

UBS Investment Research
新湖中宝
股价或已反映乐观预期, 下调评级至“卖出”
■ 因土地开发结算加快而上调公司2012-14年盈利预测

公司启东和平阳一级开发项目已分别进入招拍挂/政府收储阶段, 结算进度好于我们的预期, 因此我们将公司2012-14年营业收入从74/104/130亿元上调至113/143/193亿元、净利润从15.8/19.9/25.8亿元上调至23.5/27.5/39.5亿元。

■ 公司土地开发业务前景可能并未改善

我们认为启东和平阳的市场规模有限, 在调控环境下, 公司土地开发项目前景并不乐观; 公司自己购入开发将面临销售挑战, 向第三方出售则面临寻找买家的难题, 而政府收储并未解决上述困境。

■ 公司商品房销售业务仍然受到调控政策制约

我们估计公司商品房业务目前拥有1028万平米土地储备, 具备做大销售规模的基础。但我们认为地产调控制约了公司的销售速度, 公司2011-12年公司销售面积与年初待售面积之比低于6%。我们预计公司销售速度在2013年可能仍难提高, 全年销售额或仅为73.2亿元。

■ 估值: 上调目标价至3.74元, 下调评级至“卖出”(原“中性”)

我们将2012-14年预测EPS从0.25/0.32/0.42元上调至0.38/0.44/0.64元, 并基于2013年8.5倍市盈率(较历史均值低1.2个标准差)将公司目标价从3.50元上调至3.74元, 较公司2013年每股NAV有33%折价。我们上调EPS预测主要源自土地开发业务结算加快, 我们认为这种影响可能不具持续性, 所以我们的目标市盈率低于公司历史平均市盈率。

| 重要数据 (Rmb百万) | 12/10 | 12/11 | 12/12E | 12/13E | 12/14E |
|-------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 8,140 | 6,688 | 11,274 | 14,278 | 19,269 |
| 息税前利润 (UBS) | 1,656 | 949 | 2,448 | 3,450 | 4,962 |
| 净利润 (UBS) | 1,560 | 1,407 | 2,349 | 2,751 | 3,947 |
| 每股收益 (UBS, Rmb) | 0.25 | 0.23 | 0.38 | 0.44 | 0.64 |
| 每股股息净值 (UBS, Rmb) | 0.02 | 0.00 | 0.02 | 0.02 | 0.03 |

| 盈利能力和估值 | 五年历史均值 | 12/11 | 12/12E | 12/13E | 12/14E |
|--------------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 息税前利润率 (%) | - | 14.2 | 21.7 | 24.2 | 25.8 |
| ROIC (EBIT) % | - | 7.5 | 12.8 | 16.3 | 22.2 |
| EV/EBITDA (core) x | - | 38.1 | 16.8 | 12.3 | 8.4 |
| 市盈率 (UBS) (x) | - | 20.0 | 11.2 | 9.6 | 6.7 |
| 净股息收益率 (%) | - | 0.0 | 0.4 | 0.5 | 0.7 |

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。
 估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据2013年01月30日22时34分的股价 (Rmb4.25) 得出;

李宗彬

分析师

S1460512110002

michael-z.li@ubssecurities.com

+86-105-832 8664

中国

房地产业

12个月评级

卖出

之前: 中性

12个月目标价

Rmb3.74/US\$0.60

之前: Rmb3.50/US\$0.56

股价

Rmb4.25/US\$0.68

路透代码: 600208.SS 彭博代码600208 CH

2013年1月31日
交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb4.89-3.09/US\$0.77-0.49

市值 Rmb26.4十亿/US\$4.24十亿

已发行股本 6,211百万 (ORDA)

流通股比例 44%

日均成交量 (千股) 23,350

日均成交额 (Rmb 百万) Rmb89.7

资产负债表数据 12/12E

股东权益 Rmb12.1十亿

市净率 (UBS) 2.2x

净现金 (债务) (Rmb14.7十亿)

预测回报率

预测股价涨幅 -12.0%

预测股息收益率 0.5%

预测股票回报率 -11.5%

市场回报率假设 8.6%

预测超额回报率 -20.1%

每股收益 (UBS, Rmb)

| | 12/12E | | 12/11 | |
|--------|--------|-------|-------|------|
| | 从 | 到市场预测 | 实际 | 实际 |
| Q1 | 0.03 | 0.03 | - | 0.04 |
| Q2 | 0.01 | 0.01 | - | 0.02 |
| Q3 | 0.10 | 0.02 | 0.02 | 0.03 |
| Q4E | 0.10 | 0.31 | 0.10 | 0.13 |
| 12/12E | 0.25 | 0.38 | 0.25 | |
| 12/13E | 0.32 | 0.44 | 0.32 | |

股价表现 (Rmb)


资料来源: UBS

www.ubssecurities.com

调控政策使公司一级开发业务前景堪忧

2012年或将确认平阳土地一级开发收入，净利润增长有望超出瑞银原先预期

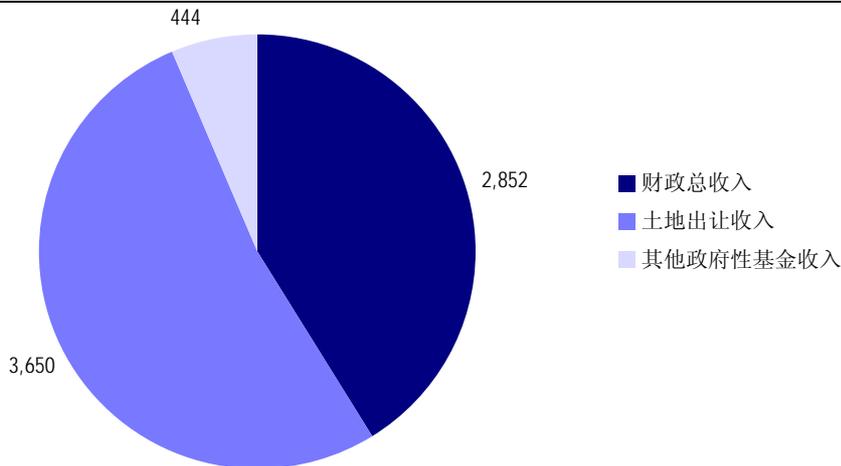
公司或将在2012年确认平阳土地一级开发收入。公司控股子公司平阳利得在2012年12月与温州市平阳县国土局签订《收储合同》，平阳国土局将收储平阳利得位于西湾海涂围垦区南片的土地，面积为348.8万平方米，收储总价为44.3亿元，对应收购单价为1,270元/平方米。根据《收储合同》，平阳利得将该宗土地的相关权属资料全部交给平阳国土并办理相关交接手续，即视为平阳利得向平阳国土交付了宗地。新潮中宝公告称平阳利得应在2012年12月25日前完成上述手续。因此，公司可能在2012年确认上述收入。

预计至多可为公司在2012年贡献16.4亿元税前利润。根据新潮中宝与平阳利得少数股东（持股49%）的协议，平阳利得可分配利润在20.0亿元以下的部分100%归新潮中宝所有，超过20亿元以上的部分由新潮中宝享有51%、少数股东享有49%。我们估计该项目的开发成本约为800元/平方米，据此计算，此次收储将为平阳利得带来约16.4亿元的利润。由于上述土地出让收入产生的利润低于20.0亿元，因此将100%归新潮中宝所有。

但我们并不认为这是公司一级开发业务基本面改善的信号

平阳国土局可能需要在实现招拍挂出让后方能支付收储价款。根据《收储合同》，平阳国土局需在协议签订后的12个月内支付收储价款。考虑到平阳县2011年财政收入和政府性基金收入分别仅为28.5/40.9亿元（其中国有土地使用权出让金为36.5亿元），我们认为平阳国土局可能需要在上述地块完成招拍挂出让并取得收入后，方能向平阳利得支付收购价款。

图1: 平阳县2011年土地出让收入仅36.5亿元



数据来源：浙江省统计局，单位为百万元

…而我们担心平阳土地市场能否承受如此大规模的项目。如果此次收储的项目未来以1.0的规划容积率开发，将向市场供应348.8万平方米的商品房，而当地2007-11年平均销售面积仅23.3万平方米。我们认为在政府持续执行严厉调控政策的环境下，开发商应不会在同一城市购入如此大规模的土地储备，而即使不考虑当前的房地产调控环境，项目规模与当地市场规模的大幅反差，也可能使开发商在招拍挂的过程中望而却步。

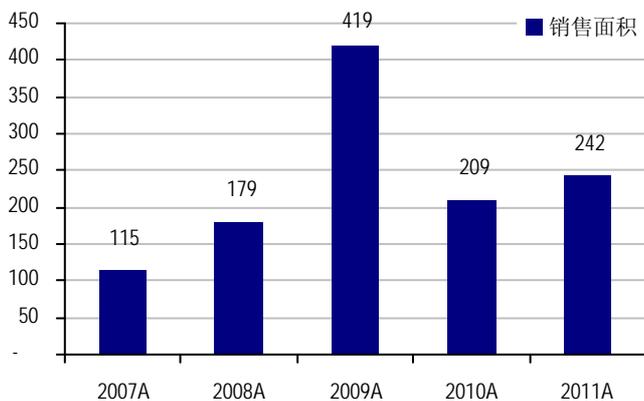
…**新潮中宝可能最终获得上述土地。**根据平阳利得与平阳国土局的协议,平阳政府先收储西湾围垦土地、再以挂牌的方式出让围垦土地使用权,平阳利得或新潮中宝所属子公司将以公开竞价的方式参与土地竞拍。土地收储价格及挂牌价格由平阳利得与平阳政府协商确定。

我们认为新潮中宝可能最终需要购入上述土地的全部或部分。如果我们的这一假设成立,那么新潮中宝可能将向平阳县政府支付相关土地价款,平阳国土局再向平阳利得支付44.3亿元土地收储价款。我们预计该土地招拍挂价款将高于平阳国土局收储总价。我们认为在此情景下,新潮中宝的现金流并不会因为平阳国土的这次收储行动而改善。

…**这或许折射出公司土地一级开发面临的挑战。**公司目前拥有启东圆陀角和平阳温州西湾两个土地一级开发项目,土地面积分别为400/806万平方米,公司权益分别为100%和51%。与对本次平阳国土收储的地块的担忧一样,我们担心当地商品房市场能否承受如此大的土地规模,公司拿地则会面临项目销售方面的挑战,不拿地则面临土地无法完成招拍挂出让的挑战:

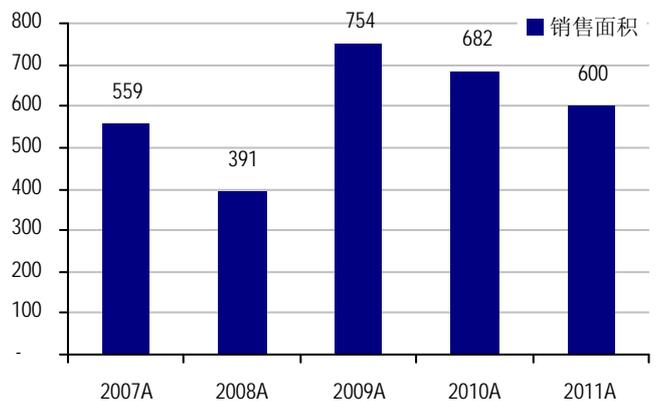
- **平阳2007-11年商品房平均成交面积仅23.3万平方米。**西湾围垦项目总占地面积约806万平方米,如果这些土地最终的规划容积率面积达到1.0,那么对应的建筑面积将达806万平方米。
- **启东2007-11年商品房平均成交面积仅59.7万平方米。**启东圆陀角项目占地面积400万平方米,如果按1.0的规划容积率开发,建筑面积将达到400万平方米。启东2007-11年商品房平均成交面积为59.7万平方米。更为重要的是,启东商品房市场目前已经有充足的供应,仅恒大地产在启东的海上威尼斯项目,建筑面积就已经达到1,195.7万平方米。

图2: 平阳县2007-11年商品房销售面积平均值为23.3万平米



数据来源: 浙江省统计局, 单位为千平方米

图3: 启东市2007-11年商品房销售面积平均值为59.7万平米

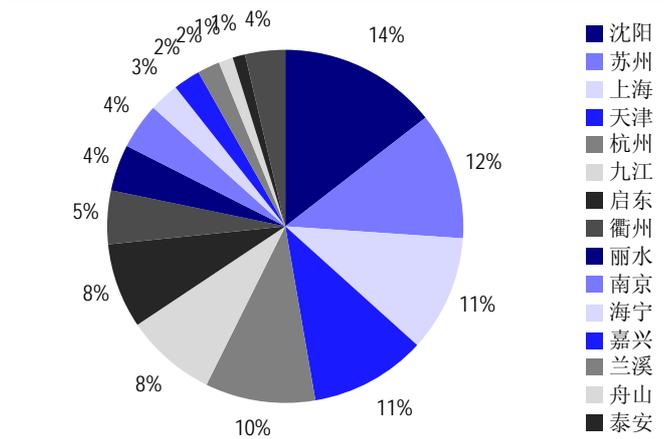


数据来源: 中国统计信息网, 瑞银证券估算, 单位为千平方米

商品房销售业务也受制于政府调控政策

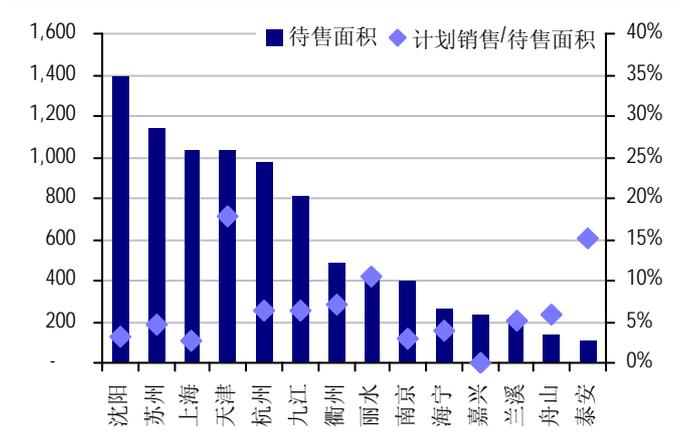
公司在沈阳、苏州等21个城市拥有大规模土地储备。公司2012年初待销售/待结算建筑面积达956.4/998.9万平方米, 分别对应权益建筑面积805.7/853.1万平方米。公司2012年又在天津静海县、杭州余杭区、南通启东市购入10个地块, 总建筑面积达132.2万平方米, 对应权益建筑面积约130.6万平方米。公司土地储备分布于沈阳、苏州、上海、天津、杭州、九江、启东、衢州、丽水等21个城市, 对一、二、三线城市有广泛的覆盖, 具备做大销售规模的基础。

图4: 公司在沈阳、苏州等21个城市有大量土地储备…



数据来源：新潮中宝，瑞银证券估算，数据根据权益建筑面积计算

图5: …但转化为销售业绩的速度有待提高，千平方米



数据来源：新潮中宝，瑞银证券估算，数据根据权益建筑面积计算

但在调控环境下，公司可能难以将土地储备转化为销售业绩。公司2011年实现签约销售面积33.7万平方米，2012年计划实现合同销售面积62.8万平方米。公司销售面积与待售面积之比低于6%，若按此销售速度，公司现有土地储备转化为销售业绩需要超过10年时间。我们认为公司销售速度慢原因可能包括：

- 公司产品中面向改善型和投资型需求的占比高，但在当前的调控环境中，首置首改需求占主导，因此公司受益于商品房需求回暖的程度有限；
- 公司的上海新湖明珠城、上海青蓝国际、上海华商大公馆等重点项目，开工和销售进度可能因拆迁、股东纠纷等低于预期；
- 公司在九江、衢州、丽水、海宁等城市的项目可能受制于当地市场规模较小，销售面积难以大幅提升；
- 公司持续执行向金融、矿产等领域进军的多元化战略，使公司不能专注于提升房地产业务的销售业绩。

我们预计公司2013年签约销售面积为69.3万平方米、金额为73.2亿元，相对于公司超过250亿元的市场而言，公司的签约销售额显得较小。

多元化之路艰难而漫长

股权投资规模尚小，难以为公司提供稳定的投资收益。公司持有盛京银行、成都农商行和吉林银行3家未上市银行的股权，并持有长城证券、湘财证券、锦泰财险和新湖控股4家非银行金融企业的股权。由于公司在这些企业中的持股均较小，我们认为公司对这些被投资企业经营难以施加实质性影响，因而只能被动接受其提供的投资收益。

在公司的私募股权投资中，按成本法核算的吉林银行、长城证券和湘财证券2010/2011年提供的分红仅1,292万元/1,011万元，按权益法核算的新湖控股、盛京银行、成都农商行和锦泰财险2010/2011年提供的投资收益分别为4.0亿元/4.2亿元。虽然这些企业投资的账面投资收益尚可，但我们认为增长的稳定性较差。

新潮中宝 2013年1月31日

表1: 公司主要股权投资, 百万元

| 被投资企业 | 持股比例 | 投资成本 |
|----------------|--------|----------|
| 长城证券有限责任公司 | 0.72% | 70.73 |
| 湘财证券有限责任公司 | 3.67% | 110.00 |
| 吉林银行股份有限公司 | 1.52% | 180.00 |
| 上海钻石交易所 | 5.00% | 1.96 |
| 深圳爱塔珠宝首饰有限公司 | 5.00% | 2.00 |
| 青海碱业有限公司 | 10.83% | 280.00 |
| 勤+缘媒体服务有限公司 | 7.79% | 72.74 |
| 浙江古纤道新材料股份有限公司 | 6.25% | 270.00 |
| 新潮控股有限公司 | 48.00% | 1,610.43 |
| 盛京银行股份有限公司 | 8.12% | 413.47 |
| 成都农村商业银行股份有限公司 | 4.88% | 384.84 |
| 锦泰财产保险股份有限公司 | 18.18% | 200.00 |

数据来源: 新潮中宝

公司在矿产资源领域的投资风险较大, 投资收回的周期较长。新潮中宝自2007年以来, 在矿产资源领域进行了持续的投资尝试, 但公司投资的多为探矿权, 投资风险较大、收回投资的周期较长, 我们认为短期内难以为公司提供利润增长点。此外, 公司作为以地产业务起家, 矿产资源投资的经验并不丰富, 而作为民营企业也不具备强势的政府关系, 加上收购矿产资源是通过市场化的方式, 因而公司买到能真正带来价值增值的矿产资源的概率或并不高。

表2: 公司主要矿产资源投资, 百万元

| 矿产资源 | 收购日期 | 投资成本 | 备注 |
|--------------|----------|------|--|
| 山东蓬莱大柳行金矿 | 2007年8月 | 58.3 | 因政府规划变更, 公司于2011年8月以6,833万元转让给烟台潮水机场 |
| 好村沟金银钼矿 | 2008年10月 | 130 | 新潮中宝子公司丰宁承龙矿业有限公司所持有的河北省丰宁满族自治县波罗诺好村沟金、银、钼矿详查探矿权 |
| 内蒙古四子王旗煤矿探矿权 | 2011年6月 | 643 | 公司于2011年7月支付了3.8亿元收购款, 但收购后内蒙古煤炭资源配置的政策原因终止, 双方协议规定公司可收回3.8亿元收购款及0.2亿元利息 |
| 贵州省纳雍县两煤矿探矿权 | 2012年6月 | 640 | 包括纳雍县沙子岭煤矿探矿权和旧院煤矿探矿权 |
| 甘肃西北矿业集团 | 2012年9月 | 750 | 公司收购了西北矿业集团34.4%的股权, 后者直接或间接拥有1个金矿采矿权、36个金矿探矿权、3个铁矿探矿权、2个铜矿探矿权和11个钨矿探矿权 |

数据来源: 新潮中宝, 瑞银证券整理

上调目标价至3.74元, 下调评级至“卖出”

上调公司 2012-14 年每股收益至 0.38/0.44/0.64 元

由于公司土地一级开发业务确认的进度有望大幅超出我们此前的预期, 我们此前对公司的盈利预测已不能反映公司营业收入及净利润的最新增长情况。我们在考虑了公司土地一级开发结算进度加快对公司的收入及利润的推动作用后, 将公司2012-14年营业收入从74.2/104.3/129.5亿元上调至112.7/142.8/192.7亿

元，将净利润从15.8/19.9/25.8亿元上调至23.5/27.5/39.5亿元。相应地，我们将公司2012-14年的预测EPS相应从0.25/0.32/0.42元上调为0.38/0.44/0.64元。

上调公司目标价至 3.74 元，下调评级至“卖出”

我们将公司的目标价从3.50元上调至3.74元，对应2013年8.5倍市盈率。我们认为政府对房地产行业的调控使公司土地开发项目的前景堪忧。同时，我们认为调控使商品房市场的波动加大，公司可能因而开发速度缓慢，而在这样的市场环境中处于相对劣势，因此公司的估值水平应略低于可比公司。中国A股主要上市房企当前股价对应的2013年市盈率平均值为9.1倍，所以我们认为给予公司2013年8.5倍市盈率是合理的。

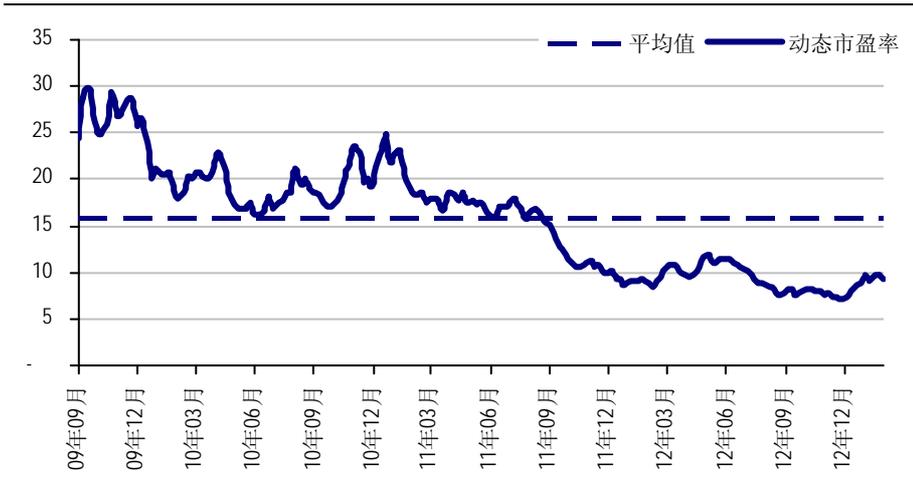
表3: 中国A股可比地产公司平均2013年市盈率为9.1倍

| 股票名称 | 股票代码 | 市值 十亿元 | 股价 元 | EPS | | | PE (x) | | |
|------|-----------|-----------|---------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | | 2012E | 2013E | 2014E | 2012E | 2013E | 2014E |
| 万科A | 000002.SZ | 134.25 | 12.21 | 1.11 | 1.36 | 1.66 | 11.0 | 8.9 | 7.3 |
| 保利地产 | 600048.SH | 97.65 | 13.68 | 1.17 | 1.60 | 2.12 | 11.7 | 8.6 | 6.5 |
| 华侨城A | 000069.SZ | 50.10 | 6.89 | 0.51 | 0.62 | 0.79 | 13.4 | 11.0 | 8.8 |
| 招商地产 | 000024.SZ | 50.57 | 29.45 | 1.91 | 2.40 | 3.01 | 15.4 | 12.3 | 9.8 |
| 金地集团 | 600383.SH | 31.93 | 7.14 | 0.74 | 0.86 | 1.03 | 9.7 | 8.3 | 7.0 |
| 荣盛发展 | 002146.SZ | 27.61 | 14.75 | 1.12 | 1.46 | 1.87 | 13.2 | 10.1 | 7.9 |
| 金融街 | 000402.SZ | 21.34 | 7.05 | 0.78 | 0.92 | 1.12 | 9.0 | 7.7 | 6.3 |
| 首开股份 | 600376.SH | 17.79 | 11.90 | 1.38 | 1.64 | 2.01 | 8.6 | 7.3 | 5.9 |
| 金科股份 | 000656.SZ | 16.71 | 14.42 | 1.21 | 1.56 | 1.96 | 11.9 | 9.2 | 7.4 |
| 中南建设 | 000961.SZ | 13.92 | 11.92 | 1.07 | 1.38 | 1.75 | 11.1 | 8.6 | 6.8 |
| 苏宁环球 | 000718.SZ | 14.32 | 7.01 | 0.50 | 0.63 | 0.80 | 14.0 | 11.1 | 8.8 |
| 滨江集团 | 002244.SZ | 13.75 | 10.17 | 0.98 | 1.39 | 1.82 | 10.4 | 7.3 | 5.6 |
| 世茂股份 | 600823.SH | 13.82 | 11.81 | 1.12 | 1.37 | 1.69 | 10.5 | 8.7 | 7.0 |
| 北京城建 | 600266.SH | 12.29 | 13.82 | 1.25 | 1.63 | 2.10 | 11.0 | 8.5 | 6.6 |
| 行业平均 | | | | | | | 11.5 | 9.1 | 7.3 |

数据来源：万得资讯，市值及股价为2013年1月29日收盘价，可比公司选取市值在100亿元以上、且主要从事商品房开发的A股上市房企，盈利预测采用市场一致预期

我们认为公司目前仅有两个土地开发项目，土地收入结算的影响并不具有持续性，具有“一次性”的特征，而公司商品房业务面临的政策环境依然充满挑战，所以公司股价应该对应更低的市盈率水平。此外，按照平利得与于当地政府的协议，土地收储款将在签署协议后12个月内支付，因此公司的应收账款将增加，而我们认为如此大规模的土地，在二级市场完成招拍挂的难度非常大，可能使公司上述应收账款面临逾期风险，进而影响公司的资产质量，这也可能会损害公司的估值水平。因此，我们认为公司未来的市盈率将低于历史平均水平。我们给予公司8.5倍2013年市盈率估值，较公司2009年9月以来的历史平均动态市盈率低1.2个标准差，应能反映公司市盈率将下降的趋势。

图6: 公司历史动态市盈率趋势



数据来源：万得资讯，瑞银证券估算

我们将公司评级从“中性”下调至“卖出”。公司股价自2012年12月8日公告平阳项目收储以来，已经上涨22%至4.25元，我们认为市场已经预期到土地开发收入结算加快对公司的正面影响。但我们基于此前的分析，认为公司土地开发项目的前景其实并未改善。考虑到我们的目标价较公司当前股价低12%，我们将公司的评级从“中性”下调至“卖出”。

乐观/悲观情景假设分析

■ 乐观情况-每股估值5.6元

如果公司商品房业务所在城市的需求好于我们的预期，并且公司切实加快销售速度，那么公司的商品房签约销售额可能好于我们的预期。如果公司在启东和平阳的一级开发项目能够顺利向第三方转让土地，或是启东和平阳的商品房销售好于我们的预期，那么公司的现金流将好于我们的预期。此外，如果中国经济增速好于我们的预期，公司来自于非地产投资企业的投资收益也可能好于我们的预期。综合考虑上述因素，我们认为公司在乐观情形下2013年EPS可能达到0.56元，估值可能上升至10倍2013年市盈率，公司每股估值有望上升至5.6元。

■ 悲观情况-每股估值2.8元

如果中国政府在2013年执行更加严厉的调控政策，公司的商品房销售业务和土地一级开发业务都将面临沉重的打击。如果中国的经济增长情况变坏，公司来自于非地产业务的投资收益也可能低于我们的预期。综合考虑上述因素，我们认为公司在悲观情形2013年每股收益可能低至0.40元、估值可能下降至7倍2013年市盈率，公司每股估值可能下降至2.8元。

新湖中宝

| 损益表 (Rmb 百万) | 12/09 | 12/10 | 12/11 | 12/12E | % | 12/13E | % | 12/14E | % |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|-------|----------|-------|----------|-------|
| 营业收入 | 6,379 | 8,140 | 6,688 | 11,274 | 68.6 | 14,278 | 26.6 | 19,269 | 35.0 |
| 营业费用 (不含折旧) | (5,054) | (6,432) | (5,714) | (8,775) | 53.6 | (10,772) | 22.8 | (14,245) | 32.2 |
| 息税折旧摊销前利润 (UBS) | 1,326 | 1,708 | 975 | 2,499 | 156.4 | 3,506 | 40.3 | 5,024 | 43.3 |
| 折旧 | (56) | (52) | (26) | (51) | 95.6 | (56) | 10.0 | (62) | 10.0 |
| 营业利润 (息税前利润, UBS) | 1,269 | 1,656 | 949 | 2,448 | 158.1 | 3,450 | 40.9 | 4,962 | 43.8 |
| 其他盈利和联营公司盈利 | 517 | 737 | 1,214 | 978 | -19.4 | 809 | -17.3 | 758 | -6.4 |
| 净利息 | (181) | (179) | (288) | (304) | 5.6 | (323) | 6.1 | (299) | -7.3 |
| 非正常项目 (税前) | 0 | 0 | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | - |
| 税前利润 | 1,605 | 2,213 | 1,874 | 3,122 | 66.6 | 3,936 | 26.1 | 5,421 | 37.7 |
| 税项 | (379) | (479) | (418) | (702) | 68.1 | (886) | 26.1 | (1,220) | 37.7 |
| 税后利润 | 1,226 | 1,734 | 1,456 | 2,420 | 66.2 | 3,051 | 26.1 | 4,201 | 37.7 |
| 非正常项目 (税后) | 0 | 0 | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | - |
| 少数股东/优先股股息 | (76) | (174) | (49) | (70) | 44.0 | (300) | 326.0 | (254) | -15.3 |
| 净利润 (本地会计准则) | 1,150 | 1,560 | 1,407 | 2,349 | 66.9 | 2,751 | 17.1 | 3,947 | 43.5 |
| 净利润 (UBS) | 1,150 | 1,560 | 1,407 | 2,349 | 66.9 | 2,751 | 17.1 | 3,947 | 43.5 |
| 税率 (%) | 24 | 22 | 22 | 23 | 0.9 | 23 | 0.0 | 23 | 0.0 |
| 不计非正常项目税率 (%) | 24 | 22 | 22 | 23 | 0.9 | 23 | 0.0 | 23 | 0.0 |
| 每股 (Rmb) | 12/09 | 12/10 | 12/11 | 12/12E | % | 12/13E | % | 12/14E | % |
| 每股收益 (本地会计准则) | 0.19 | 0.25 | 0.23 | 0.38 | 66.9 | 0.44 | 17.1 | 0.64 | 43.5 |
| 每股收益 (UBS) | 0.19 | 0.25 | 0.23 | 0.38 | 66.9 | 0.44 | 17.1 | 0.64 | 43.5 |
| 每股股息净值 | 0.03 | 0.02 | 0.00 | 0.02 | - | 0.02 | 17.1 | 0.03 | 43.5 |
| 每股现金收益 | 0.20 | 0.26 | 0.23 | 0.39 | 67.5 | 0.45 | 16.9 | 0.65 | 42.8 |
| 每股账面净值 | 1.04 | 1.38 | 1.57 | 1.95 | 24.0 | 2.38 | 21.7 | 2.99 | 25.8 |
| 资产负债表 (Rmb 百万) | 12/09 | 12/10 | 12/11 | 12/12E | % | 12/13E | % | 12/14E | % |
| 有形固定资产净值 | 600 | 623 | 743 | 805 | 8.3 | 872 | 8.4 | 947 | 8.5 |
| 无形固定资产净值 | 300 | 305 | 963 | 1,052 | 9.2 | 1,149 | 9.3 | 1,256 | 9.3 |
| 净营运资本 (包括其他资产) | 5,396 | 8,644 | 15,633 | 22,270 | 42.5 | 20,311 | -8.8 | 24,646 | 21.3 |
| 其他负债 | (497) | (382) | (1,272) | (1,908) | 50.0 | (2,099) | 10.0 | (2,308) | 10.0 |
| 运营投入资本 | 5,799 | 9,190 | 16,068 | 22,219 | 38.3 | 20,235 | -8.9 | 24,541 | 21.3 |
| 投资 | 3,145 | 4,023 | 5,541 | 6,300 | 13.7 | 7,502 | 19.1 | 8,693 | 15.9 |
| 运用资本总额 | 8,944 | 13,213 | 21,609 | 28,518 | 32.0 | 27,737 | -2.7 | 33,234 | 19.8 |
| 股东权益 | 6,306 | 8,480 | 9,780 | 12,129 | 24.0 | 14,762 | 21.7 | 18,572 | 25.8 |
| 少数股东权益 | 383 | 499 | 1,572 | 1,642 | 4.5 | 1,942 | 18.3 | 2,196 | 13.1 |
| 总股东权益 | 6,689 | 8,979 | 11,352 | 13,771 | 21.3 | 16,704 | 21.3 | 20,768 | 24.3 |
| 净债务 / (现金) | 2,255 | 4,234 | 10,257 | 14,747 | 43.8 | 11,033 | -25.2 | 12,466 | 13.0 |
| 其他视同债务的减值准备 | 0 | 0 | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | - |
| 运用资本总额 | 8,944 | 13,213 | 21,609 | 28,518 | 32.0 | 27,737 | -2.7 | 33,234 | 19.8 |
| 现金流量表 (Rmb 百万) | 12/09 | 12/10 | 12/11 | 12/12E | % | 12/13E | % | 12/14E | % |
| 营业利润 (息税前利润, UBS) | 1,269 | 1,656 | 949 | 2,448 | 158.1 | 3,450 | 40.9 | 4,962 | 43.8 |
| 折旧 | 56 | 52 | 26 | 51 | 95.6 | 56 | 10.0 | 62 | 10.0 |
| 营运资本变动净值 | 873 | (2,864) | (7,200) | (6,593) | -8.4 | 2,006 | - | (4,282) | - |
| 其他 (经营性) | 880 | (591) | 4,381 | 1,160 | -73.5 | 514 | -55.7 | 509 | -0.9 |
| 经营性现金流 (税前/息前) | 3,079 | (1,747) | (1,844) | (2,934) | 59.1 | 6,026 | - | 1,251 | -79.2 |
| 收到 / (支付) 利息净值 | (181) | (179) | (288) | (304) | 5.6 | (323) | 6.1 | (299) | -7.3 |
| 已付股息 | (203) | (128) | 0 | (117) | - | (138) | 17.09 | (197) | 43.50 |
| 已缴付税项 | (379) | (479) | (418) | (702) | 68.1 | (886) | 26.1 | (1,220) | 37.7 |
| 资本支出 | (28) | (36) | (477) | (245) | -48.7 | (663) | 170.7 | (729) | 10.0 |
| 并购/处置净值 | 0 | 0 | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | - |
| 其他 | (870) | 70 | (2,442) | 721 | - | 207 | -71.3 | 264 | 27.9 |
| 股份发行 | 20 | 483 | 324 | 0 | - | 0 | - | 0 | - |
| 净债务的现金流 (增加) / 减少 | 997 | (2,579) | (6,310) | (4,490) | -28.8 | 3,715 | - | (1,433) | - |
| 外汇/非现金项目 | 454 | 600 | 286 | 0 | - | 0 | - | 0 | - |
| 资产负债表净债务增加/减少 | 1,451 | (1,979) | (6,023) | (4,490) | -25.5 | 3,715 | - | (1,433) | - |
| 核心息税折旧摊销前利润 | 1,326 | 1,708 | 975 | 2,499 | 156.4 | 3,506 | 40.3 | 5,024 | 43.3 |
| 维护资本支出 | (3) | (4) | (48) | (24) | -48.7 | (66) | 170.7 | (73) | 10.0 |
| 维护营运资本净支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | - |
| 税前经营性自由现金流 (OpFCF) | 1,323 | 1,704 | 927 | 2,475 | 167.0 | 3,440 | 39.0 | 4,951 | 43.9 |

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。

全球证券研究报告

中国

房地产业

新湖中宝

12个月评级

卖出

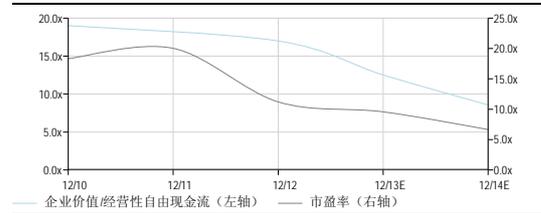
12个月目标价

Rmb3.74

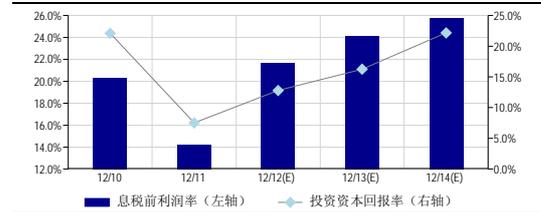
公司概况

新湖中宝股份有限公司是浙江省最大的 A 股上市公司, 主营地产、金融及其他投资。截至 2011 年末, 公司共有储备项目 36 个, 土地储备权益占地面积为 842.5 万平方米, 权益总建筑面积约为 1316.0 万平方米。此外, 公司还广泛涉足金融领域, 形成了成规模的金融股权投资, 目前是盛京银行、成都农村商业银行、吉林银行、湘财证券、新湖期货等金融机构的股东。公司 2011 年营业收入 67 亿元, 归属于母公司所有者的净利润 14 亿元。截至 2011 年末, 公司总资产 353 亿元, 净资产约 114 亿元。

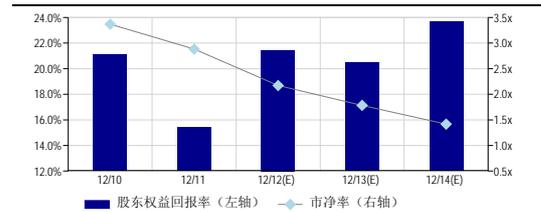
价值 (企业价值/经营性自由现金流与市盈率)



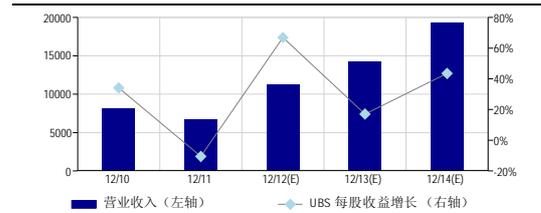
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长 (UBS每股收益)



| 估值 (x) | 5Yr Avg | 12/10 | 12/11 | 12/12E | 12/13E | 12/14E |
|---------------------|---------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 市盈率 (本地会计准则) | - | 18.3 | 20.0 | 11.2 | 9.6 | 6.7 |
| 市盈率 (UBS) | - | 18.3 | 20.0 | 11.2 | 9.6 | 6.7 |
| 股价/每股现金收益 | - | 17.7 | 19.7 | 11.0 | 9.4 | 6.6 |
| 净股息收益率 (%) | - | 0.4 | 0.0 | 0.4 | 0.5 | 0.7 |
| 市净率 | - | 3.4 | 2.9 | 2.2 | 1.8 | 1.4 |
| 企业价值/营业收入 (核心) | - | 4.0 | 5.6 | 3.7 | 3.0 | 2.2 |
| 企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心) | - | 19.0 | 38.1 | 16.8 | 12.3 | 8.4 |
| 企业价值/息税前利润 (核心) | - | 19.6 | NM | 17.2 | 12.5 | 8.5 |
| 企业价值/经营性自由现金流 (核心) | - | 19.0 | NM | 17.0 | 12.5 | 8.6 |
| 企业价值/运营投入资本 | - | 4.3 | 2.9 | 2.2 | 2.0 | 1.9 |

| 企业价值 (Rmb 百万) | 12/10 | 12/11 | 12/12E | 12/13E | 12/14E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 平均市值 | 28,263 | 28,039 | 26,396 | 26,396 | 26,396 |
| + 少数股东权益 | 441 | 1,035 | 1,607 | 1,792 | 2,069 |
| + 平均净债务 (现金) | 3,244 | 7,246 | 12,502 | 12,890 | 11,749 |
| + 养老金义务及其他 | 440 | 827 | 1,590 | 2,003 | 2,203 |
| - 非核心资产价值 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 核心企业价值 | 32,388 | 37,147 | 42,095 | 43,081 | 42,417 |

| 增长率 (%) | 5Yr Avg | 12/10 | 12/11 | 12/12E | 12/13E | 12/14E |
|-----------------|---------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | - | 27.6 | -17.8 | 68.6 | 26.6 | 35.0 |
| 息税折旧摊销前利润 (UBS) | - | 28.8 | -42.9 | 156.4 | 40.3 | 43.3 |
| 息税前利润 (UBS) | - | 30.5 | -42.7 | 158.1 | 40.9 | 43.8 |
| 每股收益 (UBS) | - | 34.1 | -10.5 | 66.9 | 17.1 | 43.5 |
| 每股现金收益 | - | 32.1 | -11.8 | 67.5 | 16.9 | 42.8 |
| 每股股息净值 | - | -37.5 | - | - | 17.1 | 43.5 |
| 每股账面净值 | - | 33.0 | 14.4 | 24.0 | 21.7 | 25.8 |

| 利润率 (%) | 5Yr Avg | 12/10 | 12/11 | 12/12E | 12/13E | 12/14E |
|-----------------|---------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 息税折旧摊销前利润/营业收入 | - | 21.0 | 14.6 | 22.2 | 24.6 | 26.1 |
| 息税前利润/营业收入 | - | 20.3 | 14.2 | 21.7 | 24.2 | 25.8 |
| 净利润 (UBS) /营业收入 | - | 19.2 | 21.0 | 20.8 | 19.3 | 20.5 |

| 资本回报率 (%) | 5Yr Avg | 12/10 | 12/11 | 12/12E | 12/13E | 12/14E |
|---------------------|---------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 息税前利润的投资资本回报率 (UBS) | - | 22.1 | 7.5 | 12.8 | 16.3 | 22.2 |
| 税后投资资本回报率 | - | 17.3 | 5.8 | 9.9 | 12.6 | 17.2 |
| 净股东权益回报率 | - | 21.1 | 15.4 | 21.4 | 20.5 | 23.7 |

| 偿付比率 | 5Yr Avg | 12/10 | 12/11 | 12/12E | 12/13E | 12/14E |
|----------------------|---------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 息税前利润/净利息 | - | 9.2 | 3.3 | 8.0 | 10.7 | 16.6 |
| 股息保障倍数 (UBS 每股收益) | - | 12.2 | - | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| 股息支付率 (% , UBS 每股收益) | - | 8.2 | - | 5.0 | 5.0 | 5.0 |
| 净债务/息税折旧摊销前利润 | - | 2.5 | NM | 5.9 | 3.1 | 2.5 |

| 效益比率 (x) | 5Yr Avg | 12/10 | 12/11 | 12/12E | 12/13E | 12/14E |
|-------------|---------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入/运营投入资本 | - | 1.1 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.9 |
| 营业收入/固定资产 | - | 8.9 | 5.1 | 6.3 | 7.4 | 9.1 |
| 营业收入/净营运资本 | - | 1.2 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.9 |

| 投资比率 (x) | 5Yr Avg | 12/10 | 12/11 | 12/12E | 12/13E | 12/14E |
|----------------|---------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 经营性自由现金流/息税前利润 | - | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 资本支出/营业收入 (%) | - | 0.4 | 7.1 | 2.2 | 4.6 | 3.8 |
| 资本支出/折旧 | - | 0.7 | NM | 4.8 | NM | NM |

| 资本结构 (%) | 5Yr Avg | 12/10 | 12/11 | 12/12E | 12/13E | 12/14E |
|-----------------|---------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 净债务/总权益 | - | 49.9 | NM | NM | 74.7 | 67.1 |
| 净债务/ (净债务 + 权益) | - | 33.3 | 51.2 | 54.9 | 42.8 | 40.2 |
| 净债务 (核心) / 企业价值 | - | 10.0 | 19.5 | 29.7 | 29.9 | 27.7 |

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 2013 年 01 月 30 日 22 时 34 分的股价 (Rmb4.25) 得出; 总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

李宗彬

分析师

S1460512110002

michael-z.li@ubssecurities.com

+86-105-832 8664

■ 新潮中宝

新潮中宝股份有限公司是浙江省最大的A股上市公司，主营地产、金融及其他投资。截至2011年末，公司共有储备项目36个，土地储备权益占地面积为842.5万平方米，权益总建筑面积约为1316.0万平方米。此外，公司还广泛涉足金融领域，形成了成规模的金融股权投资，目前是盛京银行、成都农村商业银行、吉林银行、湘财证券、新潮期货等金融机构的股东。公司2011年营业收入67亿元，归属于母公司所有者的净利润14亿元。截至2011年末，公司总资产353亿元，净资产约114亿元。

■ 风险声明

我们认为公司的主要上行风险包括：1) 如果中国政府放松房地产调控政策，公司商品房业务的销售增速可能好于市场预期；2) 公司可能采取超出市场预期的提高销售速度的措施，从而使公司销售业绩好于市场预期；3) 公司来自非地产业务的投资收益，可能因经济形势的好转而超出市场预期；4) 如果公司在启东和平阳的一级开发项目能够顺利向第三方转让土地，或者是启东和平阳的商品房销售好于市场预期，那么公司的现金流可能好于市场预期。我们认为公司的主要下行风险包括：1) 如果中国政府收紧调控政策，那么公司的商品房业务可能不达市场预期；2) 公司土地出让收入的结算进度及现金回笼进度可能低于市场预期；3) 公司进行的非地产业务投资存在失败的风险。

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中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 | 48% | 34% |
| 中性 | 持有/中性 | 42% | 35% |
| 卖出 | 卖出 | 9% | 18% |
| 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% | 33% |
| 卖出 | 卖出 | 低于1% | 0% |

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2012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 |

新湖中宝 2013年1月31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提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：李宗彬。

涉及报告中提及的公司的披露

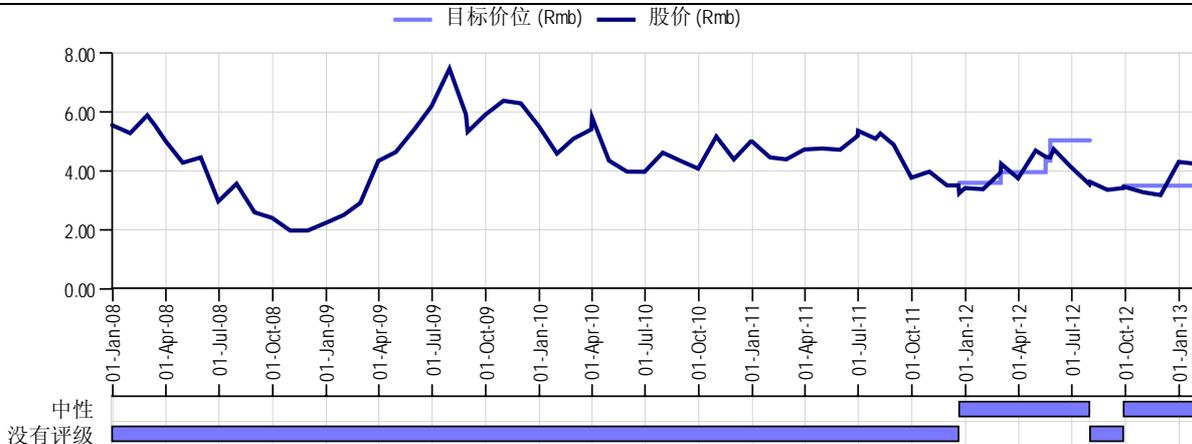
| 公司名称 | 路透 | 12个月评级 | 短期评级 | 股价 | 定价日期及时间 |
|------|-----------|--------|------|---------|-------------|
| 新湖中宝 | 600208.SS | 中性 | 不适用 | Rmb4.24 | 2013年01月29日 |

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。

新湖中宝 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银)；截止至2013年1月29日

全球声明

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

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押贷款支持证券和资产支持证券可能有较高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

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

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区:除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited受金融服务管理局(FSA)监管。**法国:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国金融市场管理局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。**德国:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:**由UBS Menkul Degerler AS代表UBS Limited编制。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:2499)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:**由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。**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.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。**南非:**由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited分发。**以色列:**UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《投资顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列证券法》所定义的“富有经验的投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。虽然UBS Limited为其业务活动购买了保险,但这些保险并不不同于《投资顾问法》相关条款所要求的针对投资顾问或投资营销者的保险。**沙特阿拉伯:**本文件由瑞银集团(及/或其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家外资封闭式股份公司,商业注册号1010257812,注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号08113-37。**美国:**由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:**由UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**香港:**由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡:**由UBS Securities Pte. Ltd(mica (p) 016/11/2011和Co. Reg. No.: 198500648C)或UBS AG新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜,请向UBS Securities Pte Ltd, 一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问;或向UBS AG新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第19章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第289章)定义下之认可及机构投资者。**日本:**由UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由UBS Securities Japan Co., Ltd.编制,则UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者,出版人及发布者。**澳大利亚:**由UBS AG(澳大利亚金融服务执照号:231087)和/或UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务执照号:231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及2001年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰:**由UBS New Zealand Ltd分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**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。本文件可能不时由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:**本文件获准由UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (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编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的或元素。©UBS 2013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。