click here: http://www.hibor.com.cn

UBS 瑞银

全球证券研究报告

中国

重型机械

UBS Investment Research

中国北车

12个月评级	买入 *保持不变*
12个月目标价	Rmb6.35/US$1.04 *之前：Rmb5.47/US$0.90*
股价	Rmb5.56/US$0.91

路透代码: 601299.SS 彭博代码601299 CH

2013年11月12日

交易数据 (本币/US$)

52周股价波动范围	Rmb5.56-3.68/US$0.91-0.60
市值	Rmb57.4十亿/US$9.42十亿
已发行股本	10,320百万 (ORDA)
流通股比例	44%
日均成交量（千股）	71,564
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb340.0

资产负债表数据 12/13E

股东权益	Rmb37.6十亿
市净率（UBS）	1.5x
净现金（债务）	(Rmb2.90十亿)

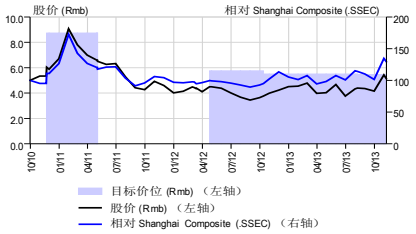
预测回报率

预测股价涨幅	+14.2%
预测股息收益率	2.5%
预测股票回报率	+16.7%
市场回报率假设	9.0%
预测超额回报率	+7.7%

每股收益（UBS，Rmb）

	12/13E			12/12
	从	到	市场预测	实际
Q1	0.07	0.07	-	0.07
Q2	0.08	0.08	0.08	0.10
Q3	0.08	0.08	0.08	0.07
Q4E	0.14	0.15	0.14	0.10
12/13E	0.37	0.38	*0.37*	
12/14E	0.44	0.46	*0.44*	

股价表现 (Rmb)



资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

上调盈利预测和目标价

■ 管理层看好2014年行业反弹

在中国北车近期的反向路演交流中，管理层预计2014年轨交业务形势将远好于今年，第二次招标的314列动车组预计将在明年全部交付，而明年可能再启动新一轮招标。管理层认为，铁路改革目前仅是开端，后续的投融资改革、市场化改革将逐步落实到位，并对铁路设备行业发展有利。

■ 公司进一步加大核心技术研发，以提高毛利率水平

自2008年以来北车一直投入研发IGBT产品，目前公司在3300V的IGBT器件上已实现设计封装，6500V的IGBT产品实现封装，正在做车上运行考核，力争2015年达到批量生产。IGBT是电传动系统中的核心部件，我们预计若实现国产化将使得公司这一部分成本降低20%左右，进一步提升毛利率水平。且IGBT下游用途广泛，有利于公司未来向多元化产业发展。

■ 上调盈利预测

基于充足在手订单的支持，以及订单交付进度的加快，我们将2013/14/15年的预计EPS由0.37/0.44/0.51元上调为0.38/0.46/0.53元。我们看好公司2014年的业绩表现，预计2014年净利润增速达到21%，如果订单交付情况超过我们目前的预期，则盈利预测或将面临上行风险，我们将保持跟踪。

■ 估值：上调目标价至6.35元，维持“买入”评级

我们更新了贝塔系数，因此将WACC从10.1%下调至9.5%，基于瑞银VCAM贴现现金流模型，上调目标价至6.35元，维持“买入”评级。目标价对应2014年市盈率13.7x。

重要数据 （Rmb百万）	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	89,055	91,962	99,803	110,975	120,959
息税前利润（UBS）	4,391	4,674	5,462	6,306	7,078
净利润（UBS）	2,985	3,384	3,967	4,784	5,430
每股收益（UBS，Rmb）	0.34	0.34	0.38	0.46	0.53
每股股息净值（UBS，Rmb	0.05	0.10	0.12	0.14	0.16

盈利能力和估值	五年历史均值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润率（%）	4.3	5.1	5.5	5.7	5.9
ROIC (EBIT) %	-	15.3	16.4	16.3	16.9
EV/EBITDA（core）x	-	6.2	7.7	6.6	5.9
市盈率（UBS）（x）	-	12.0	14.5	12.0	10.6
净股息收益率（%）	-	2.5	2.1	2.5	2.8

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2013年11月11日21时26分的股价（Rmb5.56）得出；

饶呈方
分析师
S1460511080004
jean.rao@ubssecurities.com
+86-213-866 8805

本报告由瑞银证券有限责任公司编制
分析师声明及要求披露的项目从第 10 页开始
UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。
2013/11/12 06:02

click here: http://www.hibor.com.cn

年初至今固定资产投资按计划进行

2013年前三季度，铁路基础建设总投资达到3,290亿元，同比上升12.5%，完成了2013年全年总目标的62%，而去年同期只完成全年总目标的56%。我们对今年四季度投资达到5,300亿元有足够的信心，同时我们也相信今年铁路的固定资产总投资有望达到6,600亿元。

设备招标超过我们的预期

8月份铁路总公司对设备的招标总额达到约540亿元。仅仅两个月之后，铁总又在10月22日公布了今年第二批铁路设备招标。我们之前预计招标会在四季度公布，这次招标时间早于我们的预期。根据我们的估算，本次招标总金额达到约610亿元，超过市场预期。订单包括了1000辆货车，500辆客车和930组动车组和机车的通信信号系统（CIR）。根据我们的估算，930组CIR或可对应186台大功率机车，88标列时速250公里动车组，和226标列时速350公里动车组，我们认为这些订单应该很快就会公布。而今年动车组总订单量超过了我们之前的预期，加上8月份的159标列（91标列时速250公里动车组和68标列时速350公里动车组），今年总订单量可能达到473标列，与去年全年交付的235标列相比翻番。同时单价较高的时速350公里动车组占了总订单量的62%，与之前市场预期的40%有较大提升。我们预计第二批动车组会在2014年交付，让2014年收入上升趋势十分明显。

在中国北车近期的反向路演交流中，管理层预计2014年轨交业务形势将远好于今年，预计第二次招标的186台大功率机车今年内将全部实现交付，314列动车组预计将在明年全部交付，而明年可能再启动新一轮招标。管理层认为，铁路改革目前仅是开端，后续的投融资改革、市场化改革将逐步落实到位，并对铁路设备行业发展有利。此前我们在10月14日发布的报告《对设备需求保持乐观：铁路建设、高铁份额与货改》中预测，2013/14/15年动车组的需求量分别为255/299/301列。如果高铁运量增速超过我们的预计，对应动车组密度提升10%，则预计2013-15年动车组需求量为296/373/418列，总量为1,087标列。

2013/11/12 06:02

click here: http://www.hibor.com.cn

表1: 未来五年高铁新线投运带来的动车组需求量估算（不考虑客流量增长）

	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
高铁累计投运里程（公里）	12,867	16,880	20,367	23,177	25,971
动车组保有量（标准列）					
四纵四横线路	541	656	683	727	847
城际线路	146	213	238	266	266
其他高铁线路	36	75	142	200	209
提速既有线	175	175	175	175	175
合计（标准列）	898	1,119	1,238	1,368	1,497
包含备用车合计（标准列）	1,123	1,399	1,548	1,710	1,872
备用率	*1.25*	*1.25*	*1.25*	*1.25*	*1.25*
动车组当年交付量（标准列）	229	276	149	162	162
经调整动车组当年交付量（标准列）	**222**	**236**	**189**	**162**	**162**
累计动车组保有量密度（辆/公里）	**0.70**	**0.64**	**0.62**	**0.59**	**0.58**

数据来源：瑞银证券估算

表2: 考虑客流量增长带来密度提升后动车需求量的敏感性分析

密度提高		2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
0%	动车组当年交付量（标准列）	222	236	189	162	162
	累计动车组保有量密度（辆/公里）	0.70	0.64	0.62	0.59	0.58
5%	**动车组当年交付量（标准列）**	**255**	**299**	**301**	**261**	**311**
	累计动车组保有量密度（辆/公里）	**0.72**	**0.69**	**0.71**	**0.70**	**0.72**
10%	动车组当年交付量（标准列）	296	373	418	407	466
	累计动车组保有量密度（辆/公里）	0.75	0.75	0.81	0.83	0.88
15%	动车组当年交付量（标准列）	353	450	529	560	727
	累计动车组保有量密度（辆/公里）	0.78	0.81	0.91	0.97	1.09

数据来源：瑞银证券估算

上调盈利预测和目标价，维持“买入”评级

我们预计今年四季度公司的收入/净利润或将达到419亿元/16亿元（分别同比上升约49%/48%）。基于充足在手订单的支持，以及订单交付进度的加快，我们将2013/14/15年的预计EPS由0.37/0.44/0.51元上调为0.38/0.46/0.53元。在2014年净利润增速达到21%，如果订单交付情况超过我们目前的预期，则盈利预测或将面临上行风险，我们将保持跟踪。我们更新了贝塔系数，因此将WACC从10.1%下调至9.5%，基于瑞银VCAM贴现现金流模型，上调目标价至6.35元，维持“买入”评级。目标价对应2014年市盈率13.7x。

2013/11/12 06:02

click here: http://www.hibor.com.cn

表3: 盈利预测表

人民币百万元	2012	2013E	2014E	2015E
总收入	**92,431**	**100,312**	**111,541**	**121,576**
营业税金及附加	(469)	(509)	(566)	(617)
营业收入	**91,962**	**99,803**	**110,975**	**120,959**
营业成本	(78,893)	(85,129)	(94,537)	(102,741)
毛利	**13,070**	**14,674**	**16,438**	**18,218**
毛利率	*14.2%*	*14.7%*	*14.8%*	*15.1%*
销售及管理费用	(8,396)	(9,212)	(10,132)	(11,140)
息税前利润	4,674	5,462	6,306	7,078
息税前利润率	5.1%	5.5%	5.7%	5.9%
财务费用	(1,058)	(847)	(720)	(721)
投资收益	239	239	239	239
其他收入	283	0	0	0
税前利润	**4,137**	**4,854**	**5,825**	**6,595**
所得税	(602)	(728)	(874)	(989)
少数股东损益	(152)	(159)	(167)	(176)
净利润	**3,384**	**3,967**	**4,784**	**5,430**
每股收益（元）	**0.34**	**0.38**	**0.46**	**0.53**

数据来源：公司数据，瑞银证券估算

分板块收入来看，我们预计受上半年在手订单不足的影响，2013年机车、货车板块的收入将分别同比下滑16%/17%，但明年均将在低基数上迎来约15%的反弹。北车客车板块今年表现较好，我们预计将继续保持平稳增长。我们预计充足的在手订单以及新订单将支持北车今年的动车组收入同比增长约11%。虽然明年动车组交付数量应会大幅上升，但由于价格相对较低的250公里时速车型占比上升，我们预计明年动车组收入同比增长6%。由于BT项目进展迅速，我们预计其他收入增速将提高。

2013/11/12 06:02

click here: http://www.hibor.com.cn

表4: 分业务板块收入预测

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收入 (人民币：百万元)					
机车	18,469	16,343	13,724	15,760	17,270
货车	12,583	14,710	12,263	14,169	15,175
客车	3,652	5,498	6,371	6,764	6,994
动车组	23,949	22,292	24,839	26,437	28,516
城轨地铁	6,135	8,181	9,030	11,971	14,655
工程机械及机电	9,438	9,902	12,377	12,996	13,646
其他	15,126	15,505	21,707	23,444	25,320
总计	**89,353**	**92,431**	**100,312**	**111,541**	**121,576**
同比增速					
机车	23.8%	-11.5%	-16.0%	14.8%	9.6%
货车	53.1%	16.9%	-16.6%	15.5%	7.1%
客车	6.7%	50.5%	15.9%	6.2%	3.4%
动车组	105.1%	-6.9%	11.4%	6.4%	7.9%
城轨地铁	18.8%	33.3%	10.4%	32.6%	22.4%
工程机械及机电	4.9%	4.9%	25.0%	5.0%	5.0%
其他	54.6%	2.5%	40.0%	8.0%	8.0%
总计	**43.7%**	**3.4%**	**8.5%**	**11.2%**	**9.0%**

数据来源：公司数据、瑞银证券估算

乐观/悲观情形分析

乐观情形——每股估值为6.98元。这种情形下我们假设：1）由于高铁客流量的上升，2014年动车组订单为347列，并且部分在当年交付；2）货运改革成功提升了铁路货运的需求量，产生了更多机车和货车的订单。

悲观情形——每股估值为5.52元。这种情形下我们假设：1）由于2013年订单的拖延，公司在2013年的订单交付量不能达标；2）由于客户财务问题，2014年交付拖延；3）货运改革没能成功提升机车和货车的订单量；4）城际列车的增速低于我们的预期。

2013/11/12 06:02

click here: http://www.hibor.com.cn

Table 5: 中国北车[601299.SS]UBS-VCAM 估值概要

相对年	+1E	+2E	+3E	+4E	+5E	+6E	+7E	+8E	+9E	+10E
财年	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
息税前利润	5,462	6,306	7,078	7,665	8,388	9,066	9,791	10,575	11,420	12,334
折旧及摊销*	1,877	2,236	2,444	2,622	2,801	4,533	4,488	4,406	4,283	4,111
资本支出	(5,793)	(4,055)	(3,650)	(3,577)	(3,505)	(7,555)	(7,547)	(7,490)	(7,376)	(7,195)
运营资本变动	2,344	(666)	(2,541)	(807)	(912)	(1,826)	(1,477)	(1,595)	(1,723)	(1,861)
所得税 (营运)	(862)	(986)	(1,102)	(1,189)	(1,297)	(1,451)	(1,567)	(1,692)	(1,827)	(1,973)
其他	(627)	(894)	(799)	(714)	(802)	(895)	(967)	(1,044)	(1,128)	(1,218)
自由现金流	2,402	1,941	1,430	3,999	4,672	1,872	2,721	3,159	3,649	4,198
增长		*-19.2%*	*-26.3%*	*179.6%*	*16.8%*	*-59.9%*	*45.3%*	*16.1%*	*15.5%*	*15.0%*

估值	
明计现金流现值	17,412
期末价值 (第 10 年) 现值	50,565
企业价值	**67,977**
占永续价值百分比	*74%*
联营公司及其他	5,450
-少数股东权益	1,630
现金盈余**	0
-债务***	10,581
权益价值	61,216
已发行股数 [m]	10,320.0
每股权益价值 (Rmb/股)	**5.93**
权益成本	9.7%
股息收益率	2.6%
1年期目标价 (Rmb/股)	**6.35**

长期假设值			
相对年	**+10E**	**+15E**	**+25E**
销售额增长	8.0%	8.0%	5.0%
息税前利润率	6.0%	5.7%	5.5%
资本支出/销售收入	3.5%	3.5%	2.5%
投资资本回报率	11.2%	10.1%	8.2%

估值对应指标			
财年	**2013E**	**2014E**	**1年预期**
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	9.3x	8.0x	8.1x
企业价值 / 息税前利润	12.4x	10.8x	11.0x
自由现金流收益率	3.5%	2.9%	2.9%
市盈率 (现值)	15.4x	12.8x	13.1x
市盈率 (目标)	16.5x	13.7x	14.0x

加权平均资本成本	
无风险利率	4.00%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	1.15
债务/权益比	19.4%
边际税率	20.0%
权益成本	9.7%
债务成本	6.4%
WACC	**9.5%**

期末假设值	
VCH (年数)	10
对应的自由现金流增长	6.9%
投资资本回报率增幅	9.6%
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	6.6x

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

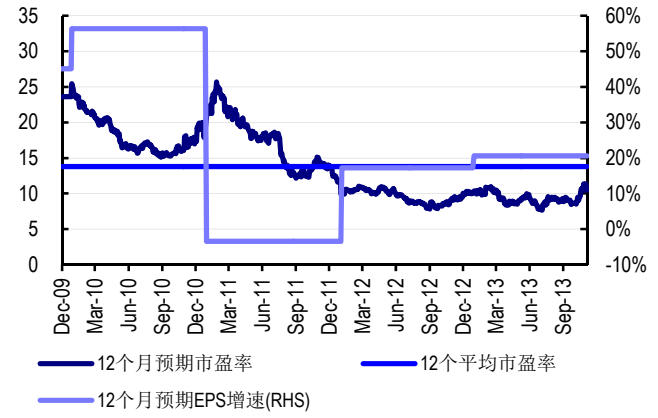
** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

Source: UBS-VCAM

2013/11/12 06:02

click here: http://www.hibor.com.cn

图1: 12个月预期市盈率和每股收益增速



数据来源：彭博社，瑞银证券估算

图2: 12个月预期市净率和投资回报率

数据来源：彭博社，瑞银证券估算

2013/11/12 06:02

click here: http://www.hibor.com.cn

中国北车

损益表（Rmb 百万）	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业收入	**34,578**	**40,407**	**62,005**	**89,055**	**91,962**	**99,803**	*8.5*	**110,975**	*11.2*	**120,959**	*9.0*
营业费用（不含折旧）	(32,020)	(38,321)	(58,519)	(83,211)	(85,565)	(92,463)	*8.1*	(102,433)	*10.8*	(111,437)	*8.8*
息税折旧摊销前利润（UBS）	**2,557**	**2,085**	**3,486**	**5,844**	**6,397**	**7,340**	*14.7*	**8,542**	*16.4*	**9,521**	*11.5*
折旧	(861)	(968)	(1,151)	(1,453)	(1,723)	(1,877)	*8.9*	(2,236)	*19.1*	(2,444)	*9.3*
营业利润（息税前利润，UBS）	**1,697**	**1,117**	**2,334**	**4,391**	**4,674**	**5,462**	*16.9*	**6,306**	*15.5*	**7,078**	*12.2*
其他盈利和联营公司盈利	329	855	383	448	522	239	*-54.3*	239	*0.0*	239	*0.0*
净利息	(595)	(364)	(384)	(1,225)	(1,058)	(847)	*-20.0*	(720)	*-15.0*	(721)	*0.2*
非正常项目（税前）	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	**1,430**	**1,609**	**2,333**	**3,614**	**4,137**	**4,854**	*17.3*	**5,825**	*20.0*	**6,595**	*13.2*
税项	(155)	(195)	(303)	(509)	(602)	(728)	*21.0*	(874)	*20.0*	(989)	*13.2*
税后利润	**1,275**	**1,414**	**2,030**	**3,105**	**3,536**	**4,126**	*16.7*	**4,951**	*20.0*	**5,606**	*13.2*
非正常项目（税后）	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	(144)	(98)	(121)	(120)	(152)	(159)	*5.0*	(167)	*5.0*	(176)	*5.0*
净利润（本地会计准则）	**1,131**	**1,316**	**1,909**	**2,985**	**3,384**	**3,967**	*17.2*	**4,784**	*20.6*	**5,430**	*13.5*
净利润（UBS）	**1,131**	**1,316**	**1,909**	**2,985**	**3,384**	**3,967**	*17.2*	**4,784**	*20.6*	**5,430**	*13.5*
税率（%）	*11*	*12*	*13*	*14*	*15*	*15*	*3.2*	*15*	*0.0*	*15*	*0.0*
不计非正常项目前税率（%）	*12*	*17*	*14*	*15*	*15*	*16*	*2.2*	*16*	*-0.9*	*16*	*-0.5*

每股（Rmb）	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
每股收益（本地会计准则）	0.19	0.23	0.23	0.34	0.34	0.38	*13.4*	0.46	*20.6*	0.53	*13.5*
每股收益（UBS）	0.19	0.23	0.23	0.34	0.34	0.38	*13.4*	0.46	*20.6*	0.53	*13.5*
每股股息净值	0.04	0.02	0.05	0.05	0.10	0.12	*15.3*	0.14	*20.6*	0.16	*13.5*
每股现金收益	0.34	0.39	0.37	0.50	0.51	0.57	*10.7*	0.68	*20.1*	0.76	*12.2*
每股账面净值	0.78	2.40	2.61	2.84	3.37	3.64	*8.0*	3.97	*8.9*	4.34	*9.3*

资产负债表（Rmb 百万）	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
有形固定资产净值	9,455	11,433	15,700	21,810	25,059	29,126	*16.2*	31,097	*6.8*	32,435	*4.3*
无形固定资产净值	6,006	6,064	6,716	8,033	8,567	8,415	*-1.8*	8,264	*-1.8*	8,132	*-1.6*
净营运资本（包括其他资产）	(6,048)	(1,857)	(2,694)	1,961	(4,253)	(261)	*-93.9*	530	-	3,205	*505.1*
其他负债	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运营投入资本	**9,414**	**15,641**	**19,723**	**31,803**	**29,372**	**37,280**	*26.9*	**39,890**	*7.0*	**43,772**	*9.7*
投资	1,491	1,856	3,360	4,275	8,578	4,953	*-42.3*	5,192	*4.8*	5,431	*4.6*
运用资本总额	**10,905**	**17,497**	**23,083**	**36,079**	**37,950**	**42,234**	*11.3*	**45,082**	*6.7*	**49,203**	*9.1*
股东权益	6,819	21,085	22,911	24,969	34,816	37,593	*8.0*	40,941	*8.9*	44,742	*9.3*
少数股东权益	500	547	1,223	1,323	1,579	1,738	*10.1*	1,905	*9.6*	2,081	*9.2*
总股东权益	**7,319**	**21,632**	**24,135**	**26,292**	**36,395**	**39,331**	*8.1*	**42,847**	*8.9*	**46,824**	*9.3*
净债务 / （现金）	3,586	(4,134)	(1,052)	9,786	1,556	2,903	*86.6*	2,236	*-23.0*	2,379	*6.4*
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	**10,905**	**17,497**	**23,083**	**36,079**	**37,950**	**42,234**	*11.3*	**45,082**	*6.7*	**49,203**	*9.1*

现金流量表（Rmb 百万）	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业利润（息税前利润，UBS）	1,697	1,117	2,334	4,391	4,674	5,462	*16.9*	6,306	*15.5*	7,078	*12.2*
折旧	861	968	1,151	1,453	1,723	1,877	*8.9*	2,236	*19.1*	2,444	*9.3*
营运资本变动净值	1,131	(1,334)	(2,447)	(7,977)	(4,540)	3,095	-	(322)	-	(2,224)	*590.2*
其他（经营性）	156	371	(2)	(795)	(341)	3,016	-	(720)	-	(721)	*0.2*
经营性现金流 (税前/息前)	**3,844**	**1,122**	**1,037**	**(2,928)**	**1,517**	**13,451**	*786.7*	**7,500**	*-44.2*	**6,576**	*-12.3*
收到/（支付）利息净值	39	(1)	171	917	988	847	*-14.3*	720	*-15.0*	721	*0.2*
已付股息	(1,541)	(247)	(166)	(415)	(516)	(1,164)	*125.59*	(1,404)	*20.58*	(1,580)	*12.57*
已缴付税项	(155)	(195)	(303)	(509)	(602)	(728)	*21.0*	(874)	*20.0*	(989)	*13.2*
资本支出	(2,166)	(3,255)	(7,252)	(8,875)	(6,165)	(5,793)	*-6.0*	(4,055)	*-30.0*	(3,650)	*-10.0*
并购/处置净值	67	110	104	103	94	0	-	0	-	0	-
其他	-	13,587	9	800	6,222	(7,959)	-	(1,220)	*-84.7*	(1,221)	*0.1*
股份发行	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流（增加）/减少	**3,076**	**11,122**	**(6,400)**	**(10,907)**	**1,539**	**(1,347)**	-	**667**	-	**(143)**	-
外汇/非现金项目	-	(3,401)	3,318	69	6,691	0	-	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	**-**	**7,720**	**(3,083)**	**(10,838)**	**8,231**	**(1,347)**	-	**667**	-	**(143)**	-
核心息税折旧摊销前利润	2,557	2,085	3,486	5,844	6,397	7,340	*14.7*	8,542	*16.4*	9,521	*11.5*
维护资本支出	(100)	(110)	(110)	(110)	(110)	(110)	*0.0*	(110)	*0.0*	(110)	*0.0*
维护营运资本净支出	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前经营性自由现金流（OpFCF）	**2,457**	**1,975**	**3,376**	**5,734**	**6,287**	**7,230**	*15.0*	**8,432**	*16.6*	**9,411**	*11.6*

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。 附注：对于部分公司而言，所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

2013/11/12 06:02

click here: http://www.hibor.com.cn

全球证券研究报告

中国

重型机械

12个月评级 **买入**

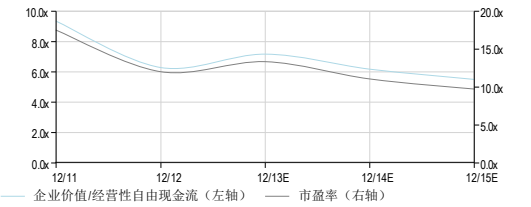
12个月目标价 **Rmb6.35**

中国北车

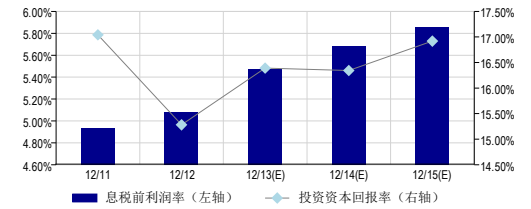
公司概况

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。

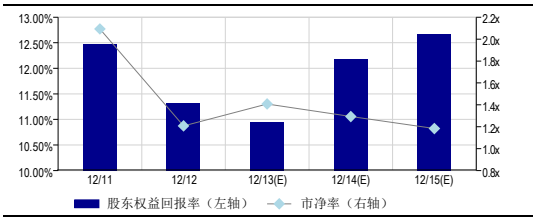
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



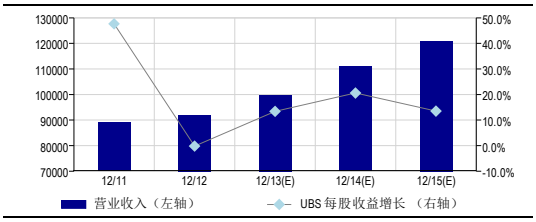
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长（UBS每股收益）



估值（x）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
市盈率（本地会计准则）	-	17.5	12.0	14.5	12.0	10.6
市盈率（UBS）	-	17.5	12.0	14.5	12.0	10.6
股价/每股现金收益	-	11.8	8.0	9.8	8.2	7.3
净股息收益率（%）	-	0.8	2.5	2.1	2.5	2.8
市净率	-	2.1	1.2	1.5	1.4	1.3
企业价值/营业收入（核心）	-	0.6	0.4	0.6	0.5	0.5
企业价值/息税折旧摊销前利润（核心）	-	9.2	6.2	7.7	6.6	5.9
企业价值/息税前利润（核心）	-	12.2	8.5	10.3	9.0	7.9
企业价值/经营性自由现金流（核心）	-	9.4	6.3	7.8	6.7	6.0
企业价值/运营投入资本	-	2.1	1.3	1.7	1.5	1.3

企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
平均市值	52,264	41,004	57,379	57,379	57,379
+ 少数股东权益	1,273	1,451	1,658	1,822	1,993
+ 平均净债务（现金）	4,367	5,671	2,229	2,569	2,307
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(4,275)	(8,578)	(4,953)	(5,192)	(5,431)
核心企业价值	53,629	39,548	56,314	56,579	56,250

增长率（%）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	27.7	43.6	3.3	8.5	11.2	9.0
息税折旧摊销前利润（UBS）	25.8	67.6	9.5	14.7	16.4	11.5
息税前利润（UBS）	28.8	88.1	6.4	16.9	15.5	12.2
每股收益（UBS）	14.8	47.7	-0.2	13.4	20.6	13.5
每股现金收益	10.5	36.9	1.3	10.7	20.1	12.2
每股股息净值	23.8	-0.5	101.1	15.3	20.6	13.5
每股账面净值	44.4	9.0	18.8	8.0	8.9	9.3

利润率（%）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税折旧摊销前利润/营业收入	6.3	6.6	7.0	7.4	7.7	7.9
息税前利润/营业收入	4.3	4.9	5.1	5.5	5.7	5.9
净利润（UBS）/营业收入	3.3	3.4	3.7	4.0	4.3	4.5

资本回报率（%）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润的投资资本回报率（UBS）	-	17.0	15.3	16.4	16.3	16.9
税后投资资本回报率	-	14.5	12.9	13.8	13.8	14.3
净股东权益回报率	11.7	12.5	11.3	11.0	12.2	12.7

偿付比率	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润/净利息	4.5	3.8	4.6	6.7	9.1	10.1
股息保障倍数（UBS 每股收益）	6.1	6.8	3.4	3.3	3.3	3.3
股息支付率（%，UBS 每股收益）	19.3	14.6	29.5	30.0	30.0	30.0
净债务/息税折旧摊销前利润	0.5	1.7	0.2	0.4	0.3	0.2

效益比率（x）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入/运营投入资本	-	3.5	3.0	3.0	2.9	2.9
营业收入/固定资产	-	3.4	2.9	2.8	2.9	3.0
营业收入/净营运资本	-	NM	NM	NM	NM	65.5

投资比率（x）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
经营性自由现金流/息税前利润	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
资本支出/营业收入（%）	8.7	10.0	6.7	5.8	3.7	3.0
资本支出/折旧	4.5	6.1	3.6	3.1	1.8	1.5

资本结构（%）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
净债务/总权益	8.8	39.2	4.5	7.7	5.5	5.3
净债务/（净债务 + 权益）	8.1	28.2	4.3	7.2	5.2	5.0
净债务（核心）/ 企业价值	-	8.1	14.3	4.0	4.5	4.1

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。
估值：根据该年度的平均股价得出，（E）：根据2013年11月11日21时26分的股价（Rmb5.56）得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

饶呈方
分析师
S1460511080004
jean.rao@ubssecurities.com
+86-213-866 8805

2013/11/12 06:02

click here: http://www.hibor.com.cn

■ 中国北车

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。

■ 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。由于铁道部车辆招标制定订单价格，公司议价能力有限。虽然铁道部在制定订单价格时通常会考虑原材料价格的变化，但原材料价格上涨仍可能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。

■ 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。

2013/11/12 06:02

click here: http://www.hibor.com.cn

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.

UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例[1]	投行服务覆盖率[2]
买入	买入	44%	32%
中性	持有/中 性	46%	32%
卖出	卖出	10%	19%
短期评级	**评级类别**	**所占比例[3]**	**投行服务覆盖率[4]**
买入	买入	低于1%	低于1%
卖出	卖出	低于1%	低于1%

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（投行）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（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。 上述评级分布为截止至2013年09月30日。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	**定义**
买入	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三个月内上涨
卖出	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三个月内下跌

2013/11/12 06:02

click here: http://www.hibor.com.cn

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.

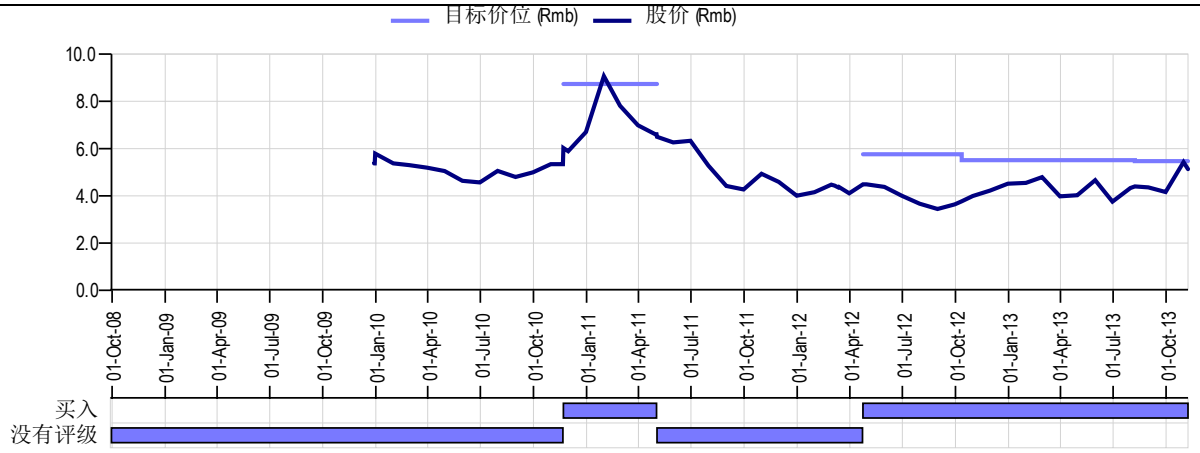
涉及报告中提及的公司的披露

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	601299.SS	买入	不适用	Rmb5.13	2013年11月08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。

中国北车 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银)；截止至2013年11月8日

2013/11/12 06:02

click here: http://www.hibor.com.cn

2013/11/12 06:02

click here: http://www.hibor.com.cn

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。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域，部门、集团或关联机构之间的信息流动 。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层（不包括投行部）全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定，但是 分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关；其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具：瑞银集团，其关联或下属机构（不包括瑞银证券有限责任公司（美国））担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者（按照英国对此类术语的解释）时，此类信息在本研究文件中另行披露，但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具：瑞银担任做市商时，此类信息在本文件中另行具体披露，但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸，或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品；此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区：除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A.编制。**德国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：**由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii)条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。 **俄罗斯：**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：**由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：**本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。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 and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（’非美国关联机构’ ）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 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. 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。 **澳大利亚：**由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件所含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.首尔分行於韩国分发。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)於马来西亚分发。**印度:** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F,2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 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 2013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。

UBS 瑞银

2013/11/12 06:02