

UBS Investment Research**A股晨会纪要**

2011年10月26日

www.ubssecurities.com

黄燕铭

研究主管

S1460511010009

kris.huang@ubssecurities.com

+86-213-866 8887

瑞银证券研究团队

2011年10月26日（星期三）

今日瑞银重点投资故事

- 1、杉杉股份“首次覆盖：模式独特——提供锂电材料综合解决方案”（买入）牟其峥
- 2、中国油气行业“9月份天然气表观需求同比增18%” 严蓓娜

今日瑞银其他投资故事

- 1、快评：海螺水泥A“3季度业绩基本符合预期”（买入）密叶舟
- 2、双汇发展“盈利能力在恢复”（买入）赵琳、董广阳、潘嘉怡
- 3、快评：中远航运“成本压力仍未缓解”（买入）饶呈方
- 4、快评：特尔佳“成本上升导致利润下降，业绩低于预期”（买入）牟其峥
- 5、快评：格林美“毛利率显著回升，3季度业绩符合预期”（买入）林浩祥
- 6、快评：广电运通“收入确认或有推迟，但稳定增长无虞”（买入）李博、牟其峥
- 7、快评：华电国际A“煤价居高不下，利润上升空间有限”（中性）孙旭
- 8、快评：大唐发电A“业绩低于预期，关注煤化工项目”（中性）孙旭
- 9、快评：华能国际A“业绩低于预期”（中性）孙旭

本报告由瑞银证券有限责任公司编制

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

分析师声明及要求披露的项目从第5页开始

UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

2011/10/26 08:09

UBS Investment Research

杉杉股份

首次覆盖：模式独特——提供锂电材料综合解决方案

■ 锂电池需求将从概念走向现实，电池材料市场空间广阔

我们认为在消费类锂电的基础上，动力锂电池的广阔市场需求将逐级分层启动，首先启动的是受益于铅酸电池替代的小容量动力锂电池。经我们测算，仅公司目前覆盖的正极材料、负极材料、电解液，其“十二五”市场容量就达978亿元。我们认为国产化率较高、技术相对成熟的负极材料、电解液将率先享受行业景气，公司也在这两个领域进行了积极的产能扩张。

■ 规模最大的综合锂电材料提供商，商业模式是提供成套综合解决方案

公司各锂电材料产能均位于行业前列（正极5000吨/负极6000吨/电解液5000吨）。公司产品线包含了各种型号的产品，模式不只是销售材料，而是通过与客户共同研发调试产品，进行各种材料的最优配置，提供差异化的综合解决方案，我们认为这种独特商业模式包含了更高的服务附加值。

■ 独特模式有助于市场开拓，并规避产业发展初期的不确定性

公司积极横向扩展，丰富产品线可充分发挥同效应，并规避产业发展初期的不确定性；同时大力对上游资源纵向整合。通过与客户深度合作，公司可积累大量技术工艺经验，并第一时间把握市场、技术变动带来的行业机会。

■ 估值：首次覆盖给予“买入”评级，目标价25.75元

我们预测2011-2013年EPS为0.42、0.62、0.85元，年复合增长率42%。我们基于贴现现金流的估值方法，并用瑞银的价值创造模型来具体预测影响长期估值的因素，假定加权平均资本成本为9.0%，得出25.75元的目标价。

重要数据 (Rmb百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	2,132	2,841	3,048	3,883	4,979
息税前利润 (UBS)	57	166	210	294	396
净利润 (UBS)	95	114	174	254	349
每股收益 (UBS, Rmb)	0.23	0.28	0.42	0.62	0.85
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.06	0.10	0.00	0.06	0.09

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 (%)	-	5.8	6.9	7.6	7.9
ROIC (EBIT) %	-	9.0	9.8	12.5	15.5
EV/EBITDA (core) x	-	25.4	15.8	12.3	9.5
市盈率 (UBS) (x)	-	73.1	35.7	24.5	17.8
净股息收益率 (%)	-	0.5	0.0	0.4	0.6

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2011年10月25日16时09分的股价 (Rmb15.14) 得出；

牟其峰

分析师

S1460511010002

monica.mou@ubssecurities.com

+86-213-866 8954

全球证券研究报告

中国

电子元件与设备

12个月评级

买入

之前：未予评级

12个月目标价

Rmb25.75/US\$4.04

股价

Rmb15.14/US\$2.37

路透代码: 600884.SS 彭博代码600884 CH

2011年10月26日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb27.27-14.74/US\$4.08-2.31

市值 Rmb6.22十亿/US\$0.98十亿

已发行股本 411百万 (ORDA)

流通股比例 64%

日均成交量 (千股) 3,696

日均成交额 (Rmb 百万) Rmb61.0

资产负债表数据 12/11E

股东权益 Rmb3.46十亿

市净率 (UBS) 1.8x

净现金 (债务) (Rmb0.92十亿)

预测回报率

预测股价涨幅 +70.1%

预测股息收益率 0.0%

预测股票回报率 +70.1%

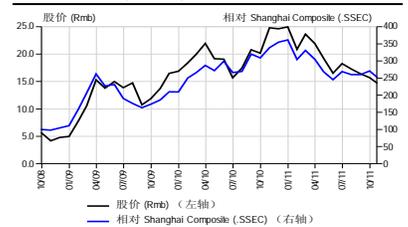
市场回报率假设 9.0%

预测超额回报率 +61.1%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/11E		12/10
	从	到市场预测	
Q1	-	0.05	0.04
Q2	-	0.15	0.12
Q3E	-	0.07	0.04
Q4E	-	0.16	0.10
12/11E	-	0.42	-
12/12E	-	0.62	-

股价表现 (Rmb)



资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

特此鸣谢谷琦彬

(Qibin.Gu@ubssecurities.com) 和魏维楠

(Vivian.Wei@ubssecurities.com) 对本报

告的编制提供帮助

本报告由瑞银证券有限责任公司编制

分析师声明及要求披露的项目从第 24 页开始

UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

目录	页
投资主题	3
— 关键催化剂.....	4
— 风险	4
— 估值和推导我们目标价的基础.....	4
— 瑞银预期对比市场一致预期	5
— 敏感性分析.....	6
锂电池需求将逐级启动，电池材料市场空间广阔	7
— 铅酸电池替代大幕拉开，广阔锂电池市场逐级启动	7
— 千亿锂电材料市场，负极材料/电解液将率先启动	10
纵横一体化的锂电材料综合解决方案提供商，独特模式有助于短期、长期市场开拓	12
— 锂电已成利润/战略重心，其他业务协力提供充沛现金.....	12
— 模式独特：纵横一体化打造锂电材料综合解决方案提供商.....	14
— 短期来看：我们预计丰富产品线将产生明显协同效应，充分受益于锂电需求的高速增长，并减小发展初期技术路径不定的风险	15
— 长期来看：解决方案提供商的角色将有助于公司的技术积淀和产业链渗透，迅速感知并把握市场和技术变动带来的机会	17
竞争分析	18
— 行业竞争力评估	18
— 竞争优势	18
— 管理层策略.....	19
财务分析	19
— 财务状况	19
公司背景	21

牟其峥

分析师

S1460511010002

monica.mou@ubssecurities.com

+86-213-866 8954

投资主题

■ 我们首次覆盖杉杉股份，给予“买入”评级。我们预测公司2011/2012/2013年EPS分别为0.42、0.62、0.85元，同比增速分别为43%、47%、37%。我们认为公司将充分受益于锂电行业景气，并借助模式优势占据领先地位。我们基于贴现现金流的估值方法，并用瑞银的价值创造模型来具体预测影响长期估值的因素，假定加权平均资本成本为9.0%，得出25.75元的目标价。

■ 锂电池从概念走向现实，需求将逐级启动，电池材料千亿市场空间开启

我们认为在消费类锂电的基础上，动力锂电池的广阔市场需求将逐级分层启动：（1）首先启动的是受益于铅酸电池替代的小容量动力锂电池，动力锂电池在电动自行车、电动工具、通讯基站等领域的渗透率正在上升；（2）随后启动的市场将是运营模式简单、直接受到政府采购支持、价格敏感度较低的市政公用电动汽车市场；（3）随着产业在发展中逐渐完善，性价比明显提升，庞大的私人电动汽车市场将启动。

锂电材料是产业链中技术含量较高、附加值较高的环节，动力锂电池的广阔市场将为锂电材料带来巨大需求。经我们测算，仅公司目前覆盖的正极材料、负极材料、电解液，其“十二五”期间市场容量就达978亿元（正极材料556亿+负极材料200亿+电解液222亿）。我们认为国产化率较高、技术相对成熟的负极材料、电解液将率先享受行业景气，公司也在这两个领域进行了积极的产能扩张。而正极材料虽然市场规模最大，但是技术路径还具有不确定性，我们认为短期内多种技术路径将并存，而公司的产品线也覆盖了各种正极材料。

■ 模式优势将助力公司高速增长，并规避产业发展初期的不确定性

我们认为，公司最大的优势在于其独特的模式。公司通过长时间的积累和大规模的横向、纵向一体化：目前产品线已经覆盖各种正极材料、负极材料和电解液；并展开垂直产业链整合，积极寻求上游稀缺资源，在下游展开试水。目前公司的正极材料产能约5000吨、负极材料产能约6000吨、电解液产能约5000吨，均位于同行业前列，是国内最大的综合锂电材料提供商。

公司的模式的独到之处在于，与客户进行深度的技术合作，提供差异化、最优的综合解决方案。与销售单个产品相比，这种模式能够充分发挥其丰富产品线的协同效应优势，包含了更高的服务附加值。

提供综合解决方案的模式将有助于公司规避产业发展初期技术路径和市场需求的不确定性，进退自如地不断调整自身的战略和资源配置。通过和客户深入的技术合作，公司可以积累丰富的技术和工艺经验，并感知各种技术之间的优劣。我们认为公司未来将会继续深化其横向、纵向一体化的战略，通过合作、合资等方式（例如和领先正极材料厂商日本户田的合作、与上海航天电源技术有限公司的合资等）深入渗透产业链，加强自身技术，弥补产业链短板，第一时间把握市场、技术变动带来的行业机会。

关键催化剂

- 公司锂电材料业务受益于动力锂电池需求迅猛增长带来的业绩高速增长。
- 横向一体化加深：进军其他关键锂电材料，例如隔膜或六氟磷酸锂；或和掌握先进材料技术的其他厂商进行深度合作。
- 纵向一体化加深：公司进行垂直整合获得新突破，例如：上游资源的获取、大举切入下游锂电池和电动汽车市场。

风险

- 动力锂电池后续需求高速增长的不确定性。动力锂电池在全球范围内都是新兴产业，产业发展存在一定不确定性。我们认为受益于对铅酸电池的替代，目前小容量动力锂电池的需求已经呈现出高增速，但后续的电动汽车市场仍需政策的大力支持和产业瓶颈的突破，其高速启动时点仍具有一定不确定性。
- 动力锂电池技术路径和技术升级的不确定性。目前锂电池的产业化进程中多种技术路径共存，这一点在正极材料的选择上体现得尤其明显，未来胜出的是何种技术仍需观察。另外动力锂电池的普及应用依赖于技术的进步，技术升级的进展仍存在不确定性。
- 澳大利亚镍钴矿后续进展的不确定性。公司已签订了框架合作协议，但是由于目前镍钴价格较低，且考虑到当地政策、环境等方面的不确定性，我们认为镍钴矿的后续进展存在风险。

估值和推导我们目标价的基础

- 我们首次覆盖杉杉股份，给予“买入”评级以及25.75元目标价。我们预计公司2011-2013年EPS分别为0.42、0.62、0.85元，年均复合增长率为42%。我们认为公司将充分受益于锂电行业景气，并借助模式优势占据领先地位。我们基于贴现现金流的估值方法，并用瑞银的价值创造模型来具体预测影响长期估值的因素，假定加权平均资本成本为9.0%，得出25.75元的目标价。

表1: 公司主要业务对收入/净利润贡献

	收入		净利润	
	2010全年份额	2011上半年份额	2010全年份额	2011上半年份额
锂电池材料业务	44.4%	52.0%	71.5%	63.4%
服装	53.8%	46.2%	35.3%	18.5%
其他	1.8%	1.8%	-6.8%	18.1%

数据来源：公司数据

- 关键假设

- (a) 我们估算公司锂电材料业务2011-2013年销售收入分别为13.02、19.49和28.35亿元；由于产品结构改善，毛利率从2010年的20.08%上升到2013年的22.20%。
- (b) 服装业务收入从2010年的15.28亿元稳定小幅增长到2013年的20.34亿元。

图 2: UBS VCAM估值法小结[600884.SS]

相对年 财年	+1E 2011E	+2E 2012E	+3E 2013E	+4E 2014E	+5E 2015E	+6E 2016E	+7E 2017E	+8E 2018E	+9E 2019E	+10E 2020E
息税前利润	210	294	396	513	618	744	863	993	1,130	1,273
折旧及摊销*	106	115	124	134	144	152	177	205	233	264
资本支出	(190)	(199)	(221)	(244)	(267)	(305)	(352)	(403)	(457)	(512)
运营资本变动	(7)	(61)	(9)	88	(120)	(355)	(259)	(293)	(327)	(360)
所得税(营运)	(42)	(59)	(79)	(103)	(124)	(148)	(172)	(198)	(225)	(254)
其他	(4)	(17)	(22)	(25)	(28)	(27)	(30)	(32)	(35)	(36)
自由现金流	73	74	188	363	224	61	228	270	319	374
增长		0.5%	156.1%	93.0%	-38.3%	-72.9%	274.9%	18.6%	18.0%	17.3%

估值	
明计现金流现值	3,538
期末价值(第20年)现值	4,985
企业价值	8,523
占永续价值百分比	58%
联营公司及其他	2,475
-少数股东权益	353
现金盈余**	487
-债务***	1,464
权益价值	9,668
已发行股数[m]	410.9
每股权益价值(Rmb/股)	23.53
权益成本	9.8%
股息收益率	0.4%
1年期目标价(Rmb/股)	25.75

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	13.0%	8.4%	3.8%
息税前利润率	8.2%	8.3%	7.4%
资本支出/销售收入	3.3%	3.3%	3.2%
投资资本回报率	12.6%	14.3%	11.8%
估值对应指标			
财年	2011E	2012E	1年期预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	26.9x	20.9x	21.8x
企业价值 / 息税前利润	40.5x	29.0x	30.6x
自由现金流收益率	0.9%	0.9%	0.9%
市盈率(现值)	55.5x	38.0x	40.4x
市盈率(目标)	60.7x	41.6x	44.2x

加权平均资本成本	
无风险利率	4.00%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	1.16
债务/权益比率***	31.5%
边际税率	20.0%
权益成本	9.8%
债务成本	6.7%
WACC	9.0%
期末假设值	
VCH(年数)	20
对应的自由现金流增长	4.3%
投资资本回报率增幅	9.0%
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	7.4x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

*** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

数据来源: UBS VCAM估值工具

瑞银预期对比市场一致预期

我们认为，行业和公司层面有以下几点有待市场进一步认识：

行业方面：

- ◆ 庞大的锂电池需求市场离我们并不遥远，在消费型小型锂电提供稳定增长的需求基础上，动力锂电池市场将分层逐级启动。首先启动的是受益于铅酸电池替代的小容量动力锂电池市场，随后是运营模式简单、政府采购直接支持的市政公用电动汽车市场，最后是私人电动汽

车市场和远期的电力系统储能。目前小容量动力锂电池的市场需求已经开始高速增长，锂电池已在电动自行车、电动工具、通讯基站等应用领域中展开对铅酸电池的替代。

公司方面：

- ◆ 公司的独特模式的优势将凸现。锂电材料解决方案提供商的定位将帮助公司在短期内充分享受锂电市场的高速增长，公司的各项锂电材料将形成明显的协同效应。长期来看，公司与下游电池厂商进行密切的技术合作，并在产业链中进行深度的横向、纵向一体化渗透，这将有助于公司在第一时间感知高速变化发展的新兴锂电行业的技术和市场的变化，把握其中的产业机会。

敏感性分析

对公司锂电业务的毛利率和收入增长率的敏感性分析显示：毛利率对EPS的影响明显大于收入增长率的影响。锂电业务毛利率每变化1个百分点，EPS变化约0.04元；而锂电业务收入增长率变化10个百分点，EPS基本不变。因此我们要对公司的毛利率变化格外保持关注。

表3: 公司2012年EPS对锂电业务毛利率和收入增长率的敏感性分析

公司2012年EPS	锂电业务收入增长率					
	44%	46%	48%	50%	52%	54%
21.40%	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
21.60%	0.61	0.61	0.61	0.61	0.61	0.61
锂电业务毛利率	21.80%	0.62	0.62	0.62	0.62	0.62
	22.00%	0.63	0.63	0.63	0.63	0.63
	22.20%	0.63	0.63	0.63	0.63	0.63
	22.40%	0.64	0.64	0.64	0.64	0.64

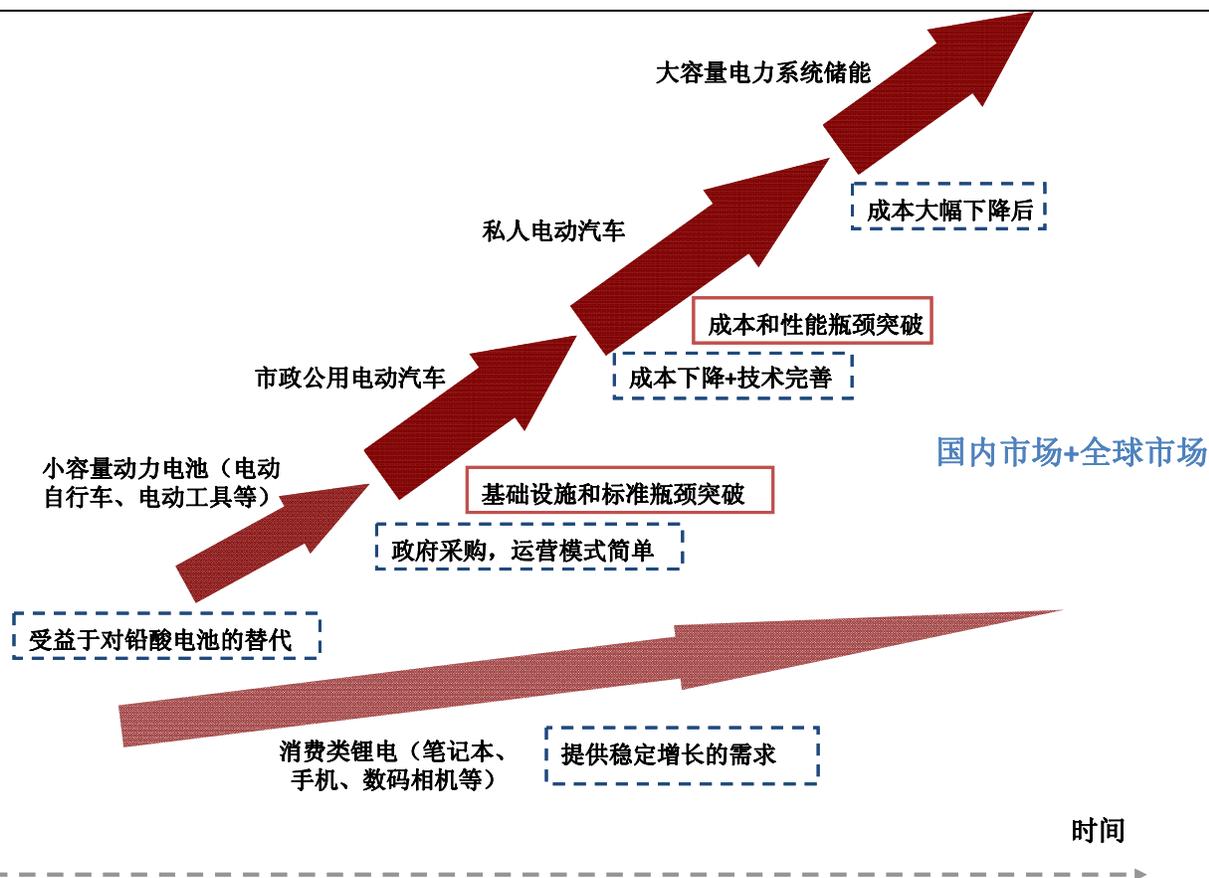
数据来源：瑞银证券估算

锂电池需求将逐级启动，电池材料市场空间广阔

铅酸电池替代大幕拉开，广阔锂电池市场逐级启动

锂电池市场将逐级分层启动

图1: 锂电池市场将逐级启动



数据来源：瑞银证券

我们认为，在消费类电子产品提供稳定增长的需求基础上，作为新兴产业的动力锂电池的需求将被逐级催化，形成持续性的需求启动过程。按照动力锂电池容量由小入大、技术由简入难、需求由近及远的逻辑来分析，我们认为：1) 消费电子将为锂电池提供稳定增长的基础需求；

2) 在对铅酸电池的替代下，首先启动的将是电动自行车、电动工具等小容量动力锂电池市场；

3) 随后启动的将是受益于政府支持、政策推动的市政公用电动汽车市场；

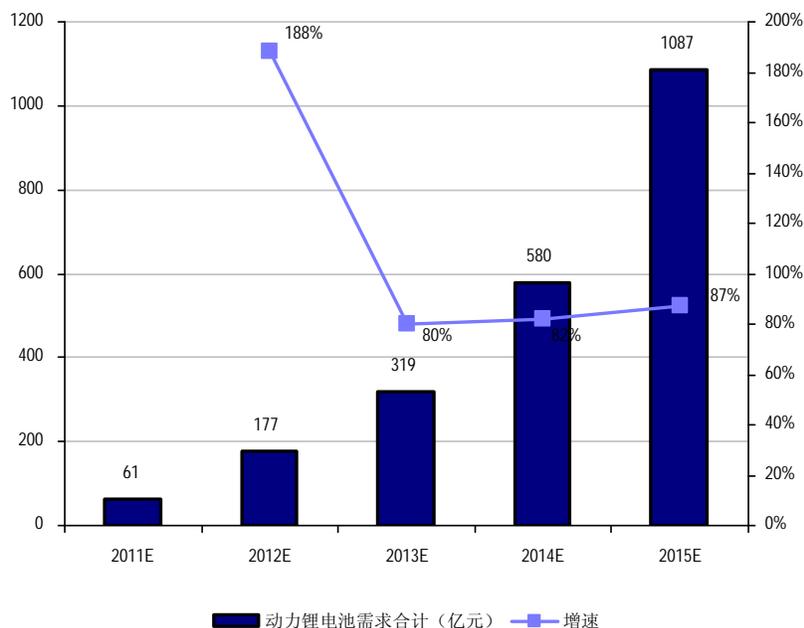
4) 随着产业在实际应用中的日趋成熟，电池成本不断降低，技术不断完善，私人电动汽车市场将迎来高速发展；

5) 另外出口和远期的储能市场也将打开广阔的市场空间。

消费电子打底，受益于铅酸电池替代的小容量电池市场、市政公用电动汽车市场、私人电动汽车市场需求将逐级启动

综合考虑电动汽车、电动自行车、电力系统储能、电动工具4项主要下游市场的拉动，根据我们的测算，“十二五”期间中国动力锂电池市场容量总和将达2224亿元。

图2:预计“十二五”动力锂电池总需求2224亿元

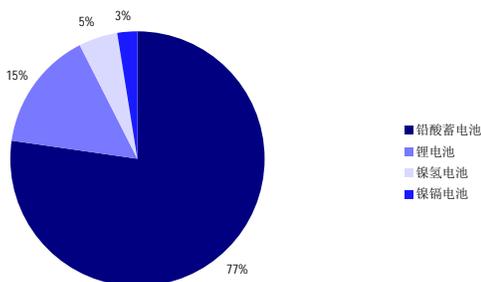


数据来源：瑞银证券估算

受益于铅酸电池替代，小容量动力锂电池率先拉开第一重高增长

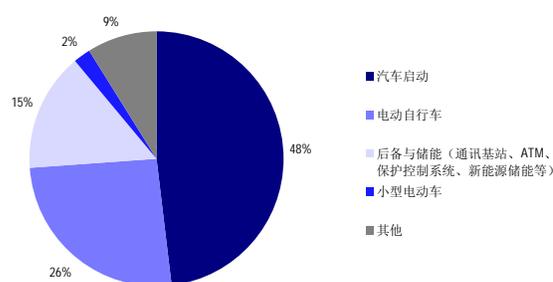
由于铅酸电池的重金属污染对环境造成的严重伤害，有关政府部门近期对铅酸电池行业展开了严厉的行业整顿。我们认为动力锂电池将在小容量的电动自行车、电动工具等领域对铅酸电池实现替代。

图3:目前铅酸电池市场容量远大于锂电池



数据来源：化学与物理电源协会，2009年销售收入数据

图4:铅酸蓄电池的主要下游应用领域



数据来源：电池工业协会，2009年产量数据

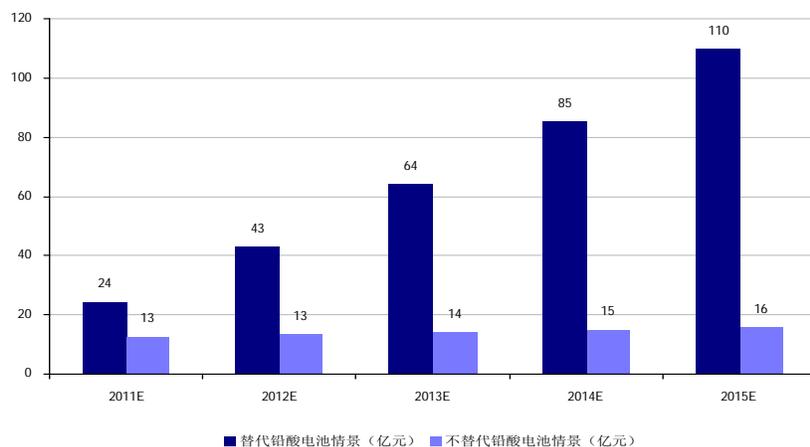
国家标准委员会《电动自行车通用技术条件》中规定电动自行车的整车重量不应大于40公斤，而2011年3月四部委联合下发的《关于加强电动自行车管理的通知》中重申要加大力度淘汰“超标”的电动自行车。我们预计比能量高的锂

电池由于在同等容量下质量明显轻于铅酸蓄电池，将受益于对电动自行车行业的整顿。在铅酸蓄电池行业整顿的大背景下，由于铅酸蓄电池的产能受限、供不应求，价格出现了上涨，特别是当铅酸蓄电池目前在生产企业和流通环节的库存被消化后，若产能还不能迅速恢复，则我们认为铅酸蓄电池和锂电池的价格差距还将进一步缩小。

在电动自行车和电动工具产销量稳步增长的前提下，我们认为动力锂电池还将明显受益于对铅酸电池的替代，渗透率将明显提升。我们的测算显示：“十二五”期间电动工具的动力锂电池总需求达68亿元，其中2011-2012年增速较快；“十二五”期间电动自行车的动力锂电池总需求达259亿元，在“十二五”期间的年增速维持在30%以上，2011-2012年的增速达100%以上。在这里我们的主要假设是锂电池在电动工具和电动自行车用电池中的渗透率大幅提升，2015年电动自行车中24%使用锂电池，电动工具电池中64%使用锂电池。

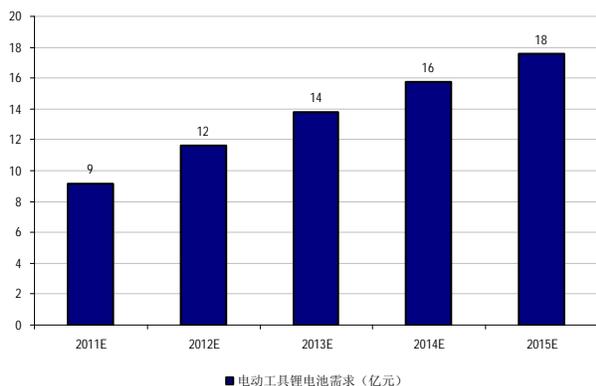
电动自行车和电动工具需求稳步增长+锂电池渗透率提升

图5: 预计电动自行车和电动工具用动力锂电池将明显受益于铅酸电池的替代



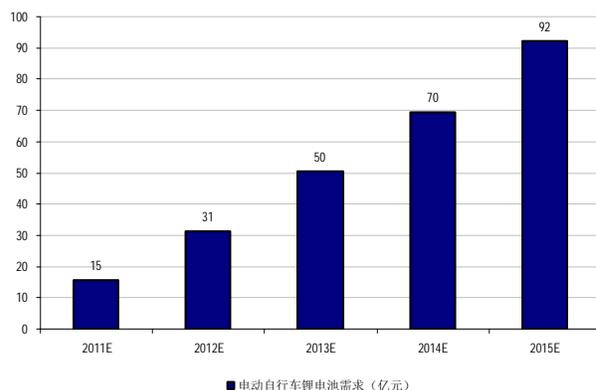
数据来源：瑞银证券估算

图6: 预计“十二五”电动工具锂电池需求达68亿元



数据来源：瑞银证券估算

图7: 预计“十二五”电动自行车锂电池需求达259亿



数据来源：瑞银证券估算

表4:受益于对铅酸蓄电池的替代,小容量动力锂电池市场将于近期启动

科目	2011-2012年	说明
平均电池容量 (kWh)	0.36	
电动自行车	7304	2011年3397万辆+2012年3907万辆 (2010年约2954万辆, 假设年均增速约15%)
总锂电池容量 (万kWh)	228	= (2011年3397万辆*锂电池占比6%+2012年3907万辆*锂电池占比11%) *平均电池容量0.36
平均电池容量 (kWh)	0.02	
电动工具	13289	2011年6420万台+2012年6869万台 (2010年约6000万台, 假设年均增速7%)
总锂电池容量 (万kWh)	109	= (2011年6420万辆*锂电池占比36%+2012年6869万辆*锂电池占比46%) *平均电池容量0.02
电池容量合计 (万kWh)	338	
单位电池造价 (元/kWh)	2000	
小容量用途动力锂电池市场容量 (亿元)	68	

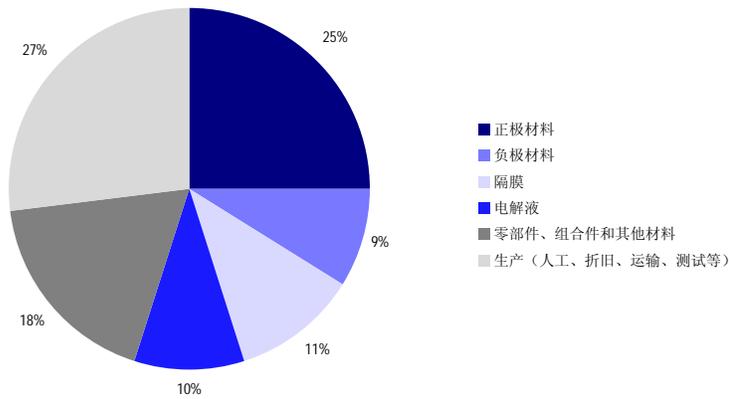
数据来源: 瑞银证券估算

千亿锂电材料市场, 负极材料/电解液将率先启动

我们认为, 相较于劳动密集型的锂电池组装生产环节, 部分关键锂电材料的技术含量和进入壁垒更高。逐级启动扩大的动力锂电池市场需求将为锂电材料提供广阔的市场空间, 组成锂电池的关键材料包括正极材料、负极材料、隔膜和电解液, 以及正极材料的关键原料碳酸锂和电解液的关键原料六氟磷酸锂。根据对动力锂电池需求的测算和成本拆分, 我们测算得出“十二五”期间市场空间从大至小分别为: 正极材料 (556亿)、隔膜 (245亿)、电解液 (222亿)、负极材料 (200亿)、六氟磷酸锂 (83亿)、碳酸锂 (56亿)。其中目前公司产品覆盖的环节包括正极材料、负极材料和电解液, 市场空间达978亿元。

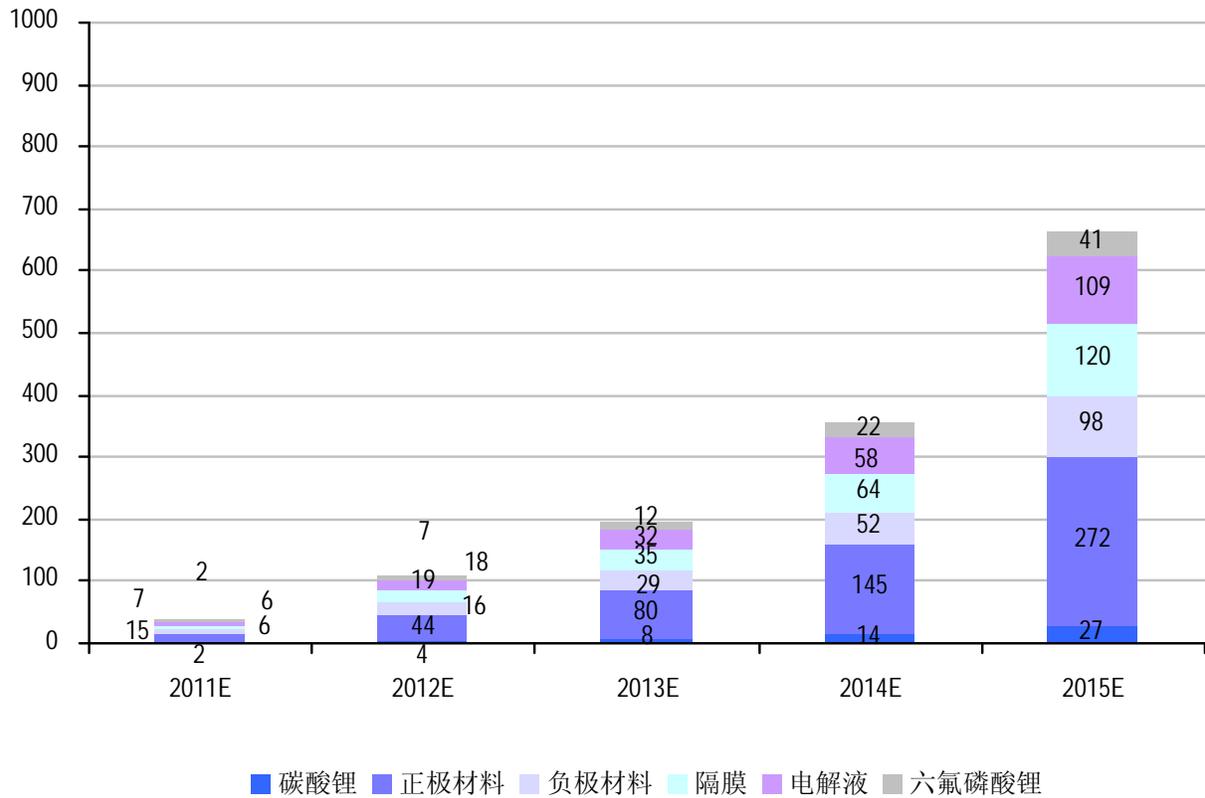
公司覆盖的锂电材料市场空间近千亿: 正极材料556亿+负极材料200亿+电解液222亿

图8:典型动力锂电池成本拆分



数据来源: 瑞银证券估算

图9:动力锂电池各关键原材料市场需求估算, 公司目前覆盖的产品有正极材料、负极材料和电解液 单位: 亿元



数据来源: 瑞银证券估算

我们认为：

- 中国企业在负极材料技术方面较为成熟，在全球也具备一定的技术实力，龙头厂商有望率先受益于动力锂电池的市场需求的高增长。
- 正极材料虽然市场容量最大，但是技术路径不确定，我们判断短期多种技术路径将并存，中长期或出现一些性能优良的改性型材料，看好产品种类较多、技术储备充足的厂商。
- 隔膜、六氟磷酸锂技术工艺难度大，国产化率低，我们建议关注龙头厂商国产化带来的巨大进口替代空间。
- 碳酸锂的竞争关键主要在于上游优质的锂资源，劣质锂资源的提锂技术难度大，且成本高。
- 电解液国产化率已较高，且进入壁垒不高，我们相信未来能掌握关键原材料六氟磷酸锂生产的企业将形成明显的一体化优势。

因此，综合考虑材料价值（市场容量与利润率）、技术难度、竞争格局及中国企业的基础，我们认为：

- （1）短期来看，负极材料和电解液的技术较为成熟，国产化率较高，将率先受益于锂电池的行业景气，特别是技术基础较好的中国负极材料企业龙头将有可能进一步扩大在国际市场上的份额。公司负极材料和电解液技术已经较为成熟，产能规模较大，客户资源丰富，将凭借其综合解决方案的模式充分享受行业景气。
- （2）长期来看，最具备投资价值的环节为目前的瓶颈——隔膜和六氟磷酸锂，技术一旦形成突破则将打开巨大的市场空间，届时领先企业将享受国产化率和行业景气的双升，并且由于高技术壁垒，其景气可以持续的时间更长，应密切跟踪相关企业的技术研发进展。

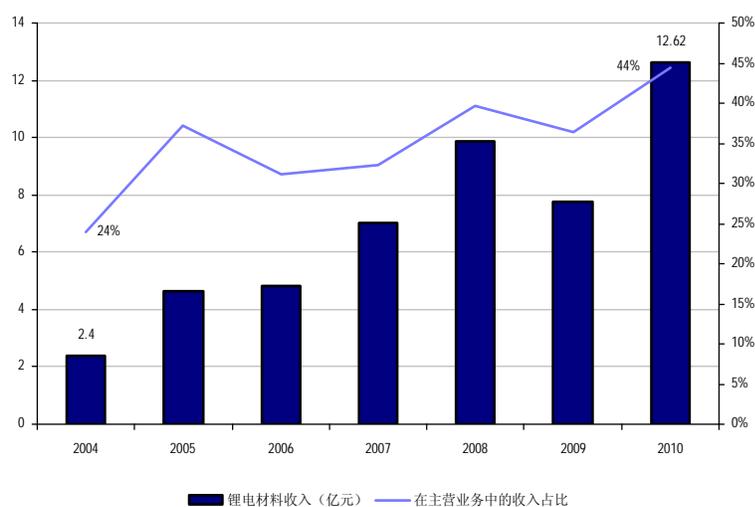
我们认为负极材料、电解液将率先享受行业景气，正极材料容量大但技术路径不确定

纵横一体化的锂电材料综合解决方案提供商，独特模式有助于短期、长期市场开拓

锂电已成利润/战略重心，其他业务协力提供充沛现金

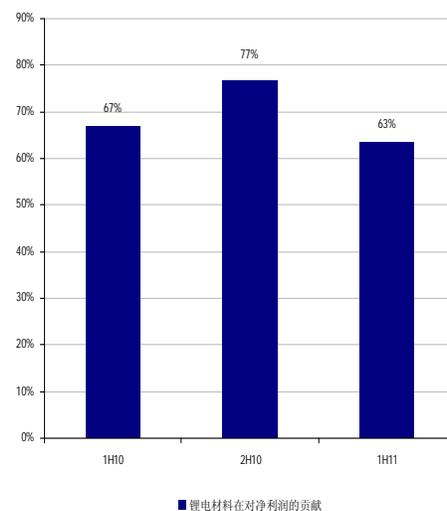
公司自1999年进入锂电材料领域以来，通过自主研发、收购、合作等方式切入正极材料、负极材料、电解液这些锂电池关键材料领域，并快速发展壮大。2004-2010年，公司锂电材料收入从2.4亿元上升至12.62亿元，年均增速达32%，锂电材料在主营业务中占比从24%上升至44%，锂电材料在净利润中的占比也超过60%，成为收入和利润的重心。

图10: 2004-2010年公司锂电材料收入年均增速达32%



数据来源: Wind

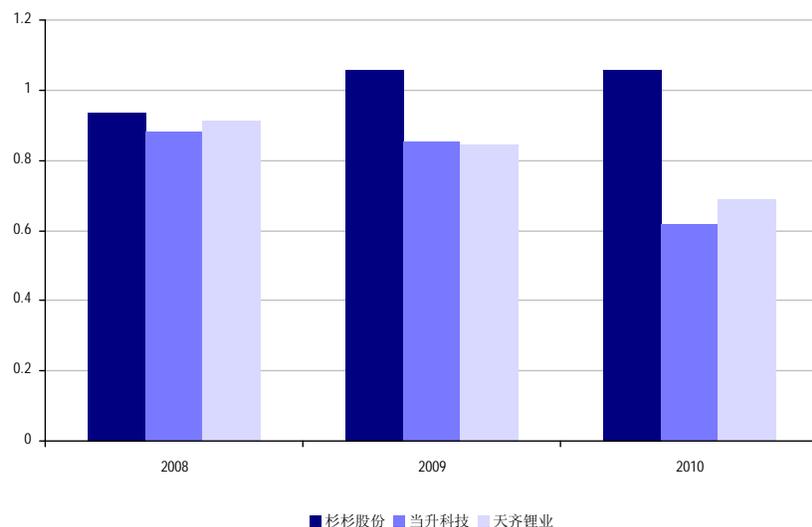
图11: 锂电材料已成利润中心



数据来源: Wind

随着锂电材料对净利润贡献的加大，其在公司内部的战略地位也逐渐增强。公司的服装业务应收帐款周转率高，而加盟模式又进一步缩短了回款周期，将成为稳定的现金牛。通过和典型锂电材料厂商当升科技、天齐锂业的比较我们也可以看出公司的现金流指标较好。另外在投资业务方面，公司持有宁波银行1.79亿股，按照2011年10月25日的收盘价9.81元计算，价值17.56亿元，这部分股票已经解禁，我们认为将在必要时为公司的业务发展提供稳定的基石。目前公司创投业务还有多家进入上市辅导和材料申报阶段。

图12: 公司现金流指标较好，销售产品现金收入/营业收入比例较竞争对手更优

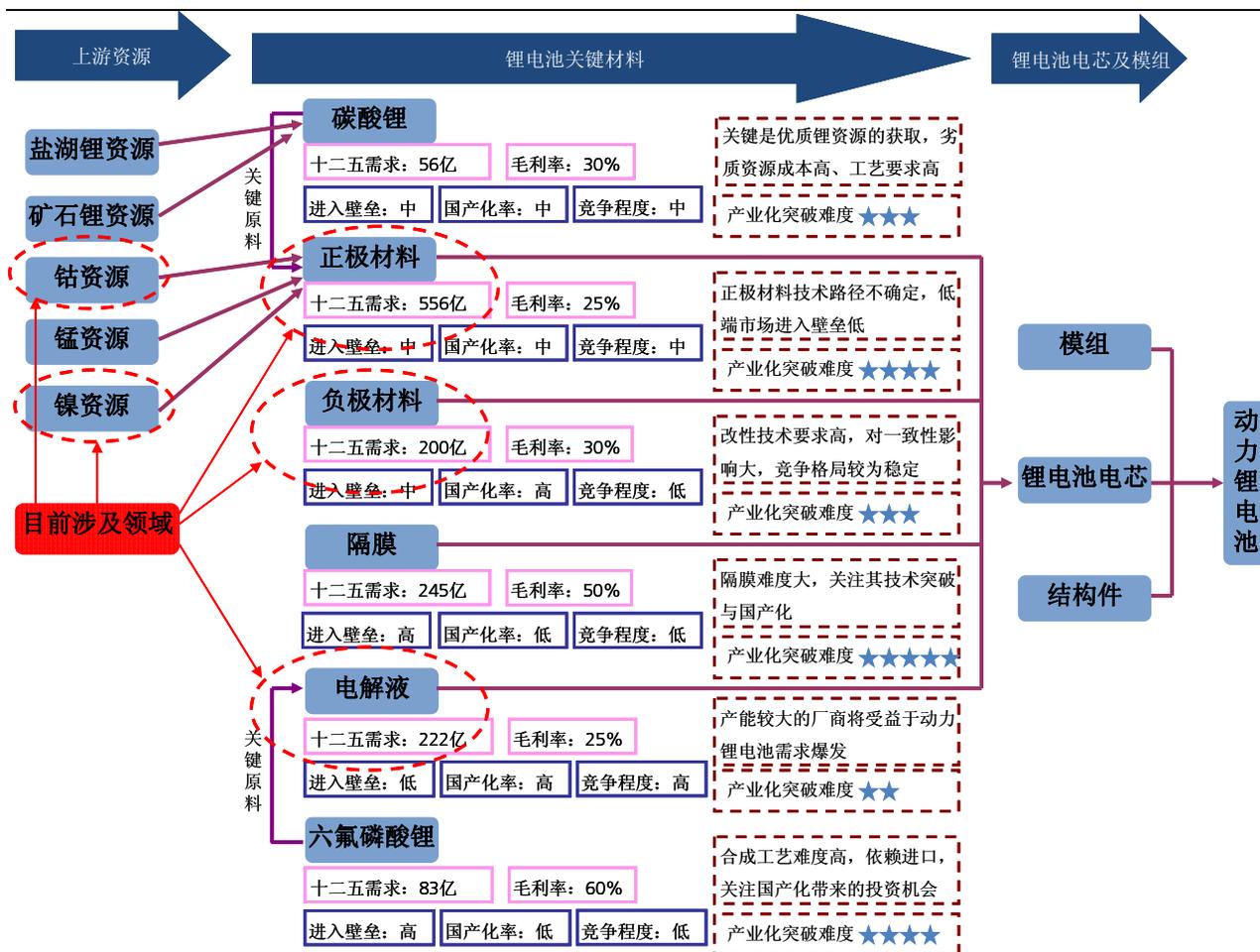


数据来源: Wind。当升科技、天齐锂业是典型的锂电材料供应商

模式独特：纵横一体化打造锂电材料综合解决方案提供商

公司定位于做技术含量高、附加值高的锂电材料综合解决方案提供商。在面对下游电池厂商时，公司提供的不只是单个材料产品，而是成套的最优综合解决方案。公司的技术人员将与客户电池厂商进行深度的技术合作，经过细致的工艺调试为客户选择量身定做的成套材料，满足客户对电池性能的差异化需求。围绕锂电材料综合解决方案提供商这一定位，公司开展了大规模的产业链纵横一体化整合。

图13:公司定位于提供锂电材料综合解决方案，围绕此中心开展纵横一体化产业链整合

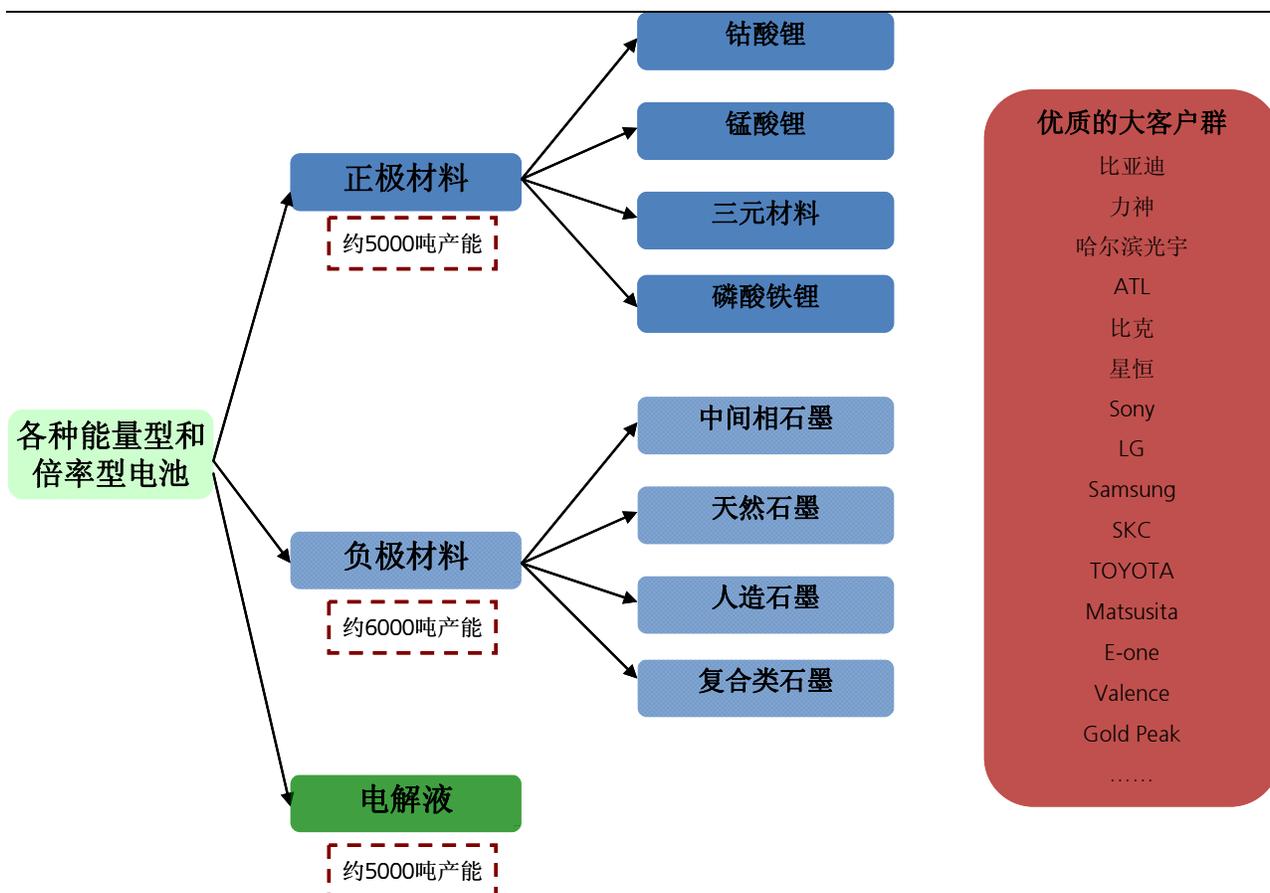


数据来源：瑞银证券估算

公司电池材料产品线横向扩张，包括各种正极材料、负极材料和电解液，以满足不同下游客户的需求。公司完整的产品解决方案可以满足各种能量型/倍率型的圆柱/方形电池的需求，下游应用涵盖小型消费锂电和动力锂电池。公司目前产能正极材料约5000吨、负极材料约6000吨、电解液约5000吨，是国内规模最大的锂电综合材料提供商。

公司是国内规模最大的锂电综合材料提供商

图14:公司产品线涵盖各种正极材料、负极材料和电解液,拥有广泛的优质客户群



数据来源: 公司资料

在横向一体化的同时, 公司还大力进行垂直产业链整合。由于上游原材料在成本中占比较高, 且考虑到资源的价值将会随着需求高速启动而越发凸显, 公司积极寻求并购上游资源的机会, 并借金融危机的契机达成了收购澳大利亚镍钴矿的框架合作协议。另外, 近期公司还与上海航天技术有限公司成立合资成立了宁波航天杉杉电动汽车技术发展有限公司, 经营范围包括电动汽车动力电池和控制系统。

短期来看: 我们预计丰富产品线将产生明显协同效应, 充分受益于锂电需求的高速增长, 并减小发展初期技术路径不定的风险

目前在小容量动力电池领域锂电池对铅酸电池的替代已经拉开大幕, 将对锂电池的需求产生明显拉动效应, 我们认为锂电材料供应商受益于这一替代效应。另据《中国汽车工业年鉴》的统计, 全国10家主要动力锂电池生产厂家的锂电池产能从2009年的0.95GW快速扩大到2010年的3.93GW, 超过300%的增幅反映出锂电池产能的加速扩张, 我们认为加速扩张的锂电池厂商对能够提供成套方案的锂电材料综合解决方案提供商有着迫切的需求。

表5:主要动力锂电池厂商的产能加速扩张

企业名称	2009年产能 (GWH)	2010年产能 (GWH)	投资情况(亿 元)
比亚迪	0.112	1	10
天津力神	0.07	1	17
深圳比克	0.06	0.3	8
哈尔滨光宇	0.02	0.4	5.6
万向电动汽车	0.128	0.128	4
中信国安盟固利新能源	0.333	0.333	5
苏州星恒	0.133	0.37	2.5
天空能源(洛阳)	0.096	0.19	1.5
天津捷威		0.16	3.5
上海航天技术研究院811所		0.048	0.09
合计	0.952	3.929	57.19

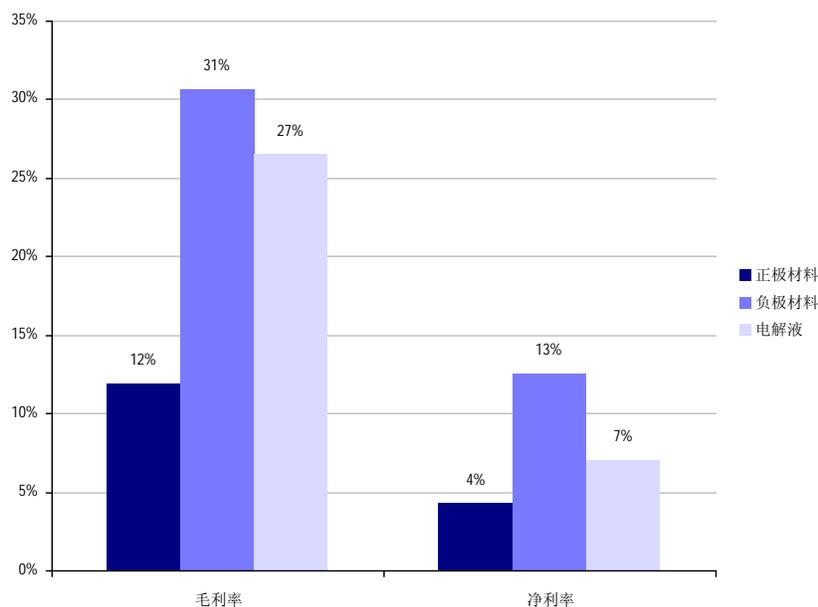
数据来源:《中国汽车工业年鉴》

我们认为在关键锂电材料中,负极和电解液的国产化率较高,将率先受益于行业景气,公司相关的负极材料和电解液产品也有望获得高速增长。目前公司电解液3000吨扩产工程已经完工,并大手笔投入5.5亿元于负极材料项目。

我们认为,公司提供完整解决方案的经营模式将在各种材料之间形成协同效应,搭配出最优的、最符合客户个性化需求的产品。我们认为,在公司的产品线中负极材料的技术最为领先,其利润率最高;相对来说正极材料的利润率偏低,但我们看好公司牵手技术先进的日本户田后对其正极材料技术的提升。

公司的产品线非常丰富,覆盖了各种正极材料、负极材料和电解液,我们认为这将有效规避作为新兴产业的锂电在产业发展初期面临的技术不确定性。

图15:公司负极材料、电解液利润率高于正极材料



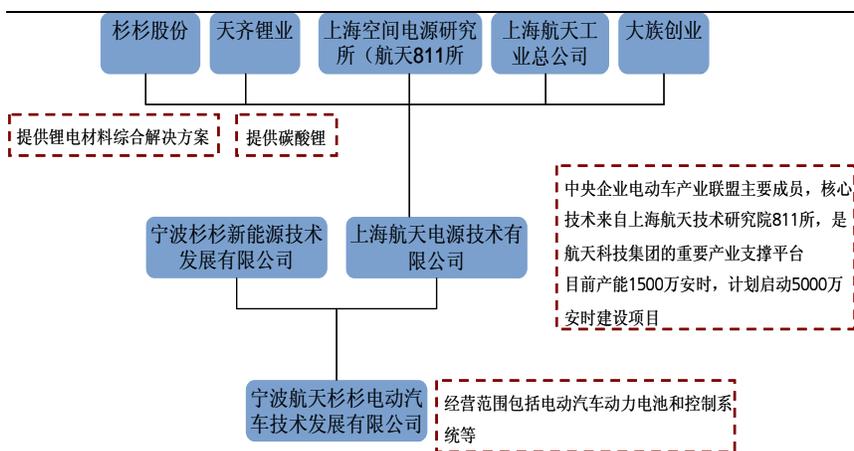
数据来源：公司资料。根据数据可得性，毛利率由10年中报，净利率由10年年报数据计算

长期来看：解决方案提供商的角色将有助于公司的技术积淀和产业链渗透，迅速感知并把握市场和技术变动带来的机会

我们认为，公司通过提供解决方案，和客户深入技术合作的方式，能够亲身体会各种技术的优缺点，并在一定程度上掌握其技术工艺诀窍。当市场的需求发生变化时，或某一种技术路径体现出其明显优势时，公司能够以最快的速度进行战略调整，抓住其中的市场机会。

我们认为公司未来会继续加强其横向、纵向一体化，通过和产业链上领先企业的合作深度渗透产业链，打造其锂电全产业链优势。

图16:广泛合作有助于对产业链的深度渗透

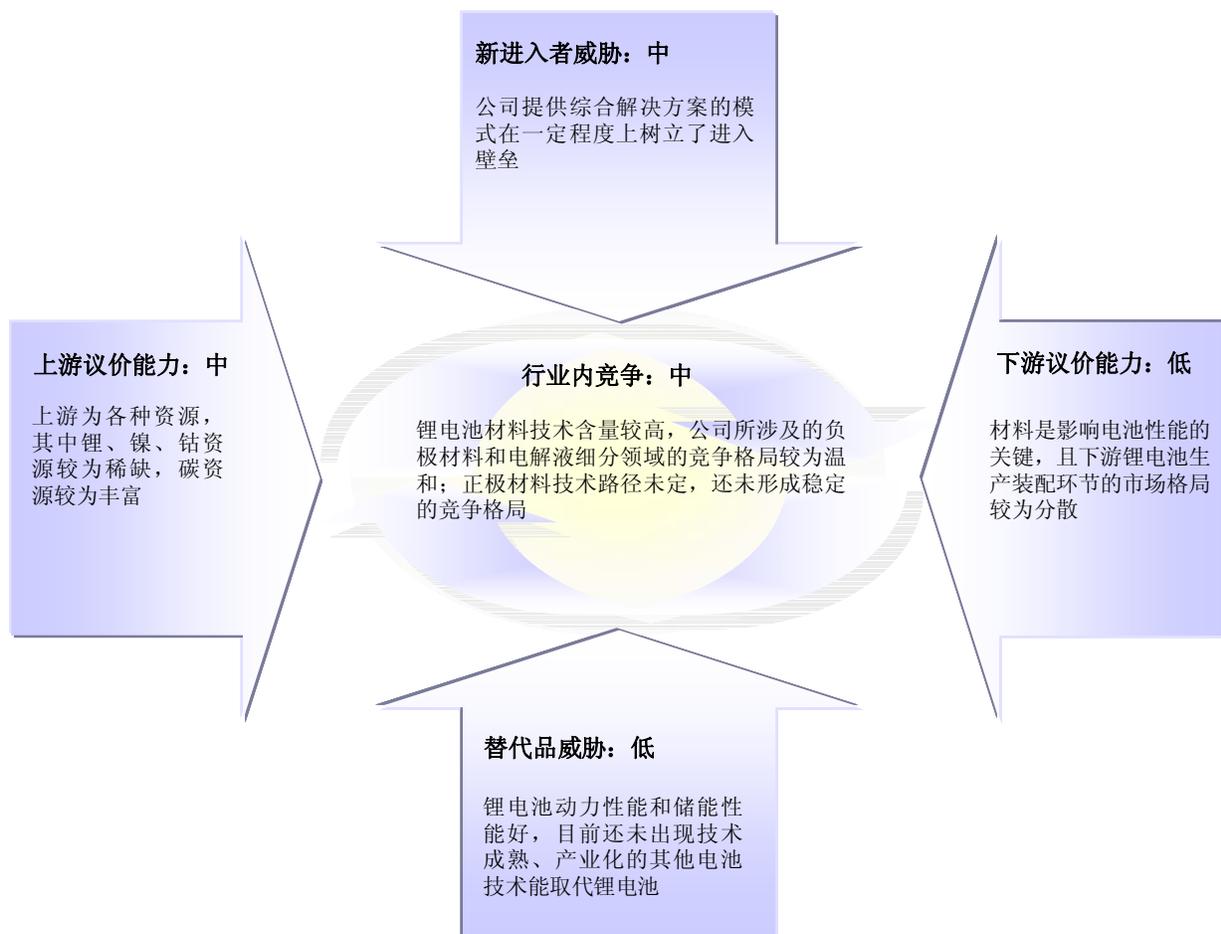


数据来源：公司资料

竞争分析

行业竞争力评估

图17：波特五力分析



数据来源：迈克·波特，瑞银证券估算

竞争优势

(1) 模式优势

公司定位于锂电材料综合解决方案的提供者。借助横向、纵向一体化深入渗透产业链，为锂电池厂商提供全套综合解决方案。我们认为这种模式将有助于公司各项产品形成明显的协同效应，规避技术路径不确定带来的风险，充分受益于锂电产业的景气上升。我们看好未来公司继续深入横纵一体化，抓住市场、技术变化带来的产业机会。

(2) 客户资源优势

经过十多年的发展，公司已经积累下大量的客户资源，产品供给比亚迪、力神、哈尔滨光宇、ATL、比克、星恒、Sony、LG、Samsung、SKC、

TOYOTA、Matsusita、E-one、Valence、Gold Peak等诸多优质客户，在客户群体中具有一定的品牌优势。

（3）技术优势

公司从1999年进入负极材料领域，经过多年钻研，在负极材料领域形成了较为深厚的技术积累，产品线全面覆盖中间相、人造石墨、天然石墨和复合石墨。

（4）规模优势

目前公司的正极材料产能约5000吨、负极材料产能约6000吨、电解液产能约5000吨，均位于同行业企业前列，是国内最大的综合锂电材料提供商。

管理层策略

（1）战略重心向锂电产业转移

公司是国内服装的龙头企业之一，但目前服装业务的增速趋缓，对利润的贡献也远小于锂电产业。公司将战略重心偏向面向未来的新兴产业——锂电，并调动各项内部资源支持锂电业务的发展。

（2）打造锂电材料综合解决方案供应商

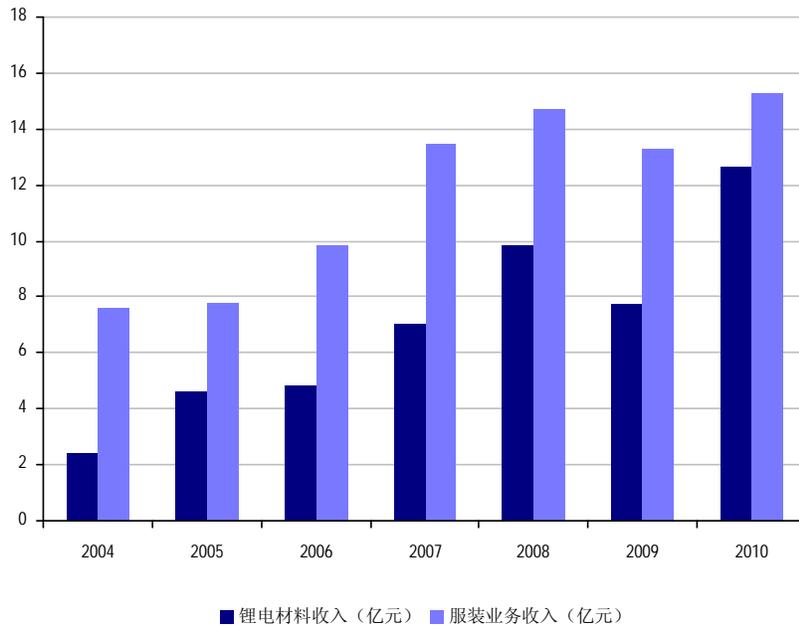
与其它锂电材料供应商不同，公司通过横向一体化覆盖了正极材料、负极材料、电解液等多项关键锂电材料，并积极展开垂直产业链整合。我们认为公司未来将继续深化其横向、纵向一体化，为客户提供更为全面的综合解决方案。

财务分析

财务状况

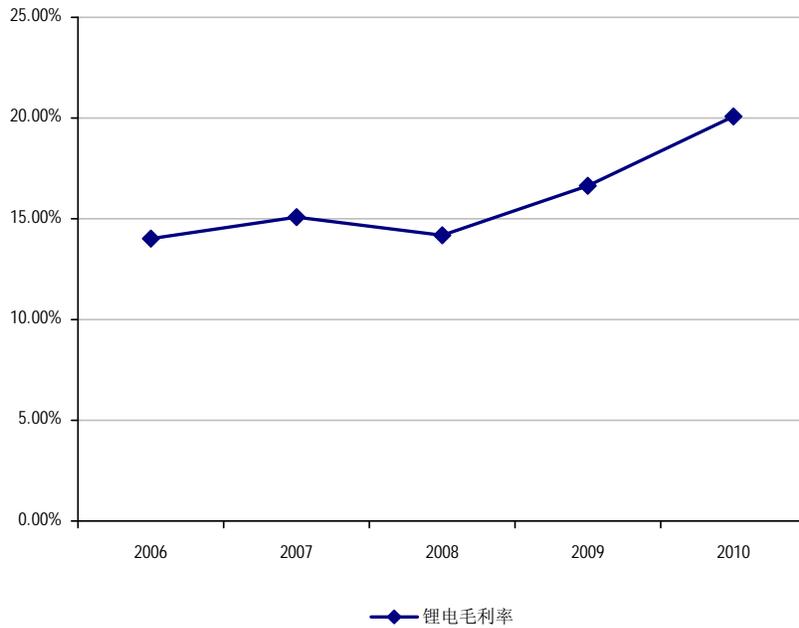
公司锂电业务成长性良好，2004-2010年收入年均复合增长率达32%，远高于服装业务12%的增长率。目前锂电业务已是公司净利润的最大贡献者，2010年公司锂电业务贡献8630万元净利润，占总净利润的71%，同期服装业务仅贡献4266万元净利润。2006-2010年公司锂电业务毛利率也呈现上升势头。

图18:公司锂电业务成长性明显好于服装业务



数据来源: Wind

图19公司2006-2010年锂电业务毛利率水平



数据来源: Wind

公司背景

杉杉股份于1996年在上交所上市，早期专注于服装设计及生产，近年来随着公司产业结构持续优化，主营业务范围扩展至锂电池材料和投资领域，2010年公司的锂电材料业务在净利润中的占比达到**71%**。公司是目前国内最大的锂离子电池综合材料供应商，产品种类覆盖正、负极材料和电解液，并拟通过合资、参股等方式持续推行锂电产业纵向发展战略。公司2010年收入达**28.41**亿元，净利润达**1.21**亿元。

杉杉股份

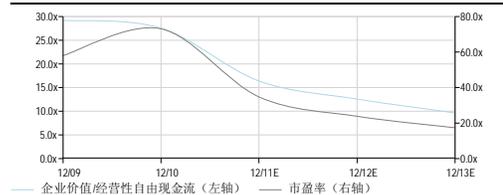
损益表 (Rmb 百万)	-	-	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业收入	-	-	2,491	2,132	2,841	3,048	7.3	3,883	27.4	4,979	28.2
营业费用 (不含折旧)	-	-	(2,371)	(1,991)	(2,571)	(2,732)	6.3	(3,475)	27.2	(4,460)	28.3
息税折旧摊销前利润 (UBS)	-	-	121	141	270	316	17.3	409	29.2	519	27.1
折旧	-	-	(26)	(85)	(104)	(106)	1.8	(115)	8.3	(124)	8.0
营业利润 (息税前利润, UBS)	-	-	95	57	166	210	27.1	294	39.7	396	34.6
其他盈利和联营公司盈利	-	-	146	121	75	80	6.9	82	2.5	84	2.7
净利息	-	-	(77)	(50)	(88)	(71)	-19.3	(56)	-21.0	(41)	-27.3
非正常项目 (税前)	-	-	0	0	6	0	-	0	-	0	-
税前利润	-	-	164	127	158	219	38.5	319	45.9	439	37.3
税项	-	-	(19)	(23)	(37)	(44)	19.2	(64)	45.9	(88)	37.3
税后利润	-	-	145	105	121	175	44.3	255	45.9	351	37.3
非正常项目 (税后)	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	-	-	(49)	(9)	(1)	(1)	44.3	(1)	45.9	(2)	37.3
净利润 (本地会计准则)	-	-	96	95	121	174	44.3	254	45.9	349	37.3
净利润 (UBS)	-	-	96	95	114	174	52.2	254	45.9	349	37.3
税率 (%)	-	-	11	18	23	20	-13.9	20	0.0	20	0.0
不计非正常项目前税率 (%)	-	-	11	18	27	20	-24.9	20	0.0	20	0.0
每股 (Rmb)	-	-	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
每股收益 (本地会计准则)	-	-	0.23	0.23	0.29	0.42	44.3	0.62	45.9	0.85	37.3
每股收益 (UBS)	-	-	0.23	0.23	0.28	0.42	52.2	0.62	45.9	0.85	37.3
每股股息净值	-	-	0.00	0.06	0.10	0.00	-	0.06	-	0.09	45.9
每股现金收益	-	-	0.30	0.44	0.53	0.68	28.2	0.90	31.7	1.15	28.2
每股账面净值	-	-	3.87	8.49	7.98	8.41	5.4	8.97	6.6	9.72	8.4
资产负债表 (Rmb 百万)	-	-	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
有形固定资产净值	-	-	1,150	903	1,150	1,240	7.8	1,329	7.2	1,429	7.6
无形固定资产净值	-	-	151	165	194	188	-2.9	183	-2.4	180	-1.7
净营运资本 (包括其他资产)	-	-	633	581	697	831	19.1	949	14.3	1,032	8.7
其他负债	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运营投入资本	-	-	1,934	1,649	2,041	2,259	10.7	2,461	9.0	2,641	7.3
投资	-	-	358	3,152	3,028	3,028	0.0	3,028	0.0	3,028	0.0
运用资本总额	-	-	2,292	4,801	5,069	5,286	4.3	5,489	3.8	5,669	3.3
股东权益	-	-	1,589	3,488	3,279	3,456	5.4	3,684	6.6	3,995	8.4
少数股东权益	-	-	452	351	352	353	0.2	355	0.4	356	0.5
总股东权益	-	-	2,041	3,840	3,631	3,810	4.9	4,039	6.0	4,352	7.7
净债务 / (现金)	-	-	228	333	885	924	4.4	898	-2.9	765	-14.8
其他视同债务的减值准备	-	-	23	629	552	552	0.0	552	0.0	552	0.0
运用资本总额	-	-	2,292	4,801	5,069	5,286	4.3	5,489	3.8	5,669	3.3
现金流量表 (Rmb 百万)	-	-	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	-	-	95	57	166	210	27.1	294	39.7	396	34.6
折旧	-	-	26	85	104	106	1.8	115	8.3	124	8.0
营运资本变动净值	-	-	(112)	(79)	(190)	(136)	-28.8	(129)	-4.9	(96)	-26.0
其他 (经营性)	-	-	200	120	123	93	-23.8	89	-5.1	78	-12.4
经营性现金流 (税前/息前)	-	-	208	182	202	274	35.8	368	34.3	501	36.2
收到 / (支付) 利息净值	-	-	(77)	(50)	(88)	(71)	-19.3	(56)	-21.0	(41)	-27.3
已付股息	-	-	0	(25)	(41)	0	-	(26)	-	(38)	45.90
已缴付税项	-	-	(19)	(23)	(37)	(44)	19.2	(64)	45.9	(88)	37.3
资本支出	-	-	(84)	(153)	(755)	(190)	-74.8	(199)	4.7	(221)	11.1
并购/处置净值	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	-	-	-	(161)	226	68	-70.1	84	24.5	101	20.3
股份发行	-	-	919	1,830	(289)	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	-	-	1,107	1,489	(863)	(42)	-95.1	27	-	133	398.2
外汇/非现金项目	-	-	-	(1,594)	310	3	-98.9	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	-	-	-	(105)	(552)	(39)	-92.9	27	-	133	398.2
核心息税折旧摊销前利润	-	-	121	141	270	316	17.3	409	29.2	519	27.1
维护资本支出	-	-	(5)	(17)	(21)	(21)	1.8	(23)	8.3	(25)	8.0
维护营运资本净支出	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	-	-	115	124	249	295	18.6	386	30.7	495	28.2

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。

公司概况

杉杉股份于1996年在上交所上市，早期专注于服装设计及生产，近年来随着公司产业结构持续优化，主营业务范围扩展至锂电池材料和投资领域，2010年公司的锂电材料业务在净利润中的占比达到71%。公司是目前国内最大的锂离子电池综合材料供应商，产品种类覆盖正、负极材料和电解液，并拟通过合资、参股等方式持续推行锂电产业纵向发展战略。公司2010年收入达28.41亿元，净利润达1.21亿元。

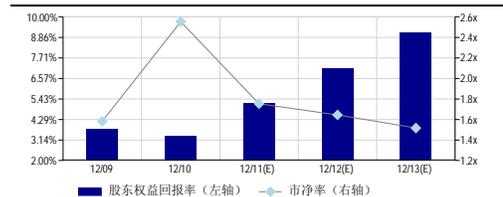
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



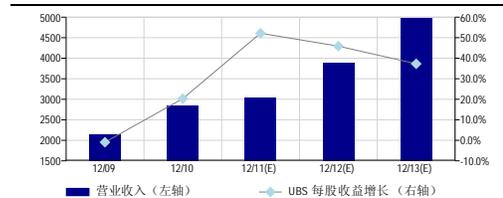
盈利能力



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)	-	58.0	69.3	35.7	24.5	17.8
市盈率 (UBS)	-	58.0	73.1	35.7	24.5	17.8
股价/每股现金收益	-	30.7	38.3	22.2	16.9	13.2
净股息收益率 (%)	-	0.4	0.5	0.0	0.4	0.6
市净率	-	1.6	2.6	1.8	1.7	1.6
企业价值/营业收入 (核心)	-	1.7	2.4	1.6	1.3	1.0
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	25.7	25.4	15.8	12.3	9.5
企业价值/息税前利润 (核心)	-	NM	NM	23.8	17.0	12.5
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	29.2	27.6	17.0	13.0	10.0
企业价值/运营投入资本	-	2.0	3.7	2.3	2.1	1.9

企业价值 (Rmb 百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
平均市值	5,520	8,372	6,220	6,220	6,220
+ 少数股东权益	351	352	353	355	356
+ 平均净债务 (现金)	280	609	905	911	831
+ 养老金义务及其他	629	552	552	552	552
- 非核心资产价值	(3,152)	(3,028)	(3,028)	(3,028)	(3,028)
核心企业价值	3,628	6,859	5,003	5,011	4,933

增长率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	-	-14.4	33.2	7.3	27.4	28.2
息税折旧摊销前利润 (UBS)	-	17.1	91.1	17.3	29.2	27.1
息税前利润 (UBS)	-	-40.3	192.7	27.1	39.7	34.6
每股收益 (UBS)	-	-0.9	20.3	52.2	45.9	37.3
每股现金收益	-	47.6	21.6	28.2	31.7	28.2
每股股息净值	-	-	66.7	-	-	45.9
每股账面净值	-	119.5	-6.0	5.4	6.6	8.4

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	-	6.6	9.5	10.4	10.5	10.4
息税前利润/营业收入	-	2.7	5.8	6.9	7.6	7.9
净利润 (UBS) /营业收入	-	4.5	4.0	5.7	6.5	7.0

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)	-	3.2	9.0	9.8	12.5	15.5
税后投资资本回报率	-	2.6	6.6	7.8	10.0	12.4
净股东权益回报率	-	3.7	3.4	5.2	7.1	9.1

偿付比率	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润/净利息	-	2.8	2.5	3.8	6.3	11.1
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	3.9	2.8	-	9.7	9.2
股息支付率 (%，UBS 每股收益)	-	25.9	35.9	-	10.3	10.9
净债务/息税折旧摊销前利润	-	2.4	3.3	2.9	2.2	1.5

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	-	1.2	1.5	1.4	1.6	2.0
营业收入/固定资产	-	1.8	2.4	2.2	2.6	3.2
营业收入/净营运资本	-	3.7	4.7	4.2	4.6	5.3

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	-	2.2	1.5	1.4	1.3	1.3
资本支出/营业收入 (%)	-	7.2	26.6	6.2	5.1	4.4
资本支出/折旧	-	1.8	7.3	1.8	1.7	1.8

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
净债务/总权益	-	9.5	27.0	26.7	24.4	19.1
净债务/ (净债务 + 权益)	-	8.7	21.3	21.1	19.6	16.1
净债务 (核心) / 企业价值	-	7.7	8.9	18.1	18.2	16.9

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2011年10月25日16时09分的股价 (Rmb15.14) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

牟其峙

分析师

S1460511010002

monica.mou@ubssecurities.com

+86-213-866 8954

■ 杉杉股份

杉杉股份于1996年在上交所上市，早期专注于服装设计及生产，近年来随着公司产业结构持续优化，主营业务范围扩展至锂电池材料和投资领域，2010年公司的锂电材料业务在净利润中的占比达到71%。公司是目前国内最大的锂离子电池综合材料供应商，产品种类覆盖正、负极材料和电解液，并拟通过合资、参股等方式持续推行锂电产业纵向发展战略。公司2010年收入达28.41亿元，净利润达1.21亿元。

■ 风险声明

我们认为，行业和公司面临的风险包括：（1）动力锂电池后续需求高速启动的不确定性；（2）动力锂电池技术路径和技术升级的不确定性；（3）澳大利亚镍钴矿后续进展的不确定性。

■ 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。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 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	59%	35%
中性	持有/中性	35%	33%
卖出	卖出	6%	14%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	0%
卖出	卖出	低于1%	20%

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09月30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: 牟其峥。

涉及报告中提及的公司的披露

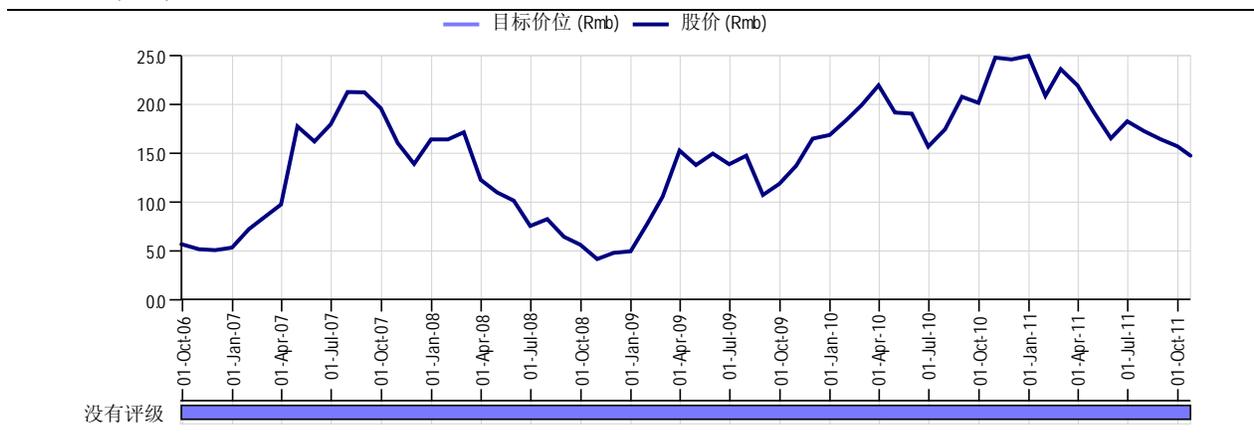
公司名称	路透	12个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
杉杉股份	600884.SS	未予评级	不适用	Rmb14.75	2011年10月24日

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, 请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

杉杉股份 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2011年10月24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,而您有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很高的风险,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和遭致的损失或损害负责。

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长仓或沽空,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可以在该等价格成交。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 提供符合资格的交易对手或专业客户,且仅能提供给此类人员。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 受德国联邦金融管理局(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管理委员会(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。UBS Financial Services Inc. 分发。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级管理人员名单。**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 为本报告的作者,出版人及发布者。**澳大利亚:** 由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号:231087) 和 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号: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 2011 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。



9月份天然气表观需求同比增18%

■ 9月份表观需求同比增18%

根据路透、CEIC和中国海关数据，我们估算中国9月份天然气表观需求量同比增长18%、环比增长0.4%，达到107亿立方米。这意味着增速较8月份14%的同比增幅有所加快。2011年9月中国天然气进口量占表观需求总量的26%，而2010年9月为19%。

■ 天然气进口增长

中国从5个不同地区进口了109万吨LNG（约14.9亿立方米），其中四大合同供应国（澳大利亚、印尼、马来西亚和卡塔尔）在LNG进口总量中的占比达83%。进口量同比增长11%，月环比增长3.4%。9月来自土库曼斯坦的天然气进口量环比增长18%达到13.5亿立方米。

■ 平均进口价格同比增长40%

中国9月天然气平均进口不含税价格为9.72美元/百万英热单位（2.2元/方）。进口均价同比增长40%，月环比增长4.5%。LNG平均进口价格为10.3美元/百万英热单位（2.3元/方），同比增长57%，月环比增长9.2%，而来自土库曼斯坦的平均进口价格为9.04美元/百万英热单位（2元/方），同比增长11%，月环比持平。

■ 加速增长前景：09-20年需求年复合增长率预期为14.5%

我们预计，2009-20年间中国的天然气需求将继续以14.5%的年复合增长率增长。由于重点行业（运输和电力）价格有不断上升趋势，我们预计天然气价格会继续上扬。

表1：中国月度天然气需求和价格

	11年1月	11年2月	11年3月	11年4月	11年5月	11年6月	11年7月	11年8月	11年9月
LNG均价	5.88	7.49	8.22	8.58	8.48	8.10	8.28	9.47	10.34
同比增长						30%	46%	52%	57%
月度环比增幅	-8.2%	27.3%	9.8%	4.3%	-1.2%	-4.4%	2.2%	14.4%	9.2%
天然气均价	6.52	7.95	8.22	8.25	8.30	8.11	8.20	9.31	9.72
同比增长						22%	32%	41%	40%
月度环比增幅	-6.7%	22.1%	3.4%	0.4%	0.6%	-2.3%	1.1%	13.5%	4.5%
中国天然气产量（十亿立方米）	9.75	8.86	8.85	8.00	8.08	8.16	8.37	8.08	7.87
进口总量（十亿立方米）	1.88	1.81	2.04	2.37	2.59	2.72	2.86	2.58	2.83
表观天然气需求	11.63	10.67	10.89	10.37	10.67	10.88	11.23	10.66	10.70
同比增长						30%	32%	14%	18%
月度环比增幅	7.1%	-8.3%	2.1%	-4.8%	2.9%	2.0%	3.2%	-5.1%	0.4%
进口占总需求的比例	16%	17%	19%	23%	24%	25%	25%	24%	26%

资料来源：CEIC，路透

2011年10月26日

www.ubssecurities.com

严蓓娜

分析师

S1460511080002

nina.yan@ubssecurities.com

+86-213-866 8884

特此鸣谢Peter Gastreich

(peter.gastreich@ubs.com)和陈景见

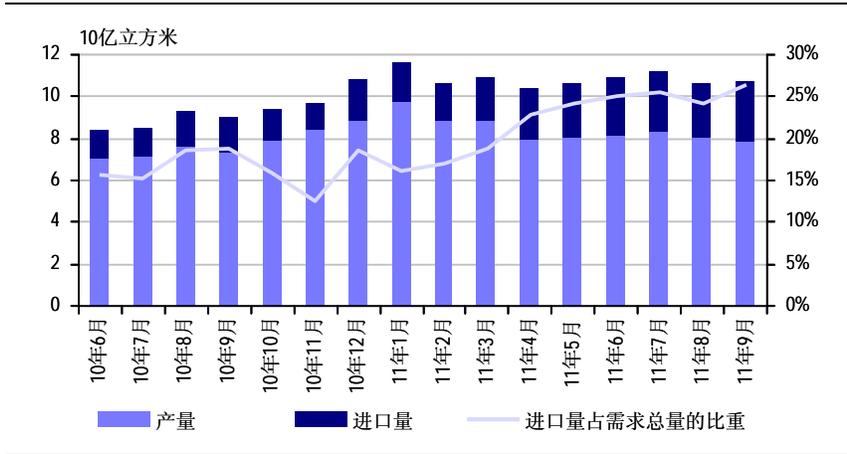
(Benson.Chen@ubs.com)对本报告的编

制提供信息

9月份天然气表观需求量同比增18%

根据路透、CEIC和中国海关数据，我们估算中国9月份天然气表观需求量同比增长18%、环比增长0.4%，达到107亿立方米。这意味增速较8月份14%的同比增幅有所加快。2011年9月中国天然气进口量占表观需求总量的26%，而2010年9月为19%。

图1：中国月度天然气需求量和价格（10亿立方米）

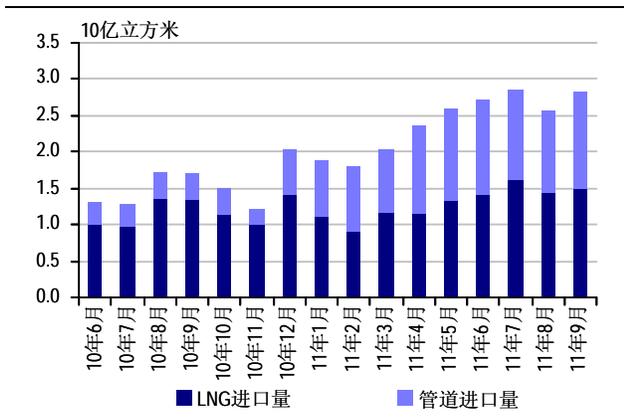


资料来源：CEIC，路透

天然气进口量增长

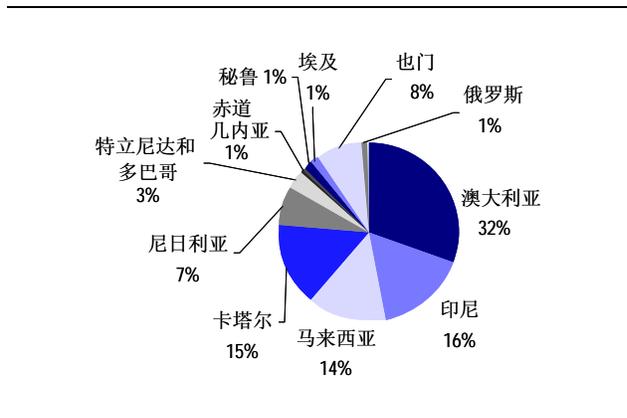
中国从5个不同地区进口了109万吨LNG（约14.9亿立方米），其中四大合同供应国（澳大利亚、印尼、马来西亚和卡塔尔）在中国LNG进口总量中的占比达83%。进口量同比增长11%，月环比增长3.4%。9月份来自土库曼斯坦的天然气进口量环比增长18%，达到13.5亿立方米。

图2：按来源划分的中国天然气进口量



资料来源：CEIC，路透

图3：本年迄今按国别中国天然气进口量



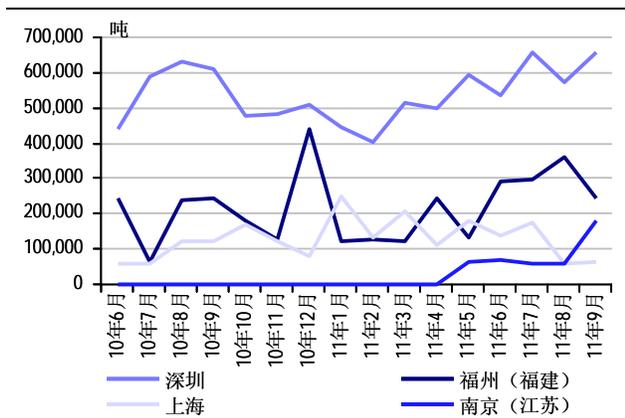
资料来源：CEIC，路透

本年迄今进口量通常反映中国的有效年运力（以本年启运时间作为权重）。但我们的确发现各码头之间存在差别。中海油在深圳、福州（福建省）和上海的码头开工率一直处于合理水平，而中石油的南京（江苏省）码头启运步伐似乎迟缓（参见图5）。

广东省LNG需求最为强劲

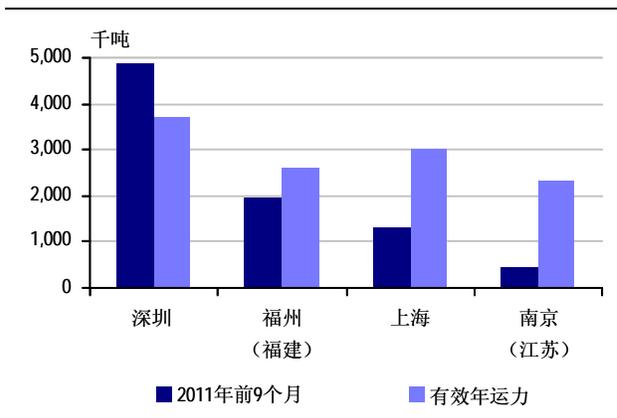
我们预计中石油新启运的江苏码头年底前都将维持低利用率，因为该码头仅进口少量现货。路透一份报道（2011年6月30日）显示，虽然QatarGas和中石油大约两年前即已就年产300万吨天然气项目合同签署一份谅解备忘录，但至今仍未获得国家发改委的批准来展开合同谈判。我们还注意到，中石油的大连码头可望于2011年11月初投运。

图4：按港口划分的中国LNG进口量（吨）



资料来源：路透

图5：本年迄今按港口划分的中国LNG进口量对比运力



资料来源：路透

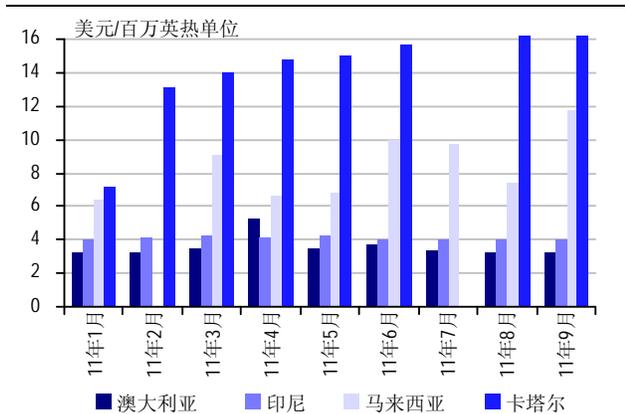
进口价格同比提高 40%

中国9月份天然气平均进口价格为9.72美元/百万英热单位（不含增值税，折合2.2元/方），同比提高40%，环比提高4.5%。LNG平均进口价格为10.3美元/百万英热单位（2.2元/方），同比增长57%，环比增长9.2%，而来自土库曼斯坦的平均进口价格为9.04美元/百万英热单位（2元/方），同比增长11%，环比持平。

除了来自澳大利亚和印尼的廉价合同外，主要是大鹏等08年之前签订的合同；中国目前也从卡塔尔和尼日利亚进口昂贵的长协合同（11-17美元/百万英热单位），从而拉高了LNG平均进口价格。9月份从卡塔尔进口的LNG平均价格创下19美元/百万英热单位（4.3元/方）的历史新高。

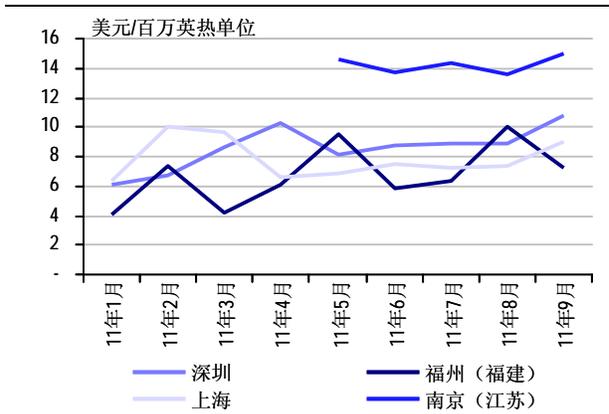
中石油已开始通过新启运的江苏LNG码头，转而从尼日利亚而非卡塔尔进口LNG。中石油进口的天然气价格仍维持于15.03美元/百万英热单位（3.4元/方）的高位。但如上所述，今年的进口量一直较低。

图6: 按来源划分的中国LNG价格 (美元/百万英热单位) (不含增值税)



资料来源: CEIC, 路透; 注: 价格为到岸价

图7: 按港口划分的中国LNG价格 (美元/百万英热单位) (不含增值税)

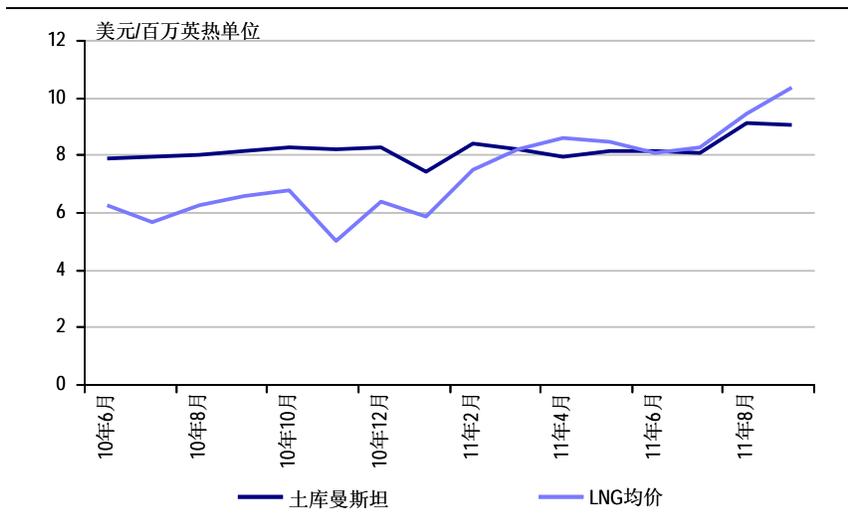


资料来源: 路透; 注: 价格为到岸价

进口LNG相比于从中亚进口天然气来说是更为便宜的选择, 因为较低的井口价意味着较低的进口价。此外, 通过西气东输管道将土库曼天然气输送至沿海地区的运输成本 (3.5美元/百万英热单位, 0.8元/方) 比进口液化天然气约1.5美元/百万英热单位 (0.34元/方) 的再气化费用高。

但是, 新的LNG长协和现货合同的价格都明显高于四五年前达成的价格水平。LNG平均进口价格从而被迅速抬高。

图8: 土库曼天然气进口价格相对于LNG进口价格 (不含增值税)



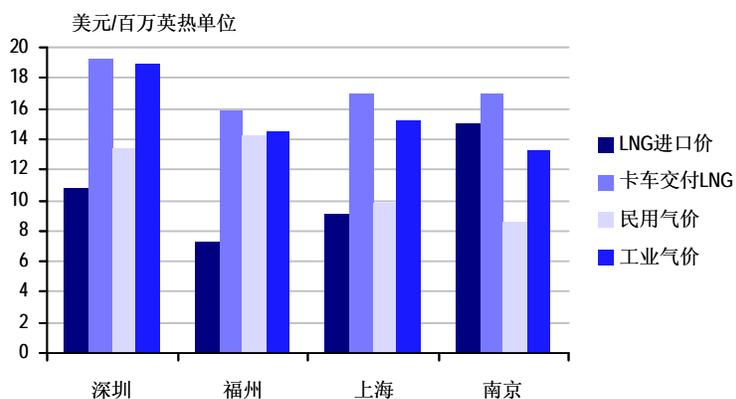
资料来源: CEIC, 路透

在下面图9所示, 我们认为, 相比于深圳、福州 (福建省) 和上海的LNG进口价格, 工业用气体价格有一个合理的价差, 而民用天然气价格仅在深圳和福州 (福建省) 有合理的价差。

这是因为, 供应这三个码头的澳大利亚 (西北大陆架)、印尼 (Tanguh) 和马来西亚天然气当前合同价都相对较低。同时, 价差表明这些地区可能有意愿以较高的价格吸纳进口天然气, 特别是深圳 (广东省)。

在南京，LNG进口价格相比于终端使用价格来看较高。我们认为，这可能是中石油为什么不急于进口的另一个关键原因。

图9：按渠道和终端用户划分的地区天然气价格



资料来源：国家发改委，CEIC，瑞银估算

■ 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石化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，公司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。

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 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	59%	35%
中性	持有/中性	35%	33%
卖出	卖出	6%	14%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	0%
卖出	卖出	低于1%	20%

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09月30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。

除非特别指出, 请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

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,而您有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很高的风险,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和造成的损失或损害负责。

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长仓或沽空,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可以在该等价格成交。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 提供符合资格的交易对手或专业客户,且仅能提供给此类人员。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。UBS Financial Services Inc. 分发。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级管理人员名单。**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 为本报告的作者,出版人及发布者。**澳大利亚:** 由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号:231087) 和 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号: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 Box 45, 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 2011 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。



UBS Investment Research

快评: 海螺水泥A

3季度业绩基本符合预期

■ 第3季度盈利同比增长125%

海螺11年第3季度营业收入为127亿元, 同比增长49%, 净利润为30.6亿元, 同比增长125%但季度环比下降19%。11年前3季度每股收益为1.71元, 基本符合我们1.74元的预期。

■ 经营依然稳健

11年第3季度销量约为3,980万吨, 季度环比下降约3%, 同比增长9%。但由于水泥价格走弱, 海螺11年3季度吨毛利由二季度的139元降至125元, 但大大高于10年3季度67元的水平。

■ 11年4季度前景展望

我们认为, 海螺的经营仍然稳健, 由于最近日销量和水泥价格均有复苏, 我们预计海螺11年第4季度盈利可能会好于3季度。我们认为, 海螺11年第4季度吨毛利可能会回升至接近130元。

■ 估值: 依然看好海螺水泥, 维持“买入”评级和40.5元目标价

我们仍看好海螺, 认为在12个月的期间内, 该股被低估。我们重申“买入”评级及40.50元的目标价, 我们基于13.5倍(历史均值)的2012年预期市盈率推导出我们的目标价, 并交叉参考瑞银的VCAM估值模型。

重要数据 (Rmb百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	24,998	34,508	48,883	59,652	70,790
息税前利润 (UBS)	4,601	8,097	17,450	21,640	26,530
净利润 (UBS)	3,529	6,171	12,922	15,886	19,243
每股收益 (UBS, Rmb)	0.67	1.16	2.44	3.00	3.63
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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 (%)	19.4	23.5	35.7	36.3	37.5
ROIC (EBIT) %	17.0	20.0	36.7	41.2	44.7
EV/EBITDA (core) x	-	8.2	5.7	4.3	3.2
市盈率 (UBS) (x)	16.7	12.3	7.9	6.4	5.3
净股息收益率 (%)	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0

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2011年10月25日23时54分的股价 (Rmb19.15) 得出;

密叶舟

分析师

S1460511010021

mick.mi@ubssecurities.com

+86-213-866 8863

全球证券研究报告

中国

建筑材料业

12个月评级

买入
保持不变

12个月目标价

Rmb40.50/US\$6.35
保持不变

股价

Rmb19.15/US\$3.00

路透代码: 600585.SS 彭博代码600585 CH

2011年10月26日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb28.72-14.56/US\$4.44-2.19

市值 Rmb101十亿/US\$15.9十亿

已发行股本 5,299百万 (ORDA)

流通股比例 44%

日均成交量 (千股) 31,927

日均成交额(Rmb 百万) Rmb664.9

资产负债表数据 12/11E

股东权益 Rmb36.1十亿

市净率 (UBS) 2.8x

净现金 (债务) (Rmb11.9十亿)

预测回报率

预测股价涨幅 +111.5%

预测股息收益率 0.0%

预测股票回报率 +111.5%

市场回报率假设 9.0%

预测超额回报率 +102.5%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/11E		12/10	12/10 实际
	从	到市场预测		
Q1	-	0.42	0.46	0.15
Q2	-	0.71	0.71	0.19
Q3	-	0.58	0.61	0.26
Q4E	-	0.73	0.70	0.57
12/11E	-	2.44	2.44	
12/12E	-	3.00	3.00	

股价表现 (Rmb)



资料来源: UBS

www.ubssecurities.com

本报告由瑞银证券有限责任公司编制

分析师声明及要求披露的项目从第5页开始

UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

2011/10/26 08:09

海螺水泥 A

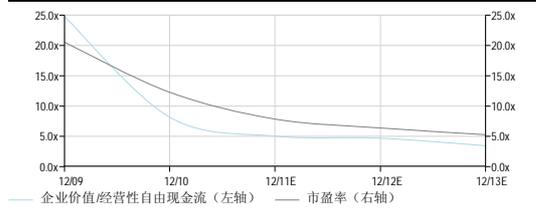
损益表 (Rmb 百万)	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业收入	16,096	18,776	24,228	24,998	34,508	48,883	41.7	59,652	22.0	70,790	18.7
营业费用 (不含折旧)	(11,842)	(13,916)	(19,277)	(18,784)	(24,409)	(28,889)	18.4	(34,982)	21.1	(40,804)	16.6
息税折旧摊销前利润 (UBS)	4,254	4,860	4,951	6,214	10,100	19,994	98.0	24,670	23.4	29,986	21.6
折旧	(948)	(1,083)	(1,398)	(1,613)	(2,003)	(2,544)	27.0	(3,029)	19.1	(3,456)	14.1
营业利润 (息税前利润, UBS)	3,306	3,778	3,553	4,601	8,097	17,450	115.5	21,640	24.0	26,530	22.6
其他盈利和联营公司盈利	(279)	314	315	232	462	301	-34.9	271	-10.2	218	-19.6
净利息	(529)	(607)	(751)	(372)	(481)	(781)	62.4	(641)	-17.9	(296)	-53.9
非正常项目 (税前)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	2,498	3,485	3,117	4,461	8,078	16,970	110.1	21,270	25.3	26,451	24.4
税项	(693)	(781)	(566)	(815)	(1,724)	(3,649)	111.6	(4,892)	34.1	(6,613)	35.2
税后利润	1,805	2,704	2,551	3,646	6,354	13,322	109.6	16,378	22.9	19,839	21.1
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	(377)	(210)	(73)	(118)	(183)	(400)	118.5	(491)	22.9	(595)	21.1
净利润 (本地会计准则)	1,428	2,494	2,478	3,529	6,171	12,922	109.4	15,886	22.9	19,243	21.1
净利润 (UBS)	1,428	2,494	2,478	3,529	6,171	12,922	109.4	15,886	22.9	19,243	21.1
税率 (%)	28	22	18	18	21	22	0.7	23	7.0	25	8.7
不计非正常项目税率 (%)	28	22	18	18	21	22	0.7	23	7.0	25	8.7
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)	0.57	0.80	0.74	0.67	1.16	2.44	109.4	3.00	22.9	3.63	21.1
每股收益 (UBS)	0.57	0.80	0.74	0.67	1.16	2.44	109.4	3.00	22.9	3.63	21.1
每股股息净值	0.45	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	-
每股现金收益	0.95	1.14	1.15	0.97	1.54	2.92	89.2	3.57	22.3	4.28	20.0
每股账面净值	1.96	2.36	5.28	6.12	6.61	6.81	3.1	9.50	39.5	12.70	33.6
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	14,982	18,860	22,435	25,609	32,752	40,402	23.4	45,613	12.9	49,946	9.5
无形固定资产净值	261	420	697	1,101	2,768	3,433	24.0	4,137	20.5	4,887	18.1
净营运资本 (包括其他资产)	2,827	5,527	5,906	8,456	11,301	5,917	-47.6	7,122	20.4	8,517	19.6
其他负债	(65)	(70)	(56)	(379)	(732)	(732)	0.0	(732)	0.0	(732)	0.0
运营投入资本	18,005	24,736	28,982	34,787	46,089	49,020	6.4	56,140	14.5	62,618	11.5
投资	163	163	323	481	1,028	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	18,168	24,899	29,305	35,269	47,117	49,020	4.0	56,140	14.5	62,618	11.5
股东权益	7,370	11,080	24,797	28,760	35,003	36,091	3.1	50,350	39.5	67,278	33.6
少数股东权益	1,500	468	472	543	629	1,028	63.6	1,520	47.8	2,115	39.2
总股东权益	8,870	11,548	25,268	29,303	35,632	37,119	4.2	51,869	39.7	69,392	33.8
净债务 / (现金)	9,298	13,351	4,037	5,966	11,485	11,901	3.6	4,271	-64.1	(6,774)	-
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	18,168	24,899	29,305	35,269	47,117	49,020	4.0	56,140	14.5	62,618	11.5
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)	3,306	3,778	3,553	4,601	8,097	17,450	115.5	21,640	24.0	26,530	22.6
折旧	948	1,083	1,398	1,613	2,003	2,544	27.0	3,029	19.1	3,456	14.1
营运资本变动净值	(39)	1,392	(553)	(1,766)	2,069	5,252	153.8	1,206	-77.0	1,395	15.7
其他 (经营性)	(1,957)	(3,712)	432	2,794	(10,926)	(22,379)	104.8	(21,624)	-3.4	(25,064)	15.9
经营性现金流 (税前/息前)	2,259	2,540	4,830	7,241	1,243	2,867	130.7	4,251	48.2	6,317	48.6
收到 / (支付) 利息净值	529	607	751	356	481	781	62.4	641	-17.9	296	-53.9
已付股息	(88)	(251)	0	(530)	(1,295)	(1,234)	-4.71	(2,584)	109.38	(3,177)	22.94
已缴付税项	(693)	(781)	(566)	(815)	(1,724)	(3,649)	111.6	(4,892)	34.1	(6,613)	35.2
资本支出	(3,386)	(5,735)	(5,153)	(8,002)	(9,267)	(10,000)	7.9	(8,000)	-20.0	(7,500)	-6.3
并购/处置净值	0	0	34	17	10	0	-	0	-	0	-
其他	(34)	(738)	(8,090)	(451)	(2,033)	211	-	214	1.5	377	76.1
股份发行	0	0	17,214	1	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	(1,413)	(4,358)	9,021	(2,181)	(12,585)	(11,024)	-12.4	(10,370)	-5.9	(10,300)	-0.7
外汇/非现金项目	526	305	294	252	7,066	10,608	50.1	18,000	69.7	21,346	18.6
资产负债表净债务增加/减少	(886)	(4,053)	9,315	(1,929)	(5,519)	(416)	-92.5	7,630	-	11,045	44.8
核心息税折旧摊销前利润	4,254	4,860	4,951	6,214	10,100	19,994	98.0	24,670	23.4	29,986	21.6
维护资本支出	(948)	(1,083)	(1,398)	(1,613)	(2,003)	(2,544)	27.0	(3,029)	19.1	(3,456)	14.1
维护营运资本净支出	(39)	1,392	(553)	(1,766)	2,069	5,252	153.8	1,206	-77.0	1,395	15.7
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	3,267	5,170	2,999	2,834	10,166	22,702	123.3	22,846	0.6	27,925	22.2

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。

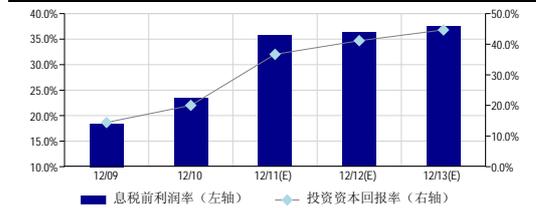
公司概况

海螺水泥是国内最大的水泥生产企业，截止 2007 年底，拥有大约 7000 万吨熟料生产能力。其主要市场包括安徽、浙江、江苏、江西、广东等省。海螺水泥的母公司海螺水泥集团持有其 41.2% 的股份。

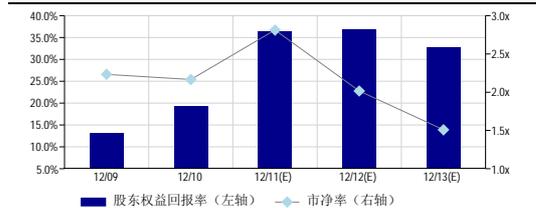
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



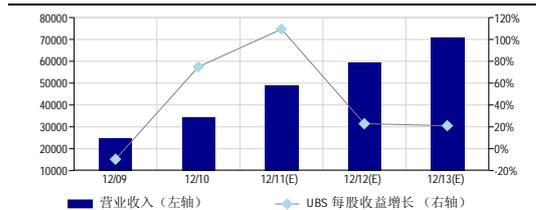
盈利能力



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)	16.7	20.5	12.3	7.9	6.4	5.3
市盈率 (UBS)	16.7	20.5	12.3	7.9	6.4	5.3
股价/每股现金收益	11.3	14.1	9.3	6.6	5.4	4.5
净股息收益率 (%)	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率	3.4	2.2	2.2	2.8	2.0	1.5
企业价值/营业收入 (核心)	-	2.8	2.4	2.3	1.8	1.4
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	11.3	8.2	5.7	4.3	3.2
企业价值/息税前利润 (核心)	-	15.3	10.3	6.6	5.0	3.6
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	24.8	8.2	5.0	4.7	3.5
企业价值/运营投入资本	-	2.2	2.1	2.4	2.0	1.6

企业价值 (Rmb 百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
平均市值	64,241	72,111	101,482	101,482	101,482
+ 少数股东权益	543	629	1,028	1,520	2,115
+ 平均净债务 (现金)	5,966	11,485	11,901	4,271	(6,774)
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(481)	(1,028)	0	0	0
核心企业价值	70,269	83,196	114,410	107,272	96,822

增长率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	21.0	3.2	38.0	41.7	22.0	18.7
息税折旧摊销前利润 (UBS)	24.1	25.5	62.5	98.0	23.4	21.6
息税前利润 (UBS)	25.1	29.5	76.0	115.5	24.0	22.6
每股收益 (UBS)	19.6	-9.5	74.9	109.4	22.9	21.1
每股现金收益	13.0	-15.7	59.0	89.2	22.3	20.0
每股股息净值	-	-	-	-	-	-
每股账面净值	35.6	16.0	7.9	3.1	39.5	33.6

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	25.4	24.9	29.3	40.9	41.4	42.4
息税前利润/营业收入	19.4	18.4	23.5	35.7	36.3	37.5
净利润 (UBS) /营业收入	12.9	14.1	17.9	26.4	26.6	27.2

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)	17.0	14.4	20.0	36.7	41.2	44.7
税后投资资本回报率	-	11.8	15.7	28.8	31.7	33.5
净股东权益回报率	19.1	13.2	19.4	36.4	36.8	32.7

偿付比率	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润/净利息	9.3	12.4	16.8	22.3	NM	NM
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	-	-	-	-	-
股息支付率 (%，UBS 每股收益)	-	-	-	-	-	-
净债务/息税折旧摊销前利润	1.5	1.0	1.1	0.6	0.2	NM

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	0.9	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
营业收入/固定资产	1.1	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4
营业收入/净营运资本	NM	NM	NM	14.9	9.1	9.1

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	1.0	0.6	1.3	1.3	1.1	1.1
资本支出/营业收入 (%)	26.6	NM	26.9	20.5	13.4	10.6
资本支出/折旧	4.5	5.0	4.6	3.9	2.6	2.2

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
净债务/总权益	41.2	20.7	32.8	33.0	8.5	(10.1)
净债务/(净债务 + 权益)	29.2	17.2	24.7	24.8	7.8	(11.2)
净债务 (核心) /企业价值	-	8.5	13.8	10.4	4.0	(7.0)

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 2011 年 10 月 25 日 23 时 54 分的股价 (Rmb19.15) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

密叶舟

分析师

S1460511010021

mick.mi@ubssecurities.com

+86-213-866 8863

■ 海螺水泥A

海螺水泥是国内最大的水泥生产企业，截止2007年底，拥有大约7000万吨熟料生产能力。其主要市场包括安徽、浙江、江苏、江西、广东等省。海螺水泥的母公司海螺水泥集团持有其41.2%的股份。

■ 风险声明

我们认为海螺水泥面临的主要下行风险包括：1) 较预期更为严厉的财政紧缩政策，对水泥需求带来负面影响；2) 对水泥新增产能控制不力。

■ 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。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 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	59%	35%
中性	持有/中性	35%	33%
卖出	卖出	6%	14%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	0%
卖出	卖出	低于1%	20%

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09月30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: 密叶舟。

涉及报告中提及的公司的披露

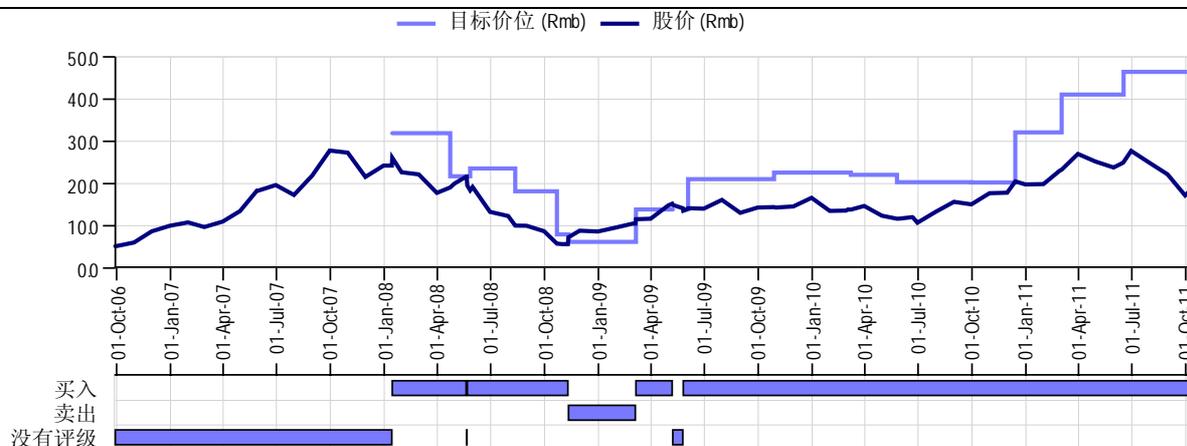
公司名称	路透	12个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
海螺水泥A	600585.SS	买入	不适用	Rmb19.15	2011年10月25日

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,请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

海螺水泥A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2011年10月25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很高的风险,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 2011 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。



盈利能力在恢复
■ 2011年前三季度净利润同比下降63%，三季度下降35%

前三季度收入和净利润261亿/2.78亿，收入与去年持平，净利润同比下降66%。其中三季度分别同比增长11%和下降35%，均较上半年有明显恢复。

■ 盈利能力在恢复

三季度毛利率和营业利润率分别较二季度有明显提升（毛利率从5.2%提升至6.2%；营业利润率从-4%提升至2.4%），我们认为来自：1）上游屠宰量随出栏数提高已恢复至正常水平，且产能利用率提高带来头净利提升；下游肉制品日出出货量也已基本恢复，且产品提价和结构调整使得吨利润持续提升。2）费用率恢复至去年同期水平，表明渠道重建已基本完成。

■ 盈利能力提升有望持续

上半年为了挽回消费者信心，公司在猪价大幅上涨时未提价。我们预计公司会在四季度通过提价和推出新品来提升毛利率，同时也会受益于年初成本下降。我们预计公司的毛利率和营业利润率在四季度和明年继续环比上升。

■ 估值：维持“买入”评级，目标价从122元下调至110元。

由于生猪成本高于我们先前的预期，我们对公司2011-13年EPS预测从1.72/3.51/4.64元下调至1.56/3.22/4.29元，目标价下调至110元，维持“买入”评级。我们认为随着盈利能力恢复以及扩产计划陆续达产，公司将在2012年跨入新的高增长阶段。我们的目标价推导基于现金流贴现法估值，并用瑞银VCAM工具具体预测影响长期估值的因素（我们假设WACC为9.1%）。

重要数据 (Rmb百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	28,290.68	36,677.47	34,724.17	53,361.58	64,849.97
息税前利润 (UBS)	1,244.00	1,494.84	2,567.83	5,189.20	6,726.19
净利润 (UBS)	910.66	1,089.28	1,864.81	3,859.95	5,140.12
每股收益 (UBS, Rmb)	1.50	1.80	1.56	3.22	4.29
每股股息净值 (UBS, Rmb)	1.15	0.50	0.86	0.90	1.19

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 (%)	4.1	4.1	7.4	9.7	10.4
ROIC (EBIT) %	64.4	79.0	122.5	221.4	252.8
EV/EBITDA (core) x	18.8	19.9	14.0	6.8	4.8
市盈率 (UBS) (x)	30.5	30.4	43.1	20.8	15.6
净股息收益率 (%)	2.3	0.9	1.3	1.3	1.8

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2011年10月24日23时55分的股价 (Rmb67.01) 得出。

赵琳
分析师
S1460511020005
lin.zhao@ubssecurities.com
+86-213-866 8903

董广阳
分析师
S1460511070001
guangyang.dong@ubssecurities.com
+86-213-866 8892

潘嘉怡
分析师
S1460511010017
erica-poon.werkun@ubssecurities.com
+86-213-866 8865

中国

食品加工业

12个月评级

买入
保持不变

12个月目标价

Rmb110.00/US\$17.25

之前: Rmb122.00/US\$19.14

股价

Rmb67.01/US\$10.51

路透代码: 000895.SZ 彭博代码000895 CH

2011年10月25日
交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb94.49-50.48/US\$14.18-7.54

市值 Rmb40.6十亿/US\$6.37十亿

已发行股本 606百万 (ORDA)

流通股比例 48%

日均成交量 (千股) 1,359

日均成交额(Rmb 百万) Rmb94.7

资产负债表数据 12/11E

股东权益 Rmb4.75十亿

市净率 (UBS) 16.9x

净现金 (债务) Rmb3.66十亿

预测回报率

预测股价涨幅 +64.2%

预测股息收益率 1.3%

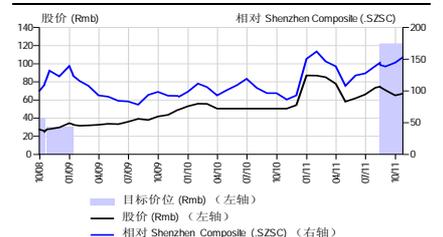
预测股票回报率 +65.5%

市场回报率假设 9.0%

预测超额回报率 +56.5%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/11E		12/10	12/10 实际
	从	到市场预测		
Q1	0.44	0.44	-	0.36
Q2E	0.66	(0.16)	(0.31)	0.40
Q3E	1.13	0.17	1.13	0.48
Q4E	1.18	1.32	1.18	0.56
12/11E	1.72	1.56	1.72	
12/12E	3.51	3.22	3.51	

股价表现 (Rmb)


资料来源: UBS

www.ubssecurities.com

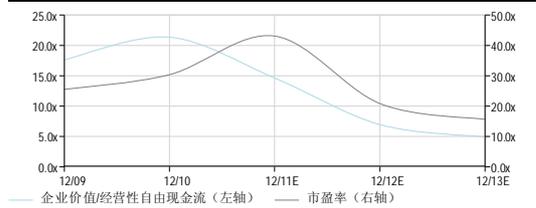
损益表 (Rmb 百万)	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业收入	15,091.78	21,431.93	25,530.66	28,290.68	36,677.47	34,724.17	-5.3	53,361.58	53.7	64,849.97	21.5
营业费用 (不含折旧)	(14,240.93)	(20,552.45)	(24,392.53)	(26,871.82)	(34,977.89)	(31,951.04)	-8.7	(47,934.15)	50.0	(57,863.80)	20.7
息税折旧摊销前利润 (UBS)	891.38	926.07	1,187.39	1,418.86	1,699.58	2,773.13	63.2	5,427.42	95.7	6,986.18	28.7
折旧	(175.70)	(170.96)	(187.12)	(174.86)	(204.74)	(205.30)	0.3	(238.22)	16.0	(259.98)	9.1
营业利润 (息税前利润, UBS)	715.69	755.11	1,000.27	1,244.00	1,494.84	2,567.83	71.8	5,189.20	102.1	6,726.19	29.6
其他盈利和联营公司盈利	(0.67)	128.77	26.56	85.07	109.67	95.70	-12.7	83.36	-12.9	185.96	123.1
净利息	(1.95)	6.79	14.26	19.74	37.61	28.35	-24.6	45.26	59.6	83.82	85.2
非正常项目 (税前)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	-
税前利润	713.07	890.67	1,041.09	1,348.81	1,642.12	2,691.88	63.9	5,317.82	97.6	6,995.98	31.6
税项	(169.71)	(231.27)	(223.40)	(243.06)	(314.87)	(565.29)	79.5	(1,169.92)	107.0	(1,539.11)	31.6
税后利润	543.36	659.41	817.69	1,105.75	1,327.25	2,126.58	60.2	4,147.90	95.0	5,456.86	31.6
非正常项目 (税后)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	-
少数股东/优先股股息	(86.86)	(97.53)	(118.80)	(195.10)	(237.97)	(261.77)	10.0	(287.95)	10.0	(316.74)	10.0
净利润 (本地会计准则)	456.50	561.88	698.89	910.66	1,089.28	1,864.81	71.2	3,859.95	107.0	5,140.12	33.2
净利润 (UBS)	456.50	561.88	698.89	910.66	1,089.28	1,864.81	71.2	3,859.95	107.0	5,140.12	33.2
税率 (%)	23.80	25.97	21.46	18.02	19.17	21.00	9.5	22.00	4.8	22.00	0.0
不计非正常项目税率 (%)	25.41	29.99	22.72	19.03	20.70	21.49	3.8	22.12	3.0	22.39	1.2
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)	0.89	0.98	1.15	1.50	1.80	1.56	-13.5	3.22	107.0	4.29	33.2
每股收益 (UBS)	0.89	0.98	1.15	1.50	1.80	1.56	-13.5	3.22	107.0	4.29	33.2
每股股息净值	0.80	0.84	0.73	1.15	0.50	0.86	71.2	0.90	4.6	1.19	33.2
每股现金收益	1.23	1.27	1.46	1.79	2.14	1.73	-19.1	3.42	98.0	4.50	31.8
每股账面净值	3.31	3.59	3.95	4.85	5.65	3.96	-29.9	6.46	63.2	9.53	47.6
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	1,539.29	1,516.62	1,601.29	1,828.48	2,086.19	2,450.53	17.5	2,692.30	9.9	3,003.43	11.6
无形固定资产净值	71.19	68.87	67.67	64.18	72.92	72.92	0.0	72.92	0.0	72.92	0.0
净营运资本 (包括其他资产)	(75.22)	(48.41)	(242.69)	(70.51)	(198.44)	(291.89)	47.1	(308.81)	5.8	(211.79)	-31.4
其他负债	0.00	(1.57)	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	-
运营投入资本	1,535.26	1,535.51	1,426.27	1,822.14	1,960.67	2,231.56	13.8	2,456.41	10.1	2,864.56	16.6
投资	297.14	327.35	335.13	0.10	0.10	0.10	0.0	0.10	0.0	0.10	0.0
运用资本总额	1,832.39	1,862.86	1,761.41	1,822.24	1,960.77	2,231.66	13.8	2,456.51	10.1	2,864.66	16.6
股东权益	2,006.68	2,177.65	2,391.75	2,940.32	3,422.75	4,746.74	38.7	7,746.66	63.2	11,431.49	47.6
少数股东权益	557.64	556.57	635.70	776.81	886.07	1,147.84	29.5	1,435.78	25.1	1,752.52	22.1
总股东权益	2,564.32	2,734.22	3,027.45	3,717.13	4,308.82	5,894.57	36.8	9,182.44	55.8	13,184.02	43.6
净债务 / (现金)	(731.92)	(871.36)	(1,266.04)	(1,894.89)	(2,348.05)	(3,662.91)	56.0	(6,725.93)	83.6	(10,319.36)	53.4
其他视同债务的减值准备	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	-
运用资本总额	1,832.39	1,862.86	1,761.41	1,822.24	1,960.77	2,231.66	13.8	2,456.51	10.1	2,864.66	16.6
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)	715.69	755.11	1,000.27	1,244.00	1,494.84	2,567.83	71.8	5,189.20	102.1	6,726.19	29.6
折旧	175.70	170.96	187.12	174.86	204.74	205.30	0.3	238.22	16.0	259.98	9.1
营运资本变动净值	(24.97)	34.59	190.50	218.53	206.34	101.50	-50.8	16.93	-83.3	(97.02)	-
其他 (经营性)	(29.59)	33.08	(473.53)	3.41	(163.37)	(261.77)	60.2	(287.95)	10.0	(316.74)	10.0
经营性现金流 (税前/息前)	836.82	993.74	904.36	1,640.81	1,742.56	2,612.87	49.9	5,156.41	97.3	6,572.41	27.5
收到 / (支付) 利息净值	(1.95)	6.79	14.26	19.74	37.61	28.35	-24.6	45.26	59.6	83.82	85.2
已付股息	(337.46)	(508.27)	(557.85)	(439.32)	(623.72)	(303.00)	-51.42	(518.72)	71.20	(1,073.70)	106.99
已缴付税项	(169.71)	(231.27)	(223.40)	(243.06)	(314.87)	(565.29)	79.5	(1,169.92)	107.0	(1,539.11)	31.6
资本支出	(165.37)	(175.03)	(259.44)	(421.52)	(454.09)	(450.00)	-0.9	(450.00)	0.0	(450.00)	0.0
并购/处置净值	20.46	92.19	62.13	48.54	51.20	0.00	-	0.00	-	0.00	-
其他	70.12	(21.57)	14.29	23.67	9.45	51.20	441.7	51.20	0.0	51.20	0.0
股份发行	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	252.91	156.58	(45.65)	628.86	448.14	1,374.12	206.6	3,114.22	126.6	3,644.63	17.0
外汇/非现金项目	32.02	(17.14)	440.33	(0.01)	5.02	(59.26)	-	(51.20)	-13.6	(51.20)	0.0
资产负债表净债务增加/减少	284.93	139.44	394.68	628.85	453.16	1,314.87	190.2	3,063.02	133.0	3,593.43	17.3
核心息税折旧摊销前利润	891.38	926.07	1,187.39	1,418.86	1,699.58	2,773.13	63.2	5,427.42	95.7	6,986.18	28.7
维护资本支出	(16.54)	(17.50)	(30.00)	(42.15)	(45.41)	(45.00)	-0.9	(45.00)	0.0	(45.00)	0.0
维护营运资本净支出	(7.52)	(7.27)	(28.03)	(49.92)	(71.32)	(80.67)	13.1	(82.36)	2.1	(72.66)	-11.8
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	867.32	901.30	1,129.36	1,326.79	1,582.85	2,647.47	67.3	5,300.06	100.2	6,868.52	29.6

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。

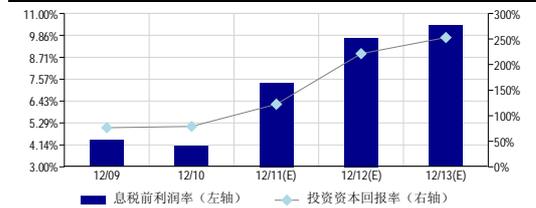
公司概况

河南双汇投资发展股份有限公司成立于1998年，总部设在河南省。作为一家国有企业，双汇目前是中国最大的肉类加工企业，占有2%以上的国内市场份额，在高温肉制品领域占有40-50%的份额。“双汇”品牌（尤其是在高温肉制品领域）享誉全国。

价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



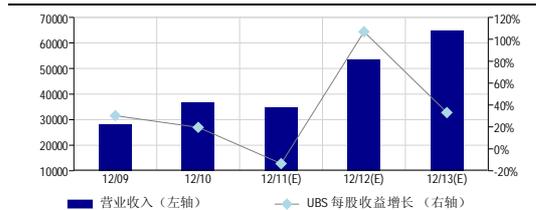
盈利能力



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)	30.5	25.5	30.4	43.1	20.8	15.6
市盈率 (UBS)	30.5	25.5	30.4	43.1	20.8	15.6
股价/每股现金收益	24.2	21.4	25.6	38.8	19.6	14.9
净股息收益率 (%)	2.3	3.0	0.9	1.3	1.3	1.8
市净率	8.9	7.9	9.7	16.9	10.4	7.0
企业价值/营业收入 (核心)	0.9	0.8	0.9	1.1	0.7	0.5
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	18.8	16.5	19.9	14.0	6.8	4.8
企业价值/息税前利润 (核心)	22.1	18.8	22.6	15.1	7.1	5.0
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	19.8	17.6	21.3	14.6	7.0	4.9
企业价值/运营投入资本	NM	NM	NM	NM	NM	NM

企业价值 (Rmb 百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
平均市值	23,221.61	33,071.75	40,607.39	40,607.39	40,607.39
+ 少数股东权益	776.81	886.07	1,147.84	1,435.78	1,752.52
+ 平均净债务 (现金)	(599.99)	(172.34)	(3,005.48)	(5,194.42)	(8,522.65)
+ 养老金义务及其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
- 非核心资产价值	(0.10)	(0.10)	(0.10)	(0.10)	(0.10)
核心企业价值	23,398.33	33,785.38	38,749.65	36,848.65	33,837.17

增长率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	24.9	10.8	29.6	-5.3	53.7	21.5
息税折旧摊销前利润 (UBS)	17.5	19.5	19.8	63.2	95.7	28.7
息税前利润 (UBS)	20.2	24.4	20.2	71.8	102.1	29.6
每股收益 (UBS)	19.3	30.3	19.6	-13.5	107.0	33.2
每股现金收益	14.8	22.5	19.2	-19.1	98.0	31.8
每股股息净值	-11.1	58.6	-56.5	71.2	4.6	33.2
每股账面净值	14.3	22.9	16.4	-29.9	63.2	47.6

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	4.9	5.0	4.6	8.0	10.2	10.8
息税前利润/营业收入	4.1	4.4	4.1	7.4	9.7	10.4
净利润 (UBS) /营业收入	2.9	3.2	3.0	5.4	7.2	7.9

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)	64.4	NM	NM	NM	NM	NM
税后投资资本回报率	-	62.0	62.7	NM	NM	NM
净股东权益回报率	30.0	34.2	34.2	45.7	61.8	53.6

偿付比率	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润/净利息	-	-	-	-	-	-
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	1.8	1.3	3.6	1.8	3.6	3.6
股息支付率 (%，UBS 每股收益)	68.7	76.5	27.8	55.0	27.8	27.8
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	NM	NM	NM	NM

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	15.7	17.4	19.4	16.6	22.8	24.4
营业收入/固定资产	14.7	15.9	18.1	14.8	20.2	22.2
营业收入/净营运资本	NM	NM	NM	NM	NM	NM

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	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
资本支出/营业收入 (%)	1.2	1.5	1.2	1.3	0.8	0.7
资本支出/折旧	1.6	2.4	2.2	2.2	1.9	1.7

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
净债务/总权益	(55.0)	(64.4)	(68.6)	(77.2)	(86.8)	(90.3)
净债务/(净债务 + 权益)	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务 (核心) /企业价值	(2.8)	(2.6)	(0.5)	(7.8)	(14.1)	(25.2)

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2011年10月24日23时55分的股价 (Rmb67.01) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

赵琳

分析师
S1460511020005
lin.zhao@ubssecurities.com
+86-213-866 8903

董广阳

分析师
S1460511070001
guangyang.dong@ubssecurities.com
+86-213-866 8892

潘嘉怡

分析师
S1460511010017
erica-poon.werkun@ubssecurities.com
+86-213-866 8865

■ 双汇发展

河南双汇投资发展股份有限公司成立于1998年，总部设在河南省。作为一家国有企业，双汇目前是中国最大的肉类加工企业，占有2%以上的国内市场份额，在高温肉制品领域占有40-50%的份额。“双汇”品牌（尤其是在高温肉制品领域）享誉全国。

■ 风险声明

我们认为公司的下行风险包括：1) 食品安全；2) 生猪价格变动；3) 突发猪病事件；4) 政府监管；5) 投资增速低于预期。

■ 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。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 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	59%	35%
中性	持有/中性	35%	33%
卖出	卖出	6%	14%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	0%
卖出	卖出	低于1%	20%

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09月30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: 赵琳; 董广阳; 潘嘉怡.

涉及报告中提及的公司的披露

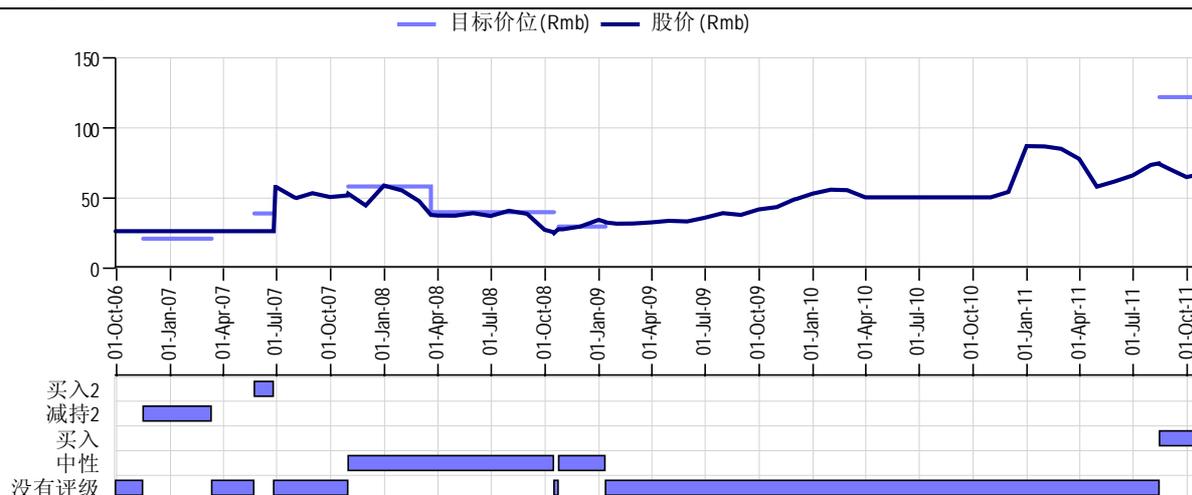
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
双汇发展	000895.SZ	买入	不适用	Rmb67.01	2011年10月24日

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,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

双汇发展 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2011年10月24日

注: 2007年8月4日, UBS(瑞银)对其评级系统进行了修正(相关细节见‘瑞银投资研究: 全球股票评级定义’)。2006年9月9日至2007年8月3日期间, UBS(瑞银)评级及其定义如下: 买入1级=股票预期回报超出市场回报假设6%以上, 可预测性较高; 买入2级=股票预期回报超出市场回报假设6%以上, 可预测性较低; 中性1级=股票预期回报在市场回报假设的±6%的范围内, 可预测性较高; 中性2级=股票预期回报在市场回报假设的±6%的范围内, 可预测性较低; 减持1级=股票预期回报低于市场回报假设6%以上, 可预测性较高; 减持2级=股票预期回报低于市场回报假设6%以上, 可预测性较低。可预测程度代表分析员对股票预期回报的确信度。可预测程度“1”意味着分析员对股票预期回报的估计处于一个相对小而狭窄的可能性范围内; 可预测程度“2”意味着分析员对股票预期回报的估计处于一个相对大而宽泛的可能性范围内。2003年10月13日至2006年9月8日期间, 评级系统中所使用的百分比范围标准为10%。

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很高的风险,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 2011 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。



UBS Investment Research
快评: 中远航运
成本压力仍未缓解
■ 三季度收入同比增长17%，净利润同比下降67%

中远航运三季度业绩公布，单季收入同比稳步增长17%，符合我们预期，净利润下降67%，扣除非经常性损益后主营亏损。一至三季度收入同比增长20%，净利润同比微降3%。三季度业绩大幅下滑主要原因是成本压力仍未缓解，毛利率从一、二季度的13.8%、7.8%继续下滑至2.0%。

■ 多重原因导致成本压力居高不下

公司成本结构较集运和干散货航运公司简单，燃油、港口使费等航次成本和人工成本占比相对高，导致业绩对这些成本的上升更敏感。而三季度这些成本居高不下：1) CST380燃油平均价格与二季度持平在660美元/吨高位，航运市场整体疲弱使公司难以征收燃油附加费来弥补燃油成本上升；2) 公司经营的波湾-红海等航线海盗频发，导致防海盗费用和海员人工成本继续上升；3) 新船投放使折旧增加。

■ 转折点待航运市场企稳好转

截至三季度末，公司账上有41亿现金，资产负债率为49%，我们认为公司能在低迷时保持现金流和资产负债表健康，但业绩的转折点需待整体航运市场企稳好转。

■ 估值：维持“买入”评级，目标价7.54元

维持“买入”评级，预计2011-2013年每股收益为0.21、0.29和0.39元。我们7.54元的目标价是基于历史平均26倍的2012年预期市盈率给出。

重要数据 (Rmb百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	3,902	4,407	5,493	5,717	6,598
息税前利润 (UBS)	57	322	387	641	943
净利润 (UBS)	141	341	363	495	666
每股收益 (UBS, Rmb)	0.11	0.26	0.21	0.29	0.39
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.00	0.05	0.06	0.09	0.12

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 (%)	16.1	7.3	7.1	11.2	14.3
ROIC (EBIT) %	27.2	6.9	5.2	6.4	8.7
EV/EBITDA (core) x	-	24.2	13.7	9.7	7.3
市盈率 (UBS) (x)	-	33.8	25.3	18.6	13.8
净股息收益率 (%)	3.7	0.6	1.2	1.6	2.2

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2011年10月25日17时09分的股价 (Rmb5.43) 得出。

饶呈方

分析师

S1460511080004

jean.rao@ubssecurities.com

+86-213-866 8805

全球证券研究报告

中国

运输服务

12个月评级

买入
保持不变

12个月目标价

Rmb7.54/US\$1.18
保持不变

股价

Rmb5.43/US\$0.85

路透代码: 600428.SS 彭博代码600428 CH

2011年10月26日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围	Rmb9.79-5.19/US\$1.47-0.81
市值	Rmb7.12十亿/US\$1.12十亿
已发行股本	1,310百万 (ORDA)
流通股比例	48%
日均成交量 (千股)	5,224
日均成交额 (Rmb 百万)	Rmb31.5

资产负债表数据 12/11E

股东权益	Rmb7.26十亿
市净率 (UBS)	1.0x
净现金 (债务)	(Rmb1.91十亿)

预测回报率

预测股价涨幅	+38.9%
预测股息收益率	1.2%
预测股票回报率	+40.1%
市场回报率假设	9.0%
预测超额回报率	+31.1%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/11E		12/10
	UBS	市场预测	实际
Q1E	0.05	0.05	0.04
Q2E	0.04	0.04	0.07
Q3E	0.07	0.07	0.07
Q4E	0.05	0.05	0.07
12/11E	0.21	0.22	
12/12E	0.29	0.29	

股价表现 (Rmb)


资料来源: UBS

www.ubssecurities.com

本报告由瑞银证券有限责任公司编制

分析师声明及要求披露的项目从第 4 页开始

UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

中远航运

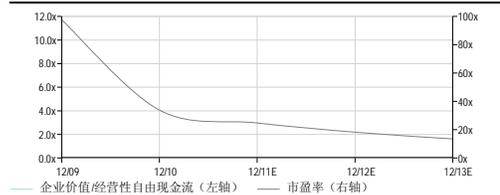
损益表 (Rmb 百万)	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业收入	3,851	5,325	6,901	3,902	4,407	5,493	24.6	5,717	4.1	6,598	15.4
营业费用 (不含折旧)	(2,762)	(3,781)	(5,077)	(3,700)	(3,917)	(4,865)	24.2	(4,714)	-3.1	(5,215)	10.6
息税折旧摊销前利润 (UBS)	1,089	1,544	1,824	201	490	628	28.2	1,003	59.9	1,383	37.8
折旧	(272)	(147)	(136)	(144)	(168)	(240)	43.3	(362)	50.6	(440)	21.5
营业利润 (息税前利润, UBS)	817	1,398	1,688	57	322	387	20.3	641	65.6	943	47.1
其他盈利和联营公司盈利	58	124	18	51	57	56	-3.0	48	-13.2	11	-76.3
净利息	(34)	(45)	21	25	39	26	-33.4	(27)	-	(63)	135.5
非正常项目 (税前)	1	(7)	4	(6)	(1)	0	-	0	-	0	-
税前利润	842	1,470	1,731	128	418	469	12.3	663	41.3	892	34.6
税项	(249)	(379)	(268)	(7)	(81)	(103)	27.3	(166)	60.6	(223)	34.6
税后利润	593	1,091	1,462	121	337	366	8.7	497	35.9	669	34.6
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	(10)	(17)	(14)	14	3	(3)	-	(2)	-8.2	(3)	37.2
净利润 (本地会计准则)	583	1,074	1,448	136	340	363	6.8	495	36.2	666	34.6
净利润 (UBS)	-	-	1,444	141	341	363	6.5	495	36.2	666	34.6
税率 (%)	-	-	16	5	19	22	13.3	25	13.6	25	0.0
不计非正常项目前税率 (%)	-	-	16	5	19	22	14.8	25	13.3	25	-0.2
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)	0.89	1.64	1.11	0.10	0.26	0.21	-17.2	0.29	36.2	0.39	34.6
每股收益 (UBS)	-	-	1.10	0.11	0.26	0.21	-17.4	0.29	36.2	0.39	34.6
每股股息净值	0.40	0.70	0.20	0.00	0.05	0.06	24.9	0.09	36.2	0.12	34.6
每股现金收益	-	-	1.21	0.22	0.39	0.36	-8.0	0.51	42.0	0.65	29.0
每股账面净值	1.96	2.55	3.33	3.23	3.45	5.54	60.4	5.80	4.8	6.16	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	2,855	3,503	3,887	4,599	6,694	9,736	45.5	11,466	17.8	11,432	-0.3
无形资产净值	1	1	3	3	6	5	-6.7	5	-6.7	5	-6.7
净营运资本 (包括其他资产)	(544)	(538)	(608)	(554)	(830)	(334)	-59.7	(355)	6.3	(411)	15.7
其他负债	(40)	(157)	(275)	(277)	(273)	(250)	-8.6	(250)	0.0	(250)	0.0
运营投入资本	2,272	2,809	3,007	3,771	5,596	9,157	63.6	10,866	18.7	10,775	-0.8
投资	41	41	41	41	41	41	0.0	41	0.0	41	0.0
运用资本总额	2,314	2,850	3,048	3,812	5,637	9,198	63.2	10,907	18.6	10,817	-0.8
股东权益	2,563	3,338	4,366	4,233	4,523	7,256	60.4	7,602	4.8	8,068	6.1
少数股东权益	54	71	85	37	34	36	8.0	39	6.8	42	8.8
总股东权益	2,617	3,409	4,451	4,271	4,557	7,292	60.0	7,641	4.8	8,110	6.1
净债务 / (现金)	(303)	(559)	(1,403)	(458)	1,080	1,906	76.5	3,266	71.4	2,706	-17.1
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	2,314	2,850	3,048	3,812	5,637	9,198	63.2	10,907	18.6	10,817	-0.8
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)	817	1,398	1,688	57	322	387	20.3	641	65.6	943	47.1
折旧	272	147	136	144	168	240	43.3	362	50.6	440	21.5
营运资本变动净值	0	0	0	0	0	(543)	-	21	-	53	158.2
其他 (经营性)	49	100	7	60	60	198	231.5	132	-33.5	4	-96.9
经营性现金流 (税前/息前)	1,138	1,644	1,831	261	549	283	-48.5	1,156	308.7	1,441	24.6
收到 / (支付) 利息净值	(34)	(45)	21	25	39	26	-33.4	(27)	-	(63)	135.5
已付股息	0	0	0	0	0	(109)	108,952,983.21	(148)	36.23	(200)	34.55
已缴付税项	(249)	(379)	(268)	(7)	(81)	(103)	27.3	(166)	60.6	(223)	34.6
资本支出	(225)	(729)	(525)	(760)	(1,735)	(3,406)	96.4	(2,180)	-36.0	(400)	-81.7
并购/处置净值	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	49	100	7	60	60	58	-3.1	51	-12.3	13	-74.4
股份发行	0	0	0	0	0	2,478	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	630	491	1,059	(481)	(1,227)	(826)	-32.7	(1,360)	64.7	560	-
外汇/非现金项目	(243)	(236)	(215)	(464)	(312)	0	-100.0	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	386	256	844	(945)	(1,538)	(826)	-46.3	(1,360)	64.7	560	-
核心息税折旧摊销前利润	1,089	1,544	1,824	201	490	628	28.2	1,003	59.9	1,383	37.8
维护资本支出	(225)	(729)	(525)	(760)	(1,735)	(3,406)	96.4	(2,180)	-36.0	(400)	-81.7
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	864	815	1,299	(559)	(1,245)	(2,778)	123.2	(1,177)	-57.6	983	-

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。

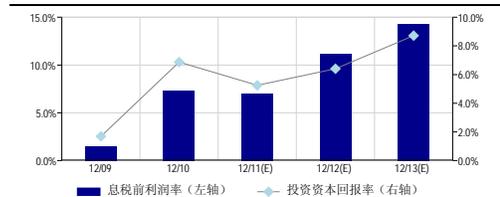
公司概况

中远航运是一家以特种专业船为主的多用途船运输公司，主要致力于超大超重货物、不可装入集装箱的货物及那些有特殊装卸要求货物的运输。该公司拥有并控制着约70艘船，其中包括半潜船、重吊船、多用途船、汽车专用船、滚装船和杂货船等各类型船舶。中国远洋持有中远航运50.13%的股权。证监会于12月17日核准了该公司向原股东配售每10股不超过3股的配股，本次配股共计380,022,768股人民币普通股于2011年1月18日上市流通。

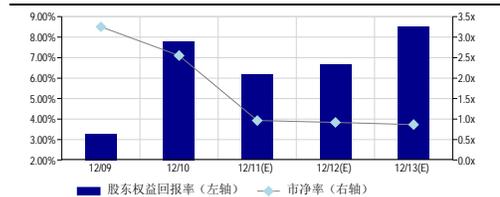
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



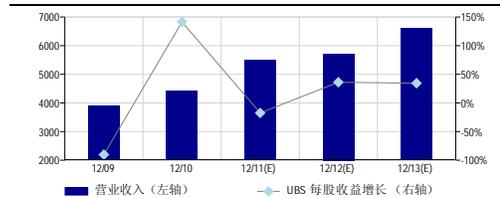
盈利能力



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)	31.9	NM	33.9	25.3	18.6	13.8
市盈率 (UBS)	-	97.6	33.8	25.3	18.6	13.8
股价/每股现金收益	-	48.3	22.7	15.2	10.7	8.3
净股息收益率 (%)	3.7	0.0	0.6	1.2	1.6	2.2
市净率	3.4	3.3	2.6	1.0	0.9	0.9
企业价值/营业收入 (核心)	-	3.3	2.7	1.6	1.7	1.5
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	63.7	24.2	13.7	9.7	7.3
企业价值/息税前利润 (核心)	-	NM	NM	22.2	15.1	10.7
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	NM	NM	NM	NM	10.3
企业价值/运营投入资本	-	3.8	2.5	1.2	1.0	0.9

企业价值 (Rmb 百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
平均市值	13,774	11,538	7,115	7,115	7,115
+ 少数股东权益	37	34	36	39	42
+ 平均净债务 (现金)	(931)	311	1,493	2,586	2,986
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(41)	(41)	(41)	(41)	(41)
核心企业价值	12,839	11,842	8,604	9,699	10,103

增长率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	3.4	-43.5	12.9	24.6	4.1	15.4
息税折旧摊销前利润 (UBS)	-18.1	-89.0	143.0	28.2	59.9	37.8
息税前利润 (UBS)	-20.8	-96.6	NM	20.3	65.6	47.1
每股收益 (UBS)	-	-90.2	141.6	-17.4	36.2	34.6
每股现金收益	-	-81.9	78.3	-8.0	42.0	29.0
每股股息净值	-40.1	-	-	24.9	36.2	34.6
每股账面净值	15.3	-3.0	6.9	60.4	4.8	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	20.0	5.2	11.1	11.4	17.5	21.0
息税前利润/营业收入	16.1	1.5	7.3	7.1	11.2	14.3
净利润 (UBS)/营业收入	-	3.6	7.7	6.6	8.7	10.1

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)	27.2	1.7	6.9	5.2	6.4	8.7
税后投资资本回报率	-	1.6	5.5	4.1	4.8	6.5
净股东权益回报率	-	3.3	7.8	6.2	6.7	8.5

偿付比率	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润/净利息	-	-	-	-	24.3	15.1
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	-	5.0	3.3	3.3	3.3
股息支付率 (%，UBS 每股收益)	-	-	19.8	30.0	30.0	30.0
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	2.2	3.0	3.3	2.0

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	1.5	1.2	0.9	0.7	0.6	0.6
营业收入/固定资产	1.2	0.9	0.8	0.7	0.5	0.6
营业收入/净营运资本	NM	NM	NM	NM	NM	NM

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	0.3	NM	NM	NM	NM	1.0
资本支出/营业收入 (%)	16.3	19.5	NM	NM	NM	6.1
资本支出/折旧	4.6	5.3	NM	NM	6.0	0.9

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
净债务/总权益	(8.6)	(10.8)	23.9	26.3	43.0	33.5
净债务/ (净债务 + 权益)	(9.5)	(12.1)	19.3	20.8	30.1	25.1
净债务 (核心) / 企业价值	-	(7.2)	2.6	17.4	26.7	29.6

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2011年10月25日17时09分的股价（Rmb5.43）得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

饶星方

分析师

S1460511080004

jean.rao@ubssecurities.com

+86-213-866 8805

■ 中远航运

中远航运是一家以特种专业船为主的多用途船运输公司，主要致力于超大超重货物、不可装入集装箱的货物及那些有特殊装卸要求货物的运输。该公司拥有并控制着约70艘船，其中包括半潜船、重吊船、多用途船、汽车专用船、滚装船和杂货船等各类型船舶。中国远洋持有中远航运50.13%的股权。证监会于12月17日核准了该公司向原股东配售每10股不超过3股的配股，本次配股共计380,022,768股人民币普通股于2011年1月18日上市流通。

■ 风险声明

我们认为公司可能面临的风险包括：（1）运力交付进程慢于预期；（2）全球经济复苏受阻，导致公司运价恢复低于预期。

■ 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。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 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	59%	35%
中性	持有/中性	35%	33%
卖出	卖出	6%	14%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	0%
卖出	卖出	低于1%	20%

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09月30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: 饶呈方.

涉及报告中提及的公司的披露

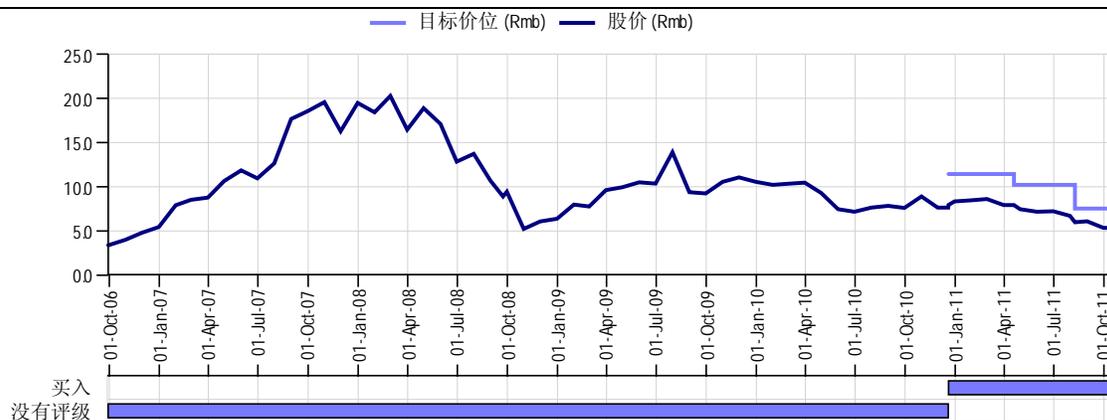
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
中远航运	600428.SS	买入	不适用	Rmb5.33	2011年10月24日

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,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

中远航运 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银)；截止至2011年10月24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,而您有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很高的风险,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和遭致的损失或损害负责。

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建仓或沽空,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可以在该等价格成交。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 受德国联邦金融管理局(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。UBS Financial Services Inc. 分发。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级管理人员名单。**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 为本报告的作者,出版人及发布者。**澳大利亚:** 由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号:231087) 和 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号: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 2011 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。



UBS Investment Research

快评: 特尔佳

成本上升导致利润下降, 业绩低于预期

■ 前三季度净利润同比下降11.5%, 业绩低于预期

受益于大中型客车行业的稳定增长, 公司前三季度实现营业收入1.86亿元, 同比增长13.5%, 高于大中客行业平均增速, 显示出公司产品良好的竞争力, 市场份额稳步提升; 公司实现净利润2844万元, 同比下降11.5%, EPS约为0.14元, 低于我们0.17元的预期。我们认为人工成本和原材料铜价上涨、以及终端产品价格受压导致的毛利率下滑是公司利润下降的主要原因。

■ 预计四季度毛利率将触底回升

公司前三季度毛利率分别为35.78%、31.52%和30.88%, 环比逐季下滑; 展望四季度, 我们认为随着公司下游大中客行业传统旺季的到来, 公司销量有望保持进一步的快速增长, 同时原材料价格从9月份开始出现明显回落, 我们预计四季度开始, 公司毛利率将会触底回升。

■ 预计GB7258将于2011年底正式实施, 重卡安装缓速器的过渡期或为2年

我们预计GB7258将于2011年底正式实施, 对于重卡安装缓速器的强制性要求或有两年的过渡期, 即: 从2014年开始, 所有在道路上行驶的重卡都必须配有符合规定的缓速器。因此, 我们预计缓速器的安装配套工作将在2012年开始进行, 我们维持对重卡缓速器安装率2012/2013分别为18%和36%的判断。

■ 估值: 维持“买入”评级和28.75元目标价不变

我们维持“买入”评级和28.75元的目标价不变。该目标价的推导是基于瑞银VCAM贴现现金流模型, 其中WACC为8.06%, Beta为0.83。

重要数据 (Rmb千)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	166,035	257,136	330,272	690,449	1,626,880
息税前利润 (UBS)	25,750	44,832	57,088	128,214	276,641
净利润 (UBS)	28,014	40,370	51,478	112,376	240,739
每股收益 (UBS, Rmb)	0.27	0.20	0.25	0.55	1.17
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.10	0.05	0.06	0.14	0.29

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 (%)	-	17.4	17.3	18.6	17.0
ROIC (EBIT) %	-	21.8	24.4	45.1	70.2
EV/EBITDA (core) x	-	40.9	26.7	12.3	5.4
市盈率 (UBS) (x)	-	53.2	36.4	16.7	7.8
净股息收益率 (%)	-	0.5	0.7	1.5	3.2

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2011年10月25日20时36分的股价 (Rmb9.10) 得出;

牟其峰

分析师

S1460511010002

monica.mou@ubssecurities.com

+86-213-866 8954

全球证券研究报告

中国

汽车零部件业

12个月评级

买入
保持不变

12个月目标价

Rmb28.75/US\$4.51
保持不变

股价

Rmb9.10/US\$1.43

路透代码: 002213.SZ 彭博代码002213 CH

2011年10月26日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围	Rmb21.15-8.76/US\$3.18-1.37
市值	Rmb1.87十亿/US\$0.29十亿
已发行股本	206百万 (ORDA)
流通股比例	33%
日均成交量 (千股)	1,560
日均成交额 (Rmb 百万)	Rmb17.9

资产负债表数据 12/11E

股东权益	Rmb0.32十亿
市净率 (UBS)	5.9x
净现金 (债务)	Rmb0.07十亿

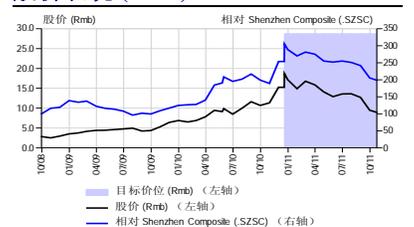
预测回报率

预测股价涨幅	+215.9%
预测股息收益率	0.7%
预测股票回报率	+216.6%
市场回报率假设	9.0%
预测超额回报率	+207.6%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/11E		12/10
	UBS	市场预测	实际
Q1	0.04	0.04	0.08
Q2E	0.05	0.04	0.05
Q3E	0.08	0.08	0.07
Q4E	0.08	0.08	0.04
12/11E	0.25	0.25	
12/12E	0.55	0.55	

股价表现 (Rmb)



资料来源: UBS

www.ubssecurities.com

特此鸣谢邹天龙

(Tianlong.Zou@ubssecurities.com) 对本

报告的编制提供帮助

本报告由瑞银证券有限责任公司编制

分析师声明及要求披露的项目从第4页开始

UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

特尔佳

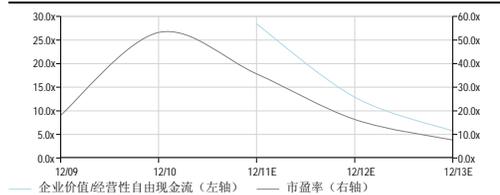
损益表 (Rmb 千)	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业收入	153,268	166,035	257,136	330,272	28.4	690,449	109.1	1,626,880	135.6
营业费用 (不含折旧)	(138,195)	(136,242)	(207,492)	(265,524)	28.0	(554,462)	108.8	(1,342,770)	142.2
息税折旧摊销前利润 (UBS)	15,073	29,793	49,644	64,747	30.4	135,987	110.0	284,110	108.9
折旧	(2,895)	(4,043)	(4,812)	(7,660)	59.2	(7,773)	1.5	(7,469)	-3.9
营业利润 (息税前利润, UBS)	12,178	25,750	44,832	57,088	27.3	128,214	124.6	276,641	115.8
其他盈利和联营公司盈利	13,668	4,385	1,069	1,197	12.0	915	-23.6	915	0.0
净利息	1,645	2,191	1,313	1,574	19.8	1,540	-2.1	2,373	54.0
非正常项目 (税前)	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	27,490	32,326	47,214	59,858	26.8	130,670	118.3	279,930	114.2
税项	(2,701)	(4,313)	(6,845)	(8,380)	22.4	(18,294)	118.3	(39,190)	114.2
税后利润	24,789	28,014	40,370	51,478	27.5	112,376	118.3	240,739	114.2
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净利润 (本地会计准则)	24,789	28,014	40,370	51,478	27.5	112,376	118.3	240,739	114.2
净利润 (UBS)	24,789	28,014	40,370	51,478	27.5	112,376	118.3	240,739	114.2
税率 (%)	10	13	14	14	-3.4	14	0.0	14	0.0
不计非正常项目前税率 (%)	10	13	14	14	-3.4	14	0.0	14	0.0
每股 (Rmb)	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
每股收益 (本地会计准则)	0.24	0.27	0.20	0.25	27.5	0.55	118.3	1.17	114.2
每股收益 (UBS)	0.24	0.27	0.20	0.25	27.5	0.55	118.3	1.17	114.2
每股股息净值	0.10	0.10	0.05	0.06	24.9	0.14	118.3	0.29	114.2
每股现金收益	0.27	0.31	0.22	0.29	30.9	0.58	103.2	1.20	106.6
每股账面净值	2.22	2.39	1.34	1.54	14.9	2.02	31.3	3.06	51.0
资产负债表 (Rmb 千)	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
有形固定资产净值	67,392	78,155	77,741	77,450	-0.4	71,623	-7.5	65,663	-8.3
无形资产净值	6,531	6,513	6,690	13,186	97.1	12,764	-3.2	12,331	-3.4
净营运资本 (包括其他资产)	110,018	114,501	136,962	164,099	19.8	238,444	45.3	396,184	66.2
其他负债	(4,355)	(5,345)	(4,325)	(4,325)	0.0	(4,325)	0.0	(4,325)	0.0
运营投入资本	179,586	193,824	217,067	250,410	15.4	318,506	27.2	469,852	47.5
投资	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	179,586	193,824	217,067	250,410	15.4	318,506	27.2	469,852	47.5
股东权益	228,655	246,369	276,439	317,617	14.9	417,123	31.3	629,769	51.0
少数股东权益	0	0	0	0	-	0	-	0	-
总股东权益	228,655	246,369	276,439	317,617	14.9	417,123	31.3	629,769	51.0
净债务 / (现金)	(49,068)	(52,544)	(59,371)	(67,207)	13.2	(98,617)	46.7	(159,916)	62.2
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	179,586	193,824	217,067	250,410	15.4	318,506	27.2	469,852	47.5
现金流量表 (Rmb 千)	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	12,178	25,750	44,832	57,088	27.3	128,214	124.6	276,641	115.8
折旧	2,895	4,043	4,812	7,660	59.2	7,773	1.5	7,469	-3.9
营运资本变动净值	(7,098)	(11,117)	(10,674)	(20,048)	87.8	(46,329)	131.1	(104,370)	125.3
其他 (经营性)	4,959	4,625	1,520	1,671	9.9	2,735	63.6	6,472	136.7
经营性现金流 (税前/息前)	12,933	23,300	40,491	46,370	14.5	92,393	99.3	186,211	101.5
收到 / (支付) 利息净值	1,645	2,191	1,313	1,574	19.8	1,540	-2.1	2,373	54.0
已付股息	(10,300)	(10,300)	(10,300)	(12,870)	24.95	(28,094)	118.30	(60,185)	114.23
已缴付税项	(2,701)	(4,313)	(6,845)	(8,380)	22.4	(18,294)	118.3	(39,190)	114.2
资本支出	(20,767)	(4,615)	(10,972)	(5,699)	-48.1	(1,075)	-81.1	(1,075)	0.0
并购/处置净值	0	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	13,915	4,528	1,242	1,197	-3.6	915	-23.6	915	0.0
股份发行	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	(18,943)	6,407	13,859	20,995	51.5	46,471	121.3	88,135	89.7
外汇/非现金项目	77,566	(2,931)	(7,032)	(13,159)	87.1	(15,061)	14.5	(26,835)	78.2
资产负债表净债务增加/减少	58,623	3,476	6,827	7,836	14.8	31,410	300.9	61,299	95.2
核心息税折旧摊销前利润	15,073	29,793	49,644	64,747	30.4	135,987	110.0	284,110	108.9
维护资本支出	(4,153)	(923)	(2,194)	(1,140)	-48.1	(215)	-81.1	(215)	0.0
维护营运资本净支出	(1,420)	(2,223)	(2,135)	(4,010)	87.8	(9,266)	131.1	(20,874)	125.3
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	9,500	26,647	45,315	59,598	31.5	126,507	112.3	263,021	107.9

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。

公司概况

特尔佳成立于 2000 年，是我国最早从事汽车缓速器产品研发、生产和销售的企业。目前公司的主要产品是电涡流缓速器，经过 8 年的发展，公司 2009 年缓速器市场份额已经达到 35%-40% 左右，稳居国内缓速器行业第一位。目前公司产品主要应用于中大型客车领域，预计随着行业标准的修订完成，缓速器将会在重卡领域大面积普及，届时公司发展将面临重大机遇。

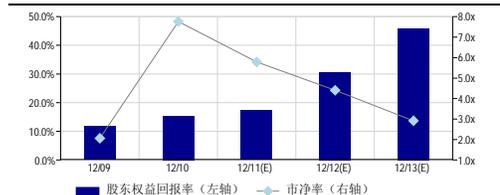
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



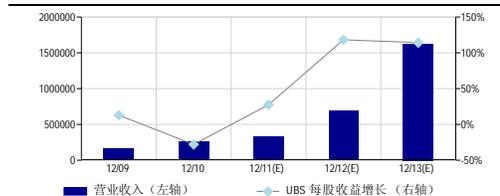
盈利能力



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)	-	18.1	53.2	36.4	16.7	7.8
市盈率 (UBS)	-	18.1	53.2	36.4	16.7	7.8
股价/每股现金收益	-	15.8	47.5	31.7	15.6	7.6
净股息收益率 (%)	-	2.0	0.5	0.7	1.5	3.2
市净率	-	2.1	7.8	5.9	4.5	3.0
企业价值/营业收入 (核心)	-	5.5	7.9	5.2	2.4	1.0
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	30.6	40.9	26.7	12.3	5.4
企业价值/息税前利润 (核心)	-	NM	NM	NM	13.0	5.6
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	NM	NM	29.0	13.2	5.9
企业价值/运营投入资本	-	4.9	9.9	7.4	5.9	3.9

企业价值 (Rmb 千)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
平均市值	1,016,107	2,146,724	1,874,600	1,874,600	1,874,600
+ 少数股东权益	0	0	0	0	0
+ 平均净债务 (现金)	(105,088)	(118,743)	(143,465)	(206,285)	(328,884)
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	0	0	0	0	0
核心企业价值	911,019	2,027,981	1,731,135	1,668,315	1,545,716

增长率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	-	8.3	54.9	28.4	109.1	135.6
息税折旧摊销前利润 (UBS)	-	97.7	66.6	30.4	110.0	108.9
息税前利润 (UBS)	-	111.5	74.1	27.3	124.6	115.8
每股收益 (UBS)	-	13.0	-27.9	27.5	118.3	114.2
每股现金收益	-	15.8	-29.5	30.9	103.2	106.6
每股股息净值	-	0.0	-50.0	24.9	118.3	114.2
每股账面净值	-	7.7	-43.9	14.9	31.3	51.0

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	-	17.9	19.3	19.6	19.7	17.5
息税前利润/营业收入	-	15.5	17.4	17.3	18.6	17.0
净利润 (UBS)/营业收入	-	16.9	15.7	15.6	16.3	14.8

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)	-	13.8	21.8	24.4	45.1	70.2
税后投资资本回报率	-	12.0	18.7	21.0	38.8	60.4
净股东权益回报率	-	11.8	15.4	17.3	30.6	46.0

偿付比率	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润/净利息	-	-	-	-	-	-
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	2.7	3.9	4.0	4.0	4.0
股息支付率 (%，UBS 每股收益)	-	36.8	25.5	25.0	25.0	25.0
净债务/息税折旧摊销前利润	-	NM	NM	NM	NM	NM

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	-	0.9	1.3	1.4	2.4	4.1
营业收入/固定资产	-	2.1	3.0	3.8	7.9	20.0
营业收入/净营运资本	-	1.6	2.2	2.3	3.5	5.2

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	-	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
资本支出/营业收入 (%)	-	2.8	4.3	1.7	0.2	0.1
资本支出/折旧	-	1.1	2.3	0.7	0.1	0.1

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
净债务/总权益	-	(21.3)	(21.5)	(21.2)	(23.6)	(25.4)
净债务/ (净债务 + 权益)	-	(27.1)	(27.4)	(26.8)	(31.0)	(34.0)
净债务 (核心) / 企业价值	-	(11.5)	(5.9)	(8.3)	(12.4)	(21.3)

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2011年10月25日20时36分的股价（Rmb9.10）得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

牟其峰

分析师

S1460511010002

monica.mou@ubssecurities.com

+86-213-866 8954

■ 特尔佳

特尔佳成立于2000年，是我国最早从事汽车缓速器产品研发、生产和销售的企业。目前公司的主要产品是电涡流缓速器，经过8年的发展，公司2009年缓速器市场份额已经达到35%~40%左右，稳居国内缓速器行业第一位。目前公司产品主要应用于中大型客车领域，预计随着行业标准的修订完成，缓速器将会在重卡领域大面积普及，届时公司发展将面临重大机遇。

■ 风险声明

公司未来业绩增长受政策影响较大，若GB7258未能于2011年实施，可能使公司2012/2013年的业绩低于我们的预期；此外，公司产品成本受铜价影响较大，若铜价未来上涨幅度超过我们的预期，可能大幅侵蚀公司毛利率水平，导致业绩低于预期。

■ 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。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 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	59%	35%
中性	持有/中性	35%	33%
卖出	卖出	6%	14%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	0%
卖出	卖出	低于1%	20%

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09月30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: 牟其崢。

涉及报告中提及的公司的披露

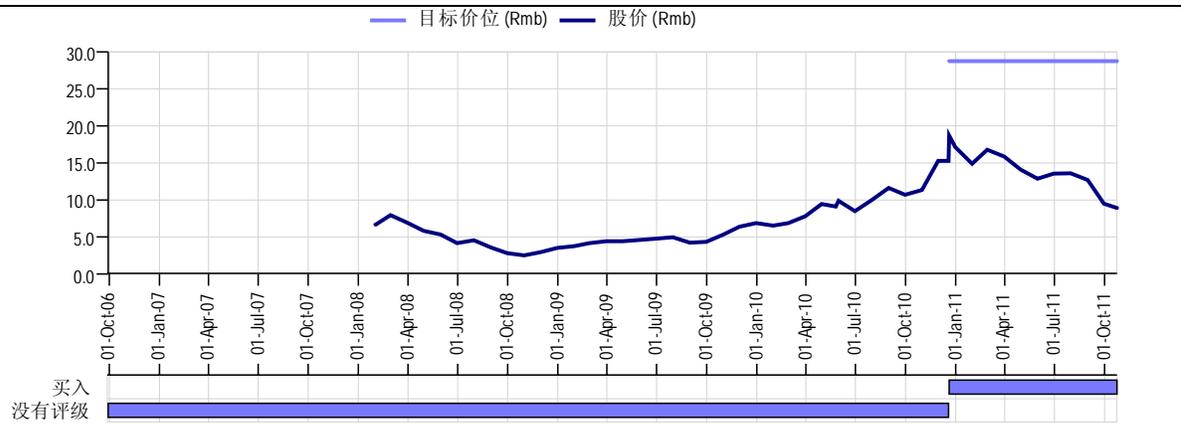
公司名称	路透	12个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
特尔佳	002213.SZ	买入	不适用	Rmb8.92	2011年10月24日

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, 请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

特尔佳 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2011年10月24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,而您有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很高的风险,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和造成的损失或损害负责。

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长仓或沽空,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可以在该等价格成交。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 提供符合资格的交易对手或专业客户,且仅能提供给此类人员。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 受德国联邦金融管理局(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。UBS Financial Services Inc. 分发。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级管理人员名单。**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 为本报告的作者,出版人及发布者。**澳大利亚:** 由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号:231087) 和 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号: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 2011 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。



UBS Investment Research
快评: 格林美
毛利率显著回升, 3季度业绩符合预期
■ 公司三季报业绩符合预期

公司2011年1-9月份实现营业收入6.51亿元, 同比增长58.03%; 实现归属于上市公司股东的净利润8993万元, 同比增长42.62%; 1-9月份实现稀释每股收益0.37元, 基本符合我们的预期。

■ 主营业务收入及利润稳定增长

公司3季度单季度实现营业收入2.53亿元, 同比增长71.22%, 环比2季度增长10.66%; 实现营业利润3644万元, 同比增长92.9%, 环比2季度增长17.3%; 由于本期政府补贴减少导致营业外收入有所下降, 3季度净利润环比2季度基本持平。

■ 钴镍粉体产能充分释放, 毛利率显著回升

公司3季度综合毛利率高达36.7%, 环比2季度显著回升4.3个百分点。我们认为毛利率回升的主要原因是公司超细钴镍粉体产能的充分释放。公司前期IPO募投以及超募资金投建的部分超细钴镍粉体产能在今年上半年尚处于试生产阶段, 我们预期下半年产能的充分释放将继续对公司的高毛利率形成支撑。

■ 估值: 维持“买入”评级, 目标价29.09元

我们维持格林美2011、2012年EPS0.55元、0.73元盈利预测。维持对格林美的“买入”评级, 目标价29.09元。目标价是基于瑞银VCAM工具, 进行现金流贴现绝对估值, WACC假设为9.4%。

重要数据 (Rmb百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	368	570	916	1,217	1,725
息税前利润 (UBS)	78	105	190	259	372
净利润 (UBS)	57	86	134	177	261
每股收益 (UBS, Rmb)	0.41	0.35	0.55	0.73	1.08
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.15	0.05	0.08	0.11	0.16

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 (%)	-	18.3	20.8	21.3	21.6
ROIC (EBIT) %	-	-	10.4	12.0	14.8
EV/EBITDA (core) x	-	57.6	22.3	17.0	12.8
市盈率 (UBS) (x)	-	89.0	40.9	30.9	21.0
净股息收益率 (%)	-	0.2	0.4	0.5	0.7

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2011年10月25日21时35分的股价 (Rmb22.61) 得出;

林浩祥

分析师
S1460511010014
haoxiang.lin@ubssecurities.com
+86-213-866 8897

全球证券研究报告

中国

有色金属

12个月评级

买入
保持不变

12个月目标价

Rmb29.09/US\$4.56
保持不变

股价

Rmb22.61/US\$3.55

路透代码: 002340.SZ 彭博代码002340 CH

2011年10月26日
交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围	Rmb34.83-19.16/US\$5.21-2.96
市值	Rmb5.49十亿/US\$0.86十亿
已发行股本	243百万 (ORDA)
流通股比例	48%
日均成交量 (千股)	1,868
日均成交额 (Rmb 百万)	Rmb45.5

资产负债表数据 12/11E

股东权益	Rmb1.18十亿
市净率 (UBS)	4.7x
净现金 (债务)	(Rmb0.81十亿)

预测回报率

预测股价涨幅	+28.7%
预测股息收益率	0.4%
预测股票回报率	+29.1%
市场回报率假设	9.0%
预测超额回报率	+20.1%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/11E		12/10
	UBS	市场预测	实际
Q1	0.06	-	0.06
Q2E	0.15	0.16	0.10
Q3E	0.18	0.18	0.11
Q4E	0.16	0.16	0.09
12/11E	0.55	0.55	
12/12E	0.73	0.73	

股价表现 (Rmb)


资料来源: UBS

www.ubssecurities.com

特此鸣谢王琛 (Chen-

C. Wang@ubssecurities.com) 对本报告的

编制提供帮助

本报告由瑞银证券有限责任公司编制

分析师声明及要求披露的项目从第 4 页开始

UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

格林美

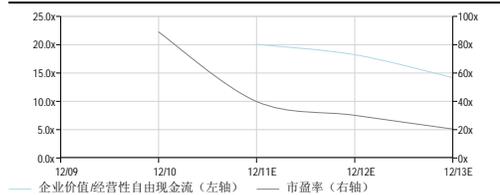
损益表 (Rmb 百万)	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%	
营业收入	-	219	304	368	570	916	60.8	1,217	32.8	1,725	41.8
营业费用 (不含折旧)	-	(169)	(242)	(267)	(429)	(638)	48.7	(841)	31.8	(1,214)	44.4
息税折旧摊销前利润 (UBS)	-	51	63	101	141	278	97.5	376	35.1	511	35.8
折旧	-	(7)	(11)	(23)	(36)	(88)	141.9	(117)	32.6	(139)	19.1
营业利润 (息税前利润, UBS)	-	44	51	78	105	190	82.1	259	36.3	372	43.3
其他盈利和联营公司盈利	-	1	3	3	23	8	-66.7	8	0.0	8	0.0
净利息	-	(4)	(11)	(19)	(30)	(40)	34.0	(58)	44.6	(72)	24.1
非正常项目 (税前)	-	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	-	41	43	62	97	158	62.3	209	32.4	307	47.2
税项	-	(4)	(2)	(5)	(11)	(24)	106.7	(31)	32.4	(46)	47.2
税后利润	-	38	41	57	86	134	56.4	177	32.4	261	47.2
非正常项目 (税后)	-	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	-	(1)	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净利润 (本地会计准则)	-	36	41	57	86	134	56.4	177	32.4	261	47.2
净利润 (UBS)	-	36	41	57	86	134	56.4	177	32.4	261	47.2
税率 (%)	-	9	5	8	12	15	27.4	15	0.0	15	0.0
不计非正常项目前税率 (%)	-	9	5	8	12	15	27.4	15	0.0	15	0.0
每股 (Rmb)	-	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
每股收益 (本地会计准则)	-	0.30	0.30	0.41	0.35	0.55	56.3	0.73	32.4	1.08	47.2
每股收益 (UBS)	-	0.30	0.30	0.41	0.35	0.55	56.3	0.73	32.4	1.08	47.2
每股股息净值	-	0.00	0.00	0.15	0.05	0.08	65.6	0.11	32.4	0.16	47.2
每股现金收益	-	0.36	0.38	0.57	0.50	0.91	81.8	1.21	32.5	1.65	36.0
每股账面净值	-	0.52	0.95	1.17	4.35	4.85	11.6	5.50	13.4	6.46	17.6
资产负债表 (Rmb 百万)	-	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
有形固定资产净值	-	-	-	-	593	935	57.7	1,192	27.5	1,355	13.7
无形资产净值	-	13	21	37	57	82	44.3	86	5.1	84	-2.6
净营运资本 (包括其他资产)	-	111	266	294	1,051	996	-5.3	1,084	8.9	1,278	17.9
其他负债	-	(13)	(12)	(17)	(27)	(27)	0.0	(27)	0.0	(27)	0.0
运营投入资本	-	-	-	-	1,674	1,985	18.6	2,335	17.6	2,690	15.2
投资	-	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	-	-	-	-	1,674	1,985	18.6	2,335	17.6	2,690	15.2
股东权益	-	126	230	283	1,055	1,176	11.6	1,334	13.4	1,568	17.6
少数股东权益	-	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
总股东权益	-	-	-	-	1,055	1,176	11.6	1,334	13.4	1,568	17.6
净债务 / (现金)	-	97	167	354	619	809	30.7	1,002	23.8	1,121	12.0
其他视同债务的减值准备	-	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	-	-	-	-	1,674	1,985	18.6	2,335	17.6	2,690	15.2
现金流量表 (Rmb 百万)	-	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	-	44	51	78	105	190	82.1	259	36.3	372	43.3
折旧	-	7	11	23	36	88	141.9	117	32.6	139	19.1
营运资本变动净值	-	(31)	(11)	(25)	(486)	120	-	(165)	-	(295)	78.5
其他 (经营性)	-	2	14	22	52	50	-4.1	68	35.1	83	23.1
经营性现金流 (税前/息前)	-	23	65	97	(293)	448	-	278	-37.9	299	7.5
收到 / (支付) 利息净值	-	(4)	(11)	(19)	(30)	(40)	34.0	(58)	44.6	(72)	24.1
已付股息	-	(14)	(11)	(32)	(55)	(12)	-77.99	(20)	65.65	(27)	32.45
已缴付税项	-	(4)	(2)	(5)	(11)	(24)	106.7	(31)	32.4	(46)	47.2
资本支出	-	(108)	(170)	(227)	(579)	(522)	-9.9	(303)	-41.9	(202)	-33.5
并购/处置净值	-	(10)	(3)	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	-	-	4	3	23	(33)	-	(51)	54.9	(65)	27.6
股份发行	-	0	0	0	704	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	-	(117)	(130)	(185)	(265)	(190)	-28.4	(193)	1.6	(120)	-37.9
外汇/非现金项目	-	-	61	(2)	0	0	-	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	-	-	(69)	(187)	(265)	(190)	-28.5	(193)	1.6	(120)	-37.9
核心息税折旧摊销前利润	-	51	63	101	141	278	97.5	376	35.1	511	35.8
维护资本支出	-	(22)	(34)	(45)	0	0	-13.4	0	-39.5	0	-33.5
维护营运资本净支出	-	(6)	(2)	(5)	(97)	24	-	(33)	-	(59)	78.5
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	-	23	26	50	44	302	593.2	343	13.5	452	31.7

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。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。

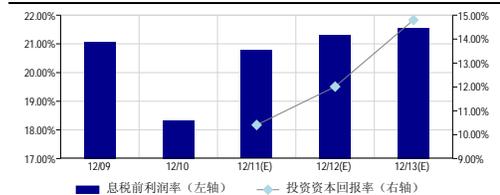
公司概况

深圳市格林美高新技术股份有限公司创立于 2001 年，2010 年 1 月在深圳证券交易所上市。公司总部位于深圳，注册资金 12,131.6 万元。公司主要致力于电子废弃物、废旧电池等“城市矿山”资源的循环利用，是国内规模最大的利用废旧“镍资源生产超细钴镍粉体材料的循环再造企业。公司目前已经在深圳、湖北武汉、荆门、江西丰城、江苏无锡等地建成或规划建设生产基地，形成覆盖华南、华中、华东、华北、西南地区的循环经济体系。

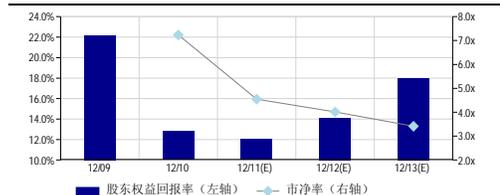
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



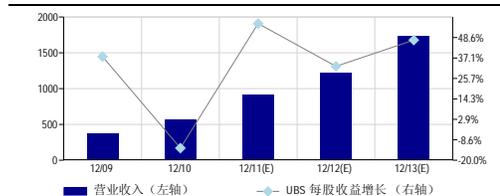
盈利能力



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)	-	-	NM	40.9	30.9	21.0
市盈率 (UBS)	-	-	89.0	40.9	30.9	21.0
股价/每股现金收益	-	-	62.5	24.7	18.7	13.7
净股息收益率 (%)	-	-	0.2	0.4	0.5	0.7
市净率	-	-	7.2	4.7	4.1	3.5
企业价值/营业收入 (核心)	-	-	NM	6.8	5.3	3.8
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	-	57.6	22.3	17.0	12.8
企业价值/息税前利润 (核心)	-	-	NM	NM	24.6	17.6
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	-	NM	20.5	18.6	14.5
企业价值/运营投入资本	-	-	-	3.4	3.0	2.6

企业价值 (Rmb 百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
平均市值	-	7,629	5,486	5,486	5,486
+ 少数股东权益	0	0	0	0	0
+ 平均净债务 (现金)	260	486	714	905	1,061
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	0	0	0	0	0
核心企业价值	-	8,115	6,200	6,391	6,547

增长率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	-	20.8	55.0	60.8	32.8	41.8
息税折旧摊销前利润 (UBS)	-	61.1	39.8	97.5	35.1	35.8
息税前利润 (UBS)	-	51.6	34.8	82.1	36.3	43.3
每股收益 (UBS)	-	37.8	-13.2	56.3	32.4	47.2
每股现金收益	-	52.2	-12.3	81.8	32.5	36.0
每股股息净值	-	-	-66.7	65.6	32.4	47.2
每股账面净值	-	23.0	NM	11.6	13.4	17.6

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	-	27.4	24.7	30.4	30.9	29.6
息税前利润/营业收入	-	21.1	18.3	20.8	21.3	21.6
净利润 (UBS)/营业收入	-	15.5	15.0	14.6	14.6	15.1

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)	-	-	-	10.4	12.0	14.8
税后投资资本回报率	-	-	-	8.8	10.2	12.6
净股东权益回报率	-	22.2	12.8	12.0	14.1	18.0

偿付比率	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润/净利息	-	4.1	3.5	4.7	4.5	5.1
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	2.7	7.1	6.7	6.7	6.7
股息支付率 (%，UBS 每股收益)	-	36.9	14.2	15.0	15.0	15.0
净债务/息税折旧摊销前利润	-	3.5	4.4	2.9	2.7	2.2

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	-	-	-	0.5	0.6	0.7
营业收入/固定资产	-	-	-	1.1	1.1	1.3
营业收入/净营运资本	-	3.3	1.5	1.6	2.1	2.1

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	-	0.7	0.4	1.6	1.3	1.2
资本支出/营业收入 (%)	-	NM	NM	NM	24.9	11.7
资本支出/折旧	-	9.7	NM	5.9	2.6	1.5

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
净债务/总权益	-	NM	58.7	68.7	75.1	71.5
净债务/ (净债务 + 权益)	-	55.5	37.0	40.7	42.9	41.7
净债务 (核心) / 企业价值	-	-	6.0	11.5	14.2	16.2

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2011年10月25日21时35分的股价 (Rmb22.61) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

林浩祥

分析师

S1460511010014

haoxiang.lin@ubssecurities.com

+86-213-866 8897

■ 格林美

深圳市格林美高新技术股份有限公司创立于2001年，2010年1月在深圳证券交易所上市。公司总部位于深圳，注册资金12,131.6万元。公司主要致力于电子废弃物、废旧电池等“城市矿山”资源的循环利用，是国内规模最大的利用废旧镍资源生产超细钴镍粉体材料的循环再造企业。公司目前已经在深圳、湖北武汉、荆门、江西丰城、江苏无锡等地建成或规划建设生产基地，形成覆盖华南、华中、华东、华北、西南地区的循环经济体系。

■ 风险声明

公司的下行风险主要包括：原材料供给不足导致建成产能无法顺利达产，电子废弃物回收处理产能建设进度不及预期，所得税率变化等。

■ 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。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 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	59%	35%
中性	持有/中性	35%	33%
卖出	卖出	6%	14%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	0%
卖出	卖出	低于1%	20%

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09月30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: 林浩祥。

涉及报告中提及的公司的披露

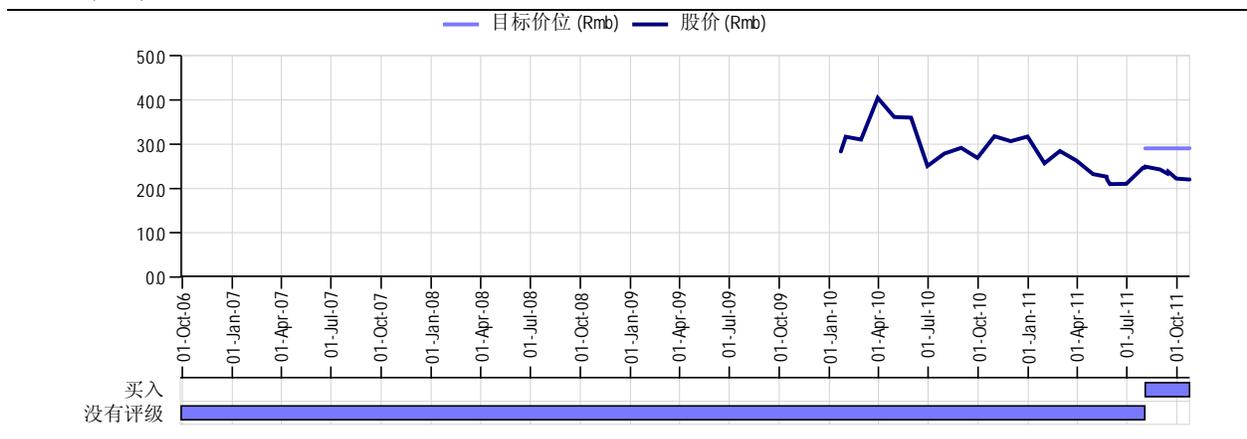
公司名称	路透	12个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
格林美	002340.SZ	买入	不适用	Rmb22.05	2011年10月24日

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, 请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

格林美 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2011年10月24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,而您有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很高的风险,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和遭致的损失或损害负责。

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长仓或沽空,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可以在该等价格成交。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。UBS Financial Services Inc. 分发。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级管理人员名单。**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 为本报告的作者,出版人及发布者。**澳大利亚:** 由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号:231087) 和 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号: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 2011 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。



收入确认或有推迟, 但稳定增长无虞
■ 自主机芯带来全球竞争优势, 循环机占比略为持平

受累于经济环境, 我们预计今年ATM招标均价同比下降10%左右, 但是受益于自主机芯和成本控制, 公司的ATM毛利率有望小幅上升2-3%; 我们认为公司自主机芯有望打破技术封锁, 打开海外市场, 同时类似高铁/轨交AFC的自助现金机具, 也有望成为机芯新市场。循环机产品在四大行中目前只突破了中行, 我们预计今年出货量占比仍将保持20-30%水平(金额占比40%左右), 我们认为一旦循环机四大行有新突破, 收入将跃升。

■ 四大行招标推迟, 建行份额提升是亮点

日本地震后, 银行担心日立和富士通两大机芯厂商断供。我们认为目前担忧虽已解除, 但客观上造成四大行ATM招标普遍推迟。根据公司公告, 目前只有中行完成第一轮采购。我们预计公司今年在建行有望获得ATM第一份额, 成为业务新突破。

■ 今年收入确认和现金回款可能延迟, 但应无收款风险

信贷紧缩给商业银行带来资金压力。我们认为银行普遍放缓对金融机具厂商的下单和回款可能影响公司全年收入确认和现金回流, 但应无收款风险。

■ 估值: 维持“买入”评级, 目标价39元

我们认为公司未来3年业绩稳定增长将是大概率事件, 可做防御性配置。我们维持公司2011-2013年EPS预测分别为1.30/1.65/1.98元。我们维持目标价39元(基于行业可比公司2011年30倍市盈率得出)和“买入”评级。

重要数据 (Rmb百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	1,473	1,701	2,235	2,903	3,354
息税前利润 (UBS)	330	452	543	703	849
净利润 (UBS)	388	475	578	735	882
每股收益 (UBS, Rmb)	1.13	1.07	1.30	1.65	1.98
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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 (%)	-	26.6	24.3	24.2	25.3
ROIC (EBIT) %	-	88.9	97.2	102.2	110.5
EV/EBITDA (core) x	-	25.0	17.8	13.2	10.3
市盈率 (UBS) (x)	-	26.9	19.4	15.2	12.7
净股息收益率 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0

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2011年10月25日23时54分的股价 (Rmb25.20) 得出;

李博
分析师
S1460511020004
benenson.li@ubssecurities.com
+86-213-866 8876

牟其峥
分析师
S1460511010002
monica.mou@ubssecurities.com
+86-213-866 8954

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围	Rmb42.18-24.44/US\$6.35-3.83
市值	Rmb11.2十亿/US\$1.76十亿
已发行股本	445百万 (ORDA)
流通股比例	41%
日均成交量 (千股)	1,072
日均成交额 (Rmb 百万)	Rmb32.8

资产负债表数据 12/11E

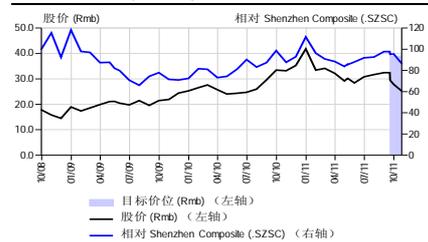
股东权益	Rmb1.98十亿
市净率 (UBS)	5.7x
净现金 (债务)	Rmb1.35十亿

预测回报率

预测股价涨幅	+54.8%
预测股息收益率	0.0%
预测股票回报率	+54.8%
市场回报率假设	9.0%
预测超额回报率	+45.8%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/11E		12/10
	UBS	市场预测	实际
Q1E	0.35	-	0.30
Q2E	0.33	-	0.34
Q3E	0.26	0.26	0.19
Q4E	0.44	0.44	0.55
12/11E	1.30	1.30	
12/12E	1.65	1.65	

股价表现 (Rmb)


资料来源: UBS

www.ubssecurities.com

特此鸣谢

毛平 (steven.mao@ubssecurities.com)

张晓薇 (meredith.zheng@ubssecurities.com)

对本报告的编制提供帮助。

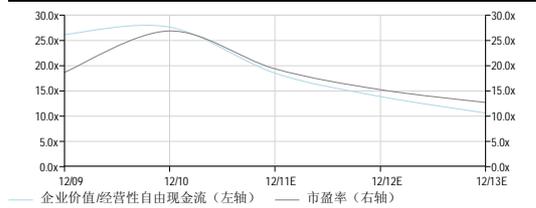
损益表 (Rmb 百万)		12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业收入	-	1,184	1,473	1,701	2,235	31.4	2,903	29.9	3,354	15.5
营业费用 (不含折旧)	-	(881)	(1,121)	(1,224)	(1,665)	36.0	(2,168)	30.2	(2,467)	13.8
息税折旧摊销前利润 (UBS)	-	303	352	477	571	19.6	736	28.9	887	20.6
折旧	-	(16)	(22)	(25)	(28)	10.3	(33)	17.2	(38)	14.7
营业利润 (息税前利润, UBS)	-	287	330	452	543	20.1	703	29.5	849	20.8
其他盈利和联营公司盈利	-	67	85	72	69	-4.5	69	0.0	69	0.0
净利息	-	9	9	2	32	1494.0	47	46.4	63	35.0
非正常项目 (税前)	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	-	363	423	526	643	22.4	818	27.2	981	19.9
税项	-	(32)	(36)	(50)	(64)	29.0	(82)	27.2	(98)	19.9
税后利润	-	332	387	476	579	21.7	736	27.2	883	19.9
非正常项目 (税后)	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	-	0	1	(1)	(1)	21.9	(1)	27.2	(1)	19.9
净利润 (本地会计准则)	-	332	388	475	578	21.7	735	27.2	882	19.9
净利润 (UBS)	-	332	388	475	578	21.7	735	27.2	882	19.9
税率 (%)	-	9	8	9	10	5.4	10	0.0	10	0.0
不计非正常项目税率 (%)	-	9	8	9	10	5.4	10	0.0	10	0.0
每股 (Rmb)		12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
每股收益 (本地会计准则)	-	1.16	1.13	1.07	1.30	21.7	1.65	27.2	1.98	19.9
每股收益 (UBS)	-	1.16	1.13	1.07	1.30	21.7	1.65	27.2	1.98	19.9
每股股息净值	-	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	-
每股现金收益	-	1.22	1.20	1.13	1.36	21.1	1.73	26.7	2.07	19.7
每股账面净值	-	2.88	3.26	2.96	4.45	50.2	5.63	26.5	7.27	29.0
资产负债表 (Rmb 百万)		12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
有形固定资产净值	-	191	252	302	300	-0.7	293	-2.3	282	-4.0
无形固定资产净值	-	15	15	16	16	0.0	16	0.0	16	0.0
净营运资本 (包括其他资产)	-	203	273	185	332	80.0	451	35.8	513	13.7
其他负债	-	(11)	(10)	(17)	(17)	0.0	(17)	0.0	(17)	0.0
运营投入资本	-	398	530	486	631	30.0	744	17.8	794	6.8
投资	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	-	398	530	486	631	30.0	744	17.8	794	6.8
股东权益	-	1,281	1,449	1,318	1,979	50.2	2,505	26.5	3,232	29.0
少数股东权益	-	0	(1)	1	1	21.9	1	27.2	1	19.9
总股东权益	-	1,281	1,449	1,318	1,980	50.2	2,506	26.5	3,233	29.0
净债务 / (现金)	-	(883)	(918)	(832)	(1,349)	62.0	(1,762)	30.7	(2,439)	38.4
其他视同债务的减值准备	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	-	398	530	486	631	30.0	744	17.8	794	6.8
现金流量表 (Rmb 百万)		12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	-	287	330	452	543	20.1	703	29.5	849	20.8
折旧	-	16	22	25	28	10.3	33	17.2	38	14.7
营运资本变动净值	-	(47)	(156)	(393)	(201)	-48.8	(358)	77.6	(238)	-33.6
其他 (经营性)	-	73	86	83	70	-15.4	50	-28.6	26	-48.8
经营性现金流 (税前/息前)	-	329	282	167	439	163.5	428	-2.6	675	57.7
收到 / (支付) 利息净值	-	9	9	2	32	1494.0	47	46.4	63	35.0
已付股息	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
已缴付税项	-	(32)	(36)	(50)	(64)	29.0	(82)	27.2	(98)	19.9
资本支出	-	(113)	(92)	(66)	(26)	-60.8	(26)	0.0	(26)	0.0
并购/处置净值	-	0	7	4	0	-	0	-	0	-
其他	-	-	0	(7)	0	-	0	-	0	-
股份发行	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	-	193	170	50	381	658.8	367	-3.8	614	67.3
外汇/非现金项目	-	-	(134)	(136)	135	-	47	-65.5	63	35.0
资产负债表净债务增加/减少	-	-	36	(86)	516	-	413	-19.9	677	63.7
核心息税折旧摊销前利润	-	303	352	477	571	19.6	736	28.9	887	20.6
维护资本支出	-	(10)	(9)	(7)	(3)	-60.2	(3)	0.0	(3)	0.0
维护营运资本净支出	-	(5)	(16)	(39)	(20)	-48.8	(36)	77.6	(24)	-33.6
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	-	289	327	431	548	27.1	697	27.2	860	23.4

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。

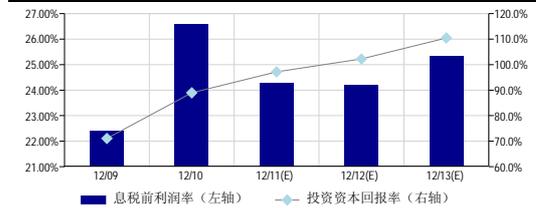
公司概况

广州广电运通金融电子股份有限公司主要从事 ATM 和 AFC 等货币自动处理设备及相关系统软件的研发、生产、销售和服务以及 ATM 营运业务。公司是国内最大的 ATM 设备厂商，市场占有率雄踞榜首。同时，公司继续保持 AFC 设备在国内轨道交通市场的优势地位。

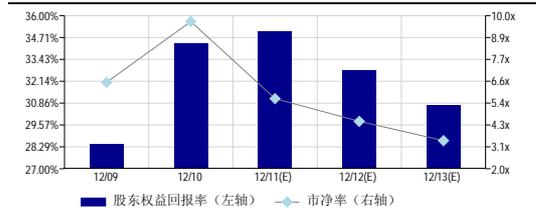
价值 (企业价值/经营性自由现金流与市盈率)



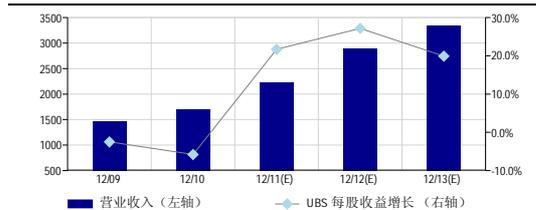
盈利能力



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)	-	18.7	26.9	19.4	15.2	12.7
市盈率 (UBS)	-	18.7	26.9	19.4	15.2	12.7
股价/每股现金收益	-	17.7	25.5	18.5	14.6	12.2
净股息收益率 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率	-	6.5	9.7	5.7	4.5	3.5
企业价值/营业收入 (核心)	-	5.8	7.0	4.5	3.3	2.7
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	24.4	25.0	17.8	13.2	10.3
企业价值/息税前利润 (核心)	-	26.0	26.4	18.7	13.8	10.8
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	26.2	27.6	18.5	13.9	10.6
企业价值/运营投入资本	-	NM	NM	NM	NM	NM

企业价值 (Rmb 百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
平均市值	9,436	12,769	11,208	11,208	11,208
+ 少数股东权益	14	16	19	19	20
+ 平均净债务 (现金)	(901)	(875)	(1,090)	(1,555)	(2,100)
+ 养老金义务及其他	11	13	17	17	17
- 非核心资产价值	0	0	0	0	0
核心企业价值	8,561	11,924	10,153	9,689	9,145

增长率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	-	24.4	15.5	31.4	29.9	15.5
息税折旧摊销前利润 (UBS)	-	15.9	35.8	19.6	28.9	20.6
息税前利润 (UBS)	-	14.8	37.0	20.1	29.5	20.8
每股收益 (UBS)	-	-2.5	-5.8	21.7	27.2	19.9
每股现金收益	-	-1.7	-6.0	21.1	26.7	19.7
每股股息净值	-	-	-	-	-	-
每股账面净值	-	13.2	-9.1	50.2	26.5	29.0

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	-	23.9	28.1	25.5	25.3	26.4
息税前利润/营业收入	-	22.4	26.6	24.3	24.2	25.3
净利润 (UBS) /营业收入	-	26.3	27.9	25.9	25.3	26.3

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)	-	71.1	NM	NM	NM	NM
税后投资资本回报率	-	65.1	NM	NM	NM	NM
净股东权益回报率	-	28.4	34.3	35.1	32.8	30.7

偿付比率	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润/净利息	-	-	-	-	-	-
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	-	-	-	-	-
股息支付率 (% , UBS 每股收益)	-	-	-	-	-	-
净债务/息税折旧摊销前利润	-	NM	NM	NM	NM	NM

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	-	3.2	3.3	4.0	4.2	4.4
营业收入/固定资产	-	6.2	5.8	7.1	9.3	11.1
营业收入/净营运资本	-	6.4	7.9	9.3	7.8	7.2

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	-	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
资本支出/营业收入 (%)	-	6.2	3.9	1.2	0.9	0.8
资本支出/折旧	-	4.2	2.6	0.9	0.8	0.7

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
净债务/总权益	-	(63.4)	(63.2)	(68.1)	(70.3)	(75.5)
净债务/(净债务 + 权益)	-	NM	NM	NM	NM	NM
净债务 (核心) /企业价值	-	(10.5)	(7.3)	(10.7)	(16.1)	(23.0)

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2011年10月25日23时54分的股价 (Rmb25.20) 得出; 总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

李博

分析师

S1460511020004

benson.li@ubssecurities.com

+86-213-866 8876

牟其峰

分析师

S1460511010002

monica.mou@ubssecurities.com

+86-213-866 8954

■ 广电运通

广州广电运通金融电子股份有限公司主要从事ATM和AFC等货币自动处理设备及相关系统软件的研发、生产、销售和服务以及ATM营运业务。公司是国内最大的ATM设备厂商，市场占有率雄踞榜首。同时，公司继续保持AFC设备在国内轨道交通市场的优势地位。

■ 风险声明

国内外关键客户在ATM设备的投资下降或公司技术投入市场不予认可，可能对公司业绩增长构成下行风险，同时还可能面临人力成本上升、人才流失的人力资源风险。

■ 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。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 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	59%	35%
中性	持有/中性	35%	33%
卖出	卖出	6%	14%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	0%
卖出	卖出	低于1%	20%

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09月30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: 李博; 牟其峥。

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
广电运通	002152.SZ	买入	不适用	Rmb25.20	2011年10月25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, 请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

广电运通 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2011年10月25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很高的风险,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 为本报告的作者,出版人及发布者。**澳大利亚:**由 UBS AG(澳大利亚金融服务执照号:231087)和 UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务执照号: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 2011 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。



UBS Investment Research

快评: 华电国际A

煤价居高不下，利润上升空间有限

■ 事件：未来利润空间或将进一步被压缩

公司2011年3季度每股收益0.004元，经常性项目亏损达到8.16亿元。1至9月净利润率和资本回报率分别从去年的-1.3%和-2.3%下降到-2.1%和-5.1%。非经常项目收益达到8.44亿元，主要来自资产处置收益，联营企业以及其他投资项目。

■ 影响：高煤价带给利润率的压力或仍将持续

惨淡的经营结果反映源自煤价的持续压力，公司加大了非火电项目投资以及对煤矿的投入，但目前收益不佳，资产负债表继续恶化。

■ 建议：维持“中性”评级

公司目前市净率1.19倍，估值接近历史低点，但我们认为近期很难找到基本面相对积极的催化剂。尽管电力需求在稳步上升，我们仍预计煤价不可能有较大幅度下跌。另一方面，我们认为持续的高通胀导致电价近期不存在上涨的可能。

■ 估值：维持我们的目标价3.30元不变

我们基于现金流贴现模型，假设WACC为6.3%，得出目标价3.30元。对应十年内投资回报率为3.75%，年均增长率3.0%，终期投资回报率6.25%，增长率5.0%。

重要数据 (Rmb百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	36,450	45,198	53,958	61,780	68,168
息税前利润 (UBS)	4,271	1,726	2,823	3,658	5,875
净利润 (UBS)	1,074	(1,229)	(668)	(803)	754
每股收益 (UBS, Rmb)	0.18	(0.18)	(0.10)	(0.11)	0.10
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.04	0.00	0.00	0.00	0.03

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 (%)	8.6	3.8	5.2	5.9	8.6
ROIC (EBIT) %	3.3	1.8	2.6	3.1	4.8
EV/EBITDA (core) x	14.4	16.3	13.1	11.3	9.2
市盈率 (UBS) (x)	12.0	-23.6	-28.6	-24.8	27.5
净股息收益率 (%)	0.7	0.0	0.0	0.0	0.9

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2011年10月25日23时54分的股价 (Rmb2.82) 得出。

孙旭

分析师

S1460511010013

janet.sun@ubssecurities.com

+86-213-866 8852

全球证券研究报告

中国

电力生产和供应业

12个月评级

中性
保持不变

12个月目标价

Rmb3.30/US\$0.52
保持不变

股价

Rmb2.82/US\$0.44

路透代码: 600027.SS 彭博代码600027 CH

2011年10月26日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围	Rmb4.29-2.71/US\$0.66-0.42
市值	Rmb19.1十亿/US\$3.00十亿
已发行股本	6,771百万 (ORDA)
流通股比例	35%
日均成交量 (千股)	7,004
日均成交额 (Rmb 百万)	Rmb20.6

资产负债表数据 12/11E

股东权益	Rmb16.5十亿
市净率 (UBS)	1.2x
净现金 (债务)	(Rmb101十亿)

预测回报率

预测股价涨幅	+17.0%
预测股息收益率	0.0%
预测股票回报率	+17.0%
市场回报率假设	9.0%
预测超额回报率	+8.0%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/11E	12/10	12/13E
	UBS	市场预测	实际
Q1	(0.06)	-	0.01
Q2	(0.04)	0.06	(0.01)
Q3E	(.00)	(.00)	(0.07)
Q4E	(.00)	(.00)	(0.12)
12/11E	(0.10)	(0.10)	
12/12E	(0.11)	(0.11)	

股价表现 (Rmb)



www.ubssecurities.com

特此鸣谢

徐颖真(yingzhen.xu@ubssecurities.com)

对本报告的编制提供帮助。

本报告由瑞银证券有限责任公司编制

分析师声明及要求披露的项目从第5页开始

UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

2011/10/26 08:09

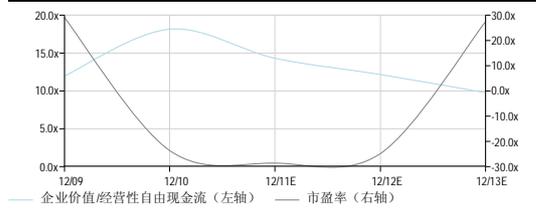
损益表 (Rmb 百万)	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业收入	15,131	20,341	29,997	36,450	45,198	53,958	19.4	61,780	14.5	68,168	10.3
营业费用 (不含折旧)	(10,883)	(14,530)	(26,939)	(28,058)	(38,795)	(45,571)	17.5	(51,358)	12.7	(54,888)	6.9
息税折旧摊销前利润 (UBS)	4,248	5,812	3,059	8,392	6,403	8,387	31.0	10,422	24.3	13,281	27.4
折旧	(1,952)	(2,858)	(3,669)	(4,120)	(4,677)	(5,565)	19.0	(6,764)	21.5	(7,406)	9.5
营业利润 (息税前利润, UBS)	2,296	2,954	(610)	4,271	1,726	2,823	63.5	3,658	29.6	5,875	60.6
其他盈利和联营公司盈利	98	211	(74)	276	453	1,030	127.6	1,091	5.9	1,359	24.6
净利息	(561)	(1,471)	(2,930)	(2,947)	(3,375)	(4,554)	34.9	(6,085)	33.6	(6,639)	9.1
非正常项目 (税前)	49	300	425	83	1,399	756	-45.9	0	-	0	-
税前利润	1,882	1,994	(3,190)	1,683	202	55	-72.8	(1,336)	-	595	-
税项	(523)	(473)	131	(101)	(117)	(26)	-77.6	464	-	138	-70.2
税后利润	1,359	1,520	(3,059)	1,582	86	29	-66.2	(873)	-	733	-
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	(158)	(324)	499	(425)	84	59	-29.4	70	17.3	21	-70.0
净利润 (本地会计准则)	1,201	1,197	(2,560)	1,157	170	88	-48.0	(803)	-	754	-
净利润 (UBS)	1,152	897	(2,985)	1,074	(1,229)	(668)	-45.6	(803)	20.2	754	-
税率 (%)	28	24	0	6	58	47	-17.6	0	-	0	-
不计非正常项目税率 (%)	29	30	0	7	0	0	-	0	-	0	-
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)	0.20	0.20	(0.43)	0.19	0.03	0.01	-48.0	(0.11)	-	0.10	-
每股收益 (UBS)	0.19	0.15	(0.50)	0.18	(0.18)	(0.10)	-45.6	(0.11)	15.4	0.10	-
每股股息净值	0.06	0.06	0.00	0.04	0.00	0.00	-	0.00	-	0.03	-
每股现金收益	0.52	0.62	0.11	0.85	0.51	0.72	42.0	0.84	16.8	1.11	31.6
每股账面净值	2.24	2.37	1.90	2.38	2.39	2.44	2.2	2.63	7.8	2.74	4.2
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	48,545	58,497	73,975	84,819	102,548	112,975	10.2	120,135	6.3	124,652	3.8
无形固定资产净值	940	925	1,957	2,045	6,212	6,122	-1.4	6,032	-1.5	5,943	-1.5
净营运资本 (包括其他资产)	(3,499)	(5,882)	(2,576)	(1,197)	(3,353)	(3,417)	1.9	(4,188)	22.6	(4,402)	5.1
其他负债	(781)	(823)	(1,074)	(1,443)	(2,646)	(2,646)	0.0	(2,646)	0.0	(2,646)	0.0
运营投入资本	45,205	52,717	72,283	84,224	102,760	113,034	10.0	119,333	5.6	123,546	3.5
投资	1,637	2,065	2,693	6,551	9,912	10,631	7.3	10,910	2.6	11,269	3.3
运用资本总额	46,842	54,782	74,976	90,775	112,672	123,665	9.8	130,243	5.3	134,816	3.5
股东权益	13,476	14,300	11,426	16,086	16,176	16,529	2.2	17,826	7.8	18,580	4.2
少数股东权益	2,372	3,843	4,510	5,219	5,687	6,080	6.9	6,093	0.2	6,871	12.8
总股东权益	15,848	18,143	15,937	21,305	21,863	22,609	3.4	23,919	5.8	25,451	6.4
净债务 / (现金)	30,994	36,639	59,039	69,469	90,809	101,056	11.3	106,324	5.2	109,364	2.9
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	46,842	54,782	74,976	90,775	112,672	123,665	9.8	130,243	5.3	134,816	3.5
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)	2,296	2,954	(610)	4,271	1,726	2,823	63.5	3,658	29.6	5,875	60.6
折旧	1,952	2,858	3,669	4,120	4,677	5,565	19.0	6,764	21.5	7,406	9.5
营运资本变动净值	3,415	2,396	(3,050)	(1,361)	2,135	176	-91.8	1,261	617.7	352	-72.1
其他 (经营性)	(3,430)	(2,423)	3,511	(57)	(2,035)	1,392	-	812	-41.7	1,000	23.1
经营性现金流 (税前/息前)	4,233	5,784	3,520	6,973	6,502	9,955	53.1	12,495	25.5	14,632	17.1
收到 / (支付) 利息净值	(1,347)	(2,050)	(3,513)	(3,589)	(4,112)	(5,556)	35.1	(6,723)	21.0	(7,177)	6.8
已付股息	(391)	(373)	(373)	0	(237)	0	-	0	-	0	-
已缴付税项	(475)	(316)	(113)	(120)	(146)	(138)	-5.0	(26)	-81.1	0	-
资本支出	(13,050)	(10,219)	(10,585)	(12,387)	(13,381)	(12,921)	-3.4	(13,196)	2.1	(11,295)	-14.4
并购/处置净值	0	0	(336)	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	106	1,321	(492)	(2,089)	(3,048)	(275)	-91.0	82	-	799	869.4
股份发行	0	0	0	3,454	0	0	-	2,100	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	(10,924)	(5,853)	(11,892)	(7,759)	(14,421)	(8,934)	-38.0	(5,268)	-41.0	(3,041)	-42.3
外汇/非现金项目	(2,315)	208	(10,508)	(2,672)	(6,919)	(1,312)	-81.0	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	(13,238)	(5,645)	(22,400)	(10,430)	(21,340)	(10,247)	-52.0	(5,268)	-48.6	(3,041)	-42.3
核心息税折旧摊销前利润	4,248	5,812	3,059	8,392	6,403	8,387	31.0	10,422	24.3	13,281	27.4
维护资本支出	(186)	(287)	(448)	(564)	(640)	(685)	7.0	(725)	5.8	(778)	7.3
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)	4,062	5,525	2,611	7,827	5,763	7,702	33.7	9,697	25.9	12,503	28.9

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。

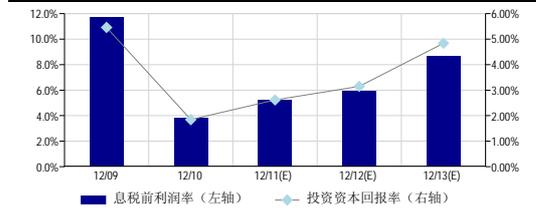
公司概况

华电国际电力股份有限公司是一家独立电力生产商，1999年在香港交易所上市，随后又于2005年在上海证券交易所上市。截至2010年年底，总权益装机容量约为24吉瓦。公司大部分电厂位于山东省，但近来已扩张进入宁夏、四川等欠发达内陆省份。

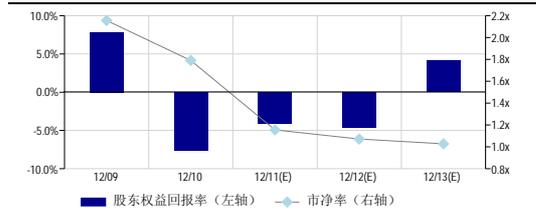
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



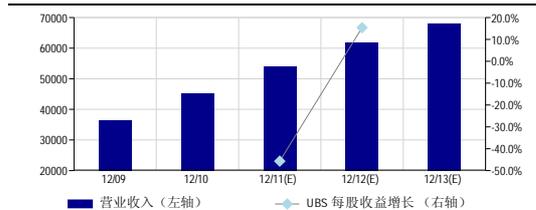
盈利能力



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)	47.4	26.9	NM	NM	NM	27.5
市盈率 (UBS)	12.0	29.0	-23.6	-28.6	-24.8	27.5
股价/每股现金收益	15.8	6.0	8.4	3.9	3.3	2.5
净股息收益率 (%)	0.7	0.7	0.0	0.0	0.0	0.9
市净率	2.2	2.2	1.8	1.2	1.1	1.0
企业价值/营业收入 (核心)	2.7	2.6	2.3	2.0	1.9	1.8
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	14.4	11.2	16.3	13.1	11.3	9.2
企业价值/息税前利润 (核心)	NM	22.0	NM	NM	NM	20.8
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	15.6	12.0	18.2	14.3	12.2	9.8
企业价值/运营投入资本	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0

企业价值 (Rmb 百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
平均市值	31,194	28,961	19,094	19,094	19,094
+ 少数股东权益	4,865	5,453	5,883	6,086	6,482
+ 平均净债务 (现金)	64,254	80,139	95,933	103,690	107,844
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(6,551)	(9,912)	(10,631)	(10,910)	(11,269)
核心企业价值	93,762	104,641	110,279	117,961	122,151

增长率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	31.5	21.5	24.0	19.4	14.5	10.3
息税折旧摊销前利润 (UBS)	10.8	174.4	-23.7	31.0	24.3	27.4
息税前利润 (UBS)	-6.9	-	-59.6	63.5	29.6	60.6
每股收益 (UBS)	-	-	-	-45.6	15.4	-
每股现金收益	-0.3	NM	-40.4	42.0	16.8	31.6
每股股息净值	-	-	-	-	-	-
每股账面净值	1.6	25.2	0.6	2.2	7.8	4.2

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	20.8	23.0	14.2	15.5	16.9	19.5
息税前利润/营业收入	8.6	11.7	3.8	5.2	5.9	8.6
净利润 (UBS) /营业收入	0.5	2.9	NM	NM	NM	1.1

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)	3.3	5.5	1.8	2.6	3.1	4.8
税后投资资本回报率	-	5.1	1.8	2.6	3.1	4.8
净股东权益回报率	-1.5	7.8	(7.6)	(4.1)	(4.7)	4.1

偿付比率	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润/净利息	-	1.5	0.6	0.8	0.8	1.1
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	5.0	-	-	-	4.0
股息支付率 (% , UBS 每股收益)	-	19.8	-	-	-	25.0
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	8.3	NM	NM	NM	8.2

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	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
营业收入/固定资产	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
营业收入/净营运资本	NM	NM	NM	NM	NM	NM

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	2.4	1.8	3.3	2.7	2.7	2.1
资本支出/营业收入 (%)	NM	NM	29.6	23.9	21.4	16.6
资本支出/折旧	3.5	3.0	2.9	2.3	2.0	1.5

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)	80.1	81.2	84.9	85.9	85.6	85.5
净债务 (核心) /企业价值	62.4	68.5	76.6	87.0	87.9	88.3

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2011年10月25日23时54分的股价 (Rmb2.82) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

孙旭

分析师

S1460511010013

janet.sun@ubssecurities.com

+86-213-866 8852

■ 华电国际A

华电国际电力股份有限公司是一家独立电力生产商，1999年在香港交易所上市，随后又于2005年在上海证券交易所上市。截至2010年年底，总权益装机容量约为24吉瓦。公司大部分电厂位于山东省，但近来已扩张进入宁夏、四川等欠发达内陆省份。

■ 风险声明

华电国际的主要风险包括：高于预期的煤炭价格；环境保护、债务以及发电厂建设成本；低于预期的电价和发电厂的利用率。

■ 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。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 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	59%	35%
中性	持有/中性	35%	33%
卖出	卖出	6%	14%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	0%
卖出	卖出	低于1%	20%

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09月30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: 孙旭.

涉及报告中提及的公司的披露

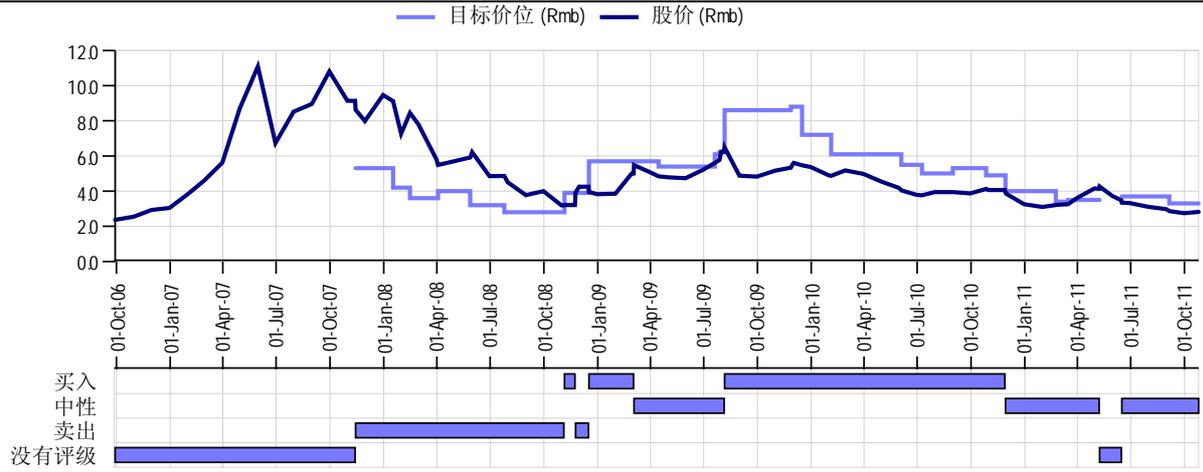
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
华电国际A	600027.SS	中性	不适用	Rmb2.82	2011年10月25日

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, 请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

华电国际A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2011年10月25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很高的风险,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 Box 45, 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 2011 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。



业绩低于预期, 关注煤化工项目
■ 事件: 三季度经常性项目净利润同比下降60%

三季度实现每股收益0.095元, 由于煤价长期处于高位以及不断上升的利率, 公司第三季度经常性项目净利润同比下降60%至2.73亿元。营业利润率以及净利润率分别从2010年3季度的17.1%和4.6%降至11.2%和1.5%。截至11年9月末, 公司负债权益比仍居高不下, 达到312%。

■ 影响: 营业利润率下降, 业绩低于预期

公司1至9月经经常性项目净利润为10.72亿元, 仅达到我们全年预测值的67%, 市场一致预期值的50%。这一结果主要源于低于预期的营业利润率。我们预计公司未来一段时期将继续保持相对较低的利润率和较高的负债比。化学原料泄露事故增加了公司的风险等级, 给未来融资带来一定影响。

■ 建议: 维持中性评级, 持续关注煤化工项目

我们仍维持中性评级。尽管二级市场上公司股价已处于历史低位, 市净率仅1.56倍, 我们仍要考虑来自多仓煤化工项目的影响。我们预计该项目年底完成试运行并于2012年正式投产, 比原定计划推迟了两年。我们认为这是因为在第一年运行中由投资成本溢出导致产能缺失, 要2到3年来实现完全产能。

■ 估值: 维持我们的目标价4.90元不变

我们基于现金流贴现模型, 假设WACC为6.8%, 得出目标价4.90元。对应十年内投资回报率为5.0%, 年均增长率3.3%, 终期投资回报率6.5%, 增长率5.0%。

重要数据 (Rmb百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	47,943	60,672	69,083	75,507	83,228
息税前利润 (UBS)	6,645	9,148	8,802	11,156	14,595
净利润 (UBS)	1,388	2,401	1,603	2,204	3,545
每股收益 (UBS, Rmb)	0.12	0.20	0.12	0.17	0.27
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.07	0.07	0.04	0.06	0.09

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 (%)	17.0	15.1	12.7	14.8	17.5
ROIC (EBIT) %	-	5.4	4.7	5.5	6.8
EV/EBITDA (core) x	-	13.9	12.3	10.5	9.2
市盈率 (UBS) (x)	<-100	37.9	36.8	27.6	17.2
净股息收益率 (%)	1.6	0.9	0.9	1.2	2.0

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2011年10月25日23时54分的股价 (Rmb4.57) 得出;

孙旭

分析师

S1460511010013

janet.sun@ubssecurities.com

+86-213-866 8852

中国

电力生产和供应业

12个月评级

中性
保持不变

12个月目标价

Rmb4.90/US\$0.77
保持不变

股价

Rmb4.57/US\$0.72

路透代码: 601991.SS 彭博代码601991 CH

2011年10月26日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围	Rmb7.59-4.38/US\$1.17-0.68
市值	Rmb60.8十亿/US\$9.54十亿
已发行股本	13,310百万 (ORDA)
流通股比例	31%
日均成交量 (千股)	3,441
日均成交额 (Rmb 百万)	Rmb16.8

资产负债表数据 12/11E

股东权益	Rmb38.6十亿
市净率 (UBS)	1.5x
净现金 (债务)	(Rmb159十亿)

预测回报率

预测股价涨幅	+7.2%
预测股息收益率	0.9%
预测股票回报率	+8.1%
市场回报率假设	9.0%
预测超额回报率	-0.9%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/11E		12/10	12/13E
	UBS	市场预测	实际	
Q1	0.00	-	(.00)	
Q2	0.05	0.06	0.07	
Q3E	0.02	0.03	0.04	
Q4E	0.05	0.05	0.08	
12/11E	0.12	0.12		
12/12E	0.17	0.17		

股价表现 (Rmb)


www.ubssecurities.com

特此鸣谢

徐颖真(yingzhen.xu@ubssecurities.com)

对本报告的编制提供帮助。

大唐发电 A

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	24,835	32,763	36,900	47,943	60,672	69,083	13.9	75,507	9.3	83,228	10.2
营业费用 (不含折旧)	(14,739)	(19,928)	(27,802)	(33,776)	(44,087)	(51,747)	17.4	(54,248)	4.8	(57,794)	6.5
息税折旧摊销前利润 (UBS)	10,096	12,835	9,098	14,167	16,586	17,336	4.5	21,259	22.6	25,434	19.6
折旧	(4,109)	(4,913)	(6,206)	(7,522)	(7,438)	(8,535)	14.7	(10,103)	18.4	(10,840)	7.3
营业利润 (息税前利润, UBS)	5,987	7,923	2,892	6,645	9,148	8,802	-3.8	11,156	26.8	14,595	30.8
其他盈利和联营公司盈利	178	288	416	439	719	887	23.3	1,142	28.7	1,340	17.3
净利息	(1,502)	(2,300)	(3,611)	(4,077)	(5,335)	(6,785)	27.2	(8,665)	27.7	(9,921)	14.5
非正常项目 (税前)	168	152	903	148	112	307	173.4	0	-	0	-
税前利润	4,830	6,063	600	3,155	4,644	3,211	-30.9	3,633	13.1	6,013	65.5
税项	(1,081)	(1,498)	(72)	(639)	(871)	(527)	-39.6	(686)	30.3	(968)	41.1
税后利润	3,749	4,566	528	2,517	3,773	2,684	-28.9	2,947	9.8	5,045	71.2
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	(805)	(1,001)	221	(980)	(1,259)	(774)	-38.6	(743)	-4.0	(1,500)	102.0
净利润 (本地会计准则)	2,944	3,564	749	1,537	2,514	1,911	-24.0	2,204	15.4	3,545	60.9
净利润 (UBS)	2,776	3,412	(154)	1,388	2,401	1,603	-33.2	2,204	37.5	3,545	60.9
税率 (%)	22	25	12	20	19	16	-12.6	19	15.2	16	-14.8
不计非正常项目税率 (%)	23	26	0	25	23	26	14.3	28	5.5	21	-24.8
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)	0.28	0.31	0.06	0.13	0.21	0.15	-28.1	0.17	11.7	0.27	60.9
每股收益 (UBS)	0.27	0.29	(0.01)	0.12	0.20	0.12	-36.9	0.17	33.2	0.27	60.9
每股股息净值	0.24	0.12	0.11	0.07	0.07	0.04	-39.1	0.06	33.2	0.09	60.9
每股现金收益	0.66	0.72	0.52	0.76	0.81	0.79	-2.6	0.92	17.6	1.08	16.9
每股账面净值	2.11	2.55	2.23	2.22	2.51	3.14	25.2	3.27	4.2	3.50	6.9
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	78,139	99,968	134,820	157,440	179,234	193,677	8.1	205,008	5.9	220,565	7.6
无形固定资产净值	384	1,258	3,495	2,286	2,631	2,575	-2.1	2,519	-2.2	2,463	-2.2
净营运资本 (包括其他资产)	(3,776)	(4,431)	(3,069)	1,287	(2,743)	335	-	1,155	244.8	388	-66.4
其他负债	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运营投入资本	74,747	96,795	135,246	161,013	179,121	196,587	9.8	208,682	6.2	223,416	7.1
投资	2,632	7,125	4,028	6,749	9,546	10,943	14.6	12,375	13.1	13,668	10.5
运用资本总额	77,378	103,920	139,274	167,762	188,667	207,530	10.0	221,057	6.5	237,085	7.3
股东权益	23,896	29,756	26,252	26,123	30,850	38,639	25.2	40,276	4.2	43,065	6.9
少数股东权益	3,305	4,599	4,654	6,650	7,583	9,409	24.1	11,421	21.4	14,676	28.5
总股东权益	27,201	34,355	30,906	32,772	38,433	48,048	25.0	51,697	7.6	57,741	11.7
净债务 / (现金)	50,177	69,565	108,368	134,990	150,234	159,483	6.2	169,360	6.2	179,343	5.9
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	77,378	103,920	139,274	167,762	188,667	207,530	10.0	221,057	6.5	237,085	7.3
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)	5,987	7,923	2,892	6,645	9,148	8,802	-3.8	11,156	26.8	14,595	30.8
折旧	4,109	4,913	6,206	7,522	7,438	8,535	14.7	10,103	18.4	10,840	7.3
营运资本变动净值	(1,613)	(670)	(1,211)	(1,351)	1,914	(2,210)	-	(979)	-55.7	484	-
其他 (经营性)	54	(361)	90	371	117	153	30.7	519	238.3	698	34.3
经营性现金流 (税前/息前)	8,537	11,804	7,977	13,187	18,617	15,280	-17.9	20,799	36.1	26,616	28.0
收到 / (支付) 利息净值	(2,371)	(3,428)	(6,032)	(6,588)	(7,199)	(9,358)	30.0	(10,453)	11.7	(11,313)	8.2
已付股息	(1,751)	(2,124)	(2,240)	(1,905)	(1,804)	(862)	-52.24	(567)	-34.16	(755)	33.16
已缴付税项	(1,048)	(1,292)	(734)	(1,130)	(881)	(1,125)	27.6	(527)	-53.2	(686)	30.3
资本支出	(15,346)	(25,689)	(34,748)	(26,564)	(22,667)	(20,350)	-10.2	(19,589)	-3.7	(24,948)	27.4
并购/处置净值	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	-	1,044	409	(448)	(1,282)	137	-	460	235.9	1,103	139.7
股份发行	3,279	0	0	0	3,248	6,740	107.5	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	(9,361)	(19,686)	(35,368)	(23,449)	(11,968)	(9,537)	-20.3	(9,877)	3.6	(9,983)	1.1
外汇/非现金项目	-	298	(3,435)	(3,173)	(3,276)	289	-	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	-	(19,388)	(38,803)	(26,622)	(15,244)	(9,248)	-39.3	(9,877)	6.8	(9,983)	1.1
核心息税折旧摊销前利润	10,096	12,835	9,098	14,167	16,586	17,336	4.5	21,259	22.6	25,434	19.6
维护资本支出	(778)	(999)	(1,459)	(1,809)	(1,898)	(2,152)	13.4	(2,323)	8.0	(2,424)	4.4
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)	9,318	11,836	7,639	12,357	14,688	15,184	3.4	18,936	24.7	23,010	21.5

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

中性

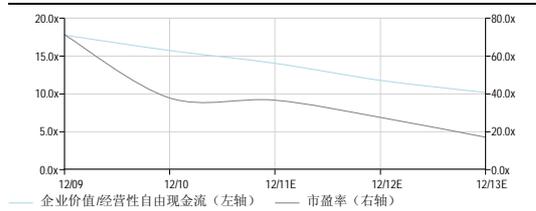
12个月目标价

Rmb4.90

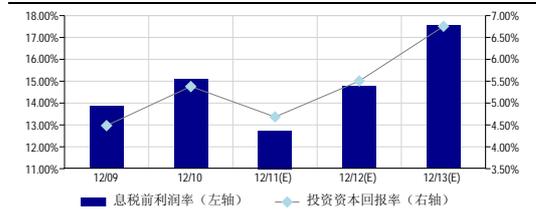
公司概况

大唐国际发电股份有限公司是一家独立发电商。公司于1997年3月分别在香港证券交易所和伦敦证券交易所上市，2006年12月在上海证券交易所上市。母公司大唐集团拥有其36%的股权。截至2010年年底，大唐发电的总装机容量约为36吉瓦，其中约60%分布在华北地区。

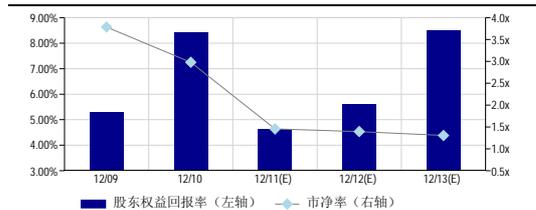
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



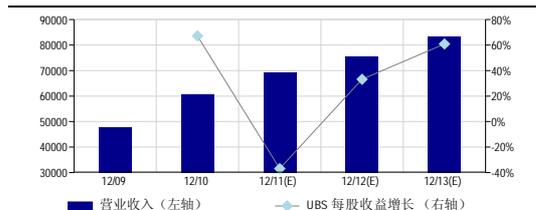
盈利能力



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)	67.7	64.4	36.2	30.8	27.6	17.2
市盈率 (UBS)	<-100	71.3	37.9	36.8	27.6	17.2
股价/每股现金收益	13.8	11.1	9.3	5.8	4.9	4.2
净股息收益率 (%)	1.6	0.9	0.9	0.9	1.2	2.0
市净率	3.9	3.8	3.0	1.5	1.4	1.3
企业价值/营业收入 (核心)	-	4.6	3.8	3.1	3.0	2.8
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	15.5	13.9	12.3	10.5	9.2
企业价值/息税前利润 (核心)	-	NM	25.3	24.2	20.0	16.1
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	17.8	15.7	14.0	11.8	10.2
企业价值/运营投入资本	-	1.5	1.4	1.1	1.1	1.1

企业价值 (Rmb 百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
平均市值	98,912	90,964	60,827	60,827	60,827
+ 少数股东权益	5,652	7,116	8,496	10,415	13,049
+ 平均净债务 (现金)	121,679	142,612	154,858	164,421	174,352
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(6,749)	(9,546)	(10,943)	(12,375)	(13,668)
核心企业价值	219,494	231,146	213,238	223,288	234,559

增长率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	25.0	29.9	26.6	13.9	9.3	10.2
息税折旧摊销前利润 (UBS)	13.2	55.7	17.1	4.5	22.6	19.6
息税前利润 (UBS)	11.2	129.7	37.7	-3.8	26.8	30.8
每股收益 (UBS)	-7.4	-	67.2	-36.9	33.2	60.9
每股现金收益	5.0	46.8	6.7	-2.6	17.6	16.9
每股股息净值	-26.4	-33.5	-4.3	-39.1	33.2	60.9
每股账面净值	4.4	-0.5	13.0	25.2	4.2	6.9

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	32.3	29.5	27.3	25.1	28.2	30.6
息税前利润/营业收入	17.0	13.9	15.1	12.7	14.8	17.5
净利润 (UBS) /营业收入	5.6	2.9	4.0	2.3	2.9	4.3

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)	-	4.5	5.4	4.7	5.5	6.8
税后投资资本回报率	-	3.4	4.1	3.5	4.0	5.4
净股东权益回报率	-	5.3	8.4	4.6	5.6	8.5

偿付比率	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润/净利息	2.4	1.7	1.8	1.4	1.4	1.6
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	1.6	2.8	2.9	2.9	2.9
股息支付率 (% , UBS 每股收益)	-	62.1	35.5	34.3	34.3	34.3
净债务/息税折旧摊销前利润	8.2	9.5	9.1	9.2	8.0	7.1

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	-	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
营业收入/固定资产	-	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
营业收入/净营运资本	-	NM	NM	NM	NM	NM

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	1.7	1.9	1.6	1.7	1.7	1.6
资本支出/营业收入 (%)	NM	NM	NM	29.5	25.9	30.0
资本支出/折旧	4.1	3.5	3.0	2.4	1.9	2.3

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)	78.9	83.8	83.0	80.5	80.8	80.6
净债务 (核心) / 企业价值	-	55.4	61.7	72.6	73.6	74.3

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2011年10月25日23时54分的股价 (Rmb4.57) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

孙旭

分析师

S1460511010013

janet.sun@ubssecurities.com

+86-213-866 8852

■ 大唐发电A

大唐国际发电股份有限公司是一家独立发电商。公司于1997年3月分别在香港证券交易所和伦敦证券交易所上市，2006年12月在上海证券交易所上市。母公司大唐集团拥有其36%的股权。截至2010年年底，大唐发电的总装机容量约为36吉瓦，其中约60%分布在华北地区。

■ 风险声明

大唐发电的主要下行风险包括：高于预期的煤炭价格；高于预期的环境保护、债务以及发电厂建设成本；低于预期的电价和发电厂的利用率。

■ 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。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 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	59%	35%
中性	持有/中性	35%	33%
卖出	卖出	6%	14%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	0%
卖出	卖出	低于1%	20%

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09月30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: 孙旭.

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
大唐发电A ¹⁶	601991.SS	中性	不适用	Rmb4.57	2011年10月25日

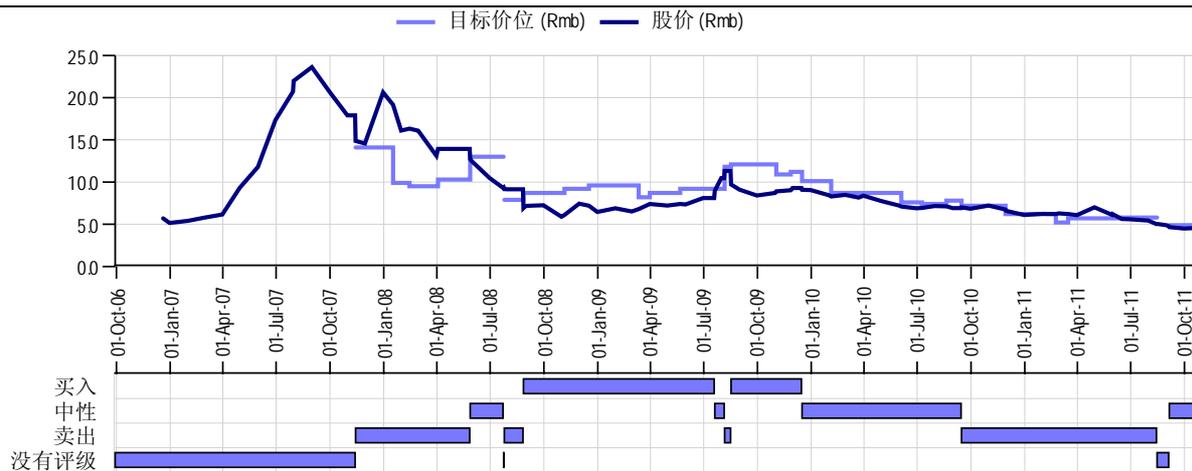
资料来源: UBS (瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

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。

16. 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。

大唐发电A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2011年10月25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很高的风险,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 2011 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。

UBS Investment Research
快评: 华能国际A
业绩低于预期
■ 事件: 三季度利润2.32亿元, 同比下降79%

公司2011年3季度每股收益0.1元, 净利润2.32亿元, 同比下降79%, 主要原因归结于煤价高企, 其次利率居高不下带来的负面影响也较大。1至9月净利润率从2010年3.2%下降到1.1%, 负债比从2010年的212%上升到249%。公司同时披露了天津250兆瓦级的整体煤气化燃气-蒸汽联合循环(IGCC)的投资, 规模达到2.64亿元, 该项目由华能集团控股, 公司占有36%的股份。

■ 影响: 业绩低于预期, 利息费用高于预期

公司1至9月经常性项目净利润为11.2亿元, 仅达到我们全年预测值的62%, 市场一致预期值的41%。息税前利润大致符合我们预期, 达到全年预测值的76%, 业绩低于预期源于超预期的利息费用。同时公司还涉足煤电联营, 但收益不佳, 进一步加剧了负债表的恶化。

■ 建议: 估值处于历史低点, 但短期股价可能没有催化剂

公司目前市净率1.16, 这一估值接近历史低点。然而, 我们很难在近期找到基本面相对积极的催化剂。尽管电力需求在稳步上升, 我们仍预计煤价不可能有较大幅度下跌。另一方面, 我们认为持续的高通胀导致电价近期不存在涨价的可能。

■ 估值: 维持我们的目标价5.00元不变

我们基于现金流贴现模型, 假设WACC为6.5%, 得出目标价5.00元。对应十年投资回报率5.5%, 年均增长率2.7%, 终期投资回报率6.5%, 增长率5.0%。

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	128,199	145,303	157,678
息税前利润 (UBS)	9,803	8,658	8,530	9,191	13,755
净利润 (UBS)	5,585	2,973	1,796	1,512	4,144
每股收益 (UBS, Rmb)	0.46	0.25	0.13	0.11	0.29
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.15	0.20	0.07	0.05	0.15

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	6.7	6.3	8.7
ROIC (EBIT) %	5.5	5.0	4.5	4.5	6.5
EV/EBITDA (core) x	11.8	10.6	9.8	9.5	7.7
市盈率 (UBS) (x)	11.5	26.8	33.0	39.2	14.3
净股息收益率 (%)	2.8	3.0	1.8	1.3	3.6

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2011年10月25日23时54分的股价 (Rmb4.22) 得出;

孙旭

分析师

S1460511010013

janet.sun@ubssecurities.com

+86-213-866 8852

全球证券研究报告

中国

电力生产和供应业

12个月评级

中性
保持不变

12个月目标价

Rmb5.00/US\$0.78
保持不变

股价

Rmb4.22/US\$0.66

路透代码: 600011.SS 彭博代码600011 CH

2011年10月26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	Rmb59.3十亿/US\$9.30十亿
已发行股本	14,055百万 (ORDA)
流通股比例	31%
日均成交量 (千股)	3,539
日均成交额 (Rmb 百万)	Rmb16.1

资产负债表数据 12/11E

股东权益	Rmb52.6十亿
市净率 (UBS)	1.0x
净现金 (债务)	(Rmb155十亿)

预测回报率

预测股价涨幅	+18.5%
预测股息收益率	1.8%
预测股票回报率	+20.3%
市场回报率假设	9.0%
预测超额回报率	+11.3%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/11E	12/10	12/13E
	UBS	市场预测	实际
Q1	0.01	-	0.07
Q2	0.05	0.07	0.07
Q3E	0.04	0.04	0.09
Q4E	0.03	0.03	0.02
12/11E	0.13	0.13	
12/12E	0.11	0.11	

股价表现 (Rmb)


www.ubssecurities.com

特此鸣谢

徐颖真(yingzhen.xu@ubssecurities.com)

对本报告的编制提供帮助。

本报告由瑞银证券有限责任公司编制

分析师声明及要求披露的项目从第5页开始

UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

2011/10/26 08:09

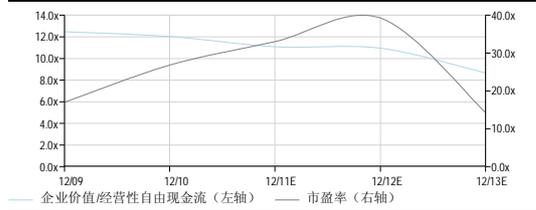
损益表 (Rmb 百万)	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业收入	44,153	49,768	67,835	76,863	104,318	128,199	22.9	145,303	13.3	157,678	8.5
营业费用 (不含折旧)	(28,876)	(34,620)	(61,225)	(58,487)	(85,213)	(108,021)	26.8	(123,066)	13.9	(129,686)	5.4
息税折旧摊销前利润 (UBS)	15,278	15,148	6,610	18,375	19,105	20,177	5.6	22,237	10.2	27,992	25.9
折旧	(6,719)	(7,226)	(7,719)	(8,572)	(10,447)	(11,647)	11.5	(13,047)	12.0	(14,236)	9.1
营业利润 (息税前利润, UBS)	8,558	7,922	(1,108)	9,803	8,658	8,530	-1.5	9,191	7.7	13,755	49.7
其他盈利和联营公司盈利	941	599	(55)	756	324	881	172.1	1,205	36.8	1,322	9.7
净利息	(1,539)	(2,079)	(3,981)	(4,200)	(5,194)	(6,961)	34.0	(8,831)	26.9	(9,536)	8.0
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	2,718	-35.2	1,565	-42.4	5,542	254.2
税项	(1,128)	(838)	240	(594)	(843)	(591)	-29.8	4	-	(940)	-
税后利润	6,889	6,481	(4,552)	5,110	3,351	2,127	-36.5	1,569	-26.2	4,602	193.3
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	(64)	-	(57)	-10.1	(458)	701.5
净利润 (本地会计准则)	6,071	6,161	(3,938)	4,930	3,377	2,063	-38.9	1,512	-26.7	4,144	174.1
净利润 (UBS)	6,014	5,284	(4,291)	5,585	2,973	1,796	-39.6	1,512	-15.8	4,144	174.1
税率 (%)	14	11	0	10	20	22	8.3	0	-	17	-
不计非正常项目税率 (%)	16	14	0	11	26	38	44.0	0	-	22	-
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	0.15	-47.4	0.11	-26.7	0.29	174.1
每股收益 (UBS)	0.50	0.44	(0.36)	0.46	0.25	0.13	-48.0	0.11	-15.8	0.29	174.1
每股股息净值	0.28	0.30	0.10	0.15	0.20	0.07	-62.6	0.05	-26.7	0.15	174.1
每股现金收益	1.06	1.04	0.28	1.17	1.11	0.96	-13.7	1.04	8.3	1.31	26.2
每股账面净值	3.60	3.89	3.06	3.49	3.83	4.36	14.0	4.40	0.9	4.68	6.4
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	178,811	15.2	185,253	3.6	188,487	1.7
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	3,859	-48.9	5,391	39.7	6,332	17.5
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	201,844	11.7	209,818	4.0	213,994	2.0
投资	6,877	12,194	10,282	12,125	14,197	15,141	6.6	16,156	6.7	17,347	7.4
运用资本总额	98,733	105,046	146,242	174,570	194,915	216,985	11.3	225,974	4.1	231,341	2.4
股东权益	43,458	46,929	36,829	42,124	53,789	52,590	-2.2	53,044	0.9	56,413	6.4
少数股东权益	7,151	5,151	5,731	8,524	8,636	9,525	10.3	9,757	2.4	10,201	4.6
总股东权益	50,609	52,080	42,560	50,648	62,425	62,116	-0.5	62,801	1.1	66,614	6.1
净债务 / (现金)	48,125	52,967	103,682	123,921	132,490	154,869	16.9	163,173	5.4	164,727	1.0
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	216,985	11.3	225,974	4.1	231,341	2.4
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	8,530	-1.5	9,191	7.7	13,755	49.7
折旧	6,719	7,226	7,719	8,572	10,447	11,647	11.5	13,047	12.0	14,236	9.1
营运资本变动净值	(100)	(1,799)	(1,290)	(3,044)	(40)	324	-	(737)	-	(1,686)	128.9
其他 (经营性)	648	388	589	621	373	590	58.2	940	59.5	1,031	9.7
经营性现金流 (税前/息前)	15,826	13,737	5,910	15,952	19,438	21,091	8.5	22,441	6.4	27,337	21.8
收到 / (支付) 利息净值	(2,454)	(2,670)	(4,659)	(5,318)	(5,943)	(8,163)	37.4	(9,840)	20.5	(10,441)	6.1
已付股息	(3,014)	(3,376)	(3,570)	(1,242)	(2,528)	(2,811)	11.20	(1,052)	-62.57	(771)	-26.72
已缴付税项	(1,395)	(1,192)	(415)	(491)	(1,111)	(1,060)	-4.6	(791)	-25.4	(196)	-75.3
资本支出	(16,217)	(14,322)	(48,093)	(24,490)	(25,540)	(23,515)	-7.9	(18,480)	-21.4	(16,565)	-10.4
并购/处置净值	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	(108)	(2,888)	615	(924)	(1,722)	76	-	(576)	-	(914)	58.7
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)	(14,383)	-16.4	(8,298)	-42.3	(1,549)	-81.3
外汇/非现金项目	136	5,869	(672)	(4,116)	8,635	(7,996)	-	(6)	-99.9	(4)	-24.1
资产负债表净债务增加/减少	(7,225)	(4,842)	(50,715)	(20,239)	(8,568)	(22,380)	161.2	(8,304)	-62.9	(1,554)	-81.3
核心息税折旧摊销前利润	15,278	15,148	6,610	18,375	19,105	20,177	5.6	22,237	10.2	27,992	25.9
维护资本支出	(1,307)	(1,534)	(1,702)	(2,035)	(2,302)	(2,403)	4.4	(2,892)	20.4	(3,059)	5.8
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	17,775	5.8	19,345	8.8	24,932	28.9

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。

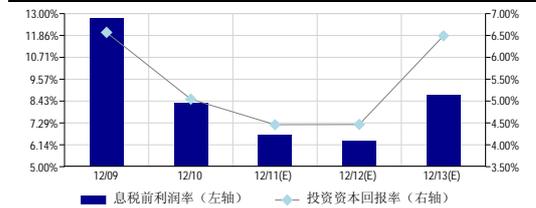
公司概况

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）。

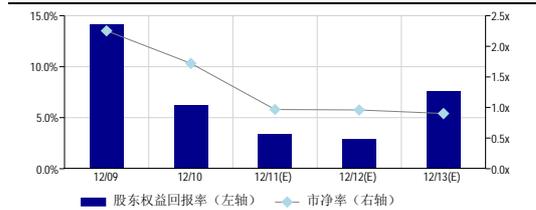
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



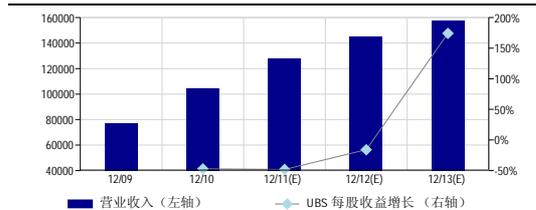
盈利能力



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	28.8	39.2	14.3
市盈率 (UBS)	11.5	17.0	26.8	33.0	39.2	14.3
股价/每股现金收益	12.0	6.7	5.9	4.4	4.1	3.2
净股息收益率 (%)	2.8	1.9	3.0	1.8	1.3	3.6
市净率	2.3	2.3	1.7	1.0	1.0	0.9
企业价值/营业收入 (核心)	2.6	2.7	1.9	1.5	1.5	1.4
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	11.8	11.1	10.6	9.8	9.5	7.7
企业价值/息税前利润 (核心)	26.1	20.8	23.3	23.1	23.0	15.7
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	13.4	12.5	12.0	11.1	10.9	8.7
企业价值/运营投入资本	1.4	1.4	1.2	1.0	1.0	1.0

企业价值 (Rmb 百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
平均市值	94,902	79,546	59,314	59,314	59,314
+ 少数股东权益	7,127	8,580	9,081	9,641	9,979
+ 平均净债务 (现金)	113,802	128,206	143,679	159,021	163,950
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(12,125)	(14,197)	(15,141)	(16,156)	(17,347)
核心企业价值	203,706	202,135	196,933	211,820	215,895

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	22.9	13.3	8.5
息税折旧摊销前利润 (UBS)	5.7	178.0	4.0	5.6	10.2	25.9
息税前利润 (UBS)	0.3	-	-11.7	-1.5	7.7	49.7
每股收益 (UBS)	-16.2	-	-47.0	-48.0	-15.8	174.1
每股现金收益	1.2	NM	-5.6	-13.7	8.3	26.2
每股股息净值	-8.1	50.4	33.0	-62.6	-26.7	174.1
每股账面净值	1.5	14.4	9.5	14.0	0.9	6.4

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	15.7	15.3	17.8
息税前利润/营业收入	10.9	12.8	8.3	6.7	6.3	8.7
净利润 (UBS) / 营业收入	5.6	7.3	2.8	1.4	1.0	2.6

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	4.5	4.5	6.5
税后投资资本回报率	-	5.9	3.7	2.8	4.5	5.0
净股东权益回报率	7.2	14.1	6.2	3.4	2.9	7.6

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	1.4	1.2	1.6
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	3.1	1.2	1.7	2.0	2.0
股息支付率 (% , UBS 每股收益)	-	32.5	81.5	58.6	51.0	51.0
净债务/息税折旧摊销前利润	6.2	6.7	6.9	7.7	7.3	5.9

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	0.8
营业收入/净营运资本	45.3	26.4	43.0	93.9	72.5	51.9

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	2.1	2.1	1.8
资本支出/营业收入 (%)	NM	NM	24.5	18.3	12.7	10.5
资本支出/折旧	3.2	2.9	2.4	2.0	1.4	1.2

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	74.7	75.5	74.5
净债务 (核心) / 企业价值	47.1	55.9	63.4	73.0	75.1	75.9

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 2011 年 10 月 25 日 23 时 54 分的股价 (Rmb4.22) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

孙旭

分析师

S1460511010013

janet.sun@ubssecurities.com

+86-213-866 8852

■ 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：高于预期的煤炭价格；高于预期的环境保护、债务以及发电厂建设成本；低于预期的电价和发电厂的利用率。

■ 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。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 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	59%	35%
中性	持有/中性	35%	33%
卖出	卖出	6%	14%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	0%
卖出	卖出	低于1%	20%

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09月30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: 孙旭.

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 ^{16a, 16b}	600011.SS	中性	不适用	Rmb4.22	2011年10月25日

资料来源: UBS (瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

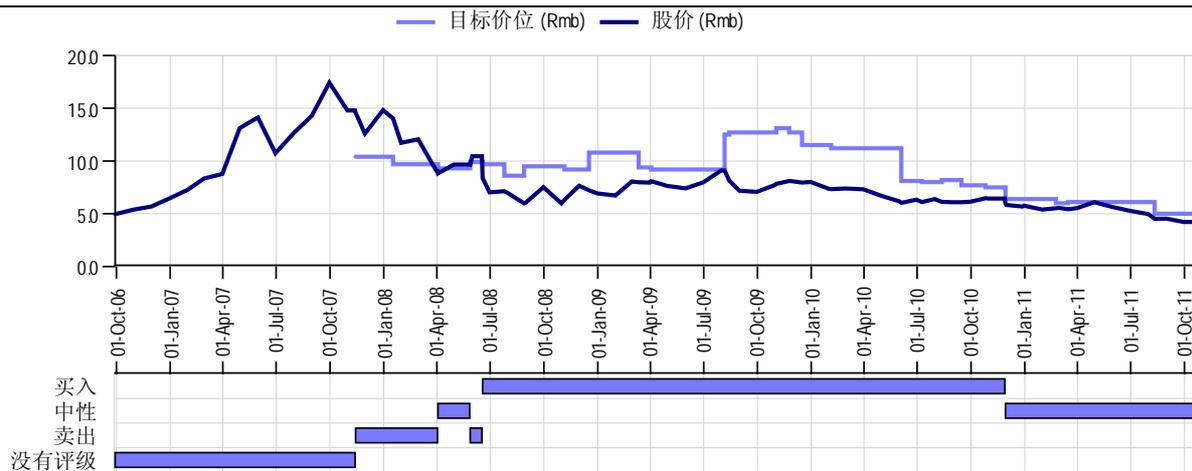
本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级, 它们可能会晚于股票定价日期。

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2011年10月25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很高的风险,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建仓或沽空,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)或UBS Securities Japan Ltd. (仅向机构投资者分发)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 2011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。

昨日世界主要股市行情					
	昨日收	1日变动	1周变动	1月变动	1年变动
上证综合指数	2410	1.7%	1.1%	0.7%	-20.8%
沪深300	2625	1.9%	1.3%	0.6%	-24.3%
中证500	3843	2.8%	-0.9%	-5.1%	-23.8%
深证成份指数	10203	2.5%	-0.2%	-1.2%	-25.7%
中小板综	4991	2.8%	-0.8%	-3.3%	-27.6%
创业板综	798	3.3%	-1.1%	-3.8%	-23.0%
恒生指数	18968	1.0%	4.9%	9.0%	-19.6%
恒生国企指数	9861	1.5%	5.6%	12.9%	-27.7%
DJ工业指数	11707	-1.7%	1.1%	8.7%	4.9%
S&P500	1229	-2.0%	0.3%	8.2%	3.7%
NASDAQ	2638	-2.3%	-0.7%	6.2%	5.9%
日经255	8762	-0.9%	0.2%	4.6%	-6.6%
FT100	5526	-0.4%	2.1%	9.1%	-3.9%

来源：万得，彭博

今日A股重大公告

深发展A (000001)：发布三季报称，公司2011年1-9月实现归属于上市公司股东的净利润为7687182元，同比增长62.69%；基本每股收益2.01元/股，同比增长37.67%。其中，2011年7-9月归属于上市公司股东的净利润为2956041元，同比增长73.95%；基本每股收益为0.65元/股，同比增长32.65%。

南玻A (000012)：发布三季报称，公司2011年1-9月实现归属于上市公司股东的净利润为1110086740元，同比增长6.58%；基本每股收益0.53元/股，同比增长6%。其中，2011年7-9月归属于上市公司股东的净利润为272443398元，同比下降32.83%；基本每股收益为0.13元/股，同比下降35%。

吉林化纤 (000420)：发布三季报称，公司2011年1-9月实现归属于上市公司股东的净亏损为149371937.61元，去年同期亏损85087890.89元；基本每股亏损0.3949元/股，去年同期每股亏损0.2249元/股。其中，2011年7-9月归属于上市公司股东的净亏损为133813152.87元，去年同期亏损43046911.15元；基本每股亏损为0.3538元/股，去年同期每股亏损0.1045元/股。

丽江旅游 (002033)：发布三季报称，公司2011年1-9月实现归属于上市公司股东的净利润为58598989.05元，同比增长295.93%；基本每股收益0.39元/股，同比增长200%。其中，2011年7-9月归属于上市公司股东的净利润28386491.68元，同比增长240.63%；基本每股收益为0.19元/股，同比增长171.43%。

联建光电 (300269)：发布三季报称，公司2011年1-9月归属于上市公司股东的净利润为32346574.32元，同比增长38.08%；基本每股收益为0.59元，同比增长37.21%。其中，2011年7-9月归属于上市公司股东的净利润为12697888.24元，同比增长44.35%；基本每股收益0.23元，同比增长43.75%。

海螺水泥 (600585)：由于上调产品价格，第三季度净利润较上年同期增长逾一倍。2011年7-9月，公司实现净利润人民币30.6亿元，高于上年同期的人民币13.6亿元。第三季度实现营业收入人民币126.5亿元，较上年同期的人民币84.9亿元增长49%。

金刚玻璃 (300093)：发布三季报称，公司2011年1-9月归属于上市公司股东的净利润为30229411.34元，同比减少0.22%；基本每股收益为0.14元，同比减少54.84%。其中，2011年7-9月归属于上市公司股东的净利润为5837975.63元，同比减少10.61%；基本每股收益0.03元，同比减少50.00%。

太阳纸业 (002078)：发布三季报称，公司2011年1-9月实现归属于上市公司股东的净利润为502592749.74元，同比增长0.76%；基本每股收益0.50元/股，与去年同期持平。其中，2011年7-9月归属于上市公司股东的净利润146261747.07元，同比下降2.53%；基本每股收益为0.15元/股，与去年同期持平。

今日主要财经新闻

1、温家宝：对宏观政策适时适度预调微调——证券时报

10月24日至25日，国务院总理温家宝在天津滨海新区调研，并主持召开天津、内蒙古、江苏、山东四省（区、市）经济形势座谈会。温家宝在座谈中说，要正确认识当前经济形势，准确判断经济走势，要把握好宏观经济政策的力度、节奏和重点，适时适度进行预调微调，保持货币信贷总量的合理增长，优化融资结构，提高金融服务水平。要完善财税政策，大力推进结构性减税。财政支出要把保障和改善民生作为重点，把钱花在刀刃上。信贷政策要与产业政策更好地结合，切实做到有保有压，保证国家重点在建、续建项目的资金需要，重点支持实体经济尤其是符合产业政策的中小企业，支持民生工程尤其是保障性安居工程。继续严格控制产能过剩和高耗能、高污染项目投资。

2、欧盟财长会突取消 峰会难题未达成一致——和讯网

欧盟发言人表示，将在今天举行的欧盟领导人峰会之前进行的27国欧盟财长会议已经取消。原因可能是无法就悬而未决的议题达成一致。英国《金融时报》诘问：这是欧盟峰会失败的一个迹象？

上周末欧盟紧急会议的不欢而散暴露出其内部分歧难以在短期内化解，新一轮欧盟峰会今天召开，然而此前不仅德法之间依然无解，就连其他欧盟国家也开始流露出更多的不满情绪。英国央行行长默文·金周二明确表示，不论欧盟峰会结果如何，都不可能解决这个板块的深层次问题，最多只能争取一两年的喘息时间。而德国总理默克尔昨天表示，反对欧盟峰会草案中ECB继续在二级市场购买债券的条款。此言一出，欧元大跌。

3、19个月来第13次加息 印度创纪录紧缩或“稍息”——上海证券报

印度创纪录的加息周期或已步入尾声。10月25日，印度央行发布例行货币政策报告，宣布上调关键利率25个基点，这是自2010年3月以来印度央行第13次上调利率，本次加息幅度符合市场预期。利率上调以后，商业银行向印度央行拆借的回购利率将从8.25%升至8.5%。印度央行说，由于当前通胀压力依然很大，且通胀基础广泛，政策选择变得更加复杂，货币政策需要视经济增长和通胀相互影响的情况来决定。值得注意的是，该行同时表示，预计从今年12月起，高通胀率将有所下滑，因此可能推迟进一步加息。业内人士分析指出，这意味着印度创纪录的加息周期步入尾声。

4、日本推出紧急融资计划——中国证券报

日本央行10月25日发表声明称，计划与泰国央行合作，设立一项以日本国债为担保的泰铢融资机制，为在泰国的日本金融机构提供流动性支持，以保障日本企业和其他公司在泰金融服务不受影响。根据日本央行的金融援助计划，日本商业银行将允许以日本政府债券为抵押，向泰国央行借入本币泰铢以供应在泰日企。

5、食品价格连续回落 CPI涨幅下降趋势明朗——上海证券报

商务部25日公布的数据显示，商务部重点监测的食用农产品价格在上周（10月17日至23日）继续回落，这已经是该数据在10月份连续两周下滑。从统计局的数据看，其监测的食品价格进入10月份以来也都在持续下滑。考虑食品价格趋势和基数因素，不少机构指出，未来数月CPI涨幅大幅下降几成定局。

6、国家统计局回应人民网网友提问时表示GDP有局限 可用综合指标弥补——人民日报

10月25日，国家统计局相关负责人回应人民网网友提问时表示，GDP不能完全反映经济增长的社会成本，其统计缺陷可使用其他综合指标进行弥补。另外，国家统计局还详细解释了粮食产量的统计方法。

7、杭州出炉社区服务业“十二五”规划 将增20家养老服务机构——和讯网

昨天，记者从杭州市有关部门获悉，《杭州市社区服务业“十二五”发展规划》已新鲜出炉，接下来这5年，杭州要让社区的功能越来越强大。首先要大力发展的是社区公益性服务。规划提出，每个社区建有3支以上体育特色运动队，每年开展体育活动三次以上，建有一处面积达到100平方米或两处面积累计达到150平方米的室内体育活动房，辖区内公共体育场地开放率达到80%以上。同时，要让更多的企事业单位文体科普设施向社区开放。另外，针对现在老年人多的情况，杭州要让40%以上的社区卫生服务中心开设老年康复病房(区)，各区至少建立1所社区老年护理院，社区老年人健康档案的建档率也要达到100%。

瑞银证券分析师、销售联系方式

分析师姓名	英文名	行业	电话	电子邮件
胡志鹏	Harrison Hu	宏观经济	+86 10 5832 8847	harrison.hu@ubssecurities.com
陈李	Li Chen	A股策略	+86 21 3866 8856	li.chen@ubssecurities.com
励雅敏	Yamin Li	A股金融	+86 21 3866 8871	yamin.li@ubssecurities.com
潘嘉怡	Erica Poon Werkun	消费品	+86 21 3866 8865	erica-poon.werkun@ubssecurities.com
赵琳	Linda Zhao	消费品	+86 21 3866 8903	lin.zhao@ubssecurities.com
彭子姮	Ziheng Peng	消费品	+86 21 3866 8811	ziheng.peng@ubssecurities.com
林浩祥	Haoxiang Lin	有色金属	+86 21 3866 8897	haoxiang.lin@ubssecurities.com
唐晓波	Hubert Tang	钢铁,造船,建筑	+86 21 3866 8858	hubert.tang@ubssecurities.com
孙旭	Janet Sun	钢铁,造船	+86 21 3866 8852	janet.sun@ubssecurities.com
密叶舟	Mick Mi	建筑材料	+86 21 3866 8863	mick.mi@ubssecurities.com
牟其峥	Monica Mou	机电,发电设备,煤炭,汽车	+86 21 3866 8954	monica.mou@ubssecurities.com
徐宾	Robin Xu	港口,高速公路	+86 21 3866 8872	bin.xu@ubssecurities.com
王鹏	Dennis Wang	农业	+86 21 3866 8837	dennis.wang@ubssecurities.com
李博	Benson Li	中小盘	+86 21 3866 8876	benson.li@ubssecurities.com

瑞银证券销售联系方式

姓名	地区	电话	电子邮件
刘秋明	上海	+86 21 3866 8889	qiuming.liu@ubssecurities.com
陈 扬	上海	+86 21 3866 8828	rossi.chen@ubssecurities.com
余思维	上海	+86 21 3866 8629	sylvia.yu@ubssecurities.com
刘晓萌	上海	+86 21 3866 8617	dylan.liu@ubssecurities.com
秦励文	上海	+86 21 3866 8602	karen.qin@ubssecurities.com
杜 多	深圳	+86 755 2215 8890	duo.du@ubssecurities.com
李 琳	北京	+86 10 5832 8852	lin.li@ubssecurities.com
吴 琪	北京	+86 10 5832 8839	qi.wu@ubssecurities.com

■ 风险声明

预测盈利和公司财务行为是相当困难的，因为这受到多方面的因素影响，包括经济、财务、会计、及政策因素。

■ 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。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 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	59%	35%
中性	持有/中性	35%	33%
卖出	卖出	6%	14%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	0%
卖出	卖出	低于1%	20%

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09月30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：黄燕铭。

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
大唐发电A ^{16b}	601991.SS	中性	不适用	Rmb4.57	2011年10月25日
格林美	002340.SZ	买入	不适用	Rmb22.61	2011年10月25日
广电运通	002152.SZ	买入	不适用	Rmb25.20	2011年10月25日
海螺水泥A	600585.SS	买入	不适用	Rmb19.15	2011年10月25日
华电国际A	600027.SS	中性	不适用	Rmb2.82	2011年10月25日
华能国际A ^{16a, 16b}	600011.SS	中性	不适用	Rmb4.22	2011年10月25日
杉杉股份	600884.SS	买入	不适用	Rmb15.14	2011年10月25日
双汇发展	000895.SZ	买入	不适用	Rmb68.80	2011年10月25日
特尔佳	002213.SZ	买入	不适用	Rmb9.10	2011年10月25日
中远航运	600428.SS	买入	不适用	Rmb5.43	2011年10月25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。

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:Publishing Administration

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很高的风险,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建仓或沽空,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)或UBS Securities Japan Ltd. (仅向机构投资者分发)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(澳大利亚金融服务执照号:231087)和UBS Securities Australia Ltd.(澳大利亚金融服务执照号: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 2011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。

