

4季度的五大利好因素

■ 4季度基本面和市场情绪将出现改善

我们预计4季度中国将出现一系列的利好因素。其中最重要的五个是：1)探讨“十二五”规划；2) 房地产销量上升，耐用消费品去库存过程结束；3) 继续实行限购措施；4) 放宽跨境投资限制；5) 放开民间投资。

■ 可能将结束震荡市，进入上升市

目前MSCI中国指数的股息收益率超过10年期美国国债。上次出现这种情况(08年4季度)3个月后市场开始反弹。现在资金成本很低，并且全球经济的疲软状态使投资者相信这种情况将长期持续。另外，中国企业盈利增长强劲，股票估值仍具吸引力，企业基本面稳健，并且这预期中的五大利好因素会减轻投资者对中国市场风险的担忧。我们预计今后3-6个月内市场将结束区间震荡走势，进入牛市上升阶段。

■ 上调房地产行业权重，更新个股筛选结果

我们建议投资者在仓位选择上更大胆一些，市场出现任何下跌都是增持周期性股票的机会。我们将房地产行业从“标配”升至“超配”，维持消费品、互联网/科技、机械、水泥/建筑以及石油天然气行业为“超配”。我们还更新了个股筛选结果，从瑞银覆盖的中资股里选出了10只最看好个股和5只最不看好个股。

2010年9月17日

www.ubs.com/investmentresearch

唐志刚

策略分析师

john.tang@ubs.com

+852-2971 8396

陈恺如

助理分析师

jocelyn.chen@ubs.com

+852-2971 7096

行业配置与个股选择

行业配置		个股选择	
超配	低配	10大最看好个股	5大最不看好个股
■ 必需消费品	■ 保险	中国联通(0762.HK)	合生创展(0754.HK)
■ 可选消费品	■ 独立发电商	中国石油(0857.HK)	阿里巴巴(1688.HK)
■ 互联网/科技	■ 有色金属	雅居乐(3383.HK)	民生银行(1988.HK)
■ 机械/设备	■ 收费公路	中升控股(0881.HK)	ASM太平洋(0522.HK)
■ 水泥/建筑	■ 制造/出口	海螺水泥(0914.HK)	富士康(2038.HK)
■ 石油天然气		鞍钢股份(0347.HK)	
■ 房地产		安踏体育(2020.HK)	
		国际煤机(1683.HK)	
		中国龙工(3339.HK)	
		百盛集团(3368.HK)	

资料来源：瑞银估算

投资摘要

困难重重的3季度过后，我们认为今后3-6个月基本面和投资者对海外中资股的看法都将明显好转。

从全球角度看，我们发现美国一连串的3季度宏观数据都令人失望，这和我们2010年7月8日发表的报告《中国市场策略：经济减速背景下的投资之道》中的预期一致。不过，由于全球宏观经济状况依然低迷，投资者对新的经济刺激政策以及量化宽松措施的出台更具信心。因此，市场开始相信资金成本不仅较低，而且可能长期保持低企状态。

目前10年期美国国债的收益率为2.75%，低于MSCI中国指数2.86%的预期股息收益率。上次出现这种情况是在08年4季度，当时中国股市见底并在3个月后反弹。现在中资股的基本面好于08年4季度。MSCI中国指数当前的2010/11年动态市盈率为13.9倍/11.7倍，每股收益的年复合增长率为22%。每股收益增速远高于十年均值，动态市盈率则比十年均值低12%。

展望4季度，我们预计中国市场将出现一系列有利因素。本文将重点介绍五大有利因素：1)“十二五”规划；2)房地产销量上升；3)继续实现限电措施；4)放宽跨境投资限制；5)放开民间投资。

我们认为**十二五规划**将有利于股市。除了整体规划，各部委或行业都将起草各自的五年规划。我们预计一系列可观的五年规划目标将在2010年4季度出笼并得到探讨。同时，投资者担心的一些关键问题也将更加明朗，如房地产政策、经济刺激措施的可持续性以及地方政府的债务问题。

4季度房地产销量上升不仅有利于房地产行业，也有利于国内消费，尤其是汽车、家电和其他耐用消费品的销售。这些行业的去库存周期已经结束，我们预计销售额增长将推动工业产值上升并提高这些行业的盈利能力。另一方面，我们认为今后的房地产政策将比投资者预期的温和。我们认为，收回闲置土地的力度将加大，土地转让和保障性住房建设也将加快。不过，物业税尚未开征，我们认为投资者会对监管风险感到放心。

继续限电减少了高能耗行业的低端产品产量，使得行业龙头企业能够提高产品售价并获得更多市场份额。这些行业龙头企业往往是指数成分股公司，因此我们认为这有利于中国股市。我们预计，限电措施将延续到2010年底而且会有效延缓今后的产能建设速度。另一方面，它可能对上游供应商(煤炭、铁矿石、航运)和下游消费者产生不利影响。

放宽跨境投资限制对2010年4季度或2011年的资金流以及市场人气来说可能都是一个重大利好因素。我们认为，可能出台的措施有两项：1)在A股市场推出恒生ETF；2)离岸人民币投资A股。虽然无法保证这些措施将于何时启动，但我们认为它们出现的时间可能比预期早。

最后，我们认为放开民间投资将成为一项重要的长期政策。2010年7月27日国务院颁布了《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》，我们预计从4季度开始各部委将纷纷出台实施计划。这对私营和国营领域来说都应该是利好，因为这样可以优化经济结构。

今后3-6个月的基本面和市场情绪都将好转

资金成本低，而且可能长期低企

中资股估值有吸引力

4季度的五大有利因素

在我们看来，上述有利因素应使房地产、水泥、钢铁、资本品、消费品、汽车和家电等耐用品、科技、新能源以及新材料行业受益。

受益行业

从盘整变为牛市

展望今后3-6个月，我们认为MSCI中国指数可能突破现阶段的顶部并进一步上行。最重要的基本面因素是：资金成本低，而且可能长期保持低企状态。最近我们注意到，资金不断流入香港/内地市场，以参与中国经济增长带来的机会。同时，中国的行业基本面依然稳固，而上述五大利好因素的出现可能使人们淡忘中国市场的传统风险。

中国股市可能在3-6个月内破位上行

投资者怎么才能受益于盘整期向牛市的潜在转变呢？我们认为，投资者对基本面良好的周期性行业应采取更积极的态度。从现在起我们会把市场下跌都视为买入机会。

我们在本报告中把房地产行业的权重从“标配”升至“超配”。尽管该行业还面临监管和融资方面的不确定因素，但我们预计销量上升、房价稳定、没有出现更严厉的调控、土地转让更加活跃以及土地转让价格下降将减轻人们对这个估值有吸引力的行业的顾虑。我们重申必需消费品、可选消费品(零售、汽车、家电)、互联网/科技、机械、水泥/建筑以及石油天然气行业的权重仍为“超配”。

上调房地产行业权重

最后，我们按照瑞银的覆盖范围更新了个股筛选结果。

更新个股筛选结果

10大最看好个股：中国联通(0762.HK)、中石油(0857.HK)、雅居乐(3383.HK)、中升控股(0881.HK)、海螺水泥(0914.HK)、鞍钢股份(0347.HK)、安踏体育(2020.HK)、国际煤机(1683.HK)、中国龙工(3339.HK)、百盛集团(3368.HK)。

5大最不看好个股：合生创展(0754.HK)、阿里巴巴(1688.HK)、民生银行(1988.HK)、ASM太平洋(0522.HK)、富士康(2038.HK)。

五大有利因素

我们更看好海外中资股今后3-6个月的走势。关键原因在于对经济减速和去库存的担忧将成为历史，估值有吸引力而且利润增长仍然强劲；我们还认为，2010年4季度将出现一系列利好，它们不仅会使行业基本面更好，还会带动市场动能。

我们开始变得更乐观

我们重点介绍五个最重要的有利因素：

- 十二五规划的探讨
- 房地产销量上升
- 继续限电
- 放宽跨境投资限制
- 放开民间投资

利好因素 1：十二五规划

2010年是十一五规划的最后一年。从2011年起，政府就要为随后五年中国经济的发展制定新的路线方针。按惯例，2011年3月的全国人大会议将审批下一个五年规划。我们预计从2010年4季度起，有关中国下一个五年经济规划和目标的头条新闻及探讨将越来越多。

十二五规划探讨将从4季度开始

我们认为，即将出笼的十二五规划可能只是再次确认中国目前所走的发展道路。换句话说，我们估计不会有什么意外。创建和谐社会应仍是下一个五年规划的核心。为此，我们预计监管者将重申指导2009/10年决策的四项政策目标：1)保增长；2)促内需；3)调结构；4)惠民生。

十二五规划不会有什么意外

另一方面，我们预计对经济增长的重视程度将下降，结构性调整将更受关注。对上述四项政策目标进行权衡不可避免。比如，过度重视经济增长将有损环境，会使资产泡沫变大，会加剧贫富阶层之间的紧张关系。关键问题是，如果出现冲突，应首先确保哪个目标？我们注意到，中国领导人正致力于建立更均衡的经济增长模式。监管者目前更关注环境保护、有效利用资源、东西部差异和不断扩大的收入差距。我们认为，今后只有在经济发展面临风险时保增长才会成为重中之重。在其他情况下，首要任务将是结构性调整。

更注重结构性调整，对增长的重视程度将下降

同时，监管者会青睐支持多项目标的政策。比如，提高最低工资不仅能缩小收入差距，还会刺激国内消费。这样的政策更有可能延续到下一个五年。

基于上述理解，我们预计十二五规划将包括：

预计十二五规划将包括下列要素

- 西部开发
 - 增加基础设施投资、财政补贴和优惠政策将推动中国西部的发展和城镇化进程
- 新农村建设
 - 通过财政补贴和提高农产品价格来支持农业生产
 - 推动农村地区城镇化和工业化

■ 扩大内需

- 继续为国内耐用品消费提供支持
- 增加保障房供应并抑制房地产行业的资产泡沫
- 提高工薪阶层收入

■ 工业升级改造

- 对低端产品制造、产能过剩、能源效率低下和造成污染的行业予以限制
- 鼓励行业整合以及向高附加值领域的转移
- 为新兴行业及新技术提供支持和补贴

■ 惠民生

- 消除城乡地区在医疗、教育和退休保障方面的差距

市场影响

我们认为十二五规划的探讨将有利于海外中资股。

市场影响：积极

- 我们预计，各主要部委将在今后 3-6 个月内公布一系列可观的五年目标和详细规划。其中多数规划都会描绘出积极的远景。它们可能使中国的长期前景更加明朗，带动市场情绪并增强中国相对于其他市场的吸引力。
- 另一方面，目前市场对中国经济的顾虑，比如房地产泡沫和地方政府债务问题，也可能因为明确相关领域的长期政策而得到缓解。

行业影响

整体来说，4季度有关十二五规划的探讨将再次强化基建、城镇化、国内消费和提高农村富裕程度等积极前景，指向更大的IT和高端设备需求以及不断提高的社会福利开支。

受益行业：十二五规划应有利于基建、水泥、钢铁、中低端消费品牌、耐用品(如汽车、家电等)、医疗保健、农业、机械、互联网和IT行业。

受损行业：较为落后的制造商、劳动密集型产业、低端产品出口商和负债比率高的私营房地产开发商。

利好因素 2：房地产销量上升

自4月调控政策出台以来，房地产交易量经历了四个月的低迷态势，我们预计房地产销量将在2010年9、10月份再次攀升。

- 中国主要城市的房地产销量 8 月份都出现回升。例如，上海、深圳、广州和北京 8 月的住宅销量环比增长 27%，比 2010 年 5 月低点高出 64%。CEIC 的数据显示，全国范围内 8 月份已售建面环比增长 8%；对于八家已公布 7、8 月份合同销售情况的全国性房地产开发商(包括万科、中国海外、保利等)来说，已售总建面环比增加 33%。
- 9、10 月份是房地产销售的传统旺季。这两个月份包括中秋节和为期一周的国庆长假。此外，在炎热的夏季过后，购房者通常也更乐意外出看房。
- 房地产供应量也显著增加。我们注意到从 09 年 3 季度到 4 季度，中国的房地产开工量环比增加 67%。根据我们的房地产研究小组，建造一个住宅项目通常需要 10-12 个月的时间。因此，今后两个月内可供出售的住宅面积可能出现相应增加。
- 最后，投资者不应低估需求的力量。中国的房地产需求由两个基本力量所推动：城镇化和人口结构变化，二者都应至少再持续 3-5 年。
 - 过去十年中国加速城镇化。过去 10 年内有约 1.6 亿农村人口获得城市居住权。他们或是放弃自己的土地迁移到城市，或是原先所居住的村庄划入城市范畴。目前，中国城乡人口比例约为 50：50，而 10 年前该比例约为 35：65。展望未来，我们预计城镇化力量将继续对中国的房地产市场产生影响。
 - 再城镇化是另一个重要力量。即便在老城区，也在进行大规模的市中心再开发、旧房更新改造以及向郊区新建住宅区的拆迁。再开发和拆迁需要也会创造大量的房地产需求。
 - 我们预计大量年轻人将涌入就业大军。从 2002 年至 2010 年，中国每年的大学毕业生从 100 万人增加到 500 万人。其中多数留在城市工作和居住。预计到 2013 年，大学毕业生人数将进一步增至 650 万。

关键问题是，房价是否会再次上涨，政府是否会出台更多针对房地产业的调控措施。

首先，我们预计即使今后2-3个月内中国房地产市场销量显著回升，市场价格也不会急剧攀升。我们预计房地产供应量将增加，供需状况将趋于平衡。另外，土地供应量的激增和严格的融资条件会促使中国开发商加快销售步伐。而且开发商都深知房价大幅上涨将引发更严厉的调控政策。我们认为，开发商目前可能更倾向于保持房价稳定。

在房价不大幅上涨的情况下，我们预计未来房地产市场将仅面临温和的调控措施。我们预计中央将在4季度出台两项新政策：(1)加大闲置土地收回力度，(2)敦促地方政府出让土地和建设保障性住房。但我们预计不会有更严厉的调控措施，比如开征物业税。

9、10月份房地产销量可能上升

8月已现回升

传统旺季

这次供应量将大为增加

受城镇化和人口结构带动，需求极其强劲

房价稳定，销量攀升

未来将仅面临温和的房地产调控措施。

- **加大闲置土地收回力度。**国土资源部编写了一份已出让但尚未开发的土地清单，这些土地的开发进度远落后于承诺的建设进度。我们预计今后监管部门将更坚决地收回闲置土地重新转让。如果政府实施更严格的闲置土地回收政策，那么建设活动应会加快，供应量也会增加，但这对拥有大量土地储备但不具备相应工程执行能力的民营开发商来说应属不利。
- **敦促地方出让土地和建设保障性住房。**我们注意到，2010 年全国范围内的土地销售一直落后于全年目标。国土资源部制订的 2010 年住宅用地供应目标为 18.6 万公顷，同比增幅为 140%。但中国指数研究院的数据显示，从 2010 年 1 月至 7 月，103 个主要城市的已出让土地面积仅增长 83%。特别是许多省份的经适房建设都落后于进度。因此，我们预计中央可能会出台新政策要求地方政府加快土地出让和建设保障性住房。

市场影响

我们认为，**房地产调控措施应比市场预期温和。**我们认为，监管部门担心房价上涨可能会对来未来中国的银行系统带来不利影响。同时，监管部门将推进土地出让和房地产建设，以便增加供应。**4季度房地产销量上升和土地拍卖提速**应有助于刺激国内需求和建设活动，将对股市产生有利影响。

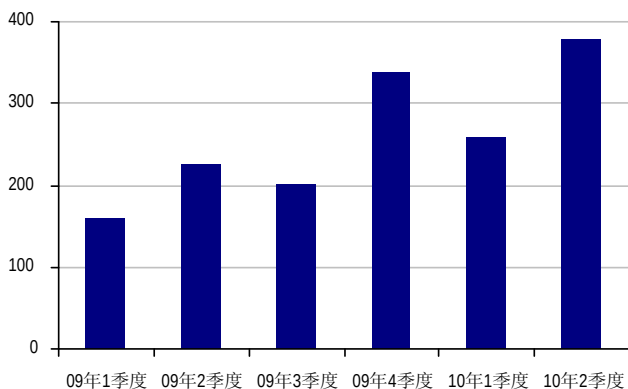
另一方面，我们预计政府不会采取严厉的措施，如开征物业税。投资者大多认为政府会采取比收回闲置土地更严厉的措施。因此，如果政府未采取严厉的调控措施，股市应会做出积极反应。

行业影响

4季度土地出让增加可能会促使开发商加快建设活动，**有利于水泥、钢铁、基建机械和其它建筑相关行业。**

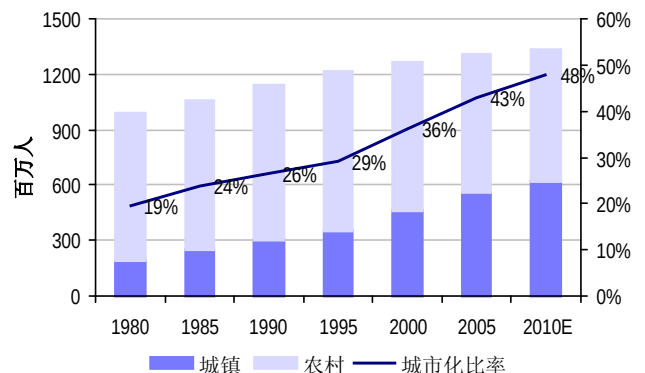
同时，也会惠及国内消费品和耐用品行业，例如汽车、家电、家具、装饰材料等。特别是对于汽车和家电行业，我们发现2010年4月实施的房地产调控从5、6月份起引发了这两个行业的去库存化。到目前为止，去库存化已结束，房地产销量上升应有助于提升这两个行业的产量和盈利能力。

图1: 新开工面积(百万平米)



资料来源: CEIC、瑞银估算

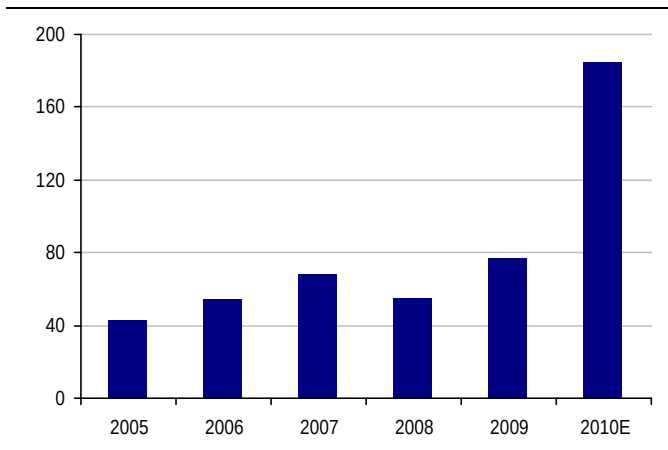
图2: 城乡人口比例



调控措施将比想像中温和

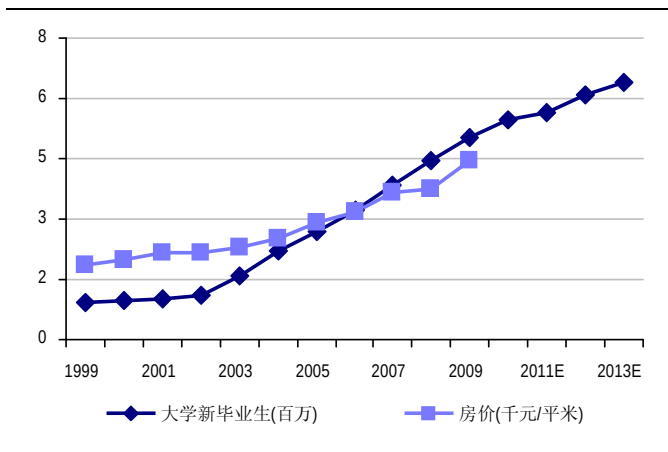
暂不征收物业税

图3: 土地供应配额(千公顷)



资料来源: 国土资源部

图5: 大学新毕业生和房价



资料来源: CEIC、瑞银估算

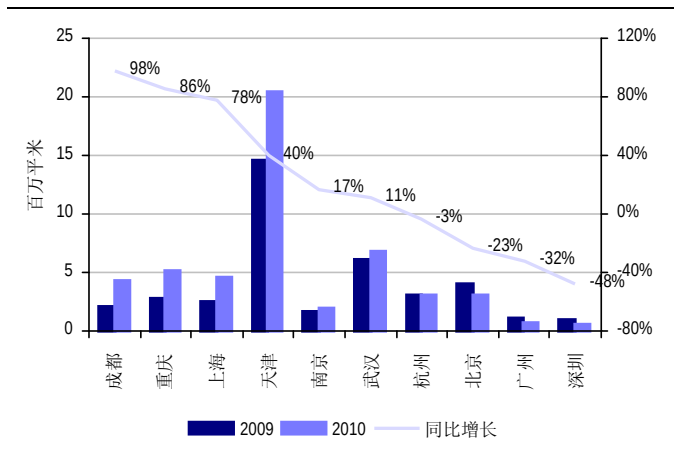
利好因素 3: 继续限电

中国目前远未达到其**2010年节能目标**, 监管部门的态度正趋于严厉。中国在十一五规划中承诺, 2006-2010年将实现单位GDP能耗累计降低20%。但从2006年至2009年, 年均能耗降幅仅为4.2%。而且, 由于经济复苏源于投资, 单位GDP能耗2010年1季度增长3.2%, 上半年增长0.1%。因此, 2010年下半年需将能耗降低5.3%才能达到目标。这是一个艰巨的任务。

2010年5月, 国务院重申能效目标并要求各地予以遵守, 我们看到之后各地政府在这方面的干预愈加严厉。

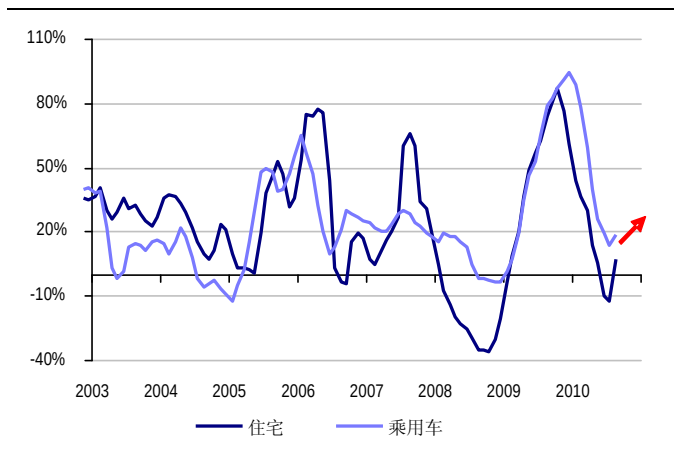
- **电价上调:** 2010年5月12日, 国家发改委出台一项新的电价政策, 对低能效行业的电价进行上调。受影响行业包括电解铝、铜冶炼、钢铁、铁合金、水泥、造纸、玻璃、化纤、焦炭、印染、锌冶炼和氢氧化钠等。从2010年6月1日开始, 限制类和淘汰类企业的电价分别被上调15-20%和45-60%。

图4: 主要城市1-8月份土地出让面积(百万平米)



资料来源: 中国指数研究院

图6: 住宅和乘用车销量同比增幅(经季节性因素调整)



更严格地贯彻节能目标

自2010年5月后政府干预更为严厉

■ **关停落后产能。**2010年8月8日，工业和信息化部公告18个行业2087家需在2010年9月底前关停落后产能的名单。这份名单包括762家水泥企业、279家造纸企业、201家印染企业、192家焦炭企业、175家钢企、142家铁合金企业和84家制革企业。

■ **中央巡查。**2010年8月31日，国务院宣布将派遣六个小组分赴各省检查能效目标的实施情况。我们看到之后各省官员更是加大了限产力度。

自8月份开始，中国各地普遍实施限电这一迄今最严厉的措施。据新华社消息，浙江、江苏和安徽(均位于华东)都从8月份起开始对应关停企业以及水泥、钢铁、有色金属和纺织行业等高能耗行业实行限电。对这些企业实施1个月强制性停产7-10天。最近，新华社还报道称，福建、河北和山西的水泥和钢铁企业也实行了限电。因此，过去一个月，华东地区的水泥价格上涨超过15-30%，钢价上涨3%。

我们认为，限电措施可能延续至年底。能效目标对各省和直辖市都是强制性的。如果能效目标未能达到，可能危及地方政府长官的晋升甚至留任。我们预计，在此压力下限电措施可能将继续执行至今年底。

另外，如果限电措施被证实有效，尚未达到能效目标的省份可能会效仿。表1所示为各省2010年下半年的节能目标。共有18个省(市、自治区)需将单位GDP能耗降低2%以上，包括广东、福建、浙江、江苏、上海、河北、河南、江西、陕西等工业发达地区。我们认为，这些省(市、自治区)4季度可能推出或延续限电政策。

市场影响

瑞银经济学家汪涛在2010年7月29日的报告《实现节能减排目标对经济增长影响几何？》中指出，实现“十一五”规划的节能减排目标在2010年下半年对GDP增速的影响可能达2个百分点。

即便如此，我们预计限电措施对中国股市的影响将为“中性”至“正面”。限电主要针对小企业和效率不高的企业。因此，指数成分股公司(通常为行业龙头企业)应会受益于较小竞争对手被关停的局面。这些公司的产品价格上涨和市场份额扩大应会提高其利润率。另一方面，我们预计工厂关停不会导致坏账增加。长期以来，银行业就一直被禁止向受限制行业放贷。这类企业关停应不会影响中国各大银行的资产负债表。

行业影响

利好受限制行业的领先企业。我们认为，水泥、钢铁、有色金属、造纸、玻璃和化工行业内的龙头企业应受惠于政府此次所采取的强力措施。

■ **产能和产量降低应有助于提高产品价格。**例如，瑞银水泥行业分析师密叶舟发现，华东的水泥价格在一个月內上涨了15-20%。他预计水泥价格在年底前还有进一步上涨空间。瑞银钢铁行业分析师唐晓波也预计钢价将获得良好支撑。

■ **领先企业的产能所受影响较小。**我们注意到，政府此次行动主要针对能效较低的落后小厂。领先企业通常采用先进技术，因此所受影响较小。

自8月份开始中国各地普遍限电，导致水泥和钢铁价格上涨

可能延续至2010年底

可能波及更多省份

2010年下半年GDP增速将降低2个百分点

鉴于大企业所受影响较小，因此对市场影响为“中性”至“正面”

行业龙头企业将受惠于价格和市场份额的提高

对煤炭、铁矿石、散货运输企业和下游建筑企业不利。水泥和钢铁产量下降对铁矿石、煤炭和散货运输企业等上游行业不利，原因是材料的需求可能下滑。另一方面，材料成本上涨对下游企业不利。考虑到中国建筑企业往往无法将材料成本完全转嫁给客户，因此水泥和钢铁价格上涨可能会影响其利润率。

上游供应商和下游客户可能受到影响

表1: “十一五”规划节能目标的完成状况

地区	06-09年降幅%	2010年上半年降幅(增幅) %	2010年下半年需下降 %
青海	12.5	(7.5)	16.1
新疆	8.6	(3.1)	15.6
宁夏	16.4	(7.7)	12.1
西藏	9.6	na	11.5
广西	13.5	(3.6)	11.1
海南	7.1	3.2	10.7
福建	13.2	2.4	5.4
广东	13.8	2.2	5.0
贵州	15.0	1.0	4.9
陕西	17.2	(0.9)	4.2
云南	14.1	2.6	4.2
江苏	17.5	(0.1)	3.1
上海	17.1	0.5	2.9
河南	17.0	0.9	2.7
江西	16.7	1.6	2.3
浙江	17.4	1.0	2.2
甘肃	17.3	1.1	2.2
河北	17.2	1.4	2.0
辽宁	18.8	(0.3)	1.8
湖南	18.2	0.7	1.5
黑龙江	16.4	3.0	1.3
安徽	16.1	3.6	1.0
四川	16.4	4.1	0.3
湖北	18.5	1.7	0.2
山东	18.5	1.6	0.2
重庆	17.1	3.4	0.1
内蒙古	18.3	2.1	0.0
北京	23.3	2.4	已完成
天津	20.1	1.0	已完成
山西	18.3	2.4	已完成
吉林	17.5	5.6	已完成

资料来源：国家发改委、瑞银估算

表2: 工业和信息化部要求18个行业实现的产能关停目标

	2009年产量 (1)	产能关停目标 (2)	比率 (2)/(1)
铁(百万吨)	544	30	5.5%
钢铁(百万吨)	568	8	1.5%
水泥(百万吨)	1,650	92	5.5%
玻璃(百万箱)	561	6	1.2%
焦炭(百万吨)	345	21	6.2%
铁合金(千吨)	22,094	1,440	6.5%
造纸(千吨)	93,887	4,320	4.6%
酒精(千吨)	5,854	677	11.6%
电解铝(千吨)	12,965	339	2.6%
铜(千吨)	4,252	117	2.8%
锌(千吨)	4,416	113	2.6%
铅(千吨)	3,871	243	6.3%
碳化钙(千吨)	15,033	718	4.8%
味精(千吨)	2,550	189	7.4%
柠檬酸(千吨)	...	17	...
皮革(万件)	...	1,200	...
印染(亿米)	...	31	...
化学纤维(千吨)	27,261	558	2.0%

资料来源：中华人民共和国工业和信息化部、瑞银估算

利好因素 4：放宽跨境投资限制

我们认为4季度可能推出两项开放跨境股票投资的重要举措：(1)恒指ETF在A股市场上市；(2)允许香港居民利用境外人民币资产投资A股市场。

两大举措可能推出

恒指 ETF 在 A 股市场上市

据香港《信报》2010年9月16日报道，今年底之前A股市场可能推出两个恒生指数ETF产品。这两个ETF产品将分别追踪恒生指数与恒生国企指数(H股指数)。《信报》还称，深圳证券交易所目前正就H股ETF进行测试。

离岸人民币投资 A 股市场

2010年6月28日，中国证监会副主席证实，监管层可能批准香港投资者以所持人民币资产投资A股。

我们注意到近来香港离岸人民币业务取得了重大进展。7月19日，中国人民银行与香港金融管理局签署了一份人民币清算协议，这可能进一步提升香港作为人民币离岸中心的地位。香港已成为最重要的人民币离岸中心。据香港金管局表示，中国75%的人民币离岸贸易结算是通过香港完成。据《上海证券报》2010年8月3日报道，香港可能于8月初推出首只境外人民币基金。基金规模估计为40-50亿元。尽管基金在第一阶段将投向人民币固定收益产品，但是报道称一旦监管层批准，这只基金将涉足A股和国内证券产品。

但是，目前人民币离岸交易业务仅限于贸易和固定收益产品。展望未来，我们预计境外人民币可能在6-12个月内获准投资A股市场。

最后，私企的业务成本可能因此大幅下降。一旦监管机构开放国内金融业，私企的融资环境可能大为改善。另一方面，准入门槛降低与审批手续简化也有利于开展业务。

降低民营企业的成本，促进融资

行业影响

在现阶段，由于国务院的政策报告仍是指导性文件，没有太多的实施细则，因此各行业或企业在财务上所受到的影响难以量化。虽然如此，我们坚信国内这次民营化举措将**利好**下列行业：

目前难以量化，但受益方显而易见

- **建筑、材料、金属、资本品和 IT 行业。** 这些行业往往随着工业活动增加和资本支出提高而有出色表现。
- **银行。** (1)融资需求将上扬；(2)监管放松后银行所提供的业务及盈利能力可能获得改善；(3)经济强劲降低了地方政府债务或不良贷款造成的风险。
- **消费。** 工资提高和就业率增加将刺激全国的消费。

我们还想强调一点：民营化举措对民营经济无疑是个利好因素，但这不一定意味着对国有经济是不利因素。正如我们上面指出的那样，该举措有助于改善国企的企业治理，为国企分拆亏损业务，专注于核心业务提供了机会。最后，民营经济的繁荣也意味着需求增长，可能给国企带来更高的收入。

表4: 私企获准进入的行业

私人投资者可			
行业	控股	参股	牵头负责部门
基础设施			
1.公路、港口、机场	公路、港口、民用机场、通用航空设施		交通部
2.铁路		铁路干线和支线、铁路轮渡和站场、煤运通道、客运专线和城际轨道交通	铁道部
3.水务公用事业		灌溉、输水、水土保持	水利部
4.电力	水电、热电厂	风电、太阳能发电、地热能 and 生物质能建设	发改委下属能源局
5.油气		油气勘探 and 开发, 原油、天然气 and 精炼油储藏 and 管道网络建设	发改委下属能源局
6.电信		基础电信业务; 增值服务	工业和信息化部
7.土地改良与金属采矿	所有种类矿山的采矿权	土地改良、矿山环境恢复	国土资源部
民用公共事业与经适房			
1.民用公共事业	供水、供气、供热、污水与废物处理、公共交通、城市绿化		住房和城乡建设部
2.经适房		经适房、公租房、旧城改造	住房和城乡建设部
社会企业			
1.医疗	医院、社区诊所、疾病康复中心		国家医改委
2.教育与培训	大学与学院、中学、小学、幼儿园、职业培训中心		教育部
3.社会福利	疗养院、康复中心、儿童护理服务		民政部
4.文化活动	广告、印刷、娱乐、文化、展览、影视; 博物馆、图书馆、文化中心、影院		文化部
5.旅游	旅游景点、旅游设施建设和休闲娱乐服务		国家旅游局
6.体育	运动用品生产、运动设施建设、健身和表演活动		国家体育总局
金融服务			
1.金融机构	村镇银行、贷款机构、农村互助合作公司	大型商业银行、信用合作社	银监会
商业贸易			
1.商业贸易	批发、零售、物流、连锁店、电子商务		商务部
国防			
1.国防		军工企业重组、军民两用高科技开发与产业化、军事研发任务	国防科技工业局

资料来源: 国务院

估值不高

目前市场对MSCI中国指数的估值对应的2010财年预期市盈率为13.9倍，2011财年预期市盈率为11.7倍，2010-2011年的每股收益年均复合增速为22%，这远高于过去10年12.6%的平均水平，该指数的动态市盈率则比10年来的平均值低12%。

和其他市场相比，MSCI中国指数的2010年市盈率在亚洲排名倒数第二。

同时，我们注意到MSCI中国指数息差(MSCI中国指数股息收益率减10年期美国国债收益率)再次转为正值。目前中国股市平均股息回报率高于10年期美国国债收益率。在全球利率较低的形势下，我们认为股市的吸引力已超过了固定收益市场。上次息差于2008年4季度转为正值的时候，MSCI中国指数触及底部，接下来6个月迎来一波大幅反弹的走势。

估值本身虽不足以左右市场，但防御性估值无论如何都能在人气下降时为市场提供一定的支撑。实际上，当前估值表明市场认为今后的盈利不会上升。如果盈利预期下调幅度有限或根本没有下调，全球局势开始好转时就可能出现较大的上升空间。

增势强劲，估值合理

息差转正，资金成本低

图7: MSCI中国指数12个月动态市盈率区间



图8: MSCI中国指数12个月动态市净率区间



资料来源: Datastream, 瑞银

表5: MSCI指数中中国内地和其他主要地区性和全球性市场的估值情况

MSCI指数	市盈率			市净率			每股收益增长(%)	
	09E	10E	11E	09E	10E	11E	10E	11E
中国内地	17.3	13.9	11.7	2.5	2.2	1.9	24.8	18.9
香港	22.8	17.5	15.8	1.5	1.5	1.4	30.0	10.9
印度	22.0	17.9	15.0	3.0	2.8	2.6	22.6	19.4
印尼	23.5	16.0	12.9	5.0	4.0	3.3	47.1	23.8
韩国	15.9	9.5	9.6	1.5	1.3	1.2	66.4	-0.6
马来西亚	22.5	16.6	14.0	2.5	2.1	1.9	35.1	19.2
菲律宾	21.5	17.9	15.4	3.0	2.8	2.6	20.1	15.7
新加坡	19.8	15.8	13.2	2.2	1.9	1.8	25.1	19.3
台湾	29.1	15.5	14.4	2.2	2.0	2.0	87.7	7.6
泰国	19.9	16.0	12.8	2.6	2.2	2.0	24.7	24.5
亚洲(不含日本)	18.7	13.9	12.5	2.2	2.0	1.8	34.9	10.6

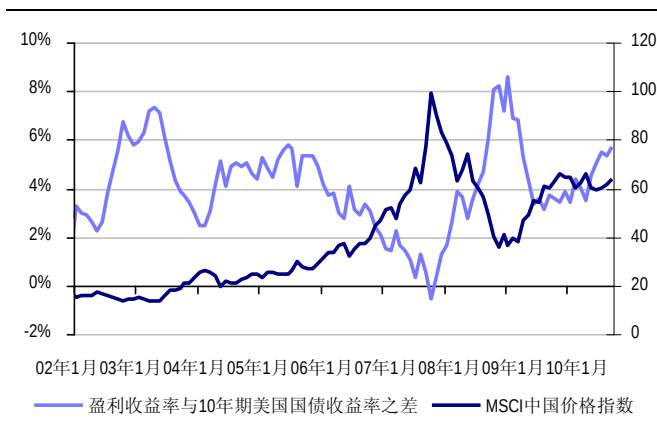
资料来源: 瑞银、Datastream、彭博

表6: 目前估值和10年来平均值的标准差

行业	2010年盈利 预期调整(%)		和历史平均值 的标准差		每股收益 年均复合增速 2009-11E	市盈率相对 盈利增长比率	市净率/ (股权回报率- 权益成本)	表现(%)	
	1个月	3个月	市盈率	市净率				1个月	3个月
资本品	2.5	0.8	-0.4	0.5	19%	0.9	0.5	7.9	17.4
可选消费品	5.4	-0.3	1.1	2.0	23%	1.0	0.4	9.2	12.3
必需消费品	0.8	0.6	0.6	1.6	15%	1.6	0.4	3.3	10.7
银行	0.3	0.3	-1.2	-0.7	19%	0.7	0.2	2.7	5.0
能源	1.9	-0.1	0.1	0.1	22%	0.7	0.3	7.8	5.1
交通运输	39.8	78.8	0.2	0.1	222%	0.6	-1.2	3.6	9.7
信息技术	2.8	1.0	0.0	0.3	170%	0.6	1.0	5.1	13.8
保险	3.5	1.2	-0.3	0.2	19%	1.4	0.6	0.4	-0.8
材料	-4.7	-5.9	0.3	0.2	46%	0.6	0.7	7.3	16.3
房地产	2.5	-2.5	0.0	0.2	16%	0.9	0.4	3.1	12.3
电信	1.7	0.0	-0.4	-0.6	4%	3.1	0.3	-2.2	4.3
公用事业	3.3	-0.7	0.4	0.0	13%	1.3	0.8	2.2	10.4

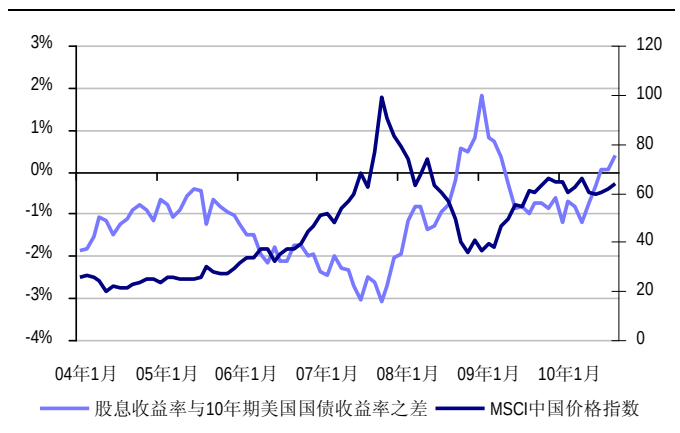
资料来源: Datastream

图9: MSCI中国指数盈利收益率利差和MSCI中国价格指数



资料来源: 彭博资讯、Datastream、瑞银估算

图10: MSCI中国指数股息收益率利差和MSCI中国价格指数



盈利前景企稳

我们注意到，卖方分析师对盈利前景显得越来越有信心，原因是中期业绩表现强劲。市场给出的2010/11年盈利预估值因此分别从-0.5%上调至2.8%，从-1.2%上调至1%，重返正值区间。

中报季内盈利预测上升的行业

- 交通运输行业的盈利预测增长率仍最高，达**49%**，其中**中国远洋**和**中海集运**在行业中处于领先地位。两家公司**2010年上半年的净利润分别增长了40%和30%**。
- 可选消费品行业盈利预测增长**20%**，**2010年主要净利润点阵导致了40%的净利润提升**，**2010年上半年的净利润增长率为15%**，**主要由于净利润点阵导致了40%的净利润提升**。
- 保险行业的盈利预测提高了**15%**，**中国人保以15%的盈利预测居于领先地位**。利润得到回升。分析师预计综合赔付率将下降，行政开支的控制将趋紧。
- 公用事业行业的盈利预测提高了**10%**，**多数公用事业公司的中期业绩都超过了市场预期**。我们发现，利润消息影响，独立发电商股价昨天强势走高。然而，考虑**煤价**能带来不利影响以**及煤价**报率低迷，我们对独立发电商依然保持谨慎态度。中报季内盈利预测下降的行业

盈利预测大幅下降的只有材料行业，降幅为**4.7%**，拖累**中化国际**（**下降12%**）**下半年前景可能仍欠佳**，因为平均铝价可能低于

市场、行业 and 个股

展望未来6个月，MSCI中国指数有望突破当前交易区间上端，结束震荡市，进入上升市。

可能结束区间震荡走势，进入上升期

我们在7月8日的中国市场策略报告《经济减速背景下的投资之道》中曾预测2010年下半年股市将维持区间震荡格局，是因为 (1) 盈利强劲增长和下行风险有限将确保区间下限无虞；(2) 美国3季度宏观数据疲弱、中国去库存化和欧洲主权债务风险将抑制上行空间。到目前为止，市场仍维持区间震荡。

现在，我们开始看到一些新力量的出现可能最终将大盘带入上升期。

一些新力量的出现

- **最重要的是资本成本低，而且可能会在较长一段时间内持续处于低位。**由于美国为支撑经济复苏可能恢复量化宽松政策(QE II)，10 年期美国国债的收益率现为 2.75%。历史上我们很少看到 MSCI 中国指数的股息收益率高于 10 年期美国国债收益率。现在，我们看到了这样的情况，而且预计未来 12 个月内国债收益率也不会很快上升。相比之下，中国股票变成了具有吸引力的资产类别。

融资成本低使得中国股票更具吸引力

我们注意到过去一个月有资金持续流入香港/中国内地股市。中国在新兴市场指数中的权重最高(18.2%)，我们的确看到国际投资者的风险偏好在上

升。

- **中国基本面仍稳健。**住宅土地出让面积大幅增加、房地产交易量上升、放开民间投资以及放宽跨境投资限制等，都应能继续提升中国需求。中国仍需进行大量建设，需进行大量改革和市场化。当局似乎正在朝着实现这些目标的正确方向推进。而且，中国的出口行业在严峻的国际环境中也颇具防御性。8 月份出口额同比仍增加 34.4%，高于市场预期。

稳健的基本面

- **中国担忧将减弱。**只要中国经济仍在增长，当前的诸多中国担忧在不远的未来可能都不会再是问题。比如，随着年初以来土地出让面积大幅增加，3-6 个月后房地产供应量应更充足。随着供应增加，全中国范围内的房价上涨速度不会再像以前那样快。这可能会降低投资者的资产泡沫担忧。而且，中国当局也在努力减弱地方政府债务的影响。我们预计 12 个月内将公布一个综合性解决方案。

中国风险降低，五大刺激因素

在股市可能从区间震荡转向上升期的过程中，如何投资获利？我们建议投资者在仓位选择上可以更大胆一些，市场出现任何下跌都是增持周期性股票的机会。我们在7月8日的中国市场策略报告《经济减速背景下的投资之道》中曾列出9月末起投资者可买入的三类周期性行业：房地产、钢铁和汽车。我们现在仍坚持7月份的预测，对推荐行业和个股作相应调整。

图11: MSCI中国指数自2009年8月以来的交易区间



资料来源: Datastream

将房地产行业升至“超配”

我们决定将房地产行业从“标配”升至“超配”。该行业目前的2010年动态市盈率为12.9倍，每股收益的二年复合增长率为16%。同时，行业股价较每股净资产值折让35%。当然，仍有很多投资者对行业有所担心，尤其是监管和融资风险。不过，我们预计9、10月份房地产销量将上升、房价保持稳定、未出台更严厉的调控措施、土地出让面积增加以及土地出让价格下降等应能提振投资者对该行业的信心。行业股息收益率为2.1%，也具有吸引力。

监管和融资风险无法掩盖中国房地产行业的估值吸引力和信心提升

表7: 调整后的瑞银中国行业配置

超配	标配	低配
■ 必需消费品	■ 银行	■ 保险
■ 可选消费品	■ 钢铁	■ 独立发电商
■ 互联网/科技	■ 医疗保健	■ 有色金属
■ 机械/设备	■ 电信	■ 收费公路
■ 水泥/建筑	■ 综合企业	■ 制造/出口
■ 石油天然气	■ 交通	
■ 房地产	■ 煤炭	

资料来源: 瑞银估算

个股选择

根据我们调整后的行业配置，我们在下面列出从瑞银覆盖的中国股票中筛选得到的最看好个股和最不看好个股。

10大最看好个股：中国联通(0762.HK)，中国石油(0857.HK)，雅居乐(3383.HK)，中升控股(0881.HK)，海螺水泥(0914.HK)，鞍钢股份(0347.HK)，安踏体育(2020.HK)，国际煤机(1683.HK)，中国龙工(3339.HK)，百盛集团(3368.HK)。

5大最不看好个股：合生创展(0754.HK)，阿里巴巴(1688.HK)，民生银行(1988.HK)，ASM太平洋(0522.HK)，富士康国际(2038.HK)

表8: 瑞银覆盖中国股票中最看好和最不看好的个股

股票代码	名称	瑞银 评级	最近 价格	目标价	市值 (10亿 美元)	市盈率			市净率			股息收益率		每股收益增长		
						2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
最看好的个股																
HK0762	中国联通	买入	11.78	12.6	30	25.0	44.8	29.3	1.0	1.2	1.1	1.6	1.6	-25%	-33%	51%
HK0857	中国石油	买入	8.55	11	212	12.7	10.1	8.7	1.6	1.5	1.3	4.4	5.2	-10%	31%	16%
HK3383	雅居乐	买入	9.6	11.76	4	13.1	10.5	9.5	1.8	1.8	1.6	2.1	2.3	16%	47%	10%
HK0881	中升控股	买入	14.6	14.5	3	na	22.5	14.4	na	4.3	3.6	1.2	1.8	115%	120%	55%
HK0914	海螺水泥	买入(CBE)	32.7	31.5	10	21.5	19.1	15.0	2.4	3.0	2.6	1.1	1.3	34%	51%	26%
HK0347	鞍钢股份	买入(CBE)	12.9	14.1	12	113.1	17.3	14.7	1.5	1.4	1.4	2.9	3.4	-76%	561%	17%
HK2020	安踏体育	中性	16.24	15.7	4	14.6	24.3	20.1	3.6	6.2	5.6	2.5	3.0	39%	16%	20%
HK1683	国际煤机	买入	5.4	5.8	1	na	18.7	10.9	na	2.3	1.9	5.5	1.8	52%	44%	70%
HK3339	中国龙工	买入	7.41	8.5	1	11.0	10.8	9.9	1.2	1.4	1.2	5.1	5.5	20%	61%	7%
HK3368	百盛集团	买入	14.12	18.07	5	28.6	29.9	23.1	6.6	7.2	5.9	1.0	1.3	8%	27%	28%
最不看好的个股																
HK0754	合生创展	卖出	9.06	8.3	2	6.7	7.3	6.3	0.6	0.5	0.4	0.9	1.0	0.2	-0.2	0.2
HK1688	阿里巴巴	卖出	15.12	6	11	82.0	57.6	43.5	11.2	8.9	7.2	0.0	0.0	-32%	41%	31%
HK1988	民生银行	卖出	7.01	7.45	24	20.6	10.8	9.5	1.9	1.6	1.4	1.4	1.6	-11%	82%	12%
HK0522	ASM太平洋	卖出	65.95	62	3	18.8	14.4	17.5	5.1	7.0	6.8	5.8	5.4	-4%	92%	-17%
HK2038	富士康国际	卖出(CBE)	5.5	5	6	117.6	-267.3	100.9	1.3	1.4	1.4	0.0	0.0	-68%	-148%	365%

以上数据截至2010年9月16日。资料来源：瑞银

对最看好个股所作的主要调整

■ 新增雅居乐(3383.HK)

由于我们上调房地产行业评级，我们将雅居乐加入最看好个股名单。我们看好雅居乐有利的财务状况、审慎的土地储备以及相对有吸引力的估值。我们预计雅居乐将受益于2010年下半年开盘面积的增加。2010年下半年计划开盘总面积为475万平米，相比之下2010年上半年销售面积为100万平米。目前该股股价比每股净资产值低41%，大于行业平均35%的折价幅度。

■ 新增海螺水泥(0914.HK)

海螺水泥是华东地区拉闸限电举措的主要受益者之一。据瑞银分析师密叶舟称，由于供应紧张，过去一个月华东地区水泥价格上涨了15-30%。而且，由于新开工面积和土地转让面积强劲，需求可能超出预期。海螺水泥目前的2010/2011年动态市盈率分别为19.1倍/15.0倍，2010年市净率3.0倍。

■ 新增鞍钢股份(0347.HK)

拉闸限电措施带来了期待已久的行业限产，提升钢铁行业的吸引力。瑞银分析师唐晓波相信拉闸限电措施将导致4季度钢价上涨、原材料成本下降。我们优选那些拥有自有电厂的大型钢企，小型钢企往往依赖外部供电。鞍钢股份目前的2010/11年动态市净率分别为1.4倍/1.4倍，2010/11年动态市盈率分别为17.2倍/14.3倍。

■ 新增国际煤机(1683.HK)

国际煤机是中国领先的煤矿井下采掘设备的设计商及制造商。2008年以销量计，公司在掘进机和采煤机市场的份额均为27%。瑞银分析师戴骏相信国内煤炭产量增长、重视开采效率和安全、安装基数扩大等都将为需求提供强劲支持。我们预计受营业收入增长21%以及毛利率改善推动，2010-2012年的净利润年复合增长率将达到41%。国际煤机目前的2010/2011年动态市盈率分别为18.7倍/10.9倍，2010年市净率2.3倍。

更新最不看好个股

■ 合生创展(0754.HK)

我们仍不看好合生创展，因为 1) 公司在北京拥有较大规模业务，而该地区可能面临最严厉的调控措施；2) 应付土地增值税相对较高，可能令财务状况承压。而且，高层频繁换人以及对外沟通少，也加大了不确定性。合生创展当前股价较每股净资产值折让63%。

■ 阿里巴巴(1688.HK)

我们仍谨慎看待阿里巴巴，因为 1) 用户增长放缓可能引发担忧；2) 进一步注入资产的可能性低；3) 雅虎拒绝了阿里巴巴的回购提议，可能引发股东结构不确定性担忧；4) 估值高。阿里巴巴当前股价对应2010/2011年动态市盈率57.6倍/43.5倍。

■ 民生银行(1988.HK)

由于利润率和资本金担忧，瑞银分析师吴拳拳将民生银行的评级从“买入”降至“卖出”。我们认为由于民生银行可能无法维持目前较高的平均贷存比，其利润率近期已触顶。而且，相对低的资本充足率以及现金流也引发募资担忧。民生银行目前的2010/2011年动态市净率分别为1.6倍/1.4倍，2010年市盈率为10.8倍。

■ ASM 太平洋(0522.HK)

我们相信竞争和市场份额将是ASM太平洋令人担忧的因素。公司主要的集成电路客户SPIL在一次分析师会议上表示，未来将向ASM太平洋的竞争对手K&S采购更多焊线机。我们预计集成电路和LED封装企业由于2010年上半年投资激进，下半年将谨慎投资。产能限制和持续较高的市净率使得ASM太平洋不具吸引力，而且在我们看来，估值略高。ASM目前的2010/2011年动态市盈率分别为14.4倍/17.5倍，2010年市净率7.0倍。

■ 富士康(2038.HK)

继富士康发布2010年中报预亏公告(亏损原因是集团产品价格下跌，产品结构调整以及折旧费用增加)后，我们相信工厂搬迁利好有限，来自客户的压力将超过预期。我们认为诺基亚略降低全年手机和服务业务利润率指导值，可能给其主要的EMS供应商富士康带来定价压力。此外，我们认为智能手机对富士康的利好有限，因为Palm仍然是智能手机业务唯一的大客户，Palm与惠普整合可能给供应商带来不确定性。富士康目前的2010/2011年动态市盈率分别为-267.3倍/100.9倍，2010年市净率1.4倍。

■ 风险声明

我们认为股票投资存在诸多不确定性，包括但不限于：1) 宏观经济环境；2) 政策变化；3) 金融市场波动。

■ 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；(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

本报告由瑞银证券亚洲有限公司（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。

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	54%	41%
中性	持有/中性	37%	32%
卖出	卖出	9%	24%
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%	22%
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2010年06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。

瑞银证券亚洲有限公司：唐志刚；陈恺如。

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
雅居乐 ^{5, 18}	3383.HK	买入	不适用	HK\$9.60	2010年9月16日
阿里巴巴 ^{16a}	1688.HK	卖出	不适用	HK\$15.12	2010年9月16日
鞍钢股份 ^{1a, 2, 5, 16b, 20}	0347.HK	买入 (CBE)	不适用	HK\$12.90	2010年9月16日
海螺水泥 ^{13, 20}	0914.HK	买入 (CBE)	不适用	HK\$32.70	2010年9月16日
安踏体育	2020.HK	中性	不适用	HK\$16.24	2010年9月16日
ASM太平洋 ^{3, 4, 5}	0522.HK	卖出	不适用	HK\$65.95	2010年9月16日
民生银行 ^{2, 4, 5, 13, 16a}	1988.HK	卖出	不适用	HK\$7.01	2010年9月16日
中国联通 ^{16a, 16b}	0762.HK	买入	不适用	HK\$11.78	2010年9月16日
富士康 ^{16a, 20}	2038.HK	卖出 (CBE)	不适用	HK\$5.50	2010年9月16日
合生创展 ^{4, 13, 18}	0754.HK	卖出	不适用	HK\$9.06	2010年9月16日
国际煤机 ^{2, 4}	1683.HK	买入	不适用	HK\$5.40	2010年9月16日
中国龙工	3339.HK	买入	不适用	HK\$7.41	2010年9月16日
百盛集团 ¹³	3368.HK	买入	不适用	HK\$14.12	2010年9月16日
中国石油 ^{1b, 4, 5, 16a, 16b}	0857.HK	买入	不适用	HK\$8.55	2010年9月16日
中升控股 ^{2, 4}	0881.HK	买入	不适用	HK\$14.60	2010年9月16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。

- 1a. UBS AG, Australia Branch 目前正就Gindalbie Metals Limited的有条件配售及购股计划事宜担任其联席主经办人和簿记人，并将因此收取相关费用。
- 1b. 瑞银证券有限责任公司目前担任该公司/机构或其附属机构证券发行的经办人/副经办人、承销商、配售或销售代理商。
2. 在过去的12个月里，UBS AG, 其关联单位或子公司曾担任该公司/实体或其关联单位证券发行或配售的经办人/联席经办人、承销商或证券配售代理。

3. UBS AG 目前正就ASM Pacific Technology Ltd收购Siemens Aktiengesellschaft电子装配业务一事担任前者的财务顾问。
4. 在过去的12个月里, UBS AG, 其关联单位或子公司在对该公司/实体的投资银行业务中取得过报酬。
5. 在今后的3个月里, UBS AG, 其关联单位或分支机构预期或试图在投资银行服务方面从该公司/实体得到报酬。
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。
18. 负责该公司的证券分析师或其团队的成员可能在香港和/或中国内地拥有住宅和/或商用不动产, 这些不动产可随时被买入或卖出。
20. 因为UBS认为该证券的风险远高于正常水平, 故当FSR高出MRA 10% 时, 其评级被视为“买入”(在通常的评级体系下, 对应的幅度均为6%)。

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,包括估值和风险的信息,请联系: UBS Securities LLC, 1285 Avenue of Americas, New York, NY 10019, USA, 联系人:Publishing Administration

全球声明

本报告由瑞银证券亚洲有限公司 (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而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 提供给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例，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.[mica (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)执照执业，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. 首尔分行於韩国分发。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) 於马来西亚分发。

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 2010 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。

