

# 金科股份

## 地产销售额增长缓慢，新能源发电业务需要积累经验

### 预计 16 年公司销售额 260 亿，低于 280 亿元的目标值

金科股份 15 年销售额 238 亿，其中房地产销售额 221 亿，分别增长 3%/5%，低于 15 年全国商品房销售额增长 14%的水平。鉴于 15 年公司新开工面积降低 33%，公司在 16 年的可售项目面积预计为 416 万平米。假设 85%的去化率和 6600 元/平米的销售均价，我们预计 16 年金科地产销售额为 235 亿，园林绿化等其他业务销售额 25 亿，公司总销售额预计为 260 亿，难以达到 280 亿的年度目标。

### 2016-2018 年毛利率或将低于 2015 年水平

14 年后重庆市场销售均价下行，拖累金科项目销售均价下降，14-16 年销售的项目将在 16-18 年结算，我们预计销售价格的下降将缩窄最终的结算毛利率，未来三年的毛利率水平将低于 15 年的毛利率。

### 预计新能源发电业务 2018 年前难以贡献总利润的 10%

15 年公司新能源发电业务贡献收入 1.2 亿，占比总收入 0.6%，我们预计该业务未实现盈利。我们预计 16 年限电损失率将下降至 2%，与 14 年的水平相当。新能源发电收入预计为 2.5 亿，预计可贡献净利润 0.38 亿，约为 16 年公司整体净利润的 2.5%。我们预计公司在 16 年将以学习掌握新能源发电技术和积累经验为主，目前项目仅能贡献利润的 2.5%，公司是否进一步加大发电业务投资仍不确定，2018 年底前新能源业务很难贡献净利润的 10%。

### 估值：维持“卖出”评级与 3.33 元目标价

我们将金科 16-18 年 EPS 下调为 0.36/0.39/0.42 元，分别下调 5%/8%/8%，目前股价对应 16-18 年 PE 10.9/10/9.4 倍，瑞银覆盖 A 股地产股 16 年加权 PE12 倍。我们基于 16E EPS 0.36 元和 16E PE 9.2 倍（近 5 年均值减一个标准差）维持公司目标价 3.33 元。鉴于公司地产业务毛利率将缩窄，进入风险较大的风电业务，而该业务盈利不确定性大，维持“卖出”评级。

## Equities

中国
房地产业

12 个月评级	卖出
	保持不变
12 个月目标价	Rmb3.33

股价	Rmb3.95
路透代码: 000656.SZ 彭博代码 000656 CH	

交易数据和主要指标			
52 周股价波动范围	Rmb10.65-3.57		
市值	Rmb16.3 十亿/US\$2.52 十亿		
已发行股本	4,136 百万 (ORDA )		
流通股比例	19%		
日均成交量(千股)	47,427		
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb188.5		
普通股股东权益 (12/16E)	Rmb14.2 十亿		
市净率 (12/16E)	1.2x		
净债务 / EBITDA	9.7x		

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)			
	从	到	% 市场预测
12/16E	0.38	0.36	-5 0.35
12/17E	0.43	0.39	-8 0.41
12/18E	0.46	0.42	-8 0.49

丁晓

分析师

S1460515010001

xiao.ding@ubssecurities.com

+86-105-832 8664

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	16,070	17,324	19,399	24,505	27,740	28,836	29,759	30,646
息税前利润(UBS)	1,276	1,389	2,416	2,391	2,556	2,743	2,770	2,857
净利润 (UBS)	961	908	1,267	1,572	1,708	1,825	1,918	2,026
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.28	0.22	0.31	0.36	0.39	0.42	0.44	0.47
每股股息 (Rmb)	0.04	0.05	0.05	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04
现金 / (净债务)	(13,950)	(24,822)	(29,199)	(25,964)	(25,246)	(19,043)	(12,886)	(13,777)
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(%)	7.9	8.0	12.5	9.8	9.2	9.5	9.3	9.3
ROIC (EBIT) (%)	6.5	4.6	5.9	5.5	6.0	6.7	7.5	7.9
EV/EBITDA(core)x	21.5	23.9	22.9	17.7	15.7	13.4	11.2	9.9
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	14.5	14.3	21.5	10.9	10.0	9.4	8.9	8.4
权益自由现金流 (UBS) 收益								
率(%)	1.0	1.5	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1

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 2016 年 04 月 22 日 15 时 26 分的股价(Rmb3.95)得出；

关键问题

**问：重庆房地产市场表现平静，公司 16 年销售额能否达到 280 亿元的目标值？**

不能。公司 60%可售面积位于重庆，稳定的重庆房地产市场使公司难以获得销售额的快速增长。

[更多→](#)

**问：公司未来 3 年毛利率能否维持 15 年 28%的水平？**

不能。我们预计 16-18 年公司结算毛利率将低于 15 年水平。

[更多→](#)

**问：公司新能源发电业务 18 年底前能否贡献整体利润的 10%？**

不能。我们认为公司在 16 年将以学习掌握新能源发电技术和积累经验为主，目前项目仅能贡献利润的 2.5%，公司是否进一步加大发电业务投资仍不确定。

[更多→](#)

瑞银证券 VIEW

我们维持“卖出”评级。将 16-18 年 EPS 下调 为 0.36/0.39/0.42 元，目前股价对应 16 年 PE10.9 倍。基于 16E EPS 0.36 元和 16E PE 9.2 倍（5 年均值减一个标准差）维持公司目标价 3.33 元。公司地产业务毛利率将缩窄，进入风险较大、盈利存不确定性的风电业务，当前股价并未反映这些负面因素。

论据

金科 15 年销售额 238 亿，仅增长 3%。15 年新开工面积降低 33%。14 年后金科项目销售均价下降，14-16 年销售的项目将在 16-18 年结算。15 年公司限电损失电量为 2.3 亿度，限电损失比率 48%。

什么已反映在股价中？

公司目前动态市盈率与近 5 年均值相仿，我们认为公司房地产销售额增速低于目标值的因素已经体现在股价中，但是未来几年公司结算毛利率低于 15 年和公司在新能源发电业务经验和储备不足的因素仍未在股价中体现。

[更多→](#)

乐观/悲观情景分析



[更多→](#)

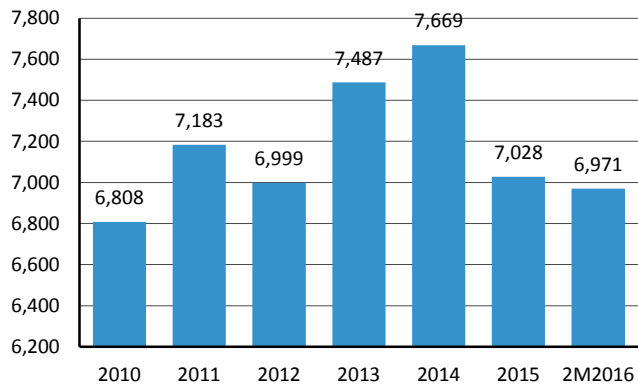
公司背景

金科股份专注于商品住宅的开发和销售，是重庆市最大的开发商之一。2015 年公司实现签约销售额 238 亿元，同比增长仅 3%，远低于全国商品房销售额增长 14%的水平。公司项目主要位于重庆及周边区县，在北京、苏州、无锡、成都、济南等城市布局了少量项目。除房地产业务外，公司还涉足物业管理、酒店经营和园林景观设计等领域。

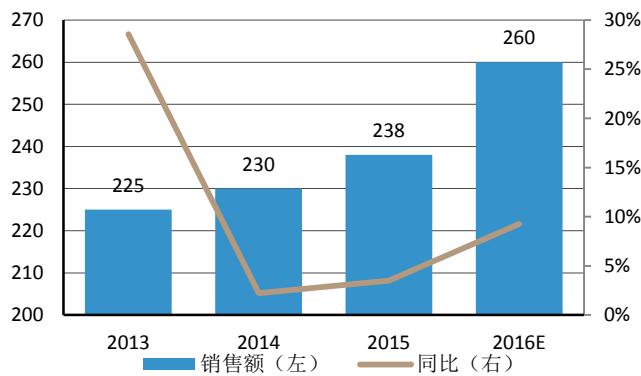
[更多→](#)

图示主题

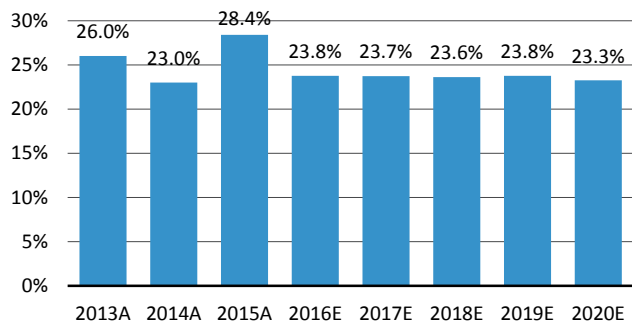
[返回](#) ↑



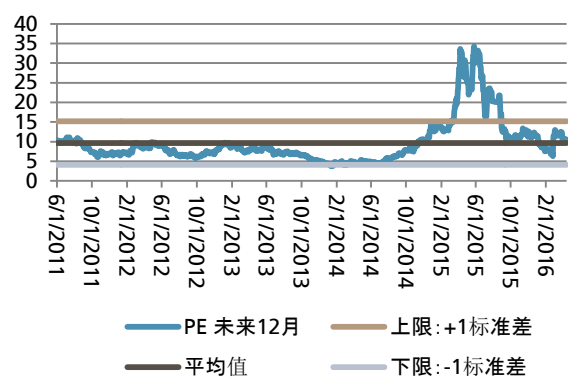
重庆住宅均价近年稳定



金科股份销售额近年增长缓慢



我们预计金科未来三年毛利率水平低于 15 年



公司动态市盈率处于近 5 年均值水平

上述图表来源: 公司数据, 瑞银研究

## 关键问题

[返回](#) ↑

### 问: 重庆房地产市场表现平静, 公司 16 年销售额能否达到 280 亿元的目标值?

#### 瑞银证券 VIEW

不能。公司 60%可售面积位于重庆, 稳定的重庆房地产市场使公司难以获得销售额的快速增长。

#### 论据

金科股份 15 年销售额 238 亿, 其中房地产销售额 221 亿, 分别增长 3%/5%, 低于 15 年全国商品房销售额增长 14%的水平。15 年公司新开工面积降低 33%。

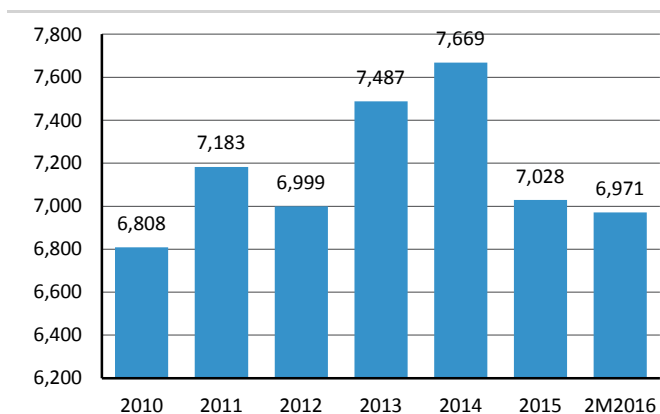
#### 什么已经得到反映?

公司销售额增速缓慢的因素已部分在股价中反映。

#### 预计 16 年公司销售额 260 亿, 低于 280 亿元的目标值

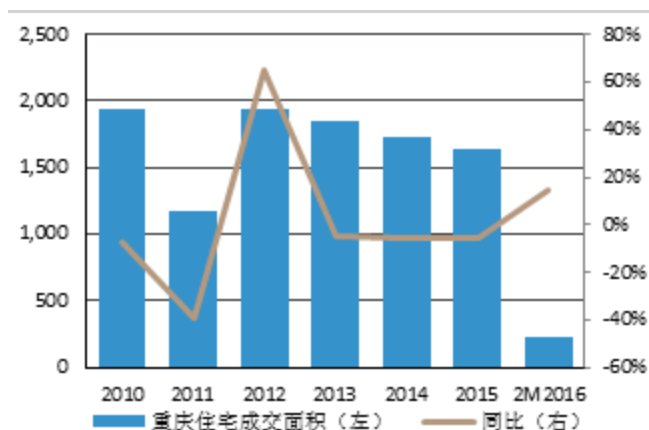
金科项目可售面积 60%位于重庆, 重庆住宅市场发展状况对公司销售具有决定意义, 但重庆住宅市场销售面积自 12 年后持续小幅下滑, 样板住宅销售均价稳定, 围绕 7000 元/平米小幅波动, 稳定的重庆住宅市场使公司难以获得销售的高增长。

图表 1: 10-16 年 2 月重庆住宅销售均价 (元/平米)



来源: 公司数据、瑞银证券

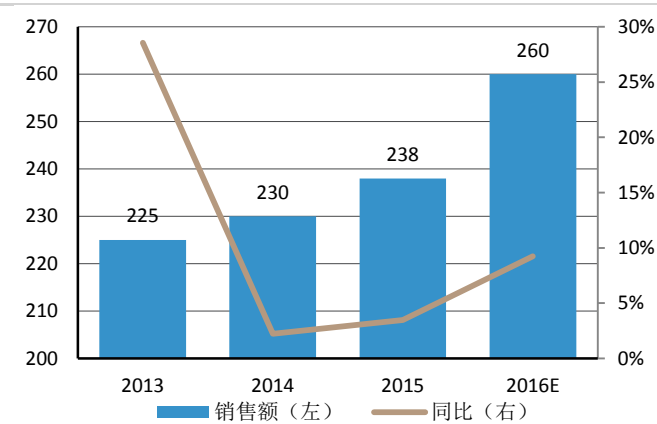
图表 2: 10-16 年 2 月重庆住宅年成交面积 (万平方米)



来源: 公司数据、瑞银证券

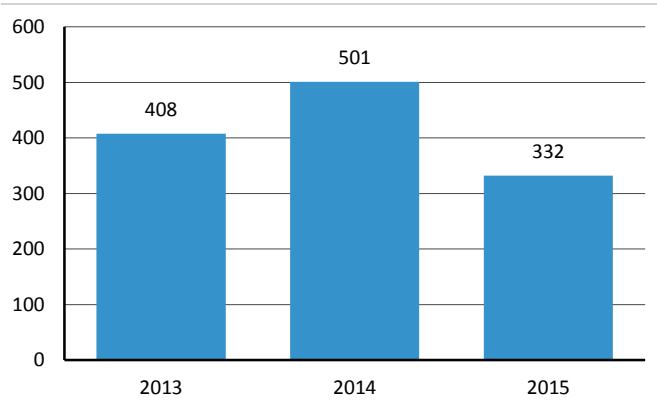
金科股份 15 年销售额 238 亿, 其中房地产销售额 221 亿, 分别增长 3%/5%, 低于 15 年全国商品房销售额增长 14%的水平。鉴于 15 年公司新开工面积降低 33%, 公司在 16 年的可售项目面积预计为 416 万平方米。假设 85%的去化率和 6600 元/平米的销售均价, 我们预计 16 年金科地产销售额为 235 亿, 园林绿化等其他业务销售额 25 亿, 公司总销售额预计为 260 亿, 难以达到 280 亿的年度目标。

图表 3: 13-16 年公司总销售额（亿）



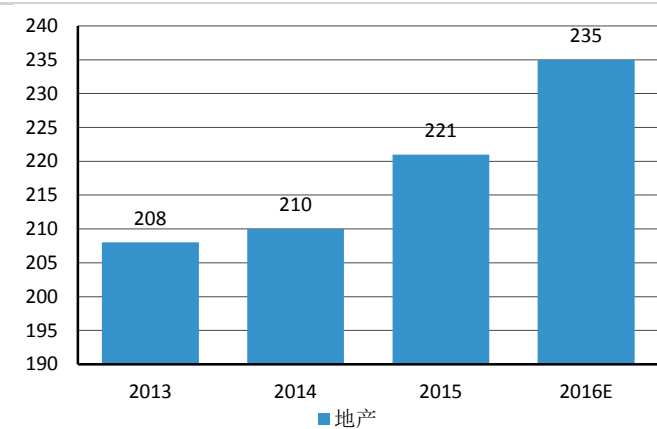
来源: 公司数据、瑞银证券

图表 4: 13-15 年新开工面积（万平方米）



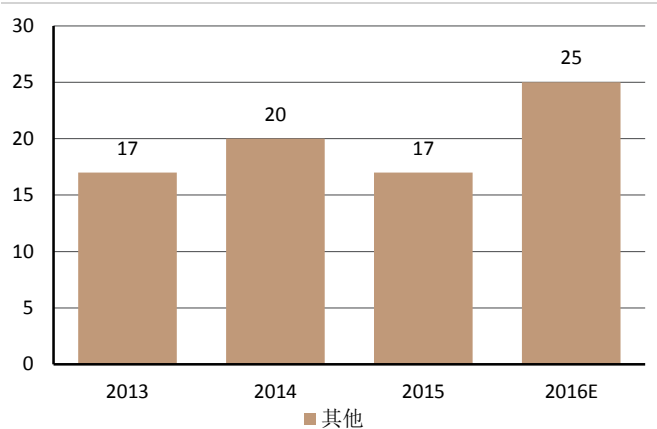
来源: 公司数据、瑞银证券

图表 5: 13-16 年地产销售额（亿）



来源: 公司数据、瑞银证券

图表 6: 13-16 年园林、绿化、物业等业务销售额（亿）



来源: 公司数据、瑞银证券

关键问题

[返回](#) ↑

问: 公司未来 3 年毛利率能否维持 15 年 28%的水平？

瑞银证券 VIEW

不能。我们预计 16-18 年公司结算毛利率将低于 15 年水平。

论据

13 年公司销售均价提升到近年最高的 7908 元/平米，这些项目在 15 年结算使毛利率达近年高点 28%，但 14 年后金科项目销售均价下降，14-16 年销售的项目将在 16-18 年结算。

什么已经得到反映？

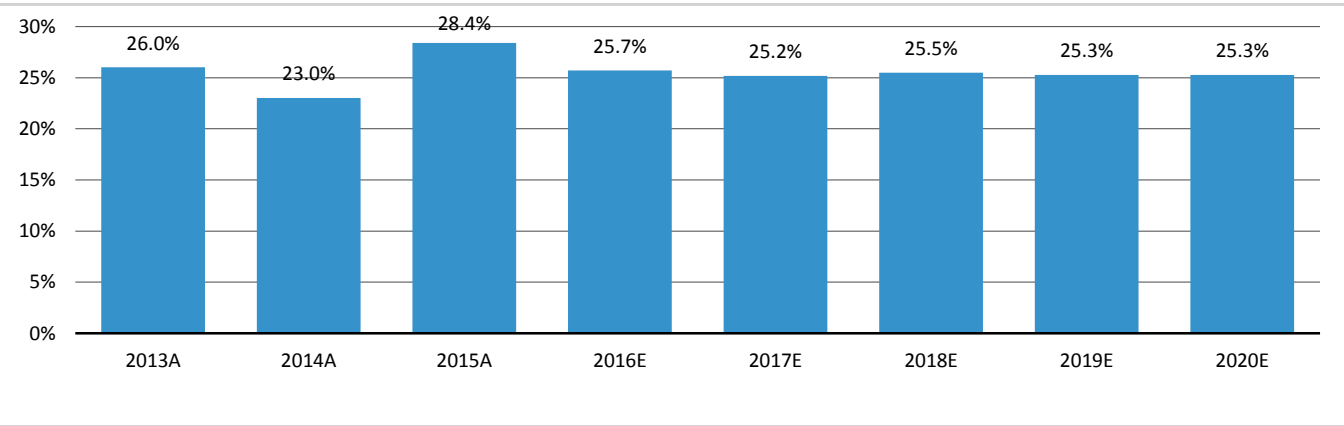
15 年毛利率创近 3 年新高，但未来三年毛利率缩窄仍未反映在股价上。

2016-2018 年毛利率将低于 2015 年水平

因为公司 15 年结算项目主要是 13 年销售的项目，而受益于 13 年重庆房地产市场销售价格的上涨，公司销售均价提升到近年最高的 7908 元/平米，结算毛利率也达近年高点的 28%。

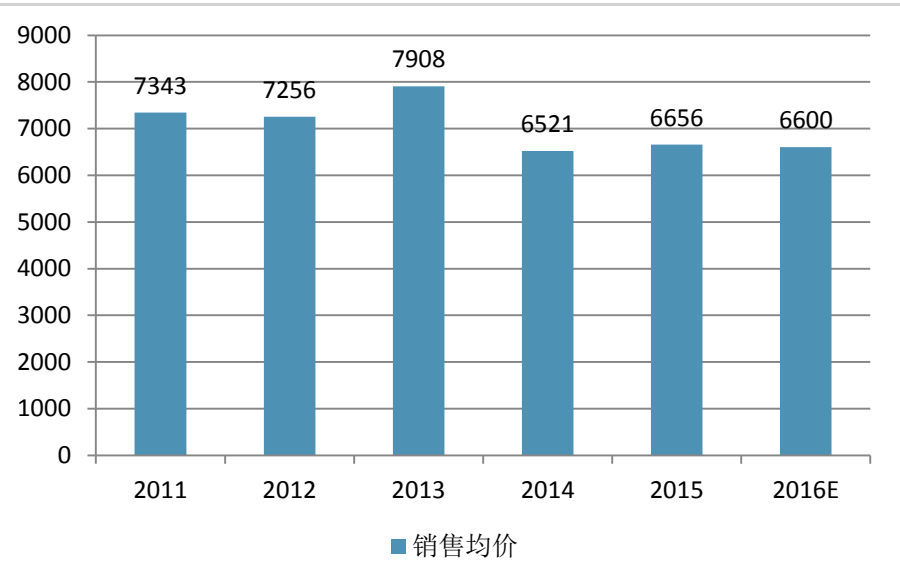
但 14 年后重庆市场销售均价下行，拖累金科项目销售均价下降，14-16 年销售的项目将在 16-18 年结算，我们预计销售价格的下降将缩窄最终的结算毛利率，未来三年的毛利率水平将低于 15 年的毛利率。

图表 7: 2013-2020 年毛利率



来源: 公司数据、瑞银证券

图表 8: 金科历年销售均价（元/平米）



来源: 公司数据、瑞银证券



## 关键问题

[返回](#) ↑**问: 公司新能源发电业务 18 年底前能否贡献整体利润的 10%?**

## 瑞银证券 VIEW

不能。我们认为公司在 16 年将以学习掌握新能源发电技术和积累经验为主，目前项目仅能贡献利润的 2.5%，公司是否进一步加大发电业务投资仍不确定。

## 论据

15 年公司限电损失电量为 2.3 亿度，限电损失比率 48%，显示公司在新能源发电领域经验和技術不足。

## 什么已经得到反映?

公司是否实施大规模新能源发电投资计划仍不确定，这一点尚未在股价中反映。

**新能源发电业务 2018 年前难以贡献利润的 10%**

公司在 14 年报中披露计划未来 3-5 年投资 400 亿，形成 5GW 的风电和光伏等新能源发电装机容量，目前实际拥有子公司华冉东方下属新疆景峡 20 万千瓦风电和山东五莲 2 万千瓦光伏发电项目。

15 年华冉东方发电 4.8 亿度，其中上网电量为 2.5 亿度，限电损失电量为 2.3 亿度，限电损失比率 48%，主要原因为国网新疆电力公司电力调度控制中心多次发布关于电网振荡扰动源分析试验、电网重要设备和天中直流检修、电网调峰的通知等公司不可抗力因素。

15 年公司新能源发电业务贡献收入 1.2 亿，占比总收入 0.6%，我们预计该业务未实现盈利。我们预计 16 年限电损失率将下降至 2%，与 14 年的水平相当。新能源发电收入预计为 2.5 亿，预计可贡献净利润 0.38 亿，约为 16 年公司整体净利润的 2.5%。我们预计公司在 16 年将以学习掌握新能源发电技术和积累经验为主，目前项目仅能贡献利润的 2.5%，公司是否进一步加大发电业务投资仍不确定，2018 年底前新能源业务很难贡献净利润的 10%。

什么已反映在股价中？

[返回](#) ↑



公司目前动态市盈率与近 5 年均值相仿，我们认为公司房地产销售额增速低于目标值的因素已经体现在股价中，但是未来几年公司结算毛利率低于 15 年和公司在新能源发电业务经验和技術储备不足的因素仍未在股价中体现。

乐观/悲观情景分析

[返回](#) ↑



**乐观情景 (估值 4.68 元):** 乐观情景下，预计 16-20 年销售额 CAGR9%，结算面积 CAGR7.5%,16-20 平均毛利率 29.3%，16-18 年 EPS 为 0.50/0.58/0.64 元,基于 9.2 倍 16PE 推导出每股估值 4.68 元。

**基准情景 (目标价 3.33 元):**基准情景下，预计 16-20 年销售额 CAGR7%，结算面积 CAGR6%,16-20 年平均毛利率 25.7%，16-18 年 EPS 为 0.36/0.39/0.42 元,基于 9.2 倍 16PE 推导出目标价 3.33 元。

**悲观情景 (估值 2.24 元):** 悲观情景下，预计 16-20 年销售额 CAGR4%，结算面积 CAGR3.5%,16-19 平均毛利率 20.3%，16-18 年 EPS 为 0.24/0.30/0.37 元,基于 9.2 倍 16PE 推导出每股估值 2.24 元。

公司背景

[返回](#) ↑

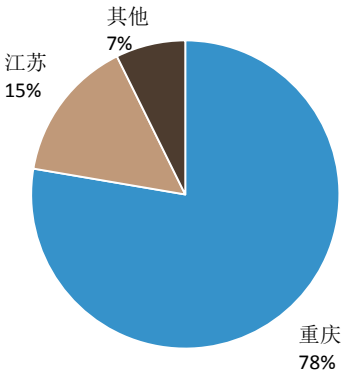
市值	Rmb17.7bn
已发行股票数量	4327m (COM)
行业与前景	房地产
地区	中国
网站	www.jinke.com

金科股份专注于商品住宅的开发和销售，是重庆市最大的开发商之一。2015 年公司实现签约销售额 238 亿元，同比增长仅 3%，远低于全国商品房销售额增长 14%的水平。公司项目主要位于重庆及周边区县，在北京、苏州、无锡、成都、济南等城市布局了少量项目。除房地产业务外，公司还涉足物业管理、酒店经营和园林景观设计等领域。

行业前景

我们认为三四线城市未来将受益于房地产行业去库存政策，住房供需情况或可改善。这些城市目前并未成为大型开发商的投资重点，使中小型开发商获得了拓展业务的空间。我们认为兼具品牌优势和成本控制能力的中小开发商，有望通过深耕三四线城市而保持平稳增长。

各地区市场收入，2015(%)



来源：公司数据

各业务息税前利润

单位：百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
房地产开发	1,266	2,164	2,106	2,256	2,403
物业管理	30	60	52	50	52
酒店经营	38	61	47	46	49
园林及其他	55	131	114	111	114
息税前利润	1,389	2,416	2,391	2,556	2,743

来源:公司数据、瑞银证券

金科股份 (000656.SZ)

	12/13	12/14	12/15	12/16E	%	12/17E	%	12/18E	12/19E	12/20E
<strong>损益表(Rmb 百万)</strong>										
营业收入	16,070	17,324	19,399	24,505	26.3	27,740	13.2	28,836	29,759	30,646
毛利	4,183	3,987	5,512	6,302	14.3	6,983	10.8	7,345	7,520	7,747
息税折旧摊销前利润(UBS)	1,311	1,459	2,547	2,682	5.3	2,905	8.3	3,162	3,272	3,459
折旧和摊销	(35)	(70)	(132)	(291)	121.4	(349)	19.9	(419)	(502)	(602)
息税前利润(UBS)	1,276	1,389	2,416	2,391	-1.0	2,556	6.9	2,743	2,770	2,857
联营及投资收益	(6)	45	37	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	59	(517)	(400)	0	-	0	-	0	0	0
净利息	(85)	(163)	(268)	(340)	-26.8	(328)	3.4	(363)	(269)	(215)
例外项目 (包括商誉)	23	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	1,267	754	1,785	2,051	14.9	2,228	8.6	2,380	2,501	2,642
税项	(321)	110	(551)	(519)	5.7	(564)	-8.6	(603)	(634)	(669)
税后利润	946	863	1,234	1,531	24.1	1,663	8.6	1,777	1,867	1,973
优先股股息及少数股权	38	45	33	41	24.1	45	8.6	48	50	53
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	984	908	1,267	1,572	24.1	1,708	8.6	1,825	1,918	2,026
净利润 (UBS)	961	908	1,267	1,572	24.1	1,708	8.6	1,825	1,918	2,026
税率(%)	25.3	0.0	30.9	25.3	-18.0	25.3	0.0	25.3	25.3	25.3
<strong>每股(Rmb)</strong>										
每股收益(UBS 稀释后)	0.28	0.22	0.31	0.36	18.6	0.39	8.6	0.42	0.44	0.47
每股收益(本地会计准则， 稀释后)	0.28	0.22	0.31	0.36	18.6	0.39	8.6	0.42	0.44	0.47
每股收益 (UBS, 基本)	0.28	0.22	0.31	0.36	18.6	0.39	8.6	0.42	0.44	0.47
每股股息净值(Rmb)	0.04	0.05	0.05	0.03	-34.6	0.04	8.6	0.04	0.04	0.04
每股账面价值	2.26	2.55	3.11	3.28	5.7	3.65	11.0	4.03	4.44	4.87
平均股数(稀释后)	3,475.60	4,135.62	4,135.62	4,327.06	4.6	4,327.06	0.0	4,327.06	4,327.06	4,327.06
<strong>资产负债表(Rmb 百万)</strong>										
现金和现金等价物	6,365	7,527	9,389	9,587	2.1	13,318	38.9	22,532	23,371	24,480
其他流动资产	50,805	67,658	77,998	89,239	14.4	93,255	4.5	101,415	95,126	88,539
流动资产总额	57,170	75,185	87,388	98,826	13.1	106,573	7.8	123,947	118,497	113,019
有形固定资产净值	3,321	4,038	5,418	5,707	5.3	6,055	6.1	6,472	6,972	6,972
无形固定资产净值	56	652	556	571	2.7	589	3.2	611	638	671
投资/其他资产	1,848	2,191	2,192	2,630	20.0	3,156	20.0	3,787	4,545	5,454
总资产	62,395	82,066	95,553	107,734	12.7	116,373	8.0	134,817	130,652	126,116
应付账款和其他短期负债	29,590	34,671	40,534	54,209	33.7	58,056	7.1	71,656	70,580	62,208
短期债务	7,654	11,038	19,981	11,870	-40.59	13,870	16.85	23,199	18,882	18,882
流动负债总额	37,244	45,709	60,515	66,079	9.2	71,926	8.8	94,856	89,461	81,090
长期债务	12,661	21,311	18,607	23,682	27.3	24,694	4.3	18,376	17,376	19,376
其它长期负债	2,563	1,879	1,093	1,093	0.0	1,093	0.0	1,093	1,093	1,093
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	52,468	68,900	80,215	90,854	13.3	97,712	7.5	114,324	107,930	101,558
普通股股东权益	7,852	10,530	12,854	14,210	10.5	15,777	11.0	17,448	19,201	21,055
少数股东权益	2,075	2,636	2,484	2,670	7.5	2,884	8.0	3,045	3,521	3,503
负债和权益总计	62,395	82,066	95,553	107,734	12.7	116,373	8.0	134,817	130,652	126,116
<strong>现金流量表(Rmb 百万)</strong>										
净利润(支付优先股股息前)	984	908	1,267	1,572	24.1	1,708	8.6	1,825	1,918	2,026
折旧和摊销	35	70	132	291	121.4	349	19.9	419	502	602
营运资本变动净值	(8,040)	(11,771)	(4,478)	2,435	-	(170)	-	5,440	5,213	(1,785)
其他营业性现金流	2,503	2,409	3,492	3,042	-12.9	(34)	-	2,962	2,752	5,475
经营性现金流	(4,518)	(8,385)	412	7,341	NM	1,853	-74.8	10,646	10,384	6,318
有形资本支出	(78)	(105)	(327)	(674)	-106.3	(809)	-20.0	(970)	(1,164)	(797)
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	(675)	(576)	(638)	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(753)	(681)	(965)	(674)	30.2	(809)	-20.0	(970)	(1,164)	(797)
已付股息	(116)	(139)	(207)	(216)	-4.6	(142)	34.6	(154)	(164)	(173)
股份发行/回购	0	2,174	618	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	755	(3,911)	(3,936)	(4,279)	-8.73	(184)	95.70	(3,319)	(2,898)	(3,240)
债务及优先股变化	2,855	12,035	6,239	(3,036)	-	3,012	-	3,012	(5,318)	2,000
融资性现金流	3,494	10,158	2,715	(7,532)	-	2,686	-	(461)	(8,380)	(1,413)
现金流量中现金的增加/(减少)	(1,777)	1,092	2,162	(865)	-	3,731	-	9,214	839	4,109
外汇/非现金项目	(1,049)	70	(300)	1,063	-	0	-	0	0	(3,000)
资产负债表现金增加/(减少)	(2,827)	1,163	1,862	198	-89.4	3,731	NM	9,214	839	1,109

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。

金科股份 (000656.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)	14.1	14.3	21.5	10.9	10.0	9.4	8.9	8.4
市盈率 (UBS, 稀释后)	14.5	14.3	21.5	10.9	10.0	9.4	8.9	8.4
股价/每股现金收益	13.9	13.3	19.5	9.2	8.3	7.6	7.1	6.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(33.1)	(77.0)	0.3	40.8	6.4	59.2	56.4	33.8
净股息收益率(%)	1.0	1.5	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1
市净率	1.8	1.2	2.1	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
企业价值/营业收入(核心)	1.8	2.0	3.0	1.9	1.6	1.5	1.2	1.1
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	21.5	23.9	22.9	17.7	15.7	13.4	11.2	9.9
企业价值/息税前利润(核心)	22.1	25.1	24.1	19.9	17.9	15.5	13.2	12.0
企业价值/经营性自由现金流(核心)	23.0	26.0	23.3	17.6	15.8	13.2	11.0	10.0
企业价值/运营投入资本	1.4	1.1	1.4	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
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	13,890	11,019	27,279	16,336	16,336	16,336	16,336	16,336
净债务 (现金)	11,109	19,386	27,011	27,582	25,605	22,145	15,965	13,332
少数股东权益	1,544	2,356	2,560	2,577	2,777	2,964	3,283	3,512
养老金拨备/其他	1,780	2,221	1,486	1,093	1,093	1,093	1,093	1,093
企业价值总额	28,324	34,982	58,336	47,587	45,810	42,537	36,676	34,272
非核心资产	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)
核心企业价值	28,224	34,882	58,236	47,487	45,710	42,437	36,576	34,172
增长率(%)	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
营业收入	55.3	7.8	12.0	26.3	13.2	4.0	3.2	3.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	-18.7	11.3	74.6	5.3	8.3	8.8	3.5	5.7
息税前利润(UBS)	-19.3	8.9	73.9	-1.0	6.9	7.3	1.0	3.1
每股收益(UBS 稀释后)	-20.9	-20.6	39.5	18.6	8.6	6.8	5.1	5.6
每股股息净值	20.0	19.5	4.6	-34.6	8.6	6.8	5.1	5.6
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	26.0	23.0	28.4	25.7	25.2	25.5	25.3	25.3
息税折旧摊销前利润率	8.2	8.4	13.1	10.9	10.5	11.0	11.0	11.3
息税前利润率	7.9	8.0	12.5	9.8	9.2	9.5	9.3	9.3
净利 (UBS) 率	6.0	5.2	6.5	6.4	6.2	6.3	6.4	6.6
ROIC (EBIT)	6.5	4.6	5.9	5.5	6.0	6.7	7.5	7.9
税后投资资本回报率	4.8	4.6	4.1	4.1	4.5	5.0	5.6	5.9
净股东权益回报率(UBS)	13.0	9.9	10.8	11.6	11.4	11.0	10.5	10.1
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	10.6	17.0	11.5	9.7	8.7	6.0	3.9	4.0
净债务/总权益 %	140.5	188.5	190.4	153.8	135.3	92.9	56.7	56.1
净债务/（净债务 + 总权益） %	58.4	65.3	65.6	60.6	57.5	48.2	36.2	35.9
净债务/企业价值	49.4	71.2	50.1	54.7	55.2	44.9	35.2	40.3
资本支出 / 折旧 %	NM	163.4	NM	NM	NM	NM	NM	132.7
资本支出/营业收入(%)	0.5	0.6	1.7	2.7	2.9	3.4	3.9	2.6
息税前利润/净利息	15.1	8.5	9.0	7.0	7.8	7.5	10.3	13.3
股息保障倍数 (UBS)	6.9	4.6	6.1	11.1	11.1	11.1	11.1	11.1
股息支付率 (UBS) %	14.5	21.8	16.3	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
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	16,070	17,324	19,399	24,505	27,740	28,836	29,759	30,646
总计	16,070	17,324	19,399	24,505	27,740	28,836	29,759	30,646
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	1,276	1,389	2,416	2,391	2,556	2,743	2,770	2,857
总计	1,276	1,389	2,416	2,391	2,556	2,743	2,770	2,857

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	-15.7%
预测股息收益率	0.8%
预测股票回报率	-14.9%
市场回报率假设	7.9%
预测超额回报率	-22.8%

估值方法及风险声明

我们采用 PE 估值法得出目标价。公司面临的主要风险为销售额低于预期；风电业务进展低于预期；地产业务毛利率缩窄的风险。



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。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 <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。	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 <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 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。

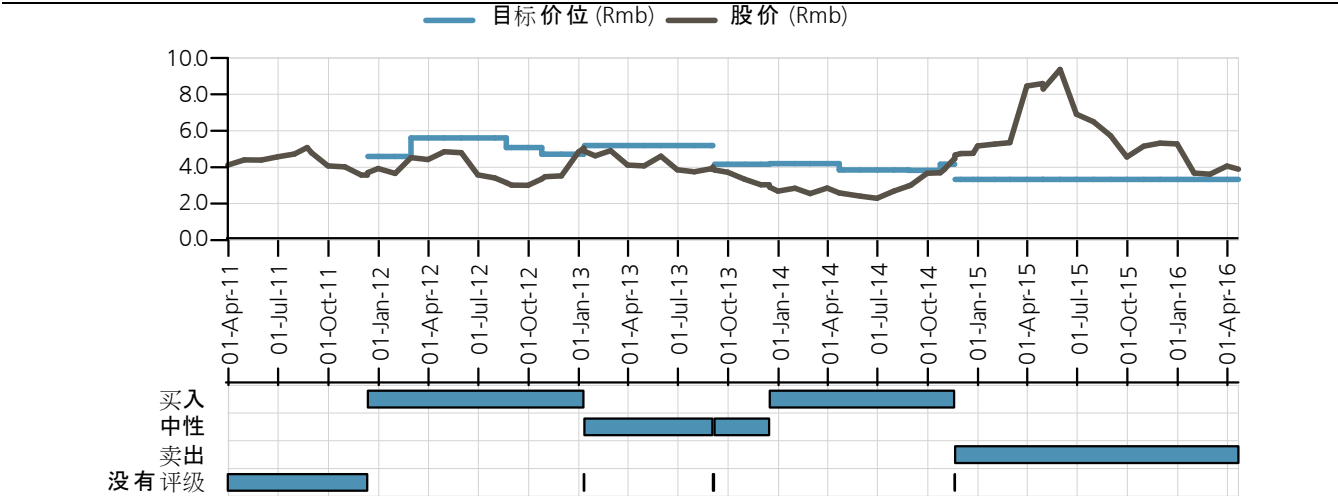
瑞银证券有限责任公司: 丁 晓.

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
金科股份	000656.SZ	卖出	不适用	Rmb3.89	2016 年 04 月 21 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,包括估值和风险的信息,请联系：UBS Securities LLC, 1285 Avenue of Americas, New York, NY 10019, USA, 联系人：Investment Research。

金科股份 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银)；截止至 2016 年 4 月 21 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 and 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)和金融市场监管局(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 (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 分发。由波兰金融监管局(Polish Financial Supervision Authority)监管。如果 UBS Limited (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) 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 (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) 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 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。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](http://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对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](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物体或元素。© 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。

