

中国石化 A

石化盈利改善对冲改革进度放缓忧虑

2Q 化工盈利可能超预期，上调化工盈利预测

我们上调公司的盈利预测，因为化工盈利可能超我们预期，我们分别上调 15-17 年化工 EBIT 至 107/110/113 亿（原为 36/37/38 亿元）。我们认为公司二季度化工盈利将改善，主要得益于大规模亚洲同业检修造成的烯烃紧缺，以及油价上涨预期推动的下游购买。

大石化盈利周期将持续更久

我们预计大石化周期，特别是乙烯的景气度将在 2019 年之前维持，丙烯略差，但整体烯烃景气度保持较好水平。详见 5 月 19 日的报告《中国石化行业-长期油价下降或维持石化景气周期》。

预计季节性影响因素影响短暂

我们预计二季度中石化的石化盈利将明显受到油价逐步上升和烯烃价格坚挺的支撑；三季度盈利虽然有可能因为检修减少，价差回调，但预计 15 全年石化盈利依然明显好于 2012-2014 年。

估值：上调目标价至 7.9 元，维持中性评级

由于我们认为化工周期向上有望显著提升公司化工板块盈利，因此我们将 15-17 年 EPS 预测由 0.29/0.47/0.62 元上调至 0.33/0.51/0.66 元。我们预计公司 2Q 盈利将有明显改善，但由于公司管理层变更后可能引发改革进度可能放缓的担忧，维持“中性”评级。我们采用 PE 估值法，基于 16 年 15.5 倍 PE 不变，将目标价由 7.27 元上调至 7.9 元。

Equities

中国

大型石油公司

12 个月评级 **中性**
保持**不变**

12 个月目标价 **Rmb7.90**
之前: **Rmb7.27**

股价 **Rmb7.37**

路透代码: 600028.SS 彭博代码 600028 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb8.67-4.89

市值 Rmb845 十亿/US\$136 十亿

已发行股本 95,558 百万 (ORDA)

流通股比例 39%

日均成交量(千股) 773,767

日均成交额(Rmb 百万) Rmb5,548.3

普通股股东权益 (12/15E) Rmb660 十亿

市净率 (12/15E) 1.4x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

从 到 %市场预测

12/15E 0.29 0.33 12.92 0.29

12/16E 0.47 0.51 9.14 0.45

12/17E 0.62 0.66 7.06 0.53

严蓓娜

分析师

S1460511080002

nina.yan@ubssecurities.com

+86-213-866 8884

重要数据 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
净利润 (UBS)	63,797	61,344	51,256	40,617	62,000	80,885	97,955	100,775
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.54	0.50	0.42	0.33	0.51	0.66	0.80	0.83
每股现金收益 (UBS, 稀释后) (Rmb)	1.13	1.21	1.12	1.10	1.31	1.51	1.69	1.75
债务调整后现金流(UBS)	160,185	168,709	160,524	163,384	188,896	216,832	242,405	251,497
每股股息净值(Rmb)	0.18	0.24	0.20	0.16	0.24	0.32	0.38	0.39
盈利能力和估值	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
产量(千桶石油当量/日)	1,172	1,213	1,315	1,352	1,411	1,488	1,572	1,623
平均占用资本回报率 (UBS) %	7.9	6.9	4.9	4.7	7.2	8.8	10.3	10.6
企业价值/债务调整后现金流 (UBS)x	4.8	4.9	5.7	6.7	5.5	4.8	4.3	4.1
股价 / 每股现金收益 (UBS, 稀释后) (x)	4.5	4.1	4.6	6.7	5.6	4.9	4.4	4.2
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	9.5	9.7	12.4	22.2	14.5	11.1	9.2	8.9
净股息收益率(%)	3.5	4.9	3.9	2.2	3.3	4.3	5.2	5.3

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 05 月 28 日 18 时 56 分的股价(Rmb7.37)得出。

投资主题

中国石化 A

投资理由

我们看好炼油战略性改善：第一，成品油定价机制下，预计公司的平均炼油盈利水平有望提升至 2-3 美元/桶，较 14 年明显改善；第二，在未来的 3-5 年的油品升级过程中，成品油价格有望继续上升，并继续提升炼油的盈利水平。

公司上下游一体化战略，未来有望通过（1）增加上游天然气产量（2）增强资源的自给能力来实现。我们认为一体化程度加大将增加公司的抗风险能力，提高总资产的收益率。

我们采用 PE 估值法，给予 16 年 PE 15.5 倍，得到目标价 7.9 元/股，给予“中性”评级。我们预测 2015-17 年 EPS 分别为 0.33/0.51/0.66 元，市场一致预期分别为 0.33 /0.46/0.58 元。

乐观情景

假设 15-16 年 布伦特油价上涨至每桶 70 美元以上，中国需求回升超预期，我们估算 2015-16E EPS 可达 0.47 /0.53 元，每股估值会上升到 9.5 元。

悲观情景

若 15-16 年布伦特油价下跌至每桶 50 美元，我们估算 2015-16E EPS 可能降至 0.27 /0.33 元，公司每股估值可能降为 5.1 元。

近期催化剂

我们认为公司股价存在多个正面催化剂包括：1) 15-16 年低通胀及油价有望平稳；2) 15 年成品油升级有利于改善炼油盈利；3) 15 年天然气产量有望提升；4) 15 年石化产业景气度或转好；5) 降本增效或将有助于提高 ROIC，降低净负债率。

负面催化剂：1)油价反弹不达预期；2)国企混合所有制改革进度可能不达预期。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb7.90

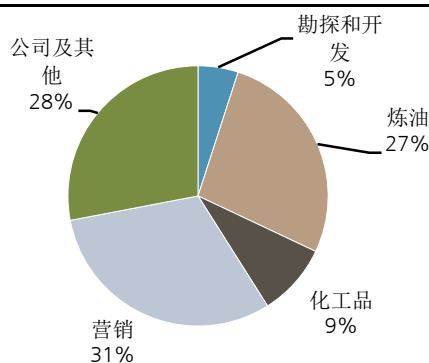
公司简介

中国石化是中国领先的一体化能源和石油公司，在东部及沿海地区居于主导地位，占中国石油总需求的 74%。公司的上游石油资产和生产规模小于其下游炼油和石化业务。中国石化的盈利对国际油价、国内炼油业务利润率以及全球石化周期反应敏感。

行业展望

我们预计由于非 OPEC 供应逐步增加，美国的能源效率提高，原油的长期价格将长期下降到 90 美元/桶。若成品油定价机制维持稳定，油品升级有望逐步提升炼油盈利；低价的天然气原料可能持续对大石化的盈利能力造成压力。

收入按业务分布, 2014



来源：公司数据

各类产品 EBIT (十亿元)

	2013	2014	2015 E	2016 E	2017E
勘探和开发	55	47	3	20	41
炼油	9	(2)	24	31	35
化工品	1	(2)	11	11	11
营销	35	29	40	42	46
公司及其他	(3)	(1)	(2)	(2)	(2)
总计	97	73	75	103	131

来源：公司数据，瑞银证券估算

2Q 化工盈利可能超预期

我们上调公司的盈利预测，因为化工盈利可能超我们预期，我们将 15-17 年化工板块单吨 EBIT 假设由 20 美元/吨上调为 30 美元/吨，因此上调 15-17 年化工 EBIT 至 107/110/113 亿元（原为 36/37/38 亿元）。我们看好化工板块已进入盈利周期，因为我们认为油价下跌之后石脑油法的盈利将有明显增长。

大石化盈利周期将持续更久

我们预计大石化周期，特别是乙烯的景气度将在 2019 年之前维持，丙烯略差，但整体烯烃景气度保持较好水平。详见 5 月 19 日的报告《中国石化行业-长期油价下降或维持石化景气周期》。

图表 1: 亚洲烯烃及聚烯烃价差预测（美元/吨）

新预测 (美元/吨)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
乙烯-石脑油	549	431	575	477	386	304	403	276	292	400	571	575	575	550
丙烯-石脑油	443	478	540	418	408	362	492	528	428	486	489	450	375	350
HDPE-石脑油	557	546	641	611	594	527	449	378	347	465	568	600	675	650
聚丙烯-石脑油	563	576	646	615	604	482	559	569	432	519	589	625	535	480
变化 (美元/吨)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
乙烯-石脑油												85	90	65
丙烯-石脑油												100	55	50
HDPE-石脑油												0	100	35
聚丙烯-石脑油												165	45	41

来源:彭博, 瑞银证券预测

上调 15-17 年盈利预测

由于我们预计公司 15-17 年化工盈利或将大幅提升，我们因此上调公司 15-17 年 EPS 预测 13.0%/9.1%/7.0%至 0.33/0.51/0.66 元（原为 0.29/0.47/0.62 元）。

图表 2: 中石化 EBIT 预测变化 (不含抵消项, 百万元)

新	10A	11A	12A	13A	14A	15E	16E	17E	18E
勘探开发	47,149	71,631	70,054	54,793	47,057	2,668	20,442	40,979	57,598
炼油	15,855	(35,780)	(11,444)	8,599	(1,954)	23,557	31,486	35,043	38,717
营销	30,760	44,696	42,652	35,143	29,449	39,602	41,965	45,594	51,185
化工	15,037	26,732	1,178	868	(2,181)	10,685	11,005	11,335	11,675
其他	(2,342)	(2,640)	(2,443)	(3,412)	(1,063)	(1,500)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
总计	106,459	104,639	99,997	95,991	71,308	75,012	103,398	131,451	157,676
旧	10A	11A	12A	13A	14A	15E	16E	17E	18E
勘探开发	47,149	71,631	70,054	54,793	47,057	2,668	20,442	40,979	57,598
炼油	15,855	(35,780)	(11,444)	8,599	(1,954)	23,557	31,486	35,043	38,717
营销	30,760	44,696	42,652	35,143	29,449	39,602	41,965	45,594	51,185
化工	15,037	26,732	1,178	868	(2,181)	3,562	3,668	3,778	3,892
其他	(2,342)	(2,640)	(2,443)	(3,412)	(1,063)	(1,500)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
总计	106,459	104,639	99,997	95,991	71,308	67,889	96,061	123,895	149,892
变化						15E	16E	17E	18E
勘探开发						0	0	0	0
炼油						0	0	0	0
营销						0	0	0	0
化工						7,123	7,337	7,557	7,783
其他						0	0	0	0
总计						7,123	7,337	7,556	7,784

来源:公司数据,瑞银证券估算

图表 3: 中石化 2016E EPS 的敏感性分析

板块	假设	变化单位	EPS 变化 (2016E)
勘探开发	油价	1 美元/桶	2.0%
勘探开发	气价	0.1 美元/mcf	0.6%
炼油	EBIT (美元/桶)	0.1 美元/桶	1.5%
营销	EBIT (美元/吨)	10 元/吨	4.5%
化工	EBIT (美元/吨)	10 美元/吨	2.0%

来源:瑞银证券估算

图表 4: 中石化 EPS 对布伦特油价的敏感性分析 (元/股)

	2015E	2016E	2017E
基础估算	0.33	0.51	0.66
+10 美元/桶	0.43	0.60	0.76
% 变化	30.3%	17.6%	15.2%

来源:瑞银证券估算

图表 5: 中石化 EPS 预测: 瑞银证券 vs 市场一致预期

(元)	2015E	2016E	2017E
瑞银证券预测	0.33	0.51	0.66
万得一致预期	0.33	0.46	0.58
瑞银证券 vs 一致预期	0%	10.9%	13.8%

来源:瑞银证券预测, 万得, 市场一致预期截至 2015 年 5 月 28 日。

图表 6: 中石化运营关键假设

新	10A	11A	12A	13A	14A	15E	16E	17E	18E
每股收益(元/股)	0.63	0.61	0.54	0.50	0.42	0.33	0.51	0.66	0.80
Brent(美元/桶)	79.6	111.1	111.65	108.9	99.38	56.5	67.5	80.0	90.0
实现油价(美元/桶)	72	99	100	95	90	51.4	61.4	72.8	81.9
天然气井口价(美元/千立方英尺)	5	6	6	6	8	7.8	7.3	7.9	8.4
ASP(美元/桶当量)	63	84	85	81	72	47.5	52.6	60.0	65.7
采收成本(美元/桶当量)	14	15	18	18	18	18.0	17.6	18.2	18.8
勘探开发成本(美元/桶当量)	4	5	6	5	4	3.6	3.7	3.7	3.8
折旧(美元/桶当量)	12	13	15	16	16	15.5	15.1	15.4	15.2
原油产量(千桶/天)	898	881	899	911	988	943	944	945	946
天然气产量(百万立方英尺/天)	1,209	1,417	1,638	1,809	1,963	2,453	2,805	3,259	3,753
天然气产量(千桶当量/天)	202	236	273	301	327	409	467	543	626
油气产量(千桶当量/天)	1,100	1,117	1,172	1,213	1,315	1,352	1,411	1,488	1,572
增速(%)		1.6%	5.0%	3.4%	8.5%	2.8%	4.4%	5.5%	5.6%
炼油 EBIT(美元/桶)	1.44	(3.64)	(1.12)	0.82	(0.18)	2.10	2.75	3.00	3.25
营销 EBIT(元/吨,国内)	177.5	236.9	204.2	161.6	133.1	172	172	172	172
化工 EBIT(美元/吨)	54.0	87.7	3.7	2.7	(6.4)	30.0	30.0	30.0	30.0
资本开支(十亿元)	52.7	58.7	78.3	105.3	80.2	68.2	69.3	79.6	88.7
变化	10A	11A	12A	13A	14E	15E	16E	17E	18E
每股收益(元/股)						13.0%	9.1%	7.0%	5.9%
Brent(美元/桶)						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
实现油价(美元/桶)						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
天然气井口价(美元/千立方英尺)						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ASP(美元/桶当量)						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
采收成本(美元/桶当量)						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
勘探开发成本(美元/桶当量)						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧(美元/桶当量)						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
原油产量(千桶/天)						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
天然气产量(百万立方英尺/天)						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
天然气产量(千桶当量/天)						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
油气产量(千桶当量/天)						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
炼油 EBIT(美元/桶)						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营销 EBIT(元/吨,国内)						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
化工 EBIT(美元/吨)						200.0%	200.0%	200.0%	200.0%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

估值: 上调目标价至 7.9 元, 维持“中性”评级

上调目标价: 采用 16 年 15.5 XPE

- 由于我们上调了 15-17 年 EPS, 我们采用 PE 估值法, 基于 16 年 15.5 倍不变, 将目标价由 7.27 元/股上调至 7.9 元/股。

我们采用分部估值法作为参照, 得出每股价值与我们的目标价基本一致, 因此我们认为给予公司的估值是合理的。

- 对中石化上游资产采用 NAV 估值法, 基于 90 美元/桶的长期油价, 公司上游 NAV 折价率为 5% 的假设。我们认为当前油价下, 公司上游折价率基本已经消除。

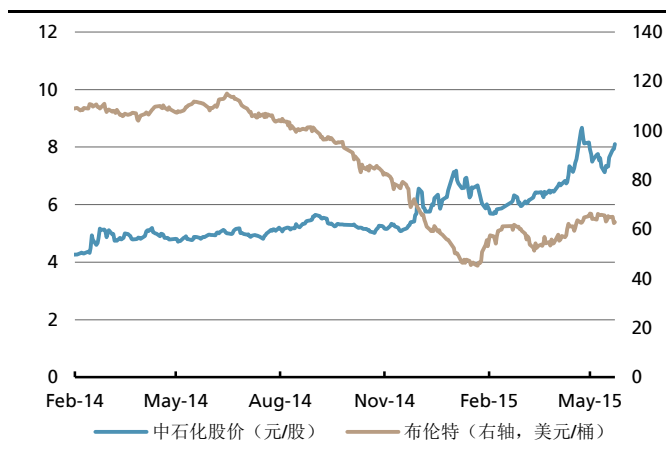
- 炼化和营销分别参考 7.2x/8.9x EV/EBITDA，原为 6.8x/8.8x，原因为我们看好公司这两个板块盈利提升空间带来的估值提升机会。

图表 7: 中石化分部估值法新旧对比

	新		旧		注释
	百万元	元/股	百万元	元/股	
勘探开发 NPV	354,184	2.90	353,100	2.89	5% 相对 NAV 折价, 90 美元长期油价, 10% 贴现率
炼油与化工	464,823	3.81	390,633	3.20	7.2x EV/EBITDA (15E)
营销	326,674	2.68	315,784	2.59	8.9x EV/EBITDA (15E), 去掉 30% 的少数股权
其他投资	57,546	0.47	82,275	0.67	15E 账面价值
企业价值	1,203,226	9.85	1,141,792	9.35	
净债务(15E)	(188,808)	(1.55)	(201,094)	(1.65)	
其它少数股东权益	(52,612)	(0.43)	(52,612)	(0.43)	2015 年账面价值, 除去营销板块的 30% 的股权
权益价值	961,806		888,086		
股本 (百万股, 完全稀释)	122,111		122,111		完全稀释股本 (已考虑可转债部分)
估值 (元 / 股)	7.88		7.27		

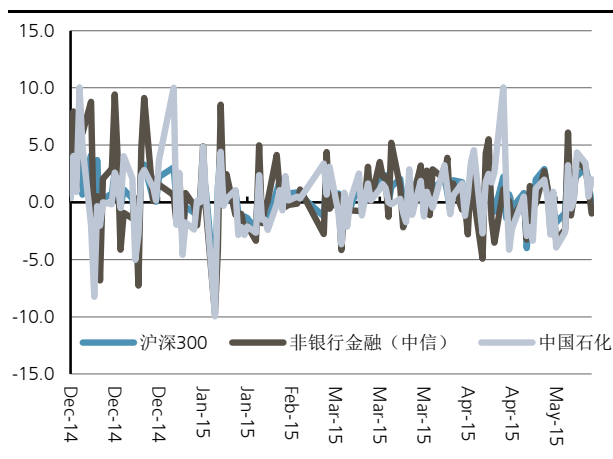
来源: 瑞银证券估算

图表 8: 中石化股价 vs Brent



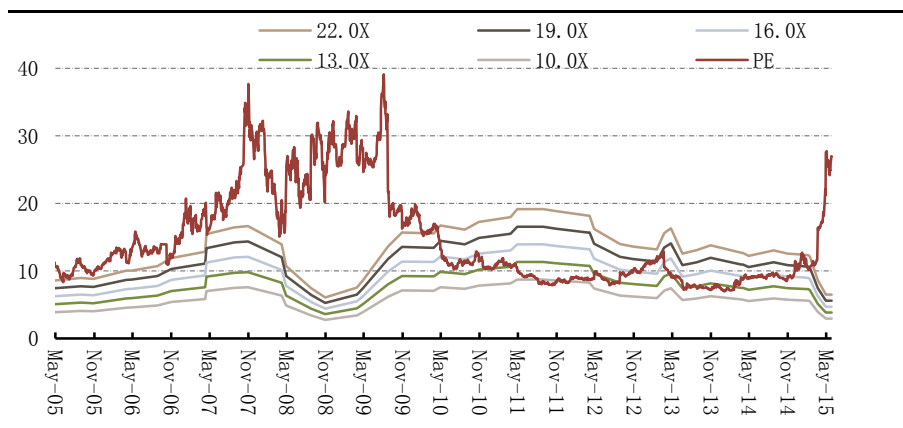
来源: 彭博, 注: 数据截至 2015 年 5 月 27 日

图表 9: 中石化 vs 沪深 300 vs 非银金融股涨幅(%)



来源: WIND, 注: 数据截至 2015 年 5 月 27 日

图表 10: 中石化历史 PE BAND (TTM)



来源: 万得, 注: 数据截至 2015 年 5 月 27 日

中国石化 A (600028.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	2,786,045	2,880,311	2,825,914	2,116,985	-25.1	2,470,396	16.7	2,876,512	3,267,715	3,462,169
息税折旧摊销前利润(UBS)	186,512	193,136	180,799	183,818	1.7	216,774	17.9	252,025	284,440	294,886
折旧、折耗、摊销及勘探	(87,850)	(96,351)	(107,312)	(108,806)	-1.4	(113,376)	-4.2	(120,574)	(126,764)	(132,004)
息税前利润(UBS)	98,662	96,785	73,487	75,012	2.1	103,398	37.8	131,451	157,676	162,882
联营及其他公司收入(UBS, 税前)	1,861	2,513	6,246	3,580	-42.68	3,824	6.81	3,909	3,996	4,001
净利息	(9,963)	(9,034)	(9,439)	(8,528)	9.7	(6,062)	28.9	(6,194)	(6,459)	(6,744)
其他税前项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润(UBS)	90,560	90,264	70,294	70,064	-0.3	101,159	44.4	129,166	155,212	160,139
税项(UBS)	(23,846)	(24,763)	(17,571)	(18,217)	-3.7	(26,301)	-44.4	(33,583)	(40,355)	(41,636)
税后利润(UBS)	66,714	65,501	52,723	51,847	-1.7	74,858	44.4	95,583	114,857	118,503
少数股东权益	(2,917)	(4,157)	(1,467)	(11,230)	NM	(12,858)	-14.5	(14,698)	(16,902)	(17,728)
股息(优先)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(UBS)	63,797	61,344	51,256	40,617	-20.8	62,000	52.6	80,885	97,955	100,775
例外项目/特殊项目	164	9,576	(9,580)	0	-	0	-	0	0	0
净利润(财报)	63,961	70,920	41,676	40,617	-2.5	62,000	52.6	80,885	97,955	100,775
税率(%)	-26.3	-27.4	-25.0	-26.0	-4.0	-26.0	0.0	-26.0	-26.0	-26.0
每股(Rmb)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
每股收益(财报, 稀释后)	0.54	0.54	0.38	0.33	-12.6	0.51	52.6	0.66	0.80	0.83
每股收益(UBS, 基本)	0.57	0.61	0.44	0.35	-20.8	0.53	52.6	0.66	0.80	0.83
每股收益(UBS 稀释后)	0.54	0.50	0.42	0.33	-20.8	0.51	52.6	0.66	0.80	0.83
每股股息净值(Rmb)	0.18	0.24	0.20	0.16	-20.8	0.24	52.6	0.32	0.38	0.39
每股现金收益(UBS, 稀释后)	1.13	1.21	1.12	1.10	-1.5	1.31	18.6	1.51	1.69	1.75
每股账面价值	5.64	4.68	4.87	5.41	11.1	5.73	6.0	6.14	6.62	7.07
平均股数(稀释后)	91,086	121,859	122,111	122,111	0.0	122,111	0.0	122,111	122,111	122,111
资产负债表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
现金和现金等价物	10,864	15,101	10,100	7,541	-25.3	11,656	54.6	13,495	16,740	22,106
其他流动资产	333,887	357,909	350,044	276,536	-21.0	313,181	13.3	355,290	395,854	416,017
流动资产总额	344,751	373,010	360,144	284,076	-21.1	324,837	14.3	368,785	412,594	438,122
有形固定资产净值	757,946	830,225	881,152	890,709	1.1	921,366	3.4	970,554	1,027,842	1,088,422
无形固定资产净值	6,257	6,255	6,281	6,281	0.0	6,281	0.0	6,281	6,281	6,281
投资/其他资产	129,568	173,426	203,791	203,791	0.0	203,791	0.0	203,791	203,791	203,791
总资产	1,238,522	1,382,916	1,451,368	1,384,857	-4.6	1,456,275	5.2	1,549,411	1,650,508	1,736,617
应付账款和其他短期负债	407,127	417,952	425,679	368,441	-13.4	393,980	6.9	423,705	452,371	466,479
短期债务	85,982	153,870	178,578	95,690	-46.4	110,379	15.4	127,474	143,961	152,076
流动负债总额	493,109	571,822	604,257	464,131	-23.2	504,359	8.7	551,179	596,332	618,555
长期债务	162,116	145,590	150,932	100,932	-33.1	85,932	-14.9	75,932	65,932	65,932
其它长期负债	32,696	42,244	49,084	49,084	0.0	49,084	0.0	49,084	49,084	49,084
负债总额	687,921	759,656	804,273	614,147	-23.6	639,375	4.1	676,195	711,348	733,571
普通股股东权益	513,374	570,346	594,483	660,370	11.1	700,235	6.0	749,681	807,911	863,625
少数股东权益	37,227	52,914	52,612	110,340	109.7	116,664	5.7	123,535	131,248	139,421
负债和权益总计	1,238,522	1,382,916	1,451,368	1,384,857	-4.6	1,456,275	5.2	1,549,411	1,650,508	1,736,617
运用资本总额	787,835	907,619	966,505	959,791	-0.7	1,001,554	4.4	1,063,128	1,132,314	1,198,948
净(债务)现金	(237,234)	(284,359)	(319,410)	(189,081)	40.8	(184,655)	2.3	(189,912)	(193,154)	(195,902)
现金流量表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
剔除少数股东权益前净利润(财报)	66,878	75,077	43,143	51,847	-2.5	74,858	52.6	95,583	114,857	118,503
记入费用的折旧、折耗、摊销及勘探	85,989	93,838	101,066	105,226	4.12	109,553	4.11	116,665	122,769	128,004
营运资本变动净值	9,746	(14,475)	21,819	16,270	-25.4	(11,105)	-	(12,386)	(11,897)	(6,054)
其他(经营性)	(20)	(6,816)	9,401	0	-	0	-7.1	0	0	0
经营性现金流	162,593	147,624	175,429	173,344	-1.2	173,305	0.0	199,862	225,728	240,452
资本支出	(158,722)	(185,126)	(154,640)	(135,900)	12.1	(137,014)	-0.8	(147,256)	(156,431)	(165,033)
权益自由现金流量	3,871	(37,502)	20,789	37,444	80.1	36,291	-3.1	52,606	69,297	75,419
(收购)与处置净值	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
已付股息	(25,486)	(28,298)	(28,031)	(21,511)	23.3	(22,134)	-2.9	(31,439)	(39,724)	(45,061)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
Net other cash flows	(5,986)	18,675	(27,809)	114,669	-	(9,452)	-	(26,136)	(32,518)	(32,799)
净债务的现金流(增加)/减少	(27,601)	(47,125)	(35,051)	130,602	-	4,705	-96.4	(4,970)	(2,945)	(2,441)
外汇/非现金项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净债务减少额/(增加额)	(27,601)	(47,125)	(35,051)	130,602	-	4,705	-96.4	(4,970)	(2,945)	(2,441)

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。

中国石化 A (600028.SS)

经营数据	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
产量(千桶石油当量/日)	1,172	1,213	1,315	1,352	1,411	1,488	1,572	1,623
估值(x)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
市盈率(财报, 稀释后)	9.5	9.0	13.6	22.2	14.5	11.1	9.2	8.9
市盈率(UBS, 稀释后)	9.5	9.7	12.4	22.2	14.5	11.1	9.2	8.9
股价/每股现金收益(稀释后)	4.5	4.1	4.6	6.7	5.6	4.9	4.4	4.2
权益自由现金流(UBS) 收益率 %	0.7	(6.7)	3.4	4.4	4.3	6.2	8.2	8.9
净股息收益率(%)	3.5	4.9	3.9	2.2	3.3	4.3	5.2	5.3
市净率	0.9	1.0	1.1	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
企业价值/息税折旧摊销前利润	4.2	4.2	5.1	6.0	4.8	4.1	3.6	3.5
企业价值/债务调整后现金流	4.8	4.9	5.7	6.7	5.5	4.8	4.3	4.1
企业价值/息税前利润	7.9	8.5	12.4	14.7	10.0	7.9	6.6	6.4
债务调整后现金流(UBS)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
剔除少数股东权益前净利润(财报)	66,878	75,077	43,143	51,847	74,858	95,583	114,857	118,503
记入费用的折旧、折耗、摊销及勘探	85,989	93,838	101,066	105,226	109,553	116,665	122,769	128,004
其他非现金项目: 集团	0	0	0	0	0	0	0	0
其他非现金项目: 联营公司	0	0	0	0	0	0	0	0
税后利息	7,338	6,610	6,914	6,311	4,486	4,584	4,780	4,991
其他	(20)	(6,816)	9,401	0	0	0	0	0
债务调整后现金流(UBS)	160,185	168,709	160,524	163,384	188,896	216,832	242,405	251,497
企业价值(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
市值	551,224	558,966	611,470	845,480	845,480	845,480	845,480	845,480
净债务(现金)	223,434	260,797	301,885	254,246	186,868	187,283	188,904	194,528
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0	0
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	774,658	819,762	913,355	1,099,726	1,032,348	1,032,763	1,034,384	1,040,008
非核心资产	0	0	0	0	0	0	0	0
核心企业价值	774,658	819,762	913,355	1,099,726	1,032,348	1,032,763	1,034,384	1,040,008
增长率(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
油气产量	5.0	3.4	8.5	2.8	4.4	5.5	5.6	3.3
息税折旧摊销前利润(UBS)	(0.3)	3.6	(6.4)	1.7	17.9	16.3	12.9	3.7
息税前利润(UBS)	(6.5)	(1.9)	(24.1)	2.1	37.8	27.1	19.9	3.3
EPS(UBS, diluted)	(11.2)	(6.6)	(16.6)	(20.8)	52.6	30.5	21.1	2.9
每股股息净值	0.0	35.2	(16.7)	(20.8)	52.6	30.5	21.1	2.9
盈利能力	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
平均占用资本回报率(UBS)	7.9	6.9	4.9	4.7	7.2	8.8	10.3	10.6
净股东权益回报率(UBS)	12.9	11.3	8.8	6.5	9.1	11.2	13.0	12.1
资本结构与覆盖率	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
净债务/息税折旧摊销前利润	1.3	1.5	1.8	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
净债务/总权益 %	46.2	49.9	53.7	28.6	26.4	25.3	23.9	22.7
净债务/(净债务+总权益) %	31.6	33.3	35.0	22.3	20.9	20.2	19.3	18.5
净债务/企业价值	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
资本支出/折旧 %	225.3	227.8	171.6	144.7	140.5	141.9	143.7	145.6
资本支出/经营性现金流 %	97.6	125.4	88.1	78.4	79.1	73.7	69.3	68.6
息税前利润/净利息	9.9	10.7	7.8	8.8	17.1	21.2	24.4	24.2
股息保障倍数(UBS)	3.2	2.5	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1
股息支付率(UBS) %	31.4	39.3	45.5	45.5	45.5	47.6	47.6	47.6
分部门息税前利润(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
上游	70,054	54,793	47,057	2,668	20,442	40,979	57,598	58,655
下游	32,386	44,610	25,314	73,843	84,456	91,972	101,577	105,727
其他	(3,778)	(2,618)	1,116	(1,500)	(1,500)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
总计	98,662	96,785	73,487	75,012	103,398	131,451	157,676	162,882

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	+7.2%
预测股息收益率	3.3%
预测股票回报率	+10.5%
市场回报率假设	8.5%
预测超额回报率	+2.0%

风险声明

在中国，我们认为，政府在国际油价大幅上涨的情况下进行干预将是主要风险因素。政府干预可能包括对下游炼油产品设定最高价或对上游原油产品征收暴利税等等。油价、炼油利润率和石化利润率都具有易波动、高周期性和高季节性的特点。因此，我们对全球 GDP 增速、季节性需求和库存水平预测的任何修正都可能导致我们对公司短期或长期盈利预测的大幅调整。鉴于业内规划项目的规模庞大，执行风险也不容忽视。最后，石油和化工生产企业也存在工厂设备故障的风险。

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。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。	45%	37%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	43%	33%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	12%	20%
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 2015 年 03 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：严蓓娜。

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
中国石化 A ^{5, 16a, 16b}	600028.SS	中性	不适用	Rmb8.10	2015 年 05 月 27 日

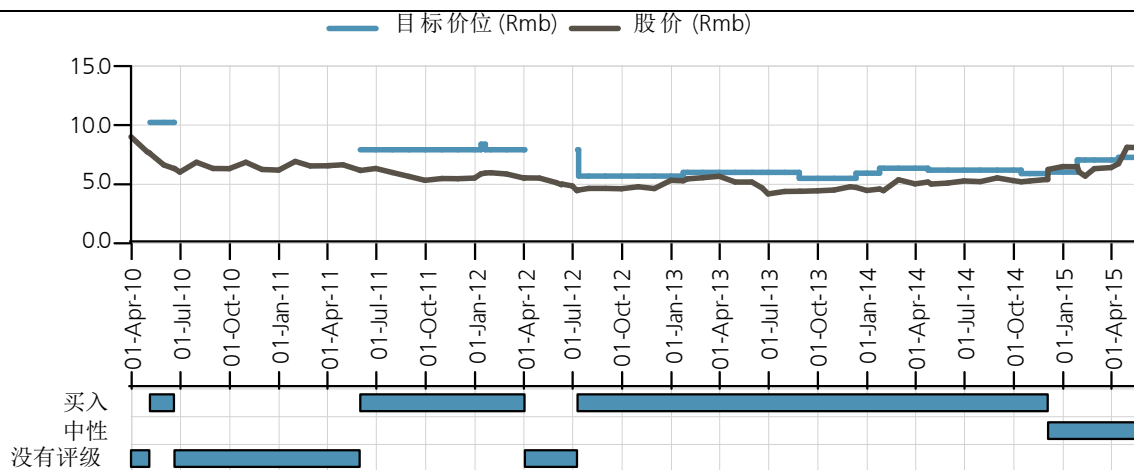
资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

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。

5. 在今后的 3 个月里, UBS AG, 其关联单位或分支机构预期或试图在投资银行服务方面从该公司/实体得到报酬。
- 16a. UBS Securities (Hong Kong) Limited 是这家公司在香港上市股票的做市商。
- 16b. UBS Securities LLC 为该公司证券和/或存托证券提供做市服务。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

中国石化 A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 5 月 27 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)。

我们通过UBS Neo、瑞银客户门户和UBS.com(以下统称为“系统”)向客户提供全球研究报告,还可能通过第三方供应商提供这些报告,或由瑞银和/或第三方通过电子邮件或其他电子途径发出。通过全球研究报告向客户提供的服务可能在层次和类型上有所不同,这取决于多个因素,比如客户在接收报告的频率和途径方面的偏好,客户的风险情况、投资重心和投资角度(例如是覆盖整个市场还是专注于某个行业,是长期还是短期等),客户与瑞银的整体关系以及法律和监管方面的限制。通过系统接收全球研究报告的客户在接触和/或使用这些报告方面受到本全球声明以及相应系统的使用条款的约束。

通过第三方供应商、电子邮件或其他电子途径接收全球研究报告的客户在使用这些报告方面受到本全球声明以及瑞银使用条款/声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html>)的约束。以这种方式接触和/或使用全球研究报告即表明客户已经阅读并同意接受瑞银使用条款/声明的约束,而且同意瑞银按照瑞银隐私声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/privacy.html>)和cookie通告(<http://www.ubs.com/global/en/homepage/cookies/cookie-management.html>)处理其个人数据并使用cookie。

通过系统或其他任何方式接收全球研究报告即表明客户同意,在未事先取得瑞银书面同意前,不复制、修改或调整这些报告,不在这些报告的基础上衍生出其他报告,不将这些报告转交给第三方,不对这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果加以商业利用,也不从这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果或估算数字中抽取数据。

如欲获取UBS Neo和客户门户上的所有可用全球研究报告,请与您的客户顾问联系。

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较高的风险,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（ACPR）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。由波兰金融监管局（Polish Financial Supervision Authority）监管。如果 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分析师对本报告作出了贡献，本报告也将视为由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 编制。**俄罗斯：**由 UBS Bank (OOO) 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（注册号：1995/011140/07，金融服务提供商编号：7328）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。**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。**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 [MCI (P) 016/09/2014 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，出版人及发布者。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。**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（资本市场服务执照号：CMSL/A0063/2007）于马来西亚分发。本报告仅供专业/机构客户使用，不供任何零售客户使用。**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。

