

中国北车

增长可见性高，估值处于历史低位

2014 年行业前景看好，新招标陆续启动

在宏观经济“微刺激”的背景下，中央对铁路行业的支持政策十分明确，今年的铁路固定资产投资额目标也已上调至 8000 亿元，同比增长 21%。5 月份铁路总公司的两轮机车招标数量达到 996 台，相当于去年全年招标量的 82%。7 月 1 日全路将实施新的列车运行图，其中客运运力增加的主力将是动车组。我们预计新一轮的动车组招标也将于近期启动，强劲的客流量增长对于动车组的需求形成有力支撑。

更新行业动车需求量预测，预计机车需求量将继续回升

我们更新了动车组需求预测模型，将 2014-15 年的需求量从 299/301 标准列上调至 375/404 标准列，并引入 2016 年的需求量预测 415 标准列。上调的主要原因是高铁客流量的强劲增长超出我们预期，从而带来了更多的设备需求。我们估算 2014 年机车需求量将达到 1405 台，同比增长 9.7%。机车需求量的增长一方面由招标恢复带动，另一方面由新车型的需求带动。

预计今年净利润将同比增长约 30%

在 7 个月的研究限制之后，我们更新了公司的盈利预测（上次报告于 2013 年 11 月 25 日出版）。我们预计公司今年的动车组收入将同比增长 40%，受到新车交付反弹和维修业务增长的推动；机车收入将同比稳步增长 7%。我们预计公司的毛利率将从 2013 年的 17.2% 进一步提高到 17.8%，收入增长和毛利率的提高将带动净利润同比增长约 30%。受 H 股上市摊薄基本每股收益的影响，我们将 2014/15/16E EPS 由 0.46/0.53/0.57 元略微下调至 0.46/0.51/0.55 元。

估值：下调目标价至 5.81 元，重申“买入”评级

我们下调公司的目标价至 5.81 元（原 6.35 元），目标价的调整主要由于 WACC 和长期增长率的调整。目标价基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型，WACC 为 9.0%（原 9.5%），对应 2014E 市盈率 12.6x。当前股价对应 2014E 市盈率 9.5x，处于历史低位，而盈利增长可见性高，我们重申对公司的“买入”评级。

Equities

中国

重型机械

12 个月评级

买入

保持不变

12 个月目标价

Rmb5.81

之前: Rmb6.35

股价

Rmb4.36

路透代码: 601299.SS 彭博代码 601299 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb5.71-3.68
市值	Rmb52.9 十亿/US\$8.49 十亿
已发行股本	10,126 百万 (ORDA)
流通股比例	44%
日均成交量(千股)	41,860
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb192.6
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb59.9 十亿
市净率 (12/14E)	0.9x
净债务 / EBITDA	0.3x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/14E	0.46	0.46	-0.75 0.47
12/15E	0.53	0.51	-3.86 0.55
12/16E	0.57	0.55	-4.29 0.71

饶呈方

分析师

S1460511080004

jean.rao@ubssecurities.com

+86-213-866 8805

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	89,055	91,962	96,613	113,913	125,377	135,737	144,415	150,614
息税前利润(UBS)	4,391	4,674	6,847	7,603	8,876	9,723	10,258	10,560
净利润 (UBS)	2,985	3,384	4,129	5,325	6,202	6,730	6,984	7,199
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.34	0.34	0.40	0.46	0.51	0.55	0.57	0.59
每股股息 (Rmb)	0.05	0.10	0.20	0.07	0.08	0.08	0.09	0.00
现金 / (净债务)	(9,786)	(1,556)	(7,868)	(3,087)	(420)	4,291	11,258	15,782
盈利能力	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	4.9	5.1	7.1	6.7	7.1	7.2	7.1	7.0
ROIC (EBIT) (%)	17.0	15.3	21.1	17.2	16.3	16.8	17.0	17.1
EV/EBITDA(core)x	1.3	0.8	0.1	4.8	3.8	3.3	2.3	2.1
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	17.7	12.1	11.4	9.5	8.6	7.9	7.7	7.4
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(178.0)	(66.6)	(15.8)	(2.3)	3.3	6.8	10.5	12.3
净股息收益率(%)	0.8	2.5	4.4	1.6	1.7	1.9	2.0	0.0

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据 2014 年 06 月 25 日 22 时 36 分的股价(Rmb4.36)得出：

投资主题

中国北车

投资理由

我们看好中国北车在国家保障铁路建设的政策支持下盈利增速反弹，预计 2014 净利润将同比增长 30%。鉴于北车相对充足的动车组在手订单量，我们认为其盈利增长仍可预见。我们预计近期动车组新订单招标即将重启，公司的盈利增速将会有明显提升。同时，随着国产化率提高，北车毛利率处于稳步提升中，我们认为这一趋势仍将继续，给予公司“买入”评级和 5.81 元目标价，对应 2014 年 12.6 倍预期 P/E。

乐观情景

此情形下我们假设 2014/15 年：1) 机车交付量增速为 25%/15%，2) 动车交付量增速为 50%/15%，在此种情况下，基于 2014 年 15.1x 预期 P/E，公司每股估值为 6.97 元。

悲观情景

此情形下我们假设 2014/15 年：1) 机车交付量增速为 5%/5%，2) 动车交付量增速为 30%/5%，在此种情况下，基于 2014 年 10.7x 预期 P/E，公司每股估值为 4.94 元。

近期催化剂

1) 近期内动车组新订单招标若重启，将会提高公司今年业绩和未来增长的可预见性；2) 若铁路固定资产投资得到保障，新线按计划投入运营后 2014 年通车里程大幅上升，设备的需求量也将相应提升。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb5.81

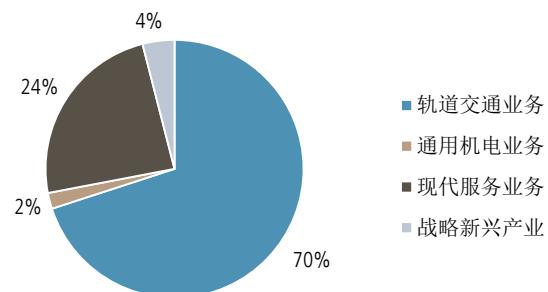
公司简介

中国北车股份有限公司是中国最大的轨道交通车辆设备制造商之一，目前公司注册资本 103.2 亿元，总部设在北京。中国北车的经营范围包括：铁路机车车辆（含动车组）、城市轨道车辆、工程机械、机电设备、电子设备及相关部件等产品的研发、设计、制造、修理、服务业务；产品销售、技术服务及设备租赁业务；进出口业务等业务；公司主要市场包括亚洲和非洲。

行业展望

新一届政府已于近期明确了对铁路建设的大力支持，并提高了 2013-15 年的铁路固定资产投资计划，我们估算 2014/15 年的高铁通车里程将较今年增长 45%，且高铁的日均客流量增速维持在 30% 以上，将带来对动车组的需求增长。且铁路货运改革的推进应会在未来释放对机车和货车的需求。我们看好铁路设备行业的中长期增长空间。

收入按产品分类，2013 年(%)



数据来源：公司数据

主要产品收入

单位:百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
机车	16,024	15,774	16,861	18,513	20,678
货车	14,493	13,298	12,988	14,067	15,233
客车	5,471	7,996	8,319	8,846	9,287
动车组	22,130	23,858	33,476	36,242	38,059
城轨地铁	8,097	5,851	8,615	9,875	11,097
工程机械及机电	5,343	7,172	8,568	10,238	12,132
其他	20,241	22,806	25,087	27,595	29,251
总计	91,798	96,756	113,913	125,377	135,737

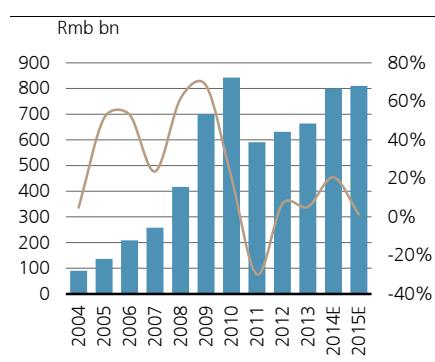
数据来源：公司数据，瑞银证券估算。注：历史数据基于 IFRS，与本地会计准则在收入口径上不完全一致。

2014 年新招标陆续启动

在宏观经济“微刺激”的背景下，中央对铁路行业的支持政策十分明确，今年的铁路固定资产投资额目标也已上调至 8000 亿元，同比增长 21%。我们估算，其中铁路设备固定资产投资额（包含更新与维修）达到 1450 亿元，同比稳步增长 8.4%。今年 5 月份，铁总已经启动了两批机车招标，招标数量达到 996 台，相当于去年全年招标数量的 82%。这其中既有 8 轴 9600 千瓦大功率电力机车的需求，也有新型 6 轴 7200 千瓦客运机车的新增需求。我们预计随着既有线更新改造提速，未来还会继续有新型客运机车需求。

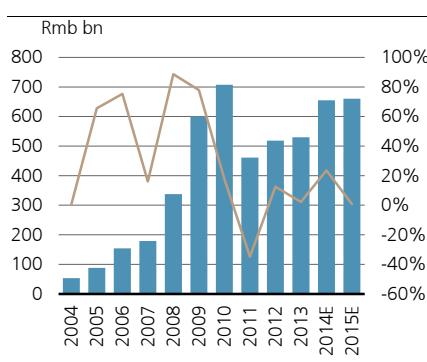
我们预计今年动车的新招标也将临近。虽然南车和北车尚有去年的动车在手订单加紧交付，但强劲的动车客流量增长进一步带来了动车组需求。一些高铁主干线，如京沪线、京广线、京哈线和杭深线等动车组运力随着客流量增长出现不足。7 月 1 日全路将实施新的列车运行图，根据中国铁路总公司的数据，全国铁路增开旅客列车 60.5 对，其中增开动车组列车 53 对，占总运力增加的 87.6%，使得动车组列车占全国旅客列车开行对数的 54.4%，成为我国列车客运主力军。

图表 1: 铁路固定资产投资总额



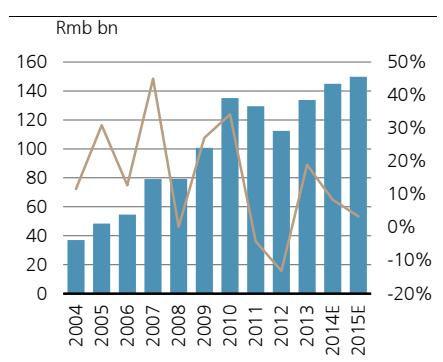
来源: CRC, 瑞银证券估算

图表 2: 铁路基建投资额



来源: CRC, 瑞银证券估算

图表 3: 铁路设备投资额



来源: CRC, 瑞银证券估算

图表 4: 年初至今铁总招标情况

	南车				北车				
	中标车型	中标数量	中标单价 (百万元)	中标总额 (百万元)	份额 (%)	中标数量	中标单价 (百万元)	中标总额 (百万元)	份额 (%)
机车	电力机车 8 轴 9600 千瓦 (台)	176	29	5,104	51%	169	29	4,901	49%
	客运电力机车 (台)	321	15	4,815	48%	330	16	5,280	52%
货车	GQ70 型轻油罐车 (辆)	200	0.4	87	13%	1400	0.4	612	88%
	KZ70 型石砟漏斗车 (辆)	200	0.4	85	50%	200	0.4	85	50%
客车	25G (辆)	848	2.5	2,120	59%	598	2.5	1,495	41%
	25T (辆)	748	4	2,992	52%	609	4.5	2,741	48%
合计				15,203	50%			15,113	50%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

预计动车组需求可持续

我们更新了动车组需求预测模型，将 2014-15 年的需求量从 299/301 标准列上调至 375/404 标准列，并引入 2016 年的需求量预测 415 标准列（原来的预测见 2013 年 10 月 14 日出版的报告：《对设备需求保持乐观：铁路建设、高铁份额与货改》）。上调的主要原因是高铁客流量的强劲增长超出我们预期，从而带来了更多的设备需求。我们的预测框架基于新线投运的动车需求和既有线密度提高的动车需求两部分。我们预计 2014-16 年新线投运需要购置动车组的数量分别为 275/235/211 标准列。基于此，我们做了三种情景分析，分别假设动车组保有量密度提高 5%/10%/15%。在我们 10% 密度提高的基本假设下，我们预计 2014-16 年总的动车需求量分别为 375/404/415 标准列。

图表 5: 动车需求量预测模型

	2013E	2014E	2015E	2016E
总里程(km)*	12,816	17,800	21,682	23,809
动车组需求量 (标列)				
四纵四横	641	811	825	901
城际线	174	211	293	334
其他高铁线	50	118	199	273
其他动车需求量	207	207	207	207
新线动车需求	1,072	1,347	1,524	1,715
新线动车需求 (包括备用车辆)	1,340	1,684	1,905	2,144
备用率	1.25	1.25	1.25	1.25
交付量	262	344	221	239
经 UBS 调整交付量	262	275	235	211
平均密度(car/km)	0.84	0.73	0.71	0.72
基本情形				
- 平均密度(car/km)	0.77	0.82	0.89	
- 动车组交付量(标准列)	375	404	415	
悲观情形				
- 平均密度(car/km)	0.75	0.76	0.78	
- 动车组交付量(标准列)	319	315	249	
乐观情形				
- 平均密度(car/km)	0.79	0.88	1.00	
- 动车组交付量(标准列)	428	515	559	

注：*包括客运专线与其他时速 200km/h 以上的线路，高铁线路数据更新截止至 2013 年 12 月 28 日

数据来源: 瑞银证券估算

预计机车需求量将回升

我们认为机车的需求量主要取决于以下因素：1) GDP 增速；2) 与 GDP 增速高度相关的全社会货运周转量增速；3) 铁路货运周转量占全社会货运周转量的份额；4) 铁路货运周转量与机车保有量的比例；5) 现有机车更新比例。我们预计机车需求量将从 2012 年的底部继续回升，主要由于招标恢复正常和新型机车的需求带动。我们估算 2014 年机车需求量将达到 1405 台，同比增长 9.7%。

图表 6: 机车需求量预测模型

GDP 增速 (%)	全社会货运周转量			铁路货运周转量			机车保有量 台	铁路货物周转量/ 机车保有量 量 台	机车更新需求 量 台	新增需求 量 台	总需求 量 台	YoY (%)
	bn ton-kilo	YoY (%)	bn ton-kilo	YoY (%)	as % of total							
2010	10.4%	13,494	17.7%	2,733	9.6%	20.3%	19,431	1.41	1,222		1,731	
2011	9.3%	15,607	15.7%	2,913	6.6%	18.7%	19,590	1.49	1206	159	1,365	-21.1%
2012	7.8%	17,000	8.9%	2,889	-0.8%	17.0%	19,600	1.47	940	10	950	-30.4%
2013	7.7%	18,648	9.7%	2,917	1.0%	15.7%	20,200	1.49	680	600	1,280	34.7%
2014E	7.5%	20,419	9.5%	3,209	10.0%	15.7%	20,925	1.53	680	725	1,405	9.7%
2015E	7.2%	22,174	8.6%	3,470	8.1%	15.7%	21,970	1.58	537	1,045	1,582	12.6%
乐观情形												
2014E	7.5%	20,419	9.5%	3,246	11.3%	15.9%	21,185	1.53	680	985	1,665	30.1%
2015E	7.2%	22,174	8.6%	3,569	10.0%	16.1%	22,705	1.57	544	1,520	2,064	24.0%
悲观情形												
2014E	7.5%	20,419	9.5%	3,174	8.8%	15.5%	20,688	1.53	680	488	1,168	-8.7%
2015E	7.2%	22,174	8.6%	3,314	4.4%	14.9%	21,021	1.58	676	333	1,009	-13.6%

来源: CEIC, 瑞银证券估算

H 股发行及募集资金用途

公司本次 H 股每股发行价为 5.17 港元, 共计发行 19.4 亿股 H 股新股, 且社保基金会所持 1.94 亿股 A 股转持为 H, 此次公司共募集资金约 79 亿元人民币。公司计划将募集主要用于拓展轨交业务, 拓展海外市场及发展相关现代服务产业, 并偿还银行贷款和补充营运资金。我们认为 H 股的发行在短期内将改善公司的现金流, 降低财务成本, 而长期来看有利于公司新业务的发展和进一步拓展海外市场。H 股上市后, 不仅对于公司的海外生产设备购置提供更多资金便利, 也为未来可能的海外并购提供条件。

图表 7: 募集资金用途 (单位: 百万元)

募资用途	占比	拟投资金额
新产业及现代服务业业务相关项目拓展	26.5%	2099.4
海外采购高端生产设备, 如焊接机器人、高速铣床等	20.0%	1584.5
海外投资研发、制造及维修设施	10.0%	792.2
高端产品研发及制造项目	8.5%	673.4
建设北车大连的辽宁省旅顺环型试验线	5.0%	396.1
偿还银行贷款	20.0%	1584.5
增加公司运营资本及一般用途	10.0%	792.2
合计	100.0%	7922.4

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

盈利预测与关键假设

在 7 个月的研究限制之后, 我们更新了公司的盈利预测 (上次报告出版在 2013 年 11 月 25 日)。我们预计今年公司的净利润增速将达到约 30%, 由收入增长和毛利率的进一步提高带动。截至一季度末, 北车的手订单金额达到 900 亿元, 为近两年的新高。而铁总也在加快订单交付进度。我们估算 2014 年公司轨道交通业务收入将会上升约 20%, 主要由动车组收入的大幅增长、机车收入的稳步增长以及城轨地铁收入的反弹带动。

- 我们预计公司今年的动车组交付量和维修量分别同比上升 44%/45%。我们估算公司 2013 年结转至 2014 年的动车组在手订单为 182 标准列，足以支撑我们今年动车组交付量 168 标准列的假设。我们预计北车的在运营动车组大批进入三级修阶段，并有部分进入四级修，从而将带动维修收入的大幅增长。我们估算动车组维修收入今年或将达到 26 亿元，占动车组收入的约 10%。
- 我们预计机车交付量同比上升约 10%。机车的增长一方面由于自 2013 年招标的正常化，另一方面来自对新车型的需求。我们预计随着铁路提速和运行图调整，未来还有进一步新型 6 轴 7200 千瓦客运机车的需求。从前两次招标的结果来看，南车和北车的市场份额基本持平在各自 50%。
- 我们预计城轨地铁业务收入在去年低基数的基础上同比增长 47%。从在手订单情况来看，截至今年一季度末，北车的城轨地铁在手订单达到 290 亿元，占到总在手订单的 32%，仅次于动车组。由于城轨地铁项目的交付周期通常长达 2-3 年，过去两年中虽然在手订单量在增长，但确认收入却在下降。从年初至今情况来看，许多过去两三年前签订的项目进入交付期，而地方政府也在加快城轨地铁建设，我们预计公司今年的城轨地铁收入将在低基数上反弹。

我们预计公司的毛利率将从 2013 年的 17.2% 进一步提高到 17.8%，由于产品收入结构的改善以及公司运营效率的提高。收入增长和毛利率的提高有望带动净利润同比增长约 30%。受 H 股上市摊薄基本每股收益的影响，我们将 2014/15/16E EPS 由 0.46/0.53/0.57 元略微下调至 0.46/0.51/0.55 元。

图表 8: 公司主要产品收入假设

单位：百万元	2011	2012	2013	2011-2013 CAGR	2014E	2015E	2016E	2014-2016 CAGR
轨道交通业务	70,418	66,466	68,004	-1.7%	81,545	88,894	95,772	12.1%
机车	19,862	16,024	15,774	-10.9%	16,861	18,513	20,678	9.4%
货车	14,099	14,493	13,298	-2.9%	12,988	14,067	15,233	4.6%
客车	4,077	5,471	7,996	40.1%	8,319	8,846	9,287	5.1%
动车组	24,954	22,130	23,858	-2.2%	33,476	36,242	38,059	16.8%
城轨地铁	6,370	8,097	5,851	-4.2%	8,615	9,875	11,097	23.8%
工程机械	1,056	252	1,226	7.7%	1,287	1,351	1,419	5.0%
通用机电业务	1,314	2,252	1,794	16.8%	1,883	1,977	2,076	5.0%
现代服务业务	14,915	20,241	22,806	23.7%	25,087	27,595	29,251	8.7%
战略新兴产业	2,163	2,839	4,153	38.5%	5,398	6,910	8,637	27.7%
合计	88,811	91,798	96,756	4.4%	113,913	125,377	135,737	11.9%

来源: 公司数据，瑞银证券估算。注: 历史数据基于 IFRS，与本地会计准则在收入口径上不完全一致。

图表 9: 分产品销量假设

单位: 辆	2011	2012	2013	2011-2013 CAGR	2014E	2015E	2016E	2014-2016 CAGR
新造								
机车	1,089	840	634	-23.7%	697	767	828	9.3%
货车	28,180	27,466	25,111	-5.6%	26,618	28,481	30,190	6.3%
客车	1,030	1,580	1,732	29.7%	1,784	1,838	1,893	3.0%
动车组*	145	117	117	-10.2%	168	178	183	16.1%
城轨地铁	1,255	1,546	1,106	-6.1%	1,305	1,462	1,608	13.3%
维修								
机车	634	1,048	1,074	30.2%	1,235	1,359	1,563	13.3%
货车	27,894	26,941	23,867	-7.5%	25,060	26,313	27,629	5.0%
客车	1,749	1,706	2,182	11.7%	2,400	2,640	2,772	8.3%
动车组	456	592	1,008	48.7%	1,462	1,754	2,017	26.0%
城轨地铁	142	170	204	20.0%	245	294	353	20.0%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

注: *为标准列, 一标准列为 8 辆编组

图表 10: 分产品单位平均售价假设

单位: 千元/辆	2011	2012	2013	2011-2013 CAGR	2014E	2015E	2016E	2014-2016 CAGR
新造								
机车	14,617	13,798	16,035	4.7%	16,196	16,519	16,850	1.7%
货车	396	413	407	1.3%	407	411	419	1.0%
客车	2,287	2,417	3,216	18.6%	3,281	3,314	3,347	1.3%
动车组	19,893	19,833	21,316	3.5%	20,677	20,263	20,263	-1.7%
城轨地铁	4,861	4,834	4,756	-1.1%	4,851	4,948	5,047	2.0%
维修								
机车	2,193	2,070	2,214	0.5%	2,478	2,527	2,578	5.2%
货车	51	54	52	0.6%	53	53	54	1.5%
客车	595	628	743	11.8%	853	862	870	5.4%
动车组	1,989	1,983	2,036	1.2%	2,171	2,290	2,290	4.0%
城轨地铁	778	773	805	1.8%	776	792	808	0.1%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

估值

我们新的目标价调整至 5.81 元 (原 6.35 元)。我们的目标价基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型, WACC 为 9.0% (原 9.5%)。WACC 的下调主要由于贝塔系数的下调。此外我们将公司的长期销售额增长率从 5% 下调至 3%, 以反映中期铁路建设的提速会对应未来长期的增速放缓。

我们的目标价对应 2014E 市盈率 12.6x。当前北车 A 股价对应 2014E 市盈率 9.5x，较南车 A 估值有 18% 折扣，较南车 H 股有 22% 折扣，较南车时代电气有 31% 折扣，且处于历史低位，而从基本面来看盈利增长可见性高，我们重申对公司的“买入”评级。

图表 11: 铁路行业相关企业估值表

代码	市值 US\$m	市值			市盈率			企业价值倍数			净资产收益率 (%)			股利支付率 (%)			净利润 CAGR	
		14E	15E	16E	14E	15E	16E	14E	15E	16E	14E	15E	16E	14E	15E	16E		
中国北车-H	6199 HK	8,546	13.0	11.5	10.6	8.0	7.3	6.7	10.1	10.6	10.8	NA	NA	NA	3.0	3.2	3.7	13%
中国南车-H	1766 HK	9,702	15.2	13.3	12.4	7.9	7.1	6.7	13.5	14.0	13.1	1.6	1.4	1.3	2.5	2.8	3.0	15%
时代电气	3898 HK	3,693	17.1	14.6	13.0	10.4	9.0	7.9	17.4	17.8	17.8	2.2	1.9	1.7	2.3	2.6	3.0	14%
港股平均值		15.1	13.1	12.0	8.8	7.8	7.1	13.7	14.1	13.9	1.9	1.7	1.5	2.6	2.9	3.2	14%	
中国南车-A	601766.SS	9,688	11.4	10.0	9.5	6.5	5.8	5.3	13.6	14.1	13.8	1.5	1.4	1.2	2.6	2.9	3.1	16%
中国北车-A	601299.SS	8,585	9.6	8.7	7.9	4.9	3.8	3.3	10.9	9.8	9.5	0.9	0.8	0.7	2.0	2.2	2.4	18%
时代新材	600458.SS	938	21.9	16.8	14.1	10.9	9.2	8.1	8.5	11.0	11.6	1.9	1.8	1.5	1.7	2.3	2.6	49%
A股平均值		14.3	11.8	10.5	7.4	6.3	5.5	11.0	11.6	11.6	1.4	1.3	1.2	2.1	2.5	2.7	27%	
阿尔斯通	ALO FP	6,073	10.7	11.3	10.1	6.9	6.8	6.3	13.6	12.9	13.1	1.2	1.1	1.0	0.4	3.1	3.3	13%
西门子	SIE GY	63,764	15.0	13.0	12.1	9.8	8.9	8.3	18.4	19.5	19.2	2.2	2.0	1.8	4.2	4.5	4.8	16%
庞巴迪	BDRBF US	6,232	9.7	8.5	9.8	8.0	7.1	7.0	28.4	24.7	18.4	1.8	1.5	1.3	3.5	3.6	3.2	3%
ABB	ABBN BQ	58,354	16.4	14.3	13.1	10.2	9.2	8.5	16.3	17.4	17.5	2.1	1.9	1.8	4.4	4.7	5.0	13%
福斯罗	VOS BQ	673	21.7	14.7	13.0	8.5	7.0	6.7	8.7	11.2	11.3	1.3	1.2	1.1	2.6	3.4	3.7	65%
海外铁路车辆供应商平均值		14.7	12.4	11.6	8.7	7.8	7.3	17.1	17.1	15.9	1.7	1.5	1.4	3.0	3.8	4.0	22%	

来源: Bloomberg, 瑞银证券估算。截至 2014 年 6 月 25 日。其中 A 股公司为瑞银证券估算, 其余采用市场一致预期。

图表 12: 中国北车-A 12 个月预期市盈率和 EPS 增速



来源: 彭博社, 瑞银证券估算

图表 13: 中国南车-A 12 个月预期市盈率



来源: 彭博社, 瑞银证券估算

图表 14: 中国北车[601299.SS]UBS-VCAM 估值摘要

相对年 财年	+1E 2014E	+2E 2015E	+3E 2016E	+4E 2017E	+5E 2018E	+6E 2019E	+7E 2020E	+8E 2021E	+9E 2022E	+10E 2023E		
息税前利润	7,603	8,876	9,723	10,258	10,560	9,712	9,973	10,235	10,497	10,760		
折旧及摊销*	2,398	2,670	2,937	3,197	3,451	3,603	3,745	3,891	4,041	4,194		
资本支出	(6,200)	(6,138)	(5,135)	(4,984)	(4,998)	(4,699)	(4,885)	(5,075)	(5,271)	(5,471)		
运营资本变动	(9,732)	(3,946)	(3,906)	(2,562)	(1,711)	(1,333)	(1,658)	(1,700)	(1,743)	(1,785)		
所得税(营运)	(1,419)	(1,668)	(1,825)	(1,928)	(1,987)	(1,826)	(1,875)	(1,924)	(1,974)	(2,023)		
其他	(346)	(229)	(207)	(174)	(124)	(120)	(124)	(127)	(130)	(134)		
自由现金流	(7,697)	(435)	1,586	3,808	5,192	5,336	5,177	5,299	5,421	5,541		
增长	NM	NM	140.1%	36.3%	2.8%	-3.0%	2.4%	2.3%	2.2%			
估值												
明计现金流现值	28,778	长期假设值			加权平均资本成本							
期末价值(第 15 年) 现值	30,940	相对年	+10E	+15E	+25E	无风险利率	4.50%					
企业价值	59,718	销售额增长	3.8%	3.5%	3.0%	权益风险溢价	5.0%					
占永续价值百分比	52%	息税前利润率	5.9%	5.4%	4.6%	贝塔系数	0.91					
联营公司及其他	11,933	资本支出/销售收入	3.0%	2.3%	2.0%	债务/权益比	40.4%					
-少数股东权益	1,761	投资资本回报率	8.7%	8.3%	8.2%	边际税率	20.0%					
现金盈余**	19,145	估值对应指标			WACC							
-债务***	22,685	财年	2014E	2015E	1年预期	权益成本	9.1%					
权益价值	66,349	企业价值 / 息税折旧摊销前利润	6.0x	5.2x	5.6x	期末假设值						
已发行股数 [m]	12,259.8	企业价值 / 息税前利润	7.9x	6.7x	7.3x	VCH(年数)	15					
每股权益价值 (Rmb/股)	5.41	自由现金流收益率	NM	NM	NM	对应的自由现金流增长	1.9%					
权益成本	9.1%	市盈率(现值)	11.8x	10.7x	11.2x	投资资本回报率增幅	8.4%					
股息收益率	1.6%	市盈率(目标)	12.6x	11.5x	12.1x	企业价值 / 息税折旧摊销前利润	6.3x					
1年期目标价 (Rmb/股)	5.81											

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

中国北车 (601299.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	89,055	91,962	96,613	113,913	17.9	125,377	10.1	135,737	144,415	150,614
毛利	11,706	13,070	16,509	20,293	22.9	22,663	11.7	24,827	26,678	27,926
息税折旧摊销前利润(UBS)	5,844	6,397	9,048	10,001	10.5	11,546	15.4	12,659	13,455	14,011
折旧和摊销	(1,453)	(1,723)	(2,202)	(2,398)	8.9	(2,670)	11.3	(2,937)	(3,197)	(3,451)
息税前利润(UBS)	4,391	4,674	6,847	7,603	11.0	8,876	16.7	9,723	10,258	10,560
联营及投资收益	245	239	291	308	6.0	327	6.0	346	367	389
其他非营业利润	204	283	(911)	0	-	0	-	0	0	0
净利息	(1,225)	(1,058)	(1,127)	(1,280)	-13.6	(1,461)	-14.1	(1,668)	(1,907)	(1,962)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	3,614	4,137	5,099	6,631	30.0	7,742	16.8	8,401	8,718	8,987
税项	(509)	(602)	(873)	(1,180)	-35.2	(1,393)	-18.1	(1,512)	(1,569)	(1,618)
税后利润	3,105	3,536	4,226	5,450	29.0	6,348	16.5	6,889	7,149	7,369
优先股股息及少数股权	(120)	(152)	(97)	(126)	-29.0	(146)	-16.5	(159)	(165)	(170)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	2,985	3,384	4,129	5,325	29.0	6,202	16.5	6,730	6,984	7,199
净利润(UBS)	2,985	3,384	4,129	5,325	29.0	6,202	16.5	6,730	6,984	7,199
税率(%)	14.1	14.5	17.1	17.8	4.0	18.0	1.1	18.0	18.0	18.0
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)	0.34	0.34	0.40	0.46	15.0	0.51	9.9	0.55	0.57	0.59
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.34	0.34	0.40	0.46	15.0	0.51	9.9	0.55	0.57	0.59
每股收益(UBS, 基本)	0.34	0.34	0.40	0.46	15.0	0.51	9.9	0.55	0.57	0.59
每股股息净值(Rmb)	0.05	0.10	0.20	0.07	-65.5	0.08	9.9	0.08	0.09	0.00
每股账面价值	2.84	3.37	3.66	4.89	33.5	5.46	11.7	6.16	6.93	7.45
平均股数(稀释后)	8,885.39	10,063.13	10,320.06	11,572.79	12.1	12,259.78	5.9	12,259.78	12,259.78	12,259.78
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	6,038	9,025	9,332	25,619	174.5	31,603	23.4	40,129	51,484	57,016
其他流动资产	57,101	55,189	61,397	70,189	14.3	77,178	10.0	83,608	88,653	92,385
流动资产总额	63,139	64,215	70,729	95,808	35.5	108,781	13.5	123,737	140,137	149,401
有形固定资产净值	21,810	25,059	27,892	29,605	6.1	30,736	3.8	31,624	32,282	32,715
无形固定资产净值	8,033	8,567	9,609	10,327	7.5	10,047	-2.7	9,767	9,487	9,208
投资/其他资产	4,278	8,597	11,928	11,972	0.4	13,220	10.4	14,073	14,972	15,920
总资产	97,260	106,437	120,159	147,711	22.9	162,783	10.2	179,201	196,878	207,243
应付账款和其他短期负债	55,143	59,462	63,393	57,177	-9.8	61,760	8.0	65,672	69,312	72,172
短期债务	10,111	5,741	10,615	22,116	108.35	25,433	15.00	29,248	33,636	34,645
流动负债总额	65,254	65,202	74,008	79,293	7.1	87,194	10.0	94,921	102,948	106,817
长期债务	5,714	4,840	6,586	6,590	0.1	6,590	0.0	6,590	6,590	6,590
其它长期负债	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	70,967	70,042	80,593	85,883	6.6	93,783	9.2	101,511	109,538	113,406
普通股股东权益	24,969	34,816	37,780	59,917	58.6	66,943	11.7	75,474	84,959	91,286
少数股东权益	1,323	1,579	1,785	1,911	7.0	2,057	7.7	2,216	2,381	2,551
负债和权益总计	97,260	106,437	120,159	147,711	22.9	162,783	10.2	179,201	196,878	207,243
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)	2,985	3,384	4,129	5,325	29.0	6,202	16.5	6,730	6,984	7,199
折旧和摊销	1,453	1,723	2,202	2,398	8.9	2,670	11.3	2,937	3,197	3,451
营运资本变动净值	(7,977)	(4,540)	(3,786)	(3,924)	-3.6	(2,406)	38.7	(2,518)	(1,405)	(872)
其他营业性现金流	1,019	1,336	2,304	1,206	-47.7	1,394	15.6	1,575	1,754	1,738
经营性现金流	(2,520)	1,904	4,848	5,005	3.2	7,860	57.1	8,724	10,530	11,517
有形资本支出	(8,875)	(6,165)	(5,862)	(6,200)	-5.8	(6,138)	1.0	(5,135)	(4,984)	(4,998)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	103	94	61	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(8,772)	(6,070)	(5,801)	(6,200)	-6.9	(6,138)	1.0	(5,135)	(4,984)	(4,998)
已付股息	(415)	(516)	(1,032)	(2,064)	-100.0	(799)	61.3	(930)	(1,009)	(1,048)
股份发行/回购	0	6,879	0	7,922	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	800	289	1,952	118	-93.93	1,743	1,371.71	2,052	2,431	(948)
债务及优先股变化	12,503	0	1,898	0	-	3,317	-	3,815	4,387	1,009
融资性现金流	12,888	6,652	2,818	5,977	112.1	4,262	-28.7	4,937	5,808	(987)
现金流量中现金的增加/(减少)	1,596	2,486	1,864	4,781	156.5	5,984	25.2	8,526	11,355	5,532
外汇/非现金项目	(811)	502	(1,557)	11,505	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	785	2,987	307	16,287	5206.2	5,984	-63.3	8,526	11,355	5,532

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。

中国北车 (601299.SS)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	17.7	12.1	11.4	9.5	8.6	7.9	7.7	7.4
市盈率 (UBS, 稀释后)	17.7	12.1	11.4	9.5	8.6	7.9	7.7	7.4
股价/每股现金收益	11.9	8.0	7.5	6.5	6.0	5.5	5.3	5.0
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(178.0)	(66.6)	(15.8)	(2.3)	3.3	6.8	10.5	12.3
净股息收益率(%)	0.8	2.5	4.4	1.6	1.7	1.9	2.0	0.0
市净率	2.1	1.2	1.2	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
企业价值/营业收入(核心)	0.1	0.1	0.0	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	1.3	0.8	0.1	4.8	3.8	3.3	2.3	2.1
企业价值/息税前利润(核心)	1.8	1.1	0.1	6.4	4.9	4.2	3.1	2.8
企业价值/经营性自由现金流(核心)	1.4	0.8	0.1	4.9	3.8	3.3	2.4	2.1
企业价值/运营投入资本	0.3	0.2	0.0	1.1	0.8	0.7	0.5	0.5
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	6,401	6,401	6,401	52,919	52,919	52,919	52,919	52,919
净债务 (现金)	4,367	5,671	4,712	5,478	1,754	1,754	(7,775)	(7,775)
少数股东权益	1,273	1,451	1,682	1,848	1,984	543	1,362	270
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	12,042	13,523	12,795	60,245	56,657	55,216	46,507	45,414
非核心资产	(4,275)	(8,578)	(11,910)	(11,958)	(13,206)	(14,059)	(14,958)	(15,906)
核心企业价值	7,767	4,946	886	48,287	43,450	41,156	31,548	29,508
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	43.6	3.3	5.1	17.9	10.1	8.3	6.4	4.3
息税折旧摊销前利润(UBS)	67.6	9.5	41.4	10.5	15.4	9.6	6.3	4.1
息税前利润(UBS)	88.1	6.4	46.5	11.0	16.7	9.5	5.5	2.9
每股收益(UBS 稀释后)	56.4	0.1	19.0	15.0	9.9	8.5	3.8	3.1
每股股息净值	-0.5	103.3	100.0	-65.5	9.9	8.5	3.8	-
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	13.1	14.2	17.1	17.8	18.1	18.3	18.5	18.5
息税折旧摊销前利润率	6.6	7.0	9.4	8.8	9.2	9.3	9.3	9.3
息税前利润率	4.9	5.1	7.1	6.7	7.1	7.2	7.1	7.0
净利 (UBS) 率	3.4	3.7	4.3	4.7	4.9	5.0	4.8	4.8
ROIC (EBIT)	17.0	15.3	21.1	17.2	16.3	16.8	17.0	17.1
税后投资资本回报率	14.5	12.9	17.3	14.0	13.2	13.7	13.8	13.9
净股东权益回报率(UBS)	12.5	11.3	11.4	10.9	9.8	9.5	8.7	8.2
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	1.7	0.2	0.9	0.3	0.0	(0.3)	(0.8)	(1.1)
净债务/总权益 %	37.2	4.3	19.9	5.0	0.6	(5.5)	(12.9)	(16.8)
净债务/ (净债务 + 总权益) %	27.1	4.1	16.6	4.8	0.6	(5.8)	(14.8)	(20.2)
净债务/企业价值	NM	31.5	NM	6.4	1.0	(10.4)	(35.7)	(53.5)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	193.0	170.6	157.4
资本支出/营业收入(%)	10.0	6.7	6.1	5.4	4.9	3.8	3.5	3.3
息税前利润/净利息	3.6	4.4	6.1	5.9	6.1	5.8	5.4	5.4
股息保障倍数 (UBS)	6.8	3.4	2.0	6.7	6.7	6.7	6.7	-
股息支付率 (UBS) %	14.6	29.7	50.0	15.0	15.0	15.0	15.0	-
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	89,055	91,962	96,613	113,913	125,377	135,737	144,415	150,614
总计	89,055	91,962	96,613	113,913	125,377	135,737	144,415	150,614
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	4,391	4,674	6,847	7,603	8,876	9,723	10,258	10,560
总计	4,391	4,674	6,847	7,603	8,876	9,723	10,258	10,560

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+33.3%
预测股息收益率	1.6%
预测股票回报率	+34.9%
市场回报率假设	9.4%
预测超额回报率	+25.5%

风险声明

中国北车铁路设备制造业务高度依赖政府车辆采购的公共开支，因此公司面临较大公共工程预算变化的风险。由于铁路总公司车辆招标制定订单价格，公司议价能力有限。原材料价格上涨或对公司成本造成压力。此外，竞争对手科技研发创新或对公司市场竞争造成风险。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。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

瑞银 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%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6%范围内。	42%	34%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6%以上。	11%	23%
瑞银短期评级	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 03 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：饶呈方。

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
中国北车 ^{2, 4, 5, 18}	601299.SS	买入	不适用	Rmb4.36	2014 年 06 月 25 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

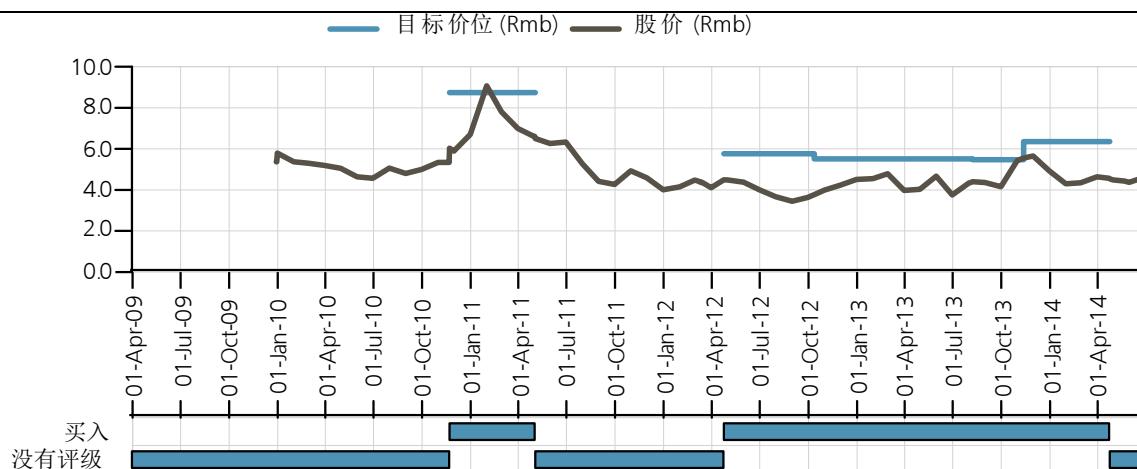
本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

2. 在过去的 12 个月里，UBS AG, 其关联单位或子公司曾担任该公司/实体或其关联单位证券发行或配售的经办人/联席经办人、承销商或证券配售代理。
4. 在过去的 12 个月里，UBS AG, 其关联单位或子公司在对该公司/实体的投资银行业务中取得过报酬。
5. 在今后的 3 个月里，UBS AG, 其关联单位或分支机构预期或试图在投资银行服务方面从该公司/实体得到报酬。

18. THIS DOCUMENT MAY NOT BE REPRODUCED, REDISTRIBUTED OR PASSED ON, DIRECTLY OR INDIRECTLY, TO ANY OTHER PERSON OR PUBLISHED, IN WHOLE OR IN PART, FOR ANY PURPOSE. NONE OF THE WHOLE OR ANY PART OF THE CONTENTS OF THIS DOCUMENT MAY BE PASSED ON OR COMMUNICATED TO ANY OTHER PERSON. NEITHER THIS DOCUMENT NOR ANY COPY OF IT MAY BE TAKEN OR TRANSMITTED INTO THE UNITED STATES (OR TO US PERSONS) OR DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN THE UNITED STATES. PERSONS INTO WHOSE POSSESSION THIS DOCUMENT COMES SHOULD INFORM THEMSELVES ABOUT, AND OBSERVE, ANY SUCH RESTRICTIONS. BY ACCEPTING THIS REPORT YOU AGREE TO BE BOUND BY THE FOREGOING INSTRUCTIONS. THIS DOCUMENT DOES NOT CONSTITUTE OR FORM PART OF ANY OFFER FOR SALE OR SUBSCRIPTION OF OR SOLICITATION OR INVITATION OF ANY OFFER TO BUY OR SUBSCRIBE FOR ANY SECURITIES NOR SHALL IT OR ANY PART OF IT FORM THE BASIS OF OR BE RELIED ON IN CONNECTION WITH ANY CONTRACT OR COMMITMENT WHATSOEVER. ANY DECISION TO PURCHASE OR SUBSCRIBE FOR SECURITIES IN ANY OFFERING MUST BE MADE SOLELY ON THE BASIS OF THE INFORMATION CONTAINED IN THE PROSPECTUS OR OTHER OFFERING CIRCULAR ISSUED BY THE COMPANY IN CONNECTION WITH SUCH OFFERING.

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

中国北车 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 6 月 25 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。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。**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。**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）监管的挂牌投资推介商。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。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的‘合格投资者’，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 和 Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构—UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（‘非美国关联机构’）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：**除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A. 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联繫。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. 仅向机构投资者分发。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。**新西兰：**由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：**由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：**由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：**本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：**由 UBS Securities India Private Ltd (公司识别码 U67120MH1996PTC097299)，2F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India)400051 编制。电话号码：+912261556000 SEBI 注册号：NSE 现金交易：INB230951431, NSE 期货与期权：INF230951431; BSE 现金交易：INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

