

UBS Investment Research

A股晨会纪要

中国

股票策略

地区与行业



2011年11月10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10日（星期四）

今日瑞银重点投资故事

- 1、中国经济评论“通胀下行、房地产进一步走弱”胡志鹏
- 2、太钢不锈“首次覆盖：袁家村矿投产将增强公司成本优势” (买入) 孙旭、唐晓波
- 3、西宁特钢“首次覆盖：看好资源和特钢的长期价值” (买入) 孙旭、唐晓波

今日瑞银其他投资故事

- 1、山东黄金“市场低估了公司的成长潜力，提升评级为“买入”” (买入) 林浩祥、唐晓波
- 2、大冶特钢“短期受下游行业需求减慢影响，长期受益于产品结构提升” (买入) 孙旭、唐晓波
- 3、中国独立发电厂“上网电价近期上涨的可能性很小” 徐颖真
- 4、快评: 用友软件“与Atos建立合资公司，开拓云计算市场” (买入) 牟其峥

本报告由瑞银证券有限责任公司编制

瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构

分析师声明及要求披露的项目从第 5 页开始

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

2011/11/10 08:10

UBS Investment Research

中国经济评论

通胀下行、房地产进一步走弱

汪涛

特约首席经济学家
wang.tao@ubs.com

2011年11月10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)

翁晴晶 (doris.weng@ubssecurities.com)

对本报告的编制提供帮助。

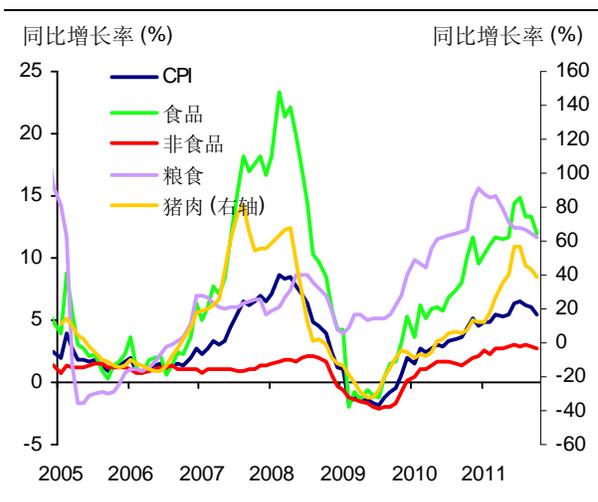
10月份CPI同比增速下滑至5.5%，符合市场预期，但略高于瑞银预测。其中，食品价格环比下跌以及基数效应的下降是带动通胀回落的主要因素。由于猪肉和蔬菜价格下跌，食品价格同比增速从上个月的13.4%放缓至11.9%。由于能源类产品价格下滑，非食品价格同比增速也回落至2.7%。经季节性调整后，CPI月环比折年率已降至3.5%左右，这表明潜在的通胀压力正在缓解。我们认为CPI将继续回落，于12月降至4.5%以下，并于2012年放缓至3.5%左右。我们预计2012年CPI将处于较低水平的原因之一是上游价格压力正在减轻。由于大宗商品价格趋弱，10月份工业生产者价格指数（PPI）从上月的6.5%下降至5%。

通胀下行减轻了政策制定者的担忧。不过，我们并不认为通胀走弱是政策明显放松的充分条件——政策放松仍然取决于实体经济活动的强弱。关于这方面，10月份数据显示工业生产同比增速稍有回落至13.2%，而社会消费品零售总额和固定资产投资则双双保持强劲。然而，实体经济活动最重要的监测指标应当是出口和房地产建设活动。

10月份房地产销售面积同比下跌10%，这一下降趋势基本符合预期，并且事实上要好于某些大城市关于房屋销量大幅下降的消息。由于保障房新开工据称已完成年度目标，所以整体房地产新开工面积也有所趋弱。随着保障房建设活动的实际推进（这将抵消商品房新开工和建设活动的持续下滑），未来几个月的实际建设活动增速应该会更加平滑。不过，整体房地产建设活动仍会在未来几个月中趋弱，并带动工业生产和GDP增速放缓。

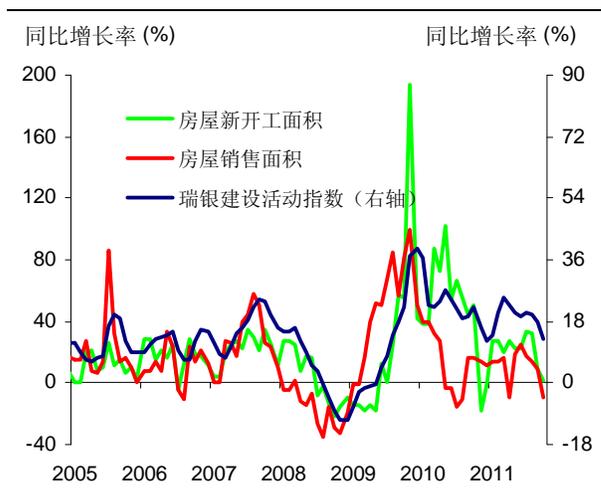
对政策有何影响？我们已经看到政策在进行微调：央行向银行间市场注入流动性、增加对某些银行的信贷额度，以及最近几周财政支出步伐的加快。这些政策微调部分地修正了三季度过紧的信贷条件——在更严格的监管下，表内和表外借贷双双放缓。我们认为这种政策状态会一直持续到明年初，到那时我们预计财政和信贷政策将会更显著地放松。虽然通胀下行将放松对政策的制约，但我们并不认为这是政策转向的充分条件。我们认为更重要的是实体经济活动的增长动力，关于这方面，我们将继续关注出口和房地产建设活动。再次重申，我们预计出口将在未来数月大幅放缓，房地产建设活动也将进一步走弱。

图1: 10月份CPI通胀回落



数据来源: CEIC, 瑞银证券估算

图2: 房屋新开工和销售面积走弱



数据来源: CEIC, 瑞银证券估算

■ 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10月18日。

全球声明

本报告由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。在某些国家,UBS AG也称UBS SA。

本报告仅在相关法律许可的情况下发放。本报告所包含的投资策略或建议并不构成适合接收方的特定情况的投资建议或个人投资建议。本报告仅为提供信息而发表,不构成广告,在任何国家和地区也不应被理解为一项购买或出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或要约。除了有关瑞银证券、其子公司及关联机构的信息外,瑞银没有对本报告所含信息的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本报告也无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺投资者一定获利,也不与投资者约定分享投资收益或分担投资损失。市场有风险,投资需谨慎。任何接收方不应认为本报告可以取代自己的判断。过去的表现并不一定能作为未来表现的参考。任何投资或报酬的价值皆有可能下跌和上涨,而您有可能无法全额取回已投资的金额。本报告所含的任何意见,可在不发出通知的情形下做出更改,亦可因采用不同假设和标准而与瑞银其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本报告所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本报告的分析师可能为了收集、合成和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银没有义务更新本报告所含任何信息或将该等信息保持在最新状态。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化和其他市场因素而出现巨大的波动。过去的表现并不一定能预示未来的结果。外汇汇率可能对本报告所提及证券或相关工具的价值、价格或收入带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。瑞银或其关联机构以及瑞银或其关联机构的董事、员工或代理人均不对由于使用本报告全部或部分内容和遭致的损失或损害负责。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国)及/或瑞银资本市场公司)担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究报告中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。瑞银集团及其关联机构和员工可能对此处提及的金融工具或衍生工具进行长仓或沽空,作自营交易,和买卖。

本报告中所述任何价格只作资讯之用并不代表对个别证券或其他工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可以在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

英国和欧洲其他地区: 除非在此特别申明,本报告由作为瑞银集团分支机构的 UBS Limited 提供符合资格的交易对手或专业客户,且仅能提供给此类人员。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。



UBS Investment Research
太钢不锈
首次覆盖：袁家村矿投产将增强公司成本优势
■ 公司预计集团袁家村矿2012年上半年投产

公司预计集团袁家村矿将在2012年上半年投产，达产后预计该矿年生产原矿2200万吨，铁精矿750万吨。按照公司与集团的协议，袁家村矿将按照当前所执行的价格体系，以低于市场15%的价格供给太钢股份。我们预计投产后公司从集团购买的矿石比重将由此前50%逐渐提升，成本优势将增强。

■ 公司不锈钢领域国内领先，毛利率维持稳定

我们认为国内不锈钢的产能与碳钢相比过剩问题更加突出，但由于1) 行业集中度高高于碳钢；2) 以及可投放产能低于实际产能；3) 同时由于公司技术成熟使得公司不锈钢毛利率从2000年开始基本维持在6-10%之间，表现稳定。我们预计2011/12年公司不锈钢毛利率将维持在7-8%的水平。

■ 随着公司铁矿石自给率的提高，预计公司碳钢盈利提升明显

我们预计2011/2012年公司年生产碳钢700万吨，基本与2010年持平；集团袁家村铁矿的产量释放将降低公司碳钢成本，按低于市场价格15%计算，预计袁家村达产后公司吨钢成本将下降100-150元。

■ 估值：首次覆盖，给予“买入”评级，目标价7.3元

我们预计公司2011/2012/2013年EPS分别为0.18/0.23/0.30元，分别同比增长-27%/29%/29%。公司中期ROE为7.8%，中期平均市净率为1.8倍。我们预计公司未来3年平均ROE接近中期ROE水平，按照PB-ROE估值法，给予公司2012年1.8xPB得到7.3元的目标价，给予“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	71,721	87,113	90,375	91,270	97,127
息税前利润 (UBS)	1,918	2,595	2,166	2,907	3,235
净利润 (UBS)	906	1,372	1,008	1,304	1,685
每股收益 (UBS, Rmb)	0.16	0.24	0.18	0.23	0.30
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10

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 (%)	-	3.0	2.4	3.2	3.3
ROIC (EBIT) %	-	5.4	4.4	6.0	6.9
EV/EBITDA (core) x	-	9.3	8.2	7.0	6.3
市盈率 (UBS) (x)	-	26.8	26.0	20.1	15.5
净股息收益率 (%)	-	1.5	2.2	2.2	2.2

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据2011年11月09日16时16分的股价 (Rmb4.60) 得出。

孙旭

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

唐晓波

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

全球证券研究报告

中国

钢铁业

12个月评级

买入

之前：未予评级

12个月目标价

Rmb7.30/US\$1.15

股价

Rmb4.60/US\$0.72

路透代码: 000825.SZ 彭博代码000825 CH

2011年11月10日
交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围	Rmb6.69-4.37/US\$1.02-0.68
市值	Rmb26.2十亿/US\$4.13十亿
已发行股本	5,696百万 (ORDA)
流通股比例	34%
日均成交量 (千股)	10,286
日均成交额 (Rmb 百万)	Rmb46.9

资产负债表数据 12/11E

股东权益	Rmb22.3十亿
市净率 (UBS)	1.2x
净现金 (债务)	(Rmb26.5十亿)

预测回报率

预测股价涨幅	+58.7%
预测股息收益率	2.2%
预测股票回报率	+60.9%
市场回报率假设	9.0%
预测超额回报率	+51.9%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/11E		12/10	12/11 实际
	从	到市场预测		
Q1	-	0.08	-	0.08
Q2	-	0.07	-	0.06
Q3	-	0.07	-	0.03
Q4E	-	(0.04)	-	0.07
12/11E	-	0.18	-	0.235
12/12E	-	0.23	-	-

股价表现 (Rmb)


资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

特此鸣谢

路明星(ming.noh@ubssecurities.com)

对本报告的编制提供帮助

目录	页
投资主题	3
— 关键催化剂.....	4
— 风险	4
— 估值和我们推导目标价的基础.....	4
— 瑞银预测对比市场一致预期	5
— 敏感性分析.....	6
风险分析	6
— 行业竞争风险	6
— 业务经营风险	6
竞争分析	7
— 行业吸引力分析	7
— 太钢不锈波特五力分析.....	7
— 竞争优势	7
— 管理层策略.....	8
矿石自给率的提高将增强公司成本优势	8
— 预计铁矿石价格将逐渐回升, 高自给率的企业将重新被关注.....	8
预计公司不锈钢盈利保持稳定, 碳钢盈利将逐渐提升	9
— 我们预计公司碳钢盈利4季度触底后, 2012年1季度回升.....	12
财务状况	13
— 损益表.....	13
— 资产负债表.....	14
— 现金流量表.....	15
— 资本回报表.....	16
估值	16
— 目标价推导.....	16
— 可比公司	17
附录	19
— 公司背景	19

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

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

投资主题

公司主要的产品为不锈钢和普通钢材，两类产品净利润贡献比重分别为50%左右（2010年），我们认为今后不锈钢和碳钢的需求以及毛利的变化都将是判断公司价值的最主要因素。

我们认为2011年4季度将是钢铁行业近期盈利的低点，之后随着高价原材料的去库存完毕以及经济增长将重新回到相对稳定的水平，钢材的盈利将逐渐恢复。

公司的不锈钢业务处在国内最领先水平，近几年毛利率波动相对较小，我们预计2011年4季度毛利率可能收窄，但仍可维持在6-7%的水平，2011年上半年为8%。

碳钢方面，受需求下降以及价格下跌的影响，我们预计公司4季度盈利将明显下降，按照当前钢材需求以及生产成本考虑，吨钢盈利可能基本维持盈亏平衡。但我们预计2012年1季度开始需求将平稳回升，公司碳钢业务的毛利水平也将随之改善。另外，我们认为集团袁家村矿在2012年投产将进一步降低公司铁水生产成本，我们按照当前铁矿石价格计算，袁家村矿达产后公司吨铁水成本预计将下降100-150元，按当前年产750万吨铁水计算，合计生产成本将下降约10亿元。

结论：我们预计公司将受益于1) 铁矿石自给率的提高所带来的生产成本下降；2) 不锈钢产品毛利率相对稳定。我们预计公司2011/2012/2013年EPS分别为0.18/0.23/0.30元，分别同比增长-27%/29%/29%。公司中期ROE为7.8%，中期平均市净率为1.8倍。我们预计公司未来3年平均ROE接近中期ROE水平，按照PB-ROE估值法，给予公司2012年1.8xPB得到7.3元的目标价，给予“买入”评级。

关键催化剂

- 1、集团袁家村铁矿投产带来的铁矿石自给率提升，以及铁水生产成本下降。
- 2、同时，中国经济活跃度提升导致不锈钢需求增加，将是公司业绩提升的主要因素。

风险

公司主要以生产不锈钢和碳钢为主，因此房地产和工业投资增速对于公司盈利影响大。我们认为，今后中国房地产以及工业投资增速放缓将是公司最主要下行风险。

同时，铁矿石价格的大幅下跌也将使得公司失去铁矿石高自给率的优势。

估值和我们推导目标价的基础

我们采用PB-ROE的估值方法，选择2004-2008年，以及2008第二季度到2009年第一季度的平均值作为行业周期的中期水平，以反映一个周期从周期底部到周期高点的平均水平。通过测算，太钢不锈的行业中期ROE为7.8%，我们预计受益于铁矿石自给率的提高，以及相对稳定的不锈钢盈利能力，公司未来三年的ROE将缓慢提升。

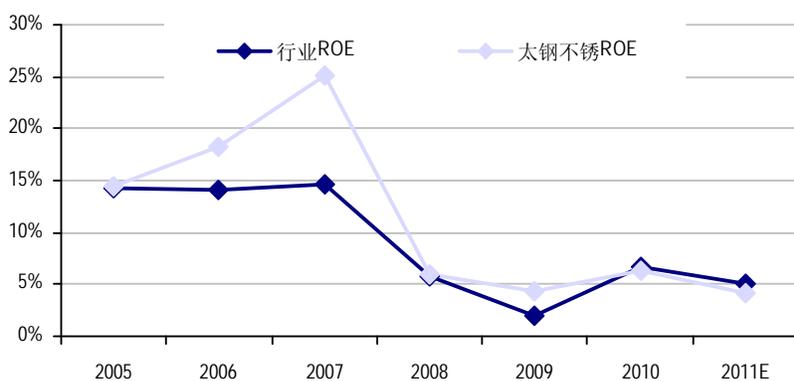
我们预计未来3年公司的平均ROE为7.5%，接近中期平均值；公司的中期平均市净率为1.8倍，因此我们给予太钢不锈2012年1.8倍目标市净率和7.3元的目标价格，给予公司“买入”评级。

表1:目标价推导

太钢不锈中期市净率（倍）	1.8
溢价/折价幅度	0%
目标市净率（倍）	1.8
2012年每股净资产（元）	4.1
目标价（元）	7.3
评级	买入

数据来源：瑞银证券估算，1.8倍中期市净率由2004-2008年和2008年二季度到2009年一季度的平均值得出

图1: 太钢不锈ROE徘徊在05年来的底部



数据来源: 万得资讯、瑞银证券估算

图2: 太钢不锈市净率趋势



数据来源: 太钢不锈、瑞银证券估算

瑞银预测对比市场一致预期

我们预测公司2011/2012/2013年每股收益分别为0.18元/0.23元/0.30元，分别低于市场0.33元/0.43元/0.54元的预期。其主要原因是我们认为2011年下半年钢材价格大幅下跌以及需求减少将严重影响公司的盈利，同时2012-2013年公司主要产品的盈利能力将缓慢恢复。

表2: 瑞银预测对比市场一致预期

	瑞银预测			市场预测			差异		
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
主营业务收入 (百万元)	90,375	91,270	97,127	94,731	101,628	104,041	-5%	-10%	-7%
净利润 (百万元)	1,008	1,304	1,685	1,872	2,449	3,102	-46%	-47%	-46%
每股收益 (元)	0.18	0.23	0.30	0.33	0.43	0.54	-46%	-47%	-46%

数据来源: 万得资讯、瑞银证券估算, 市场一致预期为2011年11月9日数据

敏感性分析

从敏感性分析得出, 公司的业绩对不锈钢的价格变动最为敏感。

表3: 2012年EPS对主要产品和原材料价格敏感性分析

2012 EPS	2012年基础假设	变动百分比	2012年变动EPS	变动百分比
0.231	(元 / 吨)			
不锈钢	15,769	1%	0.296	28.18%
碳钢	4,210	1%	0.281	21.75%
铁精矿	1,200	1%	0.206	-10.82%
镍	150,000	1%	0.199	-14.00%

数据来源: 瑞银证券估算

风险分析

行业竞争风险

现在中国钢铁行业集中度仍然较低, 产品同质化较强, 结构性过剩现象严重。为了加快淘汰落后产能, 优化钢铁产业结构, 国家出台了一系列钢铁产业调控政策。我们认为随着新增产能的控制和淘汰落后产能政策的逐渐实施, 中国钢铁供求关系将逐步改善, 但短期内可能造成钢铁行业竞争依然激烈。

业务经营风险

目前, 钢铁行业原材料供需偏紧以及中国产能增速较快, 导致钢铁生产成本不断上升致使钢铁行业盈利空间不断缩小, 给钢铁生产经营造成压力。同时, 钢铁企业无论是规模扩张还是技术升级, 所需要的资金规模巨大, 在实施大规模资本投资的过程中, 企业的财务结构面临风险。

就太钢不锈而言, 由于公司是国内最大的不锈钢生产企业, 对于镍的需求量较大, 因此镍价格的大幅波动将使得公司不锈钢生产成本难以控制。

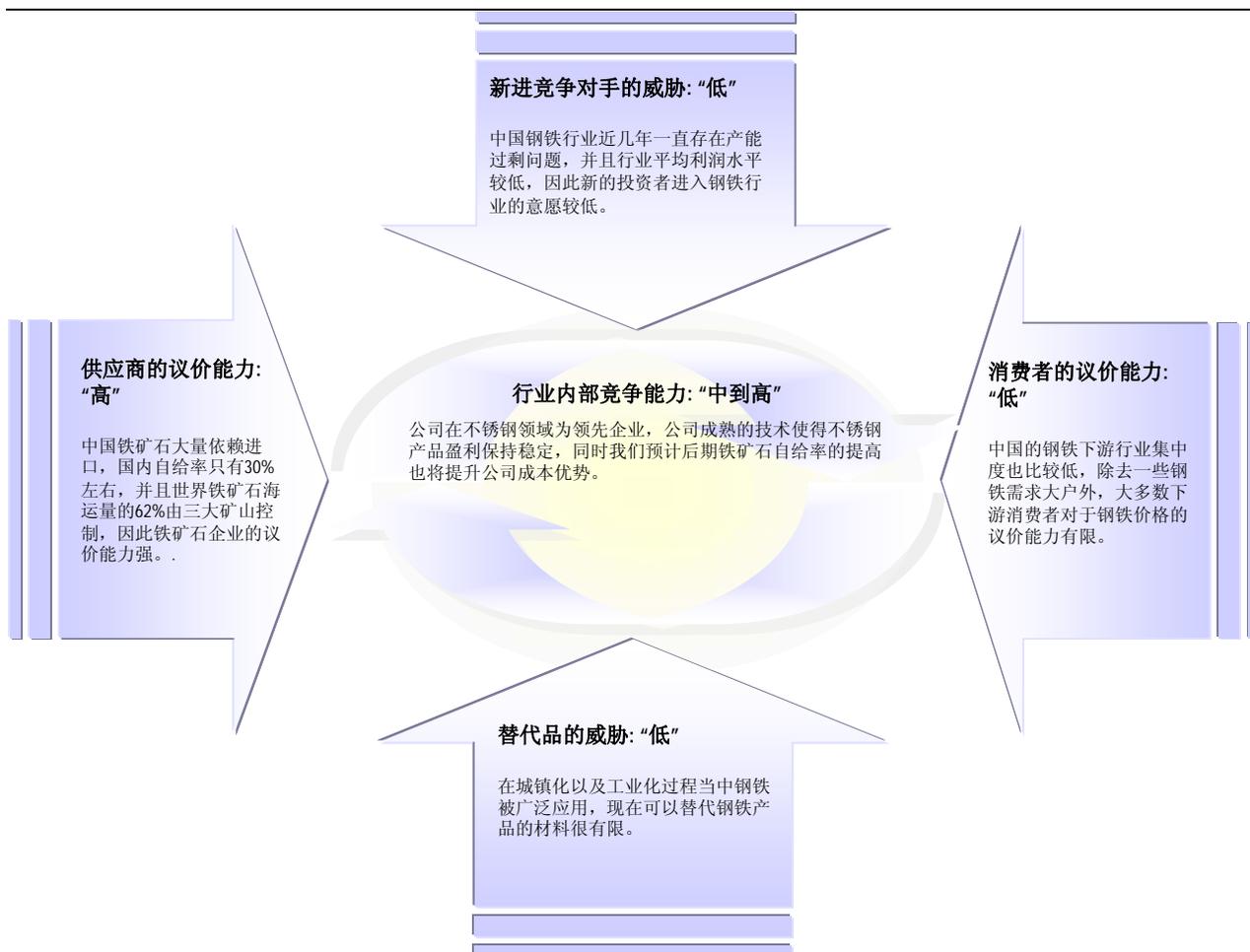
竞争分析

行业吸引力分析

中国钢铁行业在过去几年由于产能的过快增加，以及集中度的分散使得整个行业利润水平逐年下滑。但是，我们认为受政府行业政策的引导，中长期钢铁行业的产能有望得到抑制；不仅如此，今后随着地区内以及跨地区的重组的不断出现，行业集中度也将逐渐提高。因此，我们预计中长期行业的利润率水平将逐渐回升。

太钢不锈波特五力分析

图3:太钢不锈波特五力分析



数据来源: Michael Porter、瑞银证券

竞争优势

公司为国内产量最大以及技术最为成熟的不锈钢生产企业，近十年来公司不锈钢产品毛利率稳定。虽然近几年国内不锈钢产能扩张加快，使得竞争格局加剧，但公司不锈钢产品盈利依然保持相对稳定。与此同时，公司受益于与集团公司铁矿石的定价机制，公司铁水生产成本具有优势，我们预计随着集团公司袁家村铁矿在2012年的逐渐投产，公司铁水的成本优势将进一步增强。

管理层策略

公司在“十二五”期间将继续加大对于不锈钢的研发和投入，公司预计到“十二五”末不锈钢的综合产能将从当前300万吨扩张到400万吨。另外，碳钢的综合产能也将由当前600万吨提升至900万吨。上游资源方面将继续提高自给率，铁矿石预计将从50%的自给率提升至基本达到自给自足，同时对于镍和铬的自给率也将逐步提升。

矿石自给率的提高将增强公司成本优势

当前公司每年以低于市场15%的价格从集团购买600万吨铁精矿，为公司年需求量的50%左右，按照当前市场价格计算，从集团公司采购的铁矿石每吨可以降低公司铁水生产成本约100-150元。我们预计在2012年投产的集团袁家村铁矿将进一步降低公司的铁水成本。

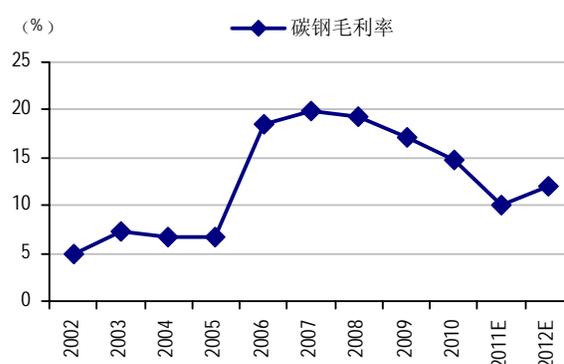
公司预计储量12亿吨的袁家村矿达产后，将年生产2200万吨原矿，750万吨精矿。我们预计袁家村矿达产后将基本可以满足公司对于铁矿石的需求，同时公司已经公告将参股袁家村矿山项目不低于35%。

图4:太钢不锈铁矿石自给率趋势



数据来源：太钢不锈、瑞银证券估算

图5:太钢不锈碳钢毛利率趋势



数据来源：太钢不锈、瑞银证券估算

预计铁矿石价格将逐渐回升，高自给率的企业将重新被关注

2011年9月开始铁矿石价格出现了大幅下跌，价格从前期180美元/吨下跌至近期的130美元/吨以下，跌幅超过30%。我们认为铁矿石的供求关系并未发生实质性的逆转，进入供大于求的阶段，近期铁矿石价格的大幅下跌部分反映了对于海外以及中国经济前景的担忧。

我们预计2012年全球铁矿石供求关系仍然偏紧，主要基于1) 我们预计2012年中国粗钢产量仍将增长4-5%；2) 同时，印度作为全球第三大铁矿石出口国，受制于政府对于铁矿石出口的限制以及印度本国需求的增加，我们预计出口量将减少。

我们预计2012年1季度开始中国的钢铁产量将重新回到相对平稳增长趋势，这将使铁矿石价格逐渐触底回升，我们澳大利亚矿石团队预计铁矿石现货价格将

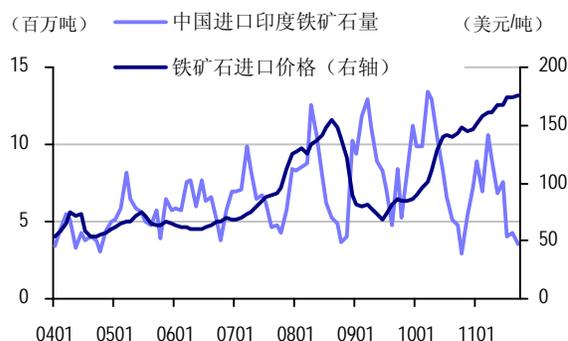
反弹，可能将回到2011年上半年150美元/吨(FOB粉矿)的水平。因此我们预计投资者的视线将再一次回到那些原材料自给率高，并且有成本优势的钢铁公司。

图6:铁矿石普氏指数（澳大利亚 FOB 61.5%）



数据来源: 普氏指数

图7:印度铁矿石出口量与中国进口均价趋势（至2011/9）



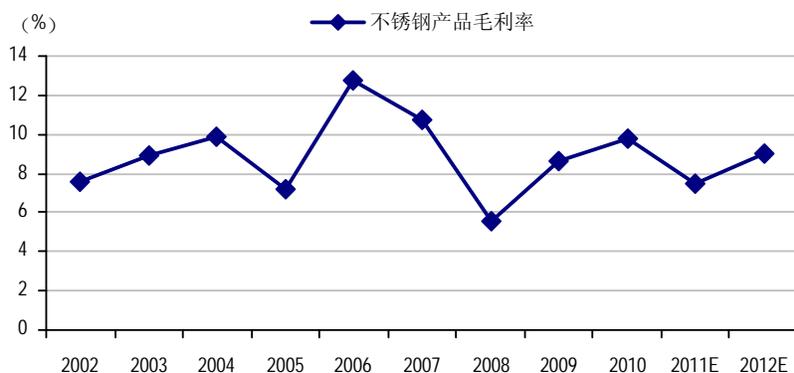
数据来源:CEIC

预计公司不锈钢盈利保持稳定，碳钢盈利将逐渐提升

我们预计公司2011/2012年不锈钢的产量将基本保持稳定，年产量在250万吨左右，随着公司预计在“十二五”期间不锈钢的产能将由现在的300万吨提升至400万吨，我们预计2013年开始公司不锈钢的产量将逐渐增加。

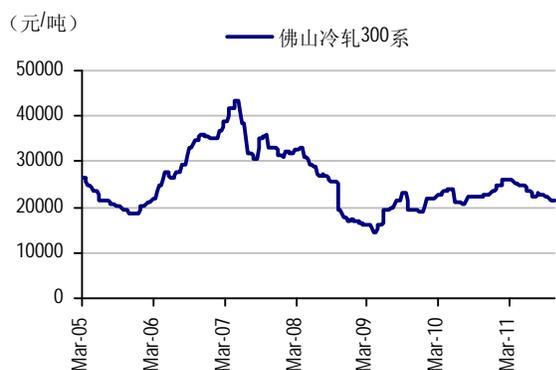
从过去10年的情况来看，虽然不锈钢行业的竞争越来越激烈，但公司不锈钢的毛利率基本维持相对稳定水平；2008年受累于国际金融危机毛利率下降到5.6%之后，2009-2010年毛利率持续回升，2010年达到9.8%，高于过去10年9%的平均值。

图8:太钢不锈不锈钢产品毛利率趋势



数据来源: 太钢不锈、瑞银证券估算

图9:佛山冷轧不锈钢300系价格趋势



数据来源: Bloomberg

图10:佛山冷轧不锈钢400系价格趋势

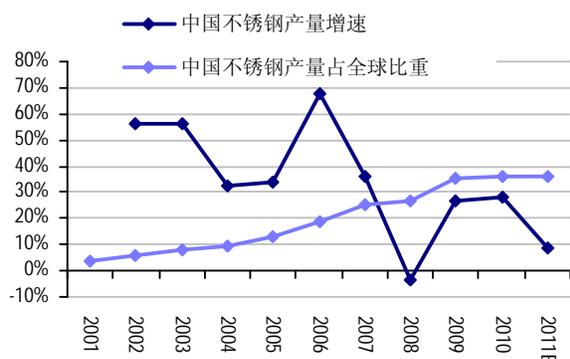


数据来源: Bloomberg

根据世界不锈钢协会的统计, 2009年中国的人均不锈钢消费量已经达到6.1公斤, 仅次于欧洲地区, 远高于世界其它地区。

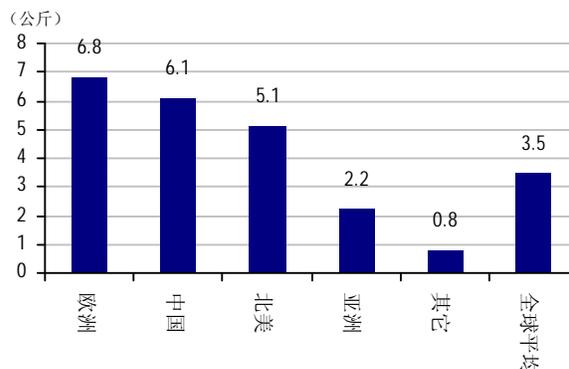
我们预计中国对于不锈钢的需求高速增长期已经过去, 未来不锈钢需求增速将由过去10年2位数的增长进入个位数, 作为中国最具规模同时技术领先的企业, 我们预计太钢不锈后期在不锈钢领域将更多的注重新产品的开发以及技术面的提升。

图11:中国不锈钢产量增速与占全球比重



数据来源: ISSF、瑞银证券估算

图12:世界主要地区人均不锈钢消费量 (2009年)



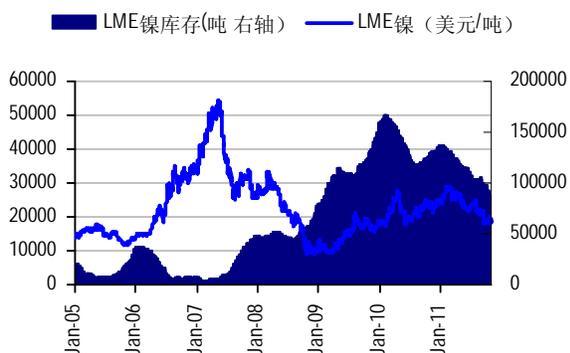
数据来源: ISSF

镍作为不锈钢生产最主要的原材料, 我们预计受产量和需求量增速趋同影响近期价格将基本维持相对稳定。LME镍价格2008/2009/2010/2011年1-10月均价分别为21000/14700/21800/23900美元/吨。

镍从全球供求关系来看2009年开始出现供不应求, 我们认为主要原因是2008-2009年受金融危机影响全球产量出现下降, 同时中国对于镍的需求快速恢复; 与其它资源产品类似, 中国的需求将很大程度上影响全球供求关系的变化以及

价格的变动；当前中国对于镍的需求超过全球消费量的30%(2010年占全球消费比重为33%)。

图13:LME镍价格与库存趋势



数据来源: Bloomberg

图14:铬铁价格趋势



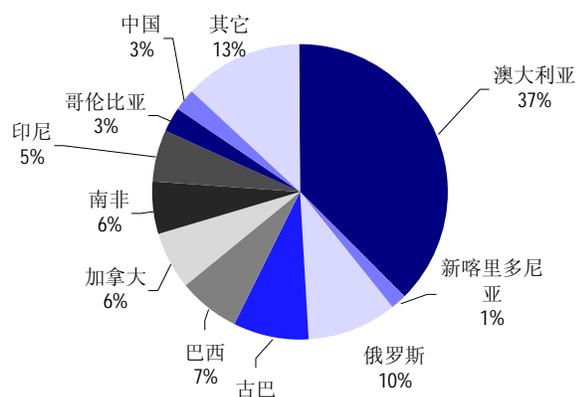
数据来源: Bloomberg

表4: 全球镍供求平衡表

单位: 千吨	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
全球 (除中国)								
全球产量 (除中国)	1,435	1,234	1,248	1,372	1,433	1,515	1,565	1,642
同比增速	-4.9%	-14.0%	1.2%	9.9%	4.5%	5.8%	3.3%	4.9%
全球消费量 (除中国)	1,014	910	1,002	1,040	1,067	1,098	1,132	1,167
同比增速	-6.1%	-10.3%	10.1%	3.8%	2.6%	2.9%	3.1%	3.1%
供求关系 (除中国)	420	324	246	332	366	418	433	475
中国								
中国产量	82	90	104	108	110	111	126	135
同比增速	5.6%	9.9%	16.4%	3.0%	2.1%	1.0%	13.6%	7.1%
中国消费量	285	418	501	541	590	649	714	771
同比增速	-10.5%	46.8%	19.9%	8.0%	9.0%	10.0%	10.0%	8.0%
中国供求关系	-203	-328	-397	-434	-480	-538	-588	-636
全球								
全球产量	1,516	1,324	1,353	1,479	1,543	1,626	1,691	1,777
同比增速	-4.4%	-12.7%	2.2%	9.3%	4.3%	5.4%	4.0%	5.1%
全球消费量	1,299	1,328	1,503	1,581	1,657	1,747	1,845	1,937
同比增速	-7.1%	2.2%	13.2%	5.2%	4.8%	5.4%	5.6%	5.0%
全球供求关系	217	-4	-150	-102	-114	-120	-154	-161

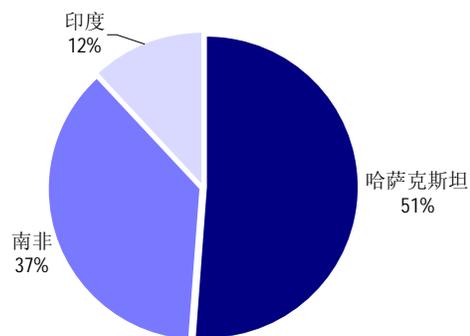
数据来源: 瑞银证券估算

图15:全球镍储量分布



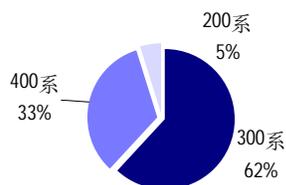
数据来源: ISSF

图16:全球铬储量分布



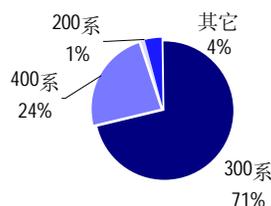
数据来源: ISSF

图17:美洲各不锈钢市场比重



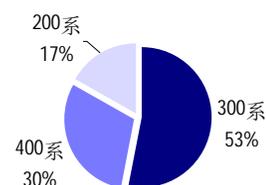
数据来源: ISSF

图18:欧洲和非洲各不锈钢市场比重



数据来源: ISSF

图19:亚洲各不锈钢市场比重



数据来源: ISSF

我们预计公司碳钢盈利 4 季度触底后, 2012 年 1 季度回升

公司普碳钢盈利受益于50%左右的铁矿石自给率, 毛利率明显高于行业平均水平。2010年公司普碳钢毛利率为14.8%, 大幅高于整个钢铁行业6%的毛利率。2011年上半年公司碳钢毛利率为12.8%, 受4季度需求下降以及钢材价格大幅下跌等影响, 我们预计2011年全年普碳钢毛利率将下降至10%的水平。

我们预计经过2011年4季度中国钢铁企业一定程度的减产, 以及需求逐渐趋稳, 2012年1季度开始中国钢铁价格将上涨, 公司的盈利也将从2011年4季度的底部好转。

图20:太钢碳钢毛利率趋势



数据来源: 太钢不锈、瑞银证券估算

财务状况

损益表

表5: 损益表 (单位: 百万元)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	71,721	87,113	90,375	91,270	97,127
销售成本	-65,332	-79,457	-83,290	-83,399	-88,636
毛利润	6,389	7,656	7,085	7,871	8,491
销售管理费用	-4,471	-5,061	-4,919	-4,963	-5,256
其他营业收入	0	0	0	0	0
息税前利润	1,918	2,595	2,166	2,907	3,235
联营公司收入	-23	1	1	1	1
其他投资收入	0	0	0	0	0
养老金	0	0	0	0	0
非正常项目 (税前)	0	0	0	0	0
利息	-965	-1,148	-1,103	-1,530	-1,452
其他税前非经营性项目	26	9	9	9	9
商誉	0	0	0	0	0
税前利润	955	1,457	1,073	1,388	1,793
税项	-60	-85	-64	-83	-108
税后利润	895	1,372	1,008	1,304	1,685
少数股东权益	11	0	0	0	0
优先股股息	0	0	0	0	0
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0
净利润	906	1,372	1,008	1,304	1,685
营收增长率	-13%	21%	4%	1%	6%
息税前利润率	3%	3%	2%	3%	3%
息税前利润增长率	-35%	35%	-17%	34%	11%
净利润增长率	-26%	52%	-27%	29%	29%

数据来源: 太钢不锈、瑞银证券估算

资产负债表

表6:资产负债表 (单位: 百万元)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
有形固定资产净值	38,778	40,311	39,513	38,576	35,996
无形固定资产净值	321	333	333	333	333
净营运资本	7,587	8,210	9,069	9,162	9,808
其他长期负债	-247	-250	-250	-250	-250
总投资资本	46,439	48,603	48,665	47,821	45,887
投资/其他资产	1,053	1,129	1,243	1,367	1,504
总动用资本	47,492	49,733	49,907	49,188	47,391
净(现金)/债务	25,760	26,796	26,532	25,079	22,165
拨备	0	0	0	0	0
少数股东权益	819	1,094	1,094	1,094	1,094
股东权益	20,912	21,843	22,281	23,016	24,132
总动用资本	47,491	49,732	49,907	49,188	47,391
固定资产增长率	10%	4%	-2%	-2%	-7%
营运资本增长率	6%	8%	10%	1%	7%
动用资本增长率	9%	5%	0%	-1%	-4%

数据来源: 太钢不锈、瑞银证券估算

现金流量表

表7:现金流量表 (单位: 百万元)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
息税前利润	1,918	2,595	2,166	2,907	3,235
折旧	3,797	4,046	4,148	4,312	4,480
营运资本变化	-2,722	-3,253	-859	-94	-646
其他业务	1,699	2,057	1,113	1,540	1,462
经营性现金流	4,692	5,445	6,567	8,665	8,532
利息	-965	-1,148	-1,103	-1,530	-1,452
已付税项	-60	-85	-64	-83	-108
资本支出	-5,134	-3,564	-3,351	-3,375	-1,900
自由现金流	-1,467	648	2,049	3,677	5,072
净并购/处置	0	0	0	0	0
股息(普通股)	-1,888	-1,869	-1,797	-2,280	-2,302
股息(优先股)	0	0	0	0	0
股份发行/回购	0	0	0	0	0
其他	-249	196	22	66	153
净债务现金流的(增加)/减少	-3,603	-1,025	274	1,464	2,923
自由现金流收益率	-3.5%	1.8%	7.8%	14.2%	19.5%
股息收益率	1.3%	1.5%	0.8%	2.2%	2.2%
资本支出/销售收入	7.2%	4.1%	3.7%	3.7%	2.0%
净债务权益比	123.2%	122.7%	119.1%	109.0%	91.9%

数据来源: 太钢不锈、瑞银证券估算

资本回报表

表8:资本回报表 (单位: 百万元)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
资产周转率	161.3%	183.3%	185.8%	189.2%	207.3%
息税前利润率	2.7%	3.0%	2.4%	3.2%	3.3%
息税前利润投资资本回报率	4.3%	5.5%	4.5%	6.0%	6.9%
投资资本回报率	4.0%	5.1%	4.2%	5.7%	6.5%
投资资本占已占用资本比重%	97.8%	97.8%	97.6%	97.4%	97.0%
其他投资资本回报率	0.2%	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%
其他资产/动用资本	2.2%	2.2%	2.4%	2.6%	3.0%
资本运用回报率	4.0%	5.0%	4.1%	5.5%	6.3%
杠杆比率	106.4%	121.8%	106.1%	99.3%	108.2%
少数股东权益	103.8%	104.5%	105.0%	104.8%	104.6%
特殊项目	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
权益回报率	4.4%	6.4%	4.6%	5.8%	7.1%
权益回报率(调整后)	4.4%	6.4%	4.6%	5.8%	7.1%

数据来源: 太钢不锈钢、瑞银证券估算

估值

目标价推导

我们采用PB-ROE的估值方法, 选择2004-2008年, 以及2008第二季度到2009年第一季度的平均值作为行业周期的中期水平, 以反映一个周期从周期底部到周期高点的平均水平。通过测算, 太钢不锈钢的行业中期ROE为7.8%, 我们预计受益于铁矿石自给率的提高, 以及相对稳定的不锈钢盈利能力, 公司未来三年的ROE将缓慢提升。

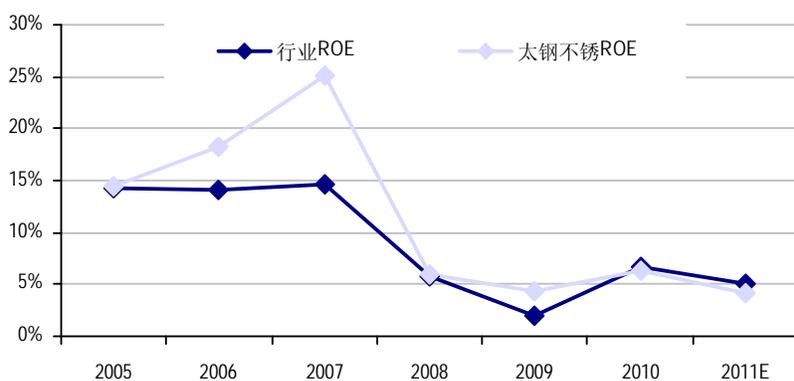
我们预计未来3年公司的平均ROE为7.5%, 接近中期平均值; 公司的中期平均市净率为1.8倍, 因此我们给予太钢不锈钢2012年1.8倍目标市净率和7.3元的目标价格, 给予公司“买入”评级。

表9:目标价推导

太钢不锈钢中期市净率 (倍)	1.8
溢价/折价幅度	0%
目标市净率 (倍)	1.8
2012年每股净资产 (元)	4.1
目标价 (元)	7.3
评级	买入

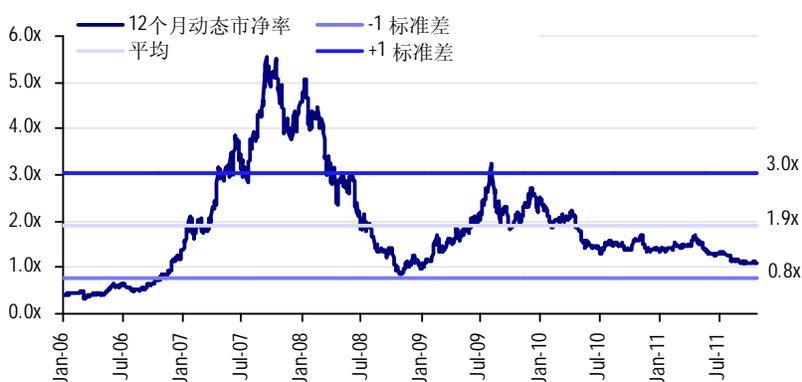
数据来源: 瑞银证券估算, 1.8倍中期市净率由2004-2008年和2008年二季度到2009年一季度的平均值得出

图21: 太钢不锈ROE徘徊在2005年以来的底部



数据来源: 万得资讯、瑞银证券估算

图22: 太钢不锈市净率趋势



数据来源: 太钢不锈、瑞银证券估算

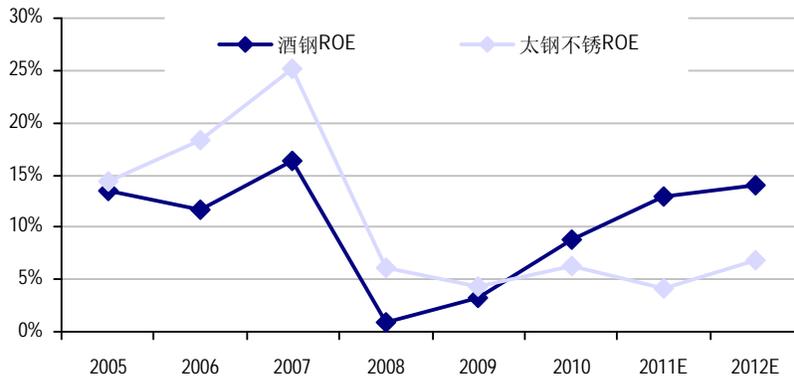
可比公司

我们认为酒钢宏兴是与太钢不锈最为相似的钢铁企业。1) 两家公司的整体产量比较接近; 2) 同为国内主要不锈钢生产企业(我们预计酒钢的不锈钢产能在近期注入上市公司); 3) 在铁矿石的自给率上面有一定的优势。

公司盈利方面, 酒钢宏兴的铁矿石资产在上市公司, 从而在铁矿石成本优势上高于太钢不锈, 同时由于酒钢的不锈钢资产还未注入到上市公司, 因此ROE要高于太钢不锈。

考虑后期太钢集团袁家村矿的逐渐投产, 我们预计太钢的成本优势将逐渐提升, ROE水平预计也将逐渐提升, 而酒钢宏兴后期不锈钢资产注入后, 我们预计整体ROE水平将小幅下降。

图23:太钢与酒钢ROE比较



数据来源: 万得资讯、瑞银证券估算

表10: 太钢不锈与酒钢宏兴瑞银预测ROE与目标市净率比较

	中 期 ROE (%)	2012-2014年预测平均ROE (%)	中期平均市净率	目标市净率
太钢不锈	7.8	7.5	1.8	1.8
酒钢宏兴	4.0	13.5	1.7	2.7

数据来源: 太钢不锈、酒钢宏兴、瑞银证券估算: 我们使用2004-2008年和2008年2季度-2009年1季度的平均ROE得出中期ROE

附录

公司背景

公司本部位于山西省太原市，以主要生产不锈钢和碳钢为主，为中国的最大不锈钢生产企业。公司综合产能约1000万吨，其中不锈钢300万吨。公司的主要产品有热轧不锈钢板、冷轧不锈钢板、不锈钢中板、热卷等。

表11: 太钢不锈产量趋势

产量 (千吨)	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
不锈钢	2,478	2,478	2,527	2,906	3,488	3,662
y/y(%)		0%	2%	15%	20%	5%
普通钢材	6,965	6,965	7,314	8,045	8,849	9,292
y/y(%)		0%	5%	10%	10%	5%
钢材合计	9,443	9,443	9,841	10,951	12,337	12,954
y/y(%)		0%	4%	11%	13%	5%

数据来源：太钢不锈、瑞银证券估算

表12: 太钢不锈主要产品价格预测

销售价格 (元/吨)	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
不锈钢	15,252	16,091	15,769	15,138	14,836	14,539
y/y(%)		6%	-2%	-4%	-2%	-2%
普通钢材	4,091	4,296	4,210	4,041	3,960	3,881
y/y(%)		5%	-2%	-4%	-2%	-2%

数据来源：太钢不锈、瑞银证券估算

太钢不锈钢

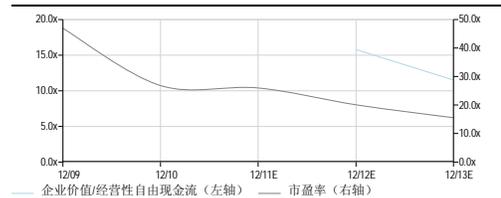
损益表 (Rmb 百万)	-	-	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业收入	-	-	82,667	71,721	87,113	90,375	3.7	91,270	1.0	97,127	6.4
营业费用 (不含折旧)	-	-	(76,458)	(66,006)	(80,472)	(84,061)	4.5	(84,051)	0.0	(89,412)	6.4
息税折旧摊销前利润 (UBS)	-	-	6,209	5,715	6,641	6,314	-4.9	7,219	14.3	7,715	6.9
折旧	-	-	(3,271)	(3,797)	(4,046)	(4,148)	2.5	(4,312)	4.0	(4,480)	3.9
营业利润 (息税前利润, UBS)	-	-	2,938	1,918	2,595	2,166	-16.5	2,907	34.2	3,235	11.3
其他盈利和联营公司盈利	-	-	(108)	3	10	10	0.7	10	0.7	10	0.7
净利息	-	-	(1,727)	(965)	(1,148)	(1,103)	-3.9	(1,530)	38.7	(1,452)	-5.1
非正常项目 (税前)	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	-	-	1,103	955	1,457	1,073	-26.4	1,388	29.3	1,793	29.2
税项	-	-	111	(60)	(85)	(64)	-24.6	(83)	29.3	(108)	29.2
税后利润	-	-	1,213	895	1,372	1,008	-26.5	1,304	29.3	1,685	29.2
非正常项目 (税后)	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	-	-	16	11	0	0	-	0	-	0	-
净利润 (本地会计准则)	-	-	1,229	906	1,372	1,008	-26.5	1,304	29.3	1,685	29.2
净利润 (UBS)	-	-	1,229	906	1,372	1,008	-26.5	1,304	29.3	1,685	29.2
税率 (%)	-	-	0	6	6	6	2.5	6	0.0	6	0.0
不计非正常项目前税率 (%)	-	-	0	6	6	6	2.5	6	0.0	6	0.0
每股 (Rmb)	-	-	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
每股收益 (本地会计准则)	-	-	0.22	0.16	0.24	0.18	-26.5	0.23	29.3	0.30	29.2
每股收益 (UBS)	-	-	0.22	0.16	0.24	0.18	-26.5	0.23	29.3	0.30	29.2
每股股息净值	-	-	0.00	0.10	0.10	0.10	0.0	0.10	0.0	0.10	0.0
每股现金收益	-	-	0.79	0.83	0.95	0.91	-4.8	0.99	8.9	1.08	9.8
每股账面净值	-	-	3.60	3.67	3.83	3.91	2.0	4.04	3.3	4.24	4.8
资产负债表 (Rmb 百万)	-	-	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
有形固定资产净值	-	-	35,177	38,778	40,311	39,513	-2.0	38,576	-2.4	35,996	-6.7
无形固定资产净值	-	-	314	321	333	333	0.0	333	0.0	333	0.0
净营运资本 (包括其他资产)	-	-	7,401	7,775	8,335	9,206	10.5	9,314	1.2	9,975	7.1
其他负债	-	-	(154)	(247)	(250)	(250)	0.0	(250)	0.0	(250)	0.0
运营投入资本	-	-	42,738	46,627	48,729	48,802	0.2	47,973	-1.7	46,054	-4.0
投资	-	-	692	865	1,004	1,105	10.0	1,215	10.0	1,337	10.0
运用资本总额	-	-	43,430	47,492	49,733	49,907	0.4	49,188	-1.4	47,391	-3.7
股东权益	-	-	20,528	20,912	21,843	22,281	2.0	23,016	3.3	24,132	4.8
少数股东权益	-	-	757	819	1,094	1,094	0.0	1,094	0.0	1,094	0.0
总股东权益	-	-	21,286	21,732	22,937	23,375	1.9	24,110	3.1	25,225	4.6
净债务 / (现金)	-	-	22,144	25,760	26,796	26,532	-1.0	25,079	-5.5	22,165	-11.6
其他视同债务的减值准备	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	-	-	43,430	47,492	49,733	49,907	0.4	49,188	-1.4	47,391	-3.7
现金流量表 (Rmb 百万)	-	-	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	-	-	2,938	1,918	2,595	2,166	-16.5	2,907	34.2	3,235	11.3
折旧	-	-	3,271	3,797	4,046	4,148	2.5	4,312	4.0	4,480	3.9
营运资本变动净值	-	-	(3,579)	(2,722)	(3,253)	(859)	-73.6	(94)	-89.1	(646)	589.0
其他 (经营性)	-	-	2,512	1,699	2,057	1,113	-45.9	1,540	38.4	1,462	-5.0
经营性现金流 (税前/息前)	-	-	5,142	4,692	5,445	6,567	20.6	8,665	31.9	8,532	-1.5
收到 / (支付) 利息净值	-	-	(1,727)	(965)	(1,148)	(1,103)	-3.9	(1,530)	38.7	(1,452)	-5.1
已付股息	-	-	(2,757)	(1,888)	(1,869)	(1,797)	-3.85	(2,280)	26.84	(2,302)	0.97
已缴付税项	-	-	111	(60)	(85)	(64)	-24.6	(83)	29.3	(108)	29.2
资本支出	-	-	(5,960)	(5,134)	(3,564)	(3,351)	-6.0	(3,375)	0.7	(1,900)	-43.7
并购/处置净值	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	-	-	-	(221)	(78)	22	-	66	205.9	153	131.4
股份发行	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	-	-	(5,633)	(3,589)	(1,309)	264	-	1,454	451.1	2,913	100.4
外汇/非现金项目	-	-	-	(28)	274	0	-	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	-	-	-	(3,617)	(1,036)	264	-	1,454	451.1	2,913	100.4
核心息税折旧摊销前利润	-	-	6,209	5,715	6,641	6,314	-4.9	7,219	14.3	7,715	6.9
维护资本支出	-	-	(13,195)	(13,811)	(11,510)	(5,000)	-56.6	(4,000)	-20.0	(3,500)	-12.5
维护营运资本净支出	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	-	-	(6,987)	(8,096)	(4,869)	1,314	-	3,219	145.1	4,215	30.9

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。

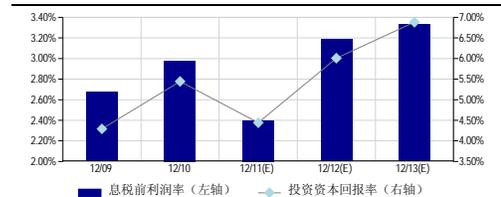
公司概况

太钢不锈本部位于山西省太原市，以主要生产不锈钢和碳钢为主，为中国的最大不锈钢生产企业。公司综合产能约1,000万吨，其中不锈钢300万吨。公司的主要产品有热轧不锈钢板、冷轧不锈钢板、不锈钢中板、热卷等。

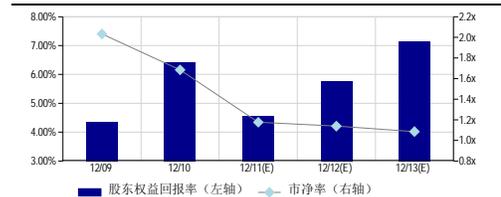
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



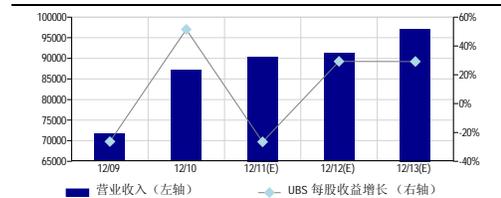
盈利能力



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)	-	46.9	26.8	26.0	20.1	15.5
市盈率 (UBS)	-	46.9	26.8	26.0	20.1	15.5
股价/每股现金收益	-	9.0	6.8	5.1	4.7	4.3
净股息收益率 (%)	-	1.3	1.5	2.2	2.2	2.2
市净率	-	2.0	1.7	1.2	1.1	1.1
企业价值/营业收入 (核心)	-	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	11.5	9.3	8.2	7.0	6.3
企业价值/息税前利润 (核心)	-	NM	23.9	23.9	17.5	15.0
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	NM	NM	NM	15.8	11.5
企业价值/运营投入资本	-	1.5	1.3	1.1	1.0	1.0

企业价值 (Rmb 百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
平均市值	42,503	36,782	26,203	26,203	26,203
+ 少数股东权益	0	0	0	0	0
+ 平均净债务 (现金)	23,952	26,278	26,664	25,805	23,622
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(865)	(1,004)	(1,105)	(1,215)	(1,337)
核心企业价值	65,590	62,056	51,762	50,793	48,488

增长率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	-	-13.2	21.5	3.7	1.0	6.4
息税折旧摊销前利润 (UBS)	-	-8.0	16.2	-4.9	14.3	6.9
息税前利润 (UBS)	-	-34.7	35.3	-16.5	34.2	11.3
每股收益 (UBS)	-	-26.3	51.5	-26.5	29.3	29.2
每股现金收益	-	4.5	15.2	-4.8	8.9	9.8
每股股息净值	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0
每股账面净值	-	1.9	4.5	2.0	3.3	4.8

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	-	8.0	7.6	7.0	7.9	7.9
息税前利润/营业收入	-	2.7	3.0	2.4	3.2	3.3
净利润 (UBS)/营业收入	-	1.3	1.6	1.1	1.4	1.7

资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	-	4.3	5.4	4.4	6.0	6.9
税后投资资本回报率	-	4.0	5.1	4.2	5.6	6.5
净股东权益回报率	-	4.4	6.4	4.6	5.8	7.1

偿付比率	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润/净利息	-	2.0	2.3	2.0	1.9	2.2
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	1.6	2.4	1.8	2.3	3.0
股息支付率 (%，UBS 每股收益)	-	62.9	41.5	56.5	43.7	33.8
净债务/息税折旧摊销前利润	-	4.5	4.0	4.2	3.5	2.9

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入/运营投入资本	-	1.6	1.8	1.9	1.9	2.1
营业收入/固定资产	-	1.9	2.2	2.2	2.3	2.6
营业收入/净营运资本	-	9.7	11.0	10.5	10.0	10.2

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
经营性自由现金流/息税前利润	-	NM	NM	0.6	1.1	1.3
资本支出/营业收入 (%)	-	7.2	4.1	3.7	3.7	2.0
资本支出/折旧	-	1.4	0.9	0.8	0.8	0.4

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
净债务/总权益	-	NM	NM	NM	NM	91.9
净债务/ (净债务 + 权益)	-	55.2	55.1	54.4	52.1	47.9
净债务 (核心) / 企业价值	-	36.5	42.3	51.5	50.8	48.7

资料来源：公司报表、UBS估算。（UBS）估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出。（E）：根据2011年11月09日16时16分的股价（Rmb4.60）得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

孙旭

分析师

S1460511010013

janet.sun@ubssecurities.com

+86-213-866 8852

唐晓波

分析师

S1460511010020

hubert.tang@ubssecurities.com

+86-213-866 8858

■ 太钢不锈

太钢不锈本部位于山西省太原市，以主要生产不锈钢和碳钢为主，为中国的最大不锈钢生产企业。公司综合产能约1,000万吨，其中不锈钢300万吨。公司的主要产品有热轧不锈钢板、冷轧不锈钢板、不锈钢中板、热卷等。

■ 风险声明

公司主要以生产不锈钢和碳钢为主，因此房地产和工业投资增速对于公司盈利影响大。今后中国房地产投资以及工业投资增速放缓将是公司最主要的下行风险。同时，铁矿石价格的大幅下跌也将使得公司失去铁矿石高自给率的优势。

■ 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: 孙旭; 唐晓波。

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
酒钢宏兴	600307.SS	买入	不适用	Rmb5.08	2011年11月08日
太钢不锈	000825.SZ	未予评级	不适用	Rmb4.60	2011年11月08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。

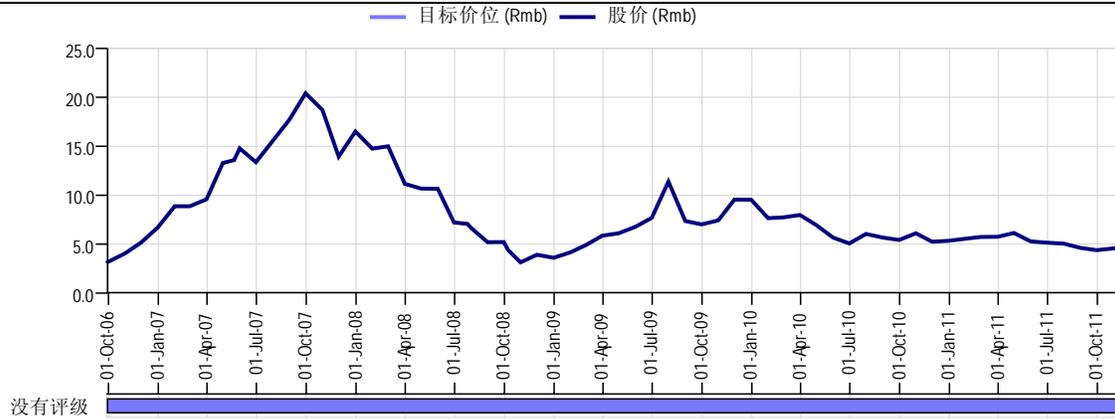
除非特别指出, 请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

酒钢宏兴 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2011年11月8日

太钢不锈 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2011年11月8日

全球声明

本报告由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。在某些国家,UBS AG也称UBS SA。

本报告仅在相关法律许可的情况下发放。本报告所包含的投资策略或建议并不构成适合接收方的特定情况的投资建议或个人投资建议。本报告仅为提供信息而发表,不构成广告,在任何国家和地区也不应被理解为一项购买或出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或要约。除了有关瑞银证券、其子公司及关联机构的信息外,瑞银没有对本报告所含信息的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本报告也无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺投资者一定获利,也不与投资者约定分享投资收益或分担投资损失。市场有风险,投资需谨慎。任何接收方不应认为本报告可以取代自己的判断。过去的表现并不一定能作为未来表现的参考。任何投资或报酬的价值皆有可能下跌和上涨,而您有可能无法全额取回已投资的金额。本报告所含的任何意见,可在不发出通知的情形下做出更改,亦可因采用不同假设和标准而与瑞银其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本报告所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本报告的分析师可能为了收集、合成和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银没有义务更新本报告所含任何信息或将该等信息保持在最新状态。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化和其他市场因素而出现巨大的波动。过去的表现并不一定能预示未来的结果。外汇汇率可能对本报告所提及证券或相关工具的价值、价格或收入带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。瑞银或其关联机构以及瑞银或其关联机构的董事、员工或代理人均不对由于使用本报告全部或部分内容和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。



UBS Investment Research

西宁特钢

首次覆盖：看好资源和特钢的长期价值

■ 资源储量丰富，未来两年资源品产量有望持续增长

公司目前探明铁矿资源储量为2.1亿吨，煤炭资源储量6.4亿吨，矾矿资源储量2995万吨。随着公司的扩产计划，我们预计从2011至2015年，铁精粉产量将从135万吨提高到210万吨，原煤产量将从40万吨提高到250万吨，五氧化二钒产能将从1000吨提升至5000吨。

■ 受益于制造业升级，我国特钢需求将保持较高的增速

特钢是钢铁行业“十二五”规划的重点发展方向，随着我国高端制造业的发展，未来我国特钢需求将保持较高的增速；由于存在技术壁垒，特钢产能过剩情况好于普钢。公司特钢产品目前主要为中低端合金结构钢，弹簧钢等，通过公司生产技术的改进，我们认为特钢业务的盈利还有进一步提升空间。

■ 风险：资源品价格的波动以及产量增速低于预期

受益于资源产量增长以及特钢产品毛利提升，我们预计公司2011-2013年销售收入分别同比增长22%/13%/25%，净利润分别同比增长69%/23%/18%。我们认为对我们盈利预测的主要风险来自特钢，矿石和焦煤等价格的波动以及公司扩产计划低于预期。

■ 估值：首次覆盖给予“买入”评级，目标价12.6元

我们预计2011-2013年公司的平均ROE为14.9%，比中期ROE7.8%的水平高91.1%，因此在其中期PB2.1倍的基础上给与30%的溢价，得出2.7倍的目标市净率，基于2012年4.63元的每股净资产得到12.6元的目标价。

重要数据 (Rmb百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	5,146	7,004	8,552	9,692	12,110
息税前利润 (UBS)	354	792	1,074	1,247	1,386
净利润 (UBS)	35	233	393	483	567
每股收益 (UBS, Rmb)	0.05	0.31	0.53	0.65	0.77
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00

盈利能力和估值	五年历史均值	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润率 (%)	10.5	11.3	12.6	12.9	11.4
ROIC (EBIT) %	-	10.5	13.0	13.4	13.8
EV/EBITDA (core) x	-	8.7	7.7	6.9	6.4
市盈率 (UBS) (x)	>100	27.8	16.6	13.5	11.5
净股息收益率 (%)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2011年11月09日23时54分的股价 (Rmb8.81) 得出；

孙旭

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

唐晓波

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

全球证券研究报告

中国

钢铁业

12个月评级

买入

之前：未予评级

12个月目标价

Rmb12.60/US\$1.99

股价

Rmb8.81/US\$1.39

路透代码: 600117.SS 彭博代码600117 CH

2011年11月10日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围	Rmb11.66-8.02/US\$1.80-1.22
市值	Rmb6.53十亿/US\$1.03十亿
已发行股本	741百万 (ORDA)
流通股比例	50%
日均成交量 (千股)	8,070
日均成交额 (Rmb 百万)	Rmb78.7

资产负债表数据 12/11E

股东权益	Rmb2.95十亿
市净率 (UBS)	2.2x
净现金 (债务)	(Rmb5.06十亿)

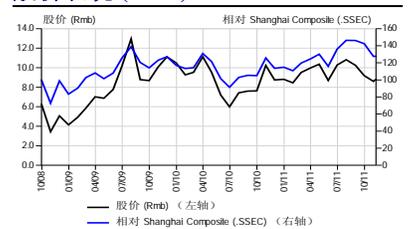
预测回报率

预测股价涨幅	+43.0%
预测股息收益率	0.0%
预测股票回报率	+43.0%
市场回报率假设	9.0%
预测超额回报率	+34.0%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/11E		12/10	12/11 实际
	从	到市场预测		
Q1	-	0.14	-	0.04
Q2	-	0.17	-	0.06
Q3	-	0.12	-	0.07
Q4E	-	0.10	-	0.14
12/11E	-	0.53	-	-
12/12E	-	0.65	-	-

股价表现 (Rmb)



资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

投资主题

西宁特钢总部位于青海省西宁市，母公司西宁特钢集团的大股东是青海省国资委和西部矿业。上市公司主营业务包括特钢产品的生产和销售，铁精粉，焦煤，钒矿石，石灰石的开采和销售。

公司资源储量丰富，目前探明的铁矿资源储量为2.1亿吨，煤炭资源储量6.4亿吨，矾矿资源储量2995万吨。近年来公司在资源开发上不断投入，我们预计未来三年主要资源品的产量均有所增长。其中铁精粉产量预计将从2011年的135万吨提高到2015年的210万吨，原煤产量将从2011年的40万吨左右提高到2015年的250万吨，五氧化二钒产能将从2011年的1000吨提升至2015年的5000吨。

我们认为未来3-5年特钢产品供需基本面好于普钢。虽然特钢产品的主要下游行业汽车和工程机械的高速增长已经过去，但我们预测未来3-5年这两个行业仍将保持个位数字的正增长，而特钢生产由于存在一定的技术壁垒，产能过剩的情况好于普碳钢。公司特钢产品目前主要集中在中低端领域，未来通过技术的不断提升，特别是如果与宝钢的合作能够最终实现，我们认为特钢产品毛利率还存在进一步提升空间。

我们认为未来我国的钢材需求增速，西部地区将高于东部地区，而公司目前销售费用较高主要是因为部分市场处于东部地区，销售半径较大。未来受益于西部地区钢材需求的提升，公司钢材销售半径逐渐缩小，我们预计费用率将有所下降。

市场普遍预期西宁特钢将通过八钢模式，被宝钢集团整合。如果这一预期最终变为现实，我们认为在宝钢的帮助下，特钢生产技术和管理能力均有望实现突破。

我们首次覆盖西宁特钢，给予“买入”评级和12.6元的目标价。我们的目标价是由ROE-市净率法得出。我们选择2004-2008年作为中期，以反映公司在周期景气度顶点和底部之间的平均盈利回报和估值水平。公司在中期的平均ROE为7.8%，平均市净率为2.1倍。我们预计2011-2013年公司的平均ROE为14.9%，比中期ROE高91.1%，因此我们在其中期PB基础上给与30%的溢价，得出2.7倍的目标市净率，基于2012年4.63元的每股净资产得到12.6元的目标价。

关键催化剂

- 1) 投资需求带动汽车和工程机械销售增长，从而拉动特钢需求，提高特钢产品的盈利能力。另外，长期来看随着我国特钢产品质量不断提升，存在进口替代以及对外出口的增长空间。
- 2) 青海省资源储量丰富，公司作为青海省资源整合平台，有资产注入预期。同时通过矿山扩产计划，公司的资源产品产量将逐年增长，资源价格维持在高位，成为公司盈利增长的重要贡献。
- 3) 与宝钢的合作如果最终得以实施，将有助于提升公司的特钢技术和管理水平。

风险

- 1) 公司特钢业务主要风险包括：主要下游行业需求波动，主要原材料例如矿石，煤炭，合金等的价格波动。
- 2) 公司矿石，焦煤等资源业务可能面临的主要风险包括：资源品价格的波动，单位开采成本的变化，产量增长速度低于预期等。

估值和推导我们目标价的基础

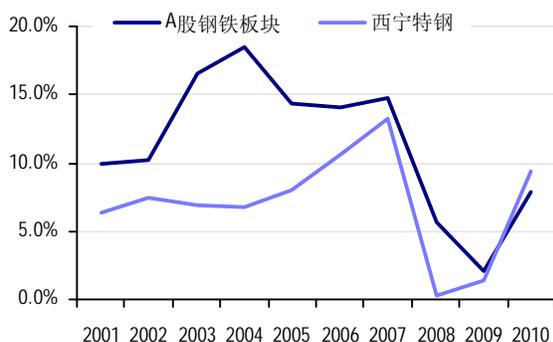
我们给予西宁特钢“买入”评级和12.6元的目标价。由于公司目前煤炭和矿石业务盈利和净资产占比较少，我们采用钢铁行业通行的估值方法计算，即ROE-市净率法来推导西宁特钢的目标价。我们选择2004-2008年作为中期，以反映公司在周期景气度顶点和底部之间的平均盈利和估值水平。公司在中期的平均ROE为7.8%，平均市净率为2.1倍。我们预计2011-2013年公司的平均ROE为14.9%，比中期ROE高91.1%，因此我们在其中期PB基础上给与30%的溢价，得出2.7倍的目标市净率，基于2012年4.63元的每股净资产得到人民币12.6元的目标价。

表1: 目标价推导

西宁特钢中期市净率	2.1
溢价/折价幅度	30%
目标市净率	2.7
2011年每股净资产(人民币)	4.6
目标价(人民币)	12.6
评级	买入

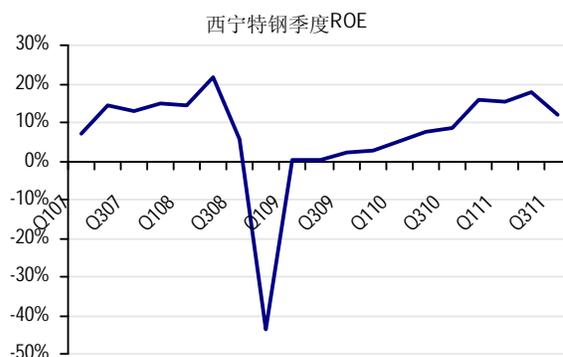
数据来源：瑞银证券估算

图1: 西宁特钢ROE与A股钢铁板块ROE比较



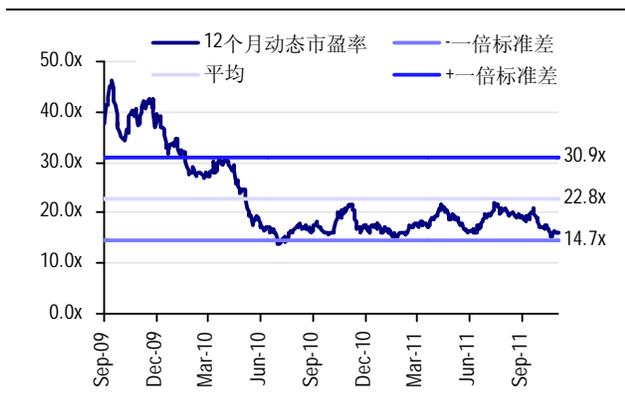
数据来源：万得资讯，公司数据

图2: 西宁特钢季度ROE(年化后)



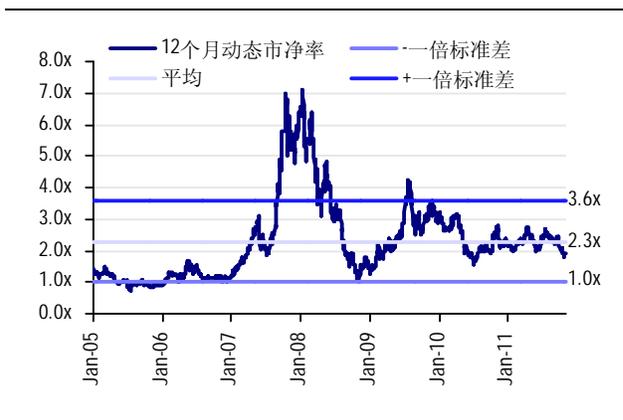
数据来源：公司数据

图3: 西宁特钢12个月动态市盈率



数据来源: Datastream, 瑞银证券估算

图4: 西宁特钢12个月动态市净率



数据来源: Datastream, 瑞银证券估算

瑞银预测对比市场预期

瑞银的2011/2012/2013的每股盈利预测分别为人民币0.53/0.65/0.77元, 比市场一致预期0.59/0.70/0.80元相比分别低10.5%/7.2%/4.4%。

表2: 瑞银预测与一致预期比较

(人民币 百万)	一致预期	瑞银预测	%差异
2011E			
销售收入	8,407	8,552	1.7%
净利润	440	393	-10.5%
每股盈利	0.59	0.53	-10.5%
2012E			
销售收入	9,305	9,692	4.2%
净利润	520	680	30.8%
每股盈利	0.70	0.65	-7.2%
2013E			
销售收入	10,018	12,110	20.9%
净利润	593	567	-4.4%
每股盈利	0.80	0.77	-4.4%

数据来源: 万得资讯, 瑞银证券估算

敏感性分析

我们认为影响公司盈利的主要驱动因素包括钢材销售价格, 由于公司同时拥有上游的铁精粉和焦煤资源, 因此同时也受益于上游原材料价格上涨。根据我们的测算, 在其他条件不变的情况下, 平均钢材销售价格在我们基本假设的基础上每上涨1%, 公司2012年预测EPS将上涨9.4%; 铁精粉和焦炭销售价格在我

们基本价格假设的基础上每上涨1%，公司2012年预测EPS将分别上涨2.1%/0.2%。

表3: 2012年预测EPS对主要假设的敏感性分析

	2012E 基本假设	与基本假设 的差异	2012E 预测EPS (Rmb)	2012E假设改 变后的EPS	2012E预测EPS的 改变幅度
平均钢价假设(Rmb/t)	5,368	1%	0.65	0.71	9.4%
公司铁精粉销售价格假设(Rmb/t)	1,122	1%	0.65	0.66	2.1%
公司焦炭销售价格假设(Rmb/t)	800	1%	0.65	0.65	0.2%

数据来源：瑞银证券估算

特钢业务

表4:公司主要特钢产品及用途

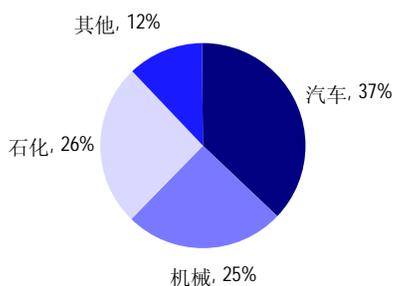
产品	用途
合结钢	用于石油、煤矿、军工、制造汽车、拖拉机、船舶、汽轮机、重型机床的各种传动件和紧固件
碳结钢	用于制造桥梁、建筑等结构和制造普通铆钉、螺钉、螺母等零件
滚珠钢	用于制作传动轴承和铁路轴承滚珠
不锈钢	广泛用于食品、化工、建筑、汽车、医药等各行业中的器材制造
合工钢	用于制造尺寸大、形状复杂的刀具、模具和量具
碳工钢	用于制造各种刀具、模具、量具
弹簧钢	用于制造各类弹簧
模具钢	用于制造冷冲模、热锻模压铸模等模具

数据来源：公司资料

过去5年由于投资的高速增长以及国家的相关刺激政策，特钢的主要下游行业工程机械和汽车的销量经历了高速增长，未来3-5年，我们认为虽然汽车和工程机械的增速高峰已经过去，但行业仍将维持一定的正增长。并且考虑到地产调控政策以及造船等普钢的下游行业需求不振，我们认为总体来看特钢的需求增长前景好于普钢。从供给来看，特钢的技术壁垒要高于大部分普钢产品，我国目前的特钢产品集中度要高于普碳钢，特别是高端的特钢产品，我国还主要依赖进口，只有少数钢厂具备生产能力，因此总体来讲特钢产能过剩情况好于普钢。

我们认为未来3-5年特钢的下游需求增速好于普钢，供给集中度和产能过剩情况也好于普钢

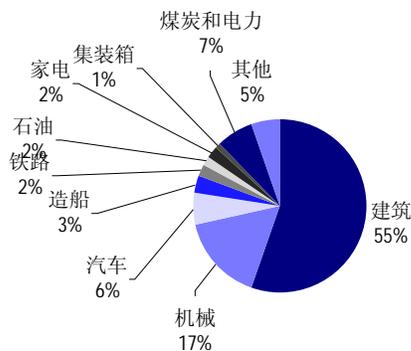
图5: 特钢主要下游需求占比



数据来源：中联钢，瑞银证券估算

公司2010年生产粗钢137.7万吨，钢材126.6万吨；2011年公司计划生产铁水110万吨，粗钢138万吨，钢材127.8万吨。公司目标十二五末钢材产量达到200万吨。公司目前主要特钢产品包括合金结构钢，碳素结构钢，滚珠钢，不锈钢，合金工具钢，碳素工具钢，弹簧钢等。2010年公司特钢业务贡献了86%的销售收入和48%的毛利。

图6: 普钢主要下游需求占比



数据来源：中钢协，瑞银证券估算

特钢产量十二五末有望提升到200万吨，随着公司产品结构的提升，我们认为特钢业务的毛利率也有提升空间

公司的特钢产品应用主要用于汽车，机械，石油等行业，其中具有优势的产品品种包括铁路轴承，铬不锈钢，以及石油管材等。例如，公司的G20铁路渗碳轴承钢市场占有率达55%以上，27SiMn煤矿用液压支柱管市场占有率在70%以上。受益于下游行业的需求增长，公司钢铁制造业务的毛利率从2009年的10.1%提高到2010年的11%，然而总体来讲目前公司的特钢产品品种主要集中在中低端领域，毛利率与其他特钢企业，例如大冶特钢，兴澄特钢相比略低，我们认为随着公司产品结构的逐渐调整，特钢业务的毛利率还存在进一步提升的空间。

表5: 主要特钢产品销售收入及毛利率（人民币，百万）

	销售收入		毛利		毛利率	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
合结钢	2586	3617	267	376	10%	10%
碳结钢	1180	1347	73	120	6%	9%
滚珠钢	413	511	54	70	13%	14%
不锈钢	261	336	48	64	18%	19%
合工钢	110	115	16	19	14%	17%
碳工钢	32	49	6	7	19%	15%
弹簧钢	1	1	0	0	15%	23%

数据来源：公司数据

图7: 公司钢铁制造业毛利率

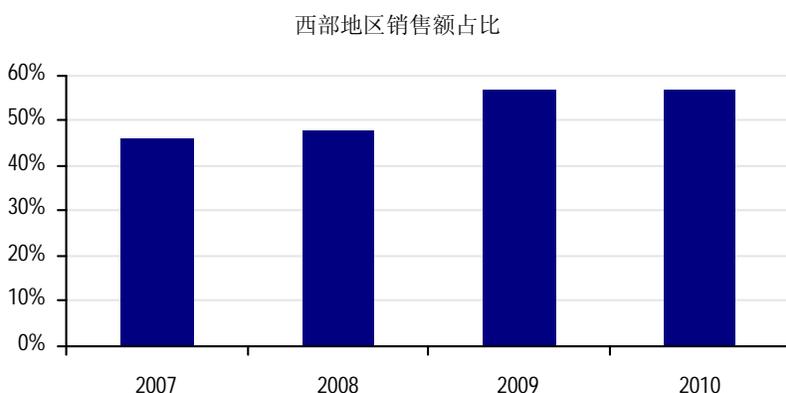


数据来源：公司数据，瑞银证券估算

公司的销售费用率为2.9%，高于行业平均水平，主要原因为公司特钢产品的下游需求厂商主要位于东部和中部地区，公司2010年销售费用中57%为运输费用。我们认为随着我国制造业逐步向中西部地区转移，公司的销售半径将逐渐

收缩，长期来看销售费用率会呈逐渐下降趋势。公司西部地区销售额占比从2007年的46%提升到了2010年的57%。

图8: 西宁特钢西部地区销售额占比



数据来源：公司数据

矿产资源储量丰富，产量逐年增长

2010年公司86%的销售收入和48%毛利来自于特钢业务，我们认为随着公司大规模资本开支投入到矿产资源的勘探和开发，未来的利润增长将更多的来自于资源业务。

公司拥有多种矿产资源，储量丰富，目前探明的铁矿资源储量为2.1亿吨，6.4亿吨煤炭资源储量，2995万吨矾矿资源储量。

铁矿：2012年随着西钢矿业矿区扩产达产，产量将从135万吨增长到160万吨

公司目前主要的铁矿资产包括肃北博伦下属的七角井铁矿，哈密博伦下属的白山泉铁矿，以及西钢矿业下属的洪水河铁矿，胜利铁矿，磁铁山以及大沙龙铁矿。公司2010年生产铁精粉120.6万吨，2011年上半年生产铁精粉67.4万吨，我们预计公司2011年全年铁精粉产量将达到135万吨，同比增长12%，2011年铁精粉产量增长主要受益于西钢矿业下属洪水河矿山的达产。我们预计随着西钢矿业下属矿山的逐步达产和扩产，公司未来几年铁精粉产量将逐步释放，我们预计到“十二五”末公司铁精粉产量将达到210万吨。

目前公司的铁精粉产量主要由肃北博伦和哈密博伦两个矿区贡献，分别位于甘肃和新疆，由于地理位置离西宁特钢本部较远，所产精粉目前以外销为主，销售对象包括八钢和酒钢等。西钢矿业的洪水河和磁铁山铁矿未来达产的精粉将主要用于自供，因此我们预计，随着西钢矿业矿山的达产，公司矿石自供比例将逐渐上升。

未来的盈利增长预计将主要来自于资源采掘业务

随着西钢矿业下属矿区的达产和扩产，预计公司铁精粉产量和自供比例均将逐步提高

表6: 公司主要铁矿石资源 (单位: 万吨)

子公司	控制比例	矿区	地理位置	精粉储量	原矿品味	2010	2011	2012	2013	2014	2015	附注
肃北博伦	70%	大红山七角井	甘肃	10,300	38%							已经达产, 外销至新疆和甘肃, 主要供给八钢, 酒钢, 增加洗选能力后, 2015年精粉产量可增加至150万吨
哈密博伦	100%	白山泉铁矿	新疆	4,600	32%	70	120	120	130	130	150	
西钢矿业	100%	海西洪水河	青海	1,200	34%		15	20	20	20	20	2010年底已经投产, 铁精粉主要自用
西钢矿业	100%	海西胜利	青海	180	39-65%		0	20	20	20	20	2011年4月投产, 预计原矿直接出售, 附近无选矿厂
西钢矿业	100%	海西磁铁山	青海	3,500	38%		0	0	20	20	20	2011年10月投产, 铁精粉主要自用
西钢矿业	100%	海北大沙龙	青海	1,800	29%							短期内难以投产
合计				21580		70	135	160	190	190	210	

数据来源: 公司数据, 瑞银证券估算

表7: 全球铁矿石供给需求测算

		2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
全球粗钢产量	百万吨	1,305	1,206	1,392	1,507	1,587	1,695	1,797	1,912
同比增长率%	%	-1.6%	-7.6%	15.3%	8.3%	5.3%	6.8%	6.0%	6.4%
全球铁矿石需求量	百万吨	1,583	1,480	1,717	1,853	1,931	1,986	2,051	2,097
全球铁矿石供给量	百万吨	1,618	1,510	1,753	1,820	1,918	2,004	2,198	2,335
供给量-需求量	百万吨	35.1	30.0	35.4	-32.2	-13.0	18.5	147.8	238.4
海运铁矿石需求量	百万吨	842	907	994	1,089	1,184	1,289	1,346	1,404
同比增长率%	%	9.4%	7.7%	9.5%	9.6%	8.6%	8.9%	4.4%	4.3%
中国铁矿石进口量	百万吨	444	628	619	684	778	865	915	942
中国进口量占比	%	53%	69%	62%	63%	66%	67%	68%	67%
全球海运铁矿石供给	百万吨	847	909	996	1,003	1,104	1,175	1,332	1,450
同比增长率%	%	9.7%	7.3%	9.6%	0.7%	10.1%	6.4%	13.4%	8.8%
海运供给-海运需求	百万吨	4.5	1.3	2.3	-86.6	-79.3	-113.9	-13.9	46.3

数据来源: WSD, 瑞银证券估算

根据对全球各地区粗钢产量和矿石供给的测算, 瑞银预测全球粗钢产量2011/2012分别同比增长8.3%/5.3%, 海运贸易市场矿石供给分别同比增长0.7%/10.1%, 全球铁矿石市场将由2013年从供不应求转变为供过于求, 而受主要矿石生产国(印度, 巴西等)本国钢产量增长的影响, 我们预计全球铁矿石海运贸易市场将从2015年开始转为供过于求。

短期来看, 铁矿石的价格从10月初开始快速下跌, 澳大利亚63.5%的铁精粉到岸价格从9月30号的179美元/吨下降到10月28号的132美元/吨, 在一个月之内跌幅约为26%, 主要原因包括中国钢价下跌, 吨钢亏损加剧以及我国钢厂减产检修增多, 日均产量及产能利用率下降等影响。

虽然短期矿石价格出现了调整, 我们从全球供需角度测算, 认为2012年矿石价格将同比上升6.9%

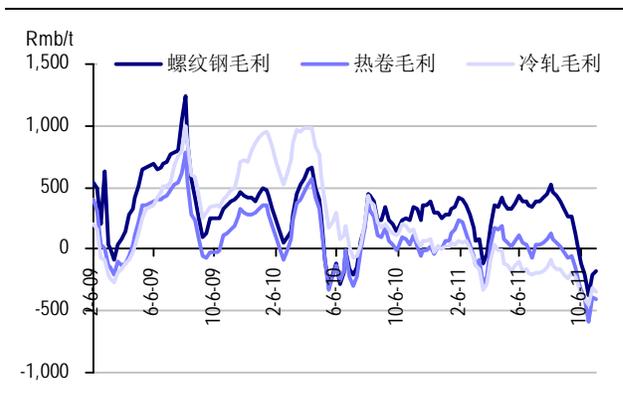
然而从中长期来看，我们认为铁矿石价格将由全球铁矿石的供需决定。根据我们的供需模型，同时结合主要矿山的成本曲线，瑞银预测2011-2013年平均铁精粉价格（FOB，63.5%）分别同比变化44.7%/6.9%/-5.2%至167美元/吨，179美元/吨，169美元/吨。

图9: 铁矿石普氏指数（FOB，62%品味）



数据来源：普氏指数

图10: 主要钢材品种吨钢毛利



数据来源：我的钢铁，瑞银证券估算

另外，从我国区域分布来看，由于钢产能主要分布在东部沿海，目前西部地区主要原材料的价格低于东部地区，长期来看随着西部地区钢产量的增长，西部地区的原材料价格存在上升的空间。我国目前的钢产能主要分布在东部沿海地区，而中西部地区资源储量相对丰富，与东部地区相比，我国西部地区铁矿石和焦煤等原材料供给大于需求，因此目前西部地区的铁矿石和焦煤等钢铁生产原材料价格均低于东部地区。我们认为，随着我国中西部地区城市化和工业化进程的推进，将拉动中西部地区的钢材需求增速高于东部地区，长期来看中西部地区的钢产量增长将拉动资源品价格上涨，从而与东部地区的资源价差将逐渐缩小。

长期来看，我国中西部地区钢产能的增加将拉动中西部地区资源品价格上涨，缩小与东部地区的价差

焦煤：原煤远景产量预计将达到500万吨

公司原煤开采业务主要集中在控股子公司（35%持股，并表）江仓煤矿，总资源储量为64亿吨。预计在“十二五”末实现240万吨的原煤产能，项目建设完毕完全投产后，原煤产量预计将达到500万吨，同时生产焦油3.7万吨，硫胺8600万吨，粗苯8900吨，焦炉煤气3.45亿吨。公司目前自产的焦煤主要供给子公司焦化厂，目前焦化产能为70万吨，未来焦煤产量的扩产除满足自用外主要用于对外销售。2010年焦炭产量为67万吨，其中约40万吨自用，剩下的焦炭外售。随着我国钢产量的不断增长，特别是西部地区钢产能的增长，我们认为西部地区焦煤焦炭价格未来3年将呈上涨趋势。

表8: 公司原煤和焦炭产量

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
原煤产量 (万吨)		40	50	120	180	240
焦炭产量 (万吨)		70	70	70	70	70

数据来源: 瑞银证券估算

图11: 上海市场二级冶金焦价格



数据来源: 彭博资讯

钒矿: 储量丰富, 预计十二五末五氧化二钒产能将达到5000吨

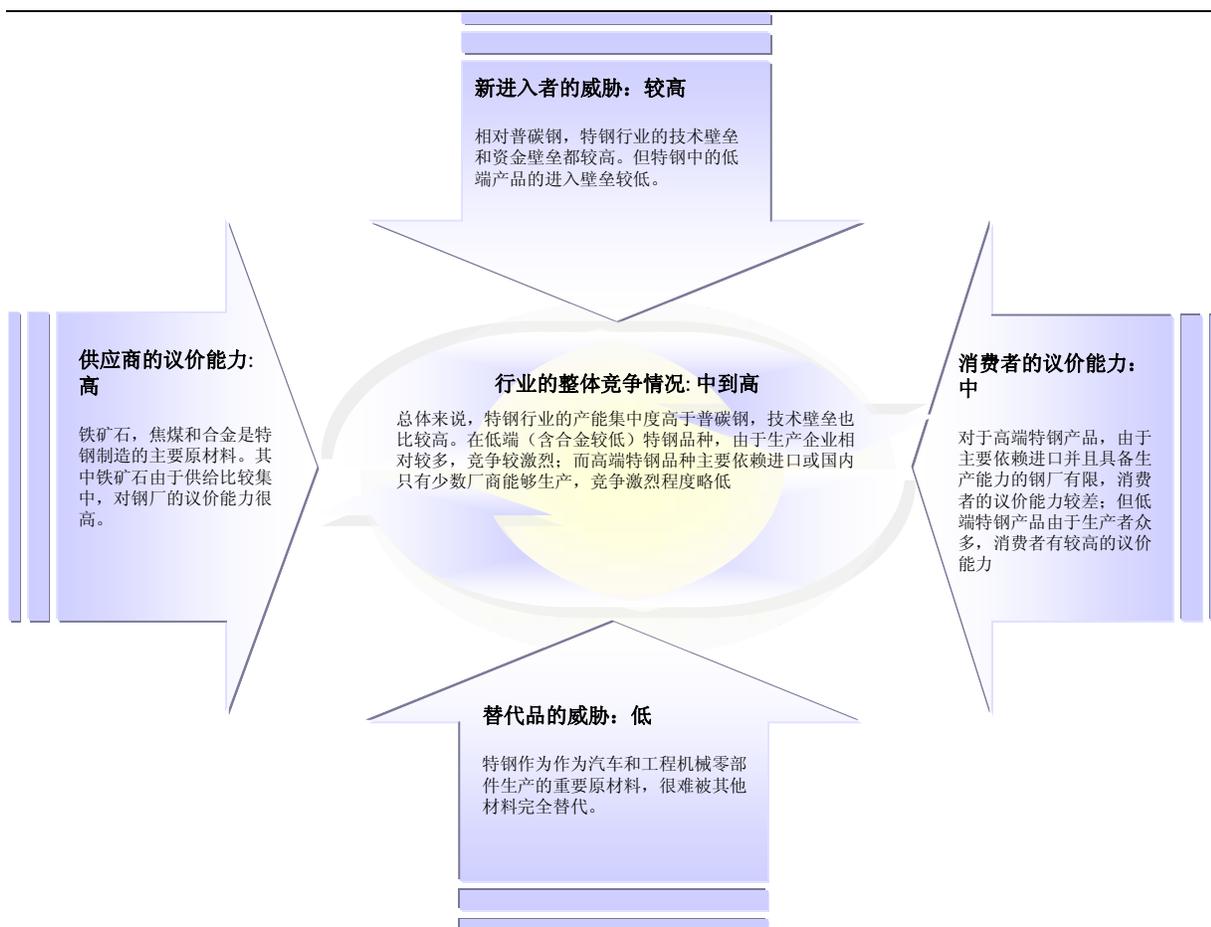
公司的钒资源主要产自肃北博伦下的七角井矿区钒矿, 长期来看钒产品将成为公司盈利增长的重要贡献之一。目前经过评估, 公司拥有钒资源储量2995.72万吨。公司的产品主要是V₂O₅, 生产过程为: 钒矿石-偏钒酸铵-V₂O₅。V₂O₅一期工程于2010年年底完成建设, 设计产能1000吨, 预计2011年全年能够生产600吨的V₂O₅, 公司计划在十二五末可以达到钒矿石100万吨, 五氧化二钒5000吨的产能。

长期来看, 我国钒的需求增长将受益于对螺纹钢使用强度的门槛提高。钒的主要用途为钢铁制造 (我国80%以上的钒的需求来自于钢铁制造行业) 和钒电池。在钢铁生产中钒以合金的形式作为一种主要的炼钢添加剂加入, 作用是可以提高钢材的强度和韧性。我国2009年颁布的《钢铁产业调整和振兴计划》, 2011年7月实施的《混凝土结构设计规范》提出要加快淘汰335MPa及以下螺纹钢, 推广使用400MPa及以上螺纹钢, 三级螺纹钢的推广使用有助于拉动对钒的需求。三级螺纹钢是通过在二级螺纹钢当中添加钒, 铌等加工而成, 三级螺纹钢与二级螺纹钢相比, 具有更好的强度, 柔韧性, 抗震性, 安全性, 同时还可以节省10-15%的建筑钢材用量。

竞争分析

行业吸引力评估

图12: 行业竞争分析



数据来源: Michael Porter, 瑞银证券估算

竞争优势

- 1) 资源储量丰富: 公司具有丰富的铁矿石, 焦煤, 五氧化二钒等资源储量。并且随着近两年公司的扩产计划, 公司资源产量将逐年增加, 同时受益于中国钢产量的增长, 未来两年资源价格预计仍将处于高位。
- 2) 产品优势: 公司主要产品为合金结构钢, 碳素结构钢, 滚珠钢, 不锈钢, 合金工具钢, 碳素工具钢, 弹簧钢等特钢产品, 下游主要为汽车, 工程机械, 航空航天, 风电等行业。总体来讲, 我国特钢的供需基本面好于普通碳钢。同时随着我国经济从粗放式的投资拉动向高端制造业等产业转型, 长期来看我国的特钢仍将保持较高的需求增速。
- 3) 区域优势: 公司位于西部地区, 预计未来3到5年将受益于我国中西部地区城镇化和工业化所拉动的西部地区钢材需求。

4) 管理优势: 宝钢的特钢生产技术在全国处于领先水平, 通过与宝钢的合作, 将有助于公司提升特钢生产的技术和生产工艺水平; 与宝钢的合作还将帮助公司引入宝钢的先进的企业管理理念, 全面提高公司的管理水平和效率。

管理层策略

公司的管理层目标将公司打造成青海省特钢产品的生产基地, 以及青海省资源整合平台。我们认为未来几年, 公司将依托特钢产品贡献的利润和资金, 投入到矿产资源的整合和扩张, 未来几年的盈利增长将主要来自于资源品产量增长和管理效率的提升。

根据青海新闻网的消息, 青海省与宝钢集团在讨论宝钢集团与西宁特钢未来的合作方案。市场预期宝钢集团将通过八钢模式入主西宁特钢, 我们认为如果宝钢与西宁特钢的合作得以实现, 公司将主要将从以下几个方面受益:

- 1) 宝钢的特钢生产技术在国内外属于领先水平, 在宝钢的帮助下, 西宁特钢的生产技术将有很大的提升空间。
- 2) 引入宝钢的先进管理水平将有助于西宁特钢全面提升管理运营效率。

财务状况

表9: 资产负债表 (人民币 百万)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
有形固定资产净值	6,803	7,305	8,502	9,619	10,179
无形固定资产净值	551	1,096	1,315	1,512	1,663
净营运资本	152	-563	-1,091	-1,282	-1,643
其他长期负债	-315	-183	-183	-183	-183
总投资资本	7,191	7,654	8,543	9,665	10,016
投资/其他资产	188	161	182	207	235
总动用资本	7,379	7,815	8,726	9,872	10,251
净(现金)/债务	4,459	4,708	5,065	5,531	5,110
拨备	0	0	0	0	0
少数股东权益	482	554	715	912	1,144
股东权益	2,438	2,553	2,946	3,429	3,996
总动用资本	7,379	7,815	8,726	9,872	10,251
固定资产增长率	6%	7%	16%	13%	6%
营运资本增长率	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
动用资本增长率	18%	6%	12%	13%	4%

数据来源: 公司数据, 瑞银证券估算

表10: 净营运资本（人民币 百万）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
应收账款	601	848	1,016	1,152	1,439
库存	1,237	1,112	1,381	1,559	1,983
其他流动资产	196	301	301	301	301
应付账款	(1,220)	(1,180)	(1,808)	(2,049)	(2,561)
其他短期负债	(663)	(1,644)	(1,980)	(2,245)	(2,804)
净营运资本	152	(563)	(1,091)	(1,282)	(1,643)
应收账款周转天数	43	44	43	43	43
库存周转天数	88	58	59	59	60
应付账款周转天数	101	76	96	96	94
净营运资本周转天数	11	(29)	(47)	(48)	(50)

数据来源：公司数据，瑞银证券估算

表11: 损益表 (人民币 百万)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,146	7,004	8,552	9,692	12,110
销售成本	(4,391)	(5,676)	(6,905)	(7,796)	(9,913)
毛利润	755	1,328	1,647	1,897	2,197
销售管理费用	(401)	(535)	(573)	(649)	(811)
其他营业收入	0	0	0	0	0
息税前利润	354	792	1,074	1,247	1,386
联营公司收入	1	1	0	0	0
其他投资收入	0	0	0	0	0
养老金	0	0	0	0	0
非正常项目 (税前)	0	0	0	0	0
利息	(304)	(373)	(374)	(389)	(376)
其他税前非经营性项目	34	(4)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	0
税前利润	85	416	700	859	1,010
税项	(22)	(88)	(146)	(179)	(210)
税后利润	63	329	554	680	800
少数股东权益	(29)	(95)	(161)	(197)	(232)
优先股股息	0	0	0	0	0
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0
净利润	35	233	393	483	567
营收增长率	-26%	36%	22%	13%	25%
息税前利润率	7%	11%	13%	13%	11%
息税前利润增长率	-47%	124%	36%	16%	11%
净利润增长率	315%	570%	69%	23%	18%

数据来源: 公司数据, 瑞银证券估算

表12: 主要的假设

主要产品销量假设		2009	2010	2011E	2012E	2013E
钢材	千吨	1139	1266	1350	1500	2000
铁精粉	千吨	700	1206	1350	1600	1900
焦炭	千吨	720	668	740	800	800
V2O5	千吨	0.0	0.0	0.6	1.0	2.0
主要产品价格假设		2009	2010	2011E	2012E	2013E
钢材	元/吨	4025	4719	5332	5368	5259
铁精粉	元/吨	537	652	770	793	734
焦炭	元/吨	1200	1526	1450	1450	1400
V2O5	元/吨		80000	76000	74000	73000
主要产品单位成本假设		2009	2010	2011E	2012E	2013E
钢材	元/吨	3617	4200	4773	4809	4701
铁精粉	元/吨	337	296	311	327	343
焦炭	元/吨	927	1144	1136	1100	1000
V2O5	元/吨		50000	50000	50000	50000
主要产品单位毛利假设		2009	2010	2011E	2012E	2013E
钢材	元/吨	407	519	559	559	559
铁精粉	元/吨	201	355	459	466	391
焦炭	元/吨	273	382	314	350	400
V2O5	元/吨		30000	26000	24000	23000
主要产品毛利率假设		2009	2010	2011E	2012E	2013E
钢材	%	10.1%	11.0%	10.5%	10.4%	10.6%
铁精粉	%	37.4%	54.5%	59.6%	58.8%	53.3%
焦炭	%	22.8%	25.0%	21.7%	24.1%	28.6%
V2O5	%		37.5%	34.2%	32.4%	31.5%

数据来源: 公司数据, 瑞银证券估算

表13: 现金流量表 (人民币 百万)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
息税前利润	354	792	1,074	1,247	1,386
折旧	537	545	502	584	640
营运资本变化	(759)	(1,127)	527	192	360
其他业务	39	15	0	0	0
经营性现金流	172	226	2,104	2,023	2,386
利息	29	11	14	12	12
已付税项	(22)	(88)	(146)	(179)	(210)
资本支出	(656)	(591)	(1,919)	(1,897)	(1,351)
自由现金流	(477)	(441)	53	(41)	837
净并购/处置	3	6	0	0	0
股息 (普通股)	(322)	(390)	(388)	(401)	(388)
股息 (优先股)	0	0	0	0	0
股份发行/回购	0	0	0	0	0
其他	(436)	577	(21)	(24)	(28)
净债务现金流的(增加)/减少	(1,232)	(249)	(356)	(466)	421
自由现金流收益率	-7.2%	-6.8%	0.8%	-0.6%	12.8%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资本支出/销售收入	12.7%	8.4%	22.4%	19.6%	11.2%
净债务权益比	182.9%	184.4%	171.9%	161.3%	127.9%

数据来源: 公司数据, 瑞银证券估算

表14: 资本运用回报率/权益回报率分解

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
资产周转率	77.9%	94.4%	105.6%	106.5%	123.1%
息税前利润率	6.9%	11.3%	12.6%	12.9%	11.4%
息税前利润投资资本回报率	5.4%	10.7%	13.3%	13.7%	14.1%
税项	74.6%	78.9%	79.2%	79.2%	79.2%
投资资本回报率	4.0%	8.4%	10.5%	10.9%	11.2%
投资资本占已占用资本比重%	97.1%	97.7%	97.9%	97.9%	97.8%
其他投资资本回报率	13.0%	-1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
其他资产/动用资本	2.9%	2.3%	2.1%	2.1%	2.2%
资本运用回报率	4.3%	8.2%	10.3%	10.6%	10.9%
杠杆比率	27.5%	94.3%	113.0%	113.5%	109.7%
少数股东权益	118.4%	120.7%	123.1%	125.5%	127.7%
特殊项目	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
权益回报率	1.4%	9.3%	14.3%	15.1%	15.3%
权益回报率(调整后)	1.4%	9.3%	14.3%	15.1%	15.3%

数据来源: 公司数据, 瑞银证券估算

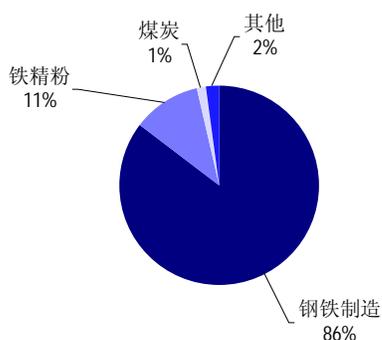
公司背景

西宁特钢位于西部青海省, 主要业务包括特钢的生产和制造, 铁矿石和焦煤的开采。母公司西宁特钢集团的主要控股股东为青海省国资委(持有39.6%)和西部矿业(持有39.44%)。

2010年公司生产和销售了111.7万吨铁水, 137.3万吨粗钢, 126.6万吨钢材, 120.6万吨铁精粉, 66.8万吨焦炭和0.5万吨钒矿石。目前公司生产的特钢产品主要是中低端的合金结构钢, 碳素结构钢, 滚珠钢, 不锈钢, 合金工具钢, 碳素工具钢, 弹簧钢等。

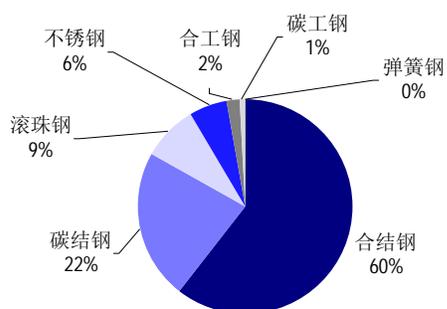
公司本部为特钢制造业务, 资源品种的生产和销售主要通过下属控股的子公司。其中肃北博伦(70%控股)主要生产铁矿石和钒产品; 哈密博伦(100%控股)和西钢矿业(100%控股)主要业务为铁矿石的开采和销售, 江仓煤矿(35%控股)主要业务为焦煤/焦炭的开采和生产。目前主要的铁精粉主要产自肃北博伦和哈密博伦子公司下的七角井铁矿和白山泉铁矿, 由于距离较远主要销售给八钢和酒钢等钢厂, 西钢矿业未来扩产的铁精粉将主要用于自供。公司目前有70万吨的焦化产能, 生产出来的焦炭除了满足自身生产之外剩下的部分用于外销。

图13: 2010年销售收入划分 (合并抵消后)



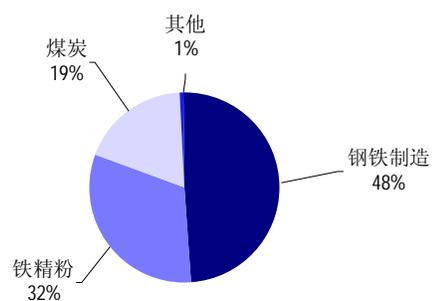
数据来源: 公司数据

图15: 钢铁主业销售收入按产品划分 (2010)



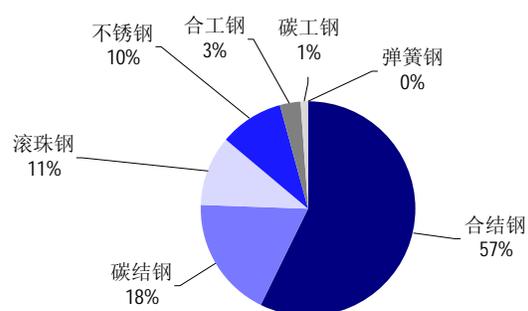
数据来源: 公司数据

图14: 2010年毛利划分



数据来源: 公司数据

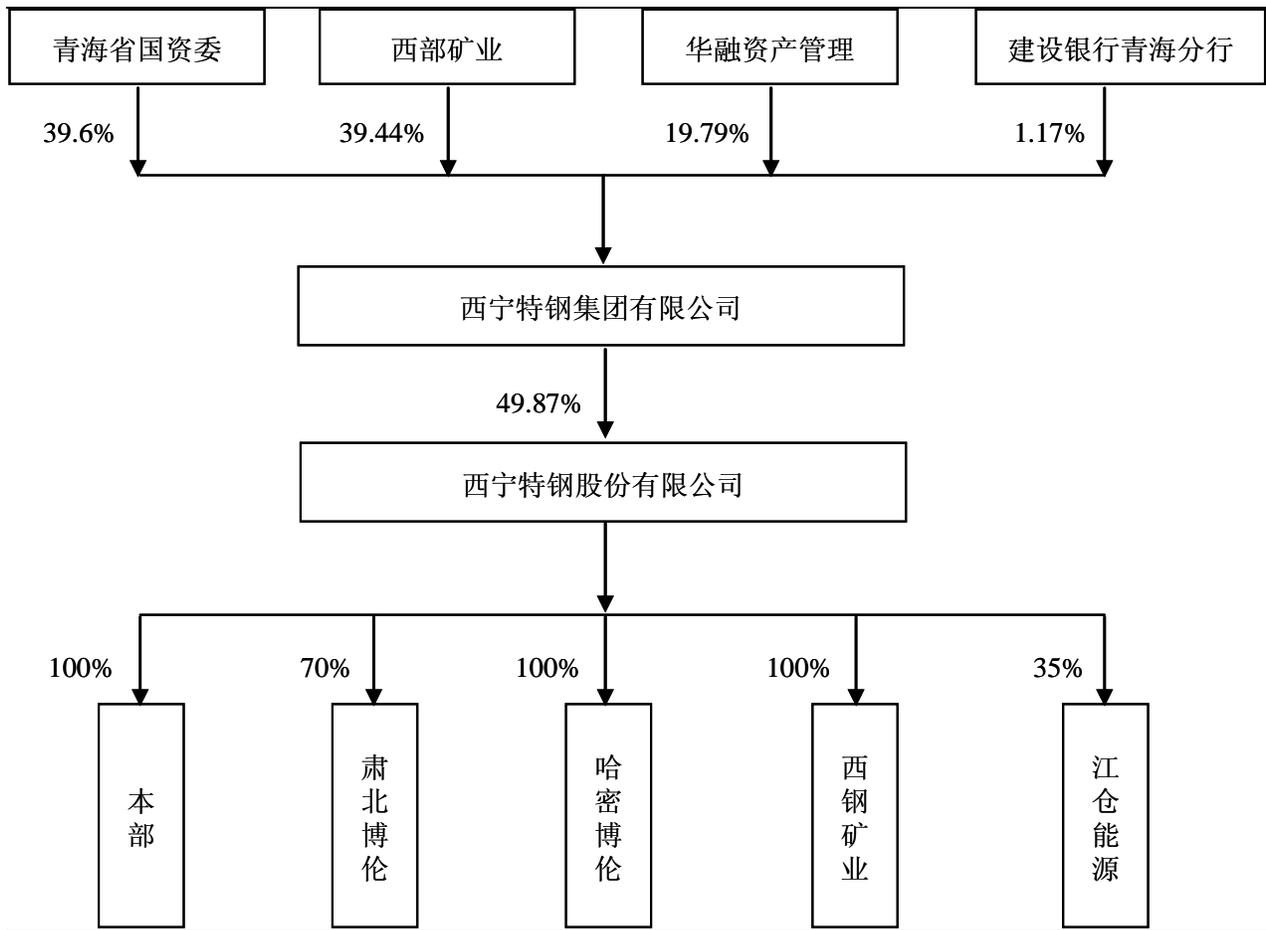
图16: 钢铁主业毛利按产品划分 (2010)



数据来源: 公司数据

目前公司最主要的盈利来源仍为特钢业务，我们预计公司今后的盈利增长将主要来自于铁矿石，焦煤以及五氧化二钒等资源品的开采和生产。2010年公司86%的销售收入和48%的毛利贡献来自于钢铁制造业务。在各项主要业务中，2010年钢铁制造的毛利率为11%，铁精粉生产的毛利率为54.5%，焦煤生产和焦炭销售的毛利率为25%。

图17: 股权和公司结构图



数据来源: 公司数据

西宁特钢

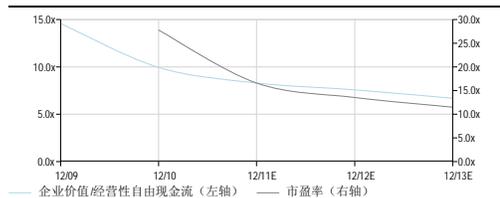
损益表 (Rmb 百万)	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业收入	3,407	5,718	6,922	5,146	7,004	8,552	22.1	9,692	13.3	12,110	24.9
营业费用 (不含折旧)	(2,770)	(4,634)	(5,796)	(4,255)	(5,666)	(6,975)	23.1	(7,861)	12.7	(10,084)	28.3
息税折旧摊销前利润 (UBS)	636	1,083	1,126	892	1,338	1,577	17.8	1,831	16.2	2,026	10.6
折旧	(238)	(354)	(452)	(537)	(545)	(502)	-7.9	(584)	16.2	(640)	9.6
营业利润 (息税前利润, UBS)	398	729	674	354	792	1,074	35.6	1,247	16.1	1,386	11.1
其他盈利和联营公司盈利	43	12	(9)	35	(3)	0	-	0	-	0	-
净利息	(144)	(233)	(369)	(304)	(373)	(374)	0.3	(389)	3.8	(376)	-3.3
非正常项目 (税前)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	297	508	296	85	416	700	68.1	859	22.7	1,010	17.6
税项	(33)	(33)	40	(22)	(88)	(146)	65.7	(179)	22.7	(210)	17.6
税后利润	264	475	336	63	329	554	68.7	680	22.7	800	17.6
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	(50)	(174)	(327)	(29)	(95)	(161)	68.7	(197)	22.7	(232)	17.6
净利润 (本地会计准则)	214	301	8	35	233	393	68.7	483	22.7	567	17.6
净利润 (UBS)	214	301	8	35	233	393	68.7	483	22.7	567	17.6
税率 (%)	11	7	0	25	21	21	-1.4	21	0.0	21	0.0
不计非正常项目前税率 (%)	13	7	0	26	21	21	-1.7	21	0.0	21	0.0
每股 (Rmb)											
每股收益 (本地会计准则)	0.31	0.41	0.01	0.05	0.31	0.53	68.7	0.65	22.7	0.77	17.6
每股收益 (UBS)	0.31	0.41	0.01	0.05	0.31	0.53	68.7	0.65	22.7	0.77	17.6
每股股息净值	0.00	0.00	0.00	0.05	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	-
每股现金收益	0.65	0.88	0.62	0.77	1.05	1.21	15.0	1.44	19.1	1.63	13.2
每股账面净值	2.89	3.43	3.47	3.29	3.44	3.97	15.4	4.63	16.4	5.39	16.6
资产负债表 (Rmb 百万)											
有形固定资产净值	4,596	5,309	6,419	6,803	7,305	8,502	16.4	9,619	13.1	10,179	5.8
无形资产净值	240	277	319	551	1,096	1,315	20.0	1,512	15.0	1,663	10.0
净营运资本 (包括其他资产)	(680)	(880)	(244)	319	(422)	(928)	120.0	(1,096)	18.0	(1,428)	30.3
其他负债	(387)	(647)	(280)	(315)	(183)	(183)	0.0	(183)	0.0	(183)	0.0
运营投入资本	3,770	4,059	6,214	7,359	7,795	8,706	11.7	9,852	13.2	10,231	3.8
投资	20	20	20	20	20	20	0.0	20	0.0	20	0.0
运用资本总额	3,790	4,079	6,234	7,379	7,815	8,726	11.7	9,872	13.1	10,251	3.8
股东权益	2,002	2,540	2,569	2,438	2,553	2,946	15.4	3,429	16.4	3,996	16.6
少数股东权益	186	368	437	482	554	715	29.1	912	27.6	1,144	25.5
总股东权益	2,188	2,908	3,007	2,920	3,107	3,661	17.8	4,341	18.6	5,141	18.4
净债务 / (现金)	1,602	1,171	3,227	4,459	4,708	5,065	7.6	5,531	9.2	5,110	-7.6
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	3,790	4,079	6,234	7,379	7,815	8,726	11.7	9,872	13.1	10,251	3.8
现金流量表 (Rmb 百万)											
营业利润 (息税前利润, UBS)	398	729	674	354	792	1,074	35.6	1,247	16.1	1,386	11.1
折旧	238	354	452	537	545	502	-7.9	584	16.2	640	9.6
营运资本变动净值	(363)	(711)	(776)	(759)	(1,127)	527	-	192	-63.7	360	88.1
其他 (经营性)	1	22	13	39	15	0	-	0	-	0	-
经营性现金流 (税前/息前)	275	394	364	172	226	2,104	831.8	2,023	-3.9	2,386	18.0
收到 / (支付) 利息净值	12	10	17	29	11	14	20.0	12	-9.7	12	-2.1
已付股息	(115)	(176)	(491)	(322)	(390)	(388)	-0.61	(401)	3.37	(388)	-3.23
已缴付税项	(33)	(33)	40	(22)	(88)	(146)	65.7	(179)	22.7	(210)	17.6
资本支出	(819)	(879)	(924)	(656)	(591)	(1,919)	224.9	(1,897)	-1.1	(1,351)	-28.8
并购/处置净值	4	5	1	3	6	0	-	0	-	0	-
其他	-	100	(54)	(174)	(224)	(21)	-90.5	(24)	15.0	(28)	15.0
股份发行	20	5	5	0	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	(402)	(574)	(1,043)	(971)	(1,049)	(356)	-66.0	(466)	30.8	421	-
外汇/非现金项目	-	1,005	(1,013)	(261)	800	0	-	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	-	431	(2,056)	(1,232)	(249)	(356)	43.0	(466)	30.8	421	-
核心息税折旧摊销前利润	636	1,083	1,126	892	1,338	1,577	17.8	1,831	16.2	2,026	10.6
维护资本支出	(82)	(88)	(92)	(66)	(59)	(170)	187.8	(170)	0.0	(120)	-29.4
维护营运资本净支出	(36)	(71)	(78)	(76)	(113)	53	-	19	-63.7	36	88.1
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	518	924	956	750	1,166	1,459	25.2	1,680	15.2	1,942	15.6

资料来源: 公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注: 对于部分公司而言, 所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

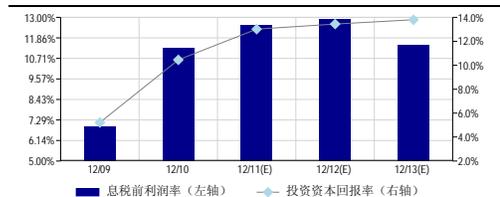
公司概况

西宁特钢主要业务包括特钢的生产和制造，铁矿石和焦炭的开采。2010 年公司生产和销售了 111.7 万吨铁水，137.3 万吨粗钢，126.6 万吨钢材，120.6 万吨铁精粉，66.8 万吨焦炭和 0.5 万吨钒矿石。目前公司生产的特钢产品主要是中低端的合金结构钢，碳素结构钢，滚珠钢，不锈钢，合金工具钢，碳素工具钢，弹簧钢等。

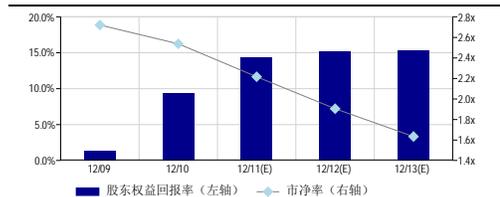
价值 (企业价值/经营性自由现金流与市盈率)



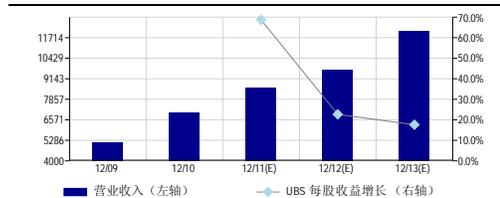
盈利能力



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	NM	27.8	16.6	13.5	11.5
市盈率 (UBS)	>100	>100	27.8	16.6	13.5	11.5
股价/每股现金收益	11.3	11.6	8.3	7.3	6.1	5.4
净股息收益率 (%)	0.1	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率	2.6	2.7	2.5	2.2	1.9	1.6
企业价值/营业收入 (核心)	-	2.1	1.7	1.4	1.3	1.1
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	12.3	8.7	7.7	6.9	6.4
企业价值/息税前利润 (核心)	-	NM	14.6	11.3	10.2	9.4
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	14.6	9.9	8.3	7.6	6.7
企业价值/运营投入资本	-	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3

企业价值 (Rmb 百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
平均市值	6,632	6,477	6,530	6,530	6,530
+ 少数股东权益	482	554	715	912	1,144
+ 平均净债务 (现金)	3,843	4,584	4,886	5,298	5,320
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)
核心企业价值	10,936	11,594	12,111	12,720	12,975

增长率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	19.7	-25.7	36.1	22.1	13.3	24.9
息税折旧摊销前利润 (UBS)	20.4	-20.8	50.0	17.8	16.2	10.6
息税前利润 (UBS)	18.8	-47.4	123.6	35.6	16.1	11.1
每股收益 (UBS)	0.5	NM	NM	68.7	22.7	17.6
每股现金收益	12.7	24.2	36.1	15.0	19.1	13.2
每股股息净值	-	-	-	-	-	-
每股账面净值	4.5	-5.1	4.7	15.4	16.4	16.6

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	18.1	17.3	19.1	18.4	18.9	16.7
息税前利润/营业收入	10.5	6.9	11.3	12.6	12.9	11.4
净利润 (UBS)/营业收入	3.1	0.7	3.3	4.6	5.0	4.7

资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	-	5.2	10.5	13.0	13.4	13.8
税后投资资本回报率	-	3.9	8.2	10.3	10.6	10.9
净股东权益回报率	-	1.4	9.3	14.3	15.1	15.3

偿付比率	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润/净利息	2.3	1.2	2.1	2.9	3.2	3.7
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	0.9	-	-	-	-
股息支付率 (%，UBS 每股收益)	-	106.6	-	-	-	-
净债务/息税折旧摊销前利润	3.0	5.0	3.5	3.2	3.0	2.5

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入/运营投入资本	-	0.8	0.9	1.0	1.0	1.2
营业收入/固定资产	-	0.7	0.9	0.9	0.9	1.1
营业收入/净营运资本	-	NM	NM	NM	NM	NM

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
经营性自由现金流/息税前利润	1.5	2.1	1.5	1.4	1.3	1.4
资本支出/营业收入 (%)	13.7	12.7	8.4	22.4	19.6	11.2
资本支出/折旧	1.8	1.2	1.1	3.8	3.2	2.1

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
净债务/总权益	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/(净债务+权益)	55.6	64.7	64.8	63.2	61.7	56.1
净债务(核心)/企业价值	-	35.1	39.5	40.3	41.6	41.0

资料来源：公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据2011年11月09日23时54分的股价(Rmb8.81)得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

孙旭

分析师

S1460511010013

janet.sun@ubssecurities.com

+86-213-866 8852

唐晓波

分析师

S1460511010020

hubert.tang@ubssecurities.com

+86-213-866 8858

■ 西宁特钢

西宁特钢主要业务包括特钢的生产和制造，铁矿石和焦煤的开采。2010年公司生产和销售了111.7万吨铁水，137.3万吨粗钢，126.6万吨钢材，120.6万吨铁精粉，66.8万吨焦炭和0.5万吨钒矿石。目前公司生产的特钢产品主要是中低端的合金结构钢，碳素结构钢，滚珠钢，不锈钢，合金工具钢，碳素工具钢，弹簧钢等。

■ 风险声明

公司特钢业务主要风险包括：下游行业，汽车工程机械，电力等行业需求波动，主要原材料例如矿石，煤炭，合金等的价格波动；公司矿石，焦煤等资源业务主要面临的风险包括：资源品价格的波动，单位开采成本的变化，开采进度低于预期等。

■ 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: 孙旭; 唐晓波。

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
西宁特钢	600117.SS	未予评级	不适用	Rmb8.72	2011年11月08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。

西宁特钢 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2011年11月8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 受德国联邦金融管理局(BaFin)监管。**西班牙:** 由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:** 由 UBS Menkul Degerler AS 代表 UBS Limited 编制。**俄罗斯:** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士:** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利:** 由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本报告的编制,本报告也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非:** UBS South Africa (Pty) Limited (注册号:1955/011140/07) 是 JSE 有限公司 南非期货交易所和南非债券交易所的成员。瑞银南非有限公司是经授权的金融服务提供商。具体地址、邮编和董事名单可直接索取或参见 <http://www.ubs.co.za>。**美国:** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发。UBS Financial Services Inc. 分发。UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的报告所含的内容负责。所有美国投资者对本报告所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc., 而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:** 由 UBS Securities Canada Inc. 分发, UBS Securities Canada Inc. 是 UBS AG 的分支机构,加拿大主要证券交易所和加拿大投资者保护基金的成员。若需要,可提供财务状况的陈述和董事及高级管理人员名单。**香港:** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡:** 由 UBS Securities Pte. Ltd. [mca (p) 039/11/2009 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或报告衍生或有关之事宜,请向 UBS Securities Pte Ltd., 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问;或向 UBS AG 新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此报告之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本:** 由 UBS Securities Japan Ltd 仅向机构投资者分发。当本报告由 UBS Securities Japan Ltd 编制,则 UBS Securities Japan 为本报告的作者,出版人及发布者。**澳大利亚:** 由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号:231087) 和 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号:231098) 仅分发给按照 2001 年颁布的公司法 s761G 定义的机构客户。**新西兰:** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。投资顾问及投资经纪人之披露文件可免费以书面形式向 PO Box45, Auckland, NZ 索取。**迪拜:** 由 UBS AG Dubai Branch 分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本报告可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:** 本报告获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度:** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码:+912261556000 SEBI 注册号:NSE 现金交易:INB230951431, NSE 期货与期权:INF230951431; BSE 现金交易:INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本报告中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本报告。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2011 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。



UBS Investment Research

山东黄金

市场低估了公司的成长潜力，提升评级为“买入”

■ 3季度黄金惜售导致存货增加

从2003年至2010年，公司营业收入增长接近100倍，黄金价格和产量的上行驱动公司收入、市值和利润的大幅增长。我们估计3季度黄金价格的回落，导致公司惜售部分黄金，导致公司3季度营业收入环比略有下滑和存货上升。我们认为4季度金价走高有望刺激公司加大存货销售。

■ 资产收购仍然是公司的成长动力

公司持续的收购和矿山扩造成公司负债总额从2010年9月之后大幅上升，目前公司正积极推进股权融资方案。我们认为公司十二五期间将继续通过股权融资收购矿山的形式继续扩大金矿产量，黄金资源股仍将可能是金属板块中的成长股。

■ 瑞银看好2011-2013年黄金价格

考虑到经济前景的不确定性，瑞银大宗商品团队看好2011-2013年黄金价格走势，对2011-13年金价的预测为1605、2075、1725美元/盎司（原为1665、2075、1725美元/盎司），由此我们看好具有资源扩张潜力的黄金公司。

■ 估值：小幅调整盈利预测，评级提升为“买入”

我们对山东黄金的2011-2013年业绩的最新预计为1.60、1.65和1.59元（原为1.59/1.60/1.58）。我们选取过去3年公司历史市盈率均值（31.7x），以2011年业绩、市盈率均值推导公司目标价格为50.7元（原为50.4元），提升评级为“买入”。

重要数据 (Rmb百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	23,358	31,515	40,605	49,412	42,501
息税前利润 (UBS)	1,144	1,905	3,336	3,471	3,341
净利润 (UBS)	746	1,228	2,271	2,353	2,260
每股收益 (UBS, Rmb)	0.52	0.86	1.60	1.65	1.59
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.05	0.10	0.19	0.20	0.19

盈利能力和估值	五年历史均值	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润率 (%)	5.9	6.0	8.2	7.0	7.9
ROIC (EBIT) %	31.9	32.4	43.4	35.6	28.9
EV/EBITDA (core) x	22.3	26.6	15.9	15.0	15.2
市盈率 (UBS) (x)	41.3	49.7	25.1	24.2	25.2
净股息收益率 (%)	0.7	0.2	0.5	0.5	0.5

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据2011年11月09日15时36分的股价 (Rmb40.08) 得出。

林浩祥

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

唐晓波

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

全球证券研究报告

中国

采矿业

12个月评级

买入

之前：中性

12个月目标价

Rmb50.70/US\$7.99

之前：Rmb50.40/US\$7.94

股价

Rmb40.07/US\$6.31

路透代码: 600547.SS 彭博代码600547 CH

2011年11月10日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb65.06-35.06/US\$9.81-5.49

市值 Rmb57.0十亿/US\$8.98十亿

已发行股本 1,423百万 (ORDA)

流通股比例 49%

日均成交量 (千股) 10,030

日均成交额 (Rmb 百万) Rmb452.6

资产负债表数据 12/11E

股东权益 Rmb6.02十亿

市净率 (UBS) 9.5x

净现金 (债务) (Rmb1.78十亿)

预测回报率

预测股价涨幅 +26.5%

预测股息收益率 0.5%

预测股票回报率 +27.0%

市场回报率假设 9.0%

预测超额回报率 +18.0%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/11E		12/10	
	从	到市场预测	实际	
Q1	0.31	0.31	0.33	0.19
Q2	(0.28)	0.42	0.43	0.21
Q3E	0.38	0.45	0.45	0.25
Q4E	1.18	0.41	1.18	0.41
12/11E	1.59	1.60	1.59	
12/12E	1.60	1.65	1.60	

股价表现 (Rmb)



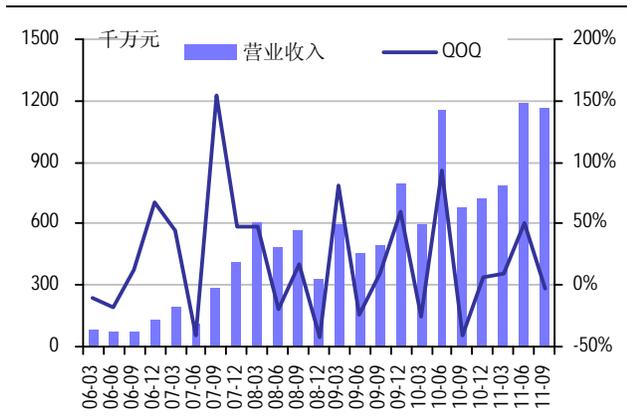
资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

公司经营分析

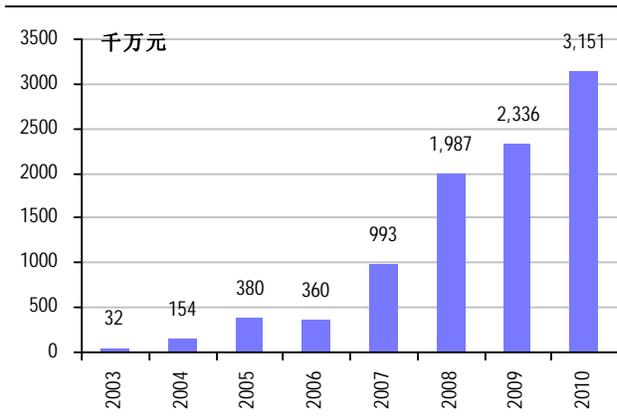
2011年7-9月公司实现营业收入116亿元，同比增长70.4%。从2003年至2010年，公司营业收入增长接近100倍。黄金价格上行和产量的增长驱动公司收入、市值和利润的大幅增长。我们估计3季度黄金价格的回落导致公司营业收入环比略有下滑，同期存货有所增加。

图1:山东黄金公司单季度营业收入



数据来源：公司数据

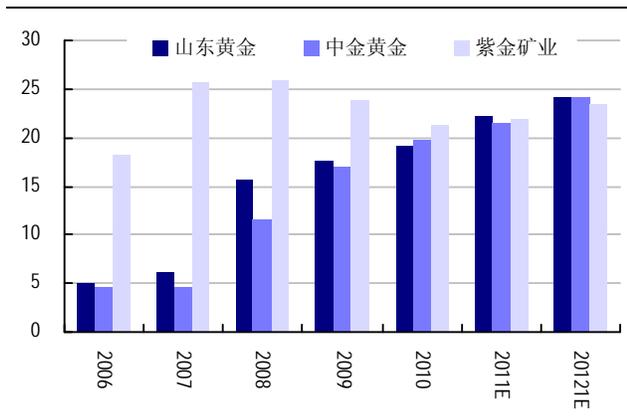
图2: 山东黄金公司2003-2010年度营业收入



数据来源：公司数据

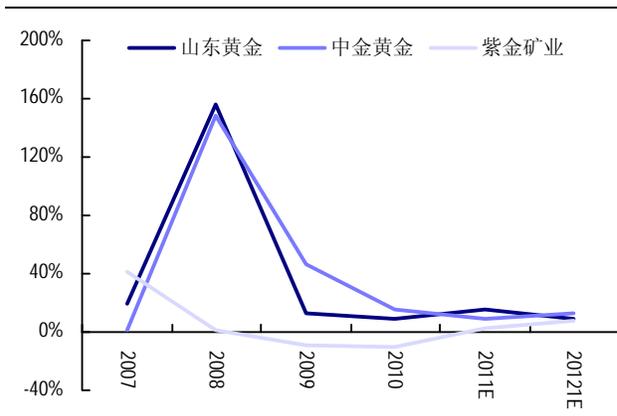
从3大黄金公司数据比较看，我们预计2011年开始，中金黄金、山东黄金矿产黄金量追赶上了紫金矿业；我们预计2012年中金黄金、山东黄金和紫金矿业矿产黄金产量增长分别为9%、13%和8%。

图3: 黄金股资源储量变化



数据来源：公司公告，瑞银证券估算

图4: 黄金股资源储量增速

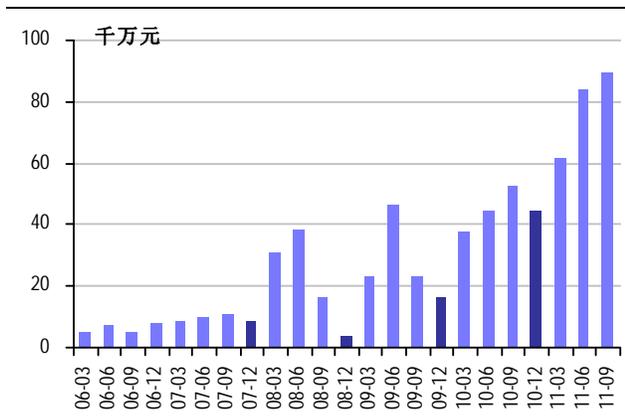


数据来源：公司公告，瑞银证券估算

从盈利指标看，公司营业利润从2010年出现了跳跃式的增长，主要得益于公司矿产量的持续上行。但是可以发现，从2007年开始，公司连续数年4季度营业利润持续出现环比下滑，我们预计因为公司多项费用提取发生在年末。

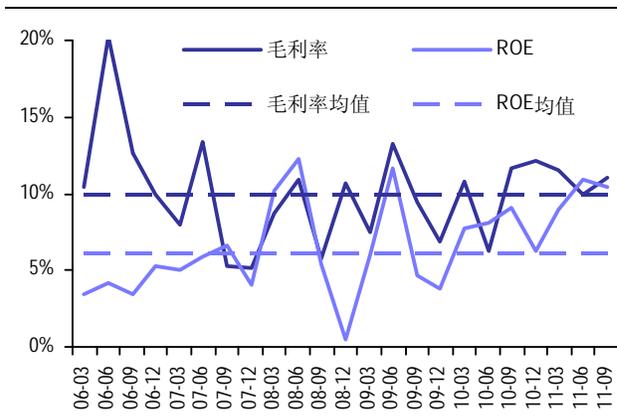
由于公司营业收入和成本主要为冶炼黄金，导致公司2007年以来毛利率波动不大，但从ROE看基本保持了稳定。

图5:公司单季度营业利润



数据来源: 公司数据

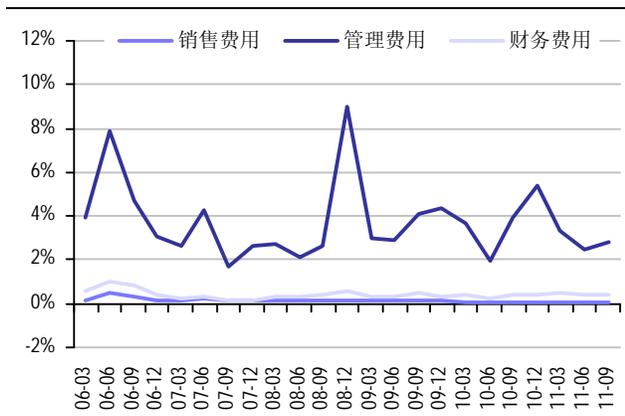
图6:公司单季度毛利率和ROE



数据来源: 公司数据

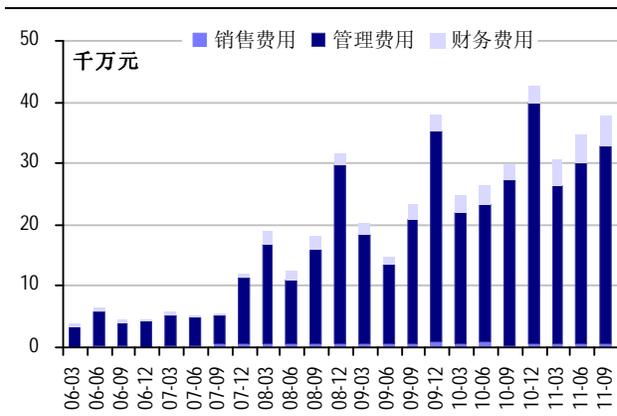
从费用控制看, 公司管理费用与公司营收保持了同步的增长, 同时公司通常4季度提取管理费用较高。

图7:公司单季度营业利润



数据来源: 公司数据

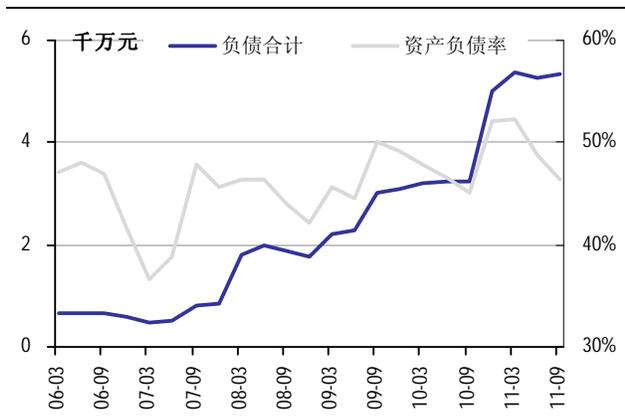
图8:公司单季度毛利率和ROE



数据来源: 公司数据

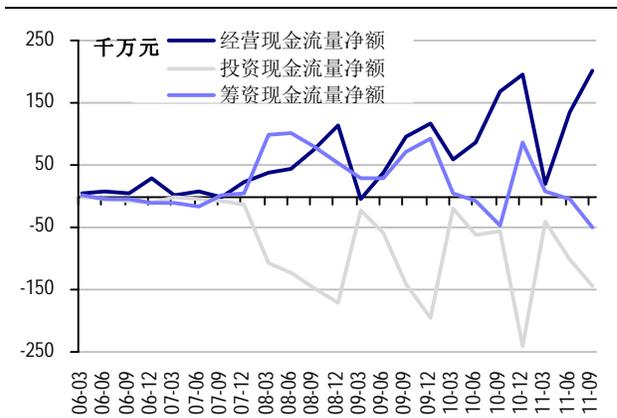
公司持续的收购和矿山扩建造成公司负债总额从2010年9月之后大幅上升。目前公司正积极准备股权融资, 目前股价据公司前期公告的股权融资价格46.7元折价约14%。

图9:公司负债指标



数据来源: 公司数据

图10:公司单季度毛利率和ROE



数据来源: 公司数据

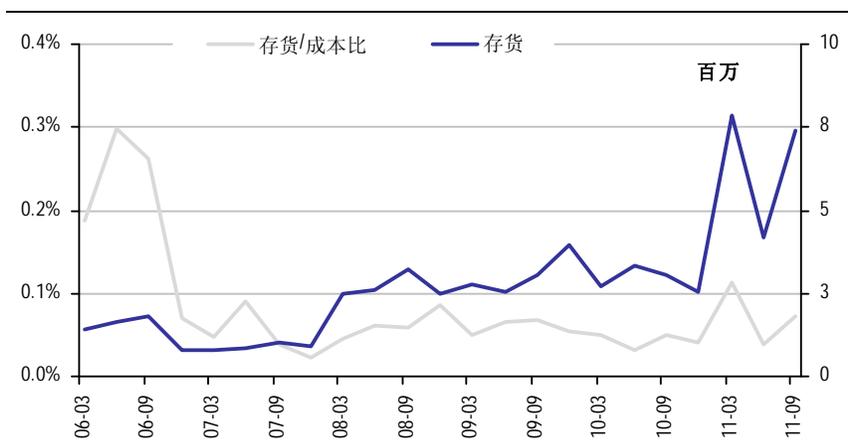
表1:非公开增发募集资金投资项目

	股权比例 (%)	项目投资额募集资金 (亿元)	拟投资额金 (亿元)	金属资源量 (吨)
矿山股权收购				
收购莱州公司新立探矿权	100.0	20.9	18.0	112.5
收购莱州公司寺庄探矿权	100.0	6.0	5.0	23.2
收购玲珑公司东风探矿权	100.0	24.0	21.5	158.5
收购归来庄公司股权	69.2	6.4	6.0	20.0
矿山改扩建				
三山岛金矿 8000吨/日扩建工程	100.0	12.3	4.7	
合计		69.6	55.2	

数据来源: 公司公告

公司3季度末存货重新上升, 我们估计是公司对于黄金价格下跌采取了一定的惜售策略。如果黄金价格重新走高, 我们预计公司可能加大存货销售。

图11:公司存货指标变动



数据来源: 公司数据

盈利预测和估值

考虑到经济前景的不确定性, 瑞银大宗商品团队中长期看多黄金价格。我们对2011-13年黄金价格的最新预测为1605、2075、1725美元/盎司(原为1665、2075、1725), 针对大宗商品(黄金、铜金属部分)价格预测如下:

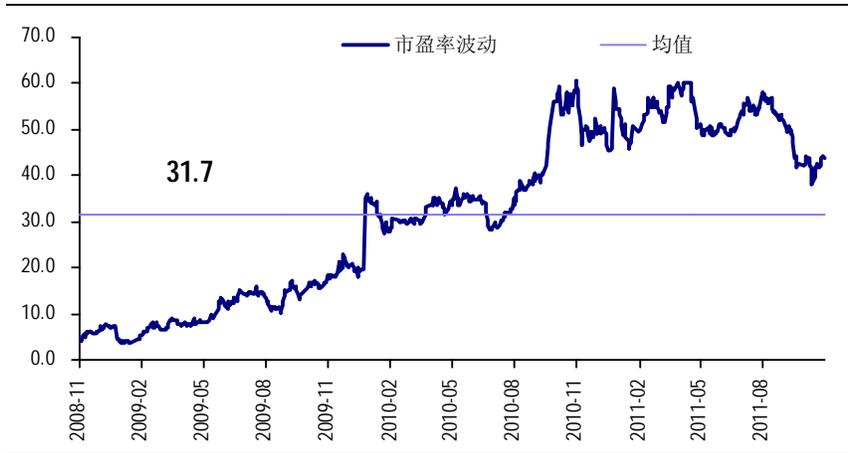
表2:瑞银对金属价格最新预测

	年	原来预测	最新预测	变动%	与市场一致预期对比
黄金 (US\$/oz)	2011E	1665	1605	-4%	1558 3%
	2012E	2075	2075	0%	1767 17%
	2013E	1725	1725	0%	1615 7%
	2014E	1400	1400	0%	1436 -3%
	2015E	1300	1300	0%	1148 13%
铜 (US\$/lb)	2011E	4.14	3.99	-0.04	4.3 -0.07
	2012E	3.7	3.5	-5%	4.28 -18%
	2013E	3.2	3.2	0%	4.07 -21%
	2014E	2.65	2.65	0%	3.65 -27%
	2015E	2.85	2.85	0%	2.85 0%

数据来源: 瑞银证券估算

我们对山东黄金的2011-2013年业绩的最新预计为1.60、1.65和1.59元(原为1.59/1.60/1.58)。我们选取过去3年公司历史市盈率均值(31.7x), 以2011年业绩、市盈率均值推导公司目标价格为50.7元(原为50.4元), 提升评级为“买入”。

图12:山东黄金2008.11-2011.11市盈率波动



数据来源: 万得资讯

山东黄金

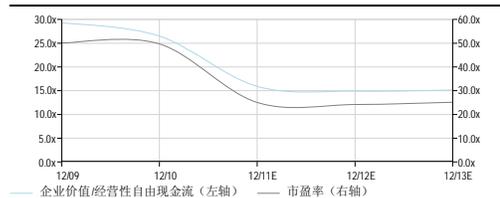
损益表 (Rmb 百万)	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业收入	3,604	11,341	19,871	23,358	31,515	40,605	28.8	49,412	21.7	42,501	-14.0
营业费用 (不含折旧)	(3,240)	(10,378)	(18,652)	(21,860)	(29,121)	(36,844)	26.5	(45,416)	23.3	(38,578)	-15.1
息税折旧摊销前利润 (UBS)	364	963	1,219	1,499	2,394	3,761	57.1	3,995	6.2	3,923	-1.8
折旧	(95)	(236)	(290)	(355)	(488)	(425)	-12.9	(524)	23.3	(582)	11.0
营业利润 (息税前利润, UBS)	269	727	930	1,144	1,905	3,336	75.1	3,471	4.0	3,341	-3.7
其他盈利和联营公司盈利	(9)	36	41	31	(3)	13	-	(1)	-	3	-
净利息	(23)	(113)	(75)	(81)	(110)	(162)	47.1	(168)	4.0	(172)	2.4
非正常项目 (税前)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	238	650	896	1,094	1,793	3,188	77.8	3,302	3.6	3,172	-3.9
税项	(78)	(231)	(221)	(280)	(491)	(797)	62.2	(825)	3.6	(793)	-3.9
税后利润	159	418	675	814	1,302	2,391	83.7	2,476	3.6	2,379	-3.9
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	(34)	(49)	(38)	(68)	(74)	(120)	62.2	(124)	3.6	(119)	-3.9
净利润 (本地会计准则)	125	369	637	746	1,228	2,271	85.0	2,353	3.6	2,260	-3.9
净利润 (UBS)	125	369	637	746	1,228	2,271	85.0	2,353	3.6	2,260	-3.9
税率 (%)	33	36	25	26	27	25	-8.8	25	0.0	25	0.0
不计非正常项目税率 (%)	33	38	26	26	27	25	-8.8	25	0.0	25	0.0
每股 (Rmb)											
每股收益 (本地会计准则)	0.10	0.29	0.45	0.52	0.86	1.60	85.0	1.65	3.6	1.59	-3.9
每股收益 (UBS)	0.10	0.29	0.45	0.52	0.86	1.60	85.0	1.65	3.6	1.59	-3.9
每股股息净值	0.06	0.10	0.08	0.05	0.10	0.19	91.5	0.20	3.6	0.19	-3.9
每股现金收益	0.17	0.47	0.65	0.77	1.21	1.90	57.1	2.02	6.7	2.00	-1.2
每股账面净值	0.55	1.37	1.59	2.02	2.73	4.23	54.8	5.69	34.6	7.08	24.4
资产负债表 (Rmb 百万)											
有形固定资产净值	792	2,290	2,830	3,542	3,182	3,951	24.2	4,842	22.5	5,551	14.7
无形资产净值	107	191	255	1,226	3,259	3,157	-3.1	4,010	27.0	3,892	-2.9
净营运资本 (包括其他资产)	117	424	135	331	960	1,978	106.2	2,707	36.8	3,222	19.0
其他负债	(108)	(130)	(103)	(167)	(565)	(565)	0.0	(565)	0.0	(565)	0.0
运营投入资本	908	2,776	3,117	4,932	6,836	8,522	24.7	10,994	29.0	12,101	10.1
投资	55	104	39	61	93	94	1.1	94	0.0	94	0.0
运用资本总额	963	2,879	3,156	4,994	6,930	8,616	24.3	11,089	28.7	12,195	10.0
股东权益	699	1,749	2,261	2,880	3,888	6,017	54.8	8,097	34.6	10,075	24.4
少数股东权益	122	185	167	309	698	818	17.1	942	15.1	1,061	12.6
总股东权益	821	1,934	2,428	3,188	4,586	6,835	49.0	9,039	32.2	11,136	23.2
净债务 / (现金)	142	945	728	1,805	2,343	1,781	-24.0	2,050	15.1	1,059	-48.3
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	963	2,879	3,156	4,994	6,930	8,616	24.3	11,089	28.7	12,195	10.0
现金流量表 (Rmb 百万)											
营业利润 (息税前利润, UBS)	269	727	930	1,144	1,905	3,336	75.1	3,471	4.0	3,341	-3.7
折旧	95	236	290	355	488	425	-12.9	524	23.3	582	11.0
营运资本变动净值	0	(157)	65	(124)	53	(60)	-	35	-	(27)	-
其他 (经营性)	(43)	(26)	50	47	53	116	117.2	69	-40.5	29	-58.3
经营性现金流 (税前/息前)	321	779	1,335	1,421	2,501	3,818	52.7	4,099	7.4	3,925	-4.2
收到 / (支付) 利息净值	(23)	(113)	(75)	(81)	(110)	(162)	47.1	(168)	4.0	(172)	2.4
已付股息	(100)	(161)	(229)	(199)	(204)	(142)	-30.16	(273)	91.54	(282)	3.57
已缴付税项	(78)	(231)	(221)	(280)	(491)	(797)	62.2	(825)	3.6	(793)	-3.9
资本支出	(94)	(428)	(782)	(1,751)	(965)	(2,111)	118.8	(3,058)	44.8	(1,634)	-46.6
并购/处置净值	0	0	0	0	(164)	0	-	0	-	0	-
其他	(51)	4	(942)	(252)	(1,366)	(149)	-89.1	(169)	13.4	(169)	0.0
股份发行	5	0	981	0	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	23	(138)	65	(1,105)	(723)	562	-	(269)	-	991	-
外汇/非现金项目	73	(665)	153	27	185	0	-	0	-	0	-32.6
资产负债表净债务增加/减少	95	(803)	218	(1,078)	(538)	562	-	(269)	-	991	-
核心息税折旧摊销前利润	364	963	1,219	1,499	2,394	3,761	57.1	3,995	6.2	3,923	-1.8
维护资本支出	(1,331)	(150)	(150)	(150)	0	0	117.8	0	-2.1	0	-22.1
维护营运资本净支出	(3)	(20)	(20)	(20)	11	(12)	-	7	-	(5)	-
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	(970)	793	1,049	1,329	2,404	3,749	55.9	4,002	6.7	3,918	-2.1

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。

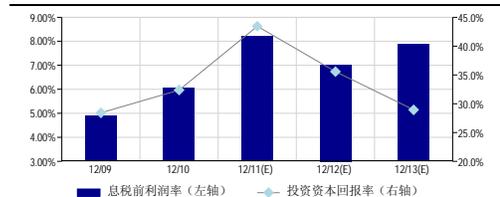
公司概况

山东黄金从事黄金的开采和氰化提炼，同时从第三方收购金精矿并进行冶炼。公司生产经营主体为新城金矿、焦家金矿、玲珑金矿、三山岛金矿、沂南金矿、平度鑫汇金矿等多座国内外知名的大中型矿山，持有金洲矿业有限公司51%的股权；持有内蒙赤峰柴胡栏子黄金矿业有限公司73.5%股权。

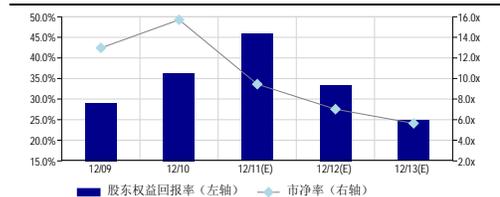
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



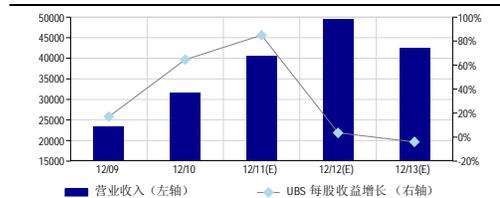
盈利能力



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)	41.3	50.1	49.7	25.1	24.2	25.2
市盈率 (UBS)	41.3	50.1	49.7	25.1	24.2	25.2
股价/每股现金收益	27.2	33.9	35.6	21.1	19.8	20.1
净股息收益率 (%)	0.7	0.2	0.2	0.5	0.5	0.5
市净率	10.5	13.0	15.7	9.5	7.0	5.7
企业价值/营业收入 (核心)	1.6	1.7	2.0	1.5	1.2	1.4
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	22.3	26.0	26.6	15.9	15.0	15.2
企业价值/息税前利润 (核心)	28.8	NM	NM	17.9	17.2	17.8
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	NM	29.3	26.5	16.0	14.9	15.2
企业价值/运营投入资本	9.2	9.7	NM	7.8	6.1	5.2

企业价值 (Rmb 百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
平均市值	37,352	61,049	57,022	57,022	57,022
+ 少数股东权益	68	698	818	942	1,061
+ 平均净债务 (现金)	1,611	2,074	2,062	1,915	1,555
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(61)	(93)	(94)	(94)	(94)
核心企业价值	38,970	63,729	59,808	59,785	59,543

增长率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	72.0	17.5	34.9	28.8	21.7	-14.0
息税折旧摊销前利润 (UBS)	60.1	22.9	59.7	57.1	6.2	-1.8
息税前利润 (UBS)	63.1	23.0	66.6	75.1	4.0	-3.7
每股收益 (UBS)	72.5	17.1	64.6	85.0	3.6	-3.9
每股现金收益	62.8	18.8	55.9	57.1	6.7	-1.2
每股股息净值	13.6	-33.3	100.0	91.5	3.6	-3.9
每股账面净值	49.6	27.4	35.0	54.8	34.6	24.4

利润率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税折旧摊销前利润/营业收入	7.7	6.4	7.6	9.3	8.1	9.2
息税前利润/营业收入	5.9	4.9	6.0	8.2	7.0	7.9
净利润 (UBS)/营业收入	3.4	3.2	3.9	5.6	4.8	5.3

资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	31.9	28.4	32.4	43.4	35.6	28.9
税后投资资本回报率	-	21.0	23.5	32.6	26.7	21.7
净股东权益回报率	29.2	29.0	36.3	45.9	33.3	24.9

偿付比率	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润/净利息	12.6	14.5	17.3	20.6	20.6	19.4
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	5.9	10.5	8.6	8.3	8.3	8.3
股息支付率 (%，UBS 每股收益)	26.8	9.5	11.6	12.0	12.0	12.0
净债务/息税折旧摊销前利润	0.9	1.2	1.0	0.5	0.5	0.3

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	5.7	5.8	5.4	5.3	5.1	3.7
营业收入/固定资产	6.0	5.9	5.6	6.0	6.2	4.6
营业收入/净营运资本	NM	NM	NM	NM	NM	NM

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
经营性自由现金流/息税前利润	0.9	1.2	1.3	1.1	1.2	1.2
资本支出/营业收入 (%)	4.5	7.5	3.1	5.2	6.2	3.8
资本支出/折旧	2.7	4.9	2.0	5.0	5.8	2.8

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
净债务/总权益	52.0	62.7	60.3	29.6	25.3	10.5
净债务/ (净债务 + 权益)	34.2	38.5	37.6	22.8	20.2	9.5
净债务 (核心) / 企业价值	2.8	4.1	3.3	3.4	3.2	2.6

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09日 15时36分的股价（Rmb40.08）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

唐晓波

分析师

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

■ 山东黄金

山东黄金从事黄金的开采和氰化提炼，同时从第三方收购金精矿并进行冶炼。公司生产经营主体为新城金矿、焦家金矿、玲珑金矿、三山岛金矿、沂南金矿、平度鑫汇金矿等多座国内外知名的大中型矿山，持有金洲矿业有限公司51%的股权；持有内蒙赤峰柴胡栏子黄金矿业有限公司73.5%股权。

■ 风险声明

山东黄金公司营业收入和利润主要来源于贵金属黄金和白银，黄金价格的下跌将导致公司收入和利润的下行风险。母公司山东黄金集团拥有丰富的黄金资源，如果母公司资产向山东黄金公司的注入进度低于市场预期，亦将对公司股价产生负面影响。

■ 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; 唐骁波.

涉及报告中提及的公司的披露

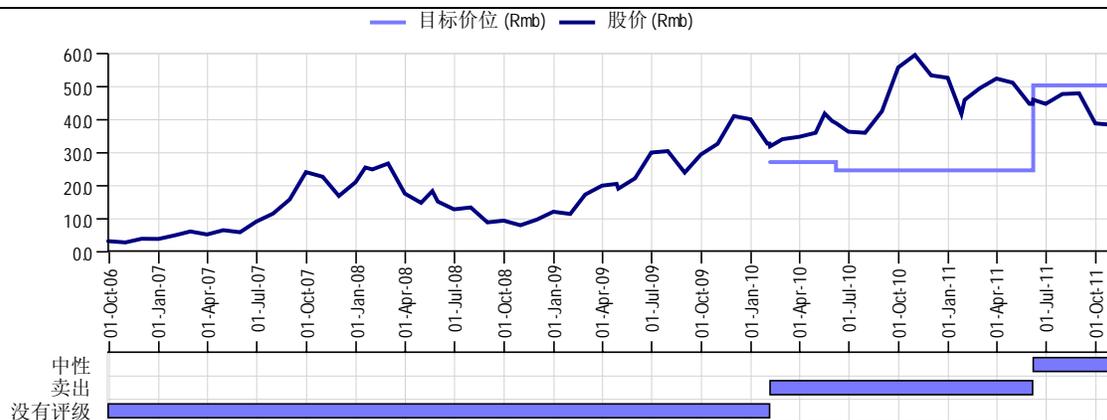
公司名称	路透	12个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
山东黄金	600547.SS	中性	不适用	Rmb39.95	2011年11月08日

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。

山东黄金 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2011年11月8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管理委员会(CONSOB)监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本报告的编制,本报告也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非:** UBS South Africa (Pty) Limited (注册号:1955/011140/07) 是 JSE 有限公司 南非期货交易所和南非债券交易所的成员。瑞银南非有限公司是经授权的金融服务提供商。具体地址、邮编和董事名单可直接索取或参见 <http://www.ubs.co.za>。**美国:** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发。UBS Financial Services Inc. 分发。UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的报告所含的内容负责。所有美国投资者对本报告所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc., 而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:** 由 UBS Securities Canada Inc. 分发, UBS Securities Canada Inc. 是 UBS AG 的分支机构,加拿大主要证券交易所和加拿大投资者保护基金的成员。若需要,可提供财务状况的陈述和董事及高级管理人员名单。**香港:** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡:** 由 UBS Securities Pte. Ltd. [mca (p) 039/11/2009 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或报告衍生或有关之事宜,请向 UBS Securities Pte Ltd., 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问;或向 UBS AG 新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此报告之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本:** 由 UBS Securities Japan Ltd 仅向机构投资者分发。当本报告由 UBS Securities Japan Ltd 编制,则 UBS Securities Japan 为本报告的作者,出版人及发布者。**澳大利亚:** 由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号:231087) 和 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号:231098) 仅分发给按照 2001 年颁布的公司法 s761G 定义的机构客户。**新西兰:** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。投资顾问及投资经纪人之披露文件可免费以书面形式向 PO Box45, Auckland, NZ 索取。**迪拜:** 由 UBS AG Dubai Branch 分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本报告可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:** 本报告获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度:** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本报告中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本报告。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2011 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。



UBS Investment Research

大冶特钢

短期受下游行业需求减慢影响，长期受益于产品结构提升

■ 调低全年产量目标从140万吨至135万吨

公司之前计划2011年销售钢材140万吨，考虑到今年3、4季度下游需求较弱，我们略调低全年钢材销量假设至135万吨。

■ 受下游需求较弱影响，调低3季度毛利率假设

公司的主要下游为汽车，工程机械和铁路行业。我们认为公司的毛利率主要受下游行业销量增速的影响，并且变化趋势滞后销量增速变化2个月左右。公司3季度毛利率从上半年的10.5%下降到3季度的7.3%，由于主要下游行业4季度销售情况疲弱，我们下调4季度的毛利假设至6.8%。

■ 锻件项目达产达效带动公司长期盈利能力提升

公司重点投入的锻造项目已经完工并进入调试、试生产阶段，该项目主要用于生产模具钢，超高强度钢等目前主要依赖进口的高端特钢产品，我们认为该项目的完全达产达效，长期来看有利于公司提升产品结构和盈利能力。

■ 估值：目标价下调至17.3元，维持“买入”评级

我们将2011-13年的EPS分别下调20%/15.8%/6.8%至1.2/1.37/1.63元，我们未来三年平均预测ROE下降至19.6%，因此我们将给予中期市净率的溢价从50%下调到20%，得到2.3x目标市净率和17.3元的目标价，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	5,560	7,893	8,797	9,383	9,713
息税前利润 (UBS)	391	621	597	722	880
净利润 (UBS)	333	562	540	616	733
每股收益 (UBS, Rmb)	0.74	1.25	1.20	1.37	1.63
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.15	0.50	0.48	0.55	0.65

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 (%)	6.0	7.9	6.8	7.7	9.1
ROIC (EBIT) %	-	27.4	23.5	26.3	29.7
EV/EBITDA (core) x	-	7.7	6.7	5.5	4.4
市盈率 (UBS) (x)	13.5	10.6	10.2	9.0	7.5
净股息收益率 (%)	1.6	3.8	3.9	4.5	5.3

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09日15时36分的股价(Rmb12.27)得出。

孙旭

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

唐晓波

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

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 Rmb17.30/US\$2.73
之前: Rmb20.00/US\$3.15

股价 Rmb12.27/US\$1.93

路透代码: 000708.SZ 彭博代码000708 CH

2011年11月10日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围	Rmb18.78-11.26/US\$2.86-1.76
市值	Rmb5.51十亿/US\$0.87十亿
已发行股本	449百万 (ORDA)
流通股比例	42%
日均成交量 (千股)	2,672
日均成交额 (Rmb 百万)	Rmb34.7

资产负债表数据 12/11E

股东权益	Rmb3.01十亿
市净率 (UBS)	1.8x
净现金 (债务)	Rmb0.38十亿

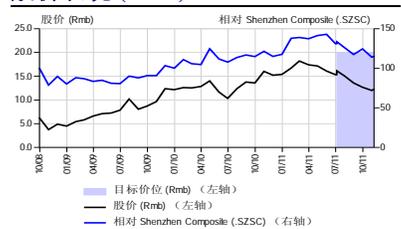
预测回报率

预测股价涨幅	+41.0%
预测股息收益率	4.5%
预测股票回报率	+45.5%
市场回报率假设	9.0%
预测超额回报率	+36.5%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/11E		12/10	12/11 实际
	从	到市场预测		
Q1	0.36	0.36	-	0.32
Q2	0.34	0.35	0.35	0.33
Q3	0.39	0.29	0.28	0.27
Q4E	0.42	0.20	0.42	0.33
12/11E	1.50	1.20	1.50	
12/12E	1.63	1.37	1.63	

股价表现 (Rmb)



资料来源: UBS

www.ubssecurities.com

调低全年产量目标和四季度毛利假设

公司之前制定的全年钢材产量目标为140万吨，考虑到3季度开始需求减弱，我们将全年产量目标从140万吨下调至135万吨。

进入4季度以来特钢价格受下游需求疲弱以及普钢价格下跌影响，迅速下跌，以无锡市场20CrMnTi齿轮钢价格为例，今年前三个季度的平均价分别为5750元/吨，5779元/吨，5538元/吨，进入10月以后钢材价格迅速下跌，10月份的平均价格约为5112元/吨。虽然进入10月份以来，铁矿石价格下跌幅度较大，但公司约有1个月左右的原材料库存，因此我们预计4季度公司的盈利压力较大。

公司今年前三个季度的毛利率分别为11.0%，10.1%，7.3%，从图四（汽车行业销售量同比增速及公司毛利）可以看出，公司的毛利率变化滞后于下游行业的销量变化约2个月左右。由于我们预计汽车，工程机械等下游行业四季度销售疲弱，我们认为公司的4季度毛利率将有进一步下降的压力，我们目前预测四季度毛利率将下降到6.8%。

图1: 无锡市场20CrMnTi齿轮钢现货价格



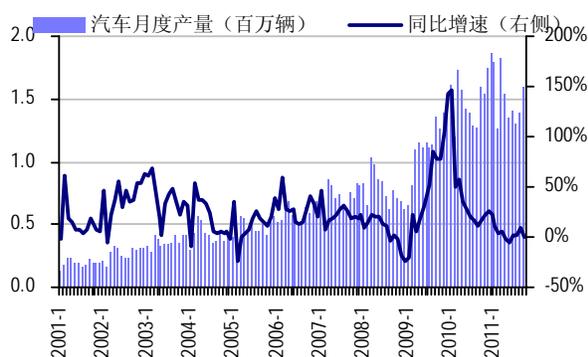
数据来源：我的钢铁

图2: 普氏指数（澳大利亚，FOB，62%）



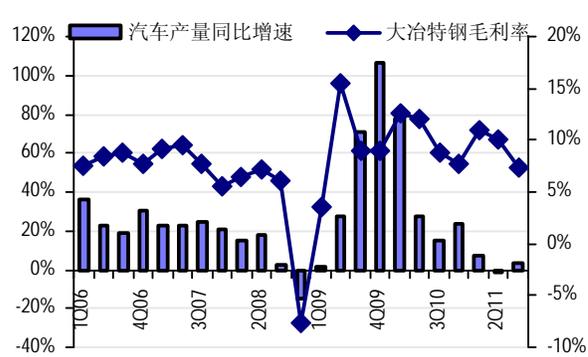
数据来源：普氏指数

图3: 汽车产量增速



数据来源：CEIC

图4: 汽车产量同比增速与大冶特钢毛利率比较



数据来源：CEIC，公司数据

锻件项目顺利，预计将拉动公司未来几年毛利增长

公司重点投入的锻造项目今年上半年已经完工并进入调试、试生产阶段，该项目主要用于生产模具钢，超高强度钢等目前主要依赖进口的高端特钢产品，我们认为，随着该项目的逐渐达产达效，长期来看有利于公司提升产品结构和盈利能力。

表1: 公司新建锻件项目

产品	主要品种	数量(吨)
高合金钢锭	超高强度钢，高温合金，特种不锈钢	3,500
大型锻材和锻件	超级模具钢，超高强度钢，高温合金，特殊不锈钢，合金轧辊，高级轴承钢	20,000
大型环轧件	环件，轮毂，齿圈，SKF轴承套圈	1,300
45MN快锻生产线	模具钢，超高强度钢，高温合金，合结钢，不锈钢	35,000
16MN精锻生产线	合工、轧辊用钢，轴承钢，军工钢	45,000

数据来源：公司数据

瑞银和市场一致预期

我们将2011-2013年的盈利预测分别下调20.0%/15.8%/6.8%。我们调整后的盈利预测与市场一致预期比较，2011-2013年分别比市场一致预期低12.4%/10.7%/2.7%。

表2: 瑞银预测与一致预期

(人民币 百万元)	一致预期	瑞银预测	%差异	瑞银预测	
				(旧)	%调整幅度
2011E					
销售收入	8,978	8,797	-2.0%	9,115	-3.5%
净利润	616	540	-12.4%	675	-20.0%
每股盈利	1.37	1.20	-12.4%	1.50	-20.0%
2012E					
销售收入	9,759	9,383	-3.9%	9,601	-2.3%
净利润	690	616	-10.7%	731	-15.8%
每股盈利	1.53	1.37	-10.7%	1.63	-15.8%
2013E					
销售收入	10,431	9,713	-6.9%	9,889	-1.8%
净利润	753	733	-2.7%	787	-6.8%
每股盈利	1.68	1.63	-2.7%	1.75	-6.8%

数据来源: 万得资讯, 瑞银证券估算, 市场一致预期为2011年11月8日数据。

估值: 目标价下调为 17.3 元, 维持买入评级

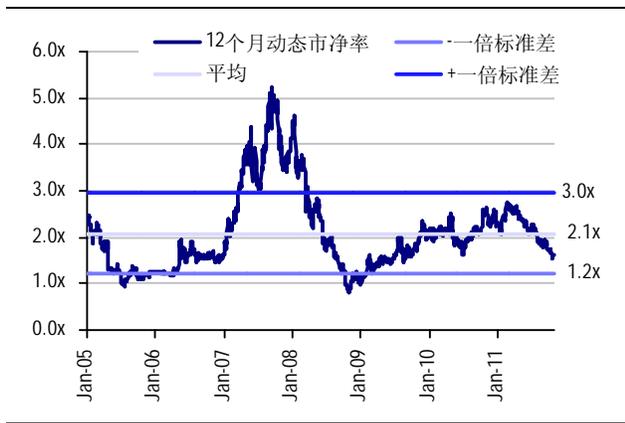
由于我们下调了未来三年的盈利预测, 我们2011-2013年的平均预测ROE从之前的21.9%下降到19.6%, 比中期平均ROE高81.5%, 因此我们将之前给予中期PB的溢价从之前的50%下调到20%, 从而得出2.3倍目标市净率, 基于2012年预测每股净资产, 给予人民币17.3元的目标价。我们预计随着公司锻件项目2012年达产和逐渐达效, 公司的高端品种占比会逐渐增加, 公司盈利能力将不断提高。

表3: 目标价推导

大冶特钢中期市净率	1.9
溢价/折价幅度	20%
目标市净率	2.3
2012年每股净资产(人民币)	7.6
目标价(人民币)	17.3
评级	买入

数据来源: 瑞银证券估算

图5: 大冶特钢12个月动态市净率



数据来源: Datastream, 瑞银证券估算

图6: 大冶特钢12个月动态市盈率



数据来源: Datastream, 瑞银证券估算

大冶特钢

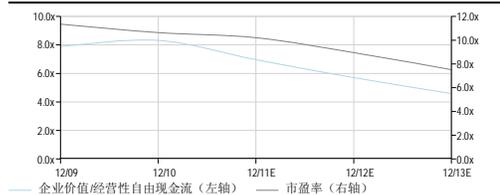
损益表 (Rmb 百万)	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业收入	4,817	5,899	7,500	5,560	7,893	8,797	11.5	9,383	6.7	9,713	3.5
营业费用 (不含折旧)	(4,306)	(5,451)	(7,229)	(5,026)	(7,118)	(8,006)	12.5	(8,462)	5.7	(8,628)	2.0
息税折旧摊销前利润 (UBS)	511	448	271	534	775	791	2.1	922	16.5	1,085	17.7
折旧	(138)	(116)	(128)	(143)	(153)	(194)	26.7	(200)	2.8	(205)	2.8
营业利润 (息税前利润, UBS)	372	332	143	391	621	597	-3.9	722	21.0	880	21.8
其他盈利和联营公司盈利	(19)	21	65	2	28	40	41.0	0	-	0	-
净利息	(36)	(29)	(29)	(12)	(8)	(20)	165.1	(18)	-8.4	(17)	-5.1
非正常项目 (税前)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	318	324	179	380	642	617	-3.9	704	14.1	862	22.5
税项	0	0	22	(48)	(80)	(77)	-3.9	(88)	14.1	(129)	47.0
税后利润	318	324	201	333	562	540	-3.9	616	14.1	733	19.0
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净利润 (本地会计准则)	318	324	201	333	562	540	-3.9	616	14.1	733	19.0
净利润 (UBS)	318	324	201	333	562	540	-3.9	616	14.1	733	19.0
税率 (%)	0	0	0	13	13	13	0.0	13	0.0	15	20.0
不计非正常项目前税率 (%)	0	0	0	13	13	13	0.0	13	0.0	15	20.0
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)	0.71	0.72	0.45	0.74	1.25	1.20	-3.9	1.37	14.1	1.63	19.0
每股收益 (UBS)	0.71	0.72	0.45	0.74	1.25	1.20	-3.9	1.37	14.1	1.63	19.0
每股股息净值	0.00	0.20	0.10	0.15	0.50	0.48	-3.9	0.55	14.1	0.65	19.0
每股现金收益	1.01	0.98	0.73	1.06	1.59	1.63	2.6	1.81	11.1	2.09	15.0
每股账面净值	2.94	3.66	3.91	4.55	5.65	6.70	18.6	7.57	13.0	8.72	15.2
资产负债表 (Rmb 百万)	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
有形固定资产净值	1,633	1,719	1,855	1,876	2,059	2,365	14.9	2,565	8.5	2,760	7.6
无形固定资产净值	31	30	29	29	28	33	20.0	38	15.0	42	10.0
净营运资本 (包括其他资产)	(79)	108	(87)	225	411	283	-31.2	296	4.6	316	7.1
其他负债	(33)	(35)	(34)	(40)	(49)	(49)	0.0	(49)	0.0	(49)	0.0
运营投入资本	1,551	1,823	1,763	2,090	2,449	2,632	7.5	2,850	8.3	3,070	7.7
投资	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	1,551	1,823	1,763	2,090	2,449	2,632	7.5	2,850	8.3	3,070	7.7
股东权益	1,322	1,646	1,757	2,045	2,539	3,011	18.6	3,403	13.0	3,920	15.2
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
总股东权益	1,322	1,646	1,757	2,045	2,539	3,011	18.6	3,403	13.0	3,920	15.2
净债务 / (现金)	229	178	6	45	(90)	(380)	321.0	(553)	45.5	(850)	53.8
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	1,551	1,823	1,763	2,090	2,449	2,632	7.5	2,850	8.3	3,070	7.7
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)	372	332	143	391	621	597	-3.9	722	21.0	880	21.8
折旧	138	116	128	143	153	194	26.7	200	2.8	205	2.8
营运资本变动净值	81	(367)	(56)	(405)	(322)	166	-	30	-81.7	29	-4.9
其他 (经营性)	(91)	61	139	10	13	40	215.0	0	-	0	-
经营性现金流 (税前/息前)	501	142	354	138	465	997	114.4	952	-4.5	1,114	17.0
收到 / (支付) 利息净值	2	2	3	3	2	2	1.9	3	54.7	4	36.0
已付股息	(33)	(24)	(114)	(59)	(75)	(79)	6.08	(236)	198.00	(227)	-3.73
已缴付税项	0	0	0	(48)	(80)	(77)	-3.9	(88)	14.1	(129)	47.0
资本支出	(16)	(47)	(56)	(119)	(266)	(506)	90.1	(405)	-19.9	(404)	-0.3
并购/处置净值	6	1	0	0	18	0	-	0	-	0	-
其他	-	0	0	0	0	(38)	37895076641332912.0	(43)	15.0	(50)	15.0
股份发行	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	578	74	186	(83)	63	299	372.2	183	-38.9	307	68.2
外汇/非现金项目	-	(23)	(15)	44	72	(10)	-	(10)	0.0	(10)	0.0
资产负债表净债务增加/减少	-	51	172	(39)	135	289	113.7	173	-40.3	297	72.1
核心息税折旧摊销前利润	511	448	271	534	775	791	2.1	922	16.5	1,085	17.7
维护资本支出	(2)	(5)	(6)	(12)	(27)	(50)	88.0	(40)	-20.0	(40)	0.0
维护营运资本净支出	8	(37)	(6)	(41)	(32)	17	-	3	-81.7	3	-4.9
税前经营性自由现金流	517	407	260	481	716	758	5.9	885	16.8	1,048	18.4

资料来源: 公司报表、UBS估算。(UBS) 估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注: 对于部分公司而言, 所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

公司概况

大冶特殊钢股份有限公司是我国领先的特钢制造企业之一，公司 2010 年粗钢产量约为 128 万吨，钢材产量约为 133 万吨；主要产品品种包括弹簧钢，合金结构钢，合金工具钢，轴承钢，碳素结构钢，碳素工具钢等。主要的下游行业包括汽车制造，锅炉，机械制造，钢压延加工，铁路轴承，船舶等。

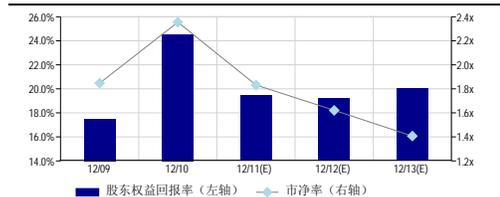
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



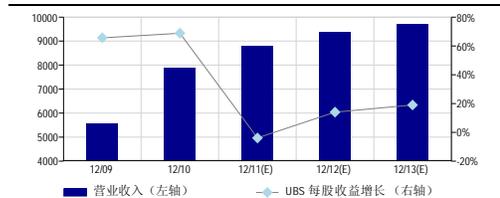
盈利能力



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)	13.5	11.3	10.6	10.2	9.0	7.5
市盈率 (UBS)	13.5	11.3	10.6	10.2	9.0	7.5
股价/每股现金收益	9.4	7.9	8.4	7.5	6.8	5.9
净股息收益率 (%)	1.6	1.8	3.8	3.9	4.5	5.3
市净率	2.4	1.8	2.4	1.8	1.6	1.4
企业价值/营业收入 (核心)	-	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	7.1	7.7	6.7	5.5	4.4
企业价值/息税前利润 (核心)	-	9.7	9.6	8.8	7.0	5.5
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	7.9	8.3	7.0	5.7	4.6
企业价值/运营投入资本	-	2.0	2.6	2.1	1.8	1.6

企业价值 (Rmb 百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
平均市值	3,777	5,980	5,514	5,514	5,514
+ 少数股东权益	0	0	0	0	0
+ 平均净债务 (现金)	26	(22)	(235)	(466)	(701)
+ 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	3,803	5,957	5,279	5,048	4,813

增长率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	13.1	-25.9	41.9	11.5	6.7	3.5
息税折旧摊销前利润 (UBS)	11.0	97.0	45.1	2.1	16.5	17.7
息税前利润 (UBS)	13.7	173.3	59.0	-3.9	21.0	21.8
每股收益 (UBS)	15.3	65.7	68.8	-3.9	14.1	19.0
每股现金收益	11.9	44.7	50.3	2.6	11.1	15.0
每股股息净值	-	50.0	NM	-3.9	14.1	19.0
每股账面净值	17.7	16.4	24.2	18.6	13.0	15.2

利润率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税折旧摊销前利润/营业收入	8.2	9.6	9.8	9.0	9.8	11.2
息税前利润/营业收入	6.0	7.0	7.9	6.8	7.7	9.1
净利润 (UBS)/营业收入	5.6	6.0	7.1	6.1	6.6	7.5

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)	-	20.3	27.4	23.5	26.3	29.7
税后投资资本回报率	-	17.7	24.0	20.6	23.1	25.3
净股东权益回报率	-	17.5	24.5	19.5	19.2	20.0

偿付比率	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润/净利息	28.3	NM	NM	29.9	NM	NM
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	4.9	2.5	2.5	2.5	2.5
股息支付率 (%，UBS 每股收益)	-	20.3	40.0	40.0	40.0	40.0
净债务/息税折旧摊销前利润	0.1	0.1	NM	NM	NM	NM

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入/运营投入资本	-	2.9	3.5	3.5	3.4	3.3
营业收入/固定资产	-	2.9	4.0	3.9	3.8	3.6
营业收入/净营运资本	-	NM	42.5	NM	NM	NM

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
经营性自由现金流/息税前利润	1.3	1.2	1.2	1.3	1.2	1.2
资本支出/营业收入 (%)	1.6	2.1	3.4	5.7	4.3	4.2
资本支出/折旧	0.7	0.8	1.7	2.6	2.0	2.0

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
净债务/总权益	4.0	2.2	(3.6)	(12.6)	(16.2)	(21.7)
净债务/ (净债务 + 权益)	3.8	2.2	(3.7)	(14.4)	(19.4)	(27.7)
净债务 (核心) / 企业价值	-	0.7	(0.4)	(4.4)	(9.2)	(14.6)

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09日 15时36分的股价（Rmb12.27）得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

孙旭

分析师

S1460511010013

janet.sun@ubssecurities.com

+86-213-866 8852

唐晓波

分析师

S1460511010020

hubert.tang@ubssecurities.com

+86-213-866 8858

■ 大冶特钢

大冶特殊钢股份有限公司是我国领先的特钢制造企业之一，公司2010年粗钢产量约为128万吨，钢材产量约为133万吨；主要产品品种包括弹簧钢，合金结构钢，合金工具钢，轴承钢，碳素结构钢，碳素工具钢等。主要的下游行业包括汽车制造，锅炉，机械制造，钢压延加工，铁路轴承，船舶等。

■ 风险声明

特钢行业的风险主要包括下游行业需求波动对特钢需求的影响，原材料价格包括铁精粉，焦煤，废钢，合金价格以及汇率波动对特钢成本的影响。来自供给方面的影响包括新增产能增长过快导致产品供需不平衡等影响。公司层面的风险包括：公司的产品品种多，每种规格产量小，由于按品种销售收入披露和产量披露不充分，因此盈利的可预测性较低；在建的项目不能按计划达到预期效益等。

■ 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: 孙旭; 唐晓波。

涉及报告中提及的公司的披露

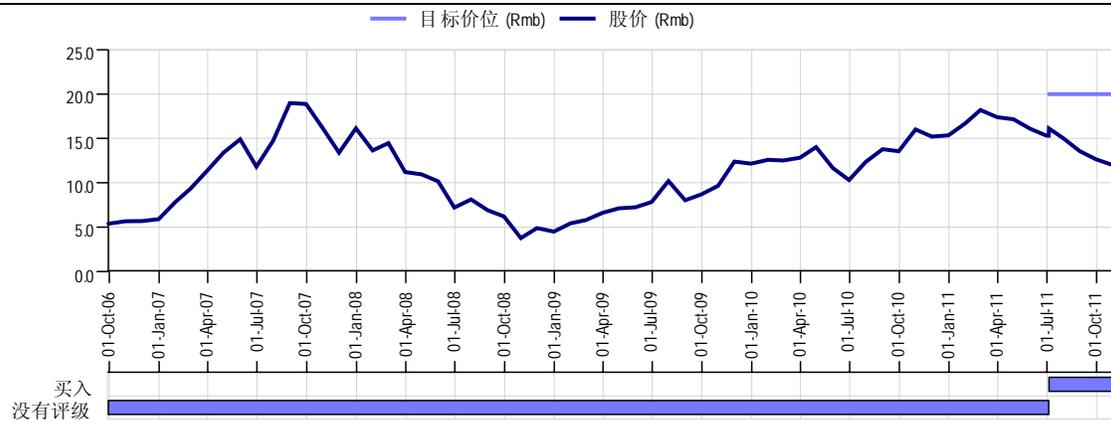
公司名称	路透	12个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
大冶特钢	000708.SZ	买入	不适用	Rmb12.27	2011年11月08日

资料来源: UBS (瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报出版之前最新公布的评级, 它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出, 请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

大冶特钢 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2011年11月8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. 受法国金融市场监管局(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。



上网电价近期上涨的可能性很小

■ CPI回落带给市场电价上涨预期，独立发电厂近期跑赢指数

10月24日以来华能国际、大唐发电、华电国际涨幅分别是23%、17%、10%，跑赢指数。我们认为良好的市场表现来自上网电价的上涨预期，我们观察到从九月份起，广西、江西、广东、安徽、甘肃、浙江宁波以及陕西榆林等地，部分工业终端用电价格有一定幅度上涨，另外贵州、广西、重庆和湖南的地方政府给予火电企业不同幅度的临时补贴，但官方以及中电联等均未就上网电价上涨做出表态。

■ 历史上看终端电价上涨与上网电价上涨并不同步

终端用户用电价格和发电厂上网电价无直接关系。我们预计2012年2季度是比较合适的上网电价上调时间窗口，预计幅度为0.02元/KWh。我们坚持认为年底前上网电价上调的可能性非常小，理由是九月份通胀率仍高于6%，四季度回落幅度有限，再考虑到即将到来的年度煤炭合同谈判，发改委若此时调价电价恐怕又会给煤价上涨找“借口”，我们认为这是政府所不愿意看到的。

■ 行业利润微薄，煤价维持高位，仅电价上涨预期难以持续刺激股价

我们认为除非煤价下跌，否则电价上涨预期只能短期刺激股价。瑞银煤炭研究团队预计合同煤和现货煤价格2012年将上涨5%。尽管经济增速放缓会抑制煤价涨幅，但我们依然认为煤价显著下跌难以预期。

■ 维持三家公司“中性”评级

我们维持华能，华电，大唐的“中性”评级不变，目标价分别为5.0/3.3/4.9元。

2011年11月9日

www.ubssecurities.com

 徐颖真
分析师

S1460511100001

yingzhen.xu@ubssecurities.com

+86-213-866 8883

表1: 估值摘要

	路透代码	评级	现价	目标价	上涨空间	市盈率		市净率		股本收益率		资本回报率		股息收益率	
						2011E	2012E								
华能国际-A	600011.SS	中性	Rmb 5.00	Rmb 5.00	0%	39.1x	46.5x	1.1x	1.1x	3%	3%	2.80%	4.50%	1.50%	1.10%
华电国际-A	600027.SS	中性	Rmb 3.18	Rmb 3.30	4%	NA	NA	1.3x	1.2x	-4%	-5%	2.60%	3.10%	0.00%	0.00%
大唐发电-A	601991.SS	中性	Rmb 4.89	Rmb 4.90	0%	39.3x	29.5x	1.6x	1.5x	5%	6%	3.50%	4.00%	0.90%	1.20%

数据来源：瑞银证券估算 注：取自2011-11-08数据

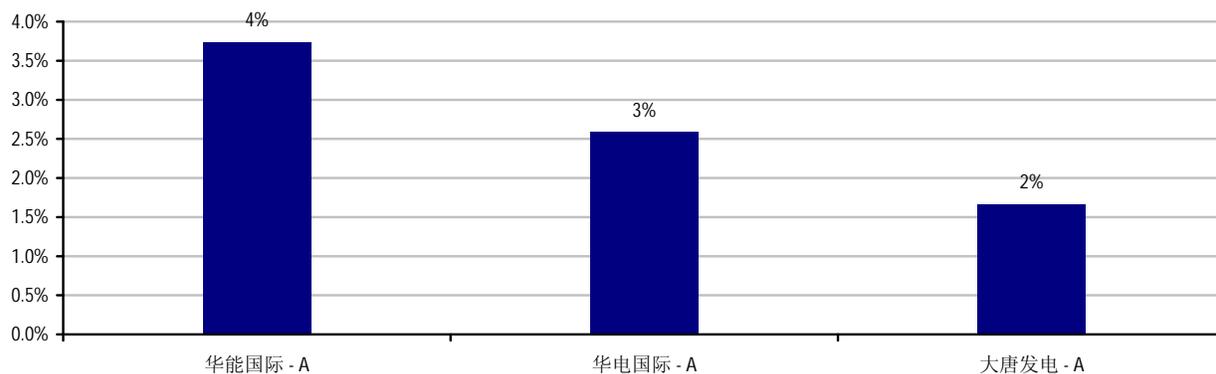
表2: 中国独立发电厂利润与电价煤价的敏感性分析

	2012E	电价每增加1%		煤价每减少1%	
	净利润 (百万元)	净利润变化 (百万元)	% 变化	净利润变化 (百万元)	% 变化
大唐发电 - A	2,204	263	12%	137	6%
华能国际 - A	1,514	806	53%	552	36%
华电国际 - A	-803	431	NA	292	NA

数据来源: 瑞银证券估算

注: 对于华电国际, 上网电价每增加1%, 公司2012年的经常性利润将从净亏损8.03亿变为净亏损3.72亿; 煤价每下降1%, 公司2012年的经常性利润将从净亏损8.03亿变为净亏损5.11亿。

图1: 2011-11-08三家公司单日股价表现



数据来源: 路透社

■ 风险声明

中国独立发电厂的风险主要包括：高于预期的煤价，环境治理成本，债务成本，发电厂建造成本，以及低于预期的电价和发电利用小时数。

■ 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：徐颖真。

涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
大唐发电A ^{16b}	601991.SS	中性	不适用	Rmb4.81	2011年11月07日
华电国际A	600027.SS	中性	不适用	Rmb3.10	2011年11月07日
华能国际A ^{16a, 16b}	600011.SS	中性	不适用	Rmb4.82	2011年11月07日

资料来源：UBS（瑞银）。所有价格均为当地市场收盘价

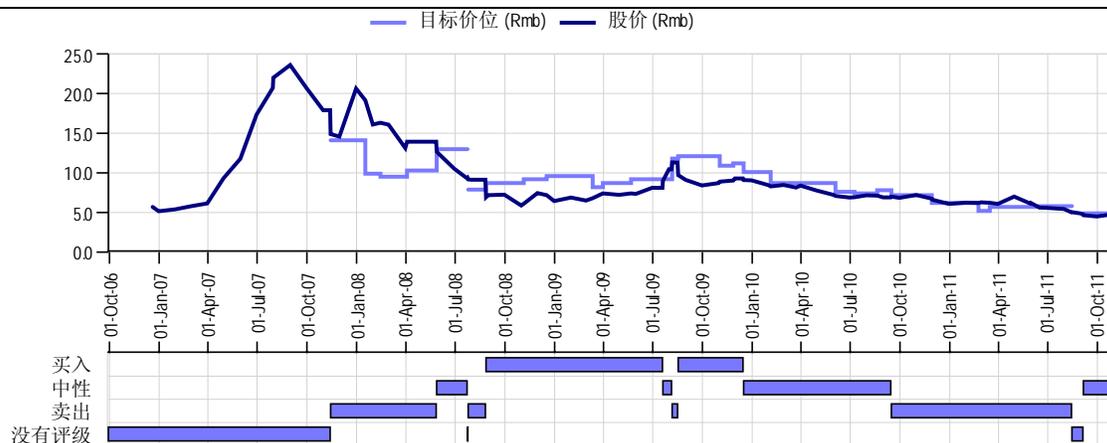
本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

16a. UBS Securities (Hong Kong) Limited 是这家公司在香港上市股票的做市商。

16b. UBS Securities LLC为该公司证券和/或存托证券提供做市服务。

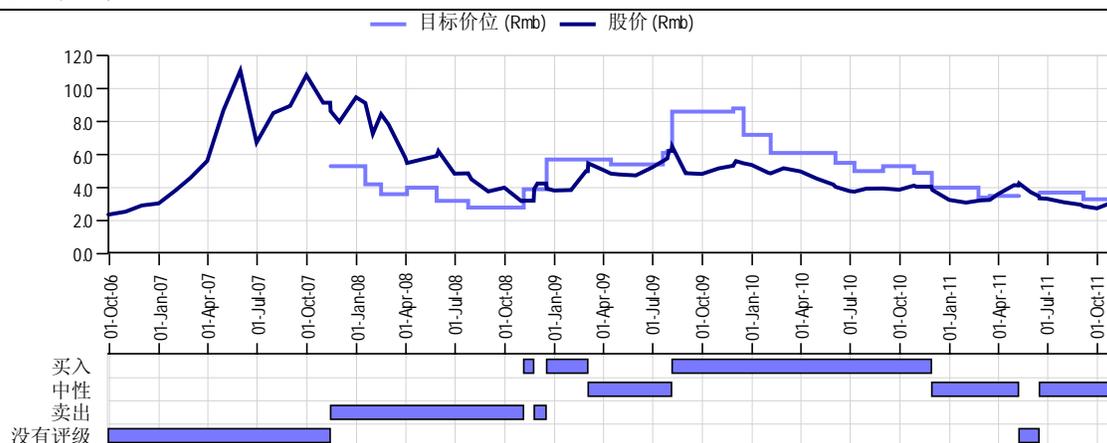
除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

大唐发电A (Rmb)



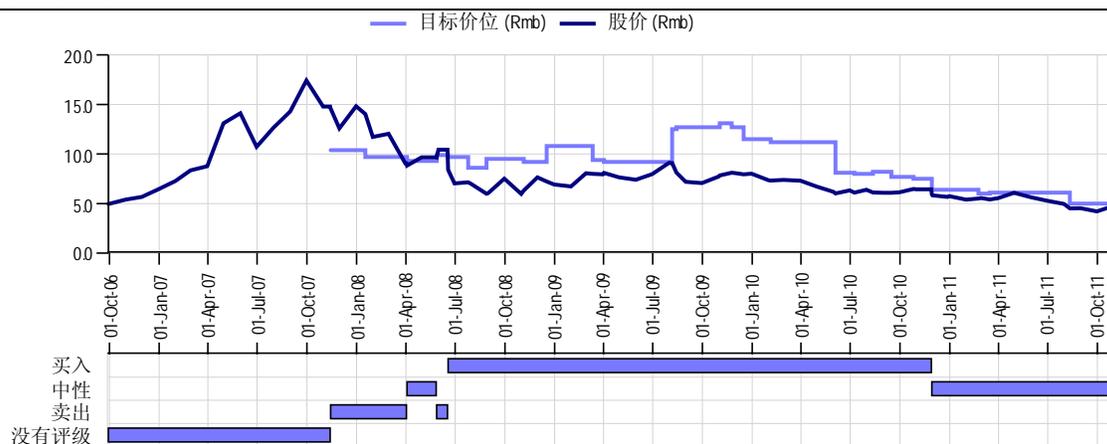
资料来源: UBS(瑞银); 截止至2011年11月7日

华电国际A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2011年11月7日

华能国际A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2011年11月7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空仓,作自营交易,和买卖。

本报告所述任何价格只作资讯之用并不代表对个别证券或其他工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可以在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

英国和欧洲其他地区: 除非在此特别申明,本报告由作为瑞银集团分支机构的 UBS Limited 提供符合资格的交易对手或专业客户,且仅提供给此类人员。本报告中所含信息不适用于私人客户,且私人客户也不应以此为依据。UBS Limited 受金融服务管理局(FSA)监管。瑞银研究报告符合 FSA 所有关于披露之要求和法规,并于适用时在研究报告中显示。**法国:** 由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国金融市场管理局(AMF)监管。如果 UBS Securities France S.A.的分析师参与本报告的编制,本报告也将被视同由 UBS Securities France S.A.编制。**德国:** 由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融管理局(BaFin)监管。**西班牙:** 由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:** 由 UBS Menkul Degerler AS 代表 UBS Limited 编制。**俄罗斯:** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士:** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利:** 由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本报告的编制,本报告也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非:** UBS South Africa (Pty) Limited (注册号:1955/011140/07) 是 JSE 有限公司 南非期货交易所和南非债券交易所的成员。瑞银南非有限公司是经授权的金融服务提供商。具体地址、邮编和董事名单可直接索取或参见 <http://www.ubs.co.za>。**美国:** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发。UBS Financial Services Inc. 分发。UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的报告所含的内容负责。所有美国投资者对本报告所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc., 而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:** 由 UBS Securities Canada Inc. 分发, UBS Securities Canada Inc. 是 UBS AG 的分支机构,加拿大主要证券交易所和加拿大投资者保护基金的成员。若需要,可提供财务状况的陈述和董事及高管成员名单。**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。



UBS Investment Research

快评: 用友软件

与Atos建立合资公司, 开拓云计算市场

■ 与Atos建立合资公司Yunano, 开拓海外市场, 试水云计算业务

据腾讯科技11月8日消息, Ufida International Holdings (公司子公司) 与Atos旗下子公司共同出资570万欧元组建合资公司Yunano开拓欧洲、中东、非洲以及中国云计算市场, 其中Atos占股70%, 用友占股30%, 新公司总部设在法国。

■ 对用友: 快速进入海外市场, 加强技术创新与合作

Atos是国际知名IT服务商, 是主要的数据中心提供商, 在全球范围内客户基础雄厚。通过合资, 我们认为用友可以快速进入欧洲、中东和非洲市场, 同时公司基于云平台的ERP软件将与Atos的数据中心创新整合, 为客户提供安全的在线软件服务。

■ 对Atos: 增强Atos的亚洲发展战略

用友是中国最大的管理软件提供商, 拥有120多万家客户。Atos一直希望打开中国市场, 分享中国市场的成长机会。通过合资, 我们认为Atos将增强其在亚洲, 尤其是中国的发展战略, 为用户提供更加丰富的云服务。

■ 估值: 重申“买入”评级, 略下调目标价至29元

根据公司三季度业绩, 我们略微下调公司2011/2012/2013年EPS预测至0.74/1.14/1.58元(原为0.80/1.18/1.64元)。参考行业内可比公司2012年市盈率, 我们给予其2012年25倍市盈率, 得到目标价29元(原为29.4元)。

重要数据 (Rmb百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	2,347	2,979	4,097	5,276	6,761
息税前利润 (UBS)	175	103	558	941	1,343
净利润 (UBS)	634	360	601	931	1,291
每股收益 (UBS, Rmb)	1.01	0.44	0.74	1.14	1.58
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

盈利能力和估值	五年历史均值	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润率 (%)	6.2	3.4	13.6	17.8	19.9
ROIC (EBIT) %	24.6	18.2	69.2	109.0	203.0
EV/EBITDA (core) x	60.7	92.3	26.6	15.8	10.5
市盈率 (UBS) (x)	20.2	52.4	29.4	18.9	13.7
净股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。
估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据2011年11月09日21时08分的股价 (Rmb21.61) 得出;

牟其峰

分析师

S1460511010002

monica.mou@ubssecurities.com

+86-213-866 8954

全球证券研究报告

中国

软件业

12个月评级

买入
保持不变

12个月目标价

Rmb29.00/US\$4.57

之前: Rmb29.40/US\$4.63

股价

Rmb21.61/US\$3.40

路透代码: 600588.SS 彭博代码600588 CH

2011年11月10日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb26.07-19.26/US\$3.91-2.96

市值 Rmb17.6十亿/US\$2.78十亿

已发行股本 816百万 (ORDA)

流通股比例 98%

日均成交量 (千股) 3,765

日均成交额 (Rmb 百万) Rmb83.4

资产负债表数据 12/11E

股东权益 Rmb2.05十亿

市净率 (UBS) 8.6x

净现金 (债务) Rmb1.13十亿

预测回报率

预测股价涨幅 +34.2%

预测股息收益率 0.0%

预测股票回报率 +34.2%

市场回报率假设 9.0%

预测超额回报率 +25.2%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/11E		12/10	12/13E
	从	到市场预测		
Q1	(0.05)	(0.05)	-	0.01
Q2	0.18	0.18	0.19	0.02
Q3	0.05	(0.04)	(0.04)	0.00
Q4E	0.62	0.64	0.62	0.41
12/11E	0.80	0.74	0.80	
12/12E	1.18	1.14	1.18	

股价表现 (Rmb)



资料来源: UBS

www.ubssecurities.com

特此鸣谢

张晓薇 (meredith.zhang@ubssecurities.com)

对本报告的编制提供帮助

本报告由瑞银证券有限责任公司编制

分析师声明及要求披露的项目从第5页开始

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

用友软件

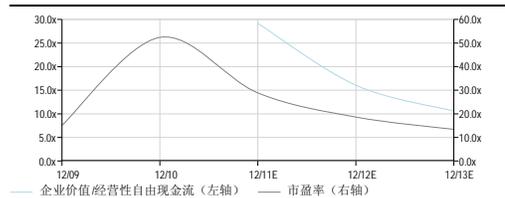
损益表 (Rmb 百万)	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业收入	1,114	1,357	1,726	2,347	2,979	4,097	37.5	5,276	28.8	6,761	28.1
营业费用 (不含折旧)	(1,028)	(1,192)	(1,548)	(2,104)	(2,791)	(3,473)	24.4	(4,252)	22.4	(5,317)	25.1
息税折旧摊销前利润 (UBS)	85	164	177	243	188	624	231.6	1,024	64.2	1,443	40.9
折旧	(35)	(46)	(64)	(68)	(85)	(65)	-23.5	(83)	27.2	(101)	21.4
营业利润 (息税前利润, UBS)	50	119	114	175	103	558	443.7	941	68.5	1,343	42.7
其他盈利和联营公司盈利	131	263	346	488	244	147	-39.6	155	5.4	155	0.0
净利息	6	6	8	11	1	(18)	-	(30)	72.9	(20)	-34.4
非正常项目 (税前)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	187	388	468	674	348	688	97.8	1,066	54.9	1,478	38.7
税项	(17)	(28)	(60)	(60)	(2)	(62)	3651.4	(96)	54.9	(133)	38.7
税后利润	170	360	408	614	346	626	80.9	970	54.9	1,345	38.7
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	(1)	(1)	12	20	14	(25)	-	(39)	54.9	(54)	38.7
净利润 (本地会计准则)	169	359	420	634	360	601	66.9	931	54.9	1,291	38.7
净利润 (UBS)	169	359	420	634	360	601	66.9	931	54.9	1,291	38.7
税率 (%)	9	7	13	9	0	9	1796.5	9	0.0	9	0.0
不计非正常项目前税率 (%)	9	7	13	9	0	9	1796.5	9	0.0	9	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	1.55	0.90	1.01	0.44	0.74	66.9	1.14	54.9	1.58	38.7
每股收益 (UBS)	0.75	1.55	0.90	1.01	0.44	0.74	66.9	1.14	54.9	1.58	38.7
每股股息净值	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	-
每股现金收益	0.91	1.75	1.04	1.12	0.55	0.82	49.6	1.24	52.2	1.71	37.2
每股账面净值	1.46	1.76	2.03	2.67	2.11	2.51	18.6	3.33	32.9	4.54	36.3
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	508	693	548	668	901	968	7.4	1,017	5.1	1,048	3.1
无形固定资产净值	55	118	687	807	1,251	1,253	0.2	1,255	0.2	1,257	0.2
净营运资本 (包括其他资产)	(168)	(295)	(723)	(1,014)	(1,479)	(1,270)	-14.1	(1,486)	17.0	(1,759)	18.4
其他负债	0	(91)	(23)	0	(5)	(5)	0.0	(5)	0.0	(5)	0.0
运营投入资本	395	426	489	461	668	946	41.5	781	-17.4	541	-30.7
投资	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	395	426	489	461	668	946	41.5	781	-17.4	541	-30.7
股东权益	1,107	1,334	1,586	2,107	1,725	2,046	18.6	2,719	32.9	3,706	36.3
少数股东权益	1	1	(12)	(20)	(14)	25	-	39	54.9	54	38.7
总股东权益	1,109	1,335	1,574	2,087	1,711	2,071	21.0	2,758	33.2	3,760	36.3
净债务 / (现金)	(713)	(909)	(1,085)	(1,625)	(1,043)	(1,126)	7.9	(1,977)	75.6	(3,219)	62.8
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	395	426	489	461	668	946	41.5	781	-17.4	541	-30.7
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)	50	119	114	175	103	558	443.7	941	68.5	1,343	42.7
折旧	35	46	64	68	85	65	-23.5	83	27.2	101	21.4
营运资本变动净值	52	79	41	12	18	(517)	-	(225)	-56.4	(268)	18.9
其他 (经营性)	93	122	197	194	283	210	-25.8	344	63.8	375	8.8
经营性现金流 (税前/息前)	230	365	415	449	490	316	-35.4	1,143	261.2	1,550	35.6
收到 / (支付) 利息净值	6	6	8	11	1	(18)	-	(30)	72.9	(20)	-34.4
已付股息	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
已缴付税项	(17)	(28)	(60)	(60)	(2)	(62)	3651.4	(96)	54.9	(133)	38.7
资本支出	(262)	(261)	(683)	(380)	(786)	(134)	-82.9	(134)	0.0	(134)	0.0
并购/处置净值	7	2	63	2	45	0	-	0	-	0	-
其他	194	73	194	96	(150)	0	-	0	-	0	-
股份发行	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	158	158	(61)	117	(401)	103	-	883	757.8	1,263	43.1
外汇/非现金项目	(112)	39	237	423	(181)	(20)	-88.9	(31)	56.0	(21)	-33.3
资产负债表净债务增加/减少	47	196	176	540	(582)	83	-	851	928.7	1,242	45.9
核心息税折旧摊销前利润	85	164	177	243	188	624	231.6	1,024	64.2	1,443	40.9
维护资本支出	(24)	(20)	(11)	(26)	(34)	(13)	-61.4	(13)	0.0	(13)	0.0
维护营运资本净支出	5	8	4	1	2	(52)	-	(23)	-56.4	(27)	18.9
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	67	153	170	219	156	559	258.9	988	76.9	1,403	42.0

资料来源: 公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。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。

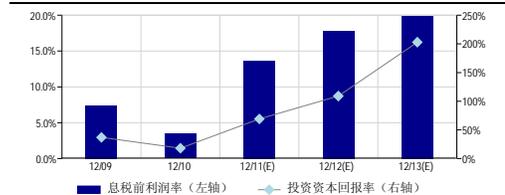
公司概况

用友软件股份有限公司主要从事财务软件、管理软件和其他企业应用软件的产品研发、市场推广和服务支持，是国内最大的管理软件及服务提供商，也是国内领先的企业云服务、医疗卫生软件、管理咨询及管理信息化人才培养服务提供商，连续 9 年国内管理软件市场占有率第一、财务软件市场占有率第一。公司产品包括 ERP 软件、集团管理软件、人力资源管理软件、客户关系管理软件、小型企业信息化服务、财政及行政事业单位管理软件、汽车行业管理软件、烟草行业管理软件、内部审计软件等。

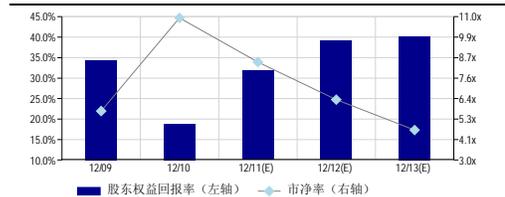
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



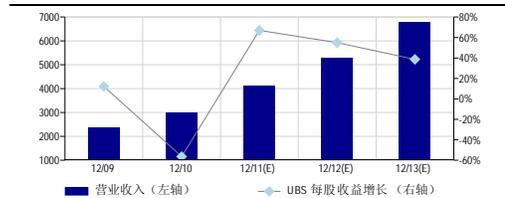
盈利能力



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)	20.2	15.2	52.4	29.4	18.9	13.7
市盈率 (UBS)	20.2	15.2	52.4	29.4	18.9	13.7
股价/每股现金收益	17.0	13.7	42.3	26.5	17.4	12.7
净股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率	7.2	5.7	10.9	8.6	6.5	4.8
企业价值/营业收入 (核心)	5.5	4.6	5.8	4.1	3.1	2.2
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	60.7	44.1	92.3	26.6	15.8	10.5
企业价值/息税前利润 (核心)	NM	NM	NM	29.8	17.2	11.3
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	NM	NM	NM	29.7	16.4	10.8
企业价值/运营投入资本	NM	NM	NM	NM	NM	NM

企业价值 (Rmb 百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
平均市值	12,050	18,657	17,639	17,639	17,639
+ 少数股东权益	33	36	52	84	131
+ 平均净债务 (现金)	(1,355)	(1,334)	(1,084)	(1,551)	(2,598)
+ 养老金义务及其他	11	2	5	5	5
- 非核心资产价值	0	0	0	0	0
核心企业价值	10,739	17,362	16,611	16,176	15,176

增长率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	27.9	36.0	26.9	37.5	28.8	28.1
息税折旧摊销前利润 (UBS)	21.8	37.2	-22.7	NM	64.2	40.9
息税前利润 (UBS)	19.5	54.1	-41.4	NM	68.5	42.7
每股收益 (UBS)	-12.5	12.2	-56.3	66.9	54.9	38.7
每股现金收益	-12.0	7.9	-51.2	49.6	52.2	37.2
每股股息净值	-	-	-	-	-	-
每股账面净值	9.7	31.7	-20.9	18.6	32.9	36.3

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	9.3	10.4	6.3	15.2	19.4	21.3
息税前利润/营业收入	6.2	7.5	3.4	13.6	17.8	19.9
净利润 (UBS)/营业收入	21.0	27.0	12.1	14.7	17.6	19.1

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)	24.6	36.9	18.2	69.2	NM	NM
税后投资资本回报率	-	33.6	18.1	63.0	NM	NM
净股东权益回报率	25.4	34.3	18.8	31.9	39.1	40.2

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

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入/运营投入资本	4.2	4.9	5.3	5.1	6.1	10.2
营业收入/固定资产	1.8	1.7	1.6	1.9	2.3	3.0
营业收入/净营运资本	NM	NM	NM	NM	NM	NM

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
经营性自由现金流/息税前利润	1.4	1.2	1.5	1.0	1.1	1.0
资本支出/营业收入 (%)	24.9	16.2	26.4	3.3	2.5	2.0
资本支出/折旧	8.0	5.6	9.2	2.1	1.6	1.3

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
净债务/总权益	(68.4)	(77.1)	(60.4)	(55.0)	(72.7)	(86.8)
净债务/ (净债务 + 权益)	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务 (核心) / 企业价值	(10.0)	(12.6)	(7.7)	(6.5)	(9.6)	(17.1)

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09日 21时08分的股价（Rmb21.61）得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

牟其峰

分析师

S1460511010002

monica.mou@ubssecurities.com

+86-213-866 8954

■ 用友软件

用友软件股份有限公司主要从事财务软件、管理软件和其他企业应用软件的产品研发、市场推广和服务支持，是国内最大的管理软件及服务提供商，也是国内领先的企业云服务、医疗卫生软件、管理咨询及管理信息化人才培养服务提供商，连续9年国内管理软件市场占有率第一、财务软件市场占有率第一。公司产品包括ERP 软件、集团管理软件、人力资源管理软件、客户关系管理软件、小型企业信息化服务、财政及行政事业单位管理软件、汽车行业管理软件、烟草行业管理软件、内部审计软件等。

■ 风险声明

我们认为公司可能面临的主要下行风险包括：（1）宏观经济增速放缓影响ERP软件市场的整体表现；（2）企事业单位IT投资支出低于我们预期；（3）人力成本上升过快带来的成本压力。

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	59%	35%
中性	持有/中性	35%	33%
卖出	卖出	6%	14%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	0%
卖出	卖出	低于1%	20%

1：全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例

2：12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

3：全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例

4：短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2011年09月30日。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

主要定义

预测股票收益率 (FSR) 指在未来的12个月内, 预期价格涨幅加上股息总收益率

市场收益率假设 (MRA) 指一年期当地利率加上5% (假定的并非预测的股票风险溢价)

处于观察期 (UR): 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”, 以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

短期评级 反映股票的预期近期 (不超过三个月) 表现, 而非基本观点或投资卖点的任何变

股票目标价 的投资期限为未来12个月。

例外和特殊案例

英国和欧洲投资基金的评级和定义: 买入: 结构、管理、业绩、折扣等因素积极; 中性: 结构、管理、业绩、折扣等因素中性; 减持: 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

主要评级段例外 (CBE): 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此, 被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候, 会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格, 因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 牟其崢。

涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
用友软件 ¹³	600588.SS	买入	不适用	Rmb21.23	2011年11月08日

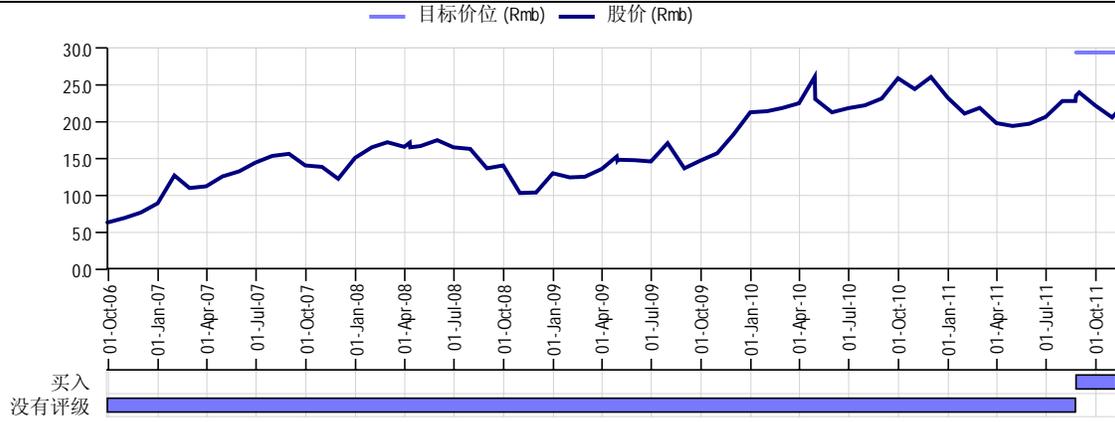
资料来源: UBS (瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

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。

13. 截至上月末 (如果该报告的日期为最近一个月月末后的10日之内的某一天, 则为之前月的月末), UBS AG、其关联单位或分支机构是该公司某类普通股证券1%或更多的权益所有者。

除非特别指出, 请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

用友软件 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2011年11月8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 受德国联邦金融管理局(BaFin)监管。**西班牙:** 由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:** 由 UBS Menkul Degerler AS 代表 UBS Limited 编制。**俄罗斯:** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士:** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利:** 由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所管理委员会(CONSOB)监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本报告的编制,本报告也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非:** UBS South Africa (Pty) Limited (注册号:1955/011140/07) 是 JSE 有限公司 南非期货交易所和南非债券交易所的成员。瑞银南非有限公司是经授权的金融服务提供商。具体地址、邮编和董事名单可直接索取或参见 <http://www.ubs.co.za>。**美国:** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发。UBS Financial Services Inc. 分发。UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的报告所含的内容负责。所有美国投资者对本报告所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc., 而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:** 由 UBS Securities Canada Inc. 分发, UBS Securities Canada Inc. 是 UBS AG 的分支机构,加拿大主要证券交易所和加拿大投资者保护基金的成员。若需要,可提供财务状况的陈述和董事及高级管理人员名单。**香港:** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡:** 由 UBS Securities Pte. Ltd. [mca (p) 039/11/2009 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或报告衍生或有关之事宜,请向 UBS Securities Pte Ltd., 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问;或向 UBS AG 新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此报告之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本:** 由 UBS Securities Japan Ltd 仅向机构投资者分发。当本报告由 UBS Securities Japan Ltd 编制,则 UBS Securities Japan 为本报告的作者,出版人及发布者。**澳大利亚:** 由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号:231087) 和 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号:231098) 仅分发给按照 2001 年颁布的公司法 s761G 定义的机构客户。**新西兰:** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。投资顾问及投资经纪人之披露文件可免费以书面形式向 PO Box45, Auckland, NZ 索取。**迪拜:** 由 UBS AG Dubai Branch 分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本报告可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:** 本报告获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度:** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本报告中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本报告。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2011 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。



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	2525	0.8%	0.8%	7.7%	-19.5%	
沪深300	2752	0.9%	0.3%	7.6%	-21.9%	
中证500	4126	1.7%	1.3%	7.7%	-24.5%	
深证成份指数	10626	0.8%	0.4%	4.5%	-22.5%	
中小板综	6117	1.7%	1.2%	8.2%	-22.0%	
创业板综	888	3.1%	1.3%	12.4%	-19.8%	
恒生指数	20014	1.7%	1.4%	13.0%	-19.0%	
恒生国企指数	10918	2.2%	4.5%	23.1%	-22.1%	
DJ工业指数	11781	-3.2%	2.8%	6.4%	7.3%	
S&P500	1229	-3.7%	3.1%	6.8%	5.2%	
NASDAQ	2622	-3.9%	3.3%	6.3%	6.4%	
日经255	8755	1.2%	1.3%	1.7%	-9.7%	
FT100	5460	-1.9%	1.5%	3.1%	-5.2%	

来源：万得，彭博

今日A股重大公告

普洛股份(000739)：普洛股份正在筹划重大事项，有关事项尚存在不确定性。为了维护投资者利益，避免对公司股价造成重大影响，根据深圳证券交易所的相关规定，经公司申请，公司股票自2011年11月9日13:00起停牌，待公司披露相关事项后复牌。

新大洲A(000571)：新大洲A正在筹划重大资产重组事项，因有关事项尚存不确定性。为了维护投资者利益，避免对公司股价造成重大影响，根据深圳证券交易所的相关规定，经公司申请，公司证券自2011年11月7日起开始停牌，公司承诺最晚将在2011年12月30日按照26号格式准则的要求披露重大资产重组信息，若公司未能在上述期限内召开董事会审议并披露相关事项，公司证券将于2011年12月30日恢复交易，公司承诺在证券恢复交易后3个月内不再筹划重大资产重组事项。

大立科技(002214)：大立科技正在筹划重大事项，目前该事项尚在讨论过程中。由于该事项尚存在不确定性，根据《深圳证券交易所股票上市规则》规定，为避免引起股票价格波动，保护投资者利益，公司股票自2011年11月10日开市起停牌。停牌期间，公司将根据该事项的进展情况及时履行信息披露义务。

星辉车模(300043)：星辉车模于2011年10月26日发布了《关于重大资产重组停牌公告》，公司正在筹划重大资产重组事项。目前，公司以及有关各方正在积极推动各项工作，审计、评估机构正在抓紧对涉及重组事项的相关资产进行审计、评估，公司董事会将在相关工作完成后召开会议，审议本次重大资产重组的相关议案。为避免公司股价异常波动，切实维护投资者利益，公司股票继续停牌，公司将每周发布一次重大资产重组事项进展情况公告。

拓邦股份(002139)：鉴于中国证券监督管理委员会于2011年3月31日下发的《关于核准深圳拓邦股份有限公司非公开发行股票的批复》(证监许可[2011]462号)已过批文有效期。拓邦股份终止2010年度非公开发行股票预案。经公司与光大证券股份有限公司友好协商，一致同意解除双方于2010年12月1日签署的《保荐协议》。

今日主要财经新闻

1、CPI与PPI齐降 货币政策松动空间不大——上海证券报

国家统计局昨日公布数据，10月份，居民消费价格(CPI)同比上涨5.5%，较9月份大幅回落0.6个百分点，10月CPI环比上涨0.1%。据测算，在10月份5.5%的涨幅中，去年价格上涨的翘尾因素近1.5个百分点，今年新涨价因素约为4.04个百分点。而新涨价因素中，食品价格明显回落成为拉低CPI的主要原因。CPI的回落预期之内，但PPI的急降却超出预期。10月份工业生产者出厂价格(PPI)同比上涨5.0%，创下一年以来新低，环比更出现0.7的负值。10月份CPI、PPI双双大降，物价回落已成定局，随着食品价格涨幅放缓和翘尾因素减弱，预计未来两个月CPI将回落至5%以下。尽管通胀回落为政策进一步微调留出空间，但专家表示，货币政策不宜放松，维持当前定向宽松的政策仍是年底中央经济工作会议召开之前的主基调。

2、10月财政收入同比增幅继续回落——中国证券报

财政部9日消息，10月全国财政收入9188.34亿元，比去年同期增加1328.03亿元，增长16.9%。财政部表示，10月财政收入增幅较上月继续回落，主要是受经济增速趋缓、个人所得税改革、房地产交易量增幅下降相关税收减少以及非税收入减少等因素影响。今年财政收入增长呈前高后低走势。分季度看，一季度全国财政收入增长33.1%，二季度增长29.6%，三季度增长25.9%。其中，9月增幅回落至17.3%，10月回落至16.9%。财政部预计，11月和12月全国财政收入累计增幅还会有所回落。

3、国务院通过十二五控制温室气体排放方案——上海证券报

国务院总理温家宝9日主持召开国务院常务会议，讨论通过《“十二五”控制温室气体排放工作方案》。会议明确了我国控制温室气体排放的总体要求和重点任务。会议要求，各地区、各部门要按照“十二五”规划纲要提出的到2015年单位国内生产总值二氧化碳排放比2010年下降17%的目标要求，把积极应对气候变化作为经济社会发展的重大战略，作为加快转变经济发展方式、调整经济结构和推进新的产业革命的重大机遇，落实各项任务。

4、潜在库存100亿平方米压顶楼市 将促房价合理调整——新浪财经

国土资源部9日发布“全国第三季度房地产用地市场运行概况”显示，今年前三季度，全国房地产用地供应11.88万公顷，同比增长14.0%，比去年同期增幅回落。36个重点城市(直辖市、省会城市、计划单列市)房地产用地供应量同比增长11%，其中供应量增加和减少的城市各占一半。值得关注的是，国土部首次对外披露未开工用地数据。截至2011年10月，全国未开工的房地产用地约为21.3万公顷，其中住宅用地16.5万公顷；未竣工的房地产用地45.5万公顷，其中住宅用地35.5万公顷。

5、意大利国债收益率突破7% 求援进入倒计时——新浪财经

希腊的乱局刚刚以放弃公投、寻求政府改组的计划而告一段落，债务危机的大火又烧上意大利，由于意大利政局不稳，市场担忧加剧，最近几日，意大利10年期国债收益率快速攀高，昨日突破7%的警戒线。市场人士分析称，国债收益率超过7%，将意味着该国融资成本难以为继，将向国际求援。由于意大利经济规模在欧洲区位列第三，债务规模占欧元区的23%，如果意大利步希腊后尘，对欧元区国家乃至国际金融市场而言，将是一场大灾难。

瑞银证券分析师、销售联系方式

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

瑞银证券销售联系方式

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

■ 风险声明

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

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	59%	35%
中性	持有/中性	35%	33%
卖出	卖出	6%	14%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	0%
卖出	卖出	低于1%	20%

1: 全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例

2: 12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例

4: 短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2011年09月30日。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

主要定义

预测股票收益率 (FSR) 指在未来的12个月内, 预期价格涨幅加上股息总收益率

市场收益率假设 (MRA) 指一年期当地利率加上5% (假定的并非预测的股票风险溢价)

处于观察期 (UR): 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”, 以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

短期评级 反映股票的预期近期 (不超过三个月) 表现, 而非基本观点或投资卖点的任何变

股票目标价 的投资期限为未来12个月。

例外和特殊案例

英国和欧洲投资基金的评级和定义: 买入: 结构、管理、业绩、折扣等因素积极; 中性: 结构、管理、业绩、折扣等因素中性; 减持: 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

主要评级段例外 (CBE): 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此, 被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候, 会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格, 因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中述及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 黄燕铭。

涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
大唐发电 ^{16b}	601991.SS	中性	不适用	Rmb4.85	2011年11月09日
大冶特钢	000708.SZ	买入	不适用	Rmb12.27	2011年11月09日
华电国际A	600027.SS	中性	不适用	Rmb3.16	2011年11月09日
华能国际A ^{16a, 16b}	600011.SS	中性	不适用	Rmb4.97	2011年11月09日
酒钢宏兴	600307.SS	买入	不适用	Rmb5.08	2011年11月09日
山东黄金	600547.SS	买入	不适用	Rmb40.07	2011年11月09日
太钢不锈	000825.SZ	买入	不适用	Rmb4.60	2011年11月09日
西宁特钢	600117.SS	买入	不适用	Rmb8.81	2011年11月09日
用友软件 ¹³	600588.SS	买入	不适用	Rmb21.61	2011年11月09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。

13. 截至上月末 (如果该报告的日期为最近一个月月末后的10日之内的某一天, 则为之前月的月末), UBS AG、其关联单位或分支机构是该公司某类普通股证券1%或更多的权益所有者。

16a. UBS Securities (Hong Kong) Limited 是这家公司在香港上市股票的做市商。

16b. UBS Securities LLC为该公司证券和/或存托证券提供做市服务。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

若想取得本报告涉及公司的完整披露,包括估值和风险信息,请联系: UBS Securities LLC, 1285 Avenue of Americas, New York, NY 10019, USA, 联系人:Publishing Administration

全球声明

本报告由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。在某些国家,UBS AG也称UBS SA。

本报告仅在相关法律许可的情况下发放。本报告所包含的投资策略或建议并不构成适合接收方的特定情况的投资建议或个人投资建议。本报告仅为提供信息而发表,不构成广告,在任何国家和地区也不应被理解为一项购买或出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或要约。除了有关瑞银证券、其子公司及关联机构的信息外,瑞银没有对本报告所含信息的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本报告也无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺投资者一定获利,也不与投资者约定分享投资收益或分担投资损失。市场有风险,投资需谨慎。任何接收方不应认为本报告可以取代自己的判断。过去的表现并不一定能作为未来表现的参考。任何投资或报酬的价值皆有可能下跌和上涨,而您可能无法全额取回已投资的金额。本报告所含的任何意见,可在不发出通知的情形下做出更改,亦可因采用不同假设和标准而与瑞银其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本报告所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本报告的分析师可能为了收集、合成和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银没有义务更新本报告所含任何信息或将该等信息保持在最新状态。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化和其他市场因素而出现巨大的波动。过去的表现并不一定能预示未来的结果。外汇汇率可能对本报告所提及证券或相关工具的价值、价格或收入带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。瑞银或其关联机构以及瑞银或其关联机构的董事、员工或代理人均不对由于使用本报告全部或部分内容而遭受的损失或损害负责。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国)及/或瑞银资本市场公司)担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究报告中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。瑞银集团及其关联机构和员工可能对此处提及的金融工具或衍生工具进行持仓或沽空,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。