

**乐观看待煤价疲弱；上调评级至“买入”**
**■ 煤电厂2012年盈利将大幅反弹**

我们预计华能国际2012年盈利会有显著反弹。2011年12月1日电价上调比我们预估的幅度要大，时间更早。我们还将2012年现货煤均价预期下调10%，由960元/吨下调至860元/吨，这相当于同比下降1.3%。我们认为中国经济增速放缓，加上进口煤炭（比国内煤价低）激增，将拖降2012年现货煤价格。

**■ 上调盈利预期**

我们将2012年每股收益预期由0.11元上调至0.42元，以反映2011年12月电价上调以及现货煤价走低的情况。我们假定2013年中期会再次上调电价10元/兆瓦时（不含税），以冲抵2012-2014年合同煤价的上涨。我们相应地将2013年每股收益预期由0.30元上调至0.47元。我们2011年每股收益预期基本不变。

**■ 同业中的首选股；评级上调至“买入”**

我们将目标价从5.0元上调至6.3元，评级也从“中性”上调至“买入”。我们看好华能国际，因为公司有较高的交易流动性，并对煤价变动最为敏感。公司现货煤比例相对较高，我们预计这将令公司受益，因为现货价格溢价缩减。

**■ 估值：基于贴现现金流估值法得出新目标价6.3元；上调评级至“买入”**

我们采用6.3%的加权平均资本成本，直至2015年的直接现金流；2.9%的中期增长率，6.0%的10年期投资资本回报率；5%的永续增长率，6.25%的投资资本回报率。

重要数据 (Rmb百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	76,863	104,318	129,128	144,436	155,133
息税前利润 (UBS)	9,803	8,658	9,273	16,045	17,707
净利润 (UBS)	5,585	2,973	1,756	5,880	6,586
每股收益 (UBS, Rmb)	0.46	0.25	0.12	0.42	0.47
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.24	0.20	0.06	0.21	0.24

盈利能力和估值	五年历史均值	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润率 (%)	10.9	8.3	7.2	11.1	11.4
ROIC (EBIT) %	5.5	5.0	4.9	7.8	8.3
EV/EBITDA (core) x	11.5	10.3	9.8	7.5	6.9
市盈率 (UBS) (x)	11.5	26.8	43.0	12.8	11.5
净股息收益率 (%)	3.0	3.0	1.2	4.0	4.5

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2012年01月30日23时54分的股价 (Rmb5.37) 得出；

徐颖真

分析师

S1460511100001

yingzhen.xu@ubssecurities.com

+86-213-866 8883

中国

电力生产和供应业

12个月评级

**买入**

之前：中性

12个月目标价

Rmb6.30/US\$0.99

之前：Rmb5.00/US\$0.79

股价

Rmb5.37/US\$0.85

路透代码: 600011.SS 彭博代码600011 CH

2012年1月31日

**交易数据 (本币/US\$)**

52周股价波动范围 Rmb6.79-4.06/US\$1.05-0.64

市值 Rmb69.8十亿/US\$11.0十亿

已发行股本 10,500百万 (ORDA)

流通股比例 31%

日均成交量 (千股) 11,523

日均成交额 (Rmb 百万) Rmb57.9

**资产负债表数据 12/11E**

股东权益 Rmb52.2十亿

市净率 (UBS) 1.2x

净现金 (债务) (Rmb155十亿)

**预测回报率**

预测股价涨幅 +17.3%

预测股息收益率 1.2%

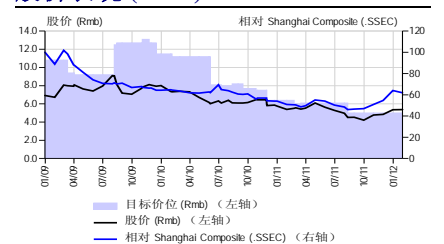
预测股票回报率 +18.5%

市场回报率假设 8.6%

预测超额回报率 +9.9%

**每股收益 (UBS, Rmb)**

	12/11E			12/10
	从	到	市场预测	实际
Q1	0.01	0.01	-	0.07
Q2	0.05	0.05	0.07	0.07
Q3E	0.04	0.04	0.02	0.09
Q4E	0.03	0.03	0.03	0.02
12/11E	0.13	0.12	0.13	
12/12E	0.11	0.42	0.11	

**股价表现 (Rmb)**


资料来源：UBS

www.ubssecurities.com



损益表 (Rmb 百万)	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业收入	44,153	49,768	67,835	76,863	104,318	129,128	23.8	144,436	11.9	155,133	7.4
营业费用 (不含折旧)	(28,876)	(34,620)	(61,225)	(58,487)	(85,213)	(107,958)	26.7	(115,373)	6.9	(123,073)	6.7
息税折旧摊销前利润 (UBS)	15,278	15,148	6,610	18,375	19,105	21,171	10.8	29,063	37.3	32,060	10.3
折旧	(6,719)	(7,226)	(7,719)	(8,572)	(10,447)	(11,898)	13.9	(13,018)	9.4	(14,352)	10.2
营业利润 (息税前利润, UBS)	8,558	7,922	(1,108)	9,803	8,658	9,273	7.1	16,045	73.0	17,707	10.4
其他盈利和联营公司盈利	941	599	(55)	756	324	799	146.7	1,250	56.3	1,316	5.4
净利息	(1,539)	(2,079)	(3,981)	(4,200)	(5,194)	(7,483)	44.1	(8,865)	18.5	(9,595)	8.2
非正常项目 (税前)	57	877	353	(656)	405	267	-33.9	0	-	0	-
税前利润	8,017	7,319	(4,792)	5,704	4,193	2,856	-31.9	8,430	195.1	9,429	11.9
税项	(1,128)	(838)	240	(594)	(843)	(776)	-7.9	(1,682)	116.8	(1,906)	13.3
税后利润	6,889	6,481	(4,552)	5,110	3,351	2,080	-37.9	6,747	224.3	7,523	11.5
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	(818)	(320)	614	(181)	27	(57)	-	(868)	1424.5	(936)	7.9
净利润 (本地会计准则)	6,071	6,161	(3,938)	4,930	3,377	2,023	-40.1	5,880	190.6	6,586	12.0
净利润 (UBS)	6,014	5,284	(4,291)	5,585	2,973	1,756	-40.9	5,880	234.8	6,586	12.0
税率 (%)	14	11	0	10	20	27	35.2	20	-26.5	20	1.3
不计非正常项目税率 (%)	16	14	0	11	26	43	65.7	23	-46.0	23	0.3
每股 (Rmb)	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
每股收益 (本地会计准则)	0.50	0.51	(0.33)	0.41	0.28	0.14	-48.4	0.42	190.6	0.47	12.0
每股收益 (UBS)	0.50	0.44	(0.36)	0.46	0.25	0.12	-49.1	0.42	234.8	0.47	12.0
每股股息净值	0.28	0.30	0.10	0.24	0.20	0.06	-67.8	0.21	231.6	0.24	12.0
每股现金收益	1.06	1.04	0.28	1.17	1.11	0.97	-12.4	1.34	38.4	1.49	10.8
每股账面净值	3.60	3.89	3.06	3.49	3.83	4.33	13.2	4.85	12.0	5.15	6.1
资产负债表 (Rmb 百万)	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
有形固定资产净值	90,444	90,126	116,737	140,777	155,225	178,400	14.9	184,420	3.4	191,163	3.7
无形固定资产净值	2,685	2,824	17,815	19,353	20,805	22,034	5.9	22,034	0.0	22,034	0.0
净营运资本 (包括其他资产)	116	1,418	3,417	4,905	7,548	3,842	-49.1	4,618	20.2	6,379	38.1
其他负债	(1,389)	(1,516)	(2,010)	(2,591)	(2,860)	(2,860)	0.0	(2,860)	0.0	(2,860)	0.0
运营投入资本	91,856	92,853	135,960	162,445	180,718	201,416	11.5	208,212	3.4	216,717	4.1
投资	6,877	12,194	10,282	12,125	14,197	15,723	10.7	16,748	6.5	17,937	7.1
运用资本总额	98,733	105,046	146,242	174,570	194,915	217,139	11.4	224,960	3.6	234,654	4.3
股东权益	43,458	46,929	36,829	42,124	53,789	52,238	-2.9	58,507	12.0	62,094	6.1
少数股东权益	7,151	5,151	5,731	8,524	8,636	9,599	11.1	10,730	11.8	10,888	1.5
总股东权益	50,609	52,080	42,560	50,648	62,425	61,837	-0.9	69,237	12.0	72,983	5.4
净债务 / (现金)	48,125	52,967	103,682	123,921	132,490	155,302	17.2	155,723	0.3	161,671	3.8
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	98,733	105,046	146,242	174,570	194,915	217,139	11.4	224,960	3.6	234,654	4.3
现金流量表 (Rmb 百万)	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	8,558	7,922	(1,108)	9,803	8,658	9,273	7.1	16,045	73.0	17,707	10.4
折旧	6,719	7,226	7,719	8,572	10,447	11,898	13.9	13,018	9.4	14,352	10.2
营运资本变动净值	(100)	(1,799)	(1,290)	(3,044)	(40)	156	-	(1,483)	-	(1,785)	20.4
其他 (经营性)	648	388	589	621	373	276	-26.1	975	253.8	1,027	5.4
经营性现金流 (税前/息前)	15,826	13,737	5,910	15,952	19,438	21,603	11.1	28,555	32.2	31,301	9.6
收到 / (支付) 利息净值	(2,454)	(2,670)	(4,659)	(5,318)	(5,943)	(8,325)	40.1	(9,637)	15.8	(10,185)	5.7
已付股息	(3,014)	(3,376)	(3,570)	(1,242)	(2,528)	(2,811)	11.20	(904)	-67.83	(2,999)	231.55
已缴付税项	(1,395)	(1,192)	(415)	(491)	(1,111)	(1,060)	-4.6	(976)	-8.0	(1,882)	92.9
资本支出	(16,217)	(14,322)	(48,093)	(24,490)	(25,540)	(23,715)	-7.1	(18,266)	-23.0	(20,505)	12.3
并购/处置净值	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	(108)	(2,888)	615	(924)	(1,722)	(444)	-74.2	(487)	9.5	(1,678)	244.8
股份发行	0	0	168	389	202	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	(7,361)	(10,711)	(50,044)	(16,123)	(17,203)	(14,753)	-14.2	(1,715)	-88.4	(5,948)	246.9
外汇/非现金项目	136	5,869	(672)	(4,116)	8,635	(8,059)	-	1,293	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	(7,225)	(4,842)	(50,715)	(20,239)	(8,568)	(22,812)	166.2	(421)	-98.2	(5,948)	1311.5
核心息税折旧摊销前利润	15,278	15,148	6,610	18,375	19,105	21,171	10.8	29,063	37.3	32,060	10.3
维护资本支出	(1,307)	(1,534)	(1,702)	(2,035)	(2,302)	(2,485)	8.0	(2,765)	11.2	(2,918)	5.5
维护营运资本净支出	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	13,971	13,614	4,908	16,340	16,803	18,685	11.2	26,298	40.7	29,142	10.8

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。附注: 对于部分公司而言, 所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

12个月评级

买入

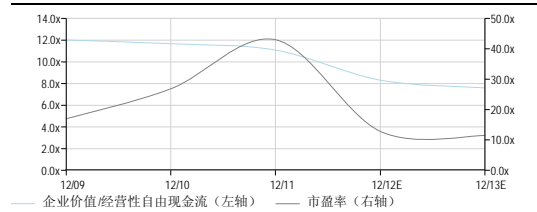
12个月目标价

Rmb6.30

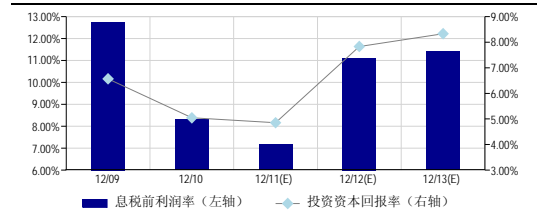
公司概况

华能国际（隶属于华能集团）是中国大陆最大的上市独立发电商，旗下电厂分布于 15 个省。公司 1994 年首先在纽约证交所上市，目前在香港和上海两地挂牌交易。08 年上半年公司收购了位于新加坡的大士能源 100% 权益。截至 2010 年年底，总权益装机容量约为 57 吉瓦（包括大士能源）。

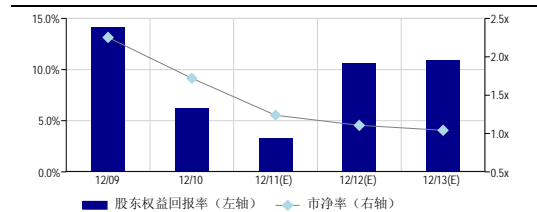
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



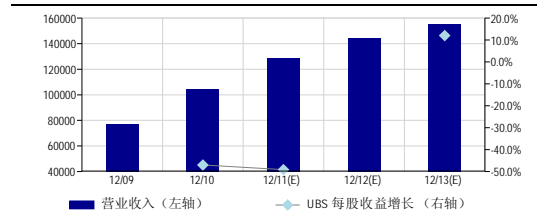
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长（UBS每股收益）



估值 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
市盈率 (本地会计准则)	10.1	19.3	23.6	37.3	12.8	11.5
市盈率 (UBS)	11.5	17.0	26.8	43.0	12.8	11.5
股价/每股现金收益	12.0	6.7	5.9	5.5	4.0	3.6
净股息收益率 (%)	3.0	3.0	3.0	1.2	4.0	4.5
市净率	2.3	2.3	1.7	1.2	1.1	1.0
企业价值/营业收入 (核心)	2.5	2.6	1.9	1.6	1.5	1.4
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	11.5	10.7	10.3	9.8	7.5	6.9
企业价值/息税前利润 (核心)	25.3	20.0	22.6	22.3	13.6	12.5
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	13.0	12.0	11.7	11.1	8.3	7.6
企业价值/运营投入资本	1.4	1.3	1.1	1.1	1.1	1.0

企业价值 (Rmb 百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
平均市值	87,406	73,521	69,825	69,825	69,825
+ 少数股东权益	7,127	8,580	9,118	10,164	10,809
+ 平均净债务 (现金)	113,802	128,206	143,896	155,512	158,697
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(12,125)	(14,197)	(15,723)	(16,748)	(17,937)
核心企业价值	196,210	196,109	207,115	218,753	221,394

增长率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	24.0	13.3	35.7	23.8	11.9	7.4
息税折旧摊销前利润 (UBS)	5.7	178.0	4.0	10.8	37.3	10.3
息税前利润 (UBS)	0.3	-	-11.7	7.1	73.0	10.4
每股收益 (UBS)	-16.2	-	-47.0	-49.1	NM	12.0
每股现金收益	1.2	NM	-5.6	-12.4	38.4	10.8
每股股息净值	-8.1	139.0	-16.3	-67.8	NM	12.0
每股账面净值	1.5	14.4	9.5	13.2	12.0	6.1

利润率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税折旧摊销前利润/营业收入	23.4	23.9	18.3	16.4	20.1	20.7
息税前利润/营业收入	10.9	12.8	8.3	7.2	11.1	11.4
净利润 (UBS) /营业收入	5.6	7.3	2.8	1.4	4.1	4.2

资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	5.5	6.6	5.0	4.9	7.8	8.3
税后投资资本回报率	-	5.9	3.7	2.7	6.0	6.4
净股东权益回报率	7.2	14.1	6.2	3.3	10.6	10.9

偿付比率	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润/净利息	-	2.5	1.7	1.3	2.0	2.0
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	1.9	1.2	1.9	2.0	2.0
股息支付率 (% , UBS 每股收益)	-	51.6	81.5	51.5	51.0	51.0
净债务/息税折旧摊销前利润	6.2	6.7	6.9	7.3	5.4	5.0

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入/运营投入资本	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
营业收入/固定资产	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
营业收入/净营运资本	45.3	26.4	43.0	95.2	89.8	57.9

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
经营性自由现金流/息税前利润	1.9	1.7	1.9	2.0	1.6	1.6
资本支出/营业收入 (%)	NM	NM	24.5	18.4	12.6	13.2
资本支出/折旧	3.2	2.9	2.4	2.0	1.4	1.4

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
净债务/总权益	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/ (净债务 + 权益)	67.4	74.6	71.1	74.8	72.7	72.3
净债务 (核心) / 企业价值	48.6	58.0	65.4	69.5	71.1	71.7

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。  
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2012年01月30日23时54分的股价 (Rmb5.37) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

徐颖真

分析师

S1460511100001

yingzhen.xu@ubssecurities.com

+86-213-866 8883

## ■ 华能国际A

华能国际（隶属于华能集团）是中国大陆最大的上市独立发电商，旗下电厂分布于15个省。公司1994年首先在纽约证交所上市，目前在香港和上海两地挂牌交易。08年上半年公司收购了位于新加坡的大士能源100%权益。截至2010年年底，总权益装机容量约为57吉瓦（包括大士能源）。

## ■ 风险声明

华能国际的主要下行风险包括：高于预期的煤价、环境成本、债务偿还或电厂建设成本、以及低于预期的电价或电厂利用率。

## ■ 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。

**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。

**UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布**

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 <sup>1</sup>	投行服务覆盖率 <sup>2</sup>
买入	买入	57%	36%
中性	持有/中性	37%	35%
卖出	卖出	7%	17%
短期评级	评级类别	所占比例 <sup>3</sup>	投行服务覆盖率 <sup>4</sup>
买入	买入	低于1%	0%
卖出	卖出	低于1%	12%

- 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（投行）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（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2011年12月31日。

**瑞银投资研究：全球股票评级定义**

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	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三个月内上涨
卖出	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三个月内下跌

**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:** 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
华能国际A <sup>16a, 16b</sup>	600011.SS	买入	不适用	Rmb5.37	2012年01月30日

资料来源: UBS (瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

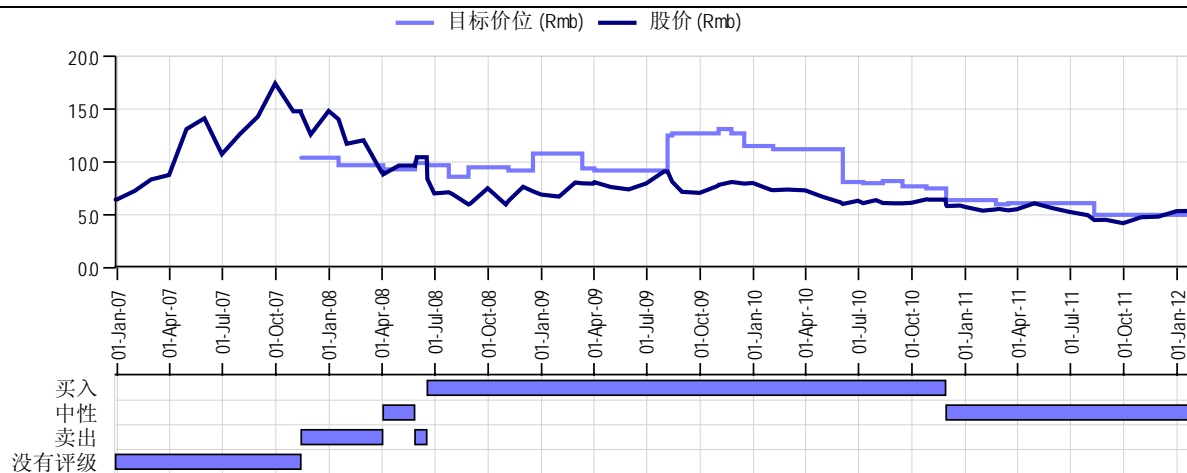
本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级, 它们可能会晚于股票定价日期。

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。

华能国际A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2012年1月30日



## 全球声明

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)。在某些国家,UBS AG也称UBS SA。

本报告仅在相关法律许可的情况下发放。本报告所包含的投资策略或建议并不构成适合接收方的特定情况的投资建议或个人投资建议。本报告仅为提供信息而发表,不构成广告,在任何国家和地区也不应被理解为一项购买或出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或要约。除了有关瑞银证券、其子公司及关联机构的信息外,瑞银没有对本报告所含信息的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本报告也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。瑞银不承诺投资者一定获利,也不与投资者约定分享投资收益或分担投资损失。市场有风险,投资需谨慎。任何接收方不应认为本报告可以取代自己的判断。过去的表现并不一定能作为未来表现的参考。任何投资或报酬的价值皆有可能下跌和上涨,而您可能无法全额取回已投资的金额。本报告所含的任何意见,可在不发出通知的情形下做出更改,亦可因采用不同假设和标准而与瑞银其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。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。本报告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。负责撰写本报告的分析师可能为了收集、合成和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银没有义务更新本报告所含任何信息或将该等信息保持在最新状态。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。撰写本报告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、销售与交易业务。

本报告中所述证券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和其他市场因素而出现巨大的波动。过去的表现并不一定能预示未来的结果。外汇汇率可能对本报告所提及证券或相关工具的价值、价格或收入带来负面影响。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。瑞银或其关联机构以及瑞银或其关联机构的董事、员工或代理人均不对由于使用本报告全部或部分内容而遭受的损失或损害负责。

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)及/或瑞银资本市场公司)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,此类信息在本研究报告中另行披露,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。瑞银集团及其关联机构和员工可能对此处提及的金融工具或衍生工具进行持仓或沽空,作自营交易,和买卖。

本报告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。

**英国和欧洲其他地区:**除非在此特别申明,本报告由作为瑞银集团分支机构的 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户,且仅提供给此类人员。本报告中所含信息不适用于私人客户,且私人客户也不应以此为依据。UBS Limited 受金融服务管理局(FSA)监管。瑞银研究报告符合 FSA 所有关于披露之要求和法规,并于适用时在研究报告中显示。**法国:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国金融市场管理局(AMF)监管。如果 UBS Securities France S.A.的分析师参与本报告的编制,本报告也将被视同由 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 Menkul Degerler AS 代表 UBS Limited 编制。**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。**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 的分析师参与本报告的编制,本报告也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非:**UBS South Africa (Pty) Limited(注册号:1955/011140/07)是 JSE 有限公司 南非期货交易所和南非债券交易所的成员。瑞银南非有限公司是经授权的金融服务提供商。具体地址、邮编和董事名单可直接索取或参见 <http://www.ubs.co.za>。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报告所含的内容负责。所有美国投资者对本报告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.分发,UBS Securities Canada Inc.是 UBS AG 的分支机构,加拿大主要证券交易所和加拿大投资者保护基金的成员。若需要,可提供财务状况的陈述和董事及高管成员名单。**香港:**由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡:**由 UBS Securities Pte. Ltd. [mca (p) 039/11/2009 和 Co. Reg. No.: 198500648C]或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或报告衍生或有关事宜,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。此报告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 Ltd 仅向机构投资者分发。当本报告由 UBS Securities Japan Ltd 编制,则 UBS Securities Japan Ltd 为本报告的作者,出版人及发布者。**澳大利亚:**由 UBS AG (澳大利亚金融服务牌照号:231087)和 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务牌照号:231098)仅分发给按照 2001 年颁布的公司法 s761G 定义的机构客户。**新西兰:**由 UBS New Zealand Ltd 分发。投资顾问及投资经纪人之披露文件可免费以书面形式向 PO Box45, Auckland, NZ 索取。**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. 首尔分行于韩国分发。本报告可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:**本报告获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度:** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 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 编制的本报告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报告。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 2012 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。

