

# 中联重科 A

## 2015 年开局疲软，二季度需求有望反弹

### 2015 年开局疲弱，二季度需求应有显著反弹

工程机械一季度需求仍然疲弱，前两月挖掘机销量同比下滑约 45%，其他产品下滑幅度也在 35%到 45%左右。3、4 月是工程机械需求的旺季，过往都会出现明显的反弹。我们认为今年的需求回升幅度可能会好于往年，主要原因是贷款利率下降 25 个基点之后，下游投资商的收益率有所回升，采购意愿增强；海外出口增速显著快于去年，下游投资商提高库存备货的动力增强。

### 新签海外工程订单增长加快，工程机械出口可能会受益

从我们跟踪的出口数据看，2015 年初，国内对外承包工程新签订单同比增速 20%以上。明显快于 2014 年全年情况，剔除掉季节性因素，仍然明显快于 2014 年初。我们认为原因可能是政策大力推动“一带一路”战略产生了部分效果；海外工程订单增速加快，应能带动工程机械出口。我们预计全年出口增速将从 2014 年的 1%提高到 10%左右。

### 2015 年盈利可能在低基数基础上反弹

2014Q4 行业需求下滑 30%左右，中联业绩同比下滑 80%，低于我们和市场预期，我们分析原因：4 季度出货量大幅下滑；公司实施从紧的销售政策，我们判断年底可能一次性计提坏账损失。我们预计 2015 年在行业弱复苏时，公司盈利可能在低基数基础上大幅反弹。我们下调了中联 2014-16 年的出货量预测，并下调了 EPS 预测至 0.15/0.24/0.28 元。

### 估值：股价已反应 2014 年业绩大幅下滑风险，上调评级至买入

我们重新覆盖中联重科。基于一带一路推动海外出口带来的长期增长前景广阔，我们将长期增长假设从 5%上调到 9.6%，将估值往前滚动 1 年，基于瑞银 VCAM 现金流贴现模型得到新目标价 7.6 元(无风险利率下降，WACC 下调至 7%)。2010 年来公司平均 PB 2x，目前股价对应 15 年 1.1xPB，我们认为已反映市场对 2014 年业绩大幅下滑的预期，估值下行风险有限，上调至买入。

## Equities

中国

重型机械

12 个月评级 **买入**  
之前: 中性

12 个月目标价 **Rmb7.60**  
之前: Rmb5.20

股价 **Rmb6.59**

路透代码: 000157.SZ 彭博代码 000157 CH

### 交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb7.13-4.39
市值	Rmb47.0 十亿/US\$7.52 十亿
已发行股本	6,276 百万 (ORDA)
流通股比例	81%
日均成交量(千股)	176,393
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb1,154.3
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb42.6 十亿
市净率 (12/14E)	1.2x
净债务 / EBITDA	5.6x

### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	0.26	0.15	-41.32	0.23
12/15E	0.34	0.24	-28.92	0.31
12/16E	0.39	0.28	-28.11	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	46,323	48,071	38,542	27,861	28,261	29,854	31,186	32,584
息税前利润(UBS)	9,589	9,196	4,357	1,859	3,044	3,170	3,273	3,433
净利润 (UBS)	8,066	7,330	3,839	1,157	1,872	2,183	2,154	2,253
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	1.05	0.95	0.50	0.15	0.24	0.28	0.28	0.29
每股股息 (Rmb)	0.25	0.20	0.00	0.03	0.05	0.06	0.06	0.07
现金 / (净债务)	3,760	2,221	(1,317)	(14,260)	335	963	493	82

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	19.1	11.3	6.7	10.8	10.6	10.5	10.5
ROIC (EBIT) (%)	37.1	26.1	10.7	3.7	6.0	7.1	7.0	6.9
EV/EBITDA(core)x	6.4	4.9	7.3	18.9	8.9	8.3	11.9	11.4
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	10.1	9.7	13.5	43.9	27.1	23.3	23.6	22.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	0.6	(0.8)	(2.3)	(25.7)	33.4	4.0	1.6	1.8
净股息收益率(%)	2.4	2.2	0.0	0.5	0.7	0.9	0.8	1.1

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 03 月 17 日 22 时 26 分的股价(Rmb6.59)得出。

# 投资主题

## 中联重科 A

### 投资理由

中联重科是中国工程机械行业龙头之一，具有深厚的产品研发能力，产业链逐步完善。市场目前普遍担忧公司的盈利能力及坏账风险。我们认为 2015 年工程机械行业弱复苏，公司的坏账风险已经大部分消化，2015 年公司盈利将在低基数基础上有较大幅度的反弹。因此上调评级至买入。我们基于瑞银 VCAM 现金流贴现模型得到目标价 7.6 元（WACC 假设为 7%）。

### 乐观情景

乐观假设：我们目前假设 2015 年公司混凝土机械销售增长 0%，起重机增长 0%。如果行业好转幅度好于我们预期，混凝土机械增长 10%，起重机械增长 10%，则我们估算 2015 年 EPS 为 0.30 元，比我们目前预测高 25%，对应每股估值 9.0 元。

### 悲观情景

悲观假设：如果行业好转幅度较我们预期的差，导致公司混凝土机械下降 10%，起重机械下降 10%，则我们估算 2015 年 EPS 为 0.20 元，比我们目前预测低 17%，对应每股估值 6 元。

### 近期催化剂

上行催化剂：铁路基建投资数据好于预期，或铁路总局进一步提高基建投资目标；国家一路一带进程对工程机械行业 15 年的销量促进超预期；公司资产负债结构及经营性现金流得到显著改善。

下行风险：应收账款继续提升，导致经营性现金流进一步恶化。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb7.60

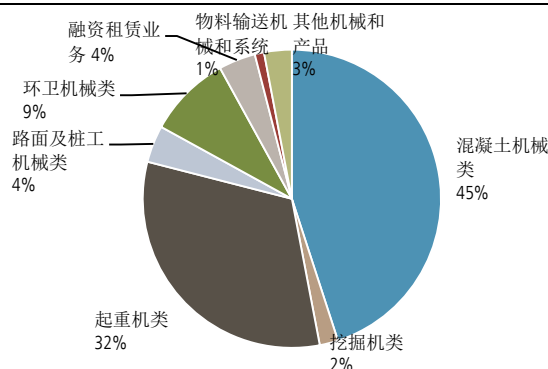
### 公司简介

中联重科股份有限公司创立于 1992 年，主要从事建筑工程、环境工程、交通工程等基础设施建设所需重大装备的研发制造。公司于 2000 年在深交所上市、2010 在香港联交所上市。公司注册资本 77.06 亿元，员工 3 万余人。中联重科成立 20 年来，收入年均复合增长率超过 65%，为全球增长最为迅速的工程机械企业。公司生产具有完全自主知识产权的 13 大类别、86 个产品系列，近 800 多个品种的主导产品，为全球产品链最齐备的工程机械企业。公司的两大业务板块混凝土机械和起重机械收入均位居全球前两位。

### 行业展望

我们认为，工程机械行业仍在低迷之中，但我们相信，2015 年可能出现若复苏，主要的原因是利率下行流动性宽松，下游投资性需求会有所恢复；国家政策推动，工程机械海外出口增速可能会有所加快。

### 收入按产品分布, 2013 (%)



来源：公司数据

### 各类产品的毛利

亿元	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
混凝土机械类	46	30.4	30.4	31.9	33.2
挖掘机械类	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
起重机械类	32.6	22.5	22.5	23.7	24.9
路面及桩工机械类	6.9	5.5	5.5	5.8	6.1
环卫机械类	9.5	9.5	10.5	11.5	12.1
融资租赁业务	11.7	9.3	9.3	9.8	10.3
其他机械和产品	0.2	1.4	1.5	1.6	1.7
营业税金	0	-2.0	-2.0	-2.1	-2.2
合计	109.7	77.1	78.1	82.5	86.4

来源：公司数据,瑞银证券估算

# 目录

2015 年初行业销量仍然疲弱，2 季度需求有望反弹 .....	4
一路一带推动下，海外出口有所加快.....	5
海外市场占比偏低 .....	5
盈利预测与估值.....	6

李博

分析师

S1460511020004

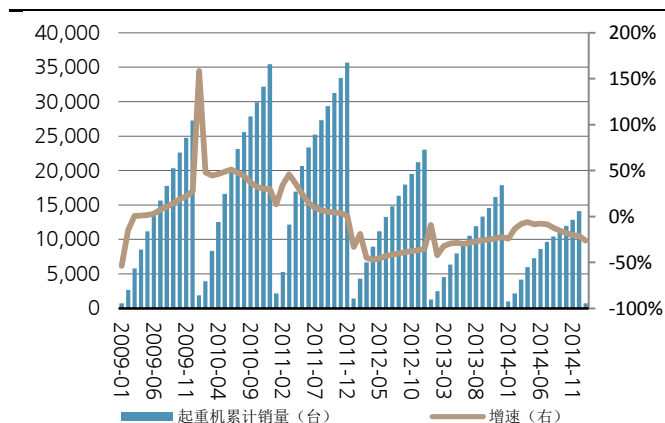
benson.li@ubssecurities.com

+86-213-866 8876

# 2015 年初行业销量仍然疲弱，2 季度需求有望反弹

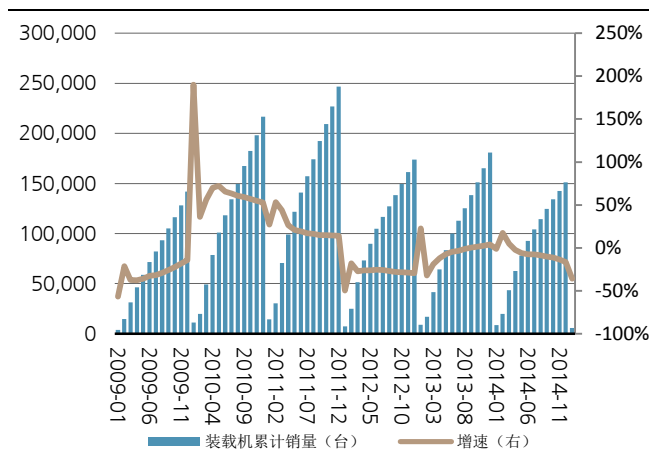
从我们跟踪的数据看，工程机械在 2015 年初需求持续疲弱。挖掘机 1、2 月合计销量 6200 台，同比下降 45%；汽车起重机：1 月份销量 728 台，同比下降 45%；装载机：1 月份销量 5516 台，同比下降 36%。工程机械开局的利用情况仍然非常疲弱。

图表 1: 起重机销量情况



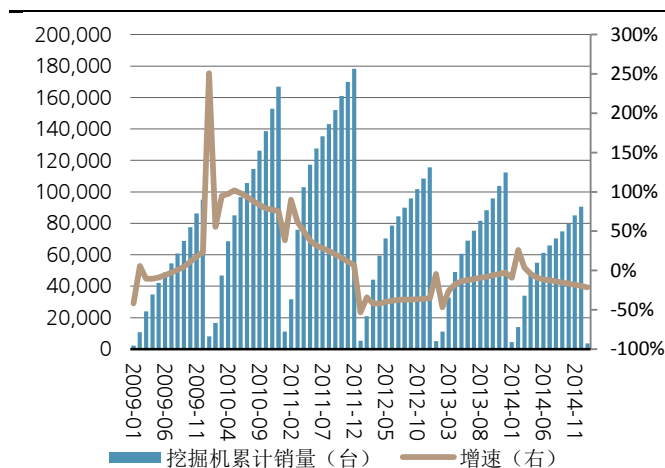
来源: WIND

图表 2: 装载机销量情况



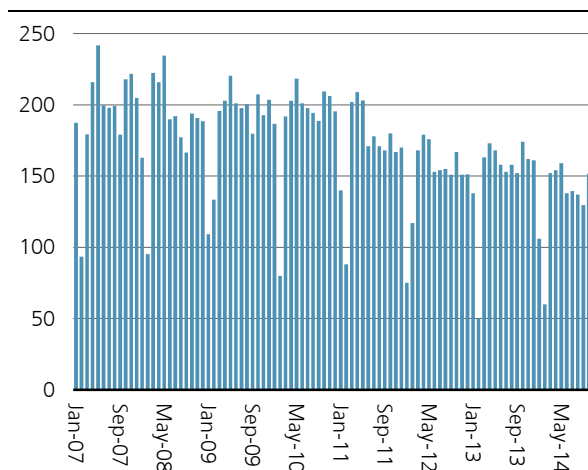
来源: WIND

图表 3: 挖掘机销量情况



来源: WIND

图表 4: 小松利用小时数仍然维持在低位



来源: UBS

## 2 季度行业旺季，开工情况有望出现反弹

3, 4 月份是行业需求的旺季，历史上环比数据都有所回升，工程机械可能会迎来季节性反弹。从历史看，过去 3 年，挖掘机 3、4 月份的平均销量在 2 万台左右。

我们认为今年的需求回升幅度可能会好于过去几年，主要原因是：

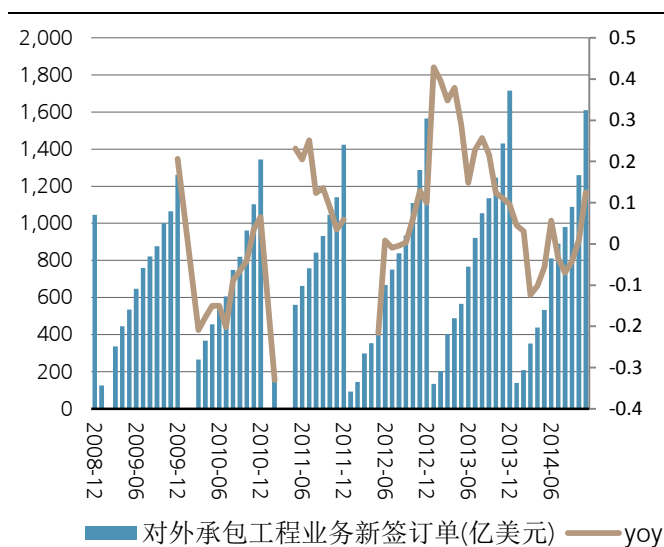
- 贷款利率下降 25 个基点之后，下游投资商的收益率已经有所回升；

- 海外出口增速显著快于去年，下游投资商提高库存备货的动力增强。

## 一路一带推动下，海外出口有所加快

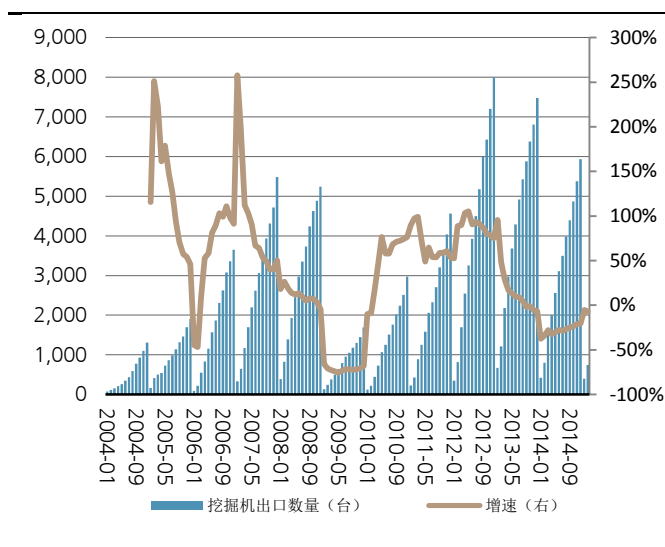
从我们跟踪的出口数据看，2015 年初，国内对外承包工程新签订单增速在 20% 以上，明显快于 2014 年全年情况。剔除掉季节性因素，仍然明显快于 2014 年初。我们认为主要的原因可能：1) 政策大力推动“一带一路”战略产生了部分效果；2) 2015 年春节偏晚，1 月份可能出现提前采购的情况。

图表 5: 对外承包工程业务新签订单金额



来源: WIND

图表 6: 工程机械出口量的增速



来源: WIND

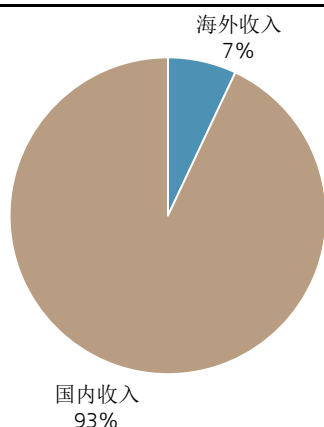
我们认为 2015 年，在政府政策推动下，工程机械行业的出口增速会加快，预计全年出口增速会从 2014 年的 1% 左右上升到 10% 左右。

## 海外市场占比偏低

海外市场占比较低，拉动效应还很有限。我们认为，2015 年工程机械行业的主要看点是海外出口市场。中联在海外的布局较晚，收入占比目前仅 7%，在工程机械企业中，占比较小。我们认为海外收入增长还较难拉动公司收入较快增长。

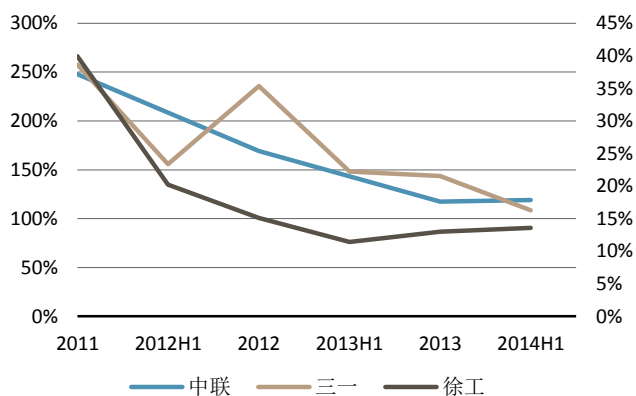
**2014 年销售杠杆收缩。** 中联历史上的销售杠杆行业内最高，过去几年一直在持续收紧销售政策，销售杠杆持续下降。公司公告 2014 年继续实施从紧的销售政策，我们判断 2014 年底一次性冲销了大量坏账，我们预计 2015 年业绩在低基数的基础上可能会有较大幅度的复苏。

图表 7: 中联海外收入占比较小



来源: WIND, 瑞银证券

图表 8: 从按揭回购担保余额占应收款比例看, 中联仍在收缩销售杠杆



来源: WIND, 瑞银证券, 中联、三一 (左轴), 徐工 (右轴)

## 盈利预测与估值

**2014Q4 业绩大幅下滑, 低于我们和市场预期。**公司业绩预告显示 2014 年全年盈利 7.7-11.5 亿, 2014Q4 的净利润约-2.57 至 1.23 亿, 低于我们和市场预期。我们认为主要的原因:

- 1) 四季度行业出货量下滑幅度扩大。起重机四季度行业出货量下滑了 30%, 挖掘机同比下降了 20%, 幅度比前三季度有所扩大。主要原因是四季度的固定资产投资需求增速下滑;
- 2) 公司继续实施从紧的销售政策。我们判断, 公司通过减少按揭贷款比例, 计提坏账减值等, 实施从紧销售政策。

**下调盈利预测。**由于 2014 年四季度销量同比下滑 80%, 幅度超出我们预期, 2014 年业绩低亦于我们预期。我们下调了中联的出货量的预测, 因此下调了 2014-2016 年盈利预测。

图表 9: 中联利润表预测 (百万元)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
<b>混凝土机械</b>						
营业收入	23493	17259	11885	11885	12479	12942
yoy%		-26.54%	-31.14%	0.00%	5.00%	3.71%
营业毛利	8008	4568	3042	3042	3194	3322
yoy%		-42.96%	-33.40%	0.00%	5.00%	3.99%
<b>起重机</b>						
营业收入	14132	12479	8437	8448	8870	9314
yoy%		-11.70%	-32.39%	0.13%	5.00%	5.00%
营业毛利	3802	3361	2253	2255	2368	2486
yoy%		-11.60%	-32.98%	0.10%	5.00%	5.00%
<b>路面及桩工机械</b>						
营业收入	1,558	1,731	1,385	1,385	1,454	1,527
yoy%		11.10%	-20.00%	0.00%	5.00%	5.00%
营业毛利	652	692	554	554	582	611
yoy%		6.17%	-20.00%	0.00%	5.00%	5.00%
<b>环卫机械</b>						
营业收入	3,034	3,034	3,283	3,611	3,972	4,171
yoy%		0.00%	0.00%	10.00%	10.00%	5.00%
营业毛利	860	947	952	1,047	1,152	1,210
yoy%		10.03%	0.55%	10.00%	10.00%	5.00%
<b>土方机械 (挖掘机)</b>						
营业收入	2269	722.39	606.39	612.50	643.12	675.28
yoy%		-68.17%	-16.06%	1.01%	5.00%	5.00%
营业毛利	502	14.00	26.75	27.36	28.72	30.16
yoy%		-97.21%	91.04%	2.28%	5.00%	5.00%
<b>融资租赁</b>						
营业收入	1,600	1,461	1,169	1,169	1,227	1,289
yoy%		-8.69%	-20.00%	0.00%	5.00%	5.00%
营业毛利	1,491	1,169	935	935	982	1,031
yoy%		-21.61%	-20.00%	0.00%	5.00%	5.00%
<b>其他</b>						
营业收入	1984	1856	1096	1151	1209	1269
yoy%		-6.48%	-40.93%	5.00%	5.00%	5.00%
营业毛利	-51	220	143	150	157	165
yoy%		-534.78%	-35.24%	5.00%	5.00%	5.00%
<b>合计</b>						
营业收入	48071	38542	27861	28261	29854	31186
yoy%		-19.82%	-27.71%	1.44%	5.64%	4.46%
营业毛利	15265	10971	7905	8010	8463	8854
yoy%		-28.13%	-27.95%	1.33%	5.65%	4.62%

来源:瑞银证券估算,“营业毛利”和尾页预测表“毛利”区别在于此处没有扣除营业税金及附加

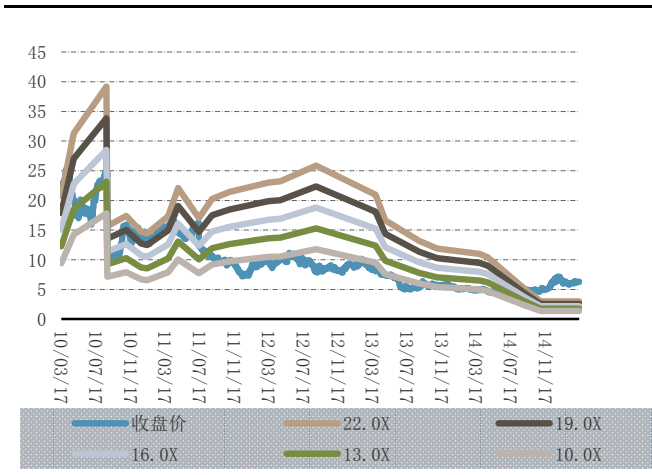
图表 10: 盈利预测调整情况

	原预测产量增速			现预测产量增速		
	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
混凝土机械	-20%	5%	10%	-30%	0%	5%
起重机	-15%	5%	10%	-30%	0%	5%
路面及桩工机械	-15%	5%	10%	-20%	0%	5%
环卫机械	20%	10%	10%	0%	10%	10%
融资租赁	-15%	10%	10%	-20%	0%	5%
其他机械产品	-15%	10%	10%	-35%	5%	5%

来源:瑞银证券估算

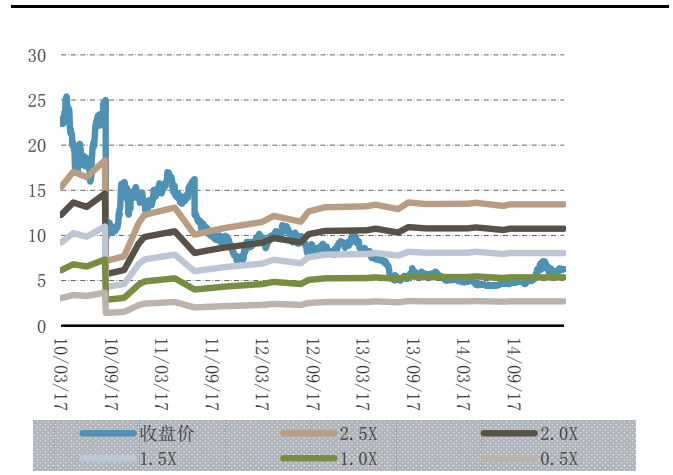
估值下行风险较小。从估值看，中联的 PE 波动很大，主要的原因是其周期性的业绩波动过于剧烈。从 PB 看。2010 年以来的中联平均的 PB 为 2.0 倍，最低的 PB 大约在 0.97 倍，目前的估值在 1.1 倍左右，处于历史较低位置。我们认为已反映市场对 2014 年业绩大幅下滑的预期，估值下行风险有限。

图表 11: 中联的 PE-BAND



来源: WIND

图表 12: 中联的 PB-BAND



来源: WIND

图表 13: 可比公司估值表

公司	代码	股价 (元)	流通市值 (百万元)	盈利预测				近 3 年复合增速	市盈率			市净率	ROE(%)
				2014E	2015E	2016E	2017E		2014E	2015E	2016E		
*柳工	000528.sz	12.23	13,074	0.25	0.35	0.41	0.48	24.29%	46	33	28	1.42	1.94
*三一重工	600031.sh	8.99	65,837	0.27	0.32	0.37	0.46	19.43%	43	36	31	2.62	6.49
*徐工机械	000425.sz	14.82	33,509	0.76	0.87	1.06	1.03	10.66%	15	13	11	1.48	4.28
*安徽合力	600761.sh	16.04	9,789	0.90	1.01	1.11	1.17	9.14%	13	12	10	2.61	13.53
恒立油缸	601100.sh	13.77	8,669	0.16	0.27	0.39	-	55.88%	72	43	30	2.53	2.19
方圆支承	002147.sz	11.74	2,373	0.10	0.23	0.29	-	67.57%	112	51	40	3.59	0.26
平均值								31%	50	31	25	2.38	
*中联重科	000157.sz	6.59	40,071	0.15	0.24	0.28	0.28	23.13%	77	48	42	1.19	2.41

来源:瑞银证券估算, WIND (股价位 2015/3/17 日收盘价, \*采用瑞银证券估算, 其余为市场一致预期)

图表 14: 中联重科 VCAM 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	3,044	3,170	3,273	3,433	4,480	4,928	5,600	6,351	7,189	8,123
折旧及摊销*	790	863	646	715	717	789	812	833	848	858
资本支出	(1,310)	(1,319)	(1,327)	(1,335)	(1,075)	(1,183)	(1,322)	(1,475)	(1,644)	(1,830)
运营资本变动	13,299	(1,567)	(1,256)	(1,319)	(3,244)	(1,544)	(3,102)	(3,330)	(3,569)	(3,822)
所得税(营运)	(457)	(476)	(491)	(515)	(672)	(739)	(840)	(953)	(1,078)	(1,218)
其他	(80)	(319)	(266)	(280)	(652)	(717)	(781)	(849)	(923)	(1,002)
自由现金流	15,286	353	579	699	(446)	1,534	368	577	823	1,108
增长		-97.7%	63.8%	20.7%	-163.8%	NM	-76.0%	56.8%	42.4%	34.7%

估值	
明计现金流现值	15,162
期末价值(第15年)现值	44,012
<b>企业价值</b>	<b>59,174</b>
占永续价值百分比	74%
联营公司及其他	119
-少数股东权益	477
现金盈余**	2,986
-债务***	6,657
权益价值	55,145
已发行股数 [ m ]	7,705.9
<b>每股权益价值 (Rmb/股)</b>	<b>7.16</b>
权益成本	7.0%
股息收益率	0.8%
<b>1年期目标价 (Rmb/股)</b>	<b>7.60</b>

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	9.6%	8.0%	6.0%
息税前利润率	14.2%	12.0%	13.0%
资本支出/销售收入	3.2%	3.0%	3.0%
投资资本回报率	8.7%	6.8%	7.4%

估值对应指标			
财年	2015E	2016E	1年预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	15.4x	14.7x	15.3x
企业价值 / 息税前利润	19.4x	18.7x	19.3x
自由现金流收益率	25.8%	0.6%	20.6%
市盈率(现值)	29.4x	25.3x	28.5x
市盈率(目标)	31.3x	26.9x	30.2x

加权平均资本成本	
无风险利	3.57%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.69
债务/权益比	13.4%
边际税率	25.0%
权益成本	7.0%
债务成本	6.6%
<b>WACC</b>	<b>7.0%</b>

期末假设值	
VCH(年数)	15
对应的自由现金流增长	NM
回报率增幅	8.2%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	9.6x

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: 瑞银证券估算



## 中联重科 A (000157.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	46,323	48,071	38,542	27,861	-27.7	28,261	1.4	29,854	31,186	32,584
毛利	14,743	15,265	10,971	7,709	-29.7	7,812	1.3	8,253	8,635	9,036
息税折旧摊销前利润(UBS)	10,048	9,697	4,919	2,568	-47.8	3,834	49.3	4,033	3,919	4,148
折旧和摊销	(458)	(501)	(562)	(709)	26.2	(790)	11.3	(863)	(646)	(715)
息税前利润(UBS)	9,589	9,196	4,357	1,859	-57.3	3,044	63.8	3,170	3,273	3,433
联营及投资收益	36	36	41	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	88	(51)	(12)	(12)	0.0	(12)	0.0	146	8	(26)
净利息	(111)	(323)	136	(446)	-	(771)	-72.9	(680)	(679)	(686)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	9,602	8,858	4,522	1,401	-69.0	2,261	61.4	2,636	2,602	2,721
税项	(1,429)	(1,329)	(570)	(210)	63.1	(339)	-61.4	(395)	(390)	(408)
税后利润	8,173	7,529	3,952	1,191	-69.9	1,922	61.4	2,241	2,211	2,313
优先股股息及少数股权	(108)	(199)	(113)	(34)	69.9	(50)	-45.8	(58)	(57)	(60)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	8,066	7,330	3,839	1,157	-69.9	1,872	61.9	2,183	2,154	2,253
净利润(UBS)	8,066	7,330	3,839	1,157	-69.9	1,872	61.9	2,183	2,154	2,253
税率(%)	14.9	15.0	12.6	15.0	19.0	15.0	0.0	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)	1.05	0.95	0.50	0.15	-69.9	0.24	61.9	0.28	0.28	0.29
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	1.05	0.95	0.50	0.15	-69.9	0.24	61.9	0.28	0.28	0.29
每股收益(UBS, 基本)	1.05	0.95	0.50	0.15	-69.9	0.24	61.9	0.28	0.28	0.29
每股股息净值(Rmb)	0.25	0.20	0.00	0.03	-	0.05	61.9	0.06	0.06	0.07
每股账面价值	4.60	5.29	5.40	5.52	2.3	5.74	3.9	5.96	6.19	6.65
平均股数(稀释后)	7,705.95	7,705.95	7,705.95	7,705.95	0.0	7,705.95	0.0	7,706.00	7,705.95	7,705.95
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	17,745	23,206	20,072	5,572	-72.2	19,995	258.8	20,636	20,130	19,552
其他流动资产	31,252	43,822	49,453	58,172	17.6	44,655	-23.2	45,748	47,781	49,916
流动资产总额	48,997	67,029	69,526	63,744	-8.3	64,650	1.4	66,384	67,911	69,467
有形固定资产净值	4,885	6,112	6,847	7,232	5.6	7,660	5.9	8,038	8,657	10,959
无形固定资产净值	4,439	4,574	4,767	4,894	2.7	4,987	1.9	5,064	5,126	5,173
投资/其他资产	13,261	11,260	8,398	6,183	-26.4	6,335	2.5	6,952	7,304	7,678
总资产	71,582	88,974	89,537	82,053	-8.4	83,631	1.9	86,438	88,997	93,277
应付账款和其他短期负债	21,336	25,459	25,342	18,434	-27.3	18,489	0.3	19,478	20,293	21,150
短期债务	5,315	9,307	7,681	6,124	-20.27	5,952	-2.81	5,965	5,929	5,761
流动负债总额	26,651	34,766	33,023	24,557	-25.6	24,441	-0.5	25,443	26,222	26,911
长期债务	8,669	11,678	13,708	13,708	0.0	13,708	0.0	13,708	13,708	13,708
其它长期负债	626	1,341	754	754	0.0	754	0.0	754	754	754
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	35,947	47,786	47,486	39,020	-17.8	38,903	-0.3	39,905	40,685	41,373
普通股股东权益	35,446	40,802	41,619	42,567	2.3	44,212	3.9	45,958	47,682	51,213
少数股东权益	188	387	432	467	7.9	516	10.6	574	631	691
负债和权益总计	71,582	88,974	89,537	82,053	-8.4	83,631	1.9	86,438	88,997	93,277
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)	8,066	7,330	3,839	1,157	-69.9	1,872	61.9	2,183	2,154	2,253
折旧和摊销	458	501	562	709	26.2	790	11.3	863	646	715
营运资本变动净值	(7,119)	(6,305)	(5,184)	(14,690)	-183.4	13,532	-	(651)	(1,544)	(1,622)
其他营业性现金流	672	1,398	1,479	1,963	32.7	836	-57.4	791	834	838
经营性现金流	2,077	2,924	696	(10,861)	-	17,030	-	3,187	2,091	2,185
有形资本支出	(1,577)	(3,449)	(1,856)	(1,202)	35.2	(1,310)	-9.0	(1,319)	(1,327)	(1,335)
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	76	(1,564)	(248)	231	-	0	-	0	6	(19)
投资性现金流	(1,501)	(5,013)	(2,104)	(971)	53.8	(1,310)	-34.9	(1,318)	(1,321)	(1,355)
已付股息	(1,926)	(1,926)	(1,541)	(231)	85.0	(231)	0.0	(437)	(437)	(431)
股份发行/回购	1	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	1,926	(487)	(512)	(879)	-71.70	(894)	-1.71	(804)	(803)	(810)
债务及优先股变化	6,371	6,997	1,068	(1,557)	-	(172)	88.95	14	(36)	(168)
融资性现金流	6,372	4,583	(985)	(2,667)	-170.9	(1,297)	51.4	(1,227)	(1,276)	(1,408)
现金流量中现金的增加/(减少)	6,949	2,495	(2,393)	(14,500)	NM	14,423	-	641	(506)	(578)
外汇/非现金项目	(9,724)	2,967	(741)	0	-	0	-100.0	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(2,775)	5,462	(3,134)	(14,500)	-362.7	14,423	-	641	(506)	(578)

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。

## 中联重科 A (000157.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)	10.1	9.7	13.5	43.9	27.1	23.3	23.6	22.5
市盈率 (UBS, 稀释后)	10.1	9.7	13.5	43.9	27.1	23.3	23.6	22.5
股价/每股现金收益	9.6	9.1	11.8	27.2	19.1	16.7	18.1	17.1
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	0.6	(0.8)	(2.3)	(25.7)	33.4	4.0	1.6	1.8
净股息收益率(%)	2.4	2.2	0.0	0.5	0.7	0.9	0.8	1.1
市净率	2.3	1.7	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0
企业价值/营业收入(核心)	1.4	1.0	0.9	1.7	1.2	1.1	1.5	1.5
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	6.4	4.9	7.3	18.9	8.9	8.3	11.9	11.4
企业价值/息税前利润(核心)	6.7	5.2	8.3	26.0	11.2	10.6	14.3	13.8
企业价值/经营性自由现金流(核心)	6.6	5.1	8.1	23.6	10.5	9.9	13.3	12.8
企业价值/运营投入资本	2.5	1.3	0.9	1.0	0.7	0.7	1.0	1.0
<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	80,125	69,787	51,060	47,010	47,010	47,010	47,010	47,010
净债务 (现金)	(16,029)	(22,460)	(15,008)	1,049	(13,201)	(13,856)	(728)	(287)
少数股东权益	188	387	432	467	516	574	631	691
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>64,284</b>	<b>47,714</b>	<b>36,484</b>	<b>48,526</b>	<b>34,325</b>	<b>33,728</b>	<b>46,913</b>	<b>47,413</b>
非核心资产	(119)	(335)	(341)	(119)	(119)	(119)	(123)	(123)
<b>核心企业价值</b>	<b>64,165</b>	<b>47,380</b>	<b>36,143</b>	<b>48,407</b>	<b>34,206</b>	<b>33,609</b>	<b>46,790</b>	<b>47,290</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	43.9	3.8	-19.8	-27.7	1.4	5.6	4.5	4.5
息税折旧摊销前利润(UBS)	61.9	-3.5	-49.3	-47.8	49.3	5.2	-2.8	5.8
息税前利润(UBS)	65.6	-4.1	-52.6	-57.3	63.8	4.1	3.2	4.9
每股收益(UBS 稀释后)	72.9	-9.1	-47.6	-69.9	61.9	16.6	-1.3	4.6
每股股息净值	27.8	-20.0	-	-	61.9	16.6	-1.3	25.8
<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	31.8	31.8	28.5	27.7	27.6	27.6	27.7	27.7
息税折旧摊销前利润率	21.7	20.2	12.8	9.2	13.6	13.5	12.6	12.7
息税前利润率	20.7	19.1	11.3	6.7	10.8	10.6	10.5	10.5
净利 (UBS) 率	17.4	15.2	10.0	4.2	6.6	7.3	6.9	6.9
ROIC (EBIT)	37.1	26.1	10.7	3.7	6.0	7.1	7.0	6.9
税后投资资本回报率	31.5	22.2	9.3	3.2	5.1	6.0	6.0	5.9
净股东权益回报率(UBS)	25.7	19.2	9.3	2.7	4.3	4.8	4.6	4.6
<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	(0.4)	(0.2)	0.3	5.6	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(.0)
净债务/总权益 %	(10.6)	(5.4)	3.1	33.1	(0.7)	(2.1)	(1.0)	(0.2)
净债务/(净债务 + 总权益) %	(11.8)	(5.7)	3.0	24.9	(0.8)	(2.1)	(1.0)	(0.2)
净债务/企业价值	(5.9)	(4.7)	3.6	29.5	(1.0)	(2.9)	(1.1)	(0.2)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	3.4	7.2	4.8	4.3	4.6	4.4	4.3	4.1
息税前利润/净利息	NM	28.5	NM	4.2	3.9	4.7	4.8	5.0
股息保障倍数 (UBS)	4.2	4.8	-	5.0	5.0	5.0	5.0	4.2
股息支付率 (UBS) %	23.9	21.0	-	20.0	20.0	20.0	20.0	24.1
<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	46,323	48,071	38,542	27,861	28,261	29,854	31,186	32,584
<b>总计</b>	<b>46,323</b>	<b>48,071</b>	<b>38,542</b>	<b>27,861</b>	<b>28,261</b>	<b>29,854</b>	<b>31,186</b>	<b>32,584</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	9,589	9,196	4,357	1,859	3,044	3,170	3,273	3,433
<b>总计</b>	<b>9,589</b>	<b>9,196</b>	<b>4,357</b>	<b>1,859</b>	<b>3,044</b>	<b>3,170</b>	<b>3,273</b>	<b>3,433</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	+15.3%
预测股息收益率	0.7%
预测股票回报率	+16.0%
市场回报率假设	8.6%
预测超额回报率	+7.4%

---

## 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，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](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%	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 <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 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

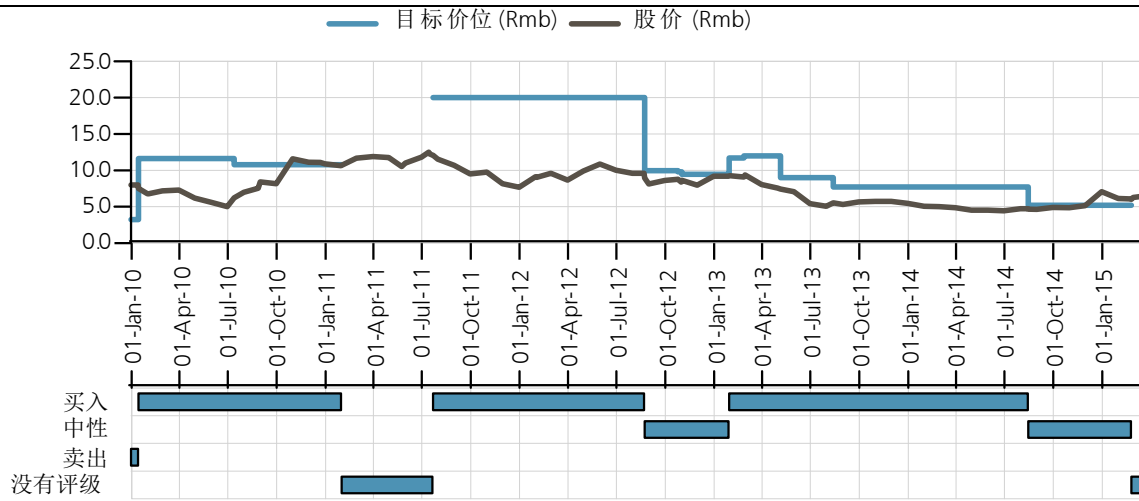
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
中联重科 A	000157.SZ	暂停评级	不适用	Rmb6.40	2015 年 03 月 16 日

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。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

### 中联重科 A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 3 月 16 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（ACPR）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，本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。由波兰金融监管局（Polish Financial Supervision Authority）监管。如果 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分析师对本报告作出了贡献，本报告也将视为由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 编制。**俄罗斯：** 由 UBS Bank (OOO) 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（注册号：1995/011140/07）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有联系或可能与有联系（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。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。**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合格投资者，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 (MCI (P) 016/09/2014 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，出版人及发行人。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。**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（资本市场服务执照号：CMSL/A0063/2007）于马来西亚分发。本报告仅供专业/机构客户使用，不供任何零售客户使用。**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。

