

# 潍柴动力 A

## 业绩依旧疲弱，但股价已充分反应

### 公司 2015 1H 净利润同比下滑 74%，符合公司此前预告

公司 2015 1H 净利润 9.7 亿元，同比下滑 74%，符合此前预告；我们认为公司业绩大幅下滑的原因包括：1) 去年同期凯傲纳入并表范围，公司确认了 16.7 亿资本利得；2) 由于重卡行业低迷，公司主要产品发动机、变速箱以及重卡销量分别下滑 57%/41%/44%；3) 公司重卡发动机市场份额从 2014 年 36% 大幅下滑至 22%，我们认为原因一方面是核心客户福田汽车自建发动机厂并减少了潍柴的订单，另一方面是重卡整车厂商去库存。剔除凯傲并表影响，公司毛利率同比下降 3ppcts 至 17.9%，期间费用率上升 3ppcts 至 13.5%。

### 下半年重卡行业料将维持低迷，公司三大业务或将继续承压

公司上半年发动机、变速箱以及重卡业务贡献利润约为 6.7/0.3/0.1 亿元，分别同比下滑 64%/81%/94%；展望下半年，考虑到国内经济进一步放缓、房地产/基建投资活动依然较弱，我们认为重卡行业恐将持续低迷，我们预计今年国内重卡行业销量将同比下滑 20%（隐含下半年下滑 17%）；此外，凯傲今年将全年合并报表（2014 为下半年并表），其中上半年凯傲贡献的利润已经达到 2.4 亿元，根据我们欧洲分析师的预测，我们预计凯傲全年将贡献利润约 5.8 亿元，同比增长 113%，这将对冲一部分重卡业务的大幅下滑。

### 下调 2015~17 年盈利预测

考虑到公司各产品销量均低于我们此前预期，我们将公司 2015~17 年 EPS 预测下调至 0.51/0.59/0.65 元（原预测分别为 0.72/0.77/0.85 元），下调幅度分别为 29%/23%/23%，我们当前的预测比市场一致预期低 37%/32%/37%。

### 估值：下调目标价至 10.0 元，将评级由“卖出”上调至“中性”

截至 8 月 27 日收盘，公司股价已经较 6 月 15 日的高点下跌 49%，当前股价对应 2015E PB 1.1x，处于历史 PB 估值区间的最低位，我们认为公司业绩的大幅下滑已经基本被疲弱的股价所反应，公司估值已经处于合理区间，因此我们将评级由“卖出”上调至“中性”。我们的目标价对应 12 个月预期 PE 18x，2015E PB 1.2x，其推导是基于瑞银 VCAM（WACC 为 8.8%）。

### Equities

中国  
汽车零配件业

12 个月评级 中性

之前：卖出

12 个月目标价 Rmb10.00

之前：Rmb11.50

股价 Rmb9.27

路透代码：000338.SZ 彭博代码 000338 CH

#### 交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb18.38-8.22
市值	Rmb34.8 十亿/US\$5.43 十亿
已发行股本	3,027 百万 (ORDA)
流通股比例	52%
日均成交量(千股)	100,581
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb1,442.4
普通股股东权益 (12/15E)	Rmb34.2 十亿
市净率 (12/15E)	1.1x
净债务 / EBITDA	0.4x

#### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/15E	0.72	0.51	-29.19
12/16E	0.77	0.59	-22.61
12/17E	0.85	0.65	-23.46

邹天龙, CFA

分析师

S1460512070001

tianlong.zou@ubssecurities.com

+86-105-832 8775

黄肇蕾

助理分析师

anne.huang@ubssecurities.com

+86-213-866 8833

重要数据 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	48,165	58,312	79,637	82,994	86,086	91,589	95,944	100,525
息税前利润(UBS)	3,458	4,511	5,055	3,348	4,268	4,954	5,390	5,789
净利润 (UBS)	2,991	3,341	5,025	2,027	2,370	2,586	2,783	2,979
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.75	0.84	1.26	0.51	0.59	0.65	0.70	0.75
每股股息 (Rmb)	0.23	0.15	0.15	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04
现金 / (净债务)	4,734	5,393	2,995	(2,848)	(6,361)	(8,303)	(8,683)	(7,573)
盈利能力	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
息税前利润率(%)	7.2	7.7	6.3	4.0	5.0	5.4	5.6	5.8
ROIC (EBIT) (%)	18.6	21.8	18.1	8.4	9.0	9.2	9.2	9.2
EV/EBITDA(core)x	8.7	5.4	4.9	5.6	4.9	4.4	4.0	3.7
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	16.1	12.6	7.7	18.3	15.6	14.3	13.3	12.4
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	1.1	10.0	19.3	(15.6)	(9.0)	(4.1)	0.5	4.9
净股息收益率(%)	1.9	1.4	1.6	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5

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 08 月 28 日 15 时 26 分的股价(Rmb9.27)得出。

## 投资主题

### 潍柴动力 A

#### 投资理由

公司三大主营业务发动机、变速箱以及重卡整车均与我国重卡行业高度相关。2015 年迄今，受宏观经济下行以及房地产、基建投资疲弱影响，我国重卡行业需求持续低迷，我们预计全年公司发动机/变速箱/重卡销量分别同比下滑 44%/25%/25% 至 20 万/47 万/7 万台。此外，公司重卡发动机业务的主要客户福田汽车与康明斯的合资发动机厂在今年投产，我们预计福田汽车的采购量将继续下滑，公司发动机市场份额也将面临下行压力。此外，公司和凯傲合资的林德液压公司今年开始投产，我们认为初期较低的销量和较高的摊销成本将使其难以贡献利润。我们预计公司 2015 年净利润约为 20.3 亿元，同比下滑 60%。我们的目标价对应公司 2015E PB1.2x，我们认为公司业绩的下滑已经基本被疲弱的股价所反映。我们对于公司 2015~17 的盈利预测比市场一致预期低 37/32/37%。

#### 乐观情景

公司的业务与我国重卡市场高度相关，我们当前的基准假设为 2015 年重卡行业销量下滑 20%。如果下半年房地产市场回暖以及我国固定资产投资触底回升，可能导致重卡销量好于我们预期。在乐观情况下，全年行业销量可能实现零增长，在此情景下，我们预计公司 2015E EPS 可能达到 0.66 元，每股估值有望升至 13 元。

#### 悲观情景

在较为悲观情景下，我们预计 2015 年重卡行业销量可能下滑 30%，在此假设下，我们估算公司 2015E EPS 约为 0.35 元，每股估值约为 7 元。

#### 近期催化剂

正面催化剂：1) 林德液压初期销量超出预期；2) 一带一路以及国企改革的推进速度超出预期；

负面催化剂：重卡行业销量持续恶化。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb10.00

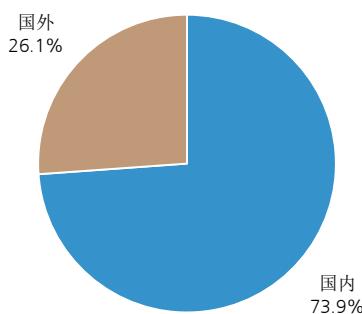
#### 公司简介

潍柴动力是国家内燃机研发、制造、销售重点骨干企业，也是中国柴油机行业首家在香港上市的公司。公司内燃机产品广泛应用于重型汽车、大客车、工程机械、船用、发电等大功率动力配套市场。公司生产的 WD615、WD618 柴油机在重型汽车、工程机械市场的平均占有率达到 75% 以上，近年来 10L/12L 大功率柴油机一直保持市场领导地位。

#### 行业展望

受宏观经济持续下行以及房地产、基建投资低迷影响，我们预计我国重卡行业将面临较大的下滑压力，2015 年销量将同比下滑 20% 左右。虽然近期的房地产政策和货币政策都出现了一定程度的放松，但我们目前尚未观察到固定资产投资和房地产销售回暖的迹象，而从投资回暖过渡到重卡销售回暖通常还需要较长的时间。

#### 营业收入分地区 (2014)



来源：公司数据

#### 公司各业务营业收入

单位：百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
发动机	12,849	17,932	17,647	10,090	10,783	11,368
变速箱	5,408	7,026	7,718	5,789	6,078	6,382
重卡	22,862	24,562	25,883	20,771	22,464	24,059
KION	0	0	18,782	36,257	36,169	38,659
其他	7,047	8,791	9,607	10,087	10,591	11,121
合计	48,165	58,312	79,637	82,994	86,086	91,589

来源：公司数据，瑞银证券估算

## 2015 中报概览

公司 2015 上半年净利润同比下滑 74% 至 9.7 亿元，符合此前预告的 7.5 亿 ~11.5 亿区间，我们认为公司业绩大幅下滑的原因包括：1) 去年同期凯傲纳入合并报表范围，公司当期确认了约 16.7 亿的一次性资本利得；2) 公司的主要产品发动机、变速箱以及重卡销量分别下滑 57%/41%/44%，主要由于 a) 重卡行业低迷，b) 公司重卡发动机业务的主要客户福田汽车与康明斯的合资发动机厂今年投产，因而福田汽车的采购量下降，导致公司重卡发动机市场份额从 2014 年 36% 大幅下滑至 22%。

我们估算公司剔除凯傲并表影响，1) 营业收入下滑 42%，好于销量下滑，主要受益于产品结构升级；2) 毛利率同比下降 3ppts 至 17.9%；3) 期间费用率上升 3ppts 至 13.5%。

公司拟每十股派息 1 元，派息率为 41%。

图表 1: 中报业绩概览

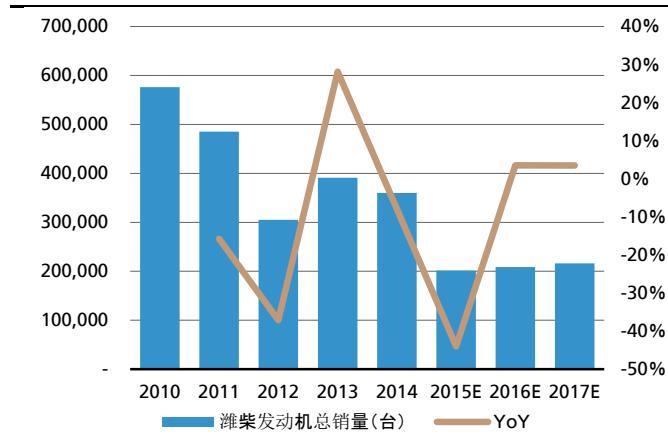
(百万元)	2015H1	2015H1 (剔除 Kion)	2014H1	YoY	YoY (剔除 Kion)	2015Q1	2015Q2	2014Q1	2014Q2
营业收入	36,455	19,673	34,111	6.9%	-42.3%	17,539	18,916	16,638	17,474
营业成本	28,029	16,156	27,144	3.3%	-40.5%	13,446	14,583	13,076	14,068
毛利润	8,426	3,517	6,968	20.9%	-49.5%	4,093	4,333	3,561	3,406
毛利率	23.1%	17.9%	20.4%	3ppts	-3ppts	23.3%	22.9%	21.4%	19.5%
销售费用	2,870	827	1,543	86.0%	-46.4%	1,367	1,503	825	718
管理费用	3,557	1,832	2,078	71.1%	-11.8%	1,690	1,867	1,114	965
期间费用占收入比重	17.6%	13.5%	10.6%	7ppts	3ppts	17.4%	17.8%	11.7%	9.6%
财务费用	183	-117	105	74.7%	-211.6%	-112	295	35	69
资产减值损失	193	193	273	-29.6%	-29.6%	206	-13	293	-20
主营业务利润	1,528	686	2,821	-45.8%	-75.7%	897	631	1,207	1,614
投资净收益	101	56	1,744	-94.2%	-23.5%	-6	107	134	1,610
其他收入/(支出)	114	42	-88	228.4%	147.6%	75	38	27	-115
税前利润总额	1,742	785	4,476	-61.1%	-72.0%	966	776	1,368	3,108
所得税	436	132	482	-9.4%	-72.6%	206	230	211	271
净利润	1,306	683	3,994	-67.3%	-70.6%	761	545	1,157	2,838
少数股东损益	337	-48	230	46.8%	-120.7%	161	176	102	128
归属于股东的净利润	969	731	3,765	-74.3%	-65.1%	600	369	1,055	2,710
净利润率	2.7%	3.7%	11.0%	-8ppts	-2ppts	3.4%	2.0%	6.3%	15.5%

来源: 公司数据，瑞银证券估算；注: 在同口径比较中已经剔除合并凯傲的 16.7 亿元资本利得

公司上半年发动机、变速箱以及重卡业务贡献利润约为 6.7/0.3/0.1 亿元，分别同比下滑 64%/81%/94%；展望下半年，考虑到国内经济进一步放缓、房地产/基建投资活动依然较弱，我们认为重卡行业恐将持续低迷，我们预计今年国内重卡行业销量将同比下滑 20%（隐含下半年下滑 17%）；因此，我们预计潍柴的发动机、变速箱以及重卡的全年销量将分别同比下滑 44%、25%、25%；此外，凯傲今年将全年合并报表（2014 为下半年并表），其中上半年凯傲贡献的利润已经达到 2.4 亿元，根据我们欧洲分析师的预测，我们预计

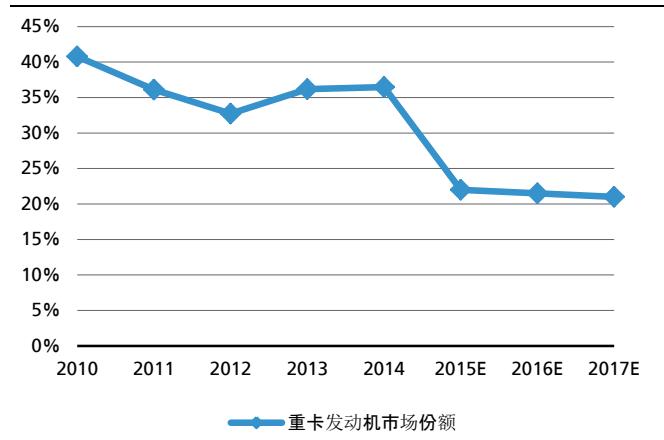
凯傲全年将贡献利润约 5.8 亿元，同比增长 113%，这将对冲一部分重卡业务的大幅下滑。

图表 2: 潍柴发动机销量及同比增速



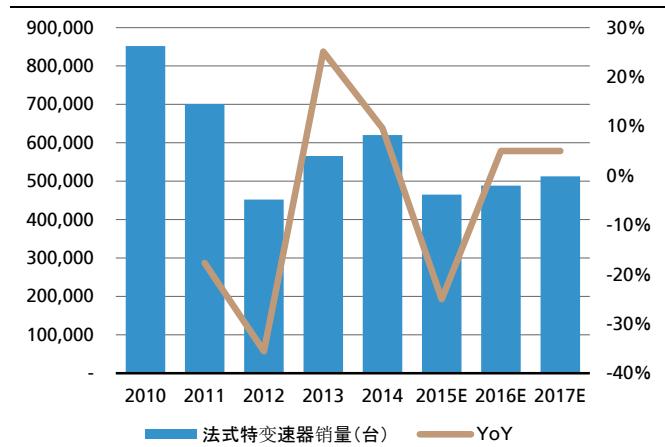
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 3: 潍柴重卡发动机市场份额



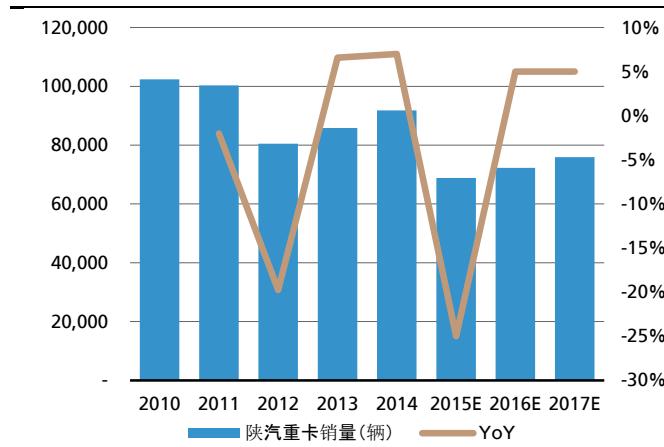
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 4: 法士特变速箱销量及同比增速



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 5: 陕汽重卡销量及同比增速



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 6: 凯傲利润表

(百万欧元)	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
订单金额	3,860.0	4,681.0	4,700.1	4,489.2	4,877.3	5,170.0	5,325.1	5,484.9
订单量(千辆)	121.5	144.8	141.7	142.8	155.0	164.3	169.2	174.3
均价(欧元)	31,769.5	32,333.2	33,169.2	31,437.0	31,466.7	31,466.7	31,466.7	31,466.7
未完成订单	801.0	953.0	808.0	693.3	787.2	924.4	969.3	962.7
销售额	3,534.5	4,368.4	4,726.7	4,494.6	4,677.9	5,028.7	5,280.2	5,491.4
增长率	14.6%	23.6%	8.2%	-4.9%	4.1%	7.5%	5.0%	4.0%
销售成本	(2,684.4)	(3,256.4)	(3,429.9)	(3,255.2)	(3,337.4)	(3,570.4)	(3,748.9)	(3,898.9)
占销售额的百分比	-75.9%	-74.5%	-72.6%	-72.4%	-71.3%	-71.0%	-71.0%	-71.0%
毛利润	850.1	1,112.0	1,296.8	1,239.4	1,340.5	1,458.3	1,531.3	1,592.5
占销售额的百分比	24.1%	25.5%	27.4%	27.6%	28.7%	29.0%	29.0%	29.0%
销售费用	(483.6)	(520.5)	(562.4)	(538.2)	(570.5)	(613.3)	(644.0)	(669.7)
研发支出	(103.3)	(119.5)	(124.5)	(113.6)	(125.7)	(135.1)	(141.9)	(147.6)
管理费用	(247.5)	(283.3)	(313.2)	(290.0)	(323.6)	(347.9)	(365.3)	(379.9)
其他收入	59.6	81.5	294.4	121.7	93.2	112.5	167.6	216.4
其他支出	(45.9)	(70.0)	(59.5)	(46.7)	(42.1)	(60.0)	(60.0)	(60.0)
投资收益(权益法)	3.6	11.2	15.9	1.7	(24.8)	9.1	9.1	9.1
其他金融收益	1.7	1.9	2.7	-	-	-	-	-
调整后息税折旧摊销前利润(凯傲)	462.2	665.3	747.3	721.5	780.4	829.6	886.9	960.3
折旧与摊销	322.8	300.7	309.1	305.0	337.5	354.4	365.0	399.4
调整后息税前利润(凯傲)	139.4	364.6	438.2	416.5	442.9	475.2	521.8	560.9
利润率	3.9%	8.3%	9.3%	9.3%	9.5%	9.4%	9.9%	10.2%
毛利贡献同比变幅	37.4%	27.0%	20.5%	9.4%	14.4%	9.2%	18.6%	18.5%
联营公司收益	5.2	13.1	18.6	1.7	9.1	9.1	9.1	9.1
-其中归属于凯傲的息税前利润(非经营项目)	5.2	13.1	18.6	1.7	9.1	9.1	9.1	9.1
调整后息税前利润(瑞银估算)	134.1	351.5	419.6	414.8	433.8	466.1	512.7	551.8
利润率	3.8%	8.0%	8.9%	9.2%	9.3%	9.3%	9.7%	10.0%
合并对价分摊	29.0	36.0	41.5	29.5	38.9	25.0	25.0	-
联营公司收益	5.2	13.1	18.6	1.7	1.0	9.1	9.1	9.1
其他非经营性收入	75.7	115.5	(153.4)	12.8	57.0	26.5	-	-
息税前利润,报告值	34.6	213.2	550.1	374.2	347.0	423.7	496.8	560.9
利息收入	88.3	73.7	62.1	48.5	84.4	44.0	44.0	44.0
利息支出	(354.4)	(345.7)	(301.6)	(268.4)	(173.2)	(138.5)	(132.5)	(120.2)
净财务成本	(266.1)	(272.0)	(239.5)	(219.9)	(88.7)	(94.5)	(88.5)	(76.2)
税前利润	(231.4)	(58.9)	310.6	154.3	258.3	329.2	408.3	484.7
税收支出	(34.7)	(34.0)	(149.5)	(15.9)	(80.0)	(115.2)	(142.9)	(169.6)
税率	-15%	-58%	48%	10%	31%	35%	35%	35%
净利润	(266.1)	(92.9)	161.1	138.4	178.2	214.0	265.4	315.0
少数股东权益	2.0	2.2	2.1	(0.4)	1.6	5.0	6.0	7.0
归属于凯傲股东的净利润	(268.1)	(95.1)	159.0	138.8	176.7	209.0	259.4	308.0
非经营性收益(税前)	75.7	115.5	(153.4)	12.8	46.0	26.5	-	-
合并对价分摊	29.0	36.0	41.5	29.5	38.9	25.0	25.0	-
税收对非经营性收益的影响	(20.4)	(31.2)	41.4	(3.5)	(12.4)	(7.2)	-	-
调整后净利润(瑞银估算)	(183.8)	25.2	88.5	177.6	249.2	253.3	284.4	308.0
总股本(年底)	98.9	98.9	98.9	98.9	98.9	98.9	98.9	98.9
总股本(平均)	98.9	98.9	98.9	98.9	98.9	98.9	98.9	98.9
每股收益,报告值(欧元)	-2.71	-0.96	1.61	1.40	1.79	2.11	2.62	3.11
每股收益(瑞银估算,欧元)	-1.86	0.25	0.89	1.80	2.52	2.56	2.88	3.11

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

## 盈利预测调整及核心假设变化

考虑到重卡行业的持续低迷及公司重卡发动机市场份额下降超预期，我们分别下调公司 2015-17 年的发动机/变速箱/重卡销量 28-29%/6%/6%；考虑到经营杠杆，我们同时下调了毛利率预测，并且上调了营业费用率假设。（详见表 7）

最终，我们将公司 2015~17 年 EPS 预测下调至 0.51/0.59/0.65 元（原预测分别为 0.72/0.77/0.85 元），下调幅度分别为 29%/23%/23%，我们当前的预测比市场一致预期低 37%、32%、37%。

图表 7: 核心假设变化

	新预测			原预测			变动		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
<b>销量(台/辆)</b>									
发动机	201,591	208,694	216,027	280,743	292,084	303,895	-28%	-29%	-29%
YoY	-44.0%	3.5%	3.5%	-22.0%	4.0%	4.0%	-22ppts	-1ppts	-1ppts
变速箱	465,000	488,250	512,663	496,000	520,800	546,840	-6%	-6%	-6%
YoY	-25.0%	5.0%	5.0%	-20.0%	5.0%	5.0%	-5ppts	0ppts	0ppts
重卡	68,850	72,293	75,907	73,440	77,112	80,968	-6%	-6%	-6%
YoY	-25.0%	5.0%	5.0%	-20.0%	5.0%	5.0%	-5ppts	0ppts	0ppts
<b>毛利率</b>									
发动机	23.5%	25.0%	25.5%	25.5%	26.0%	26.5%	-200bps	-100bps	-100bps
变速箱	21.0%	22.0%	22.0%	21.5%	21.5%	21.5%	-50bps	50bps	50bps
重卡	9.0%	9.4%	9.2%	9.4%	9.0%	9.0%	-40bps	40bps	20bps
<b>期间费用(百万元)</b>									
销售费用	7,054	6,973	7,236	7,190	7,311	7,589	-2%	-5%	-5%
-占收入比重	8.5%	8.1%	7.9%	8.0%	7.8%	7.6%	50bps	30bps	30bps
管理费用	8,133	8,092	8,335	8,089	8,248	8,588	1%	-2%	-3%
-占收入比重	9.8%	9.4%	9.1%	9.0%	8.8%	8.6%	80bps	60bps	50bps
<b>净利润贡献(百万元)</b>									
发动机	1,244	1,363	1,393	1,893	2,014	2,159	-34%	-32%	-35%
变速箱	104	164	191	185	194	204	-44%	-16%	-6%
重卡	53	115	123	113	122	131	-53%	-6%	-6%
KION	576	680	829	622	683	835	-7%	0%	-1%
其他	50	50	50	50	50	50	0%	0%	0%

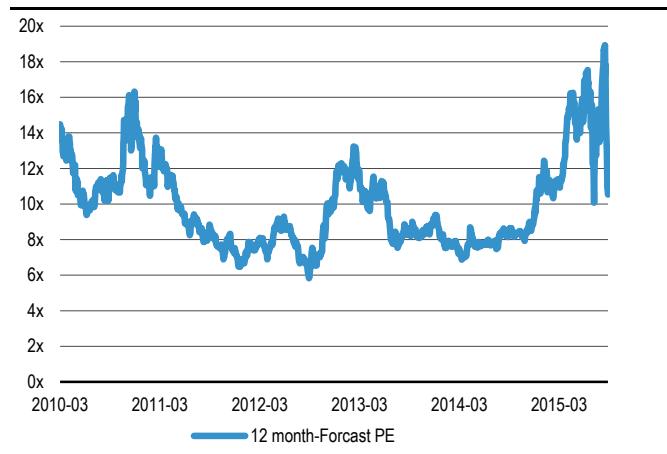
来源: 瑞银证券估算

## 估值以及目标价的推导

我们采用 DCF 估值法推导出公司的目标价为 10.0 元，并通过瑞银 VCAM 工具来预测影响公司长期估值的因素，我们将 WACC 设定为 8.8%。

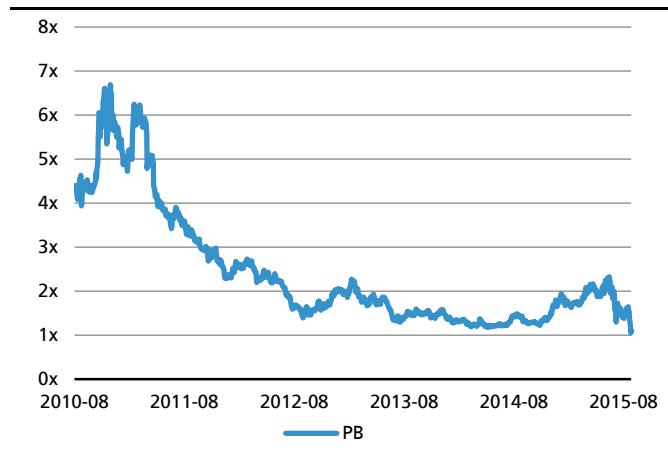
我们的目标价对公司十二个月预期市盈率为 18x，处于公司过去五年历史估值区间 (6x~18x) 的高端。我们的目标价对应公司 2015 年的预测市净率为 1.2x，处于公司过去五年历史估值区间 (1x~6x) 的低端。

图表 8: PE 估值区间



来源: Bloomberg

图表 9: PB 估值区间



来源: Wind

图表 10: 潍柴动力 VCAM 估值摘要

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	3,348	4,268	4,954	5,390	5,789	6,228	6,733	7,273	7,851	8,468
折旧及摊销*	4,539	5,737	6,848	8,041	9,233	8,866	9,310	9,775	10,264	10,777
资本支出	(12,542)	(12,542)	(12,542)	(12,542)	(12,542)	(9,711)	(10,141)	(10,590)	(11,058)	(11,547)
运营资本变动	(628)	(392)	(655)	(496)	(533)	(614)	(703)	(742)	(783)	(826)
所得税 (营运 )	(576)	(735)	(853)	(928)	(996)	(1,071)	(1,158)	(1,251)	(1,350)	(1,456)
其他	(101)	(93)	(165)	(131)	(137)	(151)	(158)	(166)	(175)	(183)
自由现金流	(5,960)	(3,757)	(2,412)	(665)	813	3,548	3,882	4,300	4,749	5,232
增长	NM	NM	NM	NM	336.2%	9.4%	10.7%	10.4%	10.2%	
<b>估值</b>										
明计现金流现值	15,635									
期末价值 (第 15 年) 现值	31,036									
<b>企业价值</b>	<b>46,671</b>									
占永续价值百分比	66%									
联营公司及其他	2,436									
- 少数股东权益	8,957									
现金盈余 **	17,875									
- 债务 ***	21,178									
权益价值	36,847									
已发行股数 [ m ]	3,998.6									
<b>每股权益价值 (Rmb/股)</b>	<b>9.21</b>									
权益成本	8.9%									
股息收益率	0.4%									
<b>1年期目标价 (Rmb/股)</b>	<b>10.00</b>									
<b>长期假设值</b>										
相对年	+10E	+15E	+25E							
销售额增长	5.0%	3.5%	3.0%							
息税前利润率	6.6%	6.9%	5.9%							
资本支出 / 销售收入	9.0%	9.0%	8.4%							
投资资本回报率	7.2%	8.5%	8.8%							
<b>估值对应指标</b>										
财年	2015E	2016E	1年预期							
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	5.9x	4.7x	5.0x							
企业价值 / 息税前利润	13.9x	10.9x	11.8x							
自由现金流收益率	NM	NM	NM							
市盈率 (现值 )	18.2x	15.5x	16.4x							
市盈率 (目标 )	19.7x	16.9x	17.7x							
<b>加权平均资本成本</b>										
无风险利	3.55%									
权益风险溢价	5.0%									
贝塔系数	1.07									
债务 / 权益	48.5%									
边际税率	25.0%									
权益成本	8.9%									
债务成本	5.9%									
<b>WACC</b>	<b>8.8%</b>									
<b>期末假设值</b>										
VCH(年数 )	15									
对应的自由现金流增长	1.6%									
回报率增幅	9.8%									
企业价值息税折旧摊销前利	4.2x									

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价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: UBS VCAM

# 潍柴动力 A (000338.SZ)

	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
<b>损益表(Rmb 百万)</b>										
营业收入	48,165	58,312	79,637	82,994	4.2	86,086	3.7	91,589	95,944	100,525
毛利	9,203	11,751	16,823	18,579	10.4	19,376	4.3	20,603	21,476	22,441
<b>息税折旧摊销前利润(UBS)</b>	<b>5,010</b>	<b>6,543</b>	<b>8,879</b>	<b>7,887</b>	<b>-11.2</b>	<b>10,005</b>	<b>26.9</b>	<b>11,803</b>	<b>13,431</b>	<b>15,022</b>
折旧和摊销	(1,552)	(2,031)	(3,824)	(4,539)	18.7	(5,737)	26.4	(6,848)	(8,041)	(9,233)
<b>息税前利润(UBS)</b>	<b>3,458</b>	<b>4,511</b>	<b>5,055</b>	<b>3,348</b>	<b>-33.8</b>	<b>4,268</b>	<b>27.5</b>	<b>4,954</b>	<b>5,390</b>	<b>5,789</b>
联营及投资收益	252	162	1,559	6	-99.6	6	0.5	6	6	6
其他非营业利润	241	(78)	376	376	0.0	376	0.0	376	376	376
净利息	10	(217)	(23)	(234)	NM	(397)	-69.5	(490)	(536)	(535)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>3,960</b>	<b>4,379</b>	<b>6,966</b>	<b>3,496</b>	<b>-49.8</b>	<b>4,253</b>	<b>21.7</b>	<b>4,847</b>	<b>5,237</b>	<b>5,636</b>
税项	(726)	(791)	(1,181)	(601)	49.2	(731)	-21.7	(833)	(900)	(969)
<b>税后利润</b>	<b>3,234</b>	<b>3,588</b>	<b>5,784</b>	<b>2,895</b>	<b>-50.0</b>	<b>3,522</b>	<b>21.7</b>	<b>4,013</b>	<b>4,336</b>	<b>4,667</b>
优先股股息及少数股权	(243)	(247)	(760)	(868)	-14.2	(1,151)	-32.7	(1,427)	(1,554)	(1,688)
非常项目	0	230	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>净利润(本地 GAAP)</b>	<b>2,991</b>	<b>3,571</b>	<b>5,025</b>	<b>2,027</b>	<b>-59.7</b>	<b>2,370</b>	<b>16.9</b>	<b>2,586</b>	<b>2,783</b>	<b>2,979</b>
<b>净利润(UBS)</b>	<b>2,991</b>	<b>3,341</b>	<b>5,025</b>	<b>2,027</b>	<b>-59.7</b>	<b>2,370</b>	<b>16.9</b>	<b>2,586</b>	<b>2,783</b>	<b>2,979</b>
税率(%)	18.3	18.1	17.0	17.2	1.3	17.2	0.0	17.2	17.2	17.2
<b>每股(Rmb)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>%</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
每股收益(UBS 稀释后)	0.75	0.84	1.26	0.51	-59.7	0.59	16.9	0.65	0.70	0.75
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.75	0.89	1.26	0.51	-59.7	0.59	16.9	0.65	0.70	0.75
每股收益(UBS, 基本)	0.75	0.84	1.26	0.51	-59.7	0.59	16.9	0.65	0.70	0.75
每股股息净值(Rmb)	0.23	0.15	0.15	0.03	-79.8	0.04	16.9	0.04	0.04	0.04
每股账面价值	6.22	6.93	8.12	8.55	5.3	9.11	6.6	9.73	10.38	11.09
平均股数(稀释后)	3,998.60	3,998.60	3,998.60	3,998.62	0.0	3,998.62	0.0	3,998.62	3,998.62	3,998.62
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>%</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
现金和现金等价物	16,864	19,631	24,501	18,159	-25.9	14,146	-22.1	11,703	10,823	11,433
其他流动资产	22,296	28,419	39,870	41,261	3.5	42,713	3.5	45,339	47,437	49,634
<b>流动资产总额</b>	<b>39,160</b>	<b>48,050</b>	<b>64,372</b>	<b>59,419</b>	<b>-7.7</b>	<b>56,859</b>	<b>-4.3</b>	<b>57,042</b>	<b>58,260</b>	<b>61,068</b>
有形固定资产净值	11,526	13,149	22,219	30,721	38.3	37,990	23.7	44,045	48,896	52,553
无形固定资产净值	3,603	3,704	21,063	20,769	-1.4	20,466	-1.5	20,156	19,838	19,512
投资/其他资产	12,030	13,618	12,758	12,560	-1.6	12,404	-1.2	12,359	12,333	12,318
<b>总资产</b>	<b>66,320</b>	<b>78,522</b>	<b>120,412</b>	<b>123,468</b>	<b>2.5</b>	<b>127,719</b>	<b>3.4</b>	<b>133,602</b>	<b>139,327</b>	<b>145,450</b>
应付账款和其他短期负债	20,829	27,700	39,660	40,622	2.4	41,972	3.3	44,483	46,526	48,649
短期债务	3,095	1,598	8,400	8,400	0.00	8,400	0.00	8,400	8,400	8,400
<b>流动负债总额</b>	<b>23,924</b>	<b>29,298</b>	<b>48,060</b>	<b>49,022</b>	<b>2.0</b>	<b>50,372</b>	<b>2.8</b>	<b>52,883</b>	<b>54,926</b>	<b>57,049</b>
长期债务	9,036	12,640	13,106	12,606	-3.8	12,106	-4.0	11,606	11,106	10,606
其它长期负债	1,962	2,256	18,391	18,391	0.0	18,391	0.0	18,391	18,391	18,391
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>总负债(包括优先股)</b>	<b>34,921</b>	<b>44,194</b>	<b>79,557</b>	<b>80,019</b>	<b>0.6</b>	<b>80,869</b>	<b>1.1</b>	<b>82,881</b>	<b>84,424</b>	<b>86,046</b>
普通股股东权益	24,869	27,723	32,468	34,195	5.3	36,444	6.6	38,889	41,517	44,330
少数股东权益	6,530	6,604	8,387	9,254	10.3	10,406	12.4	11,833	13,386	15,074
<b>负债和权益总计</b>	<b>66,320</b>	<b>78,522</b>	<b>120,412</b>	<b>123,468</b>	<b>2.5</b>	<b>127,719</b>	<b>3.4</b>	<b>133,602</b>	<b>139,327</b>	<b>145,450</b>
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>%</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
净利润(支付优先股股息前)	2,991	3,571	5,025	2,027	-59.7	2,370	16.9	2,586	2,783	2,979
折旧和摊销	1,552	2,031	3,824	4,539	18.7	5,737	26.4	6,848	8,041	9,233
营运资本变动净值	(3,056)	(978)	2,280	(472)	-	(146)	69.0	(193)	(118)	(141)
其他营业性现金流	1,269	1,144	43	1,017	NM	1,464	43.9	1,867	2,024	2,160
<b>经营性现金流</b>	<b>2,756</b>	<b>5,768</b>	<b>11,172</b>	<b>7,111</b>	<b>-36.3</b>	<b>9,425</b>	<b>32.5</b>	<b>11,109</b>	<b>12,730</b>	<b>14,231</b>
有形资本支出	(2,219)	(1,468)	(3,310)	(12,271)	-270.7	(12,271)	0.0	(12,271)	(12,271)	(12,271)
无形资本支出	0	0	0	(271)	-	(271)	0.0	(271)	(271)	(271)
净(收购)/处置	(4,106)	(2,817)	(564)	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(1,672)	291	1,325	0	-	0	-	0	0	0
<b>投资性现金流</b>	<b>(7,997)</b>	<b>(3,994)</b>	<b>(2,548)</b>	<b>(12,542)</b>	<b>-392.1</b>	<b>(12,542)</b>	<b>0.0</b>	<b>(12,542)</b>	<b>(12,542)</b>	<b>(12,542)</b>
已付股息	(871)	(1,324)	(1,587)	(300)	81.1	(121)	59.6	(142)	(155)	(166)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	0	0	0	(112)	-	(275)	-144.87	(368)	(414)	(413)
债务及优先股变化	6,916	2,019	(3,480)	(500)	85.63	(500)	0.00	(500)	(500)	(500)
<b>融资性现金流</b>	<b>6,045</b>	<b>695</b>	<b>(5,067)</b>	<b>(912)</b>	<b>82.0</b>	<b>(896)</b>	<b>1.7</b>	<b>(1,010)</b>	<b>(1,068)</b>	<b>(1,079)</b>
现金流量中现金的增加/(减少)	805	2,469	3,556	(6,343)	-	(4,013)	36.7	(2,442)	(880)	610
外汇/非现金项目	(554)	298	1,314	0	-100.0	0	-	0	0	0
<b>资产负债表现金增加/(减少)</b>	<b>251</b>	<b>2,767</b>	<b>4,870</b>	<b>(6,343)</b>	<b>-</b>	<b>(4,013)</b>	<b>36.7</b>	<b>(2,442)</b>	<b>(880)</b>	<b>610</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。

# 潍柴动力 A (000338.SZ)

估值(x)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	16.1	11.7	7.7	18.3	15.6	14.3	13.3	12.4
市盈率 (UBS, 稀释后)	16.1	12.6	7.7	18.3	15.6	14.3	13.3	12.4
股价/每股现金收益	10.6	7.8	4.4	5.6	4.6	3.9	3.4	3.0
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	1.1	10.0	19.3	(15.6)	(9.0)	(4.1)	0.5	4.9
净股息收益率(%)	1.9	1.4	1.6	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
市净率	1.9	1.5	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
企业价值/营业收入(核心)	0.9	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	8.7	5.4	4.9	5.6	4.9	4.4	4.0	3.7
企业价值/息税前利润(核心)	12.7	7.9	8.7	13.3	11.5	10.6	10.1	9.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	11.1	5.9	5.0	8.3	6.5	5.6	5.0	4.4
企业价值/运营投入资本	2.3	1.7	1.6	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
市值	47,518	43,068	40,824	34,777	34,777	34,777	34,777	34,777
净债务 (现金)	(4,734)	(5,393)	(2,995)	2,848	6,361	8,303	8,683	7,573
少数股东权益	6,530	6,604	8,387	9,254	10,406	11,833	13,386	15,074
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>49,314</b>	<b>44,279</b>	<b>46,216</b>	<b>46,879</b>	<b>51,544</b>	<b>54,913</b>	<b>56,847</b>	<b>57,425</b>
非核心资产	(5,551)	(8,631)	(2,432)	(2,438)	(2,444)	(2,451)	(2,457)	(2,464)
<b>核心企业价值</b>	<b>43,763</b>	<b>35,647</b>	<b>43,785</b>	<b>44,442</b>	<b>49,099</b>	<b>52,462</b>	<b>54,390</b>	<b>54,961</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
营业收入	-19.8	21.1	36.6	4.2	3.7	6.4	4.8	4.8
息税折旧摊销前利润(UBS)	-41.1	30.6	35.7	-11.2	26.9	18.0	13.8	11.8
息税前利润(UBS)	-50.9	30.5	12.0	-33.8	27.5	16.1	8.8	7.4
每股收益(UBS 稀释后)	-46.6	11.7	50.4	-59.7	16.9	9.1	7.6	7.1
每股股息净值	130.0	-34.8	0.0	-79.8	16.9	9.1	7.6	7.1
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
毛利率	19.1	20.2	21.1	22.4	22.5	22.5	22.4	22.3
息税折旧摊销前利润率	10.4	11.2	11.1	9.5	11.6	12.9	14.0	14.9
息税前利润率	7.2	7.7	6.3	4.0	5.0	5.4	5.6	5.8
净利 (UBS) 率	6.2	5.7	6.3	2.4	2.8	2.8	2.9	3.0
ROIC (EBIT)	18.6	21.8	18.1	8.4	9.0	9.2	9.2	9.2
税后投资资本回报率	14.9	17.7	14.2	7.0	7.5	7.6	7.6	7.6
净股东权益回报率(UBS)	12.5	12.7	16.7	6.1	6.7	6.9	6.9	6.9
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	(0.9)	(0.8)	(0.3)	0.4	0.6	0.7	0.6	0.5
净债务/总权益 %	(15.1)	(15.7)	(7.3)	6.6	13.6	16.4	15.8	12.7
净债务/ (净债务 + 总权益) %	(17.8)	(18.6)	(7.9)	6.2	12.0	14.1	13.7	11.3
净债务/企业价值	(10.8)	(15.1)	(6.8)	6.4	13.0	15.8	16.0	13.8
资本支出 / 折旧 %	154.5	80.9	109.6	NM	NM	195.8	164.7	142.1
资本支出/营业收入(%)	4.6	2.5	4.2	14.8	14.3	13.4	12.8	12.2
息税前利润/净利息	NM	20.8	NM	14.3	10.7	10.1	10.1	10.8
股息保障倍数 (UBS)	3.3	5.6	8.4	16.7	16.7	16.7	16.7	16.7
股息支付率 (UBS) %	30.7	18.0	11.9	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
其他	48,165	58,312	79,637	82,994	86,086	91,589	95,944	100,525
<b>总计</b>	<b>48,165</b>	<b>58,312</b>	<b>79,637</b>	<b>82,994</b>	<b>86,086</b>	<b>91,589</b>	<b>95,944</b>	<b>100,525</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
其他	3,458	4,511	5,055	3,348	4,268	4,954	5,390	5,789
<b>总计</b>	<b>3,458</b>	<b>4,511</b>	<b>5,055</b>	<b>3,348</b>	<b>4,268</b>	<b>4,954</b>	<b>5,390</b>	<b>5,789</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	+7.9%
预测股息收益率	0.5%
预测股票回报率	+8.4%
市场回报率假设	8.6%
预测超额回报率	-0.2%

## 风险声明

潜在下行风险包括：1) 重卡销量可能继续大幅下跌；2) 公司发动机和动力总成售价可能下降；3) 原材料成本可能上升。潜在上行风险包括：1) 如果 2015 年下半年房地产市场和固定资产投资反弹，重卡销量就可能超过我们的预期；2) 林德液压的初期销售额可能高于预期；3) 一带一路战略以及国企改革的实施速度可能快于预期。

## 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。	45%	36%
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。	13%	20%
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 2015 年 06 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述及内容的限制。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：**邹 天龙, CFA; 黄 肇蕾.

### 涉及报告中提及的公司的披露

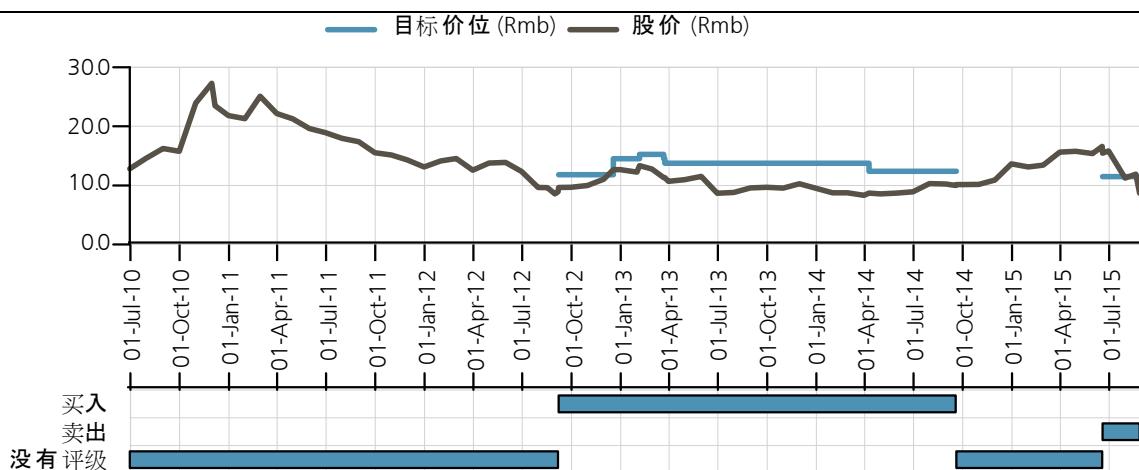
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
潍柴动力 A	000338.SZ	卖出	不适用	Rmb8.67	2015 年 08 月 27 日

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。

### 潍柴动力 A (Rmb)



## 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）。

我们通过 UBS Neo、瑞银客户门户和 UBS.com（以下统称为“系统”）向客户提供全球研究报告，还可能通过第三方供应商提供这些报告，或由瑞银和/或第三方通过电子邮件或其他电子途径发出。通过全球研究报告向客户提供的服务可能在层次和类型上有所不同，这取决于多个因素，比如客户在接收报告的频率和途径方面的偏好，客户的风险情况、投资重心和投资角度（例如是覆盖整个市场还是专注于某个行业，是长期还是短期等），客户与瑞银的整体关系以及法律和监管方面的限制。

通过系统接收全球研究报告的客户在接触和/或使用这些报告方面受到本全球声明以及相应系统的使用条款的约束。

通过第三方供应商、电子邮件或其他电子途径接收全球研究报告的客户在使用这些报告方面受到本全球声明以及瑞银使用条款/声明（<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html>）的约束。以这种方式接触和/或使用全球研究报告即表明客户已经阅读并同意接受瑞银使用条款/声明的约束，而且同意瑞银按照瑞银隐私声明（<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/privacy.html>）和 cookie 通告（<http://www.ubs.com/global/en/homepage/cookies/cookie-management.html>）处理其个人数据并使用 cookie。

**通过系统或其他任何方式接收全球研究报告即表明客户同意，在未事先取得瑞银书面同意前，不复制、修改或调整这些报告，不在这些报告的基础上衍生出其他报告，不将这些报告转交给第三方，不对这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果加以商业利用，也不从这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果或估算数字中摘取数据。**

如欲获取 UBS Neo 和客户门户上的所有可用全球研究报告，请与您的客户顾问联系。

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）收回已投资的金额。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 ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 分发。由波兰金融监督局（Polish Financial Supervision Authority）监管。如果 UBS Limited (spolka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział 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 ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział 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（注册号：1995/011140/07，金融服务提供商编号：7328）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[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繫。此文件之接收方声明并保證其为依据證券及期货法(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](http://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。UBS Securities India Private Ltd 提供券商服务, SEBI 注册号为: NSE 资本市场-INB230951431, NSE 期货与期权-INF230951431, NSE 货币衍生产品-INE230951431, BSE 资本市场-INB010951437; 商业银行服务, SEBI 注册号为: INM000010809; 以及研究服务。瑞银集团、其关联机构、或子公司可能持有本报告所涉及印度公司的债券或其他证券。在过去的 12 个月里, 瑞银集团、其关联机构或子公司可能在对该印度公司的非投资银行证券相关业务和/或非证券业务中取得过报酬。在过去 12 个月里, 该印度公司可能是瑞银集团、其关联机构、或子公司投资银行业务和/或非投资银行证券相关业务和/或非证券业务客户。关联机构信息请参见瑞银集团年报, 链接为: [http://www.ubs.com/global/en/about\\_ubs/investor\\_relations/annualreporting.html](http://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html)。

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。