

柳工

主业料仍将疲弱，但国企改革可关注

预计 2015 年国内土方机械需求仍会下降，但降幅缩窄

我们认为 2015 年土方机械需求仍将下滑，原因是国内投资尤其是房地产的增速将进一步放缓；利用小时数持续下滑，投资回收期进一步拉长；但预计降幅缩窄，原因是：企业过去几年持续去库存和销售杠杆，目前已处于历史较低位置；工程机械 80% 销售依赖信用销售，下游投资商收益率受利率影响较大，2015 年国内进入降息周期，投资商可能补库存，企业可能提高销售杠杆，将对冲部分需求下滑的影响。

国企改革存在资产注入和激励变革可能性

柳工的国企改革存在资产注入和激励机制变革的可能性。集团内有桩工机械业务，适合注入上市公司，净利润约占上市公司的 10% 左右。柳工管理层表示下一步改革重点是激励机制变革，我们认为其有较强动力实现员工持股等变革。从历史看，柳工的销售政策偏于谨慎，我们认为如果激励变革，公司销售可能更加积极，有利于公司市场份额提升，收入增长。

海外市场占比较小，预计未来三年收入增速较快

柳工海外收入占比约 18%，毛利占比约 15%。其海外收入以出口贸易为主，在海外没有较大的生产基地。我们预计由于海外基建投资加速，国家政策推动，其海外收入增速将从过去 3 年的 5% 提高到未来 3 年的 20% 左右。

估值：维持“中性”评级

因为公司 2014 年底降低坏账计提和固定资产折旧比例，增加 2014 年净利润约 8000 万。我们上调 2014 年 EPS 预测至 0.25 元，略下调 2015/2016 年 EPS 预测 3%/2% 至 0.35/0.41 元。由于国企改革和国家政策推动下出口增速有望加快，我们提高了其长期收入增速假设（从 3% 提高到 5%）。基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型（WACC=7.8%）得出目标价 10.5 元（原 7.15 元）。

Equities

中国

重型机械

12 个月评级 **中性**
 保持不变

12 个月目标价 **Rmb10.50**
 之前: Rmb7.15

股价 **Rmb10.08**

路透代码: 000528.SZ 彭博代码 000528 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb12.89-5.53

市值 Rmb11.3 十亿/US\$1.82 十亿

已发行股本 1,125 百万 (ORDA)

流通股比例 99%

日均成交量(千股) 46,376

日均成交额(Rmb 百万) Rmb477.7

普通股股东权益 (12/14E) Rmb9.46 十亿

市净率 (12/14E) 1.2x

净债务 / EBITDA 3.0x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	0.19	0.25	29.47	0.28
12/15E	0.36	0.35	-2.88	0.35
12/16E	0.41	0.41	-2.02	0.34

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	17,878	12,630	12,585	10,812	10,622	11,463	12,519	13,677
息税前利润(UBS)	1,626	374	538	558	703	747	797	840
净利润 (UBS)	1,321	278	335	277	397	456	539	616
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	1.17	0.25	0.30	0.25	0.35	0.41	0.48	0.55
每股股息 (Rmb)	0.30	0.25	0.25	0.15	0.12	0.18	0.20	0.24
现金 / (净债务)	(4,404)	(4,455)	(2,433)	(3,790)	(3,318)	(2,995)	(1,862)	(1,271)

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(%)	9.1	3.0	4.3	5.2	6.6	6.5	6.4	6.1
ROIC (EBIT) (%)	16.6	2.8	4.4	4.6	5.5	5.9	6.6	7.2
EV/EBITDA(core)x	14.8	23.8	12.5	12.0	11.7	10.9	9.5	8.7
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	17.7	45.6	25.7	41.0	28.6	24.9	21.0	18.4
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(13.3)	0.2	9.4	(6.4)	8.3	7.1	13.7	11.2
净股息收益率(%)	1.4	2.2	3.3	1.5	1.2	1.7	2.0	2.4

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 02 月 11 日 19 时 26 分的股价(Rmb10.08)得出；

投资主题

柳工

投资理由

柳工是土石方机械行业的龙头之一，2013 年公司的装载机销量市场份额为 17.84%，仅次于临工，为全行业第二。我们预计，公司在巩固整机市场份额的基础上，未来将加大核心零部件业务投入，提升整体竞争力及毛利率水平。

因为公司 2014 年底降低坏账计提和固定资产折旧比例，增加 2014 年净利润约 8000 万。我们上调 2014 年 EPS 预测至 0.25 元，略下调 2015/2016 年 EPS 预测至 0.35/0.41 元。由于国企改革和国家政策推动下出口增速有望加快，我们提高了其长期收入增速假设（从 3% 提高到 5%），上调目标价至 10.5 元，维持中性评级。目标价基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型（WACC=7.8%）得出。

乐观情景

我们的基准假设是 2015 年公司装载机销量同比下滑 10%，挖掘机销量下降 15%。如果行业好转幅度好于我们的预期，装载机销量下滑 8%，挖掘机销量下滑 12%，则我们估算 2015 年 EPS 为 0.40 元，比目前预测高 14%，对应每股估值 12 元。

悲观情景

如果行业好转幅度较我们预期的差，导致 15 年公司装载机销量下滑 25%，挖掘机销量下滑 25%，则我们估算 2015 年 EPS 为 0.30 元，比目前预测低 15%，对应每股估值 9 元。

近期催化剂

若铁路基建投资数据好于预期，或基建投资目标进一步提高；
若公司通过产业链延伸（实现零部件自产），使毛利率回升超预期。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb10.50

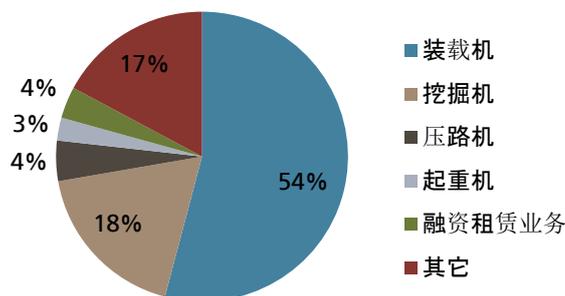
公司简介

公司是从事工程机械研发、生产、销售的行业大型骨干企业，是中国工程机械第一家上市公司。公司的主导产品为土石方机械，包括装载机、液压挖掘机、压路机，以及路面机械产品如沥青摊铺机和平地机。公司具有年产超过 20000 台各类工程机械整机制造能力，有近 10 种型号的产品荣获机械部和国家级多项奖励和荣誉称号。

行业展望

我们认为 2015 年土方机械需求仍将下滑，原因是国内投资尤其是房地产的增速将进一步放缓；利用小时数持续下滑，投资回收期进一步拉长。但预计降幅将缩窄，原因是：企业过去几年持续去库存和销售杠杆，目前已处于历史较低位置；工程机械 80% 销售依赖信用销售，下游投资商收益率受利率影响较大，2015 年国内进入降息周期，投资商可能补库存，企业可能提高销售杠杆，将对冲部分需求下滑的影响。

收入按产品分布，2013



来源: 公司数据

各类产品毛利

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
装载机	1167	1349	1160	1102	1212
挖掘机	500	502	410	378	382
压路机	90	118	95	99	104
起重机	26	31	26	27	29
融资租赁业务	303	274	288	302	317
其他	13	325	183	202	222
合计	2098	2600	2162	2110	2266

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

目录

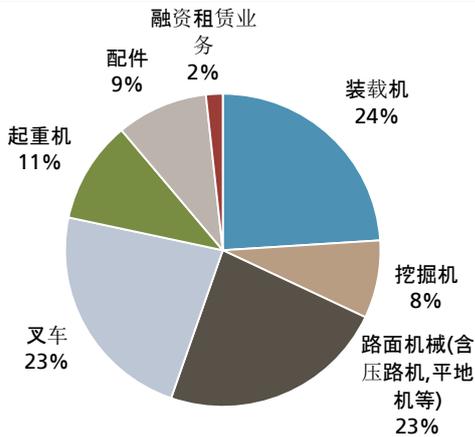
国内需求料仍将疲弱，但降幅可能收窄	4
产品竞争相对激烈，市占率维持稳定	7
海外市场：目前以出口贸易为主	10
国企改革：激励机制可能变革	10
估值：PB 处于历史较低位置	11

李博
分析师
S1460511020004
benson.li@ubssecurities.com
+86-213-866 8876

国内需求料仍将疲弱，但降幅可能收窄

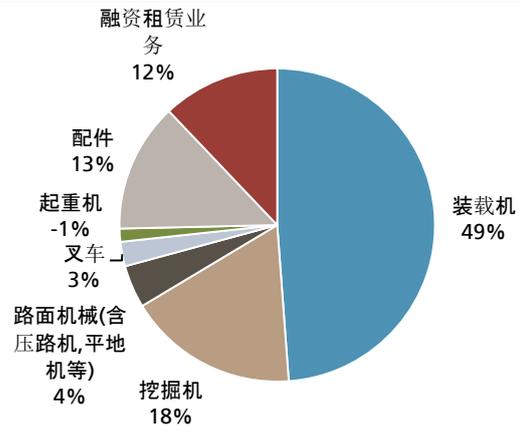
柳工的主要产品土方机械（包括装载机和挖掘机），占收入比重约 66%，其他工程机械（路面机械，叉车，起重机）占比 12%。

图表 1: 柳工的收入产品结构（14H1）



来源: 公司公告

图表 2: 柳工毛利的产品结构（14H1）



来源: 公司公告

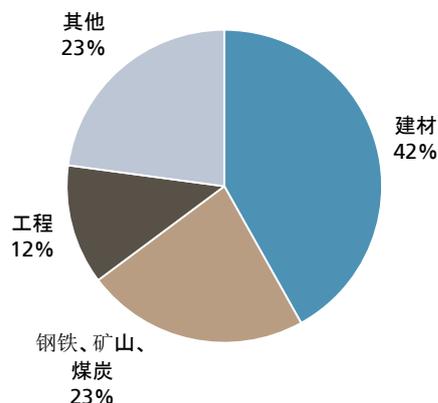
装载机：受制造业采矿业投资影响较大

装载机的下游主要分布在建材，钢铁，矿山，煤炭，基建工程等领域，受采矿业和制造业的固定资产投资影响较大。

2014 年，我们预计国内装载机的销量 15 万台左右，同比下降了 15%，从趋势看，下半年的降幅应有所扩大。我们认为下半年加速下滑的原因：

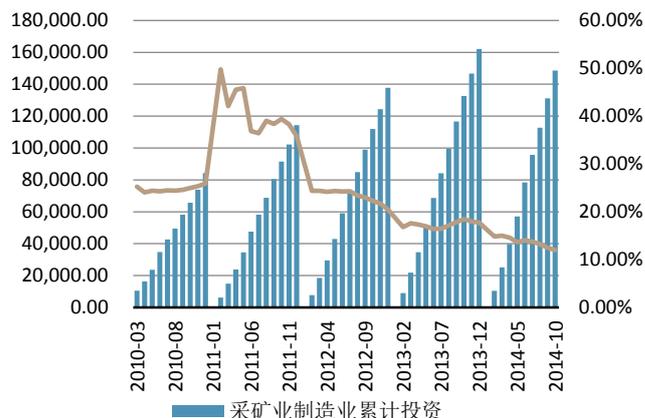
- **制造业和采矿业的投资增速加速下滑：**采矿业和制造业的投资增速持续下滑，从上半年的 15% 左右下降到下半年 10% 左右；
- **装载机的社会保有量庞大，利用率不足：**我们预计 2013 年底装载机社会保有量约 170 万台，平均的利用率预计在 50% 左右，远低于高峰时的 80% 的利用率；

图表 3: 装载机下游分布 (2013)



来源: 公司公告

图表 4: 制造业采矿业的固定资产投资料将持续萎缩 (亿元)



来源: Wind

我们预计 2015 年装载机的出货量可能继续下滑，主要的原因：

- 大宗商品价格可能长期维持在低位，使得采矿业相关的投资萎缩；
- 中游建材等制造业需求萎缩，产能过剩，固定资产投资增速料将继续下滑。

挖掘机：受地产和基建投资影响较大

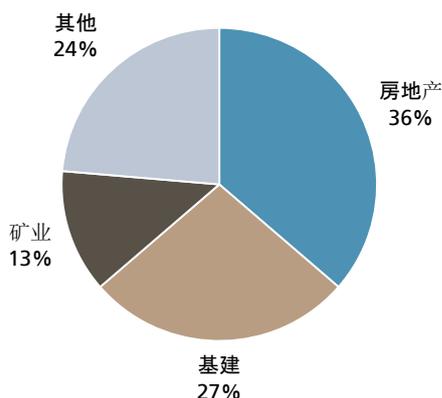
挖掘机下游主要应用于房地产，基建投资，矿业投资等，受房地产影响较大。2014 年，国内挖掘机销量约 8 万台，同比下滑 30%左右，下半年呈现加速下滑趋势。我们认为主要的原因：

- **房地产投资持续萎缩：** 房地产投资增速 2014 年以来逐月下滑，从年初的 20%左右持续下滑到 10%左右；
- **挖掘机社会保有量庞大，利用率不足：** 2013 年底，挖机的社会保有量约 140 万台左右，平均利用率仅 50%左右，利用率不足，新增需求有限；

我们认为 2015 年挖机的销量仍会下滑，并没有见底，主要的原因：

- **房地产，制造业采矿业投资料仍将下滑：** 瑞银预计房地产投资增速将从会从 2014 年 15%下降到 2015 年的 6%左右；制造业采矿业的投资增速亦料将继续下滑；

图表 5: 挖掘机的下游应用分布 (2013)



来源: 公司公告

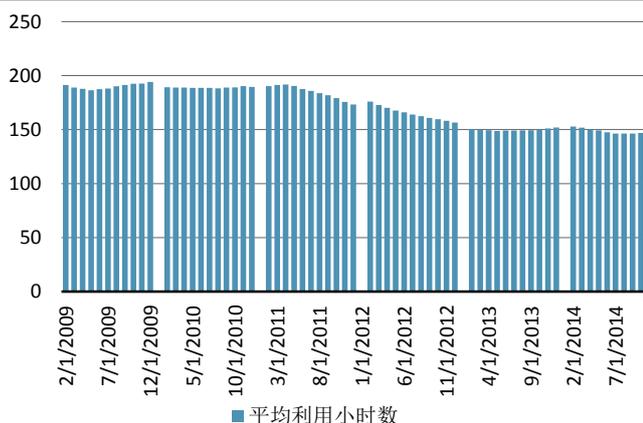
图表 6: 房地产固定资产投资料仍将萎缩



来源: Wind

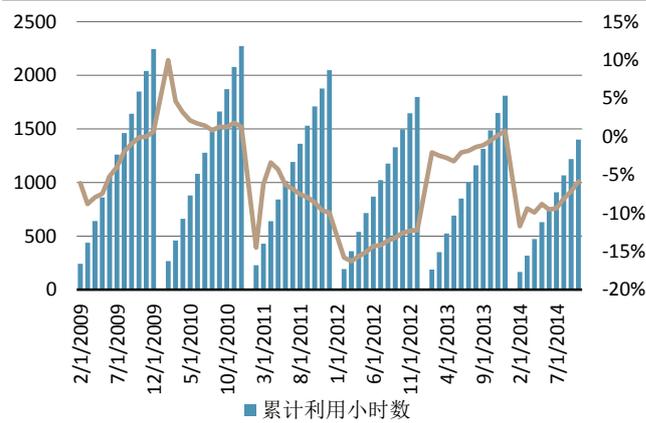
- **社会保有量庞大, 难以看到利用率回升:** 在需求下滑时, 利用率难以看到明显回升, 过去几年, 利用率持续负增长, 我们认为在行业利用小时数显著正增长之前, 难以看到需求的好转。

图表 7: 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 8: 小松工程机械累计利用小时数同比变化



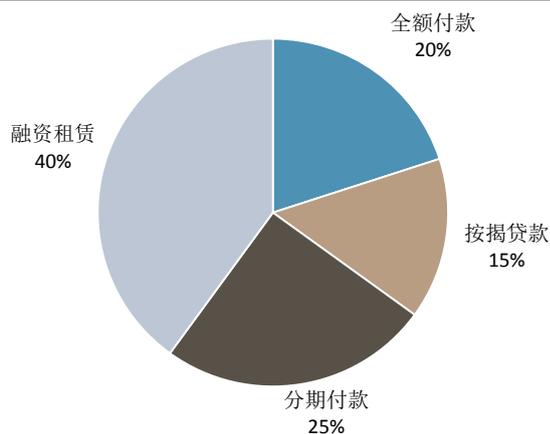
来源: 小松公司, 根据小松月度利用小时数累计处理

国内市场降幅可能会收窄

2015 年, 我们认为国内市场还没有见底, 但降幅可能会有所收窄, 主要原因:

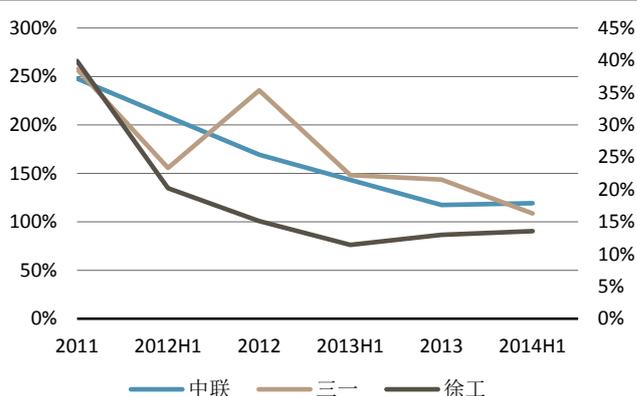
- **降息周期下, 销售杠杆可能增加。** 工程机械的 80% 销售需要信用贷款支持, 下游投资商的收益率对利率比较敏感, 我们预计 2015 年国内进入降息周期, 下游投资商的收益率情况会有所好转, 下游投资商购买设备收益率好转, 会增加设备的采购;

图表 9: 工程机械销售方式 (2013)



来源: 公司公告

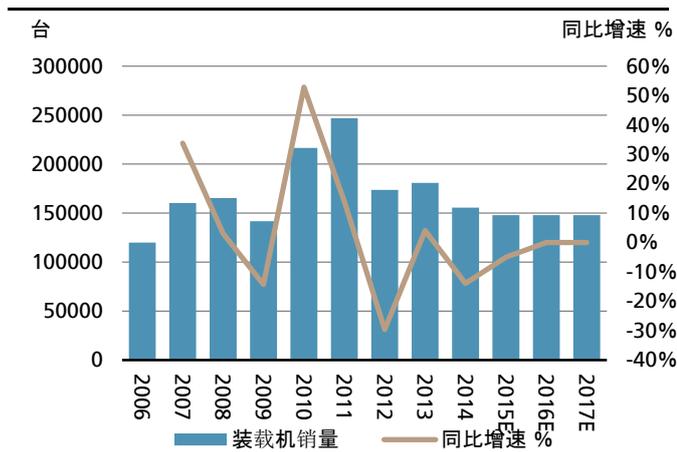
图表 10: 企业过去几年持续降杠杆



来源: 公司公告。注: 右轴为徐工。

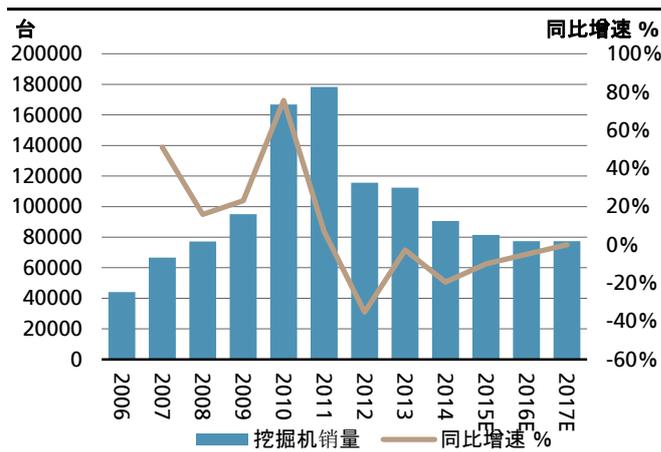
综合以上几个因素, 我们预计 2015 年, 国内的装载机销量同比下滑 5%左右, 挖掘机销量同比下滑 10%左右; 行业仍然在下滑周期, 但需求降幅有所收窄。

图表 11: 装载机的销量及预测



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

图表 12: 挖掘机的销量及预测



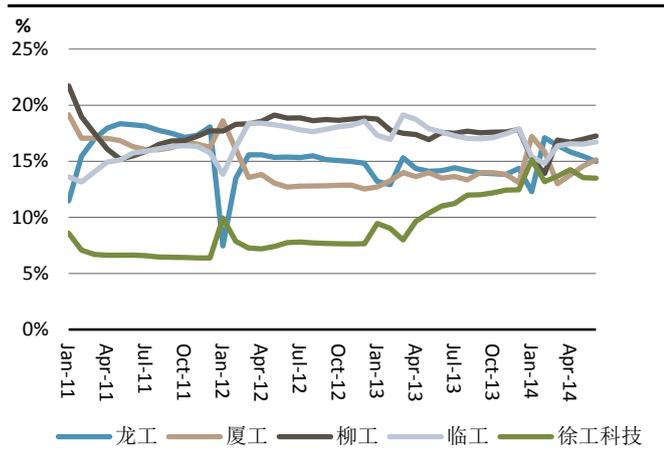
来源: 公司公告, 瑞银证券估算

产品竞争相对激烈, 市占率维持稳定

装载机竞争最激烈, 市场格局比较稳定。在工程机械细分行业中, 装载机的竞争相对激烈, 因此行业平均毛利率 (20%左右) 比挖掘机等其他细分行业低;

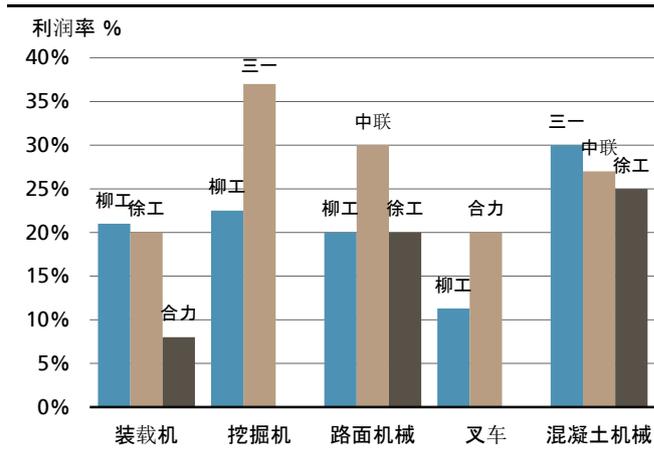
过去几年, 装载机行业的市场竞争格局比较稳定, 前五大企业占行业市场容量 78%左右, 且前五大企业份额比较均衡, 平均都在 15%左右, 各家企业的利润率水平也相差不大。

图表 13: 装载机相关企业的市占率相对稳定



来源: Wind

图表 14: 装载机的毛利率水平在 20% 左右 (2013)



来源: Wind

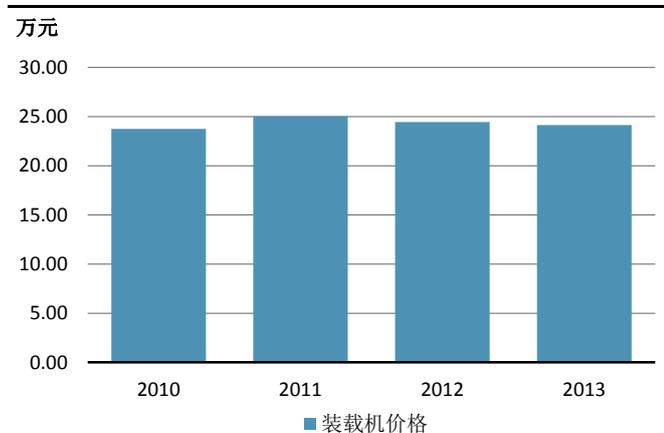
柳工是国内装载机的第一梯队企业，市场份额稳定在 15% 左右。我们认为未来 3 年，柳工的市场份额会维持稳定，主要的原因：

- 装载机是工程机械中，最成熟的产品，竞争已经比较充分，各家企业实力相差不大；
- 装载机上下游都非常分散，竞争格局没有大的变化；

我们认为柳工装载机的毛利率能够维持在 20% 左右，盈利能力能够维持稳定。主要的原因：

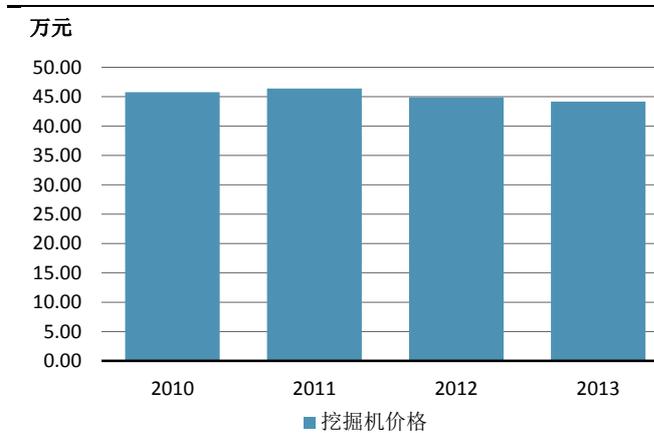
- 装载机价格下降的空间不大：经过多次价格战，最近 5 年，装载机的价格已经基本稳定，行业平均毛利率 20% 左右，在工程机械细分子行业中处于较低水平，行业恶性内部价格战的可能性不大；
- 装载机成本下降空间不大：装载机成本主要是结构件（20-25%），柴油机（10-12%），液压部件（10-12%），钢材（7-9%）。瑞银钢铁组认为钢材价格将维持在低位，继续大幅下降可能性不大，因此我们认为装载机成本下降空间不大。

图表 15: 装载机的价格平稳



来源: 公司公告

图表 16: 挖掘机的价格平稳



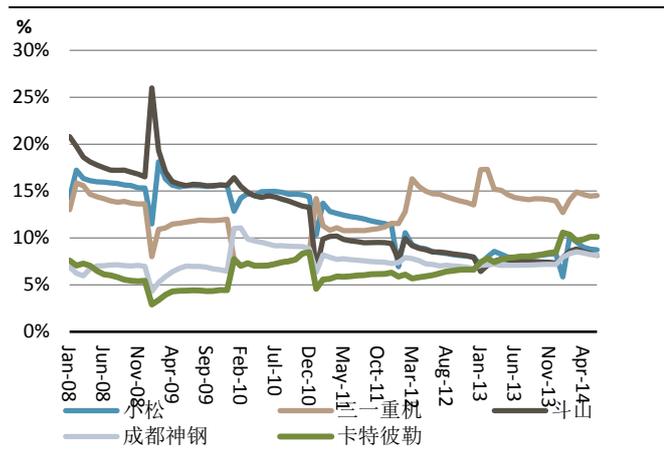
来源: 公司公告

挖掘机外资品牌占主导，企业间差异较大。由于挖掘机的技术难度更高，因此其市场份额相对集中，目前外资品牌占比 60%，国产品牌占比 40%。

挖掘机前五大企业占市场份额约 50%，其中最大的是三一（15%），卡特彼勒（10%），小松（9%），由于势均力敌的竞争对手相对较少，海外品牌占据挖掘机的大部分市场份额，产品价格相对较高。因此挖掘机的毛利率约 30%-40%，高于其他产品。

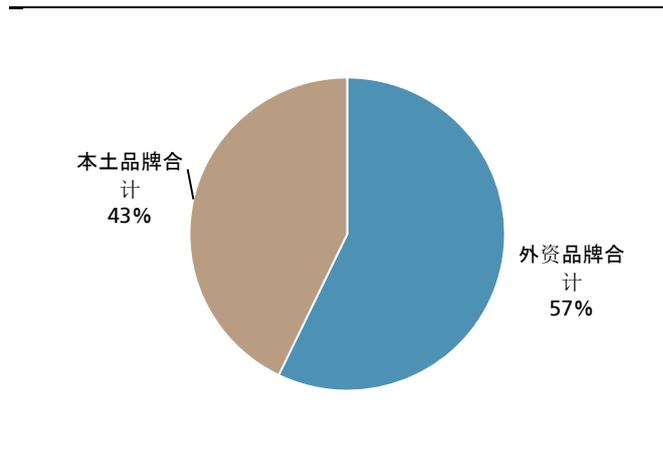
柳工挖掘机的市场份额，一直稳定在 4.4%左右，毛利率在 23%左右，由于柳工挖机以中小型挖机为主，因此，从均价看，柳工的挖掘机均价低于三一。

图表 17: 挖掘机行业市场份额图



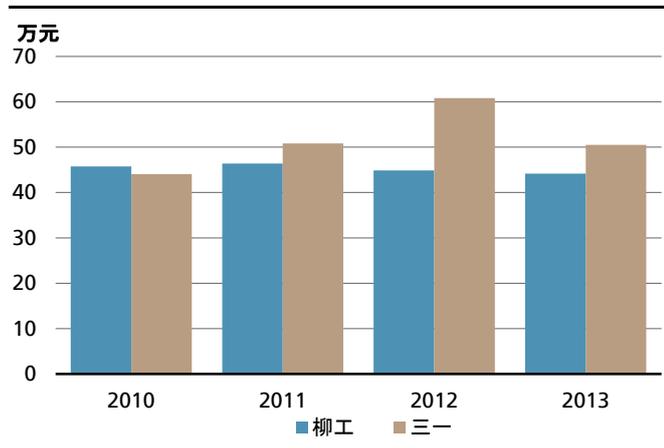
来源: Wind

图表 18: 挖掘机行业份额图 (14H1)



来源: Wind

图表 19: 柳工挖机价格与三一挖机价格对比



来源: Wind

图表 20: 挖机的利润率



来源: 公司数据

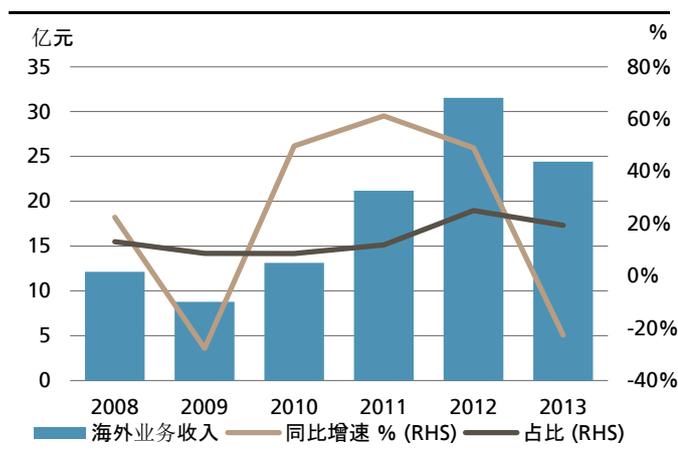
我们预计柳工的挖机市场份额和盈利能力能够维持稳定，主要的原因：挖机技术难度较高，目前国产企业中，除了三一，没有新的强大的竞争对手。

海外市场：目前以出口贸易为主

海外出口产品主要是装载机，挖掘机，压路机和平地机。柳工 14 年上半年的海外收入占比约 18%，占比在同行业中仅次于三一，高于其他公司。由于海外出口毛利率较低，毛利占比 15%左右

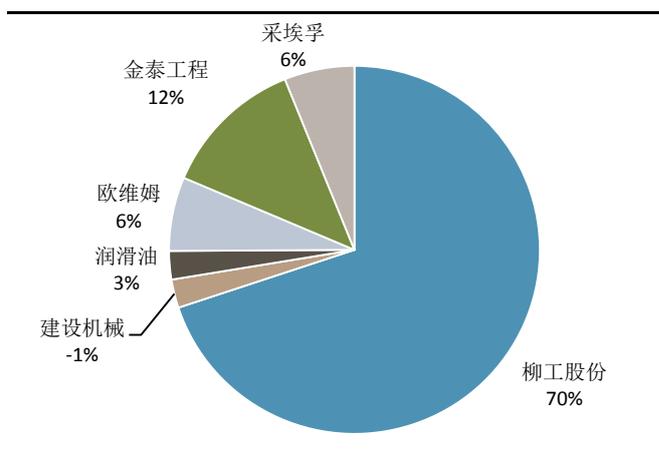
柳工的海外收入以贸易出口为主。其在海外没有大的生产基地，出口目的地以澳洲，非洲为主。我们认为其海外收入能够有较快的增长，但盈利能力难以提高，利润贡献有限。

图表 21: 国外收入占比及增速



来源: Wind

图表 22: 柳工集团的收入构成 (2013)



来源: Wind

国企改革：激励机制可能变革

我们认为柳工的国企改革存在资产注入和激励机制变革的可能性。柳工集团旗下的资产主要还包括：混凝土机械，桩工机械，预应力机械，传动部件等，以及润滑油等其他业务。2013 年集团未在上市公司的资产占比约 30%；

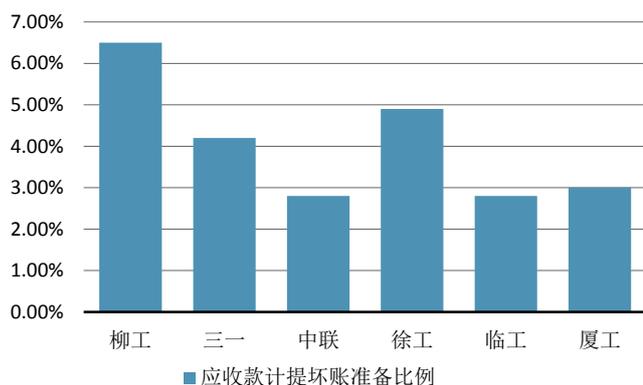
上海金泰和柳州采埃孚主要产品属于工程机械，或其配套零部件，这两家公司占上市公司净利润的 10%左右。我们认为有注入上市公司的可能性。

激励机制可能变革。柳工的实际控制人是广西国资委，管理层基本没有持股。据媒体报道，集团总裁（同时是上市公司董事长）表示下一步改革重点在于改革激励体系，绩效体系，以及产权体系，激发员工的创造性和积极性。管理层变革的诉求比较明确，动力也比较强。

我们认为如果能够实现激励机制变革，公司的销售可能更加积极。

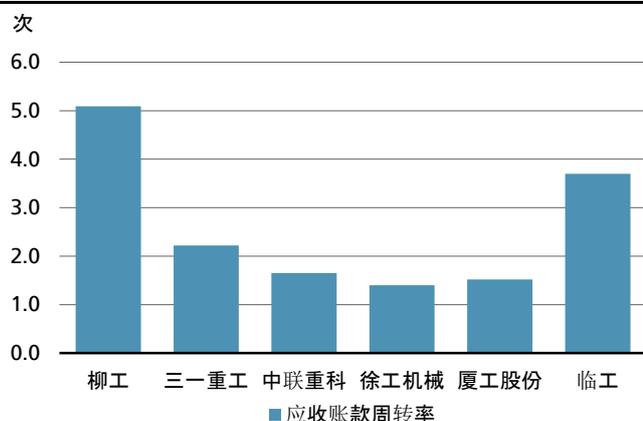
- 与三一，中联等龙头企业相比，柳工的过去的销售政策偏于谨慎。

图表 23: 应收款坏账计提比例 (2013)



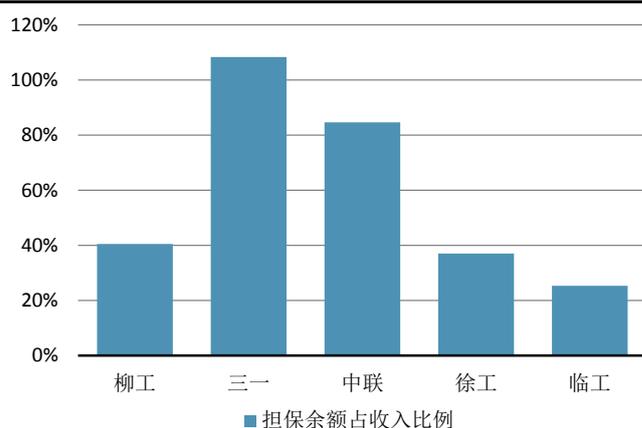
来源: Wind

图表 25: 应收款周转率对比 (2013)



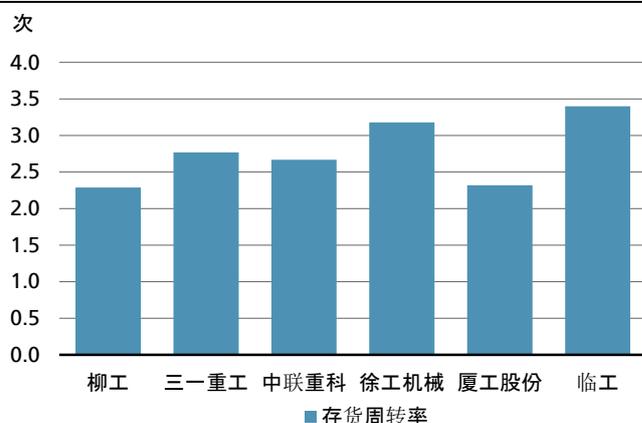
来源: Wind

图表 24: 回购承诺担保余额占销售收入比例 (2013)



来源: Wind

图表 26: 存货周转率对比 (2013)



来源: Wind

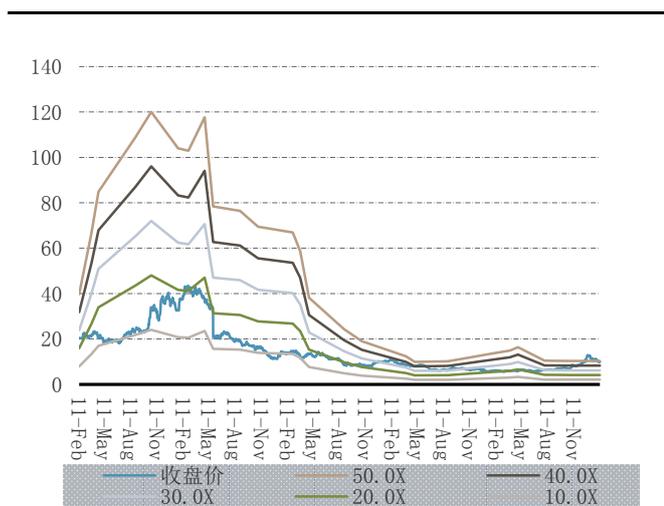
我们认为, 如果改革激励制度, 调动管理层积极性, 公司的销售可能会更加更加激进, 市场份额可能提升。

估值: PB 处于历史较低位置

PE 略高于行业平均值。从 PE 看, 柳工 2015 年的 PE29 倍左右, 高于中联, 徐工和三一, 主要原因是市场预计其增速可能快于中联、徐工和三一。

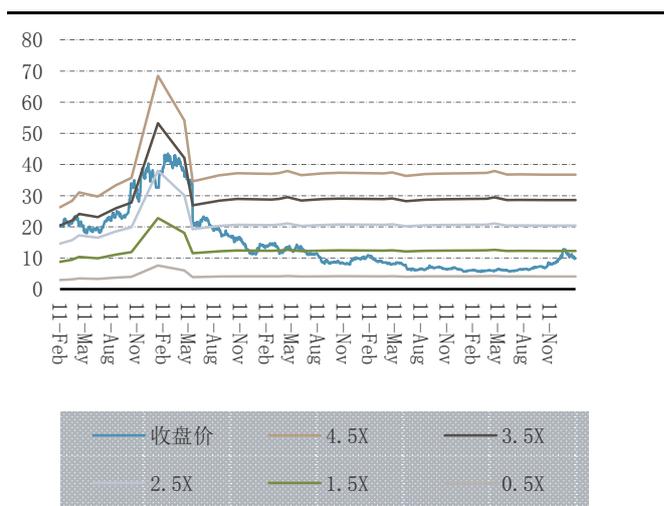
PB 处于历史较低位置。从 PB 估值角度看, 公司自 2010 年以来, 平均 PB 为 1.8x, 历史峰值大约在 5.1x, 目前公司 1.2x 的 PB 估值处于历史低位。

图表 27: 柳工的历史 PE-BAND



来源: Wind

图表 28: 柳工的历史 PB-BAND



来源: Wind

与行业内其他企业相比，PB 仍然较低。公司 PE 估值略高于行业平均，ROE 略低于行业平均，但 PB 估值显著低于行业平均水平。

图表 29: 工程机械行业估值对比表

工程机械	股价	EPS			PE			ROE			股息率		P/B
		14E	15E	16E	14E	15E	16E	14E	15E	16E	14E	14E	
三一重工	8.11	0.27	0.32	0.37	29.5	25.1	22.0	8.60%	9.50%	10.10%	0.30%	2.4	
中联重科	5.97	0.26	0.34	0.39	23.3	17.5	15.2	4.60%	5.90%	6.50%	0.80%	1.1	
徐工机械	11.78	0.76	0.87	1.06	15.5	13.6	11.1	7.80%	8.20%	9.30%	0.60%	1.2	
安徽合力	14.13	0.90	1.01	1.11	15.7	14.0	12.7	16.00%	15.20%	15.10%	1.90%	2.3	
恒立油缸	11.92	0.17	0.29	0.55	70.1	41.1	21.7	3.20%	6.10%	8.40%	N/A	2.2	
方圆支承	9.56	0.1	0.23	0.29	95.6	41.6	33.0	N/A	N/A	N/A	N/A	2.9	
Average					41.6	25.5	19.3	8.04%	8.98%	9.88%	0.90%	2.0	
柳工	10.08	0.25	0.36	0.41	41.0	28.6	24.9	2.30%	4.20%	4.60%	0.20%	1.2	

来源: WIND, 瑞银证券估算。其中三一, 中联, 徐工, 柳工为瑞银证券估算, 其余公司采用市场一致预期。股价和市场一致预期截至 2015 年 2 月 11 日。

图表 30: 瑞银 VACM 估值模型

相对年 财年	+1E 2015E	+2E 2016E	+3E 2017E	+4E 2018E	+5E 2019E	+6E 2020E	+7E 2021E	+8E 2022E	+9E 2023E	+10E 2024E
息税前利润	703	747	797	840	916	1,008	1,099	1,194	1,291	1,389
折旧及摊销*	548	565	582	600	602	662	680	691	696	694
资本支出	(600)	(600)	(600)	(600)	(301)	(331)	(362)	(395)	(429)	(463)
运营资本变动	284	139	882	290	(532)	673	(3)	37	81	129
所得税(营运)	(82)	(91)	(101)	(109)	(229)	(252)	(275)	(298)	(323)	(347)
其他	19	(85)	(107)	(117)	(138)	(152)	(159)	(165)	(170)	(173)
自由现金流	872	675	1,454	904	318	1,608	980	1,064	1,148	1,229
增长		-22.6%	115.4%	-37.8%	-64.8%	405.7%	-39.0%	8.6%	7.8%	7.1%

估值	
明计现金流现值	9,712
期末价值(第15年)现值	5,844
企业价值	15,557
占永续价值百分比	38%
联营公司及其他	100
少数股东权益	35
现金盈余**	2,410
债务***	7,156
权益价值	10,876
已发行股数 [m]	1,125.2
每股权益价值 (Rmb/股)	9.67
权益成本	8.8%
股息收益率	0.4%
1年期目标价 (Rmb/股)	10.50

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	8.0%	6.0%	5.0%
息税前利润率	6.0%	6.0%	1.0%
资本支出/销售收入	2.0%	2.0%	3.0%
投资资本回报率	8.1%	12.5%	4.5%

估值对应指标			
财年	2015E	2016E	1年期预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	12.4x	11.9x	12.4x
企业价值 / 息税前利润	22.1x	20.8x	22.0x
自由现金流收益率	5.6%	4.3%	5.5%
市盈率(现值)	27.0x	23.3x	26.5x
市盈率(目标)	29.3x	25.4x	28.8x

加权平均资本成本	
无风险利	3.63%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	1.04
债务/权益比	62.8%
边际税率	25.0%
权益成本	8.8%
债务成本	6.2%
WACC	7.8%

期末假设值	
VCH(年数)	15
对应的自由现金流增长	-1.4%
回报率增幅	--
企业价值 / 息税折旧摊销前利	6.2x

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/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

柳工 (000528.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	17,878	12,630	12,585	10,812	-14.1	10,622	-1.8	11,463	12,519	13,677
毛利	3,399	2,098	2,600	2,162	-16.9	2,110	-2.4	2,266	2,466	2,685
息税折旧摊销前利润(UBS)	1,867	718	882	1,254	42.1	1,251	-0.2	1,312	1,379	1,440
折旧和摊销	(240)	(344)	(344)	(695)	102.0	(548)	-21.2	(565)	(582)	(600)
息税前利润(UBS)	1,626	374	538	558	3.7	703	25.9	747	797	840
联营及投资收益	56	158	102	90	-11.4	100	11.1	100	100	100
其他非营业利润	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利息	(103)	(193)	(217)	(338)	-56.1	(354)	-4.5	(328)	(280)	(233)
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	1,579	338	423	310	-26.7	449	45.0	519	617	707
税项	(253)	(59)	(91)	(33)	63.8	(52)	-58.9	(63)	(77)	(91)
税后利润	1,326	279	332	277	-16.6	397	43.4	456	539	616
优先股股息及少数股权	(5)	0	3	0	-	0	-	0	0	0
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	1,321	278	335	277	-17.4	397	43.4	456	539	616
净利润 (UBS)	1,321	278	335	277	-17.4	397	43.4	456	539	616
税率(%)	16.0	17.5	21.5	10.6	-50.6	11.7	9.6	12.1	12.6	12.9
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)	1.17	0.25	0.30	0.25	-17.4	0.35	43.4	0.41	0.48	0.55
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	1.17	0.25	0.30	0.25	-17.4	0.35	43.4	0.41	0.48	0.55
每股收益 (UBS, 基本)	1.17	0.25	0.30	0.25	-17.4	0.35	43.4	0.41	0.48	0.55
每股股息净值(Rmb)	0.30	0.25	0.25	0.15	-41.0	0.12	-16.6	0.18	0.20	0.24
每股账面价值	8.28	8.26	8.30	8.41	1.3	8.64	2.7	8.86	9.14	9.45
平均股数(稀释后)	1,125.24	1,125.24	1,125.24	1,125.24	0.0	1,125.24	0.0	1,125.24	1,125.24	1,125.24
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	3,168	3,572	4,277	3,500	-18.2	3,500	0.0	3,500	3,500	3,985
其他流动资产	12,531	11,001	10,389	11,288	8.7	10,951	-3.0	11,077	10,527	10,601
流动资产总额	15,699	14,573	14,666	14,788	0.8	14,451	-2.3	14,577	14,027	14,586
有形固定资产净值	2,607	3,448	3,403	3,465	1.8	3,511	1.3	3,542	3,557	3,556
无形固定资产净值	731	813	828	859	3.7	888	3.4	917	944	971
投资/其他资产	3,714	3,750	3,283	3,281	-0.1	3,280	0.0	3,278	3,277	3,277
总资产	22,751	22,584	22,180	22,393	1.0	22,130	-1.2	22,314	21,805	22,388
应付账款和其他短期负债	5,456	4,554	5,506	5,019	-8.8	4,968	-1.0	5,218	5,531	5,873
短期债务	3,820	3,745	1,453	2,034	39.97	1,562	-23.19	1,238	106	0
流动负债总额	9,276	8,298	6,959	7,052	1.3	6,530	-7.4	6,457	5,637	5,873
长期债务	3,752	4,283	5,256	5,256	0.0	5,256	0.0	5,256	5,256	5,256
其它长期负债	381	674	596	592	-0.7	592	0.0	592	592	592
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	13,409	13,255	12,811	12,901	0.7	12,378	-4.0	12,305	11,485	11,722
普通股股东权益	9,316	9,295	9,334	9,458	1.3	9,717	2.7	9,975	10,286	10,632
少数股东权益	27	33	35	35	0.0	35	0.0	35	35	35
负债和权益总计	22,751	22,584	22,180	22,393	1.0	22,130	-1.2	22,314	21,805	22,388
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)	1,321	278	335	277	-17.4	397	43.4	456	539	616
折旧和摊销	240	344	344	695	102.0	548	-21.2	565	582	600
营运资本变动净值	(3,714)	(320)	(70)	(1,149)	NM	316	-	154	886	273
其他营业性现金流	13	215	394	52	-86.9	280	NM	230	150	385
经营性现金流	(2,139)	518	1,004	(125)	-	1,541	-	1,405	2,158	1,874
有形资本支出	(967)	(496)	(195)	(600)	-207.7	(600)	0.0	(600)	(600)	(600)
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	(74)	(440)	(107)	(141)	-	23	-	45	83	(181)
投资性现金流	(1,041)	(936)	(302)	(741)	-145.8	(577)	22.1	(555)	(517)	(781)
已付股息	(337)	(281)	(281)	(166)	41.0	(138)	16.6	(198)	(228)	(270)
股份发行/回购	0	26	5	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(3,137)	604	1,470	(325)	-	(354)	-8.80	(328)	(280)	(233)
债务及优先股变化	4,794	456	(1,318)	581	-	(472)	-	(324)	(1,132)	(106)
融资性现金流	1,320	804	(125)	90	-	(964)	-	(850)	(1,641)	(608)
现金流量中现金的增加/(减少)	(1,861)	386	578	(777)	-	0	-	0	0	485
外汇/非现金项目	107	19	126	0	-	0	44.0	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(1,753)	404	704	(777)	-	0	-	0	0	485

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。

柳工 (000528.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)	17.7	45.6	25.7	41.0	28.6	24.9	21.0	18.4
市盈率 (UBS, 稀释后)	17.7	45.6	25.7	41.0	28.6	24.9	21.0	18.4
股价/每股现金收益	15.0	20.4	12.7	11.7	12.0	11.1	10.1	9.3
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(13.3)	0.2	9.4	(6.4)	8.3	7.1	13.7	11.2
净股息收益率(%)	1.4	2.2	3.3	1.5	1.2	1.7	2.0	2.4
市净率	2.5	1.4	0.9	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
企业价值/营业收入(核心)	1.6	1.4	0.9	1.4	1.4	1.2	1.0	0.9
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	14.8	23.8	12.5	12.0	11.7	10.9	9.5	8.7
企业价值/息税前利润(核心)	17.0	NM	20.4	27.0	20.8	19.1	16.5	14.9
企业价值/经营性自由现金流(核心)	14.2	26.5	13.7	12.4	12.4	11.6	9.9	9.2
企业价值/运营投入资本	2.8	1.3	0.9	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
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	23,382	12,682	8,630	11,342	11,342	11,342	11,342	11,342
净债务 (现金)	4,404	4,455	2,433	3,790	3,318	2,995	1,862	1,271
少数股东权益	27	33	35	35	35	35	35	35
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	27,813	17,170	11,097	15,167	14,695	14,372	13,239	12,648
非核心资产	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)
核心企业价值	27,713	17,070	10,997	15,067	14,595	14,272	13,139	12,548
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	16.3	-29.4	-0.4	-14.1	-1.8	7.9	9.2	9.2
息税折旧摊销前利润(UBS)	-4.9	-61.6	23.0	42.1	-0.2	4.9	5.2	4.4
息税前利润(UBS)	-9.6	-77.0	44.0	3.7	25.9	6.2	6.7	5.4
每股收益(UBS 稀释后)	-14.4	-78.9	20.4	-17.4	43.4	14.9	18.2	14.3
每股股息净值	NM	-16.7	0.0	-41.0	-16.6	43.4	14.9	18.2
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	19.0	16.6	20.7	20.0	19.9	19.8	19.7	19.6
息税折旧摊销前利润率	10.4	5.7	7.0	11.6	11.8	11.4	11.0	10.5
息税前利润率	9.1	3.0	4.3	5.2	6.6	6.5	6.4	6.1
净利 (UBS) 率	7.4	2.2	2.7	2.6	3.7	4.0	4.3	4.5
ROIC (EBIT)	16.6	2.8	4.4	4.6	5.5	5.9	6.6	7.2
税后投资资本回报率	13.9	2.3	3.4	4.1	4.9	5.2	5.7	6.3
净股东权益回报率(UBS)	14.9	3.0	3.6	2.9	4.1	4.6	5.3	5.9
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	2.4	6.2	2.8	3.0	2.7	2.3	1.4	0.9
净债务/总权益 %	47.1	47.8	26.0	39.9	34.0	29.9	18.0	11.9
净债务/ (净债务 + 总权益) %	32.0	32.3	20.6	28.5	25.4	23.0	15.3	10.6
净债务/企业价值	15.9	26.1	22.1	25.2	22.7	21.0	14.2	10.1
资本支出 / 折旧 %	NM	169.5	61.8	89.0	114.1	110.7	107.4	104.3
资本支出/营业收入(%)	5.4	3.9	1.5	5.5	5.6	5.2	4.8	4.4
息税前利润/净利息	15.8	1.9	2.5	1.6	2.0	2.3	2.8	3.6
股息保障倍数 (UBS)	3.9	1.0	1.2	1.7	2.9	2.3	2.4	2.3
股息支付率 (UBS) %	25.5	101.0	83.9	59.9	34.9	43.5	42.3	43.7
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	17,878	12,630	12,585	10,812	10,622	11,463	12,519	13,677
总计	17,878	12,630	12,585	10,812	10,622	11,463	12,519	13,677
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	1,626	374	538	558	703	747	797	840
总计	1,626	374	538	558	703	747	797	840

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	+4.2%
预测股息收益率	1.2%
预测股票回报率	+5.4%
市场回报率假设	8.6%
预测超额回报率	-3.2%

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，导致固定资产投资规模小于预期；2) 房地产新开工面积，销量及价格维持弱势格局，而铁路投资进度缓慢导致全年投资规模小于计划额；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。

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

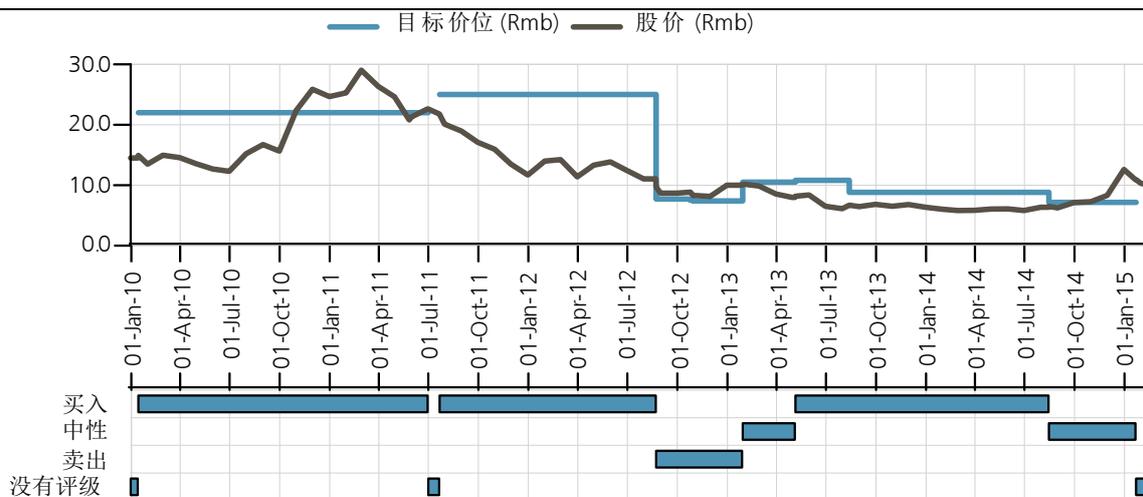
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
柳工	000528.SZ	暂停评级	不适用	Rmb10.09	2015 年 02 月 10 日

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。

柳工 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 2 月 10 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。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/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 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。**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 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。

