

UBS Investment Research

A股晨会纪要

中国

股票策略

地区与行业



2011年11月2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11月02日（星期三）

今日瑞银重点投资故事

- 1、中国经济评论“通胀和出口下行 - 10月份宏观数据前瞻” 胡志鹏
- 2、中国银行业“业绩增长稳定，关注资产质量风险因素” 励雅敏

今日瑞银其他投资故事

- 1、中国煤炭行业“中国煤炭行业周报（第42周）” 牟其峥
- 2、中国计算机业“VAT返还延期拖累业绩，关注4Q政策动向” 牟其峥
- 3、宝钢股份“三季度业绩不如预期；下调盈利预期”（买入）唐晓波、孙旭
- 4、快评：格林美“进一步布局报废汽车业务，打造循环经济龙头”（买入）林浩祥

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。

通胀和出口下行 – 10月份宏观数据前瞻

10月份宏观数据将于11月9-10日发布。如今天的PMI数据所示，我们预计10月份进出口将双双减速。更明显的变化可能是CPI——我们认为上个月CPI同比增速已经回落到5.3%。我们预计宏观政策基调将暂时保持不变，虽然四季度月均新增贷款可能超过5000亿。我们预计2012年一季度财政及信贷政策将明显放松，到那时出口和建设活动已经导致工业生产增速显著放缓。

随着食品价格回落，10月份CPI同比增长或已降至5.3%。在10月长假之后，由于需求减少而供给相对平稳，猪肉价格明显下降。其他蛋白质产品和蔬菜的价格也在当月下跌。基数效应的下降使得10月份食品价格同比增长低于12%。由于能源价格下降以及经济增长动力放缓，非食品价格同比增长则从3.0%回落至2.6%。由于上游价格压力减轻，我们估计10月份PPI同比增长率将下滑至5.7%。我们预计12月份CPI将降至4.5%以下。

10月份采购经理人指数（PMI）下降至50.4，表明实体经济活动正在减速。制造业PMI指数从9月份的51.2跌至10月份的50.4，这一下跌趋势出乎市场的意料（彭博调查中值51.8，瑞银预测51），因为市场受此前样本代表性较小的汇丰采购经理人指数初值的强劲反弹影响而乐观。虽然在经过季节性调整之后，PMI仅有温和趋弱（从9月份的50.9落至10月份的50.6），但这与我们对经济增长正在减速的观点相符。10月份的出口订单领跌至48.6，基于目前欧元区主权债务危机的发展，这并不意外。中国物流与采购联合会发布的采购经理人指数和汇丰采购经理人指数的差异（后者表明经济发生了令人惊讶的反弹），可能是由于后者更多的反映了沿海地区中小企业的状况有所好转。

出口增速减缓，房地产销售面积可能已下跌。基于外需（尤其是欧洲）趋弱以及基数效应，我们预计10月份出口同比增速将进一步减缓到13%。由于加工贸易进口量趋弱以及大宗商品的价格下行，进口增长也应有所放缓。随着房地产紧缩政策继续实施，我们预计10月份房屋销售面积同比下跌，新开工面积也可能进一步趋弱。随着这两个增长引擎逐渐丧失动能，我们预计工业生产和固定资产投资增速也将在未来数月中放缓。

政策现有微调，未来有望明显放松。面对温和放缓的实体经济、中小企业困境以及依然处于高位的通胀水平，政府已采取了一些行动，为中小企业放松信贷条件、减税并释放了不再继续收紧货币政策的信号。考虑到民间借贷市场和银行表外资产活动的收缩，我们预计四季度银行每月新增贷款将超过5000亿。不过，我们认为更明显的宏观政策放松（包括增加财政支出和信贷额度）将会在2012年一季度，在经济增长和通胀双双进一步放缓之后。即便到那时，我们预计政府也不会放松房地产的相关政策。

汪涛

特约首席经济学家
wang.tao@ubs.com

2011年11月1日

www.ubssecurities.com

胡志鹏

经济学家

S1460511010008

harrison.hu@ubssecurities.com

+86-105-832 8847

特此鸣谢

章俊 (jun.zhang@ubssecurities.com)
翁晶晶 (doris.weng@ubssecurities.com)
对本报告的编制提供帮助。

表1: 10月份宏观数据前瞻

	2010年10月	2011年9月	2011年10月
	实际值	实际值	瑞银预测
CPI 同比增长率 (%)	4.4	6.1	5.3
PPI 同比增长率 (%)	5.0	6.5	5.7
银行新增贷款 (十亿人民币)	588	470	500
贷款余额同比增长率 (%)	19.3	15.9	15.6
M2 同比增长率 (%)	19.3	13.0	13.5
M1 同比增长率 (%)	22.1	8.9	9.8
工业增加值 (同比增长率, %)	13.1	13.8	13.3
社会消费品零售总额 (同比增长率, %)	18.6	17.7	17.0
固定资产投资 (自年初累计同比增长率, %)	24.4	24.9	24.4
出口额同比增长率 (%，按美元计)	22.8	17.1	13.0
进口额同比增长率 (%，按美元计)	25.5	20.9	16.0
外贸顺差 (十亿美元)	27.0	14.5	27.0

数据来源: CEIC, 瑞银证券估算

注: CPI、PPI、社会消费品零售总额、固定资产投资、工业增加值和房地产市场运行数据将于11月9日公布; 外贸数据将于11月10日公布; 货币信贷数据将于11月10日前后公布。

■ 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。

涉及报告中提及的公司的披露

发行人名称

中华人民共和国

资料来源：UBS（瑞银）；截止 2011年11月1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 (澳大利亚金融服务牌照号:231087)和 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务牌照号:231098)仅分发按照 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。



业绩增长稳定，关注资产质量风险因素

■ 业绩稳定增长，净息差环比回升

16家上市银行完成三季报披露，业绩基本符合我们预期。前三季度上市银行总体实现归属母公司净利润6914.86亿元，同比增长32%。我们覆盖的6家银行前三季度净利润同比增速平均为32%，其中农行增速最高达44%。

■ 规模增长放缓，存款竞争加剧

三季度末16家上市银行资产规模同比增长14.3%，增速较上半年末回落4个百分点，环比增速仅为0.7%。16家上市银行中10家银行存款季度环比负增长，覆盖的6家银行中4家银行出现了不同程度存款环比负增长，幅度最大的是中行和建行。我们预计四季度存款竞争将加剧，但存款增长将回升。

■ 资产质量保持稳定，关注风险因素

三季度末大部分上市银行资产质量保持稳定，16家上市银行中3家不良贷款余额出现了环比上升的情况，但幅度在正常范围以内。部分中小银行关注类贷款余额上升，出现平台贷款和小企业贷款资产质量下降的情况，我们认为四季度需进一步关注房地产领域的风险。

■ 投资建议：资产质量的隐忧将抑制银行股估值修复

我们认为政策定向宽松和微调将为银行板块的投资价值提供支撑，银行股有望获得绝对收益，但经济下滑、小企业、房地产和平台贷款的风险将抑制银行股估值大幅修复，上涨时期相对收益将收窄。我们维持对板块中性看法。

2011年11月1日

www.ubssecurities.com

励雅敏

分析师

S1460511080001

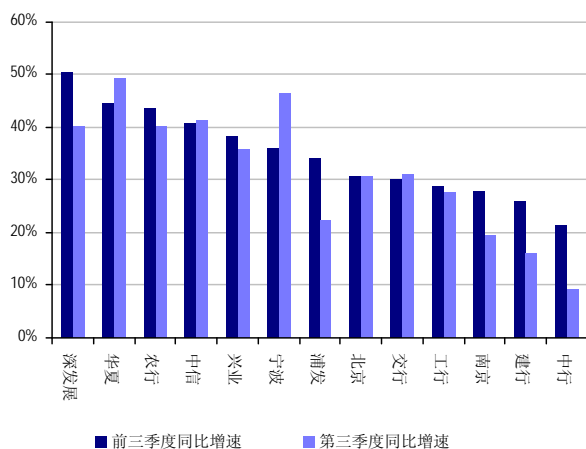
yamin.li@ubssecurities.com

+86-213-866 8871

特此鸣谢

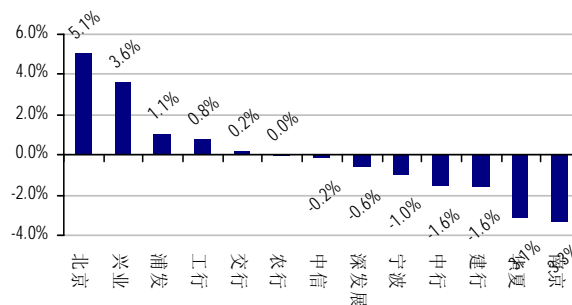
 甘宗卫 (zongwei.gan@ubssecurities.com)

对本报告的编制提供帮助

图1: 上市银行前三季度与第三季度净利润同比增速


数据来源：公司公告，瑞银证券估算

注：招行、民生及光大在限制名单中无法在本文提及分析（后文均同）

图2: 多家上市银行存款环比增速为负


数据来源：公司公告，瑞银证券估算

注：招行、民生及光大在限制名单中无法在本文提及分析（后文均同）

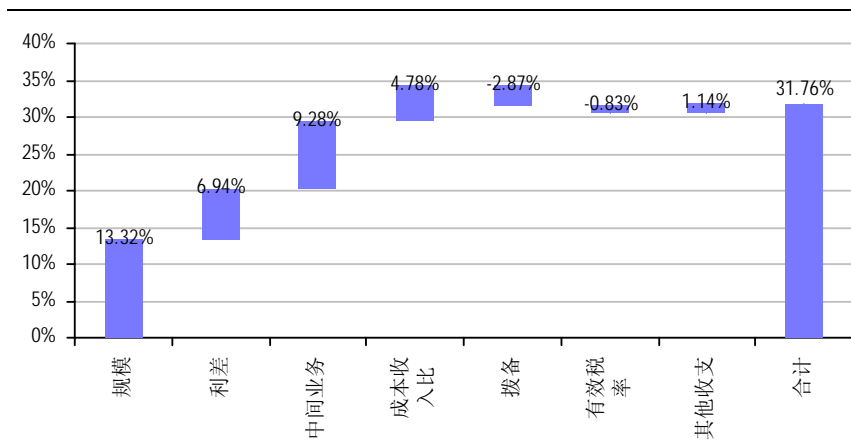
1. 业绩稳定增长，净息差环比回升

16家上市银行完成三季报披露，业绩基本符合我们预期。前三季度上市银行总体实现归属母公司净利润6914.86亿元，同比增长32%。我们覆盖的6家银行（五大行加中信银行）前三季度净利润同比增速平均为32%，其中农行增速最高达44%。

1.1 业绩增长的主要驱动为规模增长，净息差回升和中间业务增长

前三季度股份制上市银行利润增速继续领先于国有大行和城商行，在上市银行中（不含瑞银证券研究限制名单中的民生、招行和光大），增长最快的是深发展，同比增速达50.4%，同比增速最慢的是中国银行，增速为22%。16家上市银行中，增速在40%以上的有6家，在30%-40%的有6家，30%以下的为4家。根据我们的测算，推动前三季度业绩增长的主要驱动仍然为规模增长，净息差回升和中间业务增长。

图3: 前三季度业绩增长的主要驱动因素



数据来源：公司公告，瑞银证券估算

1.2 净息差总体持续向好，环比有升有降

净息差方面，前三季度上市银行累计净息差持续向好，对净利润的增速贡献为6.9个百分点。单季环比来看，大部分上市银行净息差继续回升，上市银行中回升最多的中信达到21bp，大行中回升较多地的建行和交行分别为9bp和8bp。我们分析推动三季度净息差持续回升的因素主要包括：公司贷款议价能力持续提升，小企业贷款投放力度的加大，前三季度加息效应的显现以及存贷比的提高。值得注意的是，年初以来上市银行普遍加大了对小企业贷款业务的推进力度，各家银行小企业贷款增速显著高于公司类贷款，该项业务在国家的政策的持续推动下三季度推进力度不减，由于这一块业务利率普遍上浮15%-30%，对银行净息差的回升提供了一定支撑。我们预计四季度上述驱动因素的效力将有所减弱，同业市场收益率将下降，净息差将继续小幅回升，但环比幅度减弱。

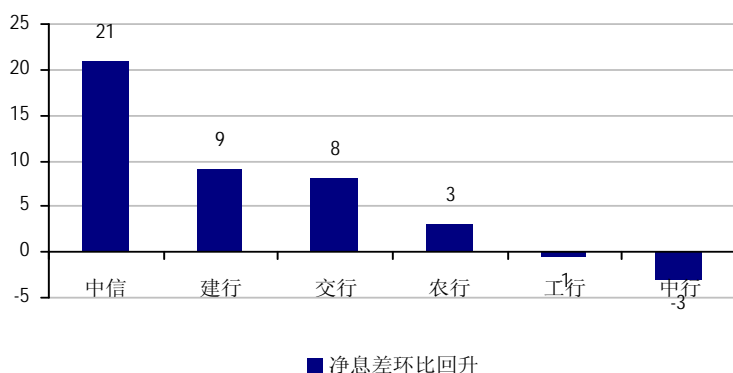
表1: 10年以来上市银行单季净息差总体保持回升趋势

	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	1Q2011	2Q2011	3Q2011
工商银行	2.33%	2.41%	2.46%	2.57%	2.56%	2.63%	2.62%
建设银行	2.39%	2.43%	2.53%	2.61%	2.69%	2.63%	2.72%
农业银行	2.42%	2.52%	2.56%	2.78%	2.79%	2.79%	2.82%
中国银行	2.04%	2.04%	2.04%	2.14%	2.11%	2.11%	2.08%
交通银行	2.41%	2.45%	2.46%	2.52%	2.51%	2.57%	2.66%
中信银行	2.59%	2.61%	2.61%	2.71%	2.89%	2.89%	3.10%

数据来源: 公司公告, 瑞银证券估算

图4: 11年第三季度上市银行净息差环比有升有降

单位: BP



数据来源: 公司公告, 瑞银证券估算

1.3 中间业务收入增长稳定

前三季度上市银行实现手续费及佣金收入3204亿元, 同比增长44.5%, 为净利润增速的贡献达到9.3个百分点, 同时投行、咨询以及结算等业务增速保持稳定, 推动中间业务持续增长。但中间业务收入的增速环比下降了4个百分点, 主要原因是保证金存款被纳入监管范围以及理财产品的监管趋严, 使得相关业务增速有所下降。我们预计中间业务收入增速在4季度将进一步减缓。

1.4 成本收入比同比下降

随着银行经营效率的提升, 16家上市银行前三季度平均成本收入比同比下降2%至29.7%, 对净利润增速贡献4.8个百分点, 但环比提升0.5个百分点。由于部分银行具有在4季度集中计提费用的习惯, 我们预计成本收入比在四季度会提高。

表2: 16家上市银行业绩驱动因素前三季度同比增速比较

	净利息收入	净手续费及佣金收入	业务及营业费用	拨备前利润	资产减值准备	净利润
深发展	38%	71%	24%	49%	29%	50%
华夏	36%	88%	39%	36%	19%	44%
农行	28%	61%	19%	41%	27%	44%
中信	35%	50%	29%	42%	43%	41%
兴业	28%	72%	20%	32%	-41%	38%
宁波	33%	80%	31%	42%	92%	36%
浦发	36%	76%	28%	40%	79%	34%
北京	30%	68%	18%	35%	178%	31%
交行	23%	41%	24%	23%	-5%	30%
工行	20%	43%	16%	29%	37%	29%
南京	40%	43%	40%	29%	33%	28%
建行	22%	41%	19%	29%	65%	26%
中行	19%	23%	17%	25%	45%	22%

数据来源: 公司公告, 瑞银证券估算

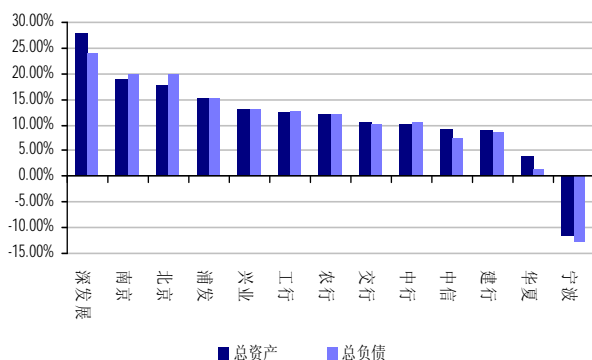
注: 招行、民生及光大在限制名单中无法在本文提及分析

2. 规模增长放缓, 存款竞争加剧

资产负债规模增长放缓值得关注。截止三季度末, 16家上市银行资产规模同比增长14.3%, 增速较上半年末回落4个百分点, 环比增速仅为0.7%。其中上市银行贷款与垫款总额总计达到37.1万亿, 同比增长17.5%, 较年初增长11.3%, 环比增长2.5%, 贷款规模扩张放缓。

此外, 截止三季度末, 16家上市银行总负债规模达到66.8万亿元, 同比增长13.7%。其中存款余额达到54.8万亿元, 同比增长10.1%, 环比负增长0.25%, 存款增速显著慢于贷款增速。16家上市银行中, 10家银行存款季度环比增长为负, 我们覆盖的6家银行中4家银行出现了不同程度的存款环比负增长, 幅度最大的是中国银行和建设银行。

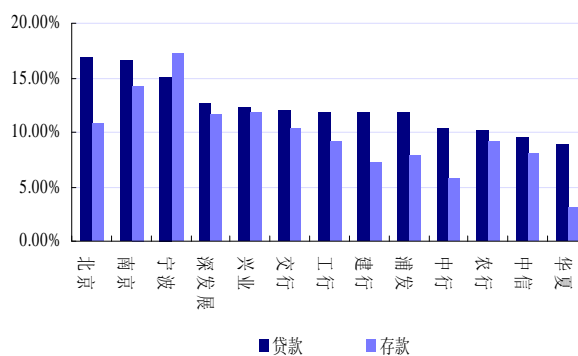
图5: 上市银行资产负债规模增速 (较年初)



数据来源: 公司公告, 瑞银证券估算

注: 招行、民生及光大在限制名单中无法在本文提及分析

图6: 上市银行存贷款增速 (较年初)



数据来源: 公司公告, 瑞银证券估算

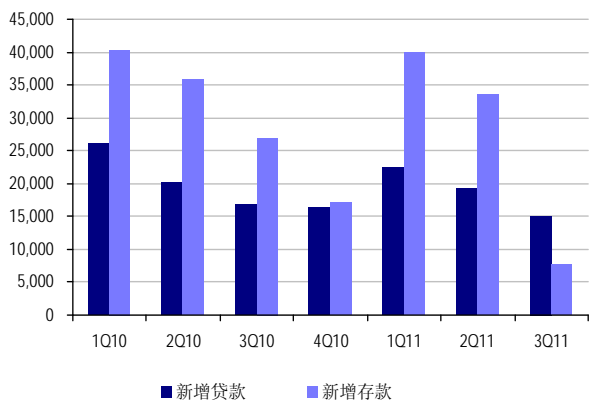
注: 招行、民生及光大在限制名单中无法在本文提及分析

存款增长成为信贷增长的首要制约因素, 中小银行面临的压力较大。总的来看, 受制于存款负增长和日均存贷比考核指标, 三季度规模增速放缓, 存款增长显著慢于贷款增长。我们分析三季度上市银行存款的负增长的主要原因包括: 信贷扩张减速导致企业存款增速放缓和监管的加强导致票据承兑业务的缩减进而引起的保证金存款的减少。我们预计上述因素在四季度将有所缓解, 信贷投放将相对宽松, 预计4季度信贷增量将在1.5万亿左右, 加上通胀的逐渐下行存款有望回流银行, 我们认为银行存款有望逐步增长。

我们预计四季度随着年末时点的到来存款竞争将加剧, 但理财产品的减少和CPI的下降将使得存款部分回流银行体系, 存款增速将回升。中小银行由于相对缺乏网点和客户资源, 日均存贷比要显著高于大行, 因此我们认为中小银行的吸存压力虽然将有所缓解, 但仍然存在。

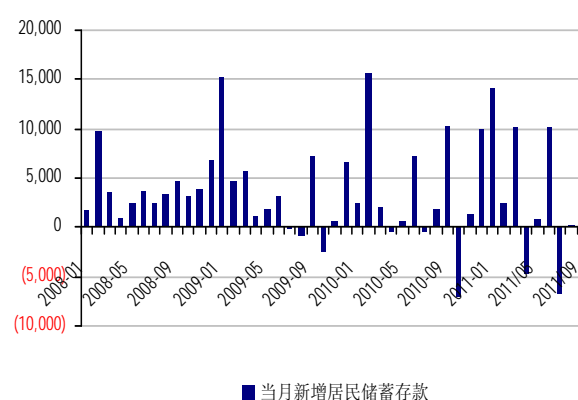
图7: 央行季度存贷款投放分布

单位: 亿元



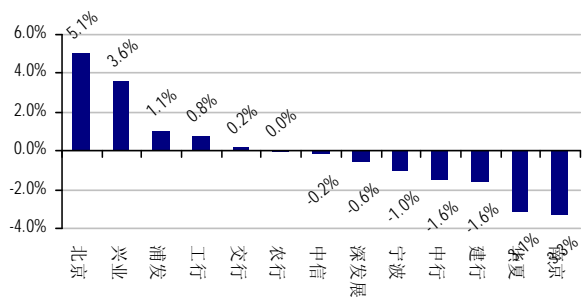
数据来源: 人民银行

图8: 月度新增居民存款波动加剧



数据来源: 人民银行

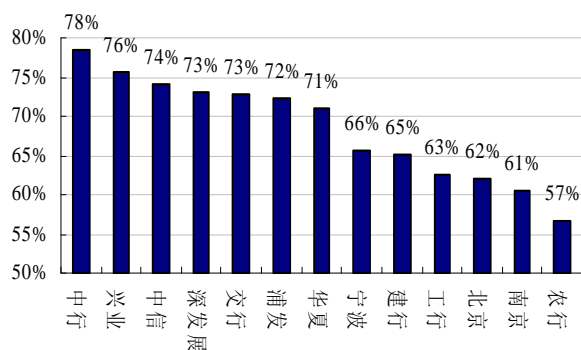
图9: 上市银行存款3季度环比增速



数据来源: 公司公告, 瑞银证券估算

注: 招行、民生及光大在限制名单中无法在本文提及分析

图10: 部分银行3季度末存贷达到较高水平



数据来源: 公司公告, 瑞银证券估算

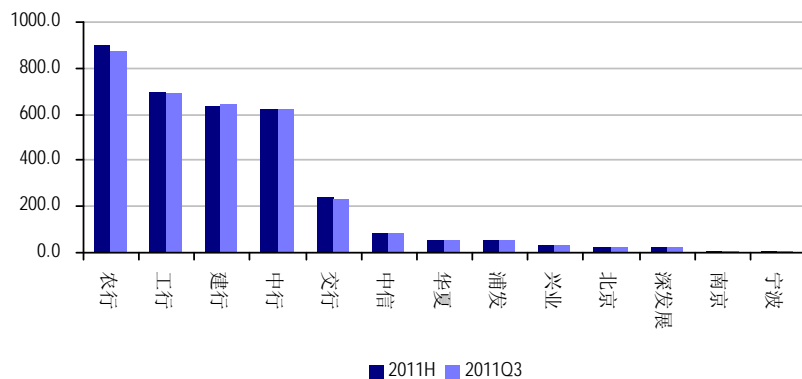
注: 招行、民生及光大在限制名单中无法在本文提及分析

3. 资产质量保持稳定, 关注风险因素

三季度末16家上市银行不良贷款率继续小幅下行, 部分银行出现不良贷款余额上升的情况, 但幅度在正常范围以内, 总体资产质量保持稳定。16家上市银行中3家不良贷款余额出现了环比上升的情况, 部分中小银行出现关注类贷款余额上升的情况, 一些风险因素开始显现。

图11: 部分上市银行不良贷款余额环比上升

单位: 亿元



数据来源: 公司公告, 瑞银证券估算

注: 招行、民生及光大在限制名单中无法在本文提及分析

表3: 上市银行贷款不良率环比下降

	不良率	
	2011H	2011Q3
深发展	0.44%	0.43%
浦发	0.42%	0.40%
华夏	0.98%	0.96%
兴业	0.35%	0.34%
农行	1.67%	1.60%
交行	0.98%	0.94%
工行	0.95%	0.91%
建行	1.03%	1.02%
中行	1.00%	0.99%
中信	0.62%	0.60%
宁波	0.69%	0.66%
南京	0.85%	0.82%
北京	0.59%	0.54%

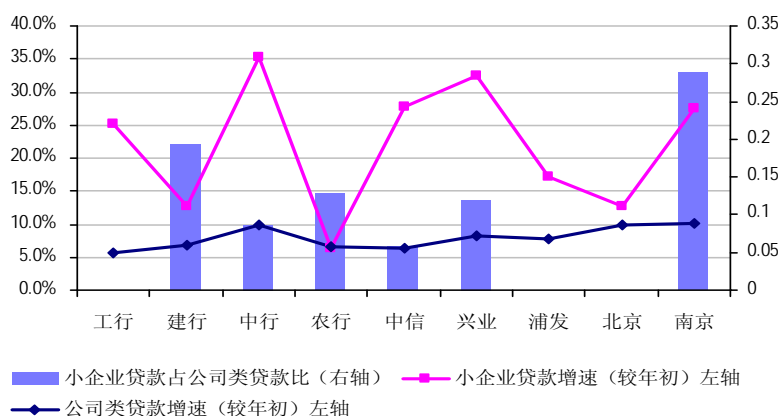
数据来源：公司公告，瑞银证券估算（注：招行、民生及光大在限制名单中无法在本文提及分析）

3.1 小企业贷款增速普遍加快，风险不容忽视

年初以来各家上市银行小企业和微型企业贷款发放普遍加速。小企业贷款增速普遍高于公司类贷款增速，三季度各家银行对小企业贷款的发放有增无减，部分上市银行前三季度小企业贷款和个人经营性贷款占新增贷款量的比例已经超过50%。根据银监会披露的数据，至2011年6月末，小企业贷款余额近10万亿元，占全部企业贷款余额的29%，增速比全部贷款增速高9个百分点。我们认为小企业贷款收益较高和国家政策支持成为各大银行大力发展的主要驱动因素。

我们认为虽然上市银行发放小企业贷款的对象可能是比较优质的小企业，但是随着该项业务的大力推进，小企业贷款的风险仍然不容忽视。三季度部分银行不良贷款余额上升的一个主要原因就是由于部分小企业客户高息借贷导致偿付能力出现问题。我们认为随着经济下行风险的加大，小企业贷款的风险可能会有所提升，银行这一块资产的质量面临下行风险。

图12: 上市银行小企业贷款增速普遍加快 (11年中期数据)



数据来源: 公司公告, 瑞银证券估算

3.2 房地产和地方政府平台贷款风险仍然存在

房地产相关贷款总体风险有限，但有增加的可能。根据银监会披露的信息，截止11年8月末按揭贷款平均“偿债收入比”为33%，房地产开发贷款的平均抵押品比例为189%，拨备覆盖率较高，房地产贷款风险有限。但是我们认为房地产政策目前没有松动的迹象，目前交易量和成交价的松动显示房地产调控效果初步显现，预计四季度上市银行房地产相关贷款风险或将增加。

平台贷风险担忧缓解，2012年上半年集中偿付的情况需要关注。10月20日国务院批准四省市试点自行发债，显示了中央政府对解决地方平台债务的积极态度。同时，银监会副主席也表示对原有限期安排不合理的地方政府平台贷款，在满足一定条件的前提下，经批准可以适当延长还款期限或者展期一次。我们预计这一措施将有助于地方政府平台债务在发展中解决问题。此外，根据部分银行三季度业绩发布会的信息，明年上半年将是整个银行业回收地方政府平台贷款的高峰期，上市银行的回收情况和相关贷款的资产质量值得关注。

3.3 上市银行不良贷款与关注类贷款余额上升值得关注

根据上市银行三季报披露的信息，上市银行总体保持不良贷款余额和比率小幅双降的趋势。值得注意的是部分上市银行贷款质量出现的一些局部变化，我们覆盖的6家A股银行中，建行不良贷款余额出现一定程度的上升，同时关注类贷款较年初也有所上升。根据部分银行业绩发布会披露的信息，上市银行出现的不良贷款余额环比上升可能来自平台项目公司现金流覆盖出现问题 and 出口导向型小企业出现亏损，四季度我们需要关注的是部分上市银行出现的此类资产质量下降的情况是否普遍，以及是否会进一步恶化。

3.4 上市银行拨备水平稳步提升，部分银行拨贷比仍然较低

三季度末16家上市银行拨备覆盖率全部环比上升，其中五大行中拨备覆盖率最高的是工行，达到273%，上市银行总体平均拨备覆盖率达到310%，拨备水平

稳步提升达到较高水平。从拨贷比分析，目前大行中仅农行和建行超过2.5%的监管要求，交行和中行面临一定压力。总体来看，股份制银行和城商行面临提升的压力较大，但同时也拥有更长的缓冲时间，随着拨备水平的逐步提高，有望逐渐达到监管要求。

表4: 上市银行拨备覆盖率水平稳步提升，部分银行拨贷比仍然较低

	拨备覆盖率		拨贷比	
	2011H	2011Q3	2011Q3	
深发展	380%		366%	1.57%
浦发	453%		477%	1.91%
华夏	271%		301%	2.89%
兴业	380%		388%	1.32%
农行	218%		238%	3.81%
交行	214%		229%	2.15%
工行	261%		273%	2.48%
建行	245%		249%	2.54%
中行	217%		223%	2.21%
中信	238%		250%	1.50%
宁波	210%		225%	1.49%
南京	270%		293%	2.40%
北京	334%		357%	1.93%

数据来源：公司公告，瑞银证券估算

4. 部分银行仍然面临补充资本的压力

从核心资本充足率分析，部分银行仍然面临补充资本的压力。按照当前资本管理办法征求意见稿的要求，系统重要性银行核心资本充足率要求9.5%，资本充足率要求11.5%，非系统重要性银行核心资本充足率要求8.5%，资本充足率要求10.5%。根据三季报公布的数据，我们覆盖的6家银行中交行和农行核心资本充足率低于9.5%，我们认为农行有望通过自身积累解决核心资本补充的问题，而交行面临一定压力，不排除为未来1-2年内有股权融资需求。

表5: 部分上市银行核心资本充足率环比下降

	资本充足率		核心资本充足率	
	2011H	2011Q3	2011H	2011Q3
工行	12.33	12.51	9.82	10.03
农行	11.91	11.85	9.36	9.36
建行	12.51	12.58	10.42	10.57
中行	12.95	12.84	10.01	9.92
交行	12.00	11.89	9.41	9.24
中信	11.4	12.83	8.87	10.43
浦发	11.5	11.24	9.16	9.01
兴业	11.22	10.92	8.24	8.08
华夏	13.32	13.06	9.8	9.58
深发展	12.33	11.46	9.82	8.38
南京银行	12.43	11.67	11.63	10.89
宁波银行	14.62	15.53	11.46	12.33
北京银行	12.27		9.68	

数据来源: 公司公告, 瑞银证券估算

6. 投资建议: 资产质量的隐忧将抑制银行股估值大幅修复

温家宝在天津参与经济形势工作会议中提出要对政策适时适度进行预调微调, 提出要保持信贷总量合理增长。同时银监会、人民银行等部门也相继发文进一步推进对小企业和微型企业的贷款支持。我们认为政策的微调将成为银行投资价值的有力支撑, 银行股有望跟随大盘上涨获得一定绝对收益, 但是经济下滑、小企业、房地产和平台贷款的风险仍然存在, 资产质量的隐忧将抑制银行股估值大幅修复, 上涨时期银行股的相对收益可能收窄。我们维持对银行业的中性看法。

■ 风险声明

我们认为，影响中国银行业的主要下行风险因素包括：1）宏观经济的下行风险以及由此带来的资产质量风险；2）从紧货币政策、资本金政策、利率市场化政策等对银行信贷增速、净利差等方面带来的制约；3）包括房地产政策在内的其他重要产业政策对银行经营的影响。

■ 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: 励雅敏。

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。



中国煤炭行业周报（第42周）

■ 秦皇岛港库存小幅回升，广州港库存基本稳定——中国煤炭资源网

10月24日-10月30日，秦皇岛煤炭库存小幅回升至535.18万吨；广州港煤炭库存持续小幅波动于240-255万吨。

■ 动力煤港口价格持续上升，主要航线运费持续下挫——中国煤炭资源网

上周，我们监测的黄骅/曹妃甸港部分主要煤种价格上扬5-15元/吨。总体而言，环渤海动力煤价创新高，环比上涨7元/吨至853元/吨。大同动力煤产地价持平，BJ国际动力煤价连续第6周下降。秦皇岛港/天津/黄骅港海运费持续下降，跌幅3.5%。

■ 主要钢材品种现货价小幅波动，焦炭期货企稳回升——中国煤炭资源网

热轧板卷//螺纹钢上海现货价格小幅波动，冷轧板卷现货价持续下降；主要钢材品种经销商库存水平环比回落3.4个百分点，低于去年同期2个百分点；焦炭期货主力合约持仓量降低至6,550手，结算价回升至1,987元/吨。

■ 国际油价受欧债前景利好显著上行——彭博数据库

截止至10月28日的一周，NYMEX原油期货上涨\$5.92至\$93.32/桶，涨幅为6.8%。

2011年11月1日

www.ubssecurities.com

牟其峥

分析师

S1460511010002

monica.mou@ubssecurities.com

+86-213-866 8954

行业数据

本周煤炭值得关注的的数据是：

- **港口库存：**10月24日-10月30日，秦皇岛煤炭库存小幅回升至535.18万吨；广州港煤炭库存持续小幅波动于240-255万吨。（中国煤炭资源网）

瑞银证券点评：目前仍处于冬储煤前的相对需求淡季，但一则由于总体需求较为平衡，二则一些个别偶然因素间或成为平衡态势中的扰动力，如近期由于山西朔州地区因煤矿安全事故停产尚未完全恢复，中煤能源旗下仍有两个煤矿处于停产检查；而大秦线检修后运力逐步恢复正常；至此，造成秦皇岛港到港煤炭库存缓慢回升。

- **主要煤炭价格：**上周，我们监测的黄骅/曹妃甸港部分主要煤种价格上扬5-15元/吨。总体而言，环渤海动力煤价创新高，环比上涨7元/吨至853元/吨。大同动力煤产地价持平，BJ国际动力煤价连续第6周下降。**主要航线煤炭运费：**秦皇岛港/天津/黄骅港海运费持续下降，跌幅3.5%。（中国煤炭资源网）

瑞银证券点评：异常现象本周继续存在，即煤价与库存、运费之间的相关性呈现反向变化，而这一反向变化在之前的夏季煤炭需求的季节性旺季也是发生过的。这是一个很有趣的现象，在煤炭需求单向偏紧的时期，它们之间变化的相关性和相关度是非常高的；因此，延续我们之前的观点，目前煤炭行业整体处于供需平衡状态，煤价和需求也因此呈现出淡季不淡旺季不旺的异常现象，同时，观测下游最主要的需求行业电力和钢铁，均呈现低迷态势，因此我们预测未来煤价上行空间有限；

同时，BJ动力煤价格也是连续下跌的，我们认为这一变化与亚太整体经济变化趋势是相吻合的。

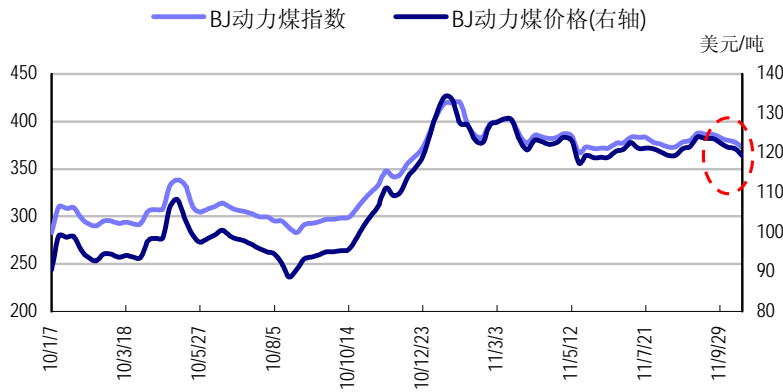
- **其他相关数据：**上周，热轧板卷//螺纹钢上海现货价格小幅波动，冷轧板卷现货价持续下降；主要钢材品种经销商库存水平环比回落3.4个百分点，低于去年同期2个百分点；焦炭期货主力合约持仓量降低至6,550手，结算价回升至1,987元/吨。

瑞银证券点评：上周六，国务院总理温家宝在国务院常务会议上再次表示年内应坚定不移地搞好房地产调控。鉴于政府实施房地产调控的决心及已出台的一系列举措，我们预计钢铁行业下半年盈利前景并不乐观，加之旺季需求迟迟未能启动，我们认为经销商去库存过程或将延续，短期内钢价将维持弱势并继续制约焦炭和焦煤价格。

- **国际油价：**截止至10月28日的一周，NYMEX原油期货上涨\$5.92至\$93.32/桶，涨幅为6.8%。（彭博数据库）

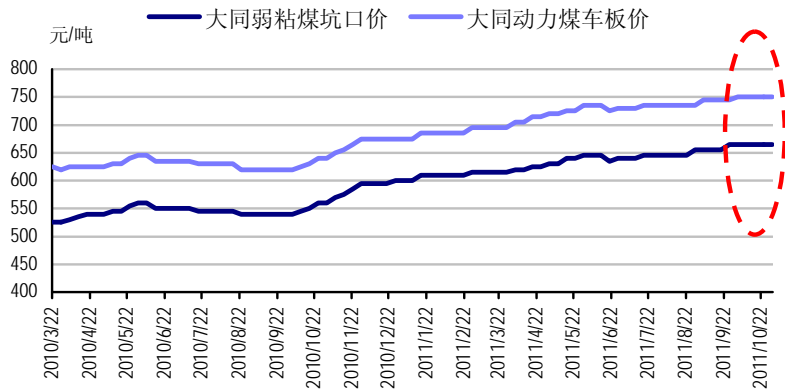
瑞银证券点评：上周四欧洲出台解决债务危机的最新方案，欧洲领导人拟将救援基金扩增至1万亿欧元，并敦促私人投资部门减记超过50%的希腊债券价值；上周五美国公布第三季经济以一年来最快速度增长。受欧债危机解决方案部分达成协议、以及美国经济数据鼓舞，避险情绪减弱，原油期货大幅反弹。

图1: 10月中旬BJ国际动力煤价格/指数连续6周下降, 今年以来持续高位震荡



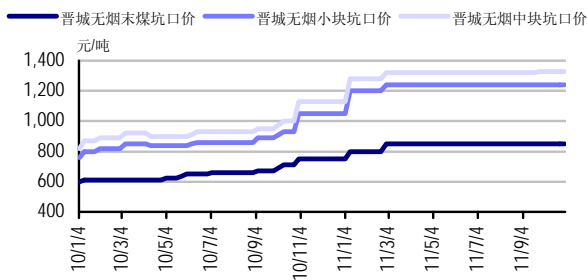
数据来源: 中国煤炭资源网

图2: 上周大同弱粘煤坑口价/动力煤车板价企稳



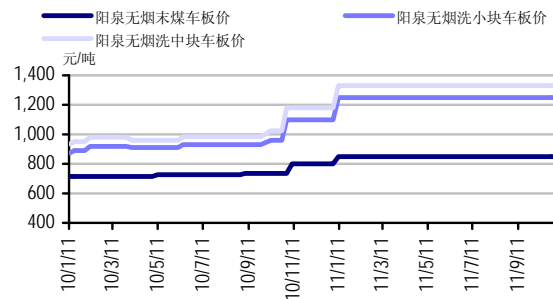
数据来源: 中国煤炭资源网

图3: 晋城无烟中块价格上周企稳



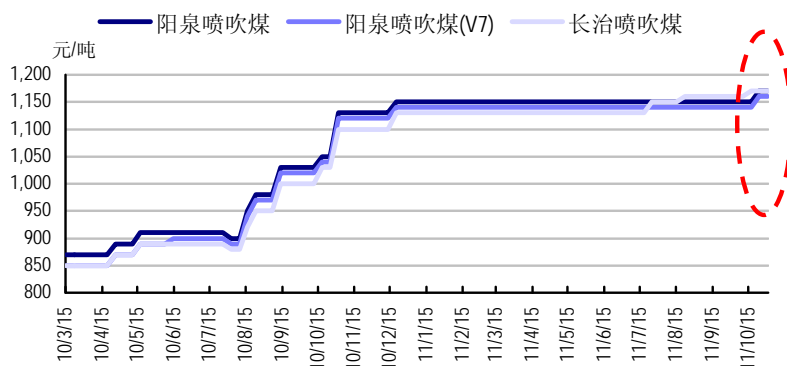
数据来源: 中国煤炭资源网

图4: 阳泉无烟煤价格自1月初保持不变



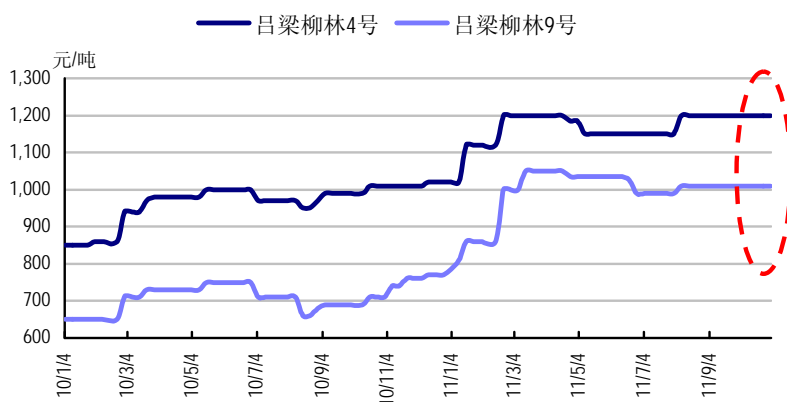
数据来源: 中国煤炭资源网

图5: 上周阳泉/长治喷吹煤价稳定于历史高位



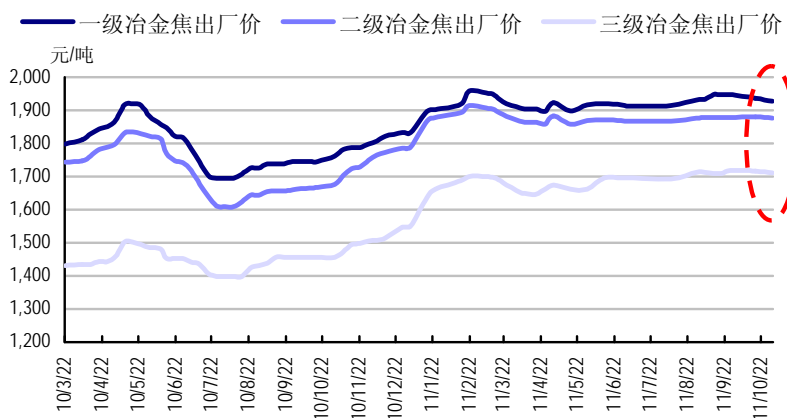
数据来源: 中国煤炭资源网

图6: 上周柳林4号/9号焦煤价格高位企稳



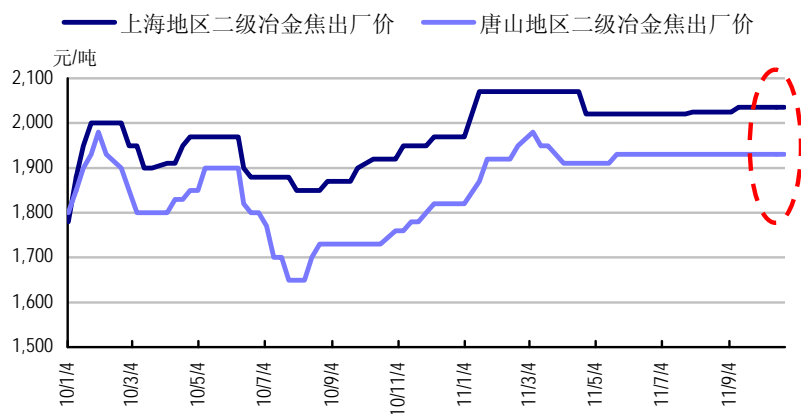
数据来源: 中国煤炭资源网

图7: 上周三级冶金焦出厂价基本稳定



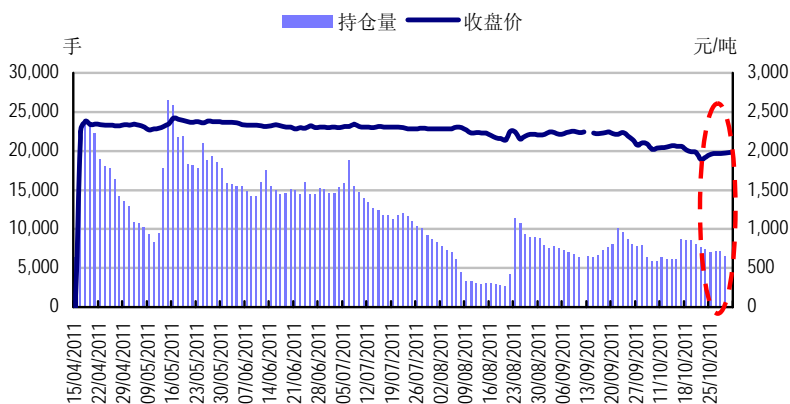
数据来源: 中国煤炭资源网

图8: 上周上海/唐山地区二级冶金焦出厂价无更新



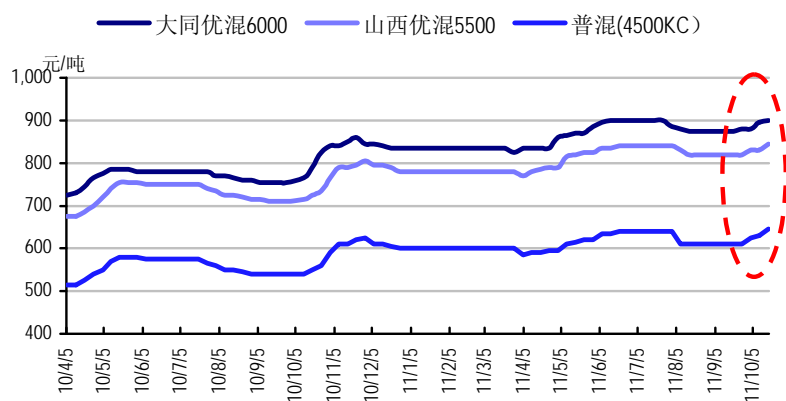
数据来源: 中国煤炭资源网

图9: 焦炭期货主力合约收盘价小幅回升至1,980元/吨; 持仓量/成交量震荡走低



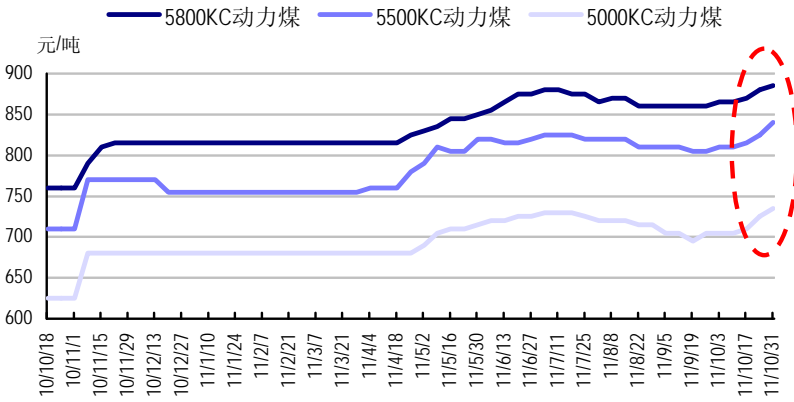
数据来源: 万得资讯

图10: 上周秦皇岛主要煤种现货平仓价无更新



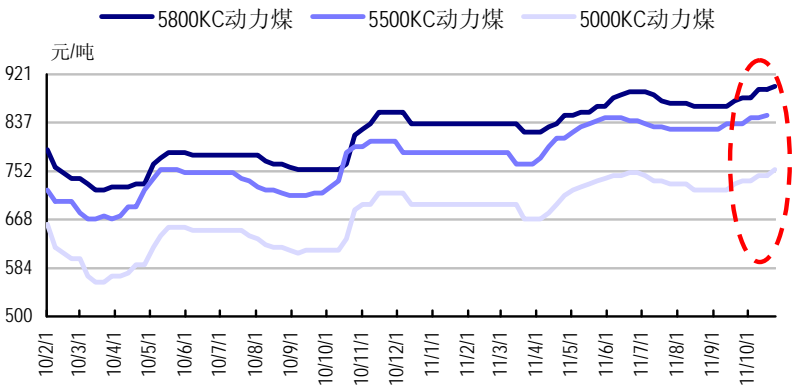
数据来源: 中国煤炭资源网

图11: 上周黄骅港部分煤种平仓价上涨5-15元/吨



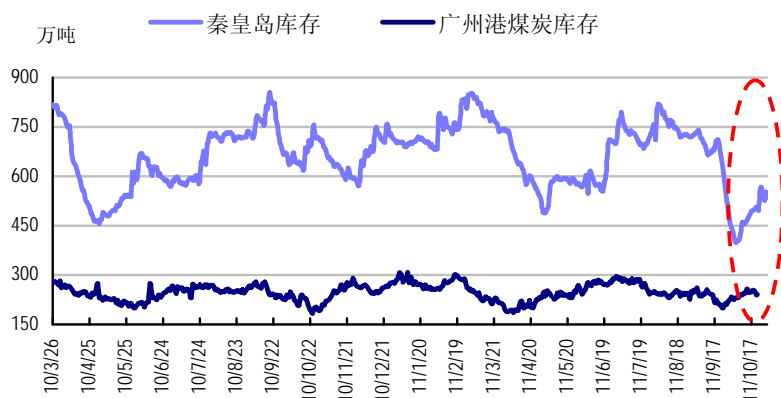
数据来源: 中国煤炭资源网

图12: 曹妃甸港主要煤种现货平仓价均上涨5-10元/吨



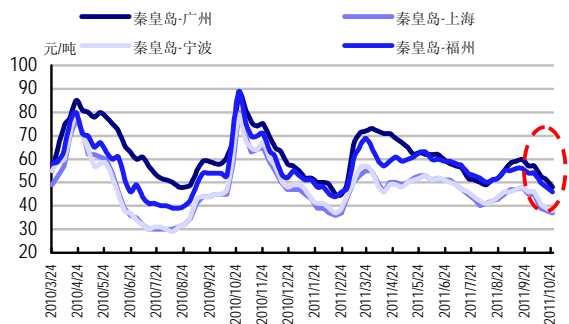
数据来源: 中国煤炭资源网

图13:上周秦皇岛港库存小幅回升, 广州港库存持续小幅波动



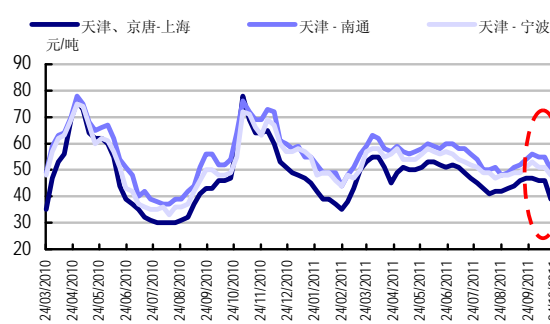
数据来源: 中国煤炭资源网

图14:秦皇岛至主要港口海运价格小幅下跌



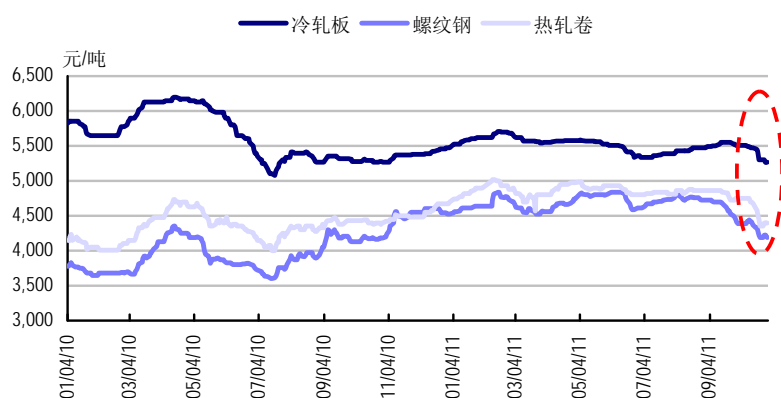
数据来源: 中国煤炭资源网

图15:天津至京唐、南通、宁波海运价格小幅下跌



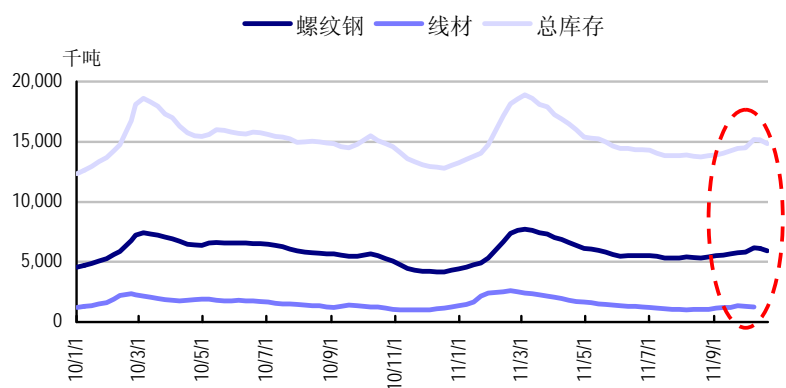
数据来源: 中国煤炭资源网

图16: 上周主要钢材上海现货价基本企稳



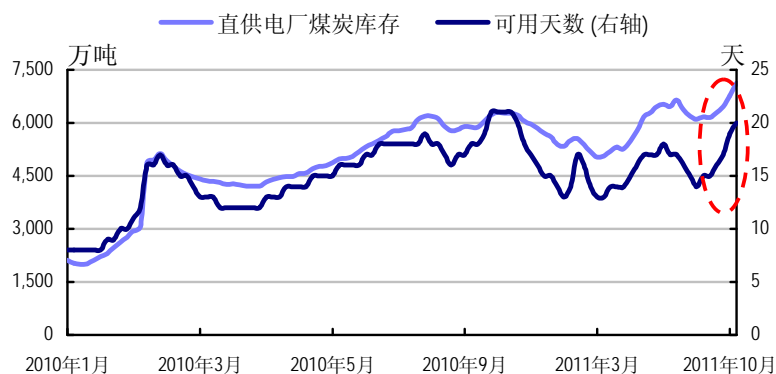
数据来源: CEIC、我的钢铁网

图17:上周经销商钢铁库存水平环比持续下降,降幅3.4%,低于去年同期2%



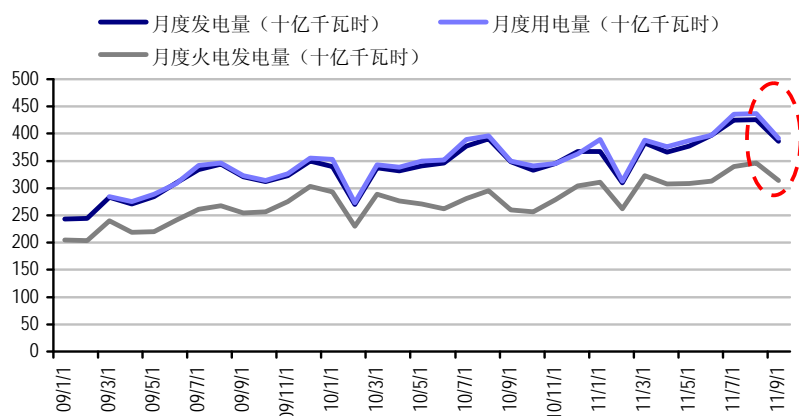
数据来源: 我的钢铁网

图18:10月中旬直供电厂煤炭库存创历史新高,达7,117吨,可用天数升至20天



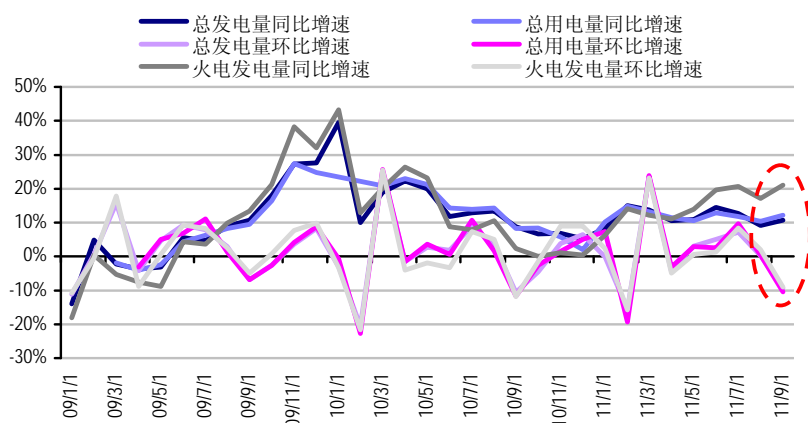
数据来源: 中国煤炭资源网

图19:上周月发电量数据无更新



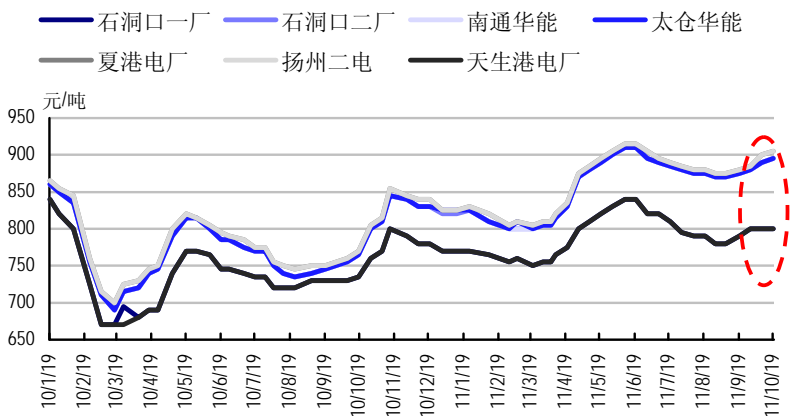
数据来源: CEIC

图20: 上周发电量增速数据无更新



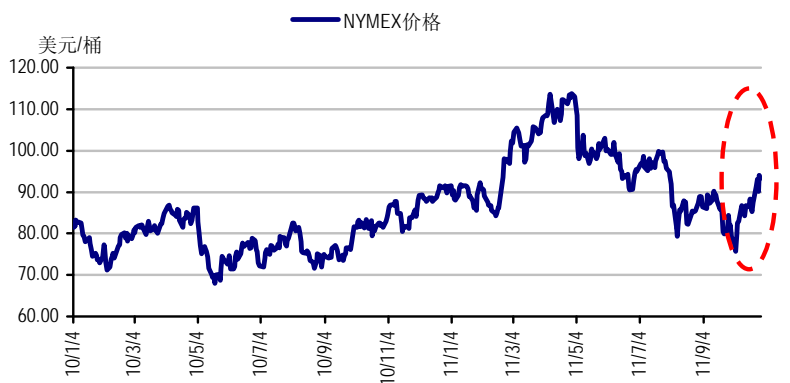
数据来源: CEIC

图21:10月中旬部分华东沿海电厂煤价小幅上涨5元/吨



数据来源: 中国煤炭资源网

图22: 上周NYMEX主力合约价震荡上行, 收于\$93.32/桶



数据来源: CEIC

■ 风险声明

煤炭的供需很大程度上受中国宏观经济的影响。我们认为长期来看煤炭行业供需平衡，但是短期因为季节性因素、运输瓶颈、流动性波动会带来煤价的波动，这是煤炭行业的一个风险。此外，替代能源如水利、核电的变动也会影响煤炭行业的供给。

■ 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。

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。



VAT返还延期拖累业绩，关注4Q政策动向

■ 计算机软件企业1-3Q营收同比增长30%，净利润增速慢于营收增速

A股计算机软件企业2011年1-3Q实现营收113.5亿元，比上年同期增长30%，实现净利润14.3亿元，同比增长22%。在费用率得到改善的背景下，A股软件企业净利润增速仍慢于营收增速的最主要原因是：税费返还延迟在一定程度上拖累上市公司业绩。

■ 计算机硬件企业1-3Q营收同比增长0.4%，净利润略有下滑

A股计算机硬件企业2011年1-3Q实现营收1202.4亿元，比上年同期增长0.37%，实现净利润40.2亿元，同比下降5.9%。A股硬件企业净利润下滑的主要原因是：管理费用和销售费用的上升以及营业外收入的减少。

■ 系统集成企业1-3Q营收同比增长14.9%，净利润略有下滑

A股系统集成企业2011年1-3Q实现营收232.9亿元，比上年同期增长14.9%，实现净利润14.7亿元，同比下降5.5%。净利润下滑的主要原因是：营业成本、销售费用、财务费用上升过快，同比增长分别为15.1%/16.3%/30.4%。

■ 四季度重点关注产业政策动向

软件业十二五规划有望年内推出，从财税、投融资、研发、进出口、人才、知识产权等多方面给予政策支持。此外，今年多家上市计算机公司由于增值税退税延迟前三季度净利润同比下降，我们认为增值税返还政策有望年内在部分地区得到细化，拉动计算机企业尤其是软件企业4Q11业绩。在计算机硬件、软件和系统集成三个子板块中，我们更为看好软件企业4Q11的表现。

2011年11月2日

www.ubssecurities.com

牟其峥

分析师

S1460511010002

monica.mou@ubssecurities.com

+86-213-866 8954

特此鸣谢

张晓薇(meredith.zhang@ubssecurities.com)

对本报告的编制提供帮助。

三季度回顾、四季度看点

1. 软件企业 1-3Q 营收增长 30%，净利润增速慢于营收

A股软件企业2011年1-3Q实现营收113.5亿元，比上年同期增长30%，实现净利润14.3亿元，同比增长22%。在费用情况得到改善的背景下，A股软件企业净利润增速仍慢于营收增速的最主要原因是：税费返还延迟在一定程度上拖累上市公司业绩。

图1:软件企业1-3Q营收同比增速30%

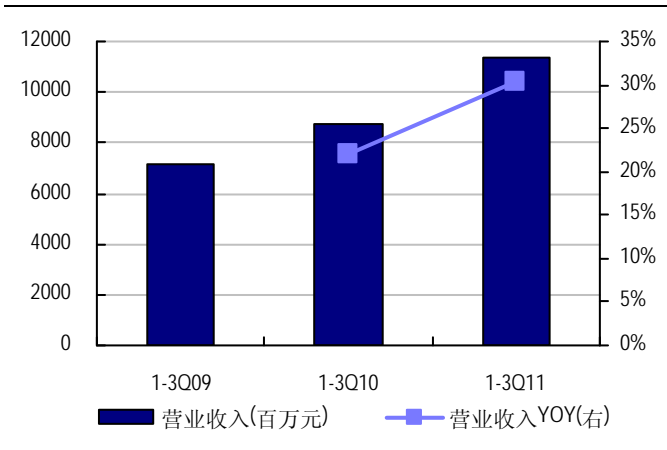
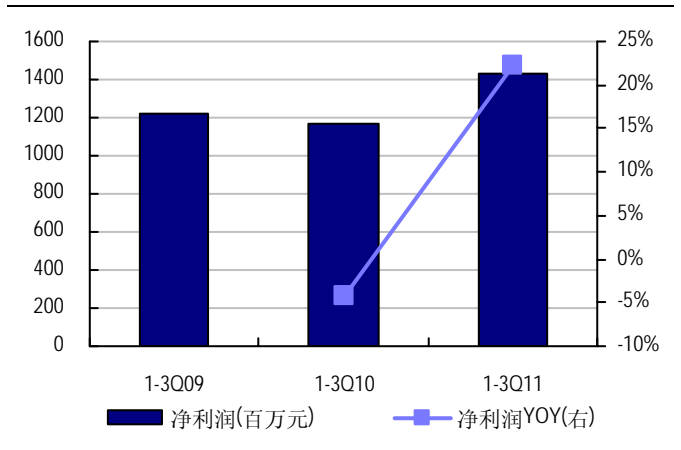


图2:软件企业净利润同比同比增长22%



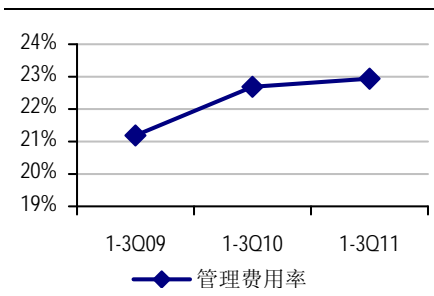
数据来源：Wind，瑞银证券估算（瑞银A股软件行业成分股，剔除07年三季度后上市企业）

数据来源：Wind，瑞银证券估算（瑞银A股软件行业成分股，剔除07年三季度后上市企业）

费用情况

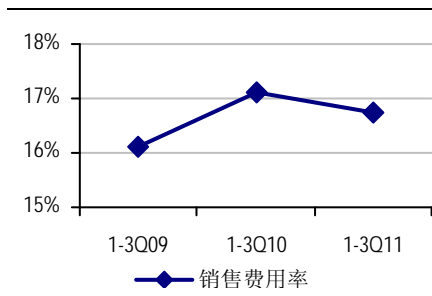
2011年1-3Q，A股软件企业平均管理费用率为22.9%，较上年同期的22.7%略有增加，平均销售费用率为16.8%，较上年同期的17.1%有所下降。整体来看软件企业前三季度期间费用率为45.9%，较上年同期的47.8%下降了2个百分点，我们认为A股软件企业费用情况正处于改善过程中。

图3:软件企业管理费用率略有上升



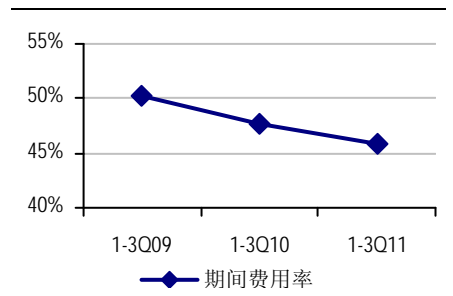
数据来源：Wind，瑞银证券估算

图4:软件企业销售费用率有所下降



数据来源：Wind，瑞银证券估算

图5:软件企业期间费用率有所改善

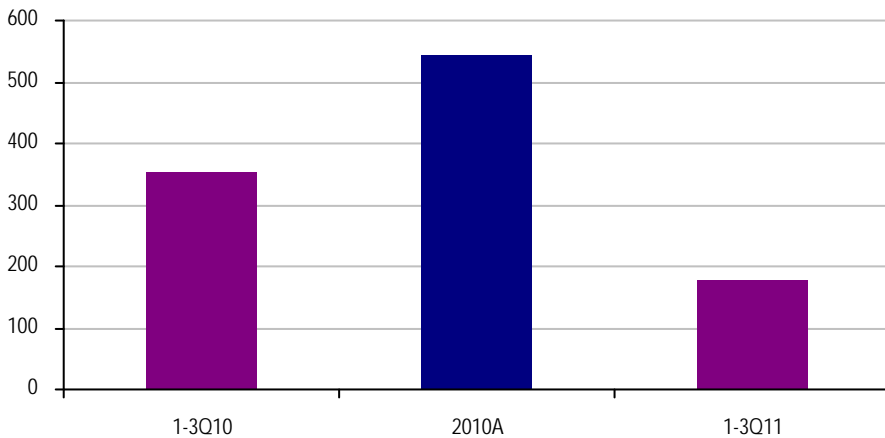


数据来源：Wind，瑞银证券估算

税费返还情况

2010年1-3Q，软件企业累计收到税费返还3.6亿元，2010年全年收到税费返还5.4亿元。2011年1-3Q，软件企业仅收到税费返还1.8亿元，仅为去年的一半。我们认为增值税返还政策有望年内在部分地区得到细化，将增厚软件企业4Q11业绩。若假定今年前三季度税费返还额度与上年持平，我们估算软件企业今年前三季度将实现净利润16.1亿元，同比增速将达到37.7%，快于营收增速。这表明若剔除税费返还延迟的因素，A股软件企业实际盈利能力较上年是有所改善的。

图6:11年税费返还延迟，对业绩形成一定负面影响



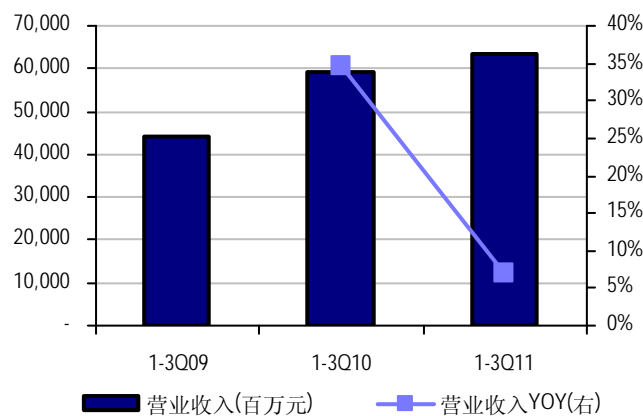
数据来源：Wind，瑞银证券估算（单位：百万元）

瑞银A股软件行业成分股中（共29家上市企业），11年1-3Q营收同比增长的公司有28家，仅1家同比下降。11年1-3Q净利润同比增长的公司有25家，4家同比下降。

2. 硬件企业 1-3Q 营收同比增长 0.4%，净利润略有下滑

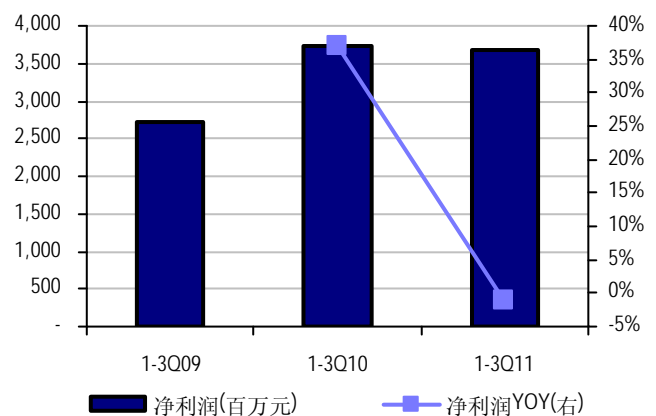
A股计算机硬件企业2011年1-3Q实现营收1202.4亿元，比上年同期增长0.37%，实现净利润40.2亿元，同比下降5.9%。长城电脑单家公司占瑞银A股硬件板块营收的47%，影响较大，剔除长城电脑后，A股硬件企业1-3Q实现营收634.6亿元，同比增长6.9%，实现净利润36.8亿元，同比下降1.1%。A股硬件企业净利润下滑的主要原因是：管理费用和销售费用的上升以及营业外收入的减少。

图7:硬件企业1-3Q营收同比增速6.9%（剔除长城电脑）



数据来源：Wind，瑞银证券估算（瑞银A股硬件行业成分股，剔除07年三季度后上市企业和长城电脑）

图8:硬件企业净利润同比下降1.1%（剔除长城电脑）



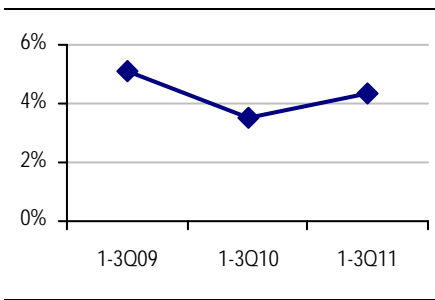
数据来源：Wind，瑞银证券估算（瑞银A股硬件行业成分股，剔除07年三季度后上市企业和长城电脑）

费用情况

2011年1-3Q，A股硬件企业平均管理费用率为4.35%，较上年同期的3.49%有较大幅度上涨，平均销售费用率为3.91%，较上年同期的3.38%亦有较大幅度上

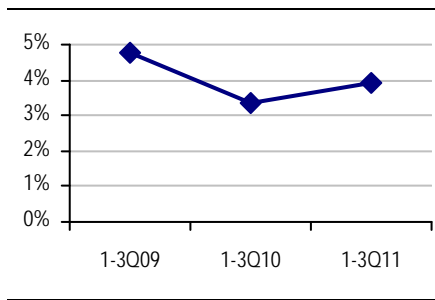
涨。整体来看硬件企业前三季度期间费用率为88.2%，较上年同期的89.7%下降了1个百分点。但是营业外收入的减少拖累硬件企业导致净利润出现下滑。

图9:硬件企业管理费用率上升明显



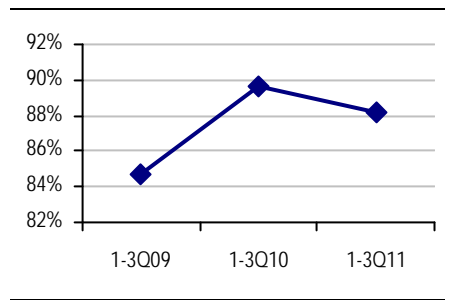
数据来源: Wind, 瑞银证券估算

图10:硬件企业销售费用率上升



数据来源: Wind, 瑞银证券估算

图11:硬件企业期间费用率有所改善

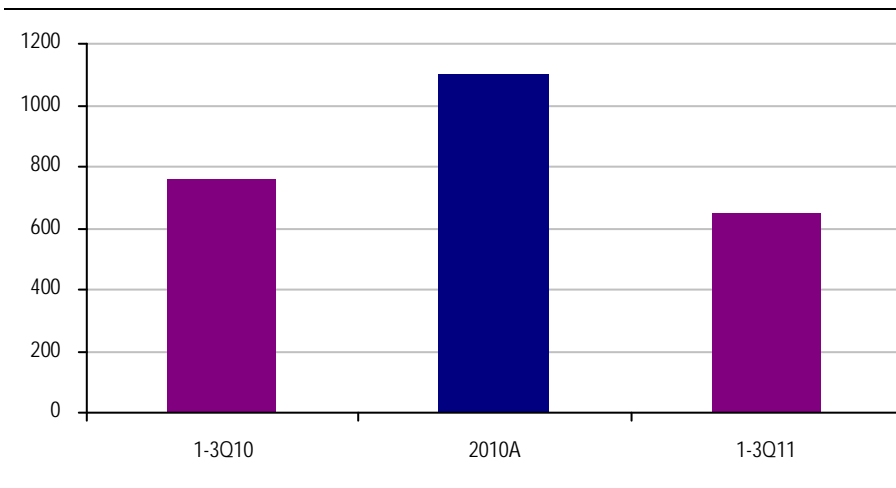


数据来源: Wind, 瑞银证券估算

税费返还情况

2010年1-3Q，硬件企业累计收到税费返还7.6亿元，2010年全年收到税费返还11.0亿元。2011年1-3Q，硬件企业收到税费返还6.5亿元，虽然较去年同期有所减少，但是减少幅度不像软件企业那么大。

图12:11年税费返还延迟，对业绩形成的负面影响比软件企业要小



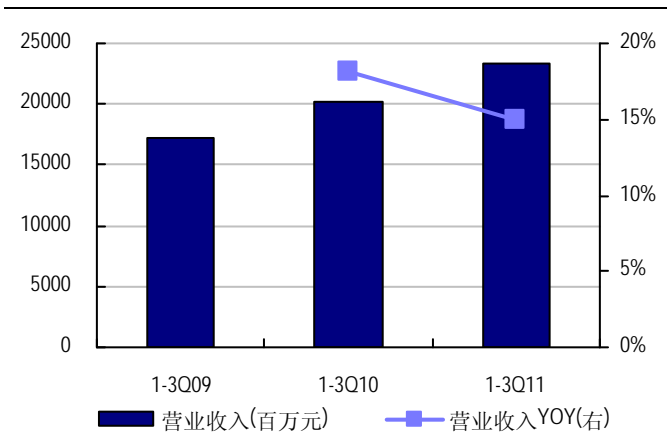
数据来源: Wind, 瑞银证券估算 (单位: 百万元)

瑞银A股软件行业成分股中 (共27家上市企业)，11年1-3Q营收同比增长的公司有21家，仅6家同比下降。11年1-3Q净利润同比增长的公司有17家，10家同比下降，这一结果表明很多硬件企业在营收增长背后并没有对应净利润的同步增加。

3. 系统集成企业 1-3Q 营收同比增长 14.9%，净利润略有下滑

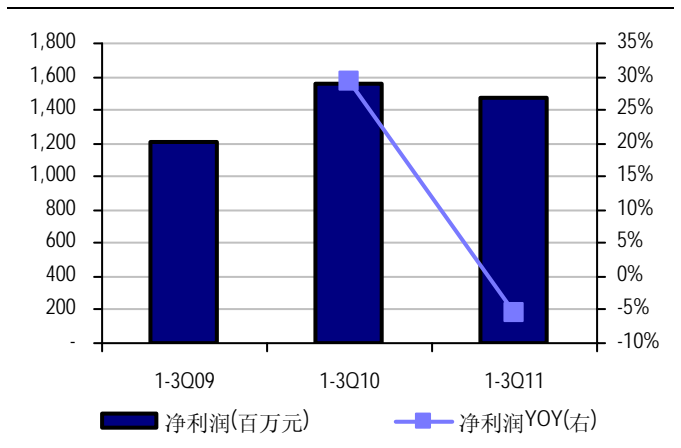
A股系统集成企业2011年1-3Q实现营收232.88亿元，比上年同期增长14.9%，实现净利润14.7亿元，同比下降5.5%。A股系统集成企业净利润下滑的主要原因是：营业成本、销售费用、财务费用上升过快，分别较上年同期增长15.1%/16.3%/30.4%。

图13:系统集成企业1-3Q营收同比增速14.9%



数据来源: Wind, 瑞银证券估算 (瑞银A股系统集成行业成分股, 剔除07年三季度后上市企业)

图14:系统集成企业1-3Q净利润同比下降5.5%

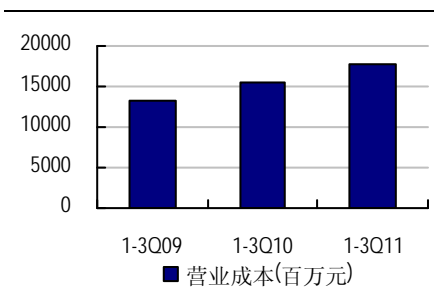


数据来源: Wind, 瑞银证券估算 (瑞银A股系统集成行业成分股, 剔除07年三季度后上市企业)

费用情况

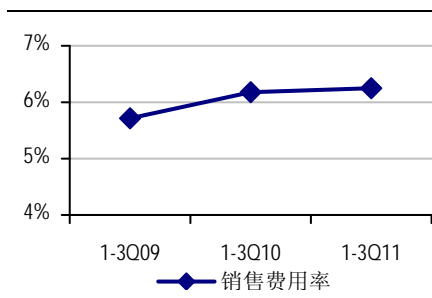
2011年1-3Q, A股系统集成企业营业成本上升较快, 同比增长15.1%, 快于收入增速。同时2011年1-3Q销售费用率略有上升至6.25%, 2011年1-3Q财务费用虽然规模尚小, 但是增长较快, 比上年同期增长30.4%。

图15:系统集成企业营业成本上升



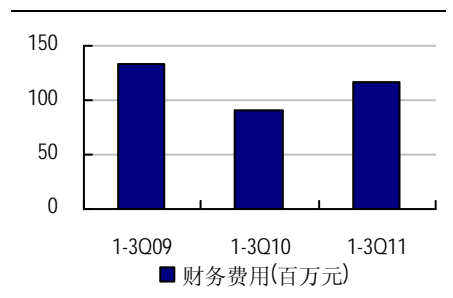
数据来源: Wind, 瑞银证券估算

图16:系统集成企业销售费用率上升



数据来源: Wind, 瑞银证券估算

图17:系统集成财务费用上升

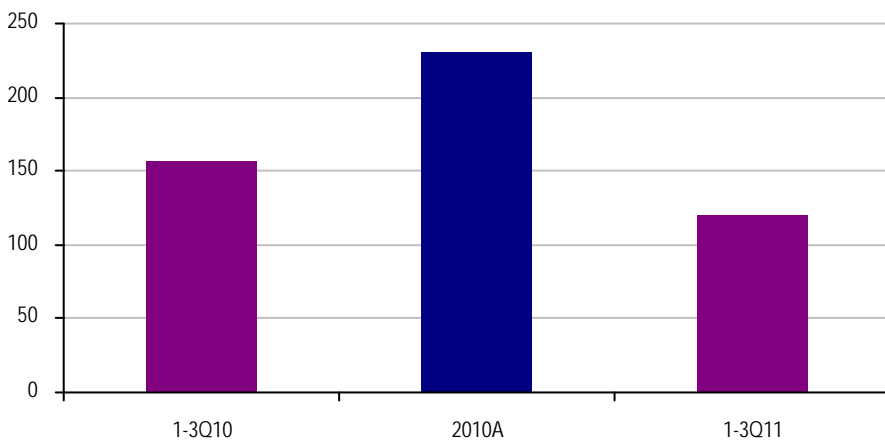


数据来源: Wind, 瑞银证券估算

税费返还情况

2010年1-3Q, 系统集成企业累计收到税费返还1.6亿元, 2010年全年收到税费返还2.3亿元。2011年1-3Q, 系统集成企业收到税费返还1.2亿元, 虽然较去年同期有所减少, 但是减少幅度不大。

图18:11年税费返还延迟，对业绩形成的负面影响比软件企业要小



数据来源：Wind，瑞银证券估算（单位：百万元）

瑞银A股系统集成行业成分股中（共27家上市企业），11年1-3Q营收同比增长的公司有25家，仅2家同比下降。11年1-3Q净利润同比增长的公司有17家，10家同比下降。这一结果表明，与A股计算机硬件企业类似，很多系统集成厂商的营收增长背后并没有对应净利润的同步增加。

4. 四季度重点关注产业政策动向

具体产业政策有望在四季度落地，可能形成利好。软件业十二五规划有望年内推出，从财税、投融资、研发、进出口、人才、知识产权、市场等多个方面给予政策支持。此外，今年多家上市计算机公司由于增值税退税延迟使得前三季度净利润有所减少，我们认为增值税返还政策有望在部分地区得到细化，拉动计算机企业，尤其是软件企业4Q11的业绩。综合看来，我们认为4Q11硬件厂商出现较快增长的可能性较小；我们认为系统集成厂商4Q11业绩基本保持稳定；考虑到软件行业较具防御性以及增值税返还等可能利好，我们看好软件企业四季度的表现。

■ 风险声明

中国计算机行业受产业政策、政府/企事业单位投资额度的影响。若政府产业政策支持力度减弱、IT投资降低，计算机行业增速可能受到负面影响。此外，计算机行业属于技术密集型行业，面临较大的技术风险，若行业内公司主要技术方向决策失误，则对行业业绩造成一定的负面影响。

■ 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: 牟其峥。

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

宝钢股份

三季度业绩不如预期；下调盈利预期

■ 需求疲软和成本挤压导致三季度业绩不如预期

公司三季报显示，其当季收入达526亿元（同比增长10%），比瑞银预期高6%。但税后净利润下挫51%至12.417亿元，比瑞银预期低58%。毛利率和吨钢息税折旧摊销前利润分别从上半年9.5%和920元/吨降至5.3%和646元/吨。

■ 四季度起宝钢将改用新定价模式

管理层表示，四季度公司将改用以当季铁矿石“现货”均价作为合约价的定价模式，不再以前一季度均价来计算。新定价模式应会降低四季度的铁矿石采购价格。然而，我们认为，高成本库存（2-3个月）和相对更低的钢材实际平均售价可能会小幅拉低四季度盈利水平。

■ 2011/2012/2013年盈利预期分别下调37%/41%/44%

我们将2011/2012/2013年平均售价假设值分别下调1.8%/4.1%/4.4%。我们的2011/2012/2013年每股收益预估值也分别调低了37%/41%/44%，从0.66/0.78/0.90元降至0.42/0.45/0.50元，分别比市场预期低24%/30%/33%。

■ 估值：目标价下调至7.9元，维持“买入”评级

由于我们将2011-13年预期平均权益回报率从11.7%调降至7.2%，我们相应地将目标市净率从1.5倍下调至1.2倍，我们的新目标价7.9元基于2012年预期每股账面价值。宝钢目前股价对应2012年0.8倍的市净率。我们预计2012年其毛利率将有所回升，原因在于我们认为2012年高端板材的需求将超过长材。我们从而维持“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	147,955	201,888	218,356	223,113	221,684
息税前利润 (UBS)	8,083	16,634	9,074	10,971	12,091
净利润 (UBS)	5,816	12,889	7,269	7,965	8,815
每股收益 (UBS, Rmb)	0.33	0.74	0.42	0.45	0.50
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.20	0.30	0.17	0.18	0.20

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 (%)	8.1	8.2	4.2	4.9	5.5
ROIC (EBIT) %	10.9	10.6	5.6	6.6	7.3
EV/EBITDA (core) x	6.9	6.0	6.2	5.7	5.0
市盈率 (UBS) (x)	16.5	9.5	12.6	11.5	10.4
净股息收益率 (%)	3.7	4.3	3.2	3.5	3.8

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11月01日21时07分的股价 (Rmb5.25) 得出。

唐晓波

分析师
S1460511010020
hubert.tang@ubssecurities.com
+86-213-866 8858

孙旭

分析师
S1460511010013
janet.sun@ubssecurities.com
+86-213-866 8852

全球证券研究报告

中国

钢铁业

12个月评级

买入
保持不变

12个月目标价

Rmb7.90/US\$1.24
之前: Rmb9.65/US\$1.52

股价

Rmb5.25/US\$0.83

路透代码: 600019.SS 彭博代码600019 CH

2011年11月2日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围	Rmb7.62-4.96/US\$1.15-0.78
市值	Rmb91.9十亿/US\$14.5十亿
已发行股本	17,512百万 (ORDA)
流通股比例	100%
日均成交量 (千股)	29,591
日均成交额 (Rmb 百万)	Rmb155.6

资产负债表数据 12/11E

股东权益	Rmb109十亿
市净率 (UBS)	0.8x
净现金 (债务)	(Rmb55.3十亿)

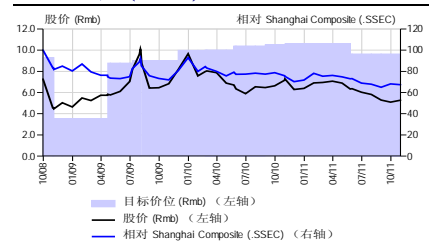
预测回报率

预测股价涨幅	+50.5%
预测股息收益率	3.5%
预测股票回报率	+54.0%
市场回报率假设	9.0%
预测超额回报率	+45.0%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/11E		12/10	
	从	到市场预测	实际	实际
Q1	0.18	0.18	0.20	0.22
Q2	0.11	0.11	0.12	0.24
Q3	0.17	0.07	0.17	0.15
Q4E	0.21	0.05	0.21	0.13
12/11E	0.66	0.42	0.66	
12/12E	0.78	0.45	0.78	

股价表现 (Rmb)



资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

特此鸣谢

郁威 (wei.yu@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8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。

2011/11/02 08:02

四季度实际钢材平均售价下降

由于制造业增长速度放慢，尤其是汽车和机械销售，7月份以来宝钢开始降低主要板材产品的合约价。我们对经销商的调查表明宝钢实际上在期末已调整了其协议价，对市场需求做出更迅速的反应。因此，我们预计，随着终端需求进一步减弱，四季度实际平均售价将下滑。

表1：宝钢主要产品月度合约价（元/吨）

	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	11年 10月	11年 11月	11年 1季度	11年 2季度	11年 3季度
热轧卷	4,692	4,792	5,092	5,092	4,892	4,892	4,692	4,692	4,752	4,812	4,812	4,859	4,959	4,712
冷轧卷	5,336	5,436	5,736	5,736	5,436	5,436	5,336	5,336	5,456	5,506	5,506	5,503	5,536	5,376
镀锌板	5,537	5,637	5,937	5,937	5,637	5,637	5,437	5,487	5,687	5,887	5,887	5,704	5,737	5,537
硅钢	7,620	7,720	7,920	7,920	7,720	7,720	7,220	6,770	6,900	6,900	6,700	7,753	7,787	6,963

资料来源：Mysteel

我们的主要假设

根据年内迄今的产品销量和价格，我们将2011年平均售价假设值下调了1.8%。另外，鉴于需求增速放缓，且我们调低了原料价格假设值，我们将2012/2013年平均售价假设值分别下调4.1%/4.4%。我们预计宝钢钢材产品2011/2012/2013年的平均售价同比调整幅度分别为9.6%/-1.0%/-2.6%。

表2：主要钢材产品平均售价和销量假设值

	钢价假定值（元/吨）			销量假设（百万吨）		
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
钢材产品合计	6,389	6,327	6,161	26.1	27.4	28.3
碳钢	5,662	5,609	5,469	23.6	24.8	25.6
冷轧卷	6,425	6,425	6,296	11.4	11.7	12.0
热轧卷	4,679	4,586	4,448	6.5	6.7	6.8
厚钢板	4,974	4,924	4,776	2.4	3.0	3.3
无缝钢管	6,306	6,243	6,055	1.9	2.0	2.0
钢坯	3,868	3,829	3,714	0.8	0.8	0.8
线材	4,925	4,826	4,682	0.6	0.6	0.6
不锈钢	15,188	15,188	14,732	1.4	1.5	1.5
特种钢	10,406	10,406	10,093	1.1	1.1	1.2

资料来源：瑞银证券估算

敏感性分析

我们的敏感性分析表明宝钢的利润对钢材平均售价、原料价格以及人民币兑美元汇率最为敏感。例如，如下表所示，在我们的基准情境假设中，钢材平均售价/铁矿石价格/焦煤价格/人民币兑美元平均汇率假设值每变动1%，我们估计2011年利润将随之分别变动14.1%/-4.5%/-3.3%/5.3%。

表3：敏感性分析

2011年基准情境下的每股收益(元)	2011年基准情境假设值	%变幅	2010年最新每股 收益	%变幅
0.42				
主要钢材产品价格变动的影响(元/吨)				
	(元/吨)			
总体碳钢平均售价	5,662	1.0%	0.47	14.1%
冷轧卷	6,425	1.0%	0.45	7.7%
热轧卷	4,679	1.0%	0.43	3.2%
主要原材料成本变化的影响				
进口铁矿石整体价格假设值(美元/吨)	178	1.0%	0.40	-4.5%
焦煤价格假设值(元/吨)	1,612	1.0%	0.40	-3.3%
人民币/美元汇率的影响				
2010年人民币/美元平均汇率	6.38	1.0%	0.44	5.3%

资料来源：瑞银证券估算

瑞银预测与市场一致预期

鉴于2011年下半年需求低迷，以及我们调低了2012年钢材平均售价假设值，我们相应地将2011/12/13年盈利预估值分别下调了37%/41%/44%。我们的2011/12/13年盈利预测分别比市场预期低24%/30%/33%，我们认为市场预期过于乐观。

表4：瑞银预测和市场一致预期

(百万元)	市场预期	瑞银预测 (新)	差幅%	瑞银预测 (之前)	变幅%
2011E					
销售额	218,686	218,356	-0.2%	221,545	-1.4%
净利润(调整后)	9,550	7,269	-23.9%	11,525	-36.9%
2012E					
销售额	236,001	223,113	-5.5%	230,693	-3.3%
净利润(调整后)	11,336	7,965	-29.7%	13,586	-41.4%
2013E					
销售额	240,146	221,684	-7.7%	229,912	-3.6%
净利润(调整后)	13,216	8,815	-33.3%	15,808	-44.2%

资料来源：万得资讯、瑞银证券估算

估值：目标价从 9.65 元降至 7.9 元，维持“买入”评级

由于我们下调了盈利预测，我们的2011-2013年平均预期权益回报率从11.7%降至7.2%，比宝钢周期中点权益回报率8.9%低19%。

表5：宝钢权益回报率走势

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2011-13年预期值 (最新)	2011-13年预期值 (之前)	周期中点权益 回报率	动态权益回报率与周期 中点回报率的差幅%
宝钢	6.7%	6.2%	12.9%	6.8%	7.1%	7.6%	7.2%	11.7%	8.9%	-19.0%

资料来源：瑞银证券估算

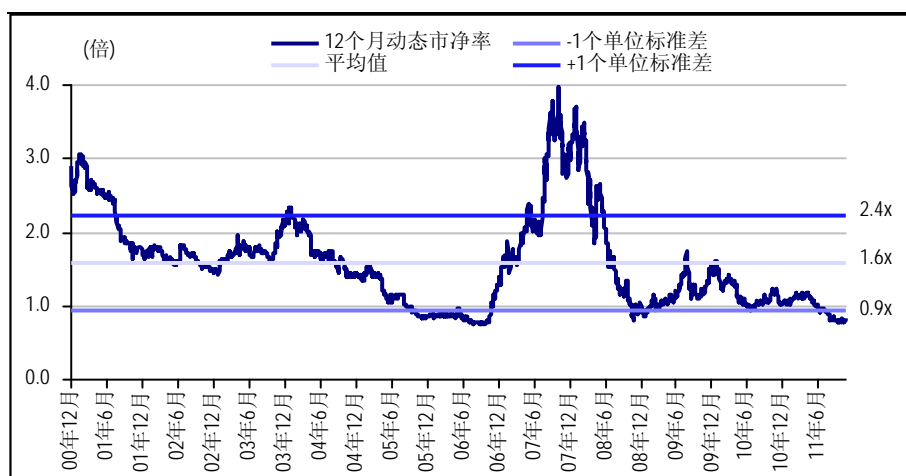
我们采用周期中点市净率对比权益回报率的方法推导出目标价。由于平均预期权益回报率低于周期中点权益回报率，我们对其周期中点市净率采用20%的折让，我们的目标市净率因此从之前的1.5倍降至1.2倍。我们基于6.5元的2012年预期每股账面价值推导出目标价7.9元。宝钢目前股价对应2012年0.8倍的12个月动态市净率。我们相信2012年宝钢毛利率同比可能有所好转，主要是因为我们认为汽车、家电等消费性钢材需求滞后于建筑钢材需求。我们从而认为目前宝钢被低估并维持“买入”评级。

表6: 宝钢的目标价推导

周期中点市净率 (倍)	1.5
采用的溢价/折价	-20%
目标市净率 (倍)	1.2
2012年预期每股帐面价值(元)	6.5
目标价(元)	7.9
评级	买入

资料来源: 瑞银证券估算

图1: 宝钢12个月动态市净率



资料来源: Thomson Datastream、瑞银证券估算

宝钢股份

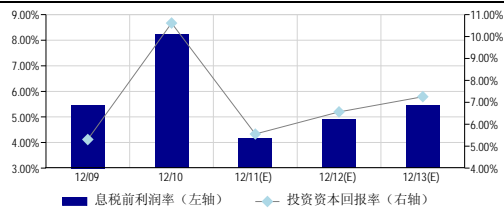
损益表 (Rmb 百万)	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业收入	161,630	190,306	199,419	147,955	201,888	218,356	8.2	223,113	2.2	221,684	-0.6
营业费用 (不含折旧)	(129,921)	(158,704)	(175,063)	(126,617)	(172,017)	(194,393)	13.0	(197,269)	1.5	(193,419)	-2.0
息税折旧摊销前利润 (UBS)	31,709	31,602	24,355	21,339	29,871	23,962	-19.8	25,844	7.9	28,264	9.4
折旧	(12,023)	(12,696)	(14,636)	(13,255)	(13,238)	(14,888)	12.5	(14,873)	-0.1	(16,173)	8.7
营业利润 (息税前利润, UBS)	19,686	18,906	9,719	8,083	16,634	9,074	-45.4	10,971	20.9	12,091	10.2
其他盈利和联营公司盈利	536	1,356	531	887	1,249	622	-50.2	569	-8.5	592	3.9
净利息	(1,018)	(955)	(2,096)	(1,676)	(807)	(230)	-71.5	(1,038)	351.5	(1,060)	2.1
非正常项目 (税前)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	19,204	19,308	8,154	7,295	17,076	9,466	-44.6	10,503	10.9	11,623	10.7
税项	(5,604)	(5,885)	(1,553)	(1,199)	(3,715)	(1,799)	-51.6	(2,101)	16.8	(2,325)	10.7
税后利润	13,601	13,423	6,601	6,095	13,361	7,668	-42.6	8,402	9.6	9,299	10.7
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	(524)	(704)	(142)	(279)	(472)	(399)	-15.5	(437)	9.6	(484)	10.7
净利润 (本地会计准则)	13,077	12,718	6,459	5,816	12,889	7,269	-43.6	7,965	9.6	8,815	10.7
净利润 (UBS)	13,077	12,718	6,459	5,816	12,889	7,269	-43.6	7,965	9.6	8,815	10.7
税率 (%)	29	30	19	16	22	19	-12.7	20	5.3	20	0.0
不计非正常项目税率 (%)	29	30	19	16	22	19	-12.7	20	5.3	20	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)	0.75	0.73	0.37	0.33	0.74	0.42	-43.6	0.45	9.6	0.50	10.7
每股收益 (UBS)	0.75	0.73	0.37	0.33	0.74	0.42	-43.6	0.45	9.6	0.50	10.7
每股股息净值	0.32	0.35	0.18	0.20	0.30	0.17	-44.7	0.18	9.6	0.20	10.7
每股现金收益	1.43	1.45	1.20	1.09	1.49	1.27	-15.2	1.30	3.1	1.43	9.4
每股账面净值	4.64	5.71	5.25	5.43	5.98	6.23	4.2	6.50	4.4	6.81	4.6
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	88,306	111,531	125,464	129,213	127,500	127,867	0.3	125,194	-2.1	121,220	-3.2
无形固定资产净值	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净营运资本 (包括其他资产)	12,931	20,365	25,599	24,290	32,439	38,733	19.4	42,374	9.4	44,349	4.7
其他负债	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运营投入资本	101,237	131,896	151,062	153,502	159,939	166,600	4.2	167,568	0.6	165,569	-1.2
投资	3,104	3,754	3,850	4,207	4,432	4,786	8.0	5,136	7.3	5,486	6.8
运用资本总额	104,342	135,650	154,912	157,709	164,371	171,386	4.3	172,704	0.8	171,056	-1.0
股东权益	81,286	99,982	91,957	95,137	104,746	109,108	4.2	113,887	4.4	119,176	4.6
少数股东权益	5,248	6,097	5,881	6,082	6,596	6,995	6.0	7,432	6.2	7,915	6.5
总股东权益	86,534	106,079	97,838	101,219	111,342	116,103	4.3	121,319	4.5	127,091	4.8
净债务 / (现金)	17,808	29,571	57,074	56,490	53,029	55,283	4.3	51,385	-7.1	43,964	-14.4
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	104,342	135,650	154,912	157,709	164,371	171,386	4.3	172,704	0.8	171,056	-1.0
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)	19,686	18,906	9,719	8,083	16,634	9,074	-45.4	10,971	20.9	12,091	10.2
折旧	12,023	12,696	14,636	13,255	13,238	14,888	12.5	14,873	-0.1	16,173	8.7
营运资本变动净值	0	(7,637)	(11,762)	3,671	(12,802)	(7,057)	-44.9	(4,367)	-38.1	(2,664)	-39.0
其他 (经营性)	125	1,760	531	887	1,249	622	-50.2	569	-8.5	592	3.9
经营性现金流 (税前/息前)	31,835	25,726	13,124	25,897	18,319	17,527	-4.3	22,047	25.8	26,192	18.8
收到 / (支付) 利息净值	(1,018)	(955)	(2,096)	(1,676)	(807)	(230)	-71.5	(1,038)	351.5	(1,060)	2.1
已付股息	(6,907)	(8,064)	(9,251)	(4,478)	(4,524)	(2,908)	-35.73	(3,186)	9.58	(3,526)	10.67
已缴付税项	(5,604)	(5,885)	(1,553)	(1,199)	(3,715)	(1,799)	-51.6	(2,101)	16.8	(2,325)	10.7
资本支出	(17,167)	(28,637)	(26,155)	(17,510)	(12,734)	(14,791)	16.2	(11,825)	-20.1	(11,861)	0.3
并购/处置净值	0	0	(2,869)	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	1,647	(736)	622	(3,565)	(2,522)	0	-	0	-	0	-
股份发行	115	6,489	1,111	0	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	2,901	(12,063)	(27,067)	(2,532)	(5,983)	(2,199)	-63.2	3,898	-	7,421	90.4
外汇/非现金项目	11,247	300	(436)	3,116	9,445	(55)	-	0	-100.0	0	190.9
资产负债表净债务增加/减少	14,148	(11,764)	(27,503)	584	3,462	(2,255)	-	3,898	-	7,421	90.4
核心息税折旧摊销前利润	31,709	31,602	24,355	21,339	29,871	23,962	-19.8	25,844	7.9	28,264	9.4
维护资本支出	(17,167)	(28,637)	(26,155)	(17,510)	(12,734)	(14,791)	16.2	(11,825)	-20.1	(11,861)	0.3
维护营运资本净支出	(6,741)	(11,087)	(13,650)	(9,233)	(17,170)	(24,228)	41.1	(28,594)	18.0	(31,258)	9.3
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	7,801	(8,122)	(15,450)	(5,404)	(33)	(15,056)	45471.3	(14,575)	-3.2	(14,855)	1.9

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。

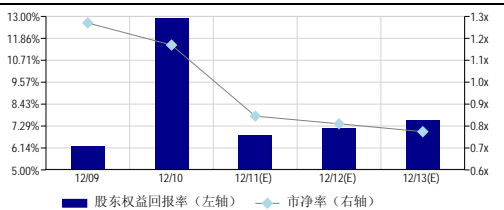
公司概况

宝山钢铁股份有限公司是中国最大的钢铁企业，致力于生产高科技、高附加值的钢铁产品，被公认为是一流的钢铁企业。公司生产的钢材产品主要包括三种：碳钢、不锈钢、特种钢。碳钢产品，主要包括热轧板卷、冷轧板卷、厚钢板、钢管、钢筋及钢坯占 2010 年钢材产量的 91%。2010 年，宝钢的粗钢产量达 2,588 万吨，钢材产量达 2,529 万吨。

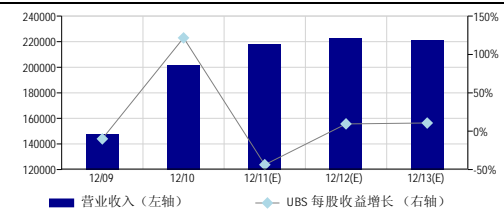
盈利能力



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)	16.5	20.8	9.5	12.6	11.5	10.4
市盈率 (UBS)	16.5	20.8	9.5	12.6	11.5	10.4
股价/每股现金收益	6.4	6.3	4.7	4.1	4.0	3.7
净股息收益率 (%)	3.7	2.9	4.3	3.2	3.5	3.8
市净率	1.5	1.3	1.2	0.8	0.8	0.8
企业价值/营业收入 (核心)	1.1	1.2	0.9	0.7	0.7	0.6
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	6.9	8.4	6.0	6.2	5.7	5.0
企业价值/息税前利润 (核心)	13.2	22.2	10.8	16.3	13.5	11.7
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	NM	NM	NM	NM	NM	NM
企业价值/运营投入资本	1.4	1.2	1.1	0.9	0.9	0.9

企业价值 (Rmb 百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
平均市值	120,834	122,485	91,938	91,938	91,938
+ 少数股东权益	6,082	6,596	6,995	7,432	7,915
+ 平均净债务 (现金)	56,490	54,759	54,156	53,334	47,675
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(4,207)	(4,432)	(4,786)	(5,136)	(5,486)
核心企业价值	179,200	179,408	148,302	147,568	142,042

增长率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	5.7	-25.8	36.5	8.2	2.2	-0.6
息税折旧摊销前利润 (UBS)	-1.5	-12.4	40.0	-19.8	7.9	9.4
息税前利润 (UBS)	-4.1	-16.8	105.8	-45.4	20.9	10.2
每股收益 (UBS)	-0.4	-10.0	121.6	-43.6	9.6	10.7
每股现金收益	1.0	-9.6	37.0	-15.2	3.1	9.4
每股股息净值	-1.6	11.1	50.0	-44.7	9.6	10.7
每股账面净值	6.5	3.5	10.1	4.2	4.4	4.6

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	15.5	14.4	14.8	11.0	11.6	12.7
息税前利润/营业收入	8.1	5.5	8.2	4.2	4.9	5.5
净利润 (UBS) /营业收入	5.7	3.9	6.4	3.3	3.6	4.0

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)	10.9	5.3	10.6	5.6	6.6	7.3
税后投资资本回报率	-	4.4	8.3	4.5	5.3	5.8
净股东权益回报率	11.3	6.2	12.9	6.8	7.1	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	14.7	5.3	21.7	NM	10.9	11.7
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	2.1	1.7	2.5	2.5	2.5	2.5
股息支付率 (% , UBS 每股收益)	48.2	60.2	40.8	40.0	40.0	40.0
净债务/息税折旧摊销前利润	1.5	2.6	1.8	2.3	2.0	1.6

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	1.3	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3
营业收入/固定资产	1.6	1.2	1.6	1.7	1.8	1.8
营业收入/净营运资本	15.7	12.9	15.3	10.5	8.4	7.4

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	NM	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入 (%)	11.3	11.8	6.3	6.8	5.3	5.4
资本支出/折旧	1.6	1.3	1.0	1.0	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	45.2	59.4	50.6	50.7	45.1	36.9
净债务/(净债务 + 权益)	31.1	37.3	33.6	33.6	31.1	26.9
净债务 (核心) /企业价值	22.4	31.5	30.5	36.5	36.1	33.6

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11月01日 21时07分的股价 (Rmb5.25) 得出; 总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

唐晓波

分析师
S1460511010020
hubert.tang@ubssecurities.com
+86-213-866 8858

孙旭

分析师
S1460511010013
janet.sun@ubssecurities.com
+86-213-866 8852

■ 宝钢股份

宝山钢铁股份有限公司是中国最大的钢铁企业，致力于生产高科技、高附加值的钢铁产品，被公认为是一流的钢铁企业。公司生产的钢材产品主要包括三种：碳钢、不锈钢、特种钢。碳钢产品，主要包括热轧板卷、冷轧板卷、厚钢板、钢管、钢筋及钢坯占2010年钢材产量的91%。2010年，宝钢的粗钢产量达2,588万吨，钢材产量达2,529万吨。

■ 风险声明

钢材的供需在很大程度上会受到全球经济状况和外汇汇率的影响。我们认为，如果全球及中国经济增速低于我们的预测，钢材产品的供需状况将会走弱。同时，中国产能过剩仍将是供给面存在的一个主要风险。此外，原材料成本攀升可能导致钢铁生产商利润率下滑。

■ 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: 唐晓波; 孙旭。

涉及报告中提及的公司的披露

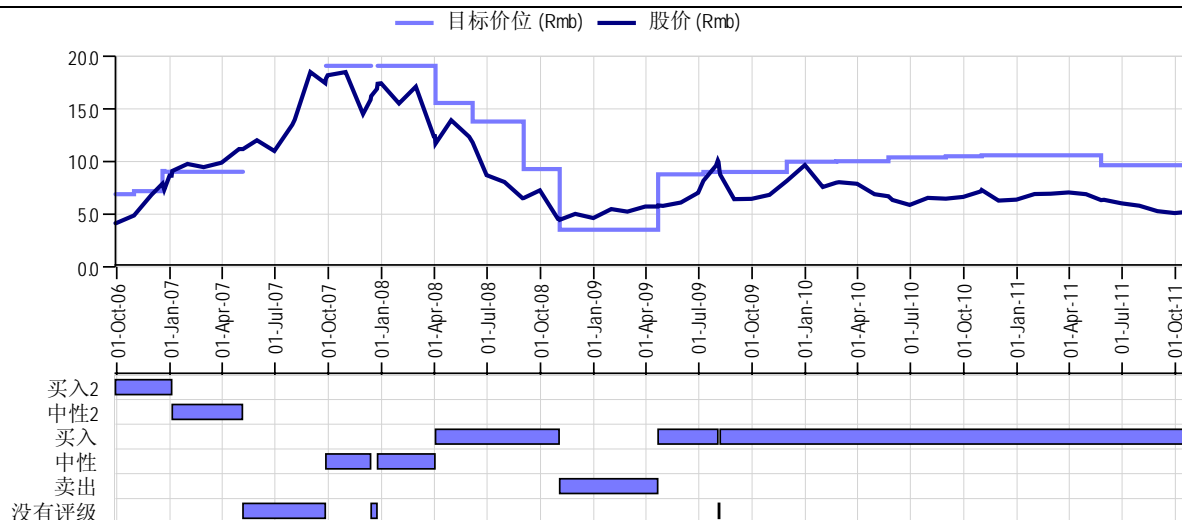
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
宝钢股份	600019.SS	买入	不适用	Rmb5.27	2011年10月31日

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。

宝钢股份 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银)；截止至2011年10月31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”意味着分析师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”意味着分析师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: 格林美

进一步布局报废汽车业务，打造循环经济龙头

■ 与荆门市物资总公司签订《战略合作框架协议》

公司11月2日公告，与荆门市物资总公司于2011年10月31日签署《战略合作框架协议》，在报废汽车回收拆解循环再利用产业方面进行合作，约定在荆门市物资取得其主管部门的批准后，公司采取对荆门市物资股权收购或增资扩股方式（控股比例在51%以上）进行合作。

■ 进一步布局报废汽车回收拆解业务

荆门市物资是湖北荆门市唯一一家具有国家认证从事报废汽车回收拆解资格的国有企业，我们预计未来完成股权收购后，公司报废汽车回收拆解业务有望取得飞跃。此前公司在河南投资的河南中钢再生资源公司，未来主要业务方向也是在报废汽车回收拆解方面，我们认为一系列收购动作显示出公司积极布局报废汽车回收拆解业务板块，进一步扩展循环经济产业范围的战略方向。

■ 稀贵金属回收项目正式启动，打造完整产业链

根据《湖北日报》11月1日报道，荆门格林美城市矿产资源循环产业园（东区）开工典礼今天举行。公司此次拟增发募投的废旧电路板中稀贵金属循环利用等项目正式启动，目前公司增发申请已经证监会核准

■ 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	25.2	19.2	14.4
市盈率 (UBS) (x)	-	89.0	47.1	35.6	24.2
净股息收益率 (%)	-	0.2	0.3	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11月01日23时53分的股价 (Rmb26.00) 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\$4.58
保持不变

股价

Rmb26.00/US\$4.09

路透代码: 002340.SZ 彭博代码002340 CH

2011年11月2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 Rmb6.31十亿/US\$0.99十亿

已发行股本 243百万 (ORDA)

流通股比例 48%

日均成交量 (千股) 2,257

日均成交额 (Rmb 百万) Rmb55.3

资产负债表数据 12/11E

股东权益 Rmb1.18十亿

市净率 (UBS) 5.4x

净现金 (债务) (Rmb0.81十亿)

预测回报率

预测股价涨幅 +11.9%

预测股息收益率 0.3%

预测股票回报率 +12.2%

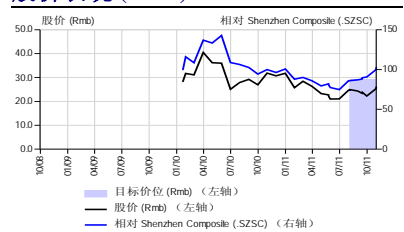
市场回报率假设 9.0%

预测超额回报率 +3.2%

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	0.15	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

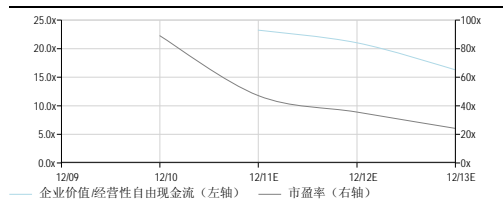
损益表 (Rmb 百万)	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%	
营业收入	-	219	304	368	570	916	60.8	1,217	32.8	1,725	41.8
营业费用 (不含折旧)	-	(169)	(242)	(267)	(429)	(638)	48.7	(841)	31.8	(1,214)	44.4
息税折旧摊销前利润 (UBS)	-	51	63	101	141	278	97.5	376	35.1	511	35.8
折旧	-	(7)	(11)	(23)	(36)	(88)	141.9	(117)	32.6	(139)	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
无形固定资产净值	-	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。

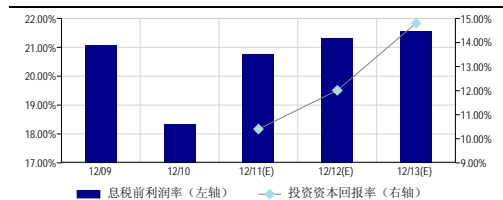
公司概况

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。

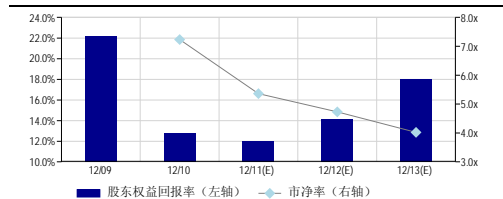
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



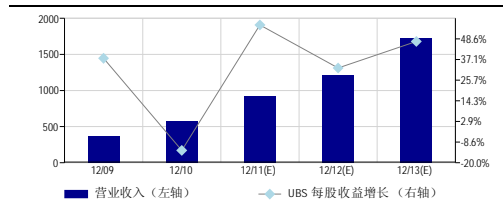
盈利能力



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	47.1	35.6	24.2
市盈率 (UBS)	-	-	89.0	47.1	35.6	24.2
股价/每股现金收益	-	-	62.5	28.4	21.5	15.8
净股息收益率 (%)	-	-	0.2	0.3	0.4	0.6
市净率	-	-	7.2	5.4	4.7	4.0
企业价值/营业收入 (核心)	-	-	NM	7.7	5.9	4.3
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	-	57.6	25.2	19.2	14.4
企业价值/息税前利润 (核心)	-	-	NM	NM	27.8	19.8
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	-	NM	23.2	21.0	16.3
企业价值/运营投入资本	-	-	-	3.8	3.3	2.9

企业价值 (Rmb 百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
平均市值	-	7,629	6,308	6,308	6,308
+ 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	7,022	7,214	7,370

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	10.2	12.5	14.4

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。
估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据2011年11月01日23时53分的股价 (Rmb26.00) 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我们预期，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

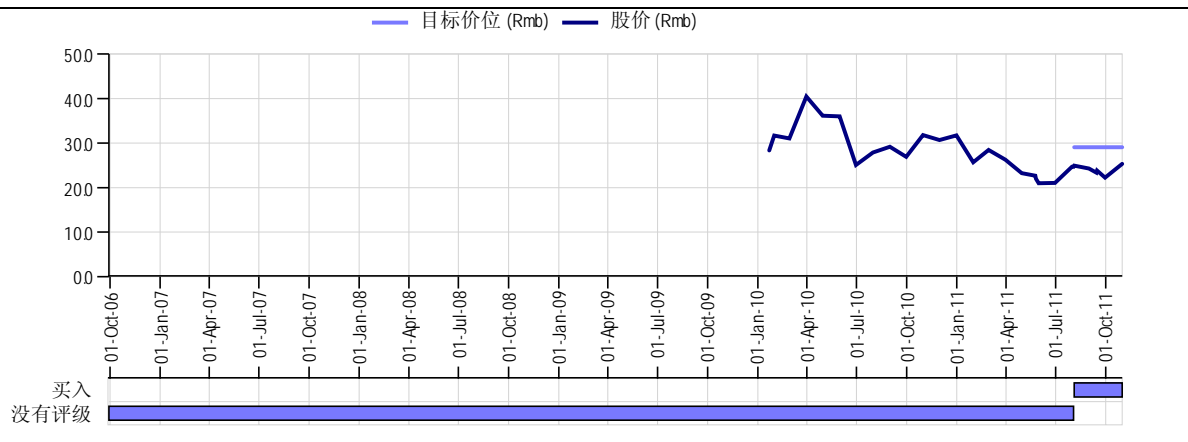
公司名称	路透	12个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
格林美	002340.SZ	买入	不适用	Rmb25.35	2011年10月31日

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。

格林美 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2011年10月31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。



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	2470	0.1%	2.5%	4.7%	-19.1%	
沪深300	2698	0.1%	2.7%	4.5%	-22.3%	
中证500	4000	0.0%	4.1%	3.7%	-23.1%	
深证成份指数	10442	-0.4%	2.3%	1.5%	-24.0%	
中小板综	5929	0.1%	3.7%	4.3%	-21.7%	
创业板综	849	0.2%	6.7%	7.3%	-23.2%	
恒生指数	19370	-2.5%	2.1%	10.1%	-18.1%	
恒生国企指数	10184	-3.1%	3.3%	14.2%	-24.6%	
DJ工业指数	11955	0.0%	2.1%	9.5%	7.5%	
S&P500	1253	0.0%	2.0%	10.8%	5.8%	
NASDAQ	2684	0.0%	1.7%	11.1%	7.2%	
日经255	8836	-1.7%	0.8%	1.6%	-3.5%	
FT100	5544	0.0%	0.3%	8.1%	-2.6%	

来源：万得，彭博

今日A股重大公告

特变电工（600089）：公司第一大股东特变集团将其持有的特变电工6,000万股股票质押给北京国际信托有限公司，为该信托融资提供质押担保，质押期限2年；将其持有的特变电工1,500万股股票质押给四川信托有限公司，为该信托融资提供质押担保，质押期限1年。

新华百货（600785）：董事会审议通过公司拟与西宁张氏实业有限公司合资成立青海新华百货商业有限公司，该公司将拟以自有及筹措资金购买西宁张氏实业有限公司所合法拥有的4.38万平方米商业物业及0.41万平方米的办公物业预计将以不超过4.5亿元价格完成上述物业的购买。

中南传媒（601098）：高管辞职公告。公司副总经理刘剑先生因个人原因申请辞去公司副总经理职务，辞职后不再担任公司任何职务。

东方市场（000301）：关于监事会主席辞职的公告。公司监事会主席徐兴祥先生提交的书面辞职申请，徐兴祥先生因个人原因申请辞去公司第五届监事会主席、监事职务。

柳工（000528）：控股股东增持公司股份的公告。柳工集团于2011年10月31日至2011年11月1日通过深圳证券交易所证券交易系统增持了公司股份1,060,000股，占公司总股本的0.094%。本次增持前，柳工集团持有公司股份392,305,464股，占公司总股本的34.864%；本次增持后，柳工集团持有公司股份393,365,464股，占公司总股本的34.958%。

东北制药（000597）：非公开发行股票预案公告。本次发行的股票为人民币普通股A股，每股面值人民币1元；发行数量不超过15,000万股（含15,000万股）；发行股份的价格为不低于定价基准日前20个交易日的公司股票交易均价，特定投资者认购的股份自发行结束之日起十二个月内不得转让。

新中基（000972）：股东减持公告。乌鲁木齐三木实业有限公司在2011.8.31—2011.11.1期间减持483.01万股，占总股本1%。

中泰化学（002092）：2011年公司债券（第一期）发行公告。公司发行不超过26亿元公司债券已获得证监会批准。中泰化学本次债券采取分期发行的方式，第一期发行规模不超过13亿元，债券每张面值为人民币100元，共计1300万张，发行价格为每张人民币100元。本期债券为7年期固定利率债券，在第5年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。票面利率预设区间为7.00%-7.70%

今日主要财经新闻

1、希腊公投或致违约 全球金融市场翘起一和讯网

正当市场对欧债危机解决方案的热情减退之时，另一枚炸弹又将引爆。当地时间10月31日，希腊总理要求就上周欧元区领导人达成的新债务和援助协议举行全民公投，市场风险偏好骤然降温，受此影响，昨日欧洲股市盘中重挫。在希腊国内反对实施紧缩计划的呼声此起彼伏的背景下，帕潘德里欧要求就上周欧元区领导人达成的新债务和援助协议举行全民公投，投票拟定于明年1月进行。市场人士担心，希腊的“否决票”可能令之前援助希腊的努力完全化为泡影。除了希腊，意大利融资成本近期也持续飙升，欧债危机的前景仍然存在诸多的不确定性。受此影响，亚太股市昨日普遍下跌，MSCI亚太指数下跌2%。欧洲股市低开低走，三大股指盘中跌幅均超过3%，其中德国股市盘中跌幅超过5%，希腊股市盘中跌幅一度达到7%。道指开盘重挫200点。此外，欧元兑美元汇率大幅下挫，一举跌破1.37水平，盘中跌幅接近2%。国际油价盘中跌幅更超过3%。

2、10月份官方PMI大幅回落0.8个百分点一和讯网

中国物流与采购联合会11月1日发布：10月份中国制造业采购经理指数(PMI)为50.4%，在经历前两月小幅回升后，环比大幅回落0.8个百分点。但同日发布的、样本多为中小企业的汇丰PMI则连续3个月回升，并跃居50%以上。专家分析认为，官方PMI回落预示着四季度经济增长速度将在前三季度的基础上继续放缓，而汇丰PMI回升则说明随着国家一系列政策的发布，当前小企业情况有所好转。基于上述判断，11月调控政策可能进一步放松，但货币政策不会大幅转向。在10月份的官方PMI数据中，11个分项指数除产成品库存指数、供应商配送时间指数有所上升以外，其余各指数均不同程度回落，既显示出国内社会需求的增幅回落，又显示出国际市场的波动对我国经济产生了进一步影响。中国物流与采购联合会认为，10月份PMI的回落“反映出四季度经济增速仍有继续下调的可能”。

3、铁道部近期将获逾2000亿元融资支持一新浪财经

铁道部近期将获得超过2000亿元的融资支持，确保其资金偿付和重点项目的推进，以及配套项目的优化完善。种种迹象表明，饱受资金困扰的铁路资金紧张情况在政府的支持下将大大缓解。铁道部日前已经启动迟滞货款支付工作，1日中国南车收到铁道部首批还款近60亿元，预计到今年11-12月有望收回铁道部大部分应付货款。进入10月份以来，铁路“融资饥渴”已有所缓和。10月12日，铁道部今年第一期200亿元中国铁路建设债券正式公开发行。在中国日前先后出台“铁路建设债券利息收入企业所得税减半征收”、“明确铁路建设债券为政府支持债券”等政策作用下，市场对铁道部债券信心和认可度大幅上升，10月26日铁道部第二期200亿铁路建设债券发行认购倍数达近17倍。种种迹象表明，中国铁路频频释放出“回暖”的积极信号，包括高铁在内的铁路网建设仍将是国民经济发展需要保证的重要基础，铁道部的政府信用将使其建设资金得到保证。

4、公开市场回笼量骤减 短期银行拆放利率集体大跌一新浪财经

在决策层做出宏观经济政策要“适时适度预调微调”的表态之后，公开市场操作连续“示好”，推动资金面在10月底的短暂紧张过后迅速重返宽松。央行周二公布，当日在公开市场发行了100亿元1年期央票，利率继续与前期持平，但发行规模与上周相比回落90亿元。此外，央行昨日还暂停了正回购操作，为10月以来首次。在此前的三个星期二，央行在放量发行央票之余，还分别进行了900亿~1000亿元的正回购操作。业内人士指出，近日银行间市场资金面有所趋紧，而且11月的上半月资金面还将承受大行、中小银行先后补缴保证金存款准备金的考验，因此本期央票发行缩量或是央行主动为之，旨在维护资金面的适度稳定。

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

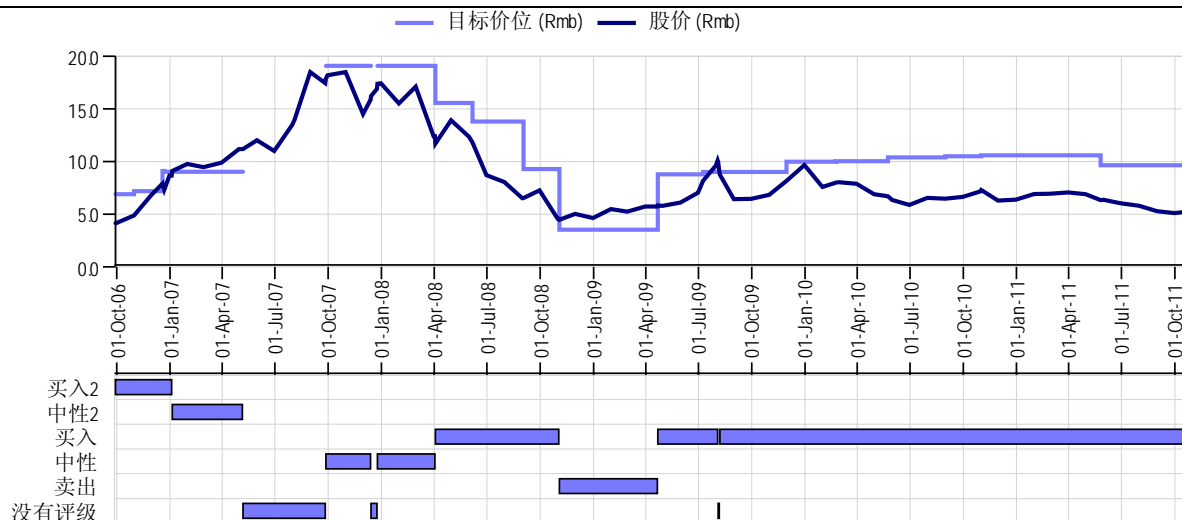
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
宝钢股份	600019.SS	买入	不适用	Rmb5.25	2011年11月01日
格林美	002340.SZ	买入	不适用	Rmb26.00	2011年11月01日

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。

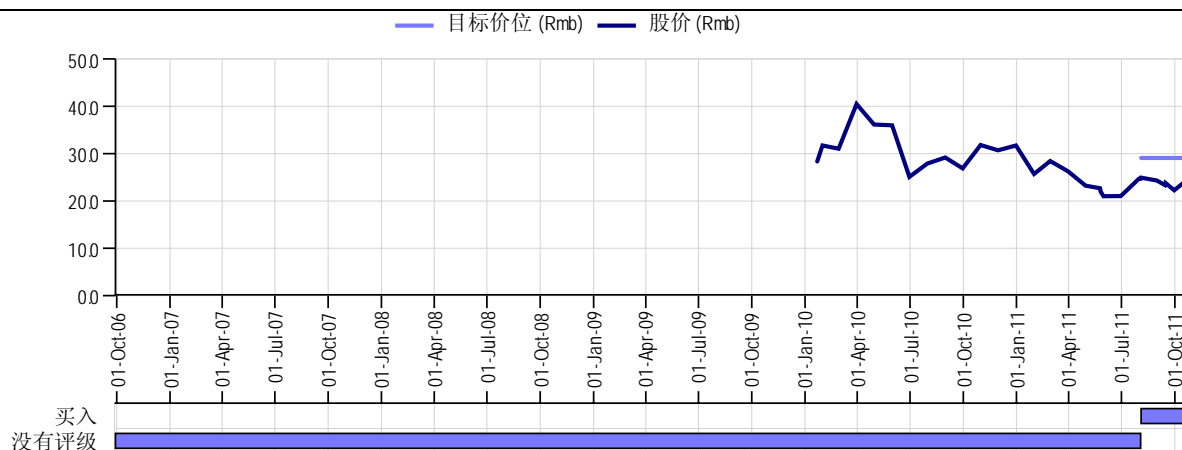
除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

宝钢股份 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2011年11月1日

格林美 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2011年11月1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”意味着分析师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”意味着分析师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.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。

