

# 徐工机械

## 国企改革和一路一带战略受益者

### 管理层和地方政府推动国企改革的意愿较强

地方国资和管理层推进国企改革的意愿较强，我们认为徐工可能为较早实现改革的地方国企。在今天的资产注入之后，公司可能会推动混合所有制，以及员工股权激励。与同行业三一，中联相比，徐工历史上的成长性，营运能力和盈利质量都弱于对手。如果能够实现改革释放活力，应有较大改善空间。

### 一路一带为出口打开空间，尼加拉瓜项目年底开工超预期

“一路一带”的推进有望为工程机械出口打开空间，徐工目前的出口占收入比20%。参股的尼加拉瓜项目年底计划开工，超市场预期。运河项目如能实施，我们假设对工程机械需求约300亿元人民币，年均60亿元。我们认为项目最大的风险是政治风险，因此在盈利预测中没有考虑此项目收益。

### 工程机械国内市场维持谨慎，起重机相对平稳

2014年国内投资尤其是房地产增速继续下行，工程机械利用率仍在负增长，同时企业和银行对工程机械仍在收缩杠杆，因此我们对2015年工程机械国内市场维持谨慎观点。徐工占比50%的产品起重机主要应用在基建和工业领域，相对于混凝土泵车受地产投资下行影响较小。同时由于起重机市场集中度高，毛利率较低，盈利能力下行空间应有限。我们相对看好起重机盈利平稳。

### 估值：维持盈利预测，上调目标价至15元

徐工目前是A股工程机械中估值最低的公司，由于市场对国企改革和一路一带相关公司给予估值溢价，徐工可能是机械板块国企改革实施较早的公司，以及尼加拉瓜项目可能超预期，我们认为其估值能够恢复到行业平均水平。基于瑞银VCAM贴现现金流模型（由于市场无风险利率下降，我们将WACC从7.8%下降至7.5%，并将长期利润增长假设从10%提高到12%），将目标价上调至15元（原为9.6元）。

### Equities

中国

重型机械

12个月评级 **买入**  
保持不变

12个月目标价 **Rmb15.00**  
之前: Rmb9.60

股价 **Rmb11.20**

路透代码: 000425.SZ 彭博代码 000425 CH

#### 交易数据和主要指标

52周股价波动范围	Rmb11.75-6.43
市值	Rmb23.1十亿/US\$3.73十亿
已发行股本	2,063百万 (ORDA)
流通股比例	100%
日均成交量(千股)	38,326
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb371.2
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb21.0十亿
市净率 (12/14E)	1.1x
净债务 / EBITDA	3.8x

#### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测	
12/14E	0.76	0.76	0.00	0.80
12/15E	0.87	0.87	0.00	0.94
12/16E	1.06	1.06	0.00	0.88

李博

分析师

S1460511020004

benson.li@ubssecurities.com

+86-213-866 8876

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	32,971	32,184	26,995	28,635	30,641	32,638	34,049	35,256
息税前利润(UBS)	3,976	2,773	2,277	2,407	2,796	3,212	3,331	3,468
净利润 (UBS)	3,379	2,438	1,509	1,570	1,791	2,185	2,127	2,251
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	1.64	1.18	0.73	0.76	0.87	1.06	1.03	1.09
每股股息 (Rmb)	0.25	0.13	0.10	0.08	0.09	0.11	0.10	0.11
现金 / (净债务)	1,051	(5,800)	(8,726)	(11,659)	(12,123)	(11,821)	(11,241)	(10,354)
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	12.1	8.6	8.4	8.4	9.1	9.8	9.8	9.8
ROIC (EBIT) (%)	43.0	14.9	8.9	7.9	8.3	9.0	8.9	9.0
EV/EBITDA(core)x	8.3	6.4	5.9	6.7	5.7	5.0	4.8	4.4
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	13.8	11.1	12.9	14.7	12.9	10.6	10.9	10.3
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(10.8)	(22.4)	(13.5)	(10.6)	1.2	4.9	6.9	8.2
净股息收益率(%)	1.1	1.0	1.1	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0

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2014年12月09日22时38分的股价(Rmb11.20)得出;

# 投资主题

## 徐工机械

### 投资理由

徐工是中国起重机行业龙头，汽车起重机市场份额超过 50%。公司在行业低迷期采取了较为激进的销售策略，使公司 2013 年开始面临较大收缩压力。我们认为，未来 2 年内，公司将更加重视回款，缓解负债压力，改善现金流；而从产品类别来看，公司将在稳定起重机市场份额的基础上，扩大混凝土机械和装载机产品的市场份额。另外，在政策方面，地方国资委和管理层推进国企改革的意愿都比较强，料会尽快推进公司的国企改革，引入战略投资者，注入优良资产等。

我们给予公司“买入”评级，盈利预测 14-16 年 0.76/0.87/1.06 元，目标价 15.00 元，对应公司 2014-16 年 PE 为 20x/17x/14x。

### 乐观情景

若行业情况好转，公司起重机销量提升，或国企改革取得重大突破，我们估算 2014 年 EPS 可达 0.8 元，每股估值 17 元左右。

### 悲观情景

若行业依旧低迷，工程机械负增长严重，则我们估算公司 2014 年盈利或下降至 0.7 元，每股估值为 12 元左右。

### 近期催化剂

上行催化剂：若公司回款加快，国企改革推进步伐加快。

下行催化剂：工程机械行业可能整体低迷，仍处于产能过剩，促库存状态。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb15.00

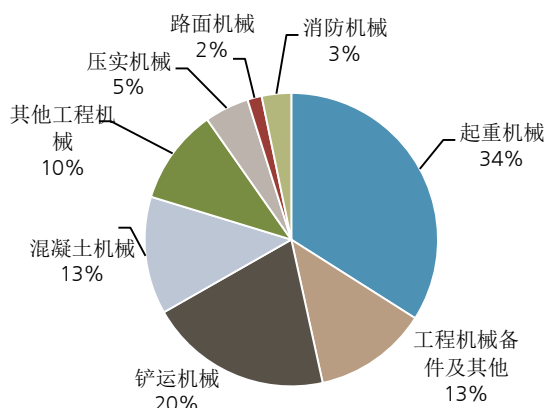
### 公司简介

徐工集团工程机械股份有限公司是集筑路机械、铲运机械、路面机械等工程机械的开发、制造与销售为一体的专业公司，产品达四大类、七个系列、近 100 个品种。公司大力发展外向型经济，实施以产品出口为支撑的国际化战略，工程机械产品远销欧美、日韩、东南亚、非洲等国际市场。

### 行业展望

整体工程机械行业处于去库存阶段，起重机行业是工程机械行业内收缩较晚的品种，因此其复苏或也较其他行业产品更晚，目前处于调整之中。我们预计在未来 2-3 年工程机械依旧处于缓慢复苏阶段，在自身调整结束后，将回到稳定增长轨道。

### 收入按产品分布，2013



来源：公司公告

### 各类产品毛利

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
起重机械	3368	2258	2332	2479	2638
工程机械备件	134	237	379	398	418
铲运机械	1001	1039	928	1021	1123
混凝土机械	1227	1149	1383	1447	1454
其他工程机械	328	306	290	319	351
压实机械	234	271	264	291	320
路面机械	113	101	149	156	164
消防机械	338	397	446	490	539
其他抵消	94	-4	-140	-150	-159
合计	6833	5754	6031	6452	6848

来源：公司公告，瑞银预测

# 目录

<b>国企改革：地方政府和管理层积极推动 .....</b>	<b>4</b>
集团资产注入增厚业绩 .....	4
下一步改革或以混改和股权改革为主.....	5
<b>运河项目进展超市场预期.....</b>	<b>6</b>
<b>国内市场或仍将疲弱.....</b>	<b>7</b>
三季度工程机械销量降幅扩大.....	7
利用小时数仍然负增长 .....	8
对 2015 年工程机械国内市场维持谨慎观点 .....	10
一路一带有望拉动工程机械出口 .....	12
<b>徐工受地产影响相对同行略小 .....</b>	<b>13</b>
应收款风险较小，资产质量较高 .....	14
<b>估值：有提升空间 .....</b>	<b>15</b>

# 国企改革：地方政府和管理层积极推动

江苏省是全国推进国企改革较快的地区。10 月底最先出台了省属国企改革的细则，各地市也出台了地方国资改革的细则。江苏省和徐州市的改革细则里，明确竞争类企业的改革方向主要是推进“混合所有制”改革，同时鼓励在混合所有制企业实施员工持股。

2014 年 9 月，徐州市政府出台改革意见，明确表示“坚决支持以徐工集团为代表的大型企业创新投融资模式，引进战略投资者优化股权结构，对国有企业新投资项目原则上实行混合所有制，同时大力推进企业经营多元化发展”。

## 集团资产注入增厚业绩

国企改革已经开始实施。2014 年，控股股东徐工有限按照 09 年承诺，将集团公司徐工基础等优良资产注入到了上市公司，我们预计增厚业绩 13%左右。

由于徐工挖机子公司资产负债率高，盈利能力弱，暂不注入上市公司，但集团承诺在 2016 年底之前，将徐工挖机注入到上市公司。

图表 1: 2014 年集团向上市公司注入资产情况

		2013 (百万元)				
	主营产品	注入股权比例	总资产	净资产	营业收入	净利润
徐工基础	桩工机械（旋挖钻机，水平定向钻）	100.00%	2,555	255	1,695	102
派特控制	PAT 力限器，交通监控系统等	50.00%	86	44	139	6
赫思曼电子	工程机械自动控制产品	50.00%	328	185	253	78
美驰车桥	各类驱动桥及配件	40.00%	663	210	676	-13
罗特艾德支承	回转支撑，钢球等	40.00%	880	751	648	59
力士回转支承	回转支撑	40.00%	1,292	1,131	844	95
合计					4,255	200

来源:公司公告，合计净利润按股权比例计算

集团资产已基本整体上市。集团目前生产的主要产品，除了挖掘机由徐工挖机生产，其余产品都已由上市公司生产。旗下其他资产 2013 年的净利润合计约 0.6 亿左右，占上市公司净利润 4%，盈利能力较弱，我们预计资产注入可能性不大。

图表 2: 集团旗下非上市公司资产

公司名称	持股比例	主要业务	2013年(亿元)			
			总资产	净资产	营业收入	净利润
徐工挖掘机械	100%	挖掘机	76.5	10.9	48.2	0.4
徐工传动	100%	传动机械	2.1	1.9	0.0	0.0
上海徐工	100%	挖掘机, 出口主机	8.7	2.0	2.2	0.0
南京徐工	100%	重卡汽车	13.5	0.3	14.9	0.1
徐工技工学校	100%	培养技术人才	0.5	0.3	0.2	0.0
南京研究院	100%	工程机械研究	0.4	0.3	0.0	-0.1
徐工广联租赁	100%	工程承包	5.7	2.2	3.3	0.0
徐工斗山发动机	50%	柴油发动机	3.6	0.4	0.1	-0.7
徐州建机	100%	塔式起重机	21.8	1.4	18.5	0.8
江苏凯宫重工	34%	隧道机械设备	4.5	2.7	2.5	0.2
徐工预制构件	50%	地铁管片预制构件	0.5	0.5	0.0	0.0
徐州工润实业	100%	房地产投资	10.0	1.0	0.1	0.0
合计				26.4	90	0.6

来源:公司公告

## 下一步改革或以混改和股权改革为主

我们认为下一步徐工的改革方向应是: 引进战略投资者, 实现员工股权激励。由于地方政府和管理层态度积极, 我们认为其可能会是机械行业里较早实施改革的企业:

徐工本身引进战略投资者的意愿明确。徐工在 2006 年曾计划引进凯雷作为战略投资者, 但是最终因对方持股比较高, 未获得商务部的批准。

图表 3: 工程机械相关公司管理层持股情况

	三一	中联	徐工机械	柳工
直接持股	梁稳根等管理层和 1300 多位股权激励对象	管理层及骨干员工	管理层	管理层
直接持股比例	7.69%	0.26%	0.00%	0.02%
间接持股	三一集团	长沙合盛, 一方投资	无	无
间接持股比例	56%	7.10%	无	无

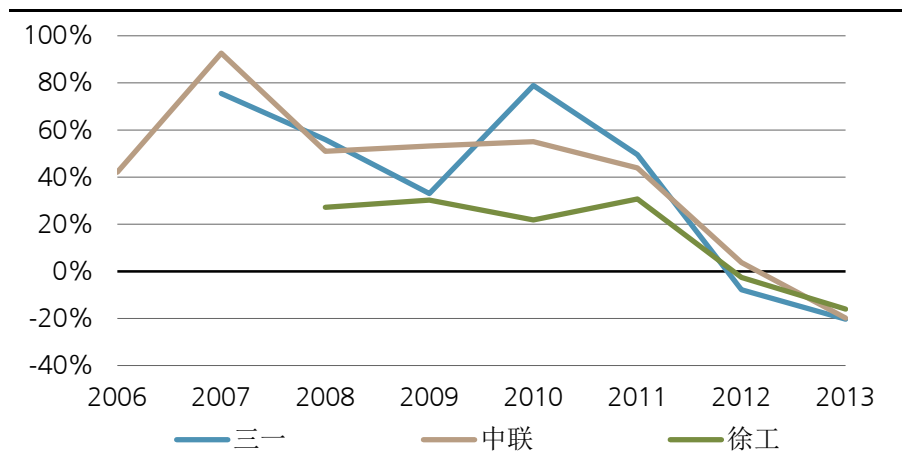
来源:公司公告

与同行业竞争对手相比, 我们认为徐工的管理层激励较弱, 业绩改善的空间较大:

- 从徐工历史看, 2008 年引进战略投资者失败之后, 公司收入增速明显低于同行业的三一和中联。2009-2013 年, 三一和中联收入的 CAGR 分别为 17.9%/13.2%, 而徐工仅为 6.8%, 低于两家竞争对手;
- 从盈利能力看, 徐工最主要产品起重机的毛利率低于同行业的三一和中联; 综合毛利率和净利润率也低于三一和中联;

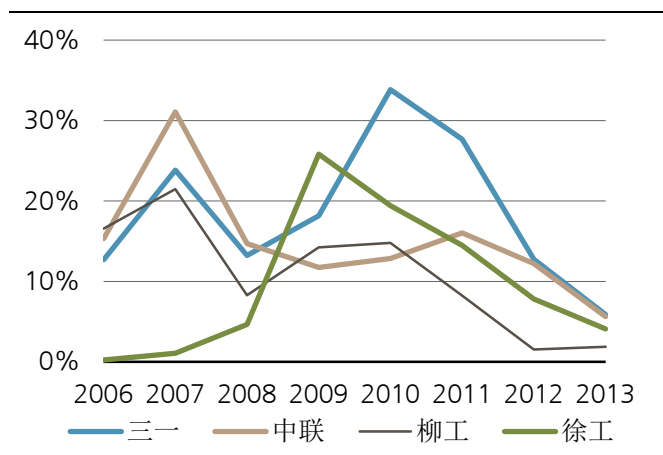
- 从运营效率看，徐工承担了 3700 人的离退休员工，而中联和三一没有此负担；我们认为如果机制能够更灵活，徐工盈利能力，运营效率还有提升的空间。

图表 4: 过去几年徐工的增速落后于竞争对手



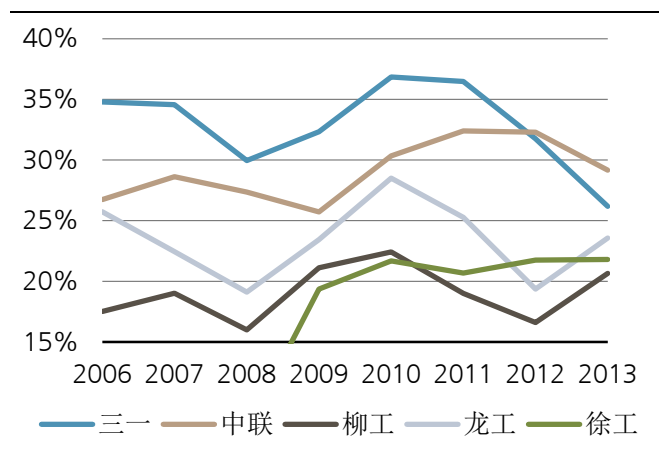
来源: 公司公告

图表 5: 徐工的投入资本回报率较低



来源: 公司公告

图表 6: 徐工的综合毛利率处于较低位置



来源: 公司公告

## 运河项目进展超市场预期

2014 年 4 月，徐工与香港尼加拉瓜运河开发投资有限公司签署股权合作协议，成为尼加拉瓜运河项目工程机械独家供应商。

2014 年 11 月 20 日，尼加拉瓜政府宣布，项目的可行性研究已经通过，项目将于 12 月 22 日动工，2019 年底完工，进展超市场预期。

图表 7: 目前已经参与尼加拉瓜运河项目的企业

企业	主要工作
葛洲坝集团	股权投资, 水泥, 民用爆破材料, 运河建设等项目展开合作
中铁建	技术可行性研究
环境资源管理公司 (ECM)	提供社会和环境评估和影响评估
中铁第四勘察设计院	设计承包商, 负责道路子项目设计
长江勘测规划设计研究有限公司	运河工程的设计
中交第二航务工程勘察设计院	港口子项目的设计
徐工集团	工程机械设备独家供应商
中国民航工程咨询公司	机场子项目的设计

来源: 公司公告

项目对工程机械需求很大。此项目总投资约 500 亿美元, 开挖的土石方量 40 亿立方米, 我们假设工程机械的需求占比 10%, 总市场 300 亿元人民币, 年均 60 亿元。按照净利润 10% 估算, 年均有望新增净利润 6 亿元, 占徐工 2013 年净利润的 40%。如果能够顺利建设, 将给徐工带来很大的增长空间。

我们认为尼加拉瓜运河项目的主要风险是政治风险和融资风险。

- **政局不稳定风险。** 尼加拉瓜政治局势不稳定, 2016 年尼加拉瓜将举行大选, 一旦支持此项目的总统下台, 运河项目或面临变数, 是否能够回收运河投资成本面临不确定性。
- **国际地缘政治的风险:** 由于尼加拉瓜运河涉及到美国控制的巴拿马运河的利益, 美国可能会有政治性干预;
- **融资风险:** 由于项目前景的政治前景不明, 资金需求量庞大, 面临较高的融资风险。

我们认为尼加拉瓜项目并不是天方夜谭, 但是有政治风险, 尤其是当地政治局势的风险。在盈利预测中, 我们不考虑尼加拉瓜项目的盈利贡献, 但该项目若成功实施, 可能带来盈利的上行风险。

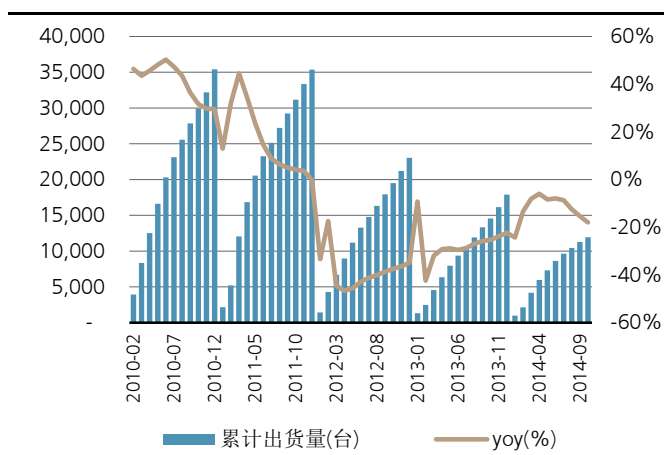
## 国内市场或仍将疲弱

### 三季度工程机械销量降幅扩大

行业数据显示, 三季度工程机械的销量降幅扩大。其中起重机销量前 10 月累计增速下滑到-18%左右, 降幅比年初扩大了 10 个百分点; 挖掘机增速从年初正增长持续下滑到-16%左右; 装载机增速从年初正增长, 下滑到-11%左右。

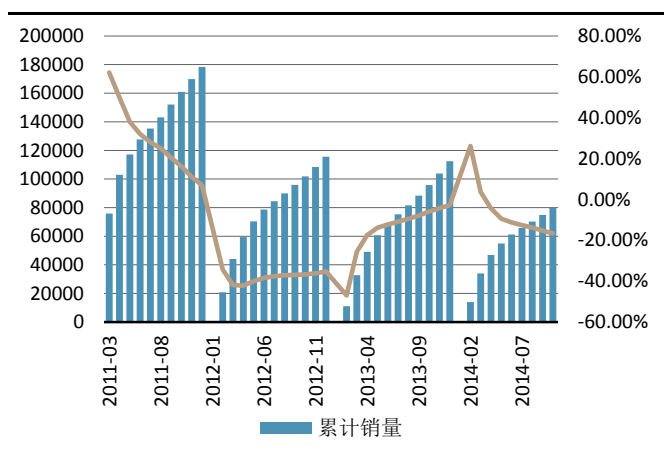


图表 8: 起重机出货量及累计同比



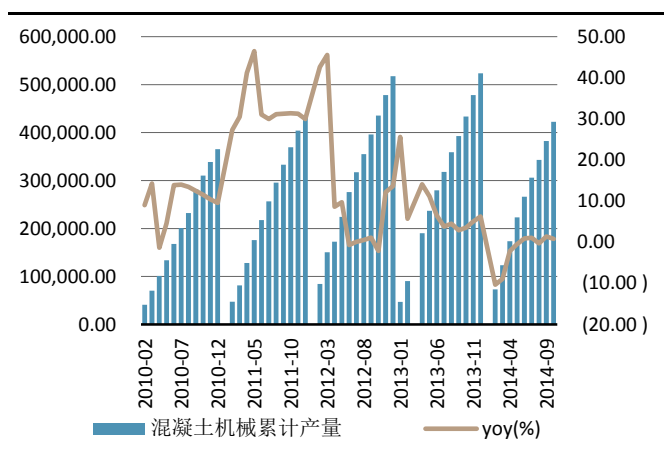
来源: wind

图表 10: 挖掘机出货量及累计同比



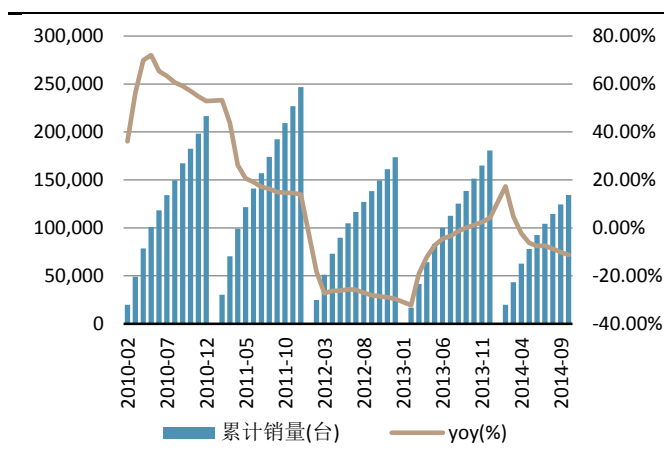
来源: wind

图表 9: 混凝土机械出货量及累计同比



来源: wind

图表 11: 装载机出货量及累计同比



来源: wind

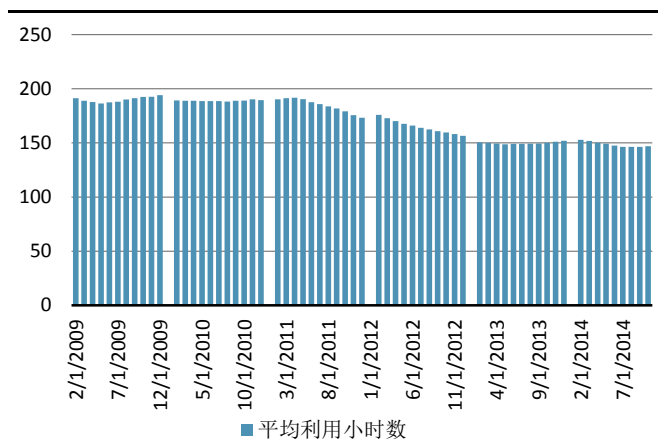
## 利用小时数仍然负增长

衡量工程机械利用率的小松利用小时数维持在低位。2013 年挖机的平均利用小时数 (TTM) 150 小时左右, 2014 年下半年以来利用小时数 (TTM) 继续下滑到 145 小时左右。

从今年前 10 个月累计利用小时数看, 累计利用小时数同比下降 5%, 说明下游用户的设备使用情况仍在继续恶化。

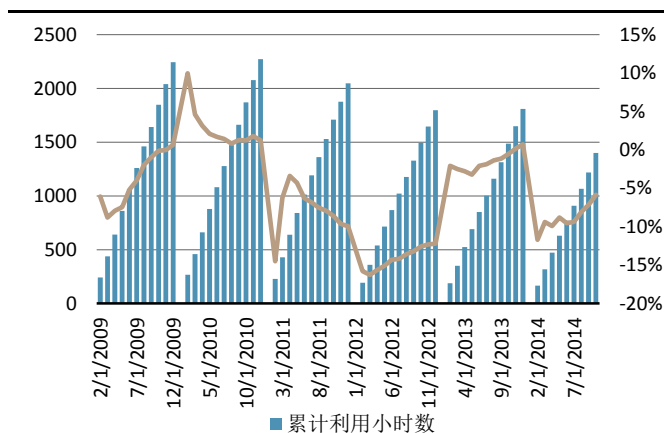


图表 12: 小松工程机械平均利用小时数 (TTM)



来源: 小松公司, 根据小松利用小时数过去 12 个月平均处理

图表 13: 小松工程机械利用小时数同比变化

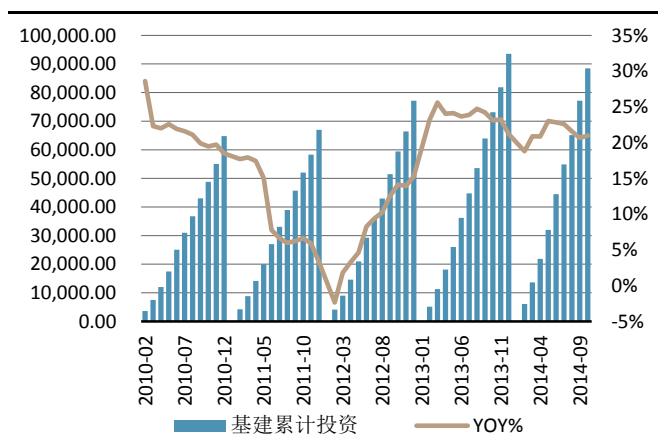


来源: 小松公司, 根据小松月度利用小时数累计处理

我们认为主要的原因是三季度以来房地产和工业投资持续加速下滑。

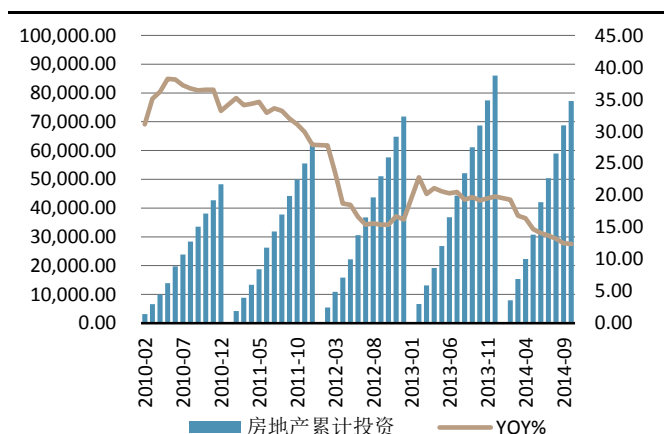
从投资数据看, 基建投资维持平稳: 由于政府微刺激加大基建投资力度, 国内基建投资增速平稳, 维持在 20%-25%左右; 但房地产投资加速下行, 今年以来投资增速从 22%下行到 12%左右。

图表 14: 基建投资维持 20%左右的较快增长 (亿元)



来源: wind

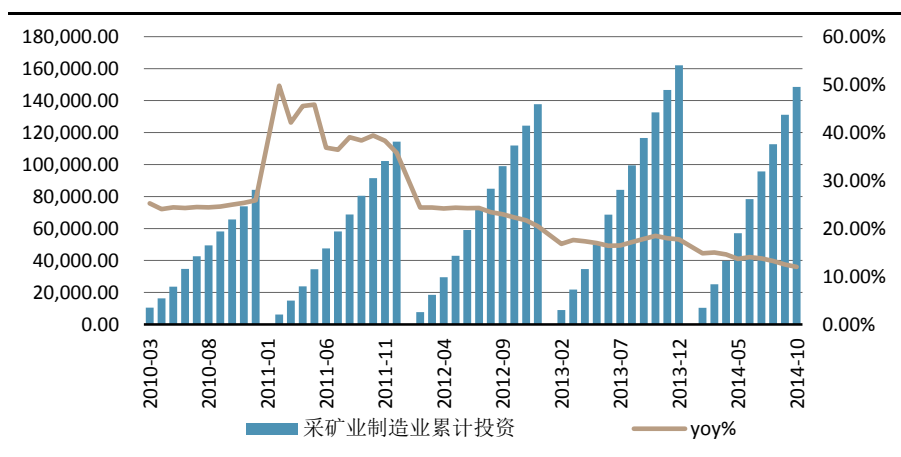
图表 15: 房地产投资持续下行 (亿元)



来源: wind

采矿业和制造业的投资也加速下滑, 从去年的 18%下滑到 12%左右。

图表 16: 采矿业与制造业资产投资持续下行 (亿元)



来源: wind

## 对 2015 年工程机械国内市场维持谨慎观点

工程机械的需求，主要受到四个因素的影响：

- **固定资产投资增速的变化：**投资增速的变化决定了工程机械设备保有量增速的变化方向，即投资加速时，设备保有量加速；投资减速时，设备保有量减速；
- **机械化率：**在人工成本持续上升的背景下，机械设备的普及率不断提升，因此机械化率持续在正面促进销售增长；
- **渗透率：**工程机械设备在中国大部分属于经营性资产，设备投资回报率越高，则吸引更多设备租赁进入市场，促进设备销售。
- **行业销售杠杆：**工程机械产品中的泵车，挖掘机，起重机等设备均属于高价值量产品，按揭，融资租赁等销售手段的推出，降低销售门槛，促进了产品的需求；

**展望 2015 年的工程机械行业，我们预计投资活动会进一步放缓，因此设备保有量增速将进一步减缓。**

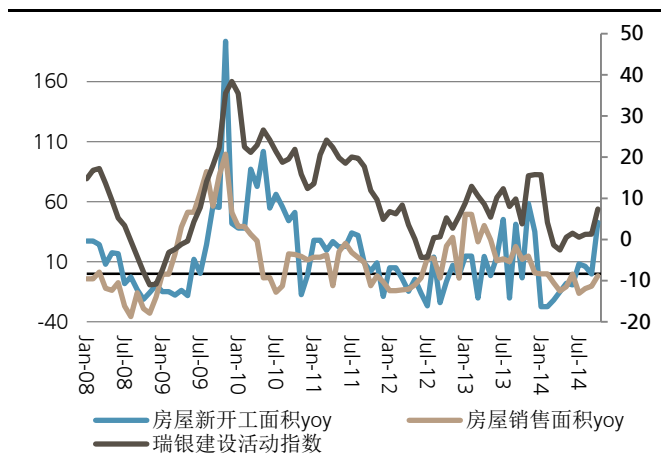
- **房地产投资活动继续下行：**我们预计 2015 年房地产新开工和建设活动将会进一步下行：

- (1) 新开工面积在今年下跌 10%基础上再跌 10%，2016 年企稳；
- (2) 在建面积预计放缓至 0-5%，2016 年还会小幅回落。2015 年房地产名义投资将从 2014 年 12% 下降到 6% 左右。

- **工业等第二产业投资或继续下行：**我们预计 2015 年制造业投资从今年 13% 下降到 10% 左右；

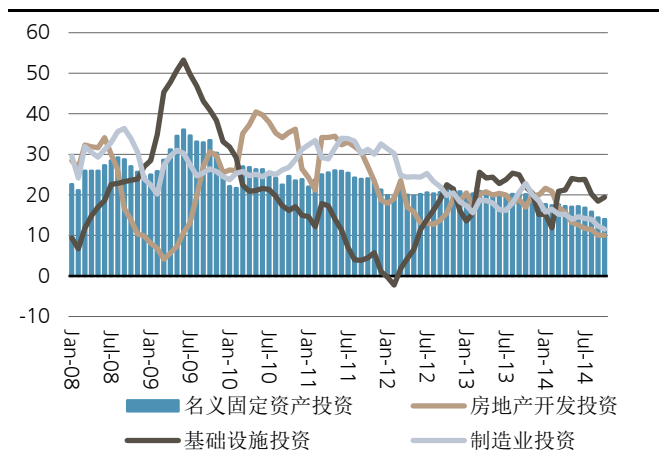
- **基建投资有望维持在 20% 左右的增长。**我们认为为了抵御房地产下滑对经济的冲击，政府会在铁路，水利，环保，清洁能源等领域加大投资，对冲经济下滑的压力，我们预计基建投资会同比增长 20% 左右。

图表 17: 未来两年房地产建设活动或将结构性下行



来源: CEIC, 瑞银证券估算

图表 18: 基建投资稳健, 房地产和制造业增速下滑

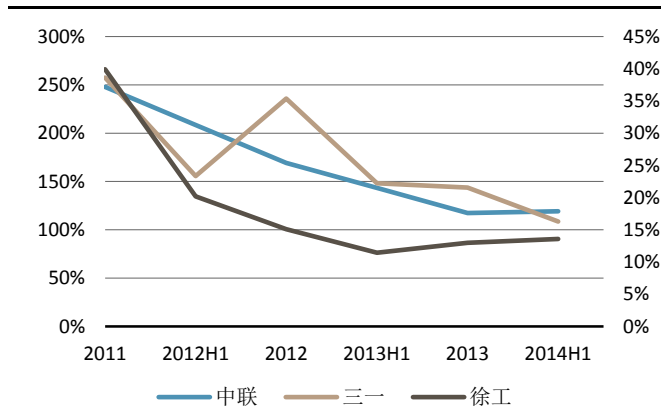


来源: CEIC, 瑞银证券估算

**金融杠杆:** 由于: 1) 银行收紧地产开发信贷, 2) 工程机械企业主动收缩, 行业的金融杠杆在收缩, 我们认为这一趋势 2015 年还将持续, 因此行业仍然处于去杠杆过程中;

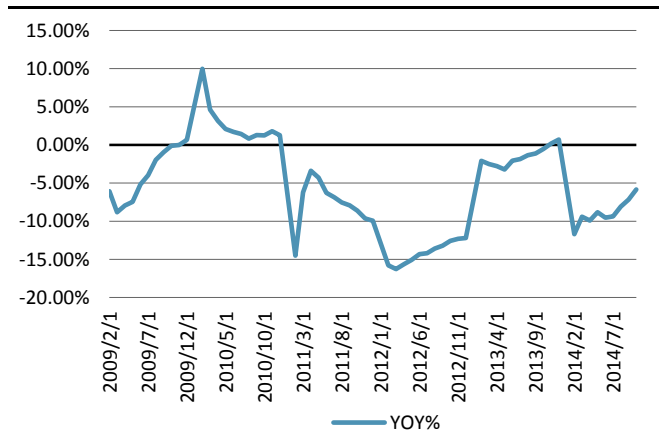
**渗透率:** 小松的累计利用小时数仍然负增长, 我们认为只有当小松利用小时数明显正增长时, 下游的工程机械的采购才会显著增长, 目前还没有看到此趋势。

图表 19: 按揭与租赁担保余额与应收款比例仍在下降



来源: 公司数据, (按揭担保+融资租赁担保)/应收款余额

图表 20: 小松的累计利用小时数同比仍负增长



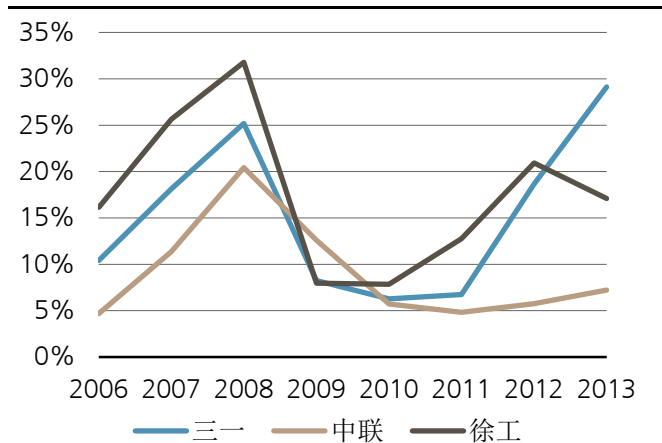
来源: 小松公司

因此我们对 2015 年国内工程机械市场仍然维持谨慎看法。

## 一路一带有望拉动工程机械出口

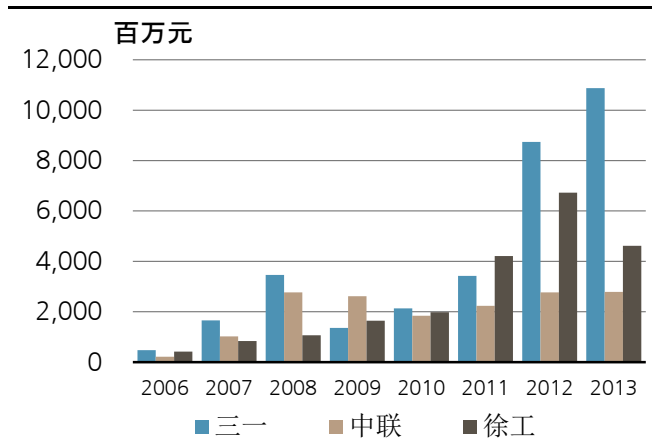
一路一带战略开始主要是基建投资，包括铁路，公路，口岸，民航等，有望带来大量的工程机械设备需求；另一方面，一路一带战略要求推进亚洲基础设施投资银行等金融建设，扩大人民币跨境使用。金融杠杆的使用，有望放大工程机械需求。

图表 21:三家工程机械公司的出口占比



来源: 公司公告

图表 22: 三家工程机械公司出口金额



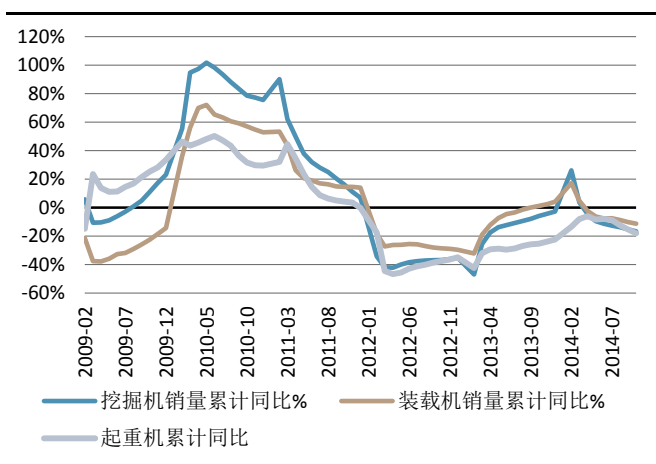
来源: 公司公告

工程机械的三家龙头公司，都将国际化作为战略重点。其中三一的出口占比达到 30%，增速最快。三一，徐工海外布局较广，业务逐渐成熟，如果一路一带战略推进，有望显著受益。

**一路一带带动海外出口的风险：**我们预计一路一带战略的风险在于：相关地区的经济发展相对落后，国际收支情况较差，外汇储备低，项目面临投入可能难以回收的风险。对于工程机械企业而言，面临的应收款回收的风险可能比国内市场更大，这是需要密切关注的。

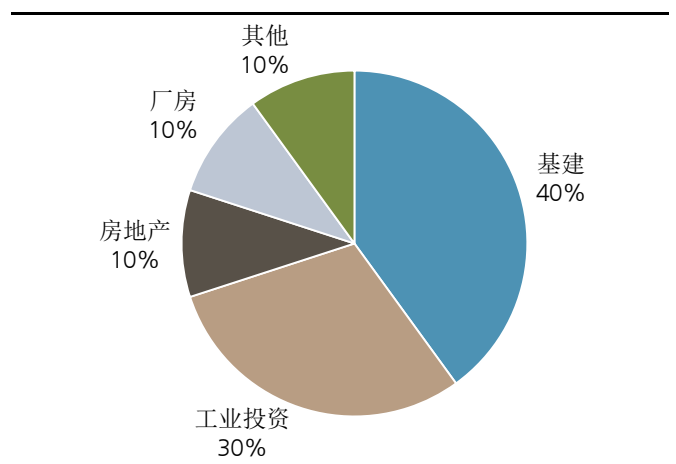
工程机械下游产品周期基本相同。从历史数据看，工程机械产品的周期波动基本同步。起重机的周期波幅弱于挖掘机和装载机，主要的原因是起重机的下游应用构成中，基建和工业投资占比 70%，受地产影响相对较小。

图表 23: 三种工程机械周期基本相同



来源: 公司公告

图表 24: 起重机下游的应用分布 (2013 年)



来源: 工程机械行业协会

## 徐工受地产影响相对同行略小

徐工的产品结构与三一、中联有所不同。主要体现在徐工的起重机和装载机占比 60%，起重机和装载机下游较为分散，主要市场是基建和工业投资，受地产投资影响相对较小。

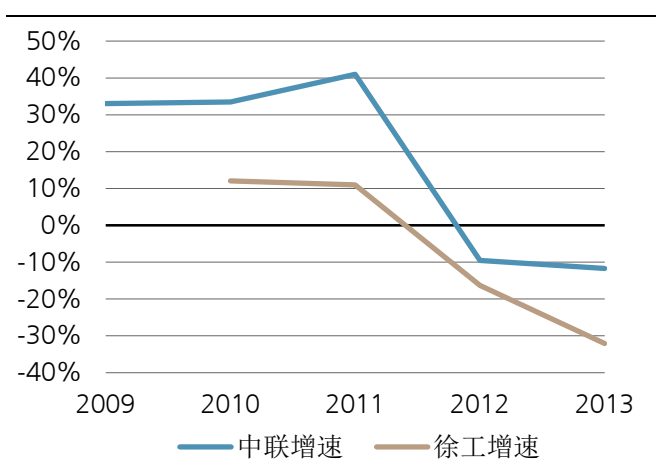
而三一和中联，混凝土机械占比 45%，混凝土机械和挖机的下游主要是房地产，房地产投资下行对混凝土和挖机的冲击较大。

图表 25: 三家工程机械企业产品对比

	第一位产品	占比	第二位产品	占比	第三位产品	占比
徐工	起重机	40%	混凝土机械	20%	装载机	18%
三一	混凝土机械	45%	挖掘机	28%	起重机	15%
中联	混凝土机械	46%	起重机	34%	环卫机械	9%

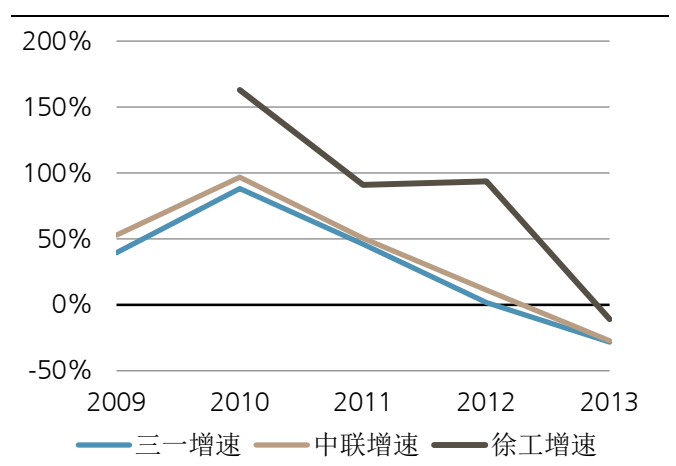
来源: 公司公告, 按营业利润贡献计算

图表 26: 公司的起重机销售增速



来源: 公司公告

图表 27: 公司的混凝土机械销售增速



来源: 公司公告

我们认为 2015 年，徐工起重机面临的冲击会相对更小。主要原因：起重机受地产影响相对更小，受基建影响更大：起重机下游 40%是基建，30%在工业投资。我们预计基建投资 2015 年维持 20%的增速，工业投资增速从 15%下降到 13%，而地产投资从 12%下降到 6%；起重机下游投资增速下降较为有限。

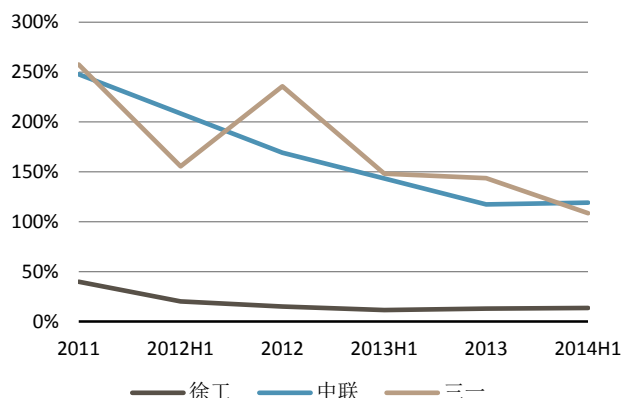
## 应收款风险较小，资产质量较高

市场比较关注工程机械公司资产尤其是应收款的风险。因为工程机械的销售大约 50%是采用按揭贷款和融资租赁的方式，如果下游客户不能按时还款，企业会承担回购的义务，从而造成坏账损失，从而使得公司的业绩出现大幅下滑。

我们的对比发现，徐工在同行业中，应收款的风险较小，资产质量较高。

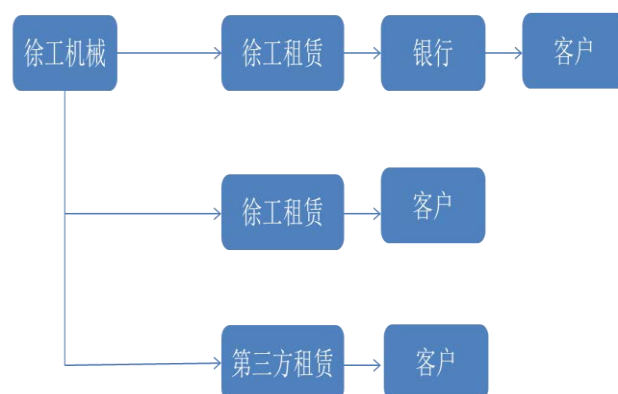
- 从按揭回购担保金额看，2014H1 徐工的按揭回购担保金额 20 亿元，远低于中联（157 亿）和三一（160 亿）；
- 与三一，中联上市公司直接从事租赁，需要承担回购担保义务的模式不同，徐工通过集团的租赁公司从事融资租赁销售，不承担回购担保义务，减少了坏账损失的风险。

图表 28: 按揭回购担保余额占应收款比例



来源:公司资料

图表 29: 徐工机械的租赁模式



来源:公司资料，瑞银证券

公司的担保金额占比小，应收款的减值风险较小，因此资产负债表质量相对健康。

图表 30: 徐工的简易资产负债表 (3Q14)

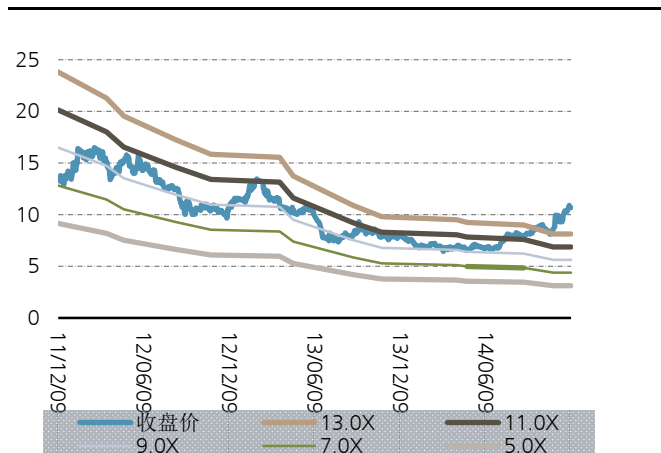
流动资产:		
货币资金	43.78	回收风险小
应收票据	17.54	回收风险小
应收账款	210.97	由于担保金额占比小, 租赁销售在集团公司, 应收款回收风险较小
存货	70.77	起重机毛利率低, 且平稳, 价格下跌的风险较小, 因此存货减值的风险小
长期股权投资	5.79	回收风险小
固定资产	58.61	无风险
在建工程	21.69	无风险
无形资产	20.50	主要是土地和商标, 减值风险小
其他	30.12	风险小
资产总计	479.79	
短期借款	32.48	
应付票据	27.27	
应付账款	71.46	
预收款项	43.70	
长期借款	36.77	
应付债券	66.21	
负债合计	278.23	
股东权益	201.56	

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

## 估值: 有提升空间

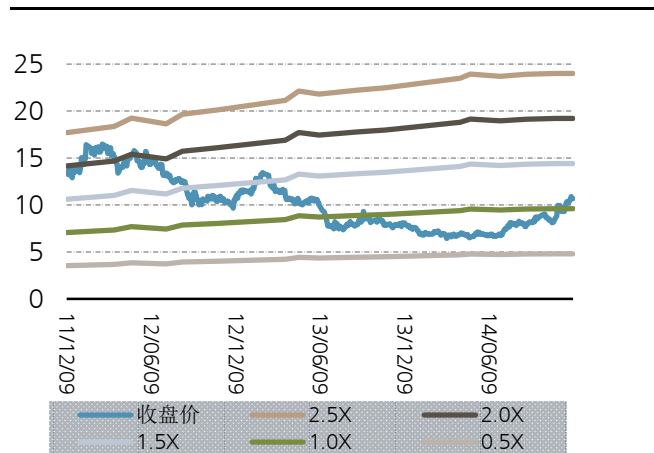
**PE 处于历史较高位置。**从 PE-Band 看, 最近 5 年, 徐工的历史平均 PE 为 10 倍左右, 当前 PE15 倍左右, 高出公司自身 PE 均值。主要原因是 2013-2014 年处于工程机械下行周期, 公司盈利下滑, 所以 PE 估值较高。

图表 31: 徐工的 PE-Band



来源: wind

图表 32: 徐工的 PB-Band



来源: wind

**横向对比 PE 处于同行业较低位置。**横向来看, 公司估值比同行业 A 股其他可比公司低, 同行业 2014/2015 年 PE 的平均值 21/18 倍左右, 徐工的估值 15/13 倍左右。



从增速看，我们预计徐工未来三年利润复合增速约 13%左右，高于同行业平均水平。同时由于市场对国企改革和一路一带相关公司给予更高估值溢价，徐工可能是机械板块国企改革较早的公司，以及尼加拉瓜项目可能超预期，我们认为公司估值应能修复到行业平均水平。目标价 15 元对应 2014 年 PE20 倍左右。

图表 33: 可比公司估值对比

估值比较	路透代码	股价(人民币)	市值(百万人民币)	盈利预测(元)				未来3年 利润平均 复合增速	市盈率(x)			
				2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
三一重工	600031.sh	8.2	62,531	0.38	0.27	0.30	0.33	-4.7%	21.5	30.4	27.3	24.8
中联重科	000157.sz	5.8	45,003	0.50	0.26	0.34	0.39	-7.8%	11.6	22.3	17.1	14.9
中国龙工	3339.hk	1.6	6,934	0.11	0.13	0.14	0.16	-	14.5	11.5	10.5	9.2
平均值									15.9	21.4	18.3	16.3
徐工机械	000425.sz	11.2	23,103	0.73	0.76	0.87	1.06	13.2%	15.3	14.7	12.9	10.6

来源:Wind,瑞银证券估算。股价等截至 2014/12/9,三一重工,中联重科,徐工机械的盈利预测为瑞银证券预测,中国龙工采用市场一致预期。

由于市场无风险利率下行，我们将 WACC 假设从 7.8%下调到 7.5%，同时由于国企改革和海外市场的前景，我们上调了其 5 年后的利润增速假设，从 10% 提高到 12%，基于瑞银 VACM 贴现现金流模型，将其目标价上调至 15 元，对应 2014 年 20 倍左右 PE。

图表 34: VCAM 估值表

相对年 财年	+1E 2014E	+2E 2015E	+3E 2016E	+4E 2017E	+5E 2018E	+6E 2019E	+7E 2020E	+8E 2021E	+9E 2022E	+10E 2023E
息税前利润	2,407	2,796	3,212	3,331	3,468	4,400	4,528	4,660	4,795	4,933
折旧及摊销*	684	759	815	699	752	550	582	615	650	686
资本支出	(1,292)	(1,026)	(943)	(956)	(967)	(550)	(562)	(575)	(588)	(601)
运营资本变动	(3,310)	(1,844)	(1,555)	(1,088)	(931)	(1,469)	(1,148)	(1,194)	(1,241)	(1,291)
所得税(营运)	(349)	(419)	(482)	(500)	(520)	(1,100)	(1,132)	(1,165)	(1,199)	(1,233)
其他	(246)	(301)	(300)	(212)	(181)	(945)	(983)	(1,022)	(1,063)	(1,105)
自由现金流	(2,106)	(35)	747	1,275	1,620	886	1,285	1,319	1,354	1,389
增长		NM	NM	70.6%	27.1%	-45.3%	45.1%	2.6%	2.6%	2.6%

估值	
明计现金流现值	10,887
期末价值(第15年)现值	20,149
<b>企业价值</b>	<b>31,036</b>
占永续价值百分比	65%
联营公司及其他	211
-少数股东权益	368
现金盈余**	961
-债务***	2,810
权益价值	29,030
已发行股数 [ m ]	2,062.8
<b>每股权益价值 (Rmb/股)</b>	<b>14.10</b>
权益成本	7.5%
股息收益率	0.7%
<b>1年期目标价 (Rmb/股)</b>	<b>15.00</b>

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	4.0%	3.5%	3.5%
息税前利润率	11.5%	10.7%	9.6%
资本支出/销售收入	1.4%	1.3%	1.3%
投资资本回报率	6.9%	6.5%	6.6%

估值对应指标			
财年	2014E	2015E	1年期预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	10.0x	8.7x	8.8x
企业价值 / 息税前利润	12.9x	11.1x	11.2x
自由现金流收益率	NM	NM	NM
市盈率(现值)	18.5x	16.2x	16.3x
市盈率(目标)	19.7x	17.3x	17.4x

加权平均资本成本	
无风险利	4.16%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.68
债务/权益比	11.4%
边际税率	25.0%
权益成本	7.5%
债务成本	5.0%
<b>WACC</b>	<b>7.5%</b>

期末假设值	
VCH(年数)	15
对应的自由现金流增长	2.5%
回报率增幅	7.4%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	8.5x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

\* 折旧和非商誉摊销

\*\* 无须维持运营的现金部分

\*\* 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: 瑞银证券

# 徐工机械 (000425.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	32,971	32,184	26,995	28,635	6.1	30,641	7.0	32,638	34,049	35,256
毛利	6,699	6,833	5,754	6,031	4.8	6,452	7.0	6,848	7,119	7,383
息税折旧摊销前利润(UBS)	4,297	3,182	2,900	3,091	6.6	3,555	15.0	4,027	4,030	4,220
折旧和摊销	(321)	(409)	(623)	(684)	9.8	(759)	10.9	(815)	(699)	(752)
息税前利润(UBS)	3,976	2,773	2,277	2,407	5.7	2,796	16.2	3,212	3,331	3,468
联营及投资收益	1	3	11	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	50	309	160	121	-24.4	122	0.8	200	195	193
净利息	(79)	(310)	(678)	(644)	5.0	(756)	-17.4	(774)	(958)	(944)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	3,948	2,774	1,770	1,885	6.5	2,163	14.8	2,637	2,568	2,718
税项	(570)	(343)	(222)	(273)	-23.0	(324)	-18.7	(396)	(385)	(408)
税后利润	3,379	2,432	1,548	1,611	4.1	1,838	14.1	2,242	2,183	2,310
优先股股息及少数股权	0	6	(39)	(41)	-4.1	(47)	-14.1	(57)	(56)	(59)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	3,379	2,438	1,509	1,570	4.1	1,791	14.1	2,185	2,127	2,251
净利润(UBS)	3,379	2,438	1,509	1,570	4.1	1,791	14.1	2,185	2,127	2,251
税率(%)	14.4	12.4	12.6	14.5	15.5	15.0	3.4	15.0	15.0	15.0
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	1.64	1.18	0.73	0.76	4.1	0.87	14.1	1.06	1.03	1.09
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	1.64	1.18	0.73	0.76	4.1	0.87	14.1	1.06	1.03	1.09
每股收益(UBS, 基本)	1.64	1.18	0.73	0.76	4.1	0.87	14.1	1.06	1.03	1.09
每股股息净值(Rmb)	0.25	0.13	0.10	0.08	-23.9	0.09	14.1	0.11	0.10	0.11
每股账面价值	7.34	8.47	9.40	10.16	8.0	10.95	7.8	11.79	12.83	13.81
平均股数(稀释后)	2,062.76	2,062.76	2,062.76	2,062.77	0.0	2,062.77	0.0	2,062.76	2,062.76	2,062.76
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	8,368	6,985	6,605	5,154	-22.0	5,209	1.1	5,549	6,128	7,015
其他流动资产	19,520	29,148	31,766	32,652	2.8	35,258	8.0	37,582	39,217	40,602
流动资产总额	27,888	36,133	38,371	37,806	-1.5	40,467	7.0	43,130	45,345	47,617
有形固定资产净值	5,331	6,969	7,967	8,408	5.5	8,525	1.4	8,515	8,648	8,754
无形固定资产净值	1,326	1,920	2,152	2,322	7.9	2,478	6.7	2,617	2,742	2,850
投资/其他资产	169	532	616	641	4.0	679	6.0	725	776	833
总资产	34,714	45,554	49,107	49,178	0.1	52,149	6.0	54,987	57,510	60,054
应付账款和其他短期负债	12,209	15,188	14,026	11,015	-21.5	11,785	7.0	12,563	13,117	13,575
短期债务	4,113	6,114	5,565	7,046	26.62	7,565	7.36	7,602	7,602	7,602
流动负债总额	16,322	21,301	19,591	18,061	-7.8	19,350	7.1	20,166	20,719	21,178
长期债务	3,203	6,671	9,767	9,767	0.0	9,767	0.0	9,767	9,767	9,767
其它长期负债	33	28	26	26	0.0	26	0.0	26	26	26
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	19,559	28,000	29,385	27,854	-5.2	29,144	4.6	29,959	30,512	30,971
普通股股东权益	15,142	17,462	19,393	20,953	8.0	22,588	7.8	24,313	26,468	28,494
少数股东权益	13	92	329	370	12.5	417	12.7	715	530	589
负债和权益总计	34,714	45,554	49,107	49,178	0.1	52,149	6.0	54,987	57,510	60,054
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	3,379	2,438	1,509	1,570	4.1	1,791	14.1	2,185	2,127	2,251
折旧和摊销	321	409	623	684	9.8	759	10.9	815	699	752
营运资本变动净值	(6,053)	(7,181)	(3,649)	(4,400)	-20.6	(2,120)	51.8	(1,592)	(1,124)	(963)
其他营业性现金流	323	857	1,135	986	-13.1	883	-10.5	668	843	820
经营性现金流	(2,030)	(3,478)	(383)	(1,160)	-202.8	1,312	-	2,075	2,544	2,860
有形资本支出	(2,822)	(2,585)	(2,237)	(1,292)	42.3	(1,026)	20.6	(943)	(956)	(967)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(288)	(241)	72	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(3,110)	(2,827)	(2,165)	(1,292)	40.3	(1,026)	20.6	(943)	(956)	(967)
已付股息	(124)	(516)	(268)	(206)	23.1	(157)	23.9	(218)	(218)	(213)
股份发行/回购	3	418	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	124	0	(3)	(275)	-9,060.03	(593)	-115.81	(611)	(790)	(793)
债务及优先股变化	5,870	5,468	2,547	1,482	-41.84	519	-64.99	37	0	0
融资性现金流	5,873	5,371	2,276	1,000	-56.0	(231)	-	(792)	(1,008)	(1,006)
现金流量中现金的增加(减少)	734	(934)	(272)	(1,451)	NM	55	-	339	580	887
外汇/非现金项目	(1,463)	(449)	(108)	0	100.0	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加(减少)	(729)	(1,383)	(380)	(1,451)	-282.4	55	-	339	580	887

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。

## 徐工机械 (000425.SZ)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	13.8	11.1	12.9	14.7	12.9	10.6	10.9	10.3
市盈率 (UBS, 稀释后)	13.8	11.1	12.9	14.7	12.9	10.6	10.9	10.3
股价/每股现金收益	12.6	9.5	9.1	10.2	9.1	7.7	8.2	7.7
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(10.8)	(22.4)	(13.5)	(10.6)	1.2	4.9	6.9	8.2
净股息收益率(%)	1.1	1.0	1.1	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0
市净率	3.1	1.6	1.0	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
企业价值/营业收入(核心)	1.1	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	8.3	6.4	5.9	6.7	5.7	5.0	4.8	4.4
企业价值/息税前利润(核心)	8.9	7.4	7.5	8.7	7.3	6.2	5.8	5.4
企业价值/经营性自由现金流(核心)	8.8	7.2	7.3	8.2	6.9	5.9	5.5	5.1
企业价值/运营投入资本	3.8	1.1	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
市值	44,847	27,070	19,417	23,103	23,103	23,103	23,103	23,103
净债务 (现金)	(9,277)	(6,427)	(2,403)	(2,433)	(3,007)	(3,384)	(3,964)	(4,850)
少数股东权益	13	92	329	370	417	474	530	589
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>35,583</b>	<b>20,735</b>	<b>17,343</b>	<b>21,040</b>	<b>20,513</b>	<b>20,194</b>	<b>19,669</b>	<b>18,841</b>
非核心资产	(7)	(221)	(221)	(211)	(211)	(211)	(211)	(211)
<b>核心企业价值</b>	<b>35,575</b>	<b>20,514</b>	<b>17,123</b>	<b>20,829</b>	<b>20,303</b>	<b>19,983</b>	<b>19,459</b>	<b>18,631</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
营业收入	30.8	-2.4	-16.1	6.1	7.0	6.5	4.3	3.5
息税折旧摊销前利润(UBS)	21.0	-26.0	-8.8	6.6	15.0	13.3	0.1	4.7
息税前利润(UBS)	21.3	-30.3	-17.9	5.7	16.2	14.9	3.7	4.1
每股收益(UBS 稀释后)	15.5	-27.8	-38.1	4.1	14.1	21.9	-2.6	5.8
每股股息净值	NM	-48.0	-23.1	-23.9	14.1	21.9	-2.6	5.8
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
毛利率	20.3	21.2	21.3	21.1	21.1	21.0	20.9	20.9
息税折旧摊销前利润率	13.0	9.9	10.7	10.8	11.6	12.3	11.8	12.0
息税前利润率	12.1	8.6	8.4	8.4	9.1	9.8	9.8	9.8
净利 (UBS) 率	10.2	7.6	5.6	5.5	5.8	6.7	6.2	6.4
ROIC (EBIT)	43.0	14.9	8.9	7.9	8.3	9.0	8.9	9.0
税后投资资本回报率	36.8	13.1	7.8	6.7	7.0	7.6	7.6	7.6
净股东权益回报率(UBS)	24.8	15.0	8.2	7.8	8.2	9.3	8.4	8.2
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	(0.2)	1.8	3.0	3.8	3.4	2.9	2.8	2.5
净债务/总权益 %	(6.9)	33.0	44.2	54.7	52.7	47.2	41.6	35.6
净债务/(净债务 + 总权益) %	(7.5)	24.8	30.7	35.3	34.5	32.1	29.4	26.3
净债务/企业价值	(3.0)	28.3	51.0	56.0	59.7	59.2	57.8	55.6
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	170.5	146.1	185.5	175.0
资本支出/营业收入(%)	8.6	8.0	8.3	4.5	3.3	2.9	2.8	2.7
息税前利润/净利息	50.5	8.9	3.4	3.7	3.7	4.1	3.5	3.7
股息保障倍数 (UBS)	6.6	9.1	7.3	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
股息支付率 (UBS) %	15.3	11.0	13.7	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	32,971	32,184	26,995	28,635	30,641	32,638	34,049	35,256
<b>总计</b>	<b>32,971</b>	<b>32,184</b>	<b>26,995</b>	<b>28,635</b>	<b>30,641</b>	<b>32,638</b>	<b>34,049</b>	<b>35,256</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	3,976	2,773	2,277	2,407	2,796	3,212	3,331	3,468
<b>总计</b>	<b>3,976</b>	<b>2,773</b>	<b>2,277</b>	<b>2,407</b>	<b>2,796</b>	<b>3,212</b>	<b>3,331</b>	<b>3,468</b>

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。

## 预测回报率

---

预测股价涨幅	+33.9%
预测股息收益率	0.8%
预测股票回报率	+34.7%
市场回报率假设	8.9%
预测超额回报率	+25.8%

---

## 风险声明

我们认为公司存在以下风险：（1）经济探底周期长于预期，导致固定投资规模小于预期；（2）房地产新开工面积、销量及价格维持弱势格局；（3）存量工程机械设备使用率较低，使得未来设备销量增速低于实际项目开工量增速；（4）一路一带战略的风险：覆盖地区经济发展相对落后，这些地区的国际收支情况较差，外汇储备低，项目面临投入可能难以回收的风险。对于工程机械企业而言，面临应收款回收的风险。

## 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](http://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。

**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。

### 瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	34%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	28%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	21%
短期评级	定义	覆盖 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
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 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
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 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 09 月 30 日。

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服务的公司占全部公司的比例。

**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：李博。

### 涉及报告中提及的公司的披露

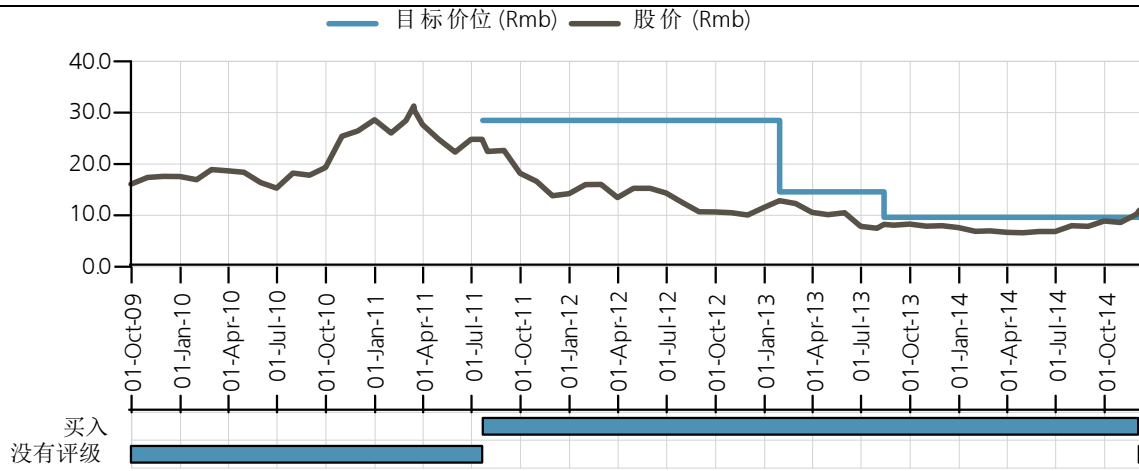
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
徐工机械	000425.SZ	暂停评级	不适用	Rmb11.20	2014 年 12 月 09 日

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。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

### 徐工机械 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 12 月 9 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。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

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(或部分)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受的损失(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而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。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

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表述的观点不一致。

**英国和欧洲其他地区：**除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（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 Limited 分发。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：6362）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，本文件或任何其它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) 条的规定，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。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**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：**本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：**本文件由瑞银集团（及其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，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沙特封闭式股份公司，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。**巴西：**除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd [mica (p) 107/09/2013 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. 向专业投资者分发（除非另有许可）。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，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：**UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载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 761G 条所定义的“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。UBS Securities Australia Limited 金融服务的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**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，仅供专业用户使用，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：**由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。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对象或元素。© UBS 2014 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。