

碧水源

15 年业绩喜人，增长势头和利润率均有提升

出色业绩与瑞银预测一致；国开行的投资优化了资产结构

15 年，碧水源实现了 521 万元营业收入和 136 万元税后净利润，同比增长 51%/45%，与瑞银预测基本一致。公司的污水处理、净水器和市政与给排水工程收入分别增长 41%/144%/83%。公司的毛利率增长 210bps、其中污水处理和净水器业务的毛利率增长 610bps 和 840bps，但市政水处理下降 810bps。报告 EPS 为 1.21 元，在对国开行非公开发行的前提下实现了 38% 的增长。公司派发股利每股 0.1 元，并以资本公积金向全体股东每 10 股转增 15 股。保持净现金同时，负债/EBITDA 从去年的 1.8 倍降低到 0.7 倍。ROIC 维持 14%。

管理层保持乐观：技术领先 + 收入多样化

在中国重视水质提升的大环境下，碧水源的技术优势使管理层保持了乐观的预期。碧水源是世界上仅有的两家具备有全系列膜技术水处理方案（微滤、超滤、选择性纳滤和反渗透）的生产技术和生产线的公司之一（另一家是 GE）。与此同时在 2015 年，碧水源实现了收入的区域多样化：尽管北京是其总部所在地，15 年北京地区的收入仅占总收入的 23%。

大量新增订单在手的同时议价能力有所提升

在 15 年，碧水源赢得了价值 177 亿元的定单，这是其 15 年收入的 3 倍。我们认为这给了公司未来三年强大的收入增长动力。另外公司毛利率的提升意味着其议价能力有所增强。得益于其技术优势、雄厚的资本势力和国开行的支持，碧水源应会在政府对水处理技术升级（十三五将提升环境质量列为了工作重点）和公共私营合作制（PPP）的支持中受益。

估值：保持“买入”评级，目标价为 52.98 元

我们基于三阶段 DCF 模型得出目标价 52.98 元，WACC 仍为 6.9%。现股价对应 26 倍 FY16E PE，我们认为此估值有吸引力。

Equities

中国

工业服务

12 个月评级 **买入**

12 个月目标价 **Rmb52.98**

股价 **Rmb40.77**

路透代码: 300070.SZ 彭博代码 300070 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb62.10-33.70
市值	Rmb51.3 十亿/US\$7.93 十亿
已发行股本	1,259 百万 (ORDA)
流通股比例	42%
日均成交量(千股)	8,664
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb334.4
普通股股东权益 (12/16E)	Rmb16.7 十亿
市净率 (12/16E)	3.0x
净债务 / EBITDA	0.1x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	UBS	市场预测
12/16E	1.68	1.69
12/17E	2.24	2.29
12/18E	3.00	2.21

谌戈, CFA

分析师

S1460516010001

edwin.chen@ubssecurities.com

+86 10 5832 8186

重要数据 (Rmb 百万)	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
营业收入	3,133	3,449	5,214	7,923	11,266	15,188	19,622	-
息税前利润(UBS)	895	1,029	1,652	2,279	3,292	4,477	5,827	-
净利润 (UBS)	867	1,025	1,497	2,105	2,837	3,801	4,889	-
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.81	0.95	1.22	1.68	2.24	3.00	3.85	-
每股股息 (Rmb)	0.06	0.13	0.10	0.15	0.23	0.45	0.78	-
现金 / (净债务)	512	469	4,154	(247)	(921)	(1,477)	(2,129)	-
盈利能力和估值	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
息税前利润率(%)	28.6	29.8	31.7	28.8	29.2	29.5	29.7	-
ROIC (EBIT) (%)	37.4	28.9	28.4	20.3	19.9	22.0	23.3	-
EV/EBITDA(core)x	33.6	27.8	26.7	20.2	12.8	9.3	7.1	-
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	38.4	31.5	37.5	24.3	18.2	13.6	10.6	-
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	1.4	(0.7)	(3.7)	(3.8)	(1.0)	0.1	0.6	-
净股息收益率(%)	0.2	0.4	0.2	0.4	0.6	1.1		-

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 2016 年 04 月 18 日 22 时 37 分的股价(Rmb40.77)得出；

瑞银证券 证券估算 主题页 我们的观点与本文内容概览

关键问题

问：环保政策重心从污染控制转向质量改善能否加快碧水源 2016-18 年的盈利增长？

能。相较于十二五环保规划中的污染物总量控制，我们预计十三五环保规划将更注重环境质量改善。因此，所设定的标准应会更高，对更佳解决方案和技术（其中可能包括 MBR 技术）的需求也更强。

问：碧水源 2016-18 年能否维持领先市场份额？

很有可能。碧水源目前占据中国逾 50% 的 MBR 市场份额。借助技术优势、优异的历史表现、提供的一站式解决方案、资金优势及股东支持，我们预计公司将维持在国内 MBR 市场的领先份额。

问：碧水源是否会为了提高市场份额而牺牲盈利能力？

可能性很低。在上述竞争优势及其与客户的业务合作模式、完整的价值链覆盖（可为客户创造更多价值）及低原材料成本（如 PVDF）的支持下，我们预计 2016-2018 年公司的毛利率/投资资本回报率将进一步提升。

瑞银证券 VIEW

随着中国污水处理行业技术的不断发展与进步，中国对于膜相关解决方案需求的增长速度可能会大于市场预期。作为行业内的领导者，凭借其技术优势，资金优势和股东的支持，我们预计碧水源将实现强劲的盈利增长。我们给予其“买入”评级。

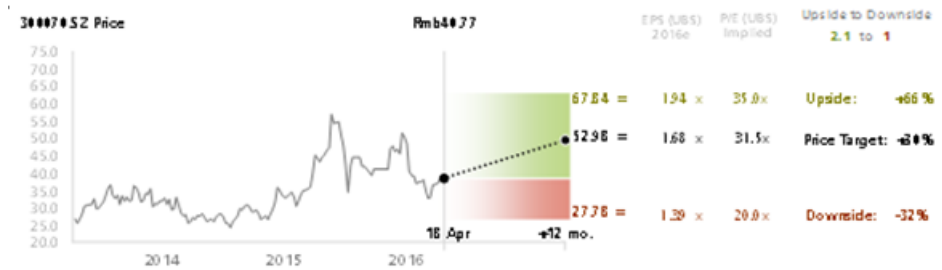
论据

污水处理领域的技术升级有望带动增长：碧水源 2015 年获得大量订单（价值 177 亿元，是 2015 年销售额的 3 倍以上），说明自政府 2015 年 4 月发布《水污染防治行动计划》以来，MBR 解决方案的需求开始逐步强劲，从而要求设定更高标准。公司一直在国内 MBR 市场占据主导地位，这证实了其竞争优势。

什么已反映在股价中？

目前市场给予碧水源的长期增长较少价值：我们的剩余收入估值模型显示目前市场给予碧水源的长期增长较少价值，特别是与公司过去三年历史平均值进行比较时。公司当前市盈率也接近 5 年低位。

乐观/悲观情景分析



价值影响因素 (2016E)	MBR 市场增长	市场份额提升幅度	经营利润率
乐观情景估值 67.84 元	55%	5%	32%
目标价 52.98 元	45%	0%	29%
悲观情景估值 27.78 元	30%	-5%	26%

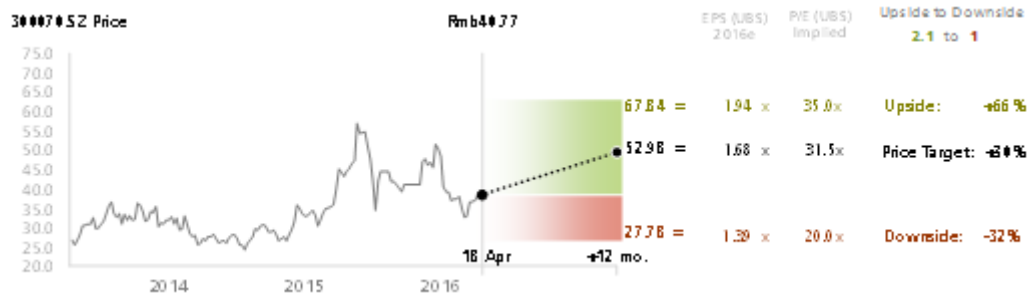
来源 瑞银证券估算

公司背景

公司是膜组器设备、膜生物反应水处理成套设备及工艺、以及全套膜材料制造及技术的供应商，是国内 MBR 市政污水处理行业的龙头企业，在 MBR 工程应用方面具有丰富的经验。公司立足北京，逐步开拓了云南、江苏、湖南等省份，业务空间不断扩大。

[更多 →](#)

乐观/悲观情景分析

[返回](#) ↑

碧水源目前股价报
40.77 元（4 月 18 日
收盘价）

价值影响因素 (2016E)	MBR 市场增长	市场份额提升幅度	经营利润率
乐观情景估值 67.84 元	55%	5%	32%
目标价 52.98 元	45%	0%	29%
悲观情景估值 27.78 元	30%	-5%	26%

来源:瑞银证券估算

当前股价面临的风险偏于上档 (2.1:1)

碧水源目前股价报 40.77 元（4 月 18 日收盘价）

乐观情景 (估值 67.84 元): 乐观情景下，我们假设 2016 年中国 MBR 市场同比增长 55%，碧水源的市场份额再提升 5%。我们还假设得益于规模效益，碧水源的经营利润率可望提升至 32%。我们得出 67.84 元的乐观情景每股估值，对应 35 倍的市盈率（比其过去五年历史均值高不足 1 个标准差）。

基准情景 (目标价 52.98 元): 基准情景下，我们预计 2016 年中国 MBR 市场同比增长 45%，碧水源保持其市场份额。我们还预计碧水源的经营利润率为 29%。我们得出 52.98 元的基准情景估值，对应 31 倍的市盈率（与其过去五年历史均值一致）。

悲观情景 (估值 27.78 元): 悲观情景下，我们假设 2016 年中国 MBR 市场同比仅增长 30%。碧水源的市场份额将下滑 5%。我们还假设受竞争影响，碧水源的经营利润率下降至 26%。我们得出 27.78 元的悲观情景每股估值，对应 20 倍的市盈率（比其过去五年历史均值低多过 1 个标准差）。

公司背景

[返回 ↑](#)

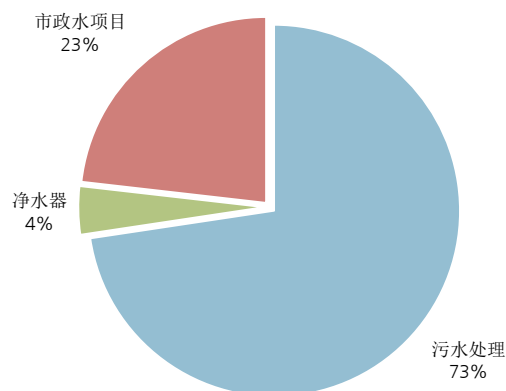
Market Cap	Rmb51.3 十亿/US\$7.93 十亿
Shares Outstanding	1,259 百万 (ORDA)
Industry	工业服务, 污水处理
Region	中国
Website	www.originwater.com

公司是膜组器设备、膜生物反应水处理成套设备及工艺、以及全套膜材料制造及技术的供应商，是国内 MBR 市政污水处理行业的龙头企业，在 MBR 工程应用方面具有丰富的经验。公司立足北京，逐步开拓了云南、江苏、湖南等省份，业务空间不断扩大。

行业前景

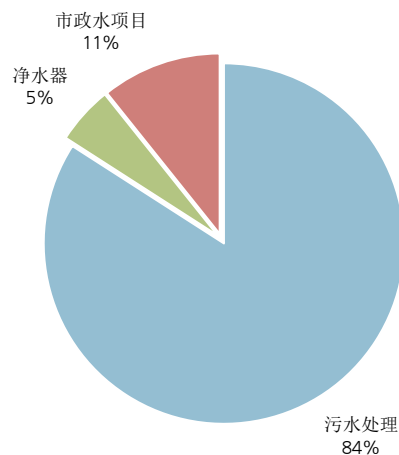
我们看好膜法水处理行业的增长前景：升级及水循环再生需求提高了市政废水处理中膜应用的比例；我们还预计自来水和工业水处理标准提高将拉动膜组件需求。我们认为十三五期间，市政污水处理/自来水投资可望加快。我们认为长短期趋势叠加可望帮助膜技术企业获得充足订单，实现可持续的业绩增长。

各项业务收入占比 (2015)



来源: 公司数据

各项业务毛利润占比 (2015)



来源: 公司数据

目标价的推导

考虑到碧水源优秀的 2015 财务表现、强劲的收入增速和毛利率的提升,我们根据三阶段 DCF 法采用 6.9%的 WACC 推导出 52.98 元的目标价,比之前 48.59 元的目标价有所提升。中国 MBR 市场前景光明,而碧水源在这个市场占主导地位,因此我们认为,碧水源能够实现强劲的盈利增长,进而我们给予其买入评级。

图表 1: DCF 估值关键假设

假设	
第二阶段 时间跨度	10 years
再投资率	50.0%
第二阶段 投入资本回报率	15.0%
第二阶段 增长率	7.5%
终期 增长率	2.0%
终期 投入资本回报率	9.5%
加权平均资本成本	
无风险利率	3.0%
权益风险溢价	5.0%
β 系数	0.8
权益成本	6.9%
债务成本	6.0%
边际税率	15.0%
税后债务成本	5.1%
债务/总资本	0.0%
加权平均资本成本	6.9%

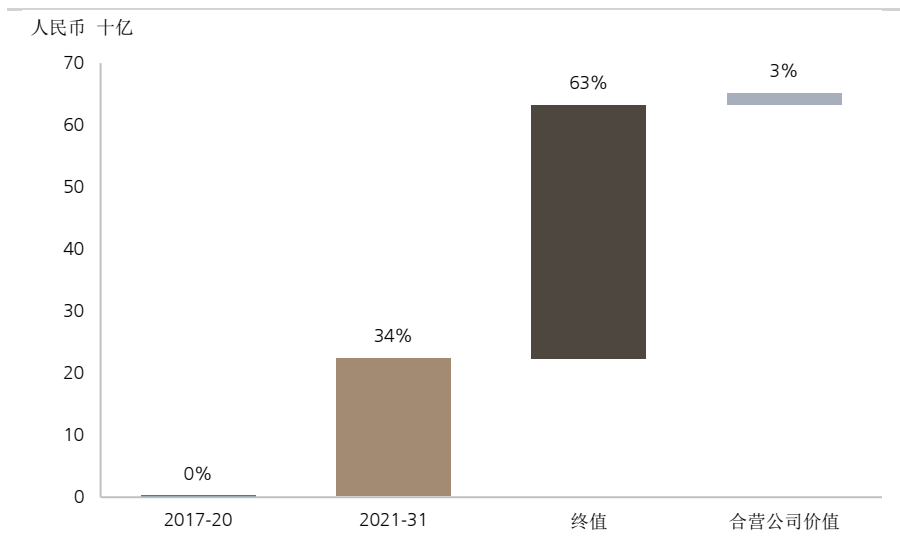
来源: 瑞银证券估算

图表 2: 碧水源估值概要

估值		(人民币 百万元)
第一阶段 DCF 估值		254
第二阶段 DCF 估值		22,151
第三阶段 终值		40,831
非核心业务价值		1,891
企业价值		65,127
调整:		
净现金/(净债务)		1,912
少数股东权益		(315)
净现值		66,723
已发行股份数(百万)		1,259
目标价(元)		52.98

来源: 瑞银证券估算

图表 3: 碧水源估值概览



来源: 瑞银证券估算

提升了 EPS 预测

鉴于碧水源优秀的 2015 财务表现、强劲的收入增速和毛利率的提升，我们近期对其盈利预期做出了上调。

图表 4: 瑞银证券预测对比市场预期

人民币 (百万)	2016E				2017E				2018E			
	瑞银预测 (新)	瑞银预测 (旧)	市场预期	新预测 vs 市场预期	瑞银预测 (新)	UBSe Old	市场预期	新预测 vs 市场预期	瑞银预测 (新)	瑞银预测 (旧)	市场预期	新预测 vs 市场预期
收入	7923	7,747	8,147	-2.76%	11,266	10,690	11,163	0.92%	15,188	14,173	15,463	-1.78%
EBIT	2279	2,249	2,181	4.49%	3,292	3,144	3,005	9.55%	4,477	4,211	3,901	14.78%
EBIT 利润率	28.8%	29.0%	26.8%	199 bps	29.2%	29.4%	26.9%	230 bps	29.5%	29.7%	25.2%	425 bps
净利润 (UBS)	2105	1,918	2,206	-4.56%	2,837	2,537	3,027	-6.27%	3,801	3,558	4,025	-5.56%
净利润率	27%	24.8%	27%	-50 bps	25%	23.7%	27%	-193 bps	25%	25%	26%	-100 bps
完全摊薄每股收益(剔除特殊项目), 元	1.68	1.56	1.66	1.35%	2.24	2.08	2.245	-0.21%	3.00	2.80	2.57	16.76%
每股分红, 元	0.15	0.16	0.23	-33.45%	0.23	0.32	0.276	-16.64%	0.45	0.56	0.43	4.63%

来源: 万得、瑞银证券估算

估算基础

图表 5: 我们模型中影响预期的因素

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净营收增长率		10.10%	51.20%	51.90%	42.20%	34.80%
废水处理解决方案业务增长率		37.80%	40.50%	45.00%	40.00%	35.00%
净水器销售增长率		9.70%	144.00%	100.00%	80.00%	50.00%
市政及水处理项目工程建设增长率		-39.60%	83.20%	65.00%	40.00%	30.00%
其他业务增长率		38.70%	-100.00%	--	15.00%	15.00%
毛利率	37.20%	39.10%	41.20%	38.40%	38.50%	38.80%
废水处理解决方案业务毛利率	45.30%	42.40%	48.50%	45.00%	45.00%	45.00%
净水器销售毛利率	58.90%	39.20%	47.60%	48.00%	48.00%	48.00%
市政及水处理项目工程建设毛利率	21.00%	25.30%	17.20%	18.00%	18.00%	18.00%
其他业务毛利率	100.00%	100.00%	NA	100.00%	100.00%	100.00%
其他业务毛利率	8.60%	9.30%	9.50%	9.60%	9.30%	9.30%
营业税费占净营收的比例%	2.60%	1.70%	1.60%	1.60%	1.80%	1.80%
销售费用占净营收的比例%	1.20%	1.80%	2.40%	2.50%	2.00%	2.00%
管理费用占净营收的比例%	4.90%	5.80%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
实际税率	11.90%	13.70%	14.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股息支付率	7.30%	14.10%	8.20%	9.00%	10.00%	15.00%
库存周转天数	35.8 days	40.7 days	37.0 days	38.0 days	45.0 days	45.0 days
应收贸易及其他款项周转天数	160.3 days	165.9 days	161.2 days	160.0 days	160.0 days	160.0 days
应付贸易及其他款项周转天数	180.0 days	218.7 days	219.7 days	220.0 days	200.0 days	200.0 days
PPE 采购占净营收的比例%	6.30%	29.50%	62.50%	50.00%	25.00%	25.00%
折旧摊销占物业、厂房及设备的比例%	9.10%	13.20%	15.50%	15.00%	11.00%	11.00%

来源: 公司数据、瑞银证券估算

碧水源 15 年业绩回顾

图表 6: 2015 年业绩对照表

人民币 (百万)	2015 实际	年增长	瑞银 2015 预测	vs 瑞银预测	市场预期	vs 市场预期
收入	5,214	51%	5,208	0.1%	5,124	1.8%
毛利润	2,148	59%	2,002	7.3%	2,074	3.6%
毛利润率	41.2%	2.1 ppt	38.4%	2.8 ppt	40.5%	0.7ppt
EBIT	1,519	47.6%	1,518	0.1%	1,514	0.3%
EBIT 利润率	29.1%	-0.7 ppt	29.1%	0.0 ppt	29.5%	-0.4ppt
净利润	1,362	45%	1,355	0.5%	1,453	-6.3%
净利润率	26.1%	-1.2 ppt	26.0%	0.1 ppt	28.4%	-2.3ppt
EPS (基本)	1.21	38%	1.19	1.7%	1.19	1.7%
股利 (元)	0.10	-25%	0.11	-9.1%	0.18	-44.4%

来源: 万得、公司数据、瑞银证券估算

碧水源估值更新

图表 7: 市盈率区间



来源: 瑞银证券估算

图表 8: 估值表

股票代码	公司名称	股价	市值	三个月平均日成交量 (百万美元)	市盈率			预期市净率			企业价值/EBITDA	
		(当地货币)	(百万美元)		2016E	2017E	2018E	2016E	2016E	2017E	2018E	
300070.sz	碧水源	40.77	7,925	51	24.3	18.2	13.6	4.0	27.79	17.29	12.5	
水污染												
000598.sz	兴蓉环境	5.78	2,664	42	19.7	19.0	16.9	2.1	10.6	10.6	9.1	
000685.sz	中山公用	11.45	2,607	22	12.6	14.0	12.8	1.8	10.4	17.0	16.1	
300055.sz	万邦达	18.17	2,062	49	41.4	28.9	22.2	4.6	25.9	16.9	11.9	
300172.sz	中电环保	14.81	773	12	47.7	40.3	31.4	4.8	31.7	24.8	19.2	
300190.sz	维尔利	20.77	1,116	12	49.4	33.7	25.9	4.2	30.7	20.1	16.2	
300262.sz	巴安水务	15.72	906	26	51.4	27.8	21.2	8.8	32.5	14.3	11.1	
300334.sz	津膜科技	17.78	757	10	56.7	38.8	28.2	4.7	46.9	59.6	39.5	
600292.sh	中电远达	14.46	1,743	39	30.3	34.4	30.6	2.4	20.5	15.2	12.8	
600323.sh	瀚蓝环境	12.82	1,516	16	24.5	18.8	15.4	2.5	11.0	9.0	7.8	
600461.sh	洪城水业	13.90	708	12	23.1	20.0	16.7	2.6	10.3	7.7	7.0	
平均值		14.57	1,485	24	35.7	27.6	22.1	3.8	23.1	19.5	15.1	
大气污染												
300187.sz	永清环保	50.14	1,670	27	108.2	67.8	47.4	10.0	80.0	45.1	31.7	
300385.sz	雪浪环境	34.73	643	10	67.3	44.8	30.2	6.1	45.7	28.2	21.5	
600388.sh	龙净环保	13.78	2,274	42	25.6	22.5	19.3	4.0	17.4	14.5	12.3	
002573.sz	清新环境	22.44	3,685	NA	48.1	32.1	23.0	8.5	33.8	22.1	15.8	
300056.sz	三维丝	16.82	971	23	41.6	26.5	20.2	8.8	29.9	15.6	12.4	
平均值		27.58	1,849	26	58.2	38.7	28.0	7.5	41.4	25.1	18.7	
固体废物												
000826.sz	启迪桑德	32.46	4,241	24	25.9	18.1	13.6	4.5	16.1	11.3	8.7	
002479.sz	富春环保	12.15	1,493	19	49.4	41.8	32.6	3.4	17.0	15.4	12.7	
平均值		22.31	2,867	22	37.6	29.9	23.1	3.9	16.5	13.3	10.7	
环境监测												
300203.sz	聚光科技	27.13	1,897	33	29.0	22.7	18.7	5.5	32.5	24.4	19.6	
002658.sz	雪迪龙	18.38	1,716	22	41.2	33.0	25.5	6.8	33.8	25.9	20.1	
300137.sz	先河环保	14.59	775	27	48.7	35.2	25.4	4.1	28.1	22.0	17.1	
平均值		20	1,463	27	39.6	30.3	23.2	5.5	31.5	24.1	18.9	

来源: 万得, 彭博, 瑞银证券估算 (股价为 2016/4/18 收盘价)

碧水源 (300070.SZ)

	12/13	12/14	12/15	12/16E	%	12/17E	%	12/18E	12/19E	12/20E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	3,133	3,449	5,214	7,923	51.9	11,266	42.2	15,188	19,622	-
毛利	1,166	1,350	2,149	3,040	41.5	4,339	42.8	5,890	7,652	-
息税折旧摊销前利润(UBS)	927	1,078	1,715	2,344	36.6	3,768	60.8	5,211	6,898	-
折旧和摊销	(32)	(49)	(63)	(64)	2.5	(476)	NM	(733)	(1,070)	-
息税前利润(UBS)	895	1,029	1,652	2,279	37.9	3,292	44.4	4,477	5,827	-
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	-
其他非营业利润	247	331	225	279	23.9	200	-28.3	200	200	-
净利息	(51)	(101)	(47)	(25)	47.4	(73)	-193.8	(98)	(137)	-
例外项目(包括商誉)	(51)	(84)	(135)	0	-	0	-	0	0	-
税前利润	1,040	1,175	1,695	2,533	49.5	3,418	34.9	4,579	5,891	-
税项	(124)	(161)	(238)	(380)	-59.9	(513)	-34.9	(687)	(884)	-
税后利润	916	1,014	1,457	2,153	47.8	2,905	34.9	3,892	5,007	-
优先股股息及少数股权	(100)	(73)	(96)	(48)	50.0	(68)	-42.2	(92)	(119)	-
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	-
净利润(本地 GAAP)	816	941	1,361	2,105	54.7	2,837	34.8	3,801	4,889	-
净利润(UBS)	867	1,025	1,497	2,105	40.7	2,837	34.8	3,801	4,889	-
税率(%)	11.9	13.7	14.0	15.0	7.0	15.0	0.0	15.0	15.0	-
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	0.81	0.95	1.22	1.68	37.9	2.24	33.2	3.00	3.85	-
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.76	0.87	1.11	1.68	51.6	2.24	33.2	3.00	3.85	-
每股收益(UBS, 基本)	0.81	0.95	1.22	1.69	39.0	2.25	33.2	3.02	3.88	-
每股股息净值(Rmb)	0.06	0.13	0.10	0.15	52.3	0.23	48.0	0.45	0.78	-
每股账面价值	4.61	5.68	11.04	13.56	22.8	15.71	15.9	18.57	22.09	-
平均股数(稀释后)	1,069.74	1,076.94	1,229.46	1,253.84	2.0	1,268.84	1.2	1,268.84	1,268.84	-
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	2,172	2,394	5,300	3,083	-41.8	3,209	4.1	3,763	4,398	-
其他流动资产	1,657	2,234	3,461	4,240	22.5	6,062	43.0	8,073	10,346	-
流动资产总额	3,829	4,629	8,761	7,323	-16.4	9,270	26.6	11,836	14,744	-
有形固定资产净值	355	385	430	4,327	NM	6,667	54.1	9,731	13,566	-
无形固定资产净值	327	1,362	4,362	5,595	28.2	5,595	0.0	5,595	5,595	-
投资/其他资产	3,683	4,160	4,836	4,836	0.0	4,836	0.0	4,836	4,836	-
总资产	8,194	10,536	18,389	22,080	20.1	26,368	19.4	31,997	38,741	-
应付账款和其他短期负债	1,301	2,064	3,059	3,847	25.8	4,708	22.4	6,007	7,471	-
短期债务	1,307	960	211	238	12.49	1,866	685.47	2,588	3,431	-
流动负债总额	2,609	3,023	3,270	4,085	24.9	6,574	60.9	8,595	10,902	-
长期债务	353	966	934	934	0.0	18	-98.1	18	18	-
其它长期负债	56	96	75	75	0.0	75	0.0	75	75	-
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	-
总负债(包括优先股)	3,017	4,085	4,279	5,094	19.1	6,667	30.9	8,688	10,995	-
普通股股东权益	4,896	6,078	13,574	16,671	22.8	19,319	15.9	22,836	27,154	-
少数股东权益	282	372	535	315	-41.1	383	21.5	474	592	-
负债和权益总计	8,194	10,536	18,389	22,080	20.1	26,368	19.4	31,997	38,741	-
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	816	941	1,361	2,105	54.7	2,837	34.8	3,801	4,889	-
折旧和摊销	32	49	63	64	2.5	476	NM	733	1,070	-
营运资本变动净值	(173)	(164)	(126)	10	-	(962)	-	(712)	(809)	-
其他营业性现金流	(1)	(44)	60	(164)	-	(34)	79.3	15	85	-
经营性现金流	674	781	1,359	2,016	48.4	2,318	15.0	3,837	5,235	-
有形资本支出	(197)	(1,019)	(3,258)	(3,961)	-21.6	(2,817)	28.9	(3,797)	(4,905)	-
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	-
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	-
其他投资性现金流	(1,377)	261	(498)	(953)	-	200	-	200	200	-
投资性现金流	(1,574)	(758)	(3,756)	(4,915)	-30.8	(2,617)	46.8	(3,597)	(4,705)	-
已付股息	(95)	(165)	(236)	(123)	47.9	(189)	-54.1	(284)	(570)	-
股份发行/回购	168	92	6,343	1,114	-82.4	0	-	0	0	-
其他融资性现金流	(6)	(4)	(5)	(335)	-6,344.53	(98)	70.64	(124)	(167)	-
债务及优先股变化	1,103	257	(781)	26	-	712	2,599.88	722	844	-
融资性现金流	1,170	181	5,321	682	-87.2	424	-37.8	314	106	-
现金流量中现金的增加/(减少)	270	205	2,924	(2,216)	-	125	-	554	636	-
外汇/非现金项目	(3)	18	(18)	0	-	0	-	0	0	-
资产负债表现金增加/(减少)	268	223	2,905	(2,216)	-	125	-	554	636	-

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。

碧水源 (300070.SZ)

估值(x)	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	40.8	34.4	41.3	24.3	18.2	13.6	10.6	-
市盈率 (UBS, 稀释后)	38.4	31.5	37.5	24.3	18.2	13.6	10.6	-
股价/每股现金收益	37.0	30.1	36.0	23.4	15.5	11.3	8.6	-
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	1.4	(0.7)	(3.7)	(3.8)	(1.0)	0.1	0.6	-
净股息收益率(%)	0.2	0.4	0.2	0.4	0.6	1.1	1.9	-
市净率	6.8	5.3	4.1	3.0	2.6	2.2	1.8	-
企业价值/营业收入(核心)	10.0	8.7	8.8	6.0	4.3	3.2	2.5	-
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	33.6	27.8	26.7	20.2	12.8	9.3	7.1	-
企业价值/息税前利润(核心)	NM	29.1	27.7	20.8	14.6	10.8	8.3	-
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	24.4	-
企业价值/运营投入资本	NM	8.4	7.9	4.2	2.9	2.4	1.9	-
企业价值 (Rmb 百万)	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
市值	32,979	32,045	51,780	51,348	51,348	51,348	51,348	51,348
净债务 (现金)	(512)	(469)	(4,154)	(1,912)	(1,325)	(1,157)	(949)	-
少数股东权益	282	372	535	315	383	474	592	-
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	-
企业价值总额	32,748	31,949	48,161	49,752	50,406	50,665	50,991	-
非核心资产	(1,568)	(1,950)	(2,358)	(2,358)	(2,358)	(2,358)	(2,358)	-
核心企业价值	31,180	29,999	45,803	47,394	48,048	48,307	48,632	-
增长率(%)	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
营业收入	76.9	10.1	51.2	51.9	42.2	34.8	29.2	-
息税折旧摊销前利润(UBS)	56.5	16.3	59.1	36.6	60.8	38.3	32.4	-
息税前利润(UBS)	58.5	15.0	60.5	37.9	44.4	36.0	30.2	-
每股收益(UBS 稀释后)	47.2	17.4	27.9	37.9	33.2	33.9	28.6	-
每股股息净值	89.3	126.5	-25.4	52.3	48.0	100.9	71.5	-
利润率与盈利能力(%)	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
毛利率	37.2	39.1	41.2	38.4	38.5	38.8	39.0	-
息税折旧摊销前利润率	29.6	31.3	32.9	29.6	33.4	34.3	35.2	-
息税前利润率	28.6	29.8	31.7	28.8	29.2	29.5	29.7	-
净利 (UBS) 率	27.7	29.7	28.7	26.6	25.2	25.0	24.9	-
ROIC (EBIT)	37.4	28.9	28.4	20.3	19.9	22.0	23.3	-
税后投资资本回报率	33.1	25.2	24.7	17.2	16.9	18.7	19.8	-
净股东权益回报率(UBS)	19.8	18.7	15.2	13.9	15.8	18.0	19.6	-
资本结构与覆盖率	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
净债务/息税折旧摊销前利润	(0.6)	(0.4)	(2.4)	0.1	0.2	0.3	0.3	-
净债务/总权益 %	(9.9)	(7.3)	(29.4)	1.5	4.7	6.3	7.7	-
净债务/(净债务 + 总权益) %	(11.0)	(7.8)	(41.7)	1.4	4.5	6.0	7.1	-
净债务/企业价值	(1.6)	(1.6)	(9.1)	0.5	1.9	3.1	4.4	-
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	-
资本支出/营业收入(%)	6.3	29.5	NM	NM	25.0	25.0	25.0	-
息税前利润/净利息	17.5	10.2	34.8	NM	44.9	45.7	42.7	-
股息保障倍数 (UBS)	13.7	7.1	12.2	11.1	10.0	6.7	5.0	-
股息支付率 (UBS) %	7.3	14.1	8.2	9.0	10.0	15.0	20.0	-
分部门收入 (Rmb 百万)	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
其他	3,133	3,449	5,214	7,923	11,266	15,188	19,622	-
总计	3,133	3,449	5,214	7,923	11,266	15,188	19,622	-
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
其他	895	1,029	1,652	2,279	3,292	4,477	5,827	-
总计	895	1,029	1,652	2,279	3,292	4,477	5,827	-

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	+19.2%
预测股息收益率	0.4%
预测股票回报率	+19.6%
市场回报率假设	7.9%
预测超额回报率	+11.7%

估值方法及风险声明

我们根据三阶段 DCF 法推导出 52.98 元的目标价，采用 6.9% 的 WACC。我们认为主要风险包括：1) 新政策的执行、或是新标准的实施速度可能没有我们预期的快；2) 新的水处理技术出现带来竞争，或是传统水处理工艺取得意外突破；3) 在反腐的大环境下，公司 PPP 业务可能存在一定风险；4) 其 MBR 产品较大一部分售予相关合作伙伴，而碧水源在这些相关方都有投资，这可能会引起国际投资者的猜疑；5) 如果市况恶化，来自之前收购的商誉恐减值。

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。UBS（瑞银）是或者可能是这份报告可能针对的债务证券（或相关衍生产品）的委托人。

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。	49%	32%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	38%	26%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	14%	19%
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 2016 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 的任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在美国金融业监管局(FINRA)注册或具备该机构所认可的分析师资格，该分析师可能不是 UBS Securities LLC 的关联人员，并且也不受 FINRA 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：谌戈, CFA.

涉及报告中提及的公司的披露

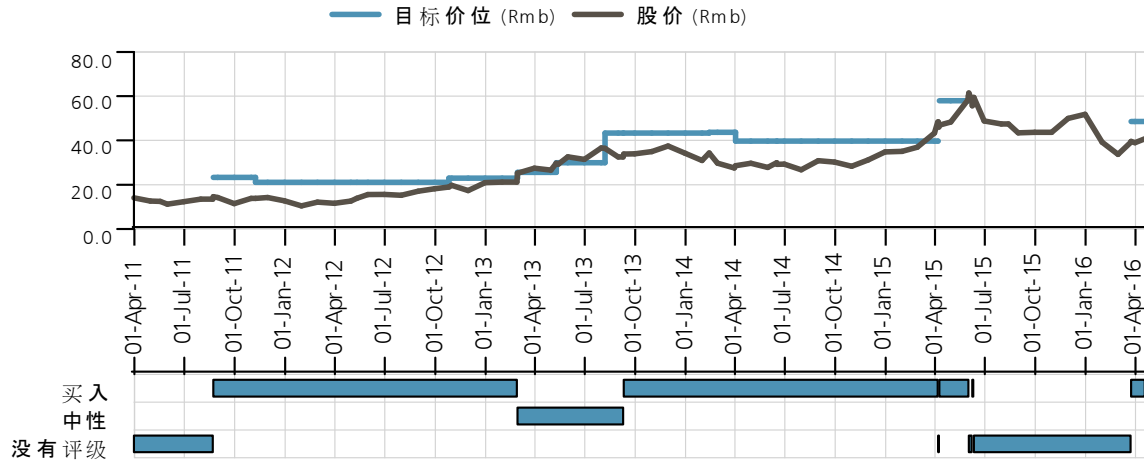
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
碧水源	300070.SZ	买入	不适用	Rmb40.77	2016 年 04 月 18 日

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,请参考这份报告正文中的"价值与风险"章节。若想取得本报告涉及公司的完整披露,包括估值和风险信息,请联系: UBS Securities LLC, 1285 Avenue of Americas, New York, NY 10019, USA, 联系人: Investment Research。

碧水源 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银)；截止至 2016 年 4 月 18 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摘取数据。

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。瑞银可能进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,本文件或任何其他其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) Oddział 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) Oddział 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) Oddział 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 受瑞士金融市场监管管理局(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。**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。UBS Securities LLC 或 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、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。UBS Securities LLC 不担任在美

国《证券交易法》(Securities Exchange Act) 15B (即 Municipal Advisor Rule) 下定义的市政实体(Municipal Entity)的市政顾问(Municipal Advisor)或 Obligated Person, 在本文件中的观点和意见, 无意被视为, 也不构成 Municipal Advisor Rule 所定义的建议。 **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) 018/09/2015 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。UBS Securities India Private Ltd 提供券商服务, SEBI 注册号为: NSE 资本市场-INB230951431, NSE 期货与期权-INF230951431, NSE 货币衍生产品-INE230951431, BSE 资本市场-INB010951437; 商业银行服务, SEBI 注册号为: INM000010809; 以及研究分析服务, SEBI 注册号为: INH000001204。瑞银集团、其关联机构、或子公司可能持有本报告所涉及印度公司的债券或其他证券。在过去的 12 个月里, 瑞银集团、其关联机构或子公司可能在该印度公司的非投资银行证券相关业务和/或非证券业务中取得过报酬。在本研究报告发布前的 12 个月里, 该印度公司可能是瑞银集团、其关联机构、或子公司投资银行业务和/或非投资银行证券相关业务和/或非证券业务客户。关联机构信息请参见瑞银集团年报, 链接为: http://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html

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主体或元素。© UBS 2016 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。

