

中国

建筑材料业

12个月评级

买入
 保持不变

12个月目标价

Rmb29.88/US\$4.73
 保持不变

股价

Rmb15.72/US\$2.49

路透代码: 600585.SS 彭博代码600585 CH

2012年3月27日
交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb28.72-14.72/US\$4.44-2.33

市值 Rmb86.6十亿/US\$13.7十亿

已发行股本 4,000百万 (ORDA)

流通股比例 44%

日均成交量 (千股) 37,769

日均成交额(Rmb 百万) Rmb639.8

资产负债表数据 12/11E

股东权益 Rmb33.7十亿

市净率 (UBS) 2.5x

净现金 (债务) (Rmb13.0十亿)

预测回报率

预测股价涨幅 +90.1%

预测股息收益率 0.0%

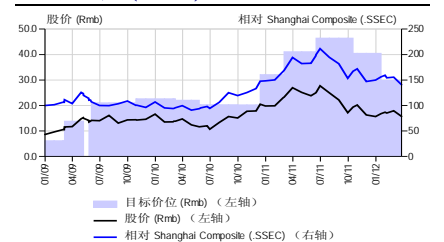
预测股票回报率 +90.1%

市场回报率假设 8.5%

预测超额回报率 +81.6%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/11E		12/10	12/10
	UBS	市场预测	实际	实际
Q1	0.42	0.46	0.15	0.15
Q2	0.71	0.71	0.19	0.19
Q3	0.58	0.58	0.26	0.26
Q4E	0.48	0.48	0.54	0.54
12/11E	2.19	2.19		
12/12E	2.37	2.37		

股价表现 (Rmb)


资料来源: UBS

www.ubssecurities.com
UBS Investment Research
快评: 海螺水泥A
2011年业绩符合预期
■ 11年业绩符合预期

安徽海螺公布2011财年业绩,基本与瑞银预期一致。收入同比增长41%至487亿元,而瑞银预期为473亿元。由于吨毛利同比增长41元/吨至121元/吨,净利润同比大增88%至116亿元,与瑞银预期相符。2011财年每股收益达2.19元,与瑞银预期相同,建议派发现金股息0.35元/股。

■ 4季度走势分析

海螺2011年4季度的数据相对疲软。虽然收入同比增长13%,但由于水泥价格低迷,净利润同比下降15%,环比下降17%。2011年4季度吨毛利从3季度的125元/吨降至103元/吨,据我们估算,因季节性因素,2012年1季度这一数字可能进一步将至80元/吨。但是,我们仍认为海螺吨毛利可能于2012年1季度触底,然后在未来9个月环比回升。

■ 2012年展望

公司计划2012年资本支出80亿元(不包括并购活动),并希望达成熟料和水泥产能分别提高1,620万吨和2,130万吨的目标。鉴于水泥价格可能从2012年2季度开始逐渐回升,我们认为海螺2012财年盈利下行风险有限。

■ 估值: 重申“买入”评级; 目标价维持29.88元

海螺当前股价仅对应7.2倍的2011年静态市盈率。我们重申“买入”评级,目标价29.88元。我们基于贴现现金流估值法推导出目标价,并用瑞银VCAM模型具体预测影响长期估值的因素。

重要数据 (Rmb百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	24,998	34,508	47,295	54,347	63,094
息税前利润 (UBS)	4,601	7,968	15,739	17,226	21,566
净利润 (UBS)	3,529	6,042	11,611	12,554	15,559
每股收益 (UBS, Rmb)	0.67	1.14	2.19	2.37	2.94
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

盈利能力和估值	五年历史均值	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润率 (%)	19.4	23.1	33.3	31.7	34.2
ROIC (EBIT) %	16.9	19.7	33.6	34.1	38.6
EV/EBITDA (core) x	-	8.9	5.5	4.7	3.5
市盈率 (UBS) (x)	22.1	12.5	7.2	6.6	5.4
净股息收益率 (%)	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。
 估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据2012年03月26日23时39分的股价 (Rmb15.72) 得出;

密叶舟

分析师

S1460511010021

mick.mi@ubssecurities.com

+86-213-866 8863

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。

海螺水泥 A

损益表 (Rmb 百万)	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业收入	16,096	18,776	24,228	24,998	34,508	47,295	37.1	54,347	14.9	63,094	16.1
营业费用 (不含折旧)	(11,842)	(13,916)	(19,277)	(18,784)	(24,538)	(29,031)	18.3	(34,155)	17.6	(38,183)	11.8
息税折旧摊销前利润 (UBS)	4,254	4,860	4,951	6,214	9,970	18,264	83.2	20,192	10.6	24,911	23.4
折旧	(948)	(1,083)	(1,398)	(1,613)	(2,003)	(2,525)	26.1	(2,967)	17.5	(3,345)	12.7
营业利润 (息税前利润, UBS)	3,306	3,778	3,553	4,601	7,968	15,739	97.5	17,226	9.4	21,566	25.2
其他盈利和联营公司盈利	(279)	314	315	232	462	301	-34.9	268	-11.2	210	-21.5
净利息	(529)	(607)	(751)	(372)	(481)	(791)	64.5	(685)	-13.5	(389)	-43.2
非正常项目 (税前)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	2,498	3,485	3,117	4,461	7,949	15,249	91.8	16,808	10.2	21,387	27.2
税项	(693)	(781)	(566)	(815)	(1,724)	(3,279)	90.2	(3,866)	17.9	(5,347)	38.3
税后利润	1,805	2,704	2,551	3,646	6,225	11,971	92.3	12,942	8.1	16,040	23.9
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	(377)	(210)	(73)	(118)	(183)	(359)	96.3	(388)	8.1	(481)	23.9
净利润 (本地会计准则)	1,428	2,494	2,478	3,529	6,042	11,611	92.2	12,554	8.1	15,559	23.9
净利润 (UBS)	1,428	2,494	2,478	3,529	6,042	11,611	92.2	12,554	8.1	15,559	23.9
税率 (%)	28	22	18	18	22	22	-0.9	23	7.0	25	8.7
不计非正常项目税率 (%)	28	22	18	18	22	22	-0.9	23	7.0	25	8.7
每股 (Rmb)	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
每股收益 (本地会计准则)	0.57	0.47	0.47	0.67	1.14	2.19	92.2	2.37	8.1	2.94	23.9
每股收益 (UBS)	0.57	0.47	0.47	0.67	1.14	2.19	92.2	2.37	8.1	2.94	23.9
每股股息净值	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	-
每股现金收益	0.95	0.67	0.73	0.97	1.52	2.67	75.7	2.93	9.8	3.57	21.8
每股账面净值	1.96	2.36	5.28	6.12	6.61	6.37	-3.6	8.30	30.3	10.76	29.7
资产负债表 (Rmb 百万)	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
有形固定资产净值	14,982	18,860	22,435	25,609	32,752	39,640	21.0	44,128	11.3	47,775	8.3
无形固定资产净值	261	420	697	1,101	2,768	3,355	21.2	3,901	16.3	4,408	13.0
净营运资本 (包括其他资产)	2,827	5,527	5,906	8,456	11,301	5,456	-51.7	5,879	7.8	7,015	19.3
其他负债	(65)	(70)	(56)	(379)	(732)	(732)	0.0	(732)	0.0	(732)	0.0
运营投入资本	18,005	24,736	28,982	34,787	46,089	47,719	3.5	53,176	11.4	58,467	9.9
投资	163	163	323	481	1,028	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	18,168	24,899	29,305	35,269	47,117	47,719	1.3	53,176	11.4	58,467	9.9
股东权益	7,370	11,080	24,797	28,760	35,003	33,743	-3.6	43,974	30.3	57,023	29.7
少数股东权益	1,500	468	472	543	629	988	57.1	1,376	39.3	1,857	35.0
总股东权益	8,870	11,548	25,268	29,303	35,632	34,730	-2.5	45,350	30.6	58,880	29.8
净债务 / (现金)	9,298	13,351	4,037	5,966	11,485	12,989	13.1	7,826	-39.8	(413)	-
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	18,168	24,899	29,305	35,269	47,117	47,719	1.3	53,176	11.4	58,467	9.9
现金流量表 (Rmb 百万)	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	3,306	3,778	3,553	4,601	7,968	15,739	97.5	17,226	9.4	21,566	25.2
折旧	948	1,083	1,398	1,613	2,003	2,525	26.1	2,967	17.5	3,345	12.7
营运资本变动净值	38	(1,393)	552	1,765	(2,070)	(4,791)	131.4	(424)	-91.2	(1,136)	168.2
其他 (经营性)	(976)	286	828	(26)	(5,695)	301	-	268	-11.2	210	-21.5
经营性现金流 (税前/息前)	3,316	3,754	6,331	7,953	2,205	13,774	524.7	20,036	45.5	23,985	19.7
收到 / (支付) 利息净值	(529)	(607)	(751)	(356)	(481)	(791)	64.5	(685)	-13.5	(389)	-43.2
已付股息	(88)	(251)	0	(530)	(1,295)	(1,208)	-6.70	(2,322)	92.18	(2,511)	8.12
已缴付税项	(693)	(781)	(566)	(815)	(1,724)	(3,279)	90.2	(3,866)	17.9	(5,347)	38.3
资本支出	(3,386)	(5,735)	(5,153)	(8,002)	(9,267)	(10,000)	7.9	(8,000)	-20.0	(7,500)	-6.3
并购/处置净值	0	0	34	17	10	0	-	0	-	0	-
其他	(34)	(738)	(8,090)	(451)	(2,033)	0	-	0	-	0	-
股份发行	0	0	17,214	1	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	(1,414)	(4,359)	9,020	(2,182)	(12,585)	(1,504)	-88.0	5,163	-	8,239	59.6
外汇/非现金项目	527	306	295	253	7,066	0	-100.0	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	(886)	(4,053)	9,315	(1,929)	(5,519)	(1,504)	-72.7	5,163	-	8,239	59.6
核心息税折旧摊销前利润	4,254	4,860	4,951	6,214	9,970	18,264	83.2	20,192	10.6	24,911	23.4
维护资本支出	(948)	(1,083)	(1,398)	(1,613)	(2,003)	(2,525)	26.1	(2,967)	17.5	(3,345)	12.7
维护营运资本净支出	38	(1,393)	552	1,765	(2,070)	0	-	0	-	0	-
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	3,344	2,385	4,105	6,366	5,897	15,739	166.9	17,226	9.4	21,566	25.2

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

全球证券研究报告

中国

建筑材料业

海螺水泥 A

12个月评级

买入

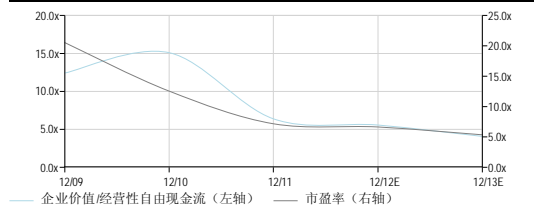
12个月目标价

Rmb29.88

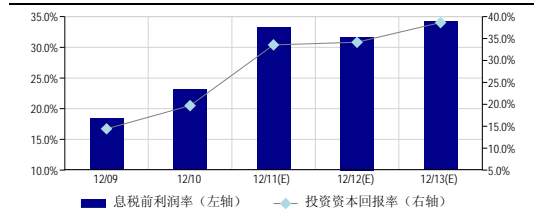
公司概况

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

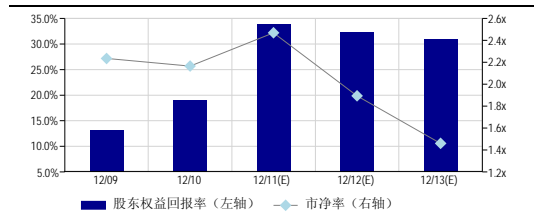
价值 (企业价值/经营性自由现金流与市盈率)



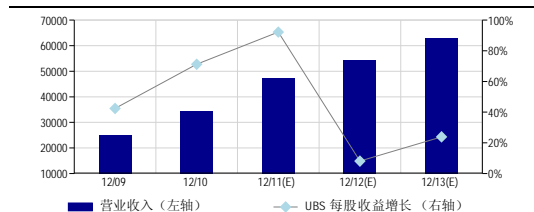
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长 (UBS每股收益)



估值 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
市盈率 (本地会计准则)	22.1	20.5	12.5	7.2	6.6	5.4
市盈率 (UBS)	22.1	20.5	12.5	7.2	6.6	5.4
股价/每股现金收益	14.9	14.1	9.4	5.9	5.4	4.4
净股息收益率 (%)	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率	3.4	2.2	2.2	2.5	1.9	1.5
企业价值/营业收入 (核心)	-	3.2	2.6	2.1	1.8	1.4
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	12.7	8.9	5.5	4.7	3.5
企业价值/息税前利润 (核心)	-	17.2	11.2	6.4	5.6	4.1
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	12.4	15.1	6.4	5.6	4.1
企业价值/运营投入资本	-	2.5	2.2	2.1	1.9	1.6

企业价值 (Rmb 百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
平均市值	73,063	77,996	86,646	86,646	86,646
+ 少数股东权益	543	629	988	1,376	1,857
+ 平均净债务 (现金)	5,966	11,485	12,989	7,826	(413)
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(481)	(1,028)	0	0	0
核心企业价值	79,090	89,081	100,622	95,847	88,090

增长率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	21.0	3.2	38.0	37.1	14.9	16.1
息税折旧摊销前利润 (UBS)	23.7	25.5	60.5	83.2	10.6	23.4
息税前利润 (UBS)	24.6	29.5	73.2	97.5	9.4	25.2
每股收益 (UBS)	19.0	42.4	71.2	92.2	8.1	23.9
每股现金收益	12.5	32.6	56.5	75.7	9.8	21.8
每股股息净值	-	-	-	-	-	-
每股账面净值	35.6	16.0	7.9	-3.6	30.3	29.7

利润率 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税折旧摊销前利润/营业收入	25.3	24.9	28.9	38.6	37.2	39.5
息税前利润/营业收入	19.4	18.4	23.1	33.3	31.7	34.2
净利润 (UBS) /营业收入	12.8	14.1	17.5	24.6	23.1	24.7

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)	16.9	14.4	19.7	33.6	34.1	38.6
税后投资资本回报率	-	11.8	15.4	26.3	26.3	29.0
净股东权益回报率	19.0	13.2	19.0	33.8	32.3	30.8

偿付比率	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润/净利息	9.2	12.4	16.6	19.9	25.2	NM
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	-	-	-	-	-
股息支付率 (% , UBS 每股收益)	-	-	-	-	-	-
净债务/息税折旧摊销前利润	1.5	1.0	1.2	0.7	0.4	NM

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入/运营投入资本	0.9	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1
营业收入/固定资产	1.1	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3
营业收入/净营运资本	NM	NM	NM	15.5	9.6	9.8

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
经营性自由现金流/息税前利润	1.0	1.4	0.7	1.0	1.0	1.0
资本支出/营业收入 (%)	26.6	NM	26.9	21.1	14.7	11.9
资本支出/折旧	4.5	5.0	4.6	4.0	2.7	2.2

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
净债务/总权益	41.2	20.7	32.8	38.5	17.8	(0.7)
净债务/(净债务 + 权益)	29.2	17.2	24.7	27.8	15.1	(0.7)
净债务 (核心) / 企业价值	-	7.5	12.9	12.9	8.2	(0.5)

资料来源: 公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。
 估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据2012年03月26日23时39分的股价 (Rmb15.72) 得出; 总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

密叶舟

分析师

S1460511010021

mick.mi@ubssecurities.com

+86-213-866 8863

■ 海螺水泥A

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

■ 风险声明

公司面临的主要风险：1) 行业产能投放过度导致水泥价格下降；2) 宏观经济增速下滑导致需求下降。

■ 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	57%	36%
中性	持有/中性	37%	35%
卖出	卖出	7%	17%
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%	12%

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12月31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

快评: 海螺水泥A 2012年3月27日

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: 密叶舟。

涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
海螺水泥A ^{16a, 16b}	600585.SS	买入	不适用	Rmb15.72	2012年03月26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。

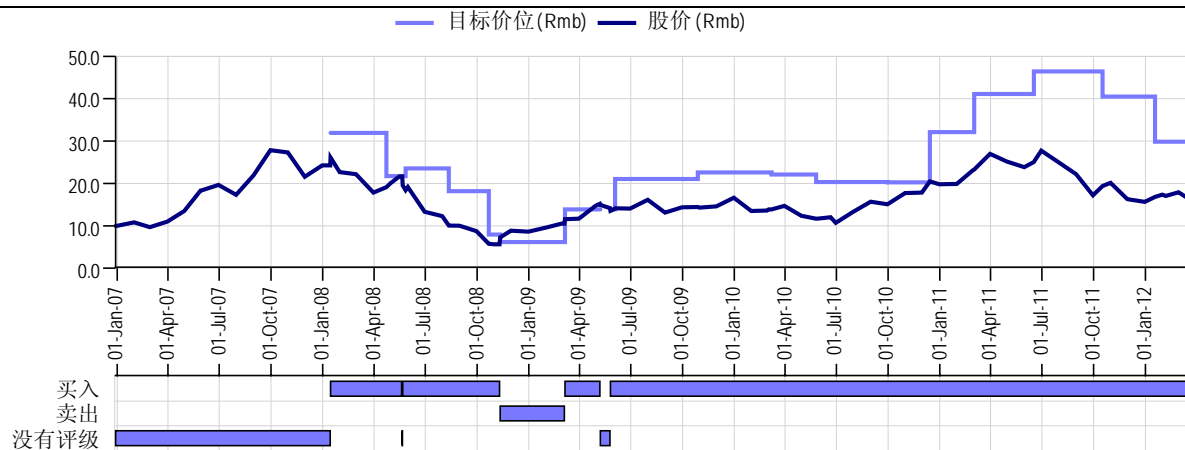
16a. UBS Securities (Hong Kong) Limited 是这家公司在香港上市股票的做市商。

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。

快评: 海螺水泥A 2012年3月27日

海螺水泥A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2012年3月26日

全球声明

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

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

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

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

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

英国和欧洲其他地区:除非在此特别申明,本报告由作为瑞银集团分支机构的UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户,且仅提供给此类人员。本报告中所含信息不适用于私人客户,且私人客户也不应以此为依据。UBS Limited受金融服务管理局(FSA)监管。瑞银研究报告符合FSA所有关于披露之要求和法规,并于适用时在研究报告中显示。**法国:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国金融市场管理局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本报告的编制,本报告也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。**德国:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:**由UBS Menkul Degerler AS代表UBS Limited编制。**俄罗斯:**由UBS Securities CJSC编制并分发。**瑞士:**仅由UBS AG向机构投资者分发。**意大利:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本报告的编制,本报告也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。**南非:**UBS South Africa (Pty) Limited(注册号:1955/011140/07)是JSE有限公司南非期货交易所和南非债券交易所的成员。瑞银南非有限公司是经授权的金融服务提供商。具体地址、邮编和董事名单可直接索取或参见<http://www.ubs.co.za>。美国:由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构-UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的报告所含的内容负责。所有美国投资者对本报告所提及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:**由UBS Securities Canada Inc.分发,UBS Securities Canada Inc.是UBS AG的分支机构,加拿大主要证券交易所和加拿大投资者保护基金的成员。若需要,可提供财务状况的陈述和董事及高管成员名单。**香港:**由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡:**由UBS Securities Pte. Ltd. [mca (p) 039/11/2009和Co. Reg. No.: 198500648C]或UBS AG新加坡分行分发。任何由此项分析或报告衍生或有关事宜,请向UBS Securities Pte. Ltd.,一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问;或向UBS AG新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第19章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此报告之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第289章)定义下之认可及机构投资者。**日本:**由UBS Securities Japan Ltd.编制,则UBS Securities Japan Ltd.为本报告的作者,出版人及发布人。**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 2012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。