

三一重工

海外市场有望推动业绩重回正增长

行业中，我们最看好三一的设备出口前景

三一 2013 年海外收入占比 28%，毛利占比 20% 左右。在行业中，我们最看好三一设备出口前景，主要原因是其在海外市场最早布局，并且本地化程度高。其在海外四大制造基地，六大销售大区均已实现盈亏平衡，规模效应开始显现，盈利具有弹性。

国内收入和利润或能够企稳

我们认为三一国内收入和利润可能会企稳，原因在于：1) 2015 年行业信用销售规模有望放大，对冲需求下滑影响；2) 过去三年三一持续收缩，大幅减少人员和降低销售杠杆，2015 年盈利能力或将会稳定。

海外市场有望成为三一未来主要增长来源

从中期看海外市场有望成为推动三一未来增长的主要来源。我们预计 2017 年其海外收入将达到 200 亿元左右，占收入比重 47%。

估值：上调盈利预测，上调评级至“买入”（原“中性”）

由于对海外出口市场的乐观判断，我们上调了公司 2015-2017 年海外市场增速假设，因此我们上调 2015-2017 年盈利预测至 0.32/0.37/0.46（原为 0.30/0.33/0.35）。我们上调 12 个月评级至“买入”，目标价 12 元（原 6.3 元），目标价大幅上调的原因是：1) 基于对出口的乐观判断，上调长期增长假设（从 2% 到 5%），2) 市场无风险利率下降。目标价基于瑞银 VACM 模型得出（WACC=9.7%），对应 2015 年 37 倍 PE。

Equities

中国

重型机械

12 个月评级 **买入**

之前：中性

12 个月目标价 **Rmb12.00**

之前：Rmb6.30

股价 **Rmb10.03**

路透代码：600031.SS 彭博代码 600031 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb10.22-4.94

市值 Rmb76.2 十亿/US\$12.2 十亿

已发行股本 7,594 百万 (ORDA)

流通股比例 96%

日均成交量(千股) 153,148

日均成交额(Rmb 百万) Rmb1,208.1

普通股股东权益 (12/14E) Rmb24.7 十亿

市净率 (12/14E) 3.1x

净债务 / EBITDA 3.3x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/14E	0.27	0.27	2.80
12/15E	0.30	0.32	7.28
12/16E	0.33	0.37	13.35

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	50,776	46,831	37,328	30,097	32,495	36,964	42,797	48,115
息税前利润(UBS)	10,513	7,294	3,270	2,708	3,054	3,573	4,306	5,141
净利润 (UBS)	8,649	5,686	2,904	2,091	2,460	2,811	3,472	4,237
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	1.14	0.75	0.38	0.27	0.32	0.37	0.46	0.56
每股股息 (Rmb)	0.30	0.00	0.12	0.03	0.03	0.04	0.05	0.06
现金 / (净债务)	(7,887)	(13,923)	(17,108)	(14,279)	(9,641)	(4,711)	523	5,752
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(%)	20.7	15.6	8.8	9.0	9.4	9.7	10.1	10.7
ROIC (EBIT) (%)	50.4	22.1	8.3	6.7	8.0	9.9	12.6	15.8
EV/EBITDA(core)x	9.6	10.7	15.8	19.6	16.8	14.0	12.1	11.1
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	14.0	16.1	22.5	36.5	31.1	27.2	22.0	18.0
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(4.0)	-	0.9	6.5	7.7	8.0	8.4	8.4
净股息收益率(%)	1.9	0.0	1.4	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6

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 2015 年 01 月 05 日 22 时 39 分的股价(Rmb10.03)得出；

投资主题

三一重工

投资理由

三一重工是国内领先的工程机械设备供应商，其混凝土机械及挖掘机收入均为行业第一。2015 年国内市场需求持续疲弱，但降幅可能收窄，主要原因是我们认为 2015 年处于降息周期中，信用销售的规模会扩大。我们看好其海外市场开拓。主要原因：1) 政策推动亚洲基建投资；2) 政策支持国内机械出口；3) 三一在海外布局最早，并且本土化程度高。我们 2014-2016 年 EPS 预测为 0.27/0.32/0.37 元，前两年预测跟市场预期持平，2016 年预测高于市场 20%，主要原因是我们比市场更看好其海外市场的开拓。

乐观情景

乐观假设：我们的基准假设是 2015-2016 年海外出口增速为 30% 左右，如果海外出口增速超预期，我们 2015-2016 年盈利预测可能达到 0.35/0.40 元，比目前高约 10%，对应每股估值可能达到 15 元。

悲观情景

悲观假设：如果国内市场情况较我们预期的差，公司的国内业务可能拖累业绩，则我们估算 2015/2016 年 EPS 为 0.3 元，对应每股估值 8 元。

近期催化剂

国内经济面临下滑压力，若政府加大基建投资，增速从目前 20% 提高到 30%，有望使得工程机械数据超预期；若海外市场开拓进展顺利，取得大的订单；政策有望进一步推动工程机械行业出口。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb12.00

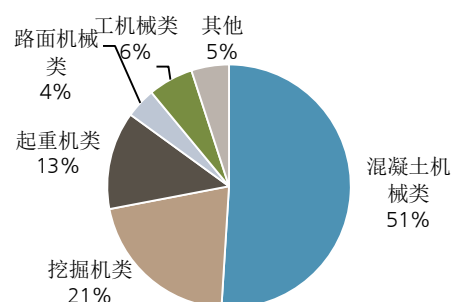
公司简介

公司是全球最大的混凝土机械制造商，也是中国最大的工程机械制造商。公司主要经营混凝土机械、路面机械、起重机械、挖掘机械、桩工机械及相关配件的生产销售。其中混凝土机械、挖掘机械、桩工机械、履带起重机械为国内第一品牌，混凝土泵车全面取代进口，国内市场占有率达 50% 以上，为国内首位，且连续多年产销量居全球第一。

行业展望

工程机械行业在经过 11 年下半年到 14 年上半年的大幅调整后，行业公司普遍采取收紧销售政策，去库存，加强应收款回收等措施应对不利局面。虽然工程机械行业仍处于低迷之中，但我们认为低点已过。

收入按产品分布，2013(%)



数据来源：公司资料

各类产品毛利

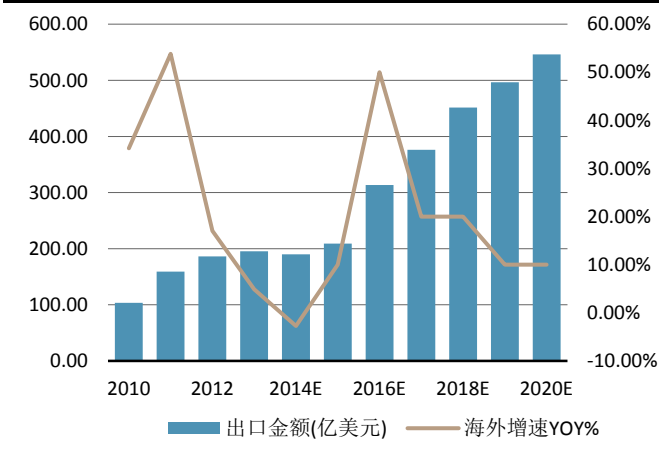
单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
混凝土机械类	9,480	4,277	3,265	3,545	4,097
挖掘机类	2,594	2,660	1,681	1,810	2,156
起重机械类	1,686	1,516	730	803	843
路面机械类	431	419	631	694	833
工机械类	538	828	865	963	1,100
其他	-29	-158	439	456	497
合计	14,700	9,542	7,611	8,271	9,526

数据来源：公司数据，瑞银证券预测

海外市场有望推动三一新一轮增长

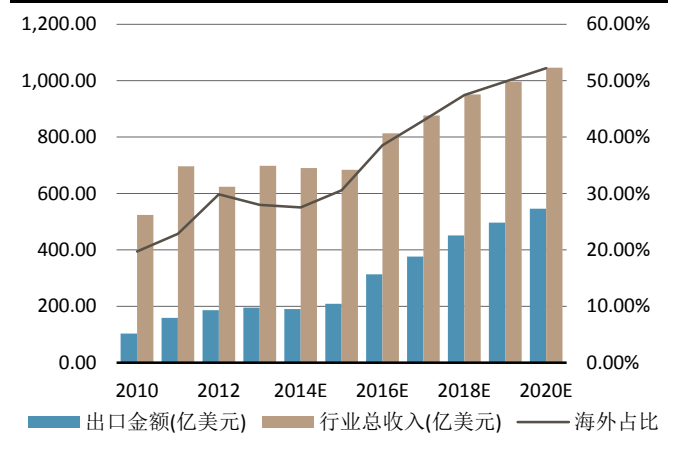
从中期看，我们认为出口将带动行业新一轮的增长。由于政策的推动和国内工程机械的性价比优势，以及中国企业过去几年的海外拓展，我们预计出口金额将从目前的 190 亿美元增长到 2020 年 540 亿美元，复合增长达到 19%；出口带动行业收入规模从目前 700 亿美元增长到 1050 亿美元，复合增速 7%；到 2020 年，海外出口占行业的比重将从目前的 28% 提高到 50% 左右。

图表 30: 工程机械行业出口



来源: WIND, 瑞银证券估算

图表 31: 出口金额及占比

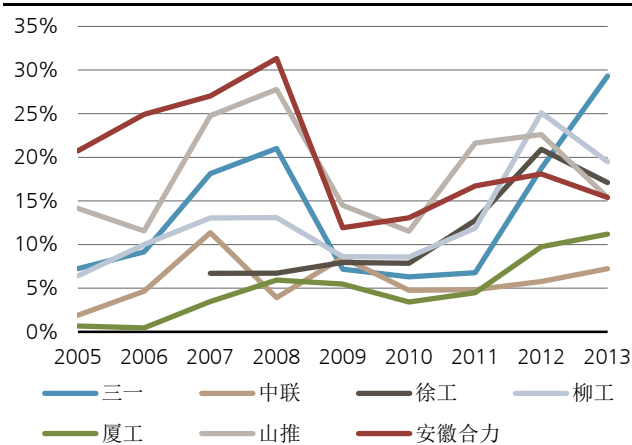


来源: WIND, 瑞银证券估算

过去几年积极布局海外市场

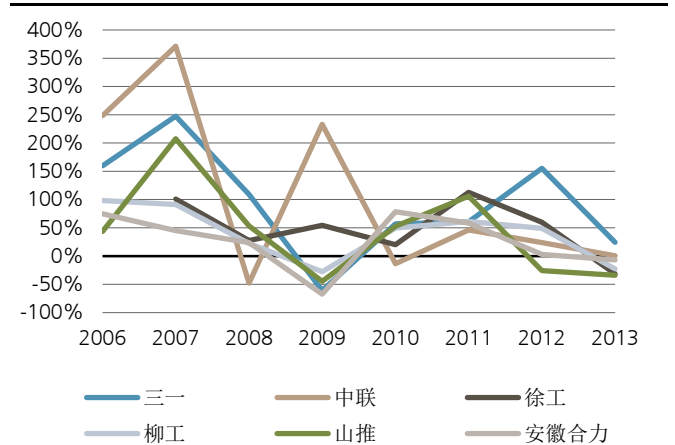
三一海外收入占比最高。过去几年，三一、中联、徐工等龙头企业积极开展海外并购和直接建厂，加快了海外市场的开拓。从海外收入占比看，三一海外占比增长最快，2013 年达到 30%，其余企业海外占比都在 20% 以下。

图表 32: 工程机械公司海外收入占比



来源: 公司公告

图表 33: 公司机械公司海外收入增速情况



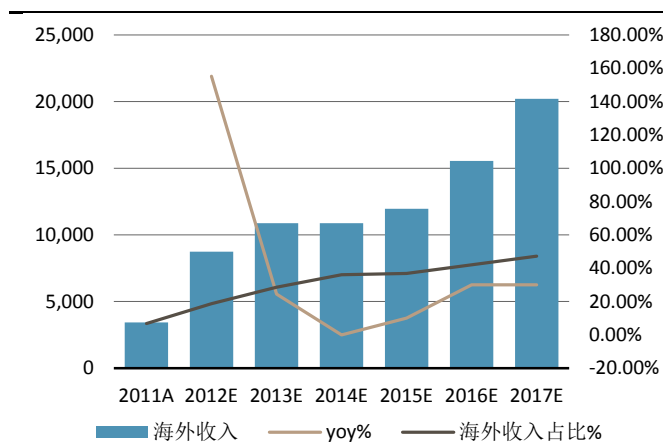
来源: 公司公告

我们看好三一重工的国际化进程，主要原因是其已取得显著的先行优势，以及深度本地化的竞争策略。

- **已建立海外四大制造基地，六大销售大区的布局。**其已在海外建立了印度、美国、德国、巴西四大研发和制造基地，同时在亚太，拉美，南非，北非，中东，俄罗斯建立了六个销售大区；
- **海外大区已实现盈亏平衡，具有盈利弹性。**海外九区 2013 年都已经实现盈亏平衡，随着海外产量上量，规模经济效应开始显现，盈利有望较快增长；
- **三一将本地化作为开拓海外市场的最重要策略。**三一在开发海外市场时重视产品生产和研发的本地化，推动员工甚至管理层的本土化，我们认为这是成功最重要的因素。

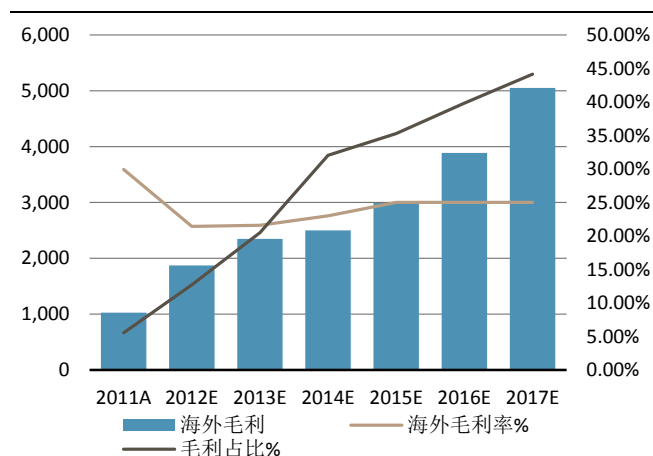
从中期看，我们认为三一海外市场将会持续较快增长，将成为驱动业绩增长的主要来源。我们预计海外收入在 2017 年将达到 200 亿元左右，占收入比重 47%。毛利 50 亿元左右，占毛利比重 44%。

图表 34: 三一的海外收入增速及占比（百万元）



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 35: 三一海外毛利率有望提升

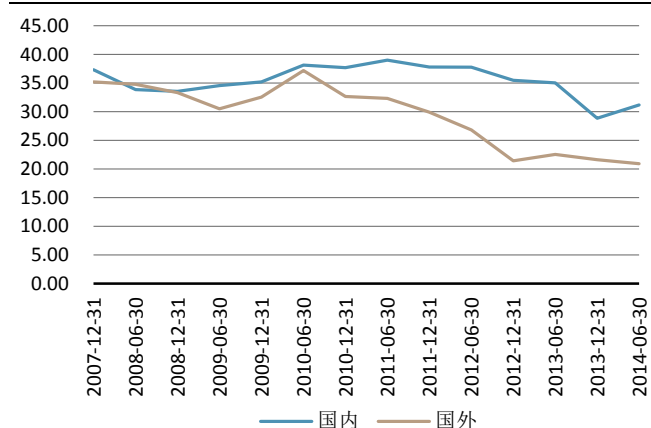


来源: 公司数据, 瑞银证券估算

海外的盈利能力有望提升

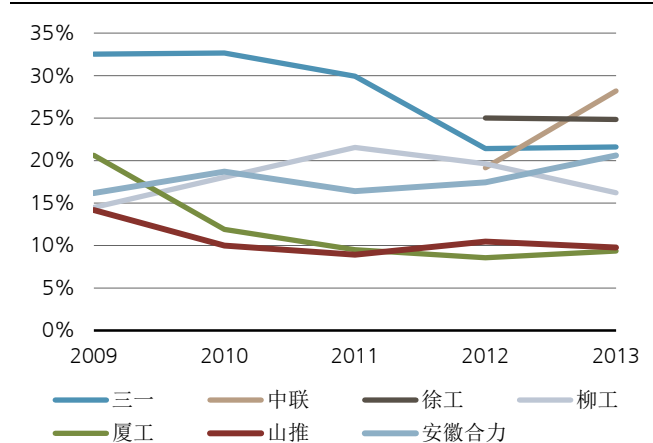
目前海外毛利率较低，规模效应之后有望提升。目前三一海外的毛利率约 22%，远低于国内 29% 的毛利率水平，主要的原因是：1）海外工厂产量规模小，尚未实现规模效应；2）海外工厂供应链尚未完全建成，成本相对较高。我们认为随着产量提升，三一的海外毛利率会逐步提升。

图表 36: 目前海外毛利率和国内毛利率对比



来源: 公司数据

图表 37: 我们认为三一的毛利率还会提升



来源: 公司数据

国内市场可能会在底部企稳

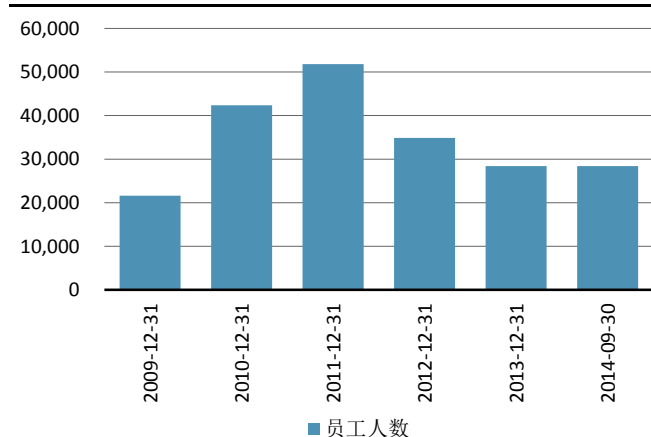
我们认为三一国内市场业绩可能会在 2015 年企稳, 主要原因:

金融杠杆有望对部分冲需求下滑的影响。工程机械的销售 80% 需要金融杠杆的支持。过去几年, 由于行业需求下滑, 供应过剩, 国内银行收紧地产和相关信贷, 工程机械企业也在主动收缩杠杆。我们认为 2015 年此趋势将有所变化, 金融杠杆将增大:

- 2015 年国内或继续进入降息周期, 企业的流动性有望好转, 或将主动增加金融杠杆;
- 政策明确金融支持中国装备企业走出去, 工程机械行业作为国内有竞争优势的行业, 有望获得更多金融支持, 或将被动增加金融杠杆;

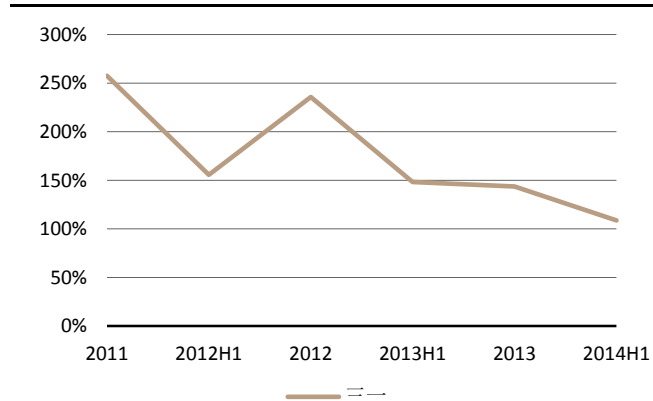
企业自身的收缩策略有望使盈利能力趋于稳定。过去 3 年, 三一持续收缩, 大幅减少人员和降低销售金融杠杆, 降低了成本和金融杠杆。我们认为会在 2015 年表现为盈利能力的企稳。

图表 38: 过去几年员工人数大幅收缩



来源: 公司数据

图表 39: 担保贷款占应收款比例持续下降



来源: 公司数据

盈利预测及估值

上调海外增长假设和长期增长率假设。由于对海外出口市场的乐观判断，我们上调了公司在海外市场的销售规模以及毛利率数据，因此上调了 2015-2020 年的盈利预测。我们同时将长期增长率的假设，从 2%上调到 5%。

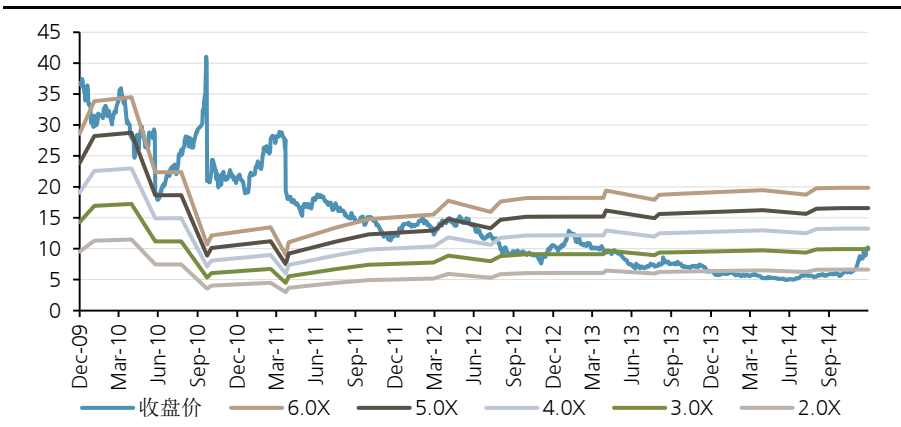
图表 40: 盈利预测假设表变动

	原预测			新预测		
盈利预测变动	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
海外市场增幅%	5.00%	15.00%	15.00%	10.00%	35.00%	35.00%
海外毛利率%	20%	20%	20%	23.00%	25.00%	25.00%
长期增长率%		2%			5%	

来源:瑞银证券估算

估值处于历史底部区域。从历史估值对比看，三一目前的 PB 为 3 倍，2010 年至今的平均 PB 为 5 倍左右，目前估值低于历史平均估值。

图表 41: 三一的 PB-Band



来源: WIND

市场可能低估了海外市场前景以及公司海外业务的成长性。从公司对比看，三一的 PE 和 PB 都高于行业其他竞争对手，我们认为部分反映了公司的国际化领先的竞争优势，但我们认为市场可能长期仍然低估了海外市场的增长前景，以及公司海外业务的成长性。

图表 42: 工程机械的估值的对比

估值比较	路透代码	股价 元	市值(百 万)	盈利预测(元)				近 3 年 利润平 均复合 增速	市盈率(x)				市净率 (x)
				2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E	2014H1
三一重工	600031.sh	9.98	76,013	0.38	0.27	0.32	0.37	-1%	26	37	33	27	3.0
中联重科	000157.sz	7.06	44,308	0.50	0.26	0.34	0.39	-8%	14	28	21	18	1.3
柳工	000528.sz	12.58	14,156	0.30	0.19	0.36	0.41	11%	42	66	35	30	1.5
安徽合力	600761.sh	15.65	9,653	0.81	0.90	1.01	1.11	11%	21	17	15	14	2.4
平均值									25	37	26	22	2.0

来源: WIND, 瑞银证券估算, 股价截至 2014 年 12 月 31 日。

图表 43: 绝对估值表

相对年	+1E	+2E	+3E	+4E	+5E	+6E	+7E	+8E	+9E	+10E
财年	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
息税前利润	2,708	3,054	3,573	4,306	5,141	8,385	9,378	10,487	11,722	13,099
折旧及摊销*	1,577	1,674	1,762	1,434	1,515	1,703	1,915	2,151	2,417	2,714
资本支出	(1,495)	(1,537)	(1,557)	(1,567)	(1,572)	(1,768)	(1,987)	(2,232)	(2,508)	(2,816)
运营资本变动	1,936	1,958	1,691	1,591	831	(1,510)	(1,811)	(2,031)	(2,277)	(2,552)
所得税 (营运)	(379)	(428)	(518)	(646)	(771)	(1,258)	(1,407)	(1,573)	(1,758)	(1,965)
其他	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
自由现金流	4,347	4,722	4,951	5,118	5,145	5,553	6,089	6,802	7,596	8,480
增长		8.6%	4.8%	3.4%	0.5%	7.9%	9.6%	11.7%	11.7%	11.6%

估值	
明计现金流现值	50,710
期末价值 (第 15 年) 现值	39,966
企业价值	90,675
占永续价值百分比	44%
联营公司及其他	893
-少数股东权益	1,258
现金盈余**	9,201
-债务***	16,463
权益价值	83,048
已发行股数 [m]	7,593.7
每股权益价值 (Rmb/股)	10.90
权益成本	10.2%
股息收益率	0.3%
1年期目标价 (Rmb/股)	12.00

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	12.3%	8.0%	5.5%
息税前利润率	15.2%	11.8%	6.8%
资本支出/销售收入	3.3%	3.3%	3.3%
投资资本回报率	26.1%	24.5%	14.6%
估值对应指标			
财年	2014E	2015E	1年预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	21.2x	19.2x	19.2x
企业价值 / 息税前利润	33.5x	29.7x	29.7x
自由现金流收益率	4.8%	5.2%	5.2%
市盈率 (现值)	39.8x	33.9x	33.9x
市盈率 (目标)	43.6x	37.2x	37.2x

加权平均资本成本	
无风险利率	3.94%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	1.25
债务/权益比率***	20.9%
边际税率	25.0%
权益成本	10.2%
债务成本	5.1%
WACC	9.7%

期末假设值	
VCH (年数)	15
对应的自由现金流增长	2.1%
投资资本回报率增幅	10.2%
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	6.8x

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: UBS-VCAM

三一重工 (600031.SS)

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	50,776	46,831	37,328	30,097	-19.4	32,495	8.0	36,964	42,797	48,115
毛利	18,265	14,700	9,542	7,611	-20.2	8,271	8.7	9,526	11,177	12,862
息税折旧摊销前利润(UBS)	11,237	8,528	4,781	4,285	-10.4	4,728	10.3	5,335	5,740	6,657
折旧和摊销	(723)	(1,233)	(1,510)	(1,577)	4.4	(1,674)	6.1	(1,762)	(1,434)	(1,515)
息税前利润(UBS)	10,513	7,294	3,270	2,708	-17.2	3,054	12.8	3,573	4,306	5,141
联营及投资收益	141	161	(198)	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	945	783	703	357	-49.3	357	0.0	200	175	156
净利息	(807)	(1,358)	(325)	(473)	-45.6	(361)	23.7	(218)	(65)	92
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	10,792	6,881	3,450	2,591	-24.9	3,049	17.7	3,555	4,416	5,389
税项	(1,431)	(870)	(356)	(363)	-2.0	(427)	-17.7	(515)	(662)	(808)
税后利润	9,362	6,011	3,095	2,229	-28.0	2,622	17.7	3,039	3,753	4,580
优先股股息及少数股权	(713)	(325)	(191)	(138)	28.0	(162)	-17.7	(228)	(281)	(344)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	8,649	5,686	2,904	2,091	-28.0	2,460	17.7	2,811	3,472	4,237
净利润 (UBS)	8,649	5,686	2,904	2,091	-28.0	2,460	17.7	2,811	3,472	4,237
税率(%)	13.3	12.6	10.3	14.0	35.9	14.0	0.0	14.5	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)	1.14	0.75	0.38	0.27	-28.0	0.32	17.7	0.37	0.46	0.56
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	1.14	0.75	0.38	0.27	-28.0	0.32	17.7	0.37	0.46	0.56
每股收益 (UBS, 基本)	1.14	0.75	0.38	0.27	-28.0	0.32	17.7	0.37	0.46	0.56
每股股息净值(Rmb)	0.30	0.00	0.12	0.03	-77.1	0.03	17.7	0.04	0.05	0.06
每股账面价值	2.59	3.03	3.15	3.25	3.2	3.59	10.5	3.74	4.33	4.83
平均股数(稀释后)	7,593.71	7,593.71	7,616.50	7,616.50	0.0	7,616.50	0.0	7,616.50	7,616.50	7,616.50
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	10,247	9,631	6,380	9,209	44.3	13,848	50.4	18,777	24,011	29,240
其他流动资产	23,516	30,171	32,145	28,029	-12.8	26,766	-4.5	26,358	26,437	27,071
流动资产总额	33,763	39,802	38,526	37,238	-3.3	40,614	9.1	45,135	50,448	56,311
有形固定资产净值	14,835	18,768	18,415	18,348	-0.4	18,236	-0.6	18,068	18,250	18,368
无形固定资产净值	2,160	4,796	4,855	4,842	-0.3	4,818	-0.5	4,782	4,734	4,675
投资/其他资产	549	1,095	2,072	1,744	-15.8	2,140	22.7	2,196	2,258	2,327
总资产	51,307	64,461	63,868	62,172	-2.7	65,807	5.8	70,181	75,690	81,680
应付账款和其他短期负债	12,168	15,373	14,652	11,987	-18.2	12,865	7.3	14,480	16,584	18,417
短期债务	10,964	7,320	3,300	3,300	0.0	3,300	0.0	3,300	3,300	3,300
流动负债总额	23,132	22,693	17,952	15,287	-14.8	16,165	5.7	17,781	19,884	21,717
长期债务	7,170	16,234	20,188	20,188	0.0	20,188	0.0	20,188	20,188	20,188
其它长期负债	251	921	719	719	0.0	719	0.0	719	719	719
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	30,553	39,848	38,859	36,194	-6.9	37,072	2.4	38,688	40,791	42,624
普通股股东权益	19,663	23,019	23,888	24,719	3.5	27,314	10.5	28,508	32,969	36,782
少数股东权益	1,091	1,594	1,121	1,259	12.3	1,421	12.9	2,985	1,930	2,274
负债和权益总计	51,307	64,461	63,868	62,172	-2.7	65,807	5.8	70,181	75,690	81,680
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)	8,649	5,686	2,904	2,091	-28.0	2,460	17.7	2,811	3,472	4,237
折旧和摊销	723	1,233	1,510	1,577	4.4	1,674	6.1	1,762	1,434	1,515
营运资本变动净值	(8,574)	0	(2,453)	1,598	-	2,123	32.8	1,985	2,000	1,177
其他营业性现金流	1,481	-	808	1,208	49.5	1,136	-6.0	1,074	1,061	1,039
经营性现金流	2,279	-	2,769	6,475	133.8	7,393	14.2	7,633	7,967	7,968
有形资本支出	(7,136)	(4,792)	(2,202)	(1,495)	32.1	(1,537)	-2.8	(1,557)	(1,567)	(1,572)
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	(805)	(1,690)	376	(117)	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(7,940)	(6,482)	(1,826)	(1,612)	11.7	(1,537)	4.7	(1,557)	(1,567)	(1,572)
已付股息	0	0	0	(209)	-	(246)	-17.7	(281)	0	0
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	0	0	(5)	(1,825)	36,407.8	(972)	46.78	(510)	347	424
债务及优先股变化	12,108	5,370	(97)	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	12,108	5,370	(102)	(2,034)	NM	(1,218)	40.2	(791)	347	424
现金流量中现金的增加/(减少)	6,446	-	842	2,828	235.9	4,639	64.0	5,285	6,747	6,820
外汇/非现金项目	(2,170)	-	(4,093)	0	100.0	0	-100.0	(355)	(1,513)	(1,591)

资产负债表现金增加/(减少)	4,277	(616)	(3,251)	2,828	-	4,639	64.0	4,930	5,233	5,229
----------------	-------	-------	---------	-------	---	-------	------	-------	-------	-------

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。

三一重工 (600031.SS)

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)	14.0	16.1	22.5	36.5	31.1	27.2	22.0	18.0
市盈率 (UBS, 稀释后)	14.0	16.1	22.5	36.5	31.1	27.2	22.0	18.0
股价/每股现金收益	12.9	13.2	14.8	20.8	18.5	16.7	15.6	13.3
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(4.0)	-	0.9	6.5	7.7	8.0	8.4	8.4
净股息收益率(%)	1.9	0.0	1.4	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
市净率	6.1	4.0	2.7	3.1	2.8	2.7	2.3	2.1
企业价值/营业收入(核心)	2.1	2.0	2.0	2.8	2.4	2.0	1.6	1.5
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	9.6	10.7	15.8	19.6	16.8	14.0	12.1	11.1
企业价值/息税前利润(核心)	10.2	12.6	23.1	NM	26.0	20.9	16.2	14.4
企业价值/经营性自由现金流(核心)	10.2	12.3	21.7	27.9	23.6	19.2	15.0	13.5
企业价值/运营投入资本	5.2	2.8	1.9	2.1	2.1	2.1	2.0	2.3
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	120,861	91,440	65,259	76,165	76,165	76,165	76,165	76,165
净债务 (现金)	(14,061)	(848)	10,083	7,254	2,615	(2,314)	(7,548)	(3,137)
少数股东权益	1,091	1,594	1,121	1,259	1,421	1,649	1,930	2,274
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	107,891	92,186	76,462	84,678	80,201	75,499	70,547	75,301
非核心资产	(329)	(605)	(777)	(893)	(893)	(893)	(893)	(1,238)
核心企业价值	107,562	91,581	75,686	83,784	79,308	74,606	69,654	74,064
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	49.5	-7.8	-20.3	-19.4	8.0	13.8	15.8	12.4
息税折旧摊销前利润(UBS)	46.4	-24.1	-43.9	-10.4	10.3	12.8	7.6	16.0
息税前利润(UBS)	47.0	-30.6	-55.2	-17.2	12.8	17.0	20.5	19.4
每股收益(UBS 稀释后)	54.0	-34.3	-49.1	-28.0	17.7	14.3	23.5	22.0
每股股息净值	NM	-	-	-77.1	17.7	14.3	23.5	22.0
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	36.0	31.4	25.6	25.3	25.5	25.8	26.1	26.7
息税折旧摊销前利润率	22.1	18.2	12.8	14.2	14.5	14.4	13.4	13.8
息税前利润率	20.7	15.6	8.8	9.0	9.4	9.7	10.1	10.7
净利 (UBS) 率	17.0	12.1	7.8	6.9	7.6	7.6	8.1	8.8
ROIC (EBIT)	50.4	22.1	8.3	6.7	8.0	9.9	12.6	15.8
税后投资资本回报率	43.7	19.3	7.4	5.8	6.9	8.5	10.7	13.4
净股东权益回报率(UBS)	55.8	26.6	12.4	8.6	9.5	10.1	11.3	12.1
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	0.7	1.6	3.6	3.3	2.0	0.9	(0.1)	(0.9)
净债务/总权益 %	38.0	56.6	68.4	55.0	33.5	15.0	(1.5)	(14.7)
净债务/（净债务 + 总权益） %	27.5	36.1	40.6	35.5	25.1	13.0	(1.5)	(17.3)
净债务/企业价值	7.3	15.2	22.6	17.0	12.2	6.3	(0.8)	(7.8)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	170.4	116.3	112.1	107.6	141.4	133.6
资本支出/营业收入(%)	14.1	10.2	5.9	5.0	4.7	4.2	3.7	3.3
息税前利润/净利息	13.0	5.4	10.1	5.7	8.5	16.4	66.0	NM
股息保障倍数 (UBS)	3.8	-	3.2	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
股息支付率 (UBS) %	26.3	-	31.5	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	50,776	46,831	37,328	30,097	32,495	36,964	42,797	48,115
总计	50,776	46,831	37,328	30,097	32,495	36,964	42,797	48,115
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	10,513	7,294	3,270	2,708	3,054	3,573	4,306	5,141
总计	10,513	7,294	3,270	2,708	3,054	3,573	4,306	5,141

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。

三一重工 投资卖点

三一重工是国内领先的工程机械设备供应商，其混凝土机械及挖掘机收入均为行业第一。2015 年国内市场需求持续疲弱，但降幅可能收窄，主要原因是我们认为 2015 年处于降息周期中，信用销售的规模会扩大。我们看好其海外市场开拓。主要原因：1) 政策推动亚洲基建投资；2) 政策支持国内机械出口；3) 三一在海外布局最早，并且本土化程度高。我们 2014-2016 年 EPS 预测为 0.27/0.32/0.37 元，前两年预测跟市场预期持平，2016 年预测高于市场 20%，主要原因是我们比市场更看好其海外市场的开拓。

风险声明

我们认为行业面临的主要风险包括：国内市场加速下滑，2014 年国内行业收入下滑了 8%左右，2015 年如果加速下滑，国外的增长可能并不能对冲掉国内的下滑，行业和公司业绩面临低于预期的可能性。

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。

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 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	37%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	32%
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 ³	投资银行服务 ⁴
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 12 月 31 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。当此类例外适用时，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

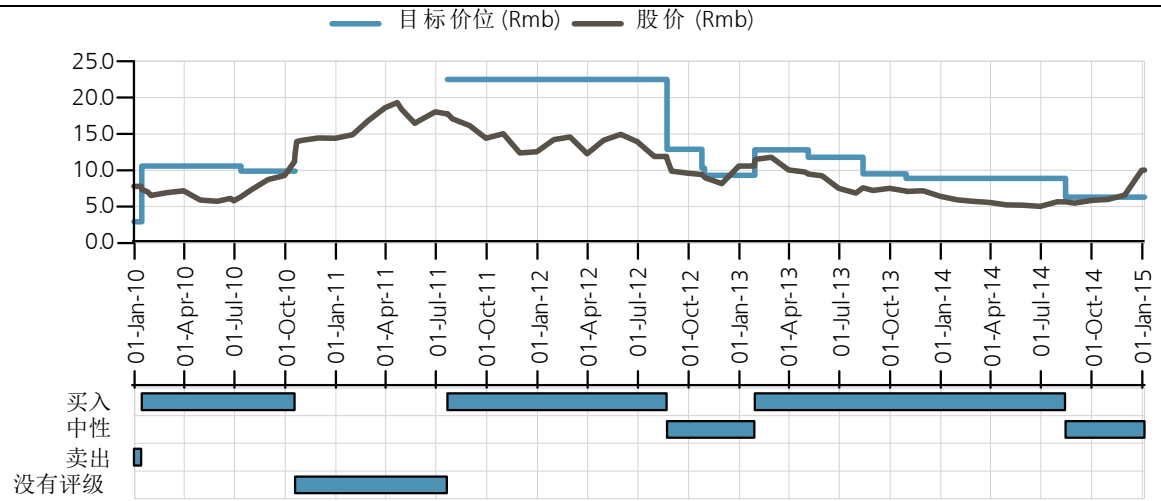
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
三一重工	600031.SS	中性	不适用	Rmb10.03	2015 年 01 月 05 日

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。

三一重工 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 1 月 5 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）和金融市场监管局（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 (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział 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 受瑞士金融市场监管局（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/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股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel 和 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。**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 金融服务指南的网址为：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：** 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物体或元素。© UBS 2015 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。