的是 2 季度，因为水流量的原因当季投产的机组对电量几乎没有贡献，反而增加了折旧。

图表 2: 锦官电源组发电量 (亿千瓦时)

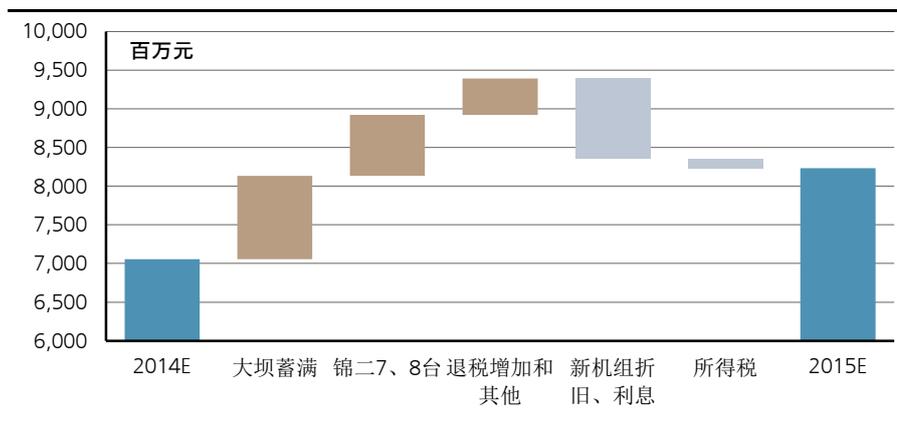


来源: 电力知库

### 预测 2015 雅砻江利润 82 亿元，比 14 年增长 12 亿元

我们预测雅砻江 2015 年的净利润可达到 82 亿元，比 14 年增长约 12 亿元，增长 17%，主要来自于锦屏一级大坝蓄水在枯水期的补偿作用，以及锦屏二级电站 14 年底投产的最后两台机组在今年汛期的贡献。14 年投产的新机组带来的折旧和财务费用则对 15 年净利润有比较大的负面影响。

图表 3: 雅砻江水电 2014-15 利润变化预测



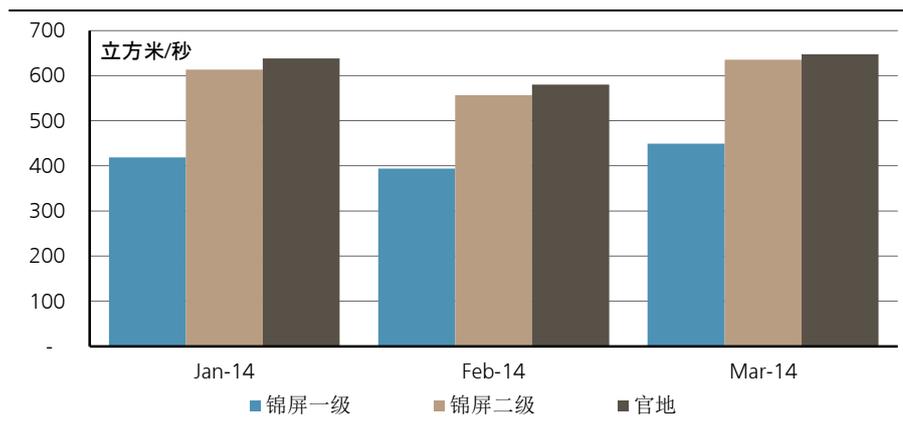
来源: 瑞银证券估算

- 锦屏一级大坝枯水期调节作用

锦屏一级水库正常蓄水位 1880 米，死水位 1800 米，调节库容 49.1 亿立方米。大坝在汛期蓄水，在枯水期（12 月至 4 月）放水，增加全年的发电量。根据设计，锦屏一级大坝的调节作用可以每年增加雅砻江下游电站发电量达 70 亿千瓦时。

在 13 年末锦屏一级水库已经蓄水至约 1840 米（满水位和死水位的中间位置）。在 14 年初已经显现了明显的补偿作用，2014 年 1 季度锦屏一级下游电站的入库流量明显高于锦屏一级。

**图表 4: 14 年 1 季度锦屏一级与下游电站入库流量对比**



来源: 电力知库

我们估算锦屏一级大坝的调节作用在 14 年为雅砻江水电增加了 30 亿千瓦时的电量。2014 年末锦屏水库水位非常接近 1880 米位置，基本蓄满，全部调节作用将在 2015 年体现，我们预计将会同比 14 年额外增加约 40 亿千瓦时的电量，相比 14 年增加利润将近 11 亿元。

▪ 2014 年投产机组带来的额外电量

2014 年雅砻江共有 6 台机组投产，共计 360 万千瓦，分别是锦屏一级第 5、6 台和锦屏二级第 5-8 台。

估算 2015 年相比 2014 年的增长，我们的方法是估算从年初到机组投产的时点可以发的电量。比如锦屏二级第 5 台机组在去年 5 月 18 日投产，5 月 18 日起的电量在 14 年已经有贡献，估算 15 年比 14 年的增长也就是计算年初至 5 月 17 日该机组可以发的电量。

实际上，我们认为只有锦屏二级最后两台机组在 2015 年会带来额外的电量增长。其他机组在汛期之前投产，即使年初投产也不会带来新增电量。仍以锦屏二级第 5 台机组为例，锦屏二级单台机组引用流量是 242.5 立方米/秒，也就是说第 5 台机组只有在流量高于 970 立方米/秒的月份才能发挥效用，而实际上 14 年 1-5 月雅砻江的流量都小于 970 立方米（如下表）。

图表 5: 雅砻江 2014 年投产机组

	投产月份	出力需要的流量 立方米/秒	投产前一个月锦屏二级流量 立方米/秒
锦屏一级第 5 台	2014.5.30	1372	776
锦屏一级第 6 台	2014.7.12	1715	1062
锦屏二级底 5 台	2014.5.18	970	776
锦屏二级底 6 台	2014.6.3	1213	776
锦屏二级底 7 台	2014.10.31	1455	
锦屏二级底 8 台	2014.11.26	1698	

来源: 公司资料、电力知库

我们估算锦屏二级第 7、8 台机组可以在 2015 带来额外电量 28 亿千瓦时，主要贡献来自 3 季度和 10 月份（10 月份贡献相对较小），预计增加利润将近 8 亿元。

- 增值税返还增加

我们估计雅砻江水电 14 年 2、3 季度合计收到增值税返还接近 4 亿元。从金额来看，税收返还的政策被打了一些折扣：

- (1) 二滩电站没有得到当地政府（攀枝花市）税收返还；
- (2) 2014 年 4 月前累计增值税退税，应该从 2014 年 5 月起及以后增值税实际税负未超过 8% 的部分中退还。实际 14 年 4 月以前的应返税额处于拖欠状态；

因此 2015 年应该至少比 2014 年多前 4 个月的返税。

- 14 年新投产机组将增加折旧和财务费用

从我们和投资者的交流中发现，不少投资者忽略或低估了新投产机组增加的折旧和财务费用。我们估算这两项合计将减少 15 年利润 10-11 亿元。

- 桐梓林电站投产预计贡献有限

桐梓林电站装机容量 60 万千瓦，预计 2015、16 年完成投产，是雅砻江下游最后投产的一个电站。桐梓林电站预算总投资 62.5 亿元，单位造价 10,400 元/千瓦，高于锦官电源组略超出 8000 元的水平。另外桐梓林电站电量由四川本地消纳，执行的电价较低且消纳可能存在困难。因此我们对桐梓林的盈利能力并不乐观，预计 15 年对净利润难以提供实质性贡献。

图表 6: 桐梓林电站和锦官电源组对比

	桐梓林	锦官电源组
单位造价	元/千瓦	10430
电价	元/千瓦时	8010
消纳	执行 0.26 元四川标杆电价，丰枯峰谷调整	核定电价 0.3202 元
	四川消纳存在难度	国网统购统销

来源: 公司资料

- 所得税优惠淡出

2015 年将是官地电站投产的第 4 年，根据“三免三减半”的优惠政策，我们预计官地电站将开始执行 7.5% 的税率（之前是 0%），新增所得税影响约 1.2 亿元。

- 来水情况仍然是未知数

我们对于 2015 年雅砻江水电的利润预测基于 2015 年雅砻江来水与 14 年持平的假设。我们估计 2014 年雅砻江来水比历史平均水平偏丰一些（14 年中有 7-8 个月来水偏丰，4-5 个月偏枯）。

### 1 季度可能是 2015 年雅砻江利润增速最高的一季

我们预测雅砻江水电 1 季度净利润 12.6 亿元，同比增长 73%，远高于 15 年全年增速。增长应主要来自于锦屏一级大坝的调节作用和增值税返还（14 年 1 季度增值税返还政策尚未执行）。

虽然预测单季度业绩难度较大，而且一季度本身电量和利润基数较低，预测更容易出现偏差，但是我们认为全年来看，一季度利润同比增速最快是可能性很高的。2 季度和 4 季度由于 14 年投产机组很难贡献新增电量，利润也难以实现增长。

### 2016 年起有望进入平稳期

我们预计桐梓林电站 2015 年底前完成全部装机，两河口电站从 2021 年开始陆续投产，中间 2016-2020 年雅砻江水电将没有装机的增长。考虑到 2016 年起税收优惠减弱，包括增值税返还从 8% 以上返还减少到 12% 以上返还，以及锦屏、官地电站的所得税优惠从免征到减半征收（7.5%），2016 年雅砻江利润有所下滑的可能较大。

## 火电： 预计 15 年增长来自资产调整和温和煤价

2014 年全国火电利用小时数先扬后抑，上半年全国火电平均利用小时数 2375 小时，同比下降 1.5%；但是前 11 个月火电平均利用小时下降幅度扩大至 5.9%。国投电力火电业务盈利变化情况也符合这一趋势。如果刨去雅砻江利润，国投电力剩余资产 14 年上半年利润同比增长 111%，我们预测下半年同比下降 40%，因为：1) 大朝山水电受到电价压力影响利润；2) 下半年火电上网电量同比下降 13%。

图表 7: 主要控股电厂发电小时数（2014 年）

	股权	省份	发电量（亿千瓦时）	发电小时数	发电小时数同比	全省火电发电小时数同比
国投北疆	64%	天津	112.65	5,633	-6%	-1%
国投宣城	51%	安徽	33.78	5,630	1%	-11%
国投北部湾	55%	广西	49.63	3,939	-19%	-16%
国投钦州发电	61%	广西	28.73	4,489	-8%	-16%
靖远二电	51%	甘肃	50.05	3,792	-2%	-5%
华夏电力	56%	福建	62.86	5,238	3%	3%
国投伊犁热电厂	60%	新疆	35.54	5,385		-6%
湄洲湾	51%	福建	24.41	3,106		3%
国投盘江	55%	贵州	13.95	2,325		-23%

来源: 公司资料、电力智库；注释: 全省火电发电小时取 14 年前 11 个月数据

瑞银煤炭团队预测 2015/16 年秦皇岛 5,500 大卡煤价分别下降至 495 元/吨和 490 元/吨，比 2014 年 520 元的均价有所降低，足以覆盖去年火电电价下调 6 厘/千瓦时带来的影响。我们不能排除 2015 年火电电价再度下调的可能。

另外，国投电力去年成功剥离了连年亏损的云南曲靖电厂，并增加了盈利较好的湄州湾机组，我们预计今年宣城电厂 66 万千瓦机组可以投产（14 年宣城发电小时数 5630 小时），将带来业绩增长。

16 年起公司的装机增长应将主要来自于大型火电机组，主要包括 16 年钦州二期和北疆二期第一台共 3 台百万千瓦机组投产，17 年北疆第二台和湄州湾二期共 3 台百万千瓦机组投产，应能支撑公司利润稳步增长。

## 估值

我们分别使用 DCF（WACC7.0%）和成本法对雅砻江下游和中游估值，在不考虑中上游开发权的情况下估算雅砻江水电的合理价值是 1,207 亿元（国投持股 52%）。我们使用 DCF 法（WACC 6.85%）得到雅砻江以外资产 209 亿元估值。两部分相加，得到公司股权价值 836 亿元，每股目标价 12.3 元。

我们预计公司水电资产（雅砻江+大朝山+小三峡）2015 年贡献净利润达到 70%。公司 2015/16 年 PE 接近 12 倍，与水电公司相比仍有折价。公司目前现金流充裕，雅砻江水电和国投电力的资产负债率逐年下降。我们预计雅砻江水电下一个资本开支高峰可能出现在 2017 年以后，不排除公司分红比例有从 30% 进一步上调的可能。

图表 8: 主要电力公司估值表

	代码	评级	当前股价(元)	目标价(元)	PE		PB		ROE		股息收益率	
					2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
<b>水电</b>												
国投电力	600886.SS	买入	10.80	12.30	11.7x	11.6x	2.7x	2.3x	24.9%	21.3%	2.6%	2.6%
长江电力	600900.SS	中性	10.43	11.40	17.2x	17.9x	1.9x	1.8x	11.6%	10.6%	3.0%	2.8%
<b>火电</b>												
华能国际	600011.SS	买入	8.35	9.50	8.7x	8.2x	1.5x	1.3x	17.8%	16.8%	5.2%	5.4%
国电电力	600795.SS	卖出	4.07	4.00	9.8x	9.1x	1.5x	1.3x	17.2%	16.6%	4.0%	4.3%
粤电力	000539.SZ	中性	7.30	7.60	9.4x	8.4x	1.3x	1.2x	15.0%	15.0%	3.0%	3.4%
大唐发电	601991.SS	中性	5.92	5.40	11.7x	11.1x	2.0x	1.7x	17.9%	16.6%	2.7%	2.9%
深圳能源	000027.SZ	卖出	10.57	8.50	15.1x	15.4x	1.5x	1.4x	10.2%	9.6%	3.0%	3.0%

来源: Wind、瑞银证券估算。 注释: 2015 年 1 月 23 日收盘价

## 国投电力 (600886.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
<b>损益表(Rmb 百万)</b>										
营业收入	23,569	23,867	28,339	33,617	18.6	36,094	7.4	39,010	43,096	47,209
毛利	3,828	5,841	11,204	16,640	48.5	18,589	11.7	19,714	20,995	22,451
息税折旧摊销前利润(UBS)	6,488	8,643	15,075	23,576	56.4	25,640	8.8	26,885	28,242	30,946
折旧和摊销	(3,291)	(3,492)	(4,681)	(7,782)	66.2	(7,963)	2.3	(8,168)	(8,373)	(8,579)
息税前利润(UBS)	3,197	5,151	10,394	15,794	52.0	17,677	11.9	18,717	19,869	22,367
联营及投资收益	75	196	548	522	-4.7	522	0.0	522	522	522
其他非营业利润	164	54	47	843	NM	1,423	68.8	1,053	1,053	1,053
净利息	(2,348)	(3,083)	(4,410)	(6,230)	-41.3	(6,767)	-8.6	(6,877)	(6,821)	(6,821)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	1,089	2,318	6,579	10,929	66.1	12,856	17.6	13,415	14,623	17,122
税项	(296)	(300)	(702)	(843)	-20.2	(1,145)	-35.8	(1,641)	(1,609)	(1,883)
税后利润	792	2,018	5,877	10,086	71.6	11,711	16.1	11,774	13,014	15,238
优先股股息及少数股权	(460)	(964)	(2,572)	(4,681)	-82.0	(5,438)	-16.2	(5,439)	(6,012)	(7,040)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	332	1,054	3,305	5,405	63.5	6,273	16.1	6,335	7,002	8,199
净利润(UBS)	332	1,054	3,305	5,405	63.5	6,273	16.1	6,335	7,002	8,199
税率(%)	27.2	13.0	10.7	7.7	-27.7	8.9	15.4	12.2	11.0	11.0
<b>每股(Rmb)</b>										
每股收益(UBS 稀释后)	0.07	0.18	0.53	0.80	51.3	0.92	16.1	0.93	1.03	1.21
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.07	0.18	0.53	0.80	51.3	0.92	16.1	0.93	1.03	1.21
每股收益(UBS, 基本)	0.07	0.19	0.53	0.80	51.3	0.92	16.1	0.93	1.03	1.21
每股股息净值(Rmb)	0.01	0.06	0.15	0.24	63.5	0.28	16.1	0.28	0.31	0.36
每股账面价值	2.12	2.18	2.72	3.37	23.9	4.06	20.3	4.71	5.46	6.36
平均股数(稀释后)	4,858.24	6,778.04	6,277.70	6,786.02	8.1	6,786.02	0.0	6,786.02	6,786.02	6,786.02
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>										
现金和现金等价物	5,101	6,268	3,994	8,529	113.5	22,723	166.4	27,436	37,737	58,698
其他流动资产	9,086	7,571	6,238	7,227	15.9	6,942	-3.9	8,368	8,685	11,557
流动资产总额	14,187	13,839	10,232	15,756	54.0	29,666	88.3	35,804	46,422	70,255
有形固定资产净值	45,907	55,797	112,147	144,542	28.9	141,775	-1.9	136,134	130,894	125,193
无形固定资产净值	1,458	2,721	2,925	3,090	5.6	3,246	5.0	3,391	3,527	3,654
投资/其他资产	63,546	73,539	34,255	12,192	-64.4	11,230	-7.9	21,584	26,940	24,561
总资产	125,098	145,896	159,559	175,579	10.0	185,916	5.9	196,913	207,783	223,663
应付账款和其他短期负债	9,625	13,827	12,361	12,151	-1.7	12,399	2.0	13,504	15,059	17,801
短期债务	18,019	19,659	12,286	17,163	39.69	17,163	0.00	17,163	17,163	17,163
流动负债总额	27,644	33,486	24,648	29,314	18.9	29,562	0.8	30,667	32,222	34,964
长期债务	73,134	85,084	99,301	101,101	1.8	101,101	0.0	101,101	99,301	99,301
其它长期负债	1,817	1,847	1,877	2,336	24.5	2,336	0.0	2,336	2,336	2,336
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	102,594	120,416	125,825	132,751	5.5	132,999	0.2	134,103	133,859	136,601
普通股股东权益	11,932	12,287	18,460	22,873	23.9	27,525	20.3	31,978	37,079	43,177
少数股东权益	10,571	13,193	15,274	19,955	30.6	25,393	27.2	30,832	36,845	43,884
负债和权益总计	125,098	145,896	159,559	175,579	10.0	185,916	5.9	196,913	207,783	223,663
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>										
净利润(支付优先股股息前)	332	1,054	3,305	5,405	63.5	6,273	16.1	6,335	7,002	8,199
折旧和摊销	3,291	3,492	4,681	7,782	66.2	7,963	2.3	8,168	8,373	8,579
营运资本变动净值	(691)	201	699	(747)	-	532	-	(321)	1,239	(130)
其他营业性现金流	2,322	3,859	6,512	8,812	35.3	9,515	8.0	9,356	9,950	10,712
经营性现金流	5,255	8,606	15,198	21,251	39.8	24,284	14.3	23,538	26,564	27,360
有形资本支出	(16,392)	(19,593)	(16,034)	(18,267)	-13.9	(4,378)	76.0	(13,013)	(8,610)	(609)
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	(48)	(523)	(850)	522	-	522	-	522	522	522
投资性现金流	(16,440)	(20,116)	(16,884)	(17,745)	-5.1	(3,856)	78.3	(12,491)	(8,088)	(86)
已付股息	(50)	(35)	(316)	(992)	-213.6	(1,621)	-63.5	(1,882)	(1,900)	(2,101)
股份发行/回购	5,773	2,201	480	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(5,692)	(3,163)	(7,511)	(4,657)	38.00	(4,613)	0.95	(4,453)	(4,475)	(4,211)
债务及优先股变化	14,463	13,590	6,844	6,677	-2.45	0	-	0	(1,800)	0
融资性现金流	14,494	12,593	(503)	1,028	-	(6,234)	-	(6,335)	(8,176)	(6,312)
现金流量中现金的增加(减少)	3,309	1,083	(2,189)	4,534	-	14,195	213.0	4,712	10,301	20,962
外汇/非现金项目	895	84	(85)	0	100.0	0	20.0	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	4,204	1,167	(2,274)	4,534	-	14,195	213.0	4,712	10,301	20,962

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。

## 国投电力 (600886.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)	42.1	15.7	7.3	13.7	11.8	11.7	10.6	9.0
市盈率 (UBS, 稀释后)	42.1	15.7	7.3	13.7	11.8	11.7	10.6	9.0
股价/每股现金收益	3.9	3.4	3.0	5.6	5.2	5.1	4.8	4.4
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(79.4)	(71.0)	(3.6)	4.0	26.8	14.2	24.2	36.1
净股息收益率(%)	0.2	2.0	3.8	2.2	2.5	2.6	2.8	3.3
市净率	1.4	1.3	1.4	3.2	2.7	2.3	2.0	1.7
企业价值/营业收入(核心)	2.0	2.3	4.0	5.7	5.1	4.5	3.8	3.2
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	7.3	6.3	7.5	8.1	7.2	6.5	5.8	4.9
企业价值/息税前利润(核心)	14.8	10.6	10.8	12.2	10.4	9.3	8.2	6.8
企业价值/经营性自由现金流(核心)	14.6	10.3	10.5	12.0	10.3	9.2	8.1	6.7
企业价值/运营投入资本	1.1	1.1	1.4	1.5	1.3	1.3	1.3	1.2
<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	14,018	15,477	23,444	74,171	74,171	74,171	74,171	74,171
净债务 (现金)	86,052	98,474	107,593	109,735	95,540	90,828	78,727	57,765
少数股东权益	10,571	13,193	15,274	19,955	25,393	30,832	36,845	43,884
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>110,641</b>	<b>127,144</b>	<b>146,311</b>	<b>203,861</b>	<b>195,104</b>	<b>195,831</b>	<b>189,743</b>	<b>175,821</b>
非核心资产	(63,201)	(72,627)	(33,892)	(11,872)	(10,925)	(21,290)	(26,657)	(24,288)
<b>核心企业价值</b>	<b>47,440</b>	<b>54,517</b>	<b>112,419</b>	<b>191,990</b>	<b>184,179</b>	<b>174,542</b>	<b>163,085</b>	<b>151,532</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	47.8	1.3	18.7	18.6	7.4	8.1	10.5	9.5
息税折旧摊销前利润(UBS)	8.8	33.2	74.4	56.4	8.8	4.9	5.0	9.6
息税前利润(UBS)	5.0	61.1	101.8	52.0	11.9	5.9	6.2	12.6
每股收益(UBS 稀释后)	-33.8	156.3	NM	51.3	16.1	1.0	10.5	17.1
每股股息净值	-40.0	NM	160.3	63.5	16.1	1.0	10.5	17.1
<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	16.2	24.5	39.5	49.5	51.5	50.5	48.7	47.6
息税折旧摊销前利润率	27.5	36.2	53.2	70.1	71.0	68.9	65.5	65.6
息税前利润率	13.6	21.6	36.7	47.0	49.0	48.0	46.1	47.4
净利 (UBS) 率	1.4	4.4	11.7	16.1	17.4	16.2	16.2	17.4
ROIC (EBIT)	7.2	10.7	13.1	12.7	12.7	13.9	15.4	18.1
税后投资资本回报率	5.1	9.2	11.6	11.7	11.6	12.2	13.7	16.1
净股东权益回报率(UBS)	3.2	8.7	21.5	26.2	24.9	21.3	20.3	20.4
<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	13.3	11.4	7.1	4.7	3.7	3.4	2.8	1.9
净债务/总权益 %	NM	NM	NM	256.2	180.5	144.6	106.5	66.3
净债务/(净债务 + 总权益) %	79.3	79.4	76.1	71.9	64.4	59.1	51.6	39.9
净债务/企业价值	NM	NM	95.7	57.2	51.9	52.0	48.3	38.1
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	56.1	162.7	105.1	7.3
资本支出/营业收入(%)	NM	NM	NM	NM	12.1	NM	20.0	1.3
息税前利润/净利息	1.4	1.7	2.4	2.5	2.6	2.7	2.9	3.3
股息保障倍数 (UBS)	10.9	3.3	3.6	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
股息支付率 (UBS) %	9.1	30.0	27.8	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
<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	23,569	23,867	28,339	33,617	36,094	39,010	43,096	47,209
<b>总计</b>	<b>23,569</b>	<b>23,867</b>	<b>28,339</b>	<b>33,617</b>	<b>36,094</b>	<b>39,010</b>	<b>43,096</b>	<b>47,209</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	3,197	5,151	10,394	15,794	17,677	18,717	19,869	22,367
<b>总计</b>	<b>3,197</b>	<b>5,151</b>	<b>10,394</b>	<b>15,794</b>	<b>17,677</b>	<b>18,717</b>	<b>19,869</b>	<b>22,367</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	+12.5%
预测股息收益率	2.5%
预测股票回报率	+15.0%
市场回报率假设	8.7%
预测超额回报率	+6.3%

---

## 风险声明

雅砻江下游锦屏一级电站是年调节电站，因此如果当年来水不佳，或出现输送地区用电需求下滑而无法消纳的情况，公司盈利恐将面临下行风险；煤炭占火电厂成本比例较高，如果煤价大幅上扬将给公司带来成本上升的风险；雅砻江下游电站还未建设完毕，存在投资超支的风险。

## 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](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%	37%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	32%
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 12 月 31 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：郁威；徐颖真。

### 涉及报告中提及的公司的披露

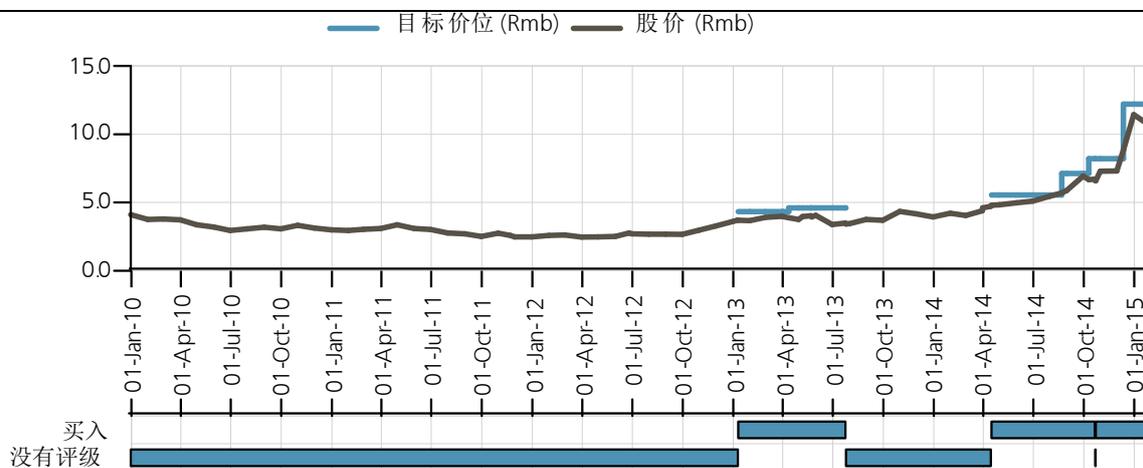
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
国投电力 <sup>2,4</sup>	600886.SS	买入	不适用	Rmb10.80	2015 年 01 月 23 日

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。

2. 在过去的 12 个月里, UBS AG, 其关联单位或子公司曾担任该公司/实体或其关联单位证券发行或配售的经办人/联席经办人、承销商或证券配售代理。
  4. 在过去的 12 个月里, UBS AG, 其关联单位或子公司在对该公司/实体的投资银行业务中取得过报酬。
- 除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

### 国投电力 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 1 月 23 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，本文件或任何其他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 2015 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。