

Key Call: 大秦铁路

潜在货运价格提升的最大受益者

预计近期内铁路货运价格改革或将取得实质性进展

我们预计十八届三中全会后铁路运价格改革进展将加快。我们预计近期普通货运价格可能会提价 0.015 元/吨公里，且大秦线特价有可能并轨，公司将是货运运价提升的最大受益者，列入“Key Call”名单。

第一步提价有望增厚 2014 年 EPS 31%

我们尚未将提价假设包含至盈利预测中，但对提价敏感性做了三种情景分析，在我们认为可能性较大的情景一下，普通运价近期提价 0.015 元/吨公里，大秦线特殊运价并轨，则 2014/15E EPS 将分别增厚 31%/30%至 1.19/1.24 元，业绩增速分别为 36%/4%。待具体提价方案出台后我们将重新审视盈利预测。当前股价对应提价后 6x PE, 8%股息收益率，对于长期投资者十分具备吸引力。

主营稳步增长，“营改增”影响有待实施细则出台

我们估算 1-11 月大秦线运量达到 4.06 亿吨（YoY: +5.1%），全年有望达到 4.45 亿吨，好于我们之前 4.4 亿吨的预期。前三季度朔黄投资收益 19.7 亿元（YoY: +37%），好于预期。我们估算铁路“营改增”可能会影响大秦利润-11%。但参考港口等其他交运行业实施情况，我们认为应当有相应优惠政策出台。“营改增”对公司业绩的实质影响有待实施细则出台。

估值：上调目标价至 11.10 元，维持“买入”评级

我们将 2013/14/15E EPS 从 0.87/0.90/0.94 元上调至 0.88/0.91/0.95 元，由于大秦线运量和朔黄投资收益好于预期。目标价从 10.70 元上调至 11.10 元，基于瑞银价值创造分析模型（VCAM）工具通过现金流贴现推导(WACC 8.8%)，维持“买入”评级。

Equities

中国

运输服务

12 个月评级

买入

保持不变

12 个月目标价

Rmb11.10

之前: Rmb10.70

股价

Rmb7.99

路透代码: 601006.SS 彭博代码 601006 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb8.12-5.63	
市值	Rmb119 十亿/US\$19.6 十亿	
已发行股本	14,867 百万 (ORDA)	
流通股比例	33%	
日均成交量(千股)	28,708	
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb213.3	
普通股股东权益 (12/13E)	Rmb80.9 十亿	
市净率 (UBS, 12/13E)	1.5x	
净债务 / EBITDA	0.0x	
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)		
	从	到
		% 市场预测
12/13E	0.87	0.88
12/14E	0.90	0.91
12/15E	0.94	0.95

饶呈方

分析师

S1460511080004

jean.rao@ubssecurities.com

+86-213-866 8805

重要数据(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	40,644	43,497	44,604	49,056	51,381	53,605	55,912	57,652
息税前利润(UBS)	14,214	14,675	13,582	15,182	15,314	15,594	15,932	16,367
净利润(UBS)	10,411	11,699	11,503	13,074	13,597	14,133	14,590	14,744
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.77	0.79	0.77	0.88	0.91	0.95	0.98	0.99
每股股息(Rmb)	0.35	0.39	0.39	0.44	0.48	0.51	0.55	0.56
净债务/(现金)	(16,873)	(13,979)	(9,946)	(47)	3,913	7,474	10,931	14,233
盈利能力和估值	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
息税前利润率(%)	35.0	33.7	30.4	30.9	29.8	29.1	28.5	28.4
ROIC (EBIT) (%)	25.9	24.1	21.5	23.9	24.2	24.8	25.4	26.3
EV/EBITDA(core)x	7.3	6.4	5.3	5.4	4.8	4.4	4.1	3.5
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	11.5	10.2	8.8	9.1	8.7	8.4	8.1	8.1
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	3.4	6.9	8.0	10.5	9.3	9.4	9.8	10.1
净股息收益率(%)	3.9	4.8	5.7	5.5	6.0	6.4	6.9	7.0

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 2013 年 12 月 10 日 17 时 27 分的股价(Rmb7.99)得出；

投资主题

大秦铁路

投资理由

我们预计十八届三中全会后铁路运价格改革进展将加快,铁路平均货运运价有望从目前的 0.13 元/吨公里提升到 0.16 元/吨公里,且大秦线特价有可能并轨,公司将是货运运价提升的最大受益者。我们估算公司大秦线全年运量有望达到 4.45 亿吨,且前三季度朔黄投资收益 19.7 亿元 (YoY: +37%), 好于预期。我们给予“买入”评级,列入“Key Call”名单,目标价 11.10 元。目标价基于瑞银 VCAM 工具通过现金流贴现推导 (WACC: 8.8%)。我们预测 2013/14/15 年 EPS 为 0.88/0.91/0.95 元,预计近期内铁路货运价格改革或将取得实质性进展,市场一致预期为 0.87/0.96/1.07 元。

乐观情景

此种情况下我们假设 2014/15 年: 1) 大秦线运量增速由基准情形的 1.5%/2% 上升为 3.8%/3%, 2) 丰沙大线和北同蒲线两年运量增速由 5% 上调为 10%, 3) 大秦线货运运价在 2014 年上升 10%, 则我们估算 2014/15 年每股收益由基准情形的 0.91/0.95 元上升为 1.01/1.05 元,基于 2014E12.1x 的市盈率,每股估值为 12.22 元。

悲观情景

此种情况下我们假设 2014/15 年: 1) 大秦线运量增速为 0%, 2) 丰沙大线和北同蒲线两年运量增速由 5% 下降为 3%, 3) 货运运价上调推迟, 则我们估算 EPS 由基准情况下降为 0.89/0.9 元,基于 2014E12.1x 的市盈率,每股估值达到 10.78 元。

近期催化剂

- 1) 国内铁路货运运价上调,且大秦线特殊运价并轨,将会提高公司收益;
- 2) 中国铁路总公司进一步推进铁路货运改革,将会对公司运营产生正面影响;
- 3) 营改增施行高税率,并无其他优惠措施,将减少公司 2014 年以及以后年度收入

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb11.10

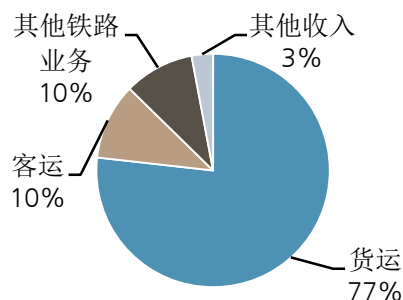
公司简介

大秦铁路是中国铁路总公司直属的太原铁路局的控股企业,持股比例 62%。就运量而言,大秦铁路是中国最大的专业化煤炭铁路运输公司。公司运营着两条煤炭运输铁路线:大秦和丰沙大。2010 年,公司从太原铁路局收购了价值 328 亿元的资产。大秦铁路 2012 年煤炭运量达 4.26 亿吨。

行业展望

大秦铁路在国内铁路煤炭运输行业占据领先地位。铁路客运业务和货运业务和宏观经济紧密相连,预计运量将随着宏观经济好转而逐步复苏。我们认为中国铁路总公司改革和最近推行的货运改革是行业的重要催化剂,有望在长期内推动行业加速发展。

收入按业务分布, 2013 H1 (%)



各类业务的营业利润

(单位: 百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货运	34,815	35,287	39,610	41,435	43,099
大秦线	19,438	18,807	19,691	19,986	20,386
丰沙大线和北同蒲线	7,635	8,359	9,962	10,701	11,276
原太原局线	8,035	8,407	9,957	10,747	11,437
客运	4,707	4,853	4,955	5,336	5,683
其他铁路业务	4,180	4,458	4,681	4,915	5,161
其他收入	1,304	1,364	1,432	1,504	1,549
总计	45,007	45,962	50,678	53,190	55,491

数据来源: 公司数据, 瑞银证券估算

投资主题

我们认为铁路货运价格改革或将在近期内取得实质性进展，大秦铁路作为货运占比最高的铁路上市公司，将受益于货运价格提升。我们当前对大秦 2013/14/15 年 EPS 预测分别为 0.88/0.91/0.95 元，如果普通运价近期提价 0.015 元/吨公里，且大秦线特殊运价并轨，则 2014/15E EPS 将分别增厚 31%/30%达到 1.19/1.24 元，当前股价对应 2014 年提价后的 EPS 市盈率为 6 倍，低于历史平均 9.6 倍，且股息收益率将达到 8%，对于长期投资者十分具备吸引力。

- 预计十八届三中全会后铁路货运价格改革将提速。根据 8 月份《改革铁路投融资机制加快推进铁路建设意见》指引，我们预计铁路货运价格当前有 0.03 元/吨公里的提价空间，货运提价将分两步进行，每次提价 0.015 元/吨公里，第一次提价或将在近期取得实质性进展。
- 我们认为大秦线的特殊运价有望在此次提价中与普通运价并轨。我们的测算表明，在建的主要线路如张唐线、蒙西-华中煤运通道等，由于造价高，在当前与大秦同等运价水平下无法取得合理回报。从提高资产使用效率和回报率的角度出发，大秦线特价应当与普通运价并轨。我们当前对大秦 2013/14/15 年 EPS 预测分别为 0.88/0.91/0.95 元，如果普通运价近期提价 0.015 元/吨公里，且大秦线特殊运价并轨，则 2014/15E EPS 将分别增厚 31%/30%达到 1.19/1.24 元，业绩增速分别为 36%/4%。如果在此基础上明年进一步提价 0.015 元/吨公里，则 2014/15E EPS 将分别增厚 52%/62%至 1.39/1.54 元，业绩增速分别为 58%/11%。
- 我们认为将于 2014 年 1 月 1 日实施的铁路运输“营改增”方案对公司业绩的影响有待细则出台方能评估。由于大秦铁路的成本结构中占大部分的人工和折旧成本不能抵扣，我们估算如果按照货运收入 11%增值税率和客运收入 3%简易税率征收，则将减少 2014 年净利润 11%左右。考虑到类似的基建类港口公司已实施即征即退和减免等优惠措施，以及国家出台政策的目的是降低税负，我们认为实施细则需要对多征收部分或将采取税收返还等方式补偿，具体实行情况还要等细则出台后才能进行判断。

关键催化剂

- 第一步货运提价方案出台，大秦线特殊运价与普通货运价格并轨
- 第二步货运提价方案进一步出台
- 随着铁路改革推进，市场化定价机制进一步完善，而大秦的高效率和低成本优势更加凸显

风险

- 铁路货运提价进度低于预期，大秦线特殊运价未能与普通运价并轨

- 营改增施行相对较高税率，并无其他优惠措施，将减少公司 2014 年以及以后年度利润
- 公司成本上涨超预期

估值和推导我们目标价的基础

由于大秦线今年运量或将超预期，而朔黄投资收益也增长迅速，我们将 2013/14/15 年的预计 EPS 由 0.87/0.90/0.94 元上调为 0.88/0.91/0.95 元。基于瑞银 VCAM 工具 DCF 贴现推导出目标价 11.10 元（原 10.70 元），WACC 为 8.8%，目标价对应 2014 年 12.1x 市盈率。我们的盈利预测中暂未包含提价假设，如果正式方案出台，我们将重新审视我们的盈利预测。

图片 1: 大秦铁路[601006.SS]UBS-VCAM 估值概要

相对年 财年	+1E 2013E	+2E 2014E	+3E 2015E	+4E 2016E	+5E 2017E	+6E 2018E	+7E 2019E	+8E 2020E	+9E 2021E	+10E 2022E
息税前利润	15,182	15,314	15,594	15,932	16,367	16,946	17,449	17,938	18,410	18,864
折旧及摊销 *	4,539	4,643	4,728	4,922	5,118	5,370	5,472	5,566	5,651	5,726
资本支出	(4,270)	(4,399)	(4,531)	(4,666)	(4,806)	(5,072)	(5,164)	(5,248)	(5,323)	(5,390)
运营资本变动	(189)	(99)	(95)	(98)	(74)	(88)	(81)	(79)	(77)	(75)
所得税 (营运)	(3,795)	(3,829)	(3,898)	(3,983)	(4,092)	(4,237)	(4,362)	(4,484)	(4,602)	(4,716)
其他	(668)	(349)	(334)	(345)	(259)	(303)	(298)	(293)	(286)	(278)
自由现金流	10,798	11,283	11,465	11,762	12,254	12,617	13,016	13,400	13,772	14,132
增长		4.5%	1.6%	2.6%	4.2%	3.0%	3.2%	2.9%	2.8%	2.6%

估值	
明计现金流现值	75,439
期末价值 (第 10 年) 现值	76,135
企业价值	151,574
占永续价值百分比	50%
联营公司及其他	17,459
-少数股东权益	0
现金盈余**	13,958
-债务 ***	21,895
权益价值	161,096
已发行股数 [m]	14,866.8
每股权益价值 (Rmb/股)	10.80
权益成本	8.8%
股息收益率	6.1%
1年期目标价 (Rmb/股)	11.10

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	2.8%	2.0%	2.0%
息税前利润率	28.0%	26.0%	26.0%
资本支出/销售收入	8.0%	8.0%	8.0%
投资资本回报率	13.5%	12.8%	13.1%

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	7.7x	7.6x	7.6x
企业价值 / 息税前利润	10.0x	9.9x	9.9x
自由现金流收益率	7.1%	7.4%	7.4%
市盈率 (现值)	12.3x	11.8x	11.9x
市盈率 (目标)	12.6x	12.1x	12.2x

加权平均资本成本	
无风险利	4.30%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.90
债务 / 权益	19.0%
边际税率	25.0%
权益成本	8.8%
债务成本	5.2%
WACC	8.8%

期末假设值	
VCH (年数)	10
对应的自由现金流增长	0.0%
回报率增幅	8.7%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	6.6x

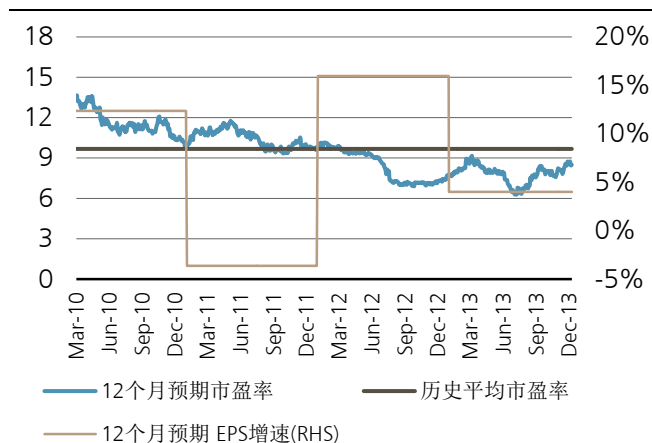
数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

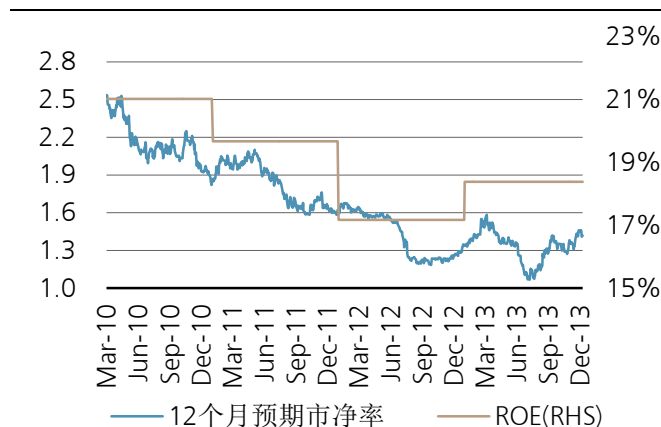
** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

图片 2: 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

图片 3: 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

瑞银预测对比市场预期

与市场预期比较, 我们对于 2014/15 年的盈利预测相对保守, 低于一致预期 5-11% 左右。主要原因是我们目前对未来公司盈利的预计并没有将货运价格的提升计算在内。我们估计市场预期的高端将货运提价包含在盈利预测中, 所以导致平均预期偏高。如果普通运价在近期内提高 0.015 元/吨公里, 且大秦线特殊运价并轨, 则 2014/15E EPS 将分别增厚 31%/30%。但是出于谨慎, 我们对于关键假设做了较为保守的估计。我们更愿意持续跟踪公司的发展情况并及时审阅其合理性。

图片 4: 瑞银证券预测对比市场一致性预期

截至12月底 人民币: 百万元	2014E 收入	2015E 收入	2014E EPS (元)	2015E EPS (元)	瑞银证券 评级	市场一致评级 (不包括瑞银) 总数占比
大秦铁路 (601006. SS)						
瑞银证券	53,190	55,491	0.91	0.95	买入	15
市场一致预期	53,605	57,809	0.96	1.07		1
区别	-1%	-4%	-5%	-11%		0

数据来源: Wind, 瑞银证券估算

敏感性分析

我们认为在铁路行业上市公司中，大秦铁路的业绩对货运提价敏感性最高。我们对于提价做出了三种假设，以此来估算公司业绩对于货运价格在不同时间和不同程度的变化上的反应。1) 我们认为最有可能的是“普通运价近期提价 0.015 元/吨公里，大秦线特殊运价并轨”，在此情景下，2014/15E EPS 将分别增厚 31%/30%，业绩增速分别为 36%/4%；2) 如果作保守假设“普通运价近期提价 0.015 元/吨公里，大秦线特殊运价暂不并轨”，则 2014/15E EPS 将分别增厚 11%，业绩增速分别为 16%/4%；3) 如果根据分步理顺价格水平的原则，我们假设“普货价格近期提价 0.015 元/吨公里；大秦线特殊运价并轨。明年再提价 0.015 元/吨公里”，则 2014/15E EPS 将分别增厚 52%/62%，业绩增速分别为 58%/11%。

预计铁路货运价格改革将取得实质性进展

我们认为铁路货运价格改革或将在近期内取得实质性进展，大秦铁路将受益于货运价格提升。

11 月 15 日《人民日报》刊登了十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定（全文）》。《决定》指出要加快完善现代市场体系，完善主要由市场决定价格的机制：凡是能由市场形成价格的都交给市场，政府不进行不当干预。推进水、石油、天然气、电力、**交通**、电信等领域价格改革，放开竞争性环节价格。政府定价范围主要限定在重要公用事业、**公益性服务**、**网络型自然垄断环节**，提高透明度，接受社会监督。完善农产品价格形成机制，注重发挥市场形成价格作用。

11 月 25 日，国家发改委副主任连维良周一在国新办发布会上表示，2014 经济体制改革重点正在研究制订中，将明确价格体制改革为年度主要任务，价改要和对应行业的管理体制改革相结合，统筹协调推进。具体到垄断行业，连维良表示，水、石油、天然气、交通、电信、电力等领域的价格改革，需和对应行业的管理体制改革相结合，统筹协调的推进。此外要区分居民消费部分和经营性领域，对居民消费部分实行阶梯价格机制保民生，保公平，**经营性领域市场定价**；区分增量部分和存量部分，目前资源性产品政府定价和市场价格差距略大，一次性改革到位存在承受能力问题，在改革过程中注意区分增量和存量，**存量部分分步到位，增量部分争取一步到位**。

无论从十八届三中全会的《决定》来看，还是从最近相关部门的表态来看，我们认为，铁路作为交通运输行业尚未启动价格改革的最后领域，有望加快价格改革进程，而其中作为经营性领域而非居民消费部分的货运，有望率先实现突破。而货运运价改革的方案，在 8 月 19 日国务院发布的《改革铁路投融资机制加快推进铁路建设意见》中已有了明确的指引：**坚持铁路运价改革市场化取向，按照铁路与公路保持合理比价关系的原则制定国铁货运价格，分步理顺价格水平，并建立铁路货运价格随公路货运价格变化的动态调整机制**。创造条件，将铁路货运价格由政府定价改为政府指导价，增加运价弹性。

我们估算，铁路货运价格或将按照公路运价的 1:3 比价来确定基价。当前铁路平均货运价格为 0.13 元/吨公里（包括 0.033 元/吨公里铁路建设基金），

公路平均运价约为 0.49 元/吨公里，其 1/3 比价约为 0.16 元/吨公里，则铁路货运价格当前有 0.03 元/吨公里的提价空间。根据分步理顺价格水平的原则，我们预计货运提价将分两步进行，每次提价 0.015 元/吨公里，第一次提价或将在近期取得实质性进展。

今年前三季度，铁路总公司实现净亏损 17 亿元，资产负债率进一步上升至 63.2%。我们统计，铁总截至 12 月 9 日的发行的债券、中票和短融总余额达到 9525 亿元，而自 2013 年起这部分负债的年度还本付息总额就超过了 1000 亿元。

大秦铁路提价敏感性分析

大秦铁路是上市铁路公司中对货运提价业绩敏感性最高的。我们对于大秦业绩的提价敏感性做了三种情景分析，在我们认为近期可能性最大的情景下，普通运价近期提价 0.015 元/吨公里，大秦线特殊运价并轨，则 2014/15E EPS 将分别增厚 31%/30%，业绩增速分别为 36%/4%。

情景一：普通运价近期提价 0.015 元/吨公里，大秦线特殊运价并轨

在此情景下，2014/15E EPS 将分别增厚 31%/30%，业绩增速分别为 36%/4%。

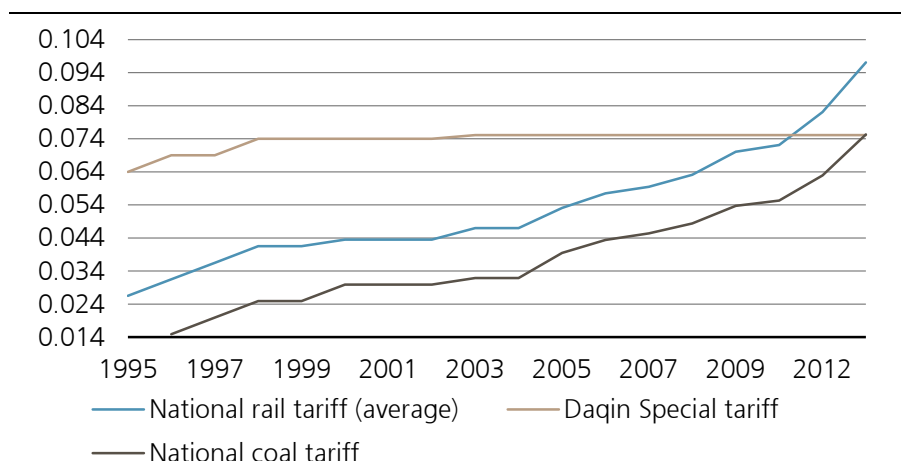
图片 5: 大秦业绩对提价敏感性分析（一）

	提价前	普货价格近期提价 0.015 元/吨公里； 大秦线特殊运价并轨	业绩增厚（%）
2013E EPS	0.88	0.88	
2014E EPS	0.91	1.19	31%
yoy growth	4%	36%	
2015E EPS	0.95	1.24	30%
yoy growth	4%	4%	

数据来源: 瑞银证券估算

我们认为大秦线特殊运价并轨的概率较大。当前大秦线的特殊运价已经是全路最低，而在建的可能与之有竞争的线路包括山西中南部通道、张唐线、蒙西-华中煤运通道。假设这些新线在 0.12 元/吨公里的大秦现行运价（包括 0.033 元/吨公里铁路建设基金）下运营，那么我们的测算结果表明，在建线路的 NPV 均为负值，也即不能获得相应的合理回报。所以在同样的现行运价下，新建线路相对于大秦线是没有竞争力的。如果大秦线特殊运价不并轨提价，则货源可能更多的流向大秦线，使之负荷更加严重，而未来新投产线路则负荷不满，严重降低了资产使用效率。所以从合理投资回报的角度出发，大秦线运价也应当与普货运价并轨。

图片 6: 大秦线特殊运价与普通货运价格比较



数据来源: 铁路总公司、公司数据

图片 7: 在建新线在 0.12 元/吨公里运价假设下的 IRR 和 NPV 测算

在建新运煤线	运营线路	运营里程 (公里)	计划运力 (百万吨)		投资资金 (人民币: 十亿元)		单位造价	IRR	NPV
		(公里)	中期	长期	基建投资	设备投资	(亿元/公里)	%	百万元
张唐线	张家口 - 曹妃甸	525	120	200	38.4	1.6	0.73	4.4%	(6,099)
山西省中部 - 日照港	吕梁 - 汤阴 - 日照	1260	130	200	87.8	12.0	0.70	5.4%	(9,710)
蒙西 - 华中	内蒙古, 江西	1860	100	200	145.77	8.2	0.78	4.8%	(21,693)

数据来源: 瑞银证券估算

情景二: 普通运价近期提价 0.015 元/吨公里, 大秦线特殊运价暂不并轨

如果我们作保守的假设, 仅普通运价近期提价 0.015 元/吨公里, 大秦线特殊运价暂不并轨, 则 2014/15E EPS 将分别增厚 11%, 业绩增速分别为 16%/4%。

图片 8: 大秦业绩对提价敏感性分析 (二)

	提价前	普货价格近期提价 0.015 元/吨公里	业绩增厚 (%)
2013E EPS	0.88	0.88	
2014E EPS	0.91	1.02	11%
yoy growth	4%	16%	
2015E EPS	0.95	1.06	11%
yoy growth	4%	4%	

数据来源: 瑞银证券估算

情景三：普货价格近期提价 0.015 元/吨公里；大秦线特殊运价并轨。明年再提价 0.015 元/吨公里

如我们前面所讨论的，根据分步理顺价格水平的原则，我们预计货运提价将分两步进行，每次提价 0.015 元/吨公里，假设在情景一的基础上，明年货运再提价 0.015 元/吨公里，则 2014/15E EPS 将分别增厚 52%/62%，业绩增速分别为 58%/11%。

图片 9: 大秦业绩对提价敏感性分析（三）

	提价前	普货价格近期提价 0.015 元/吨公里； 大秦线特殊运价并轨。2014 年再提价 0.015 元/吨公里	业绩增厚（%）
2013E EPS	0.88	0.88	
2014E EPS	0.91	1.39	52%
yoy growth	4%	58%	
2015E EPS	0.95	1.54	62%
yoy growth	4%	11%	

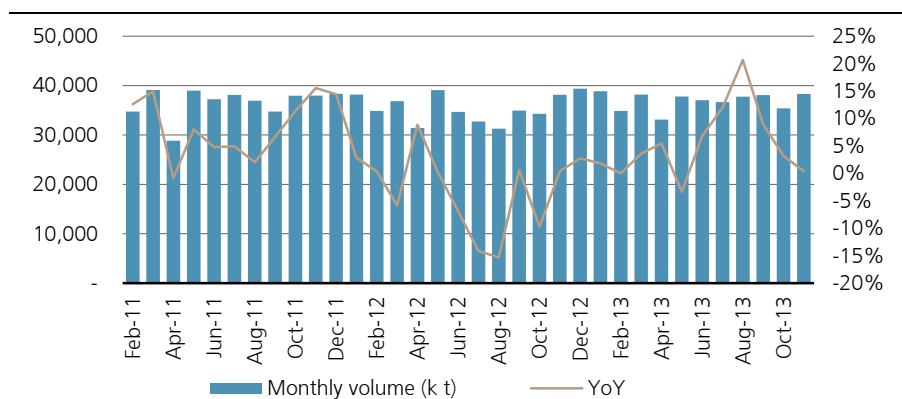
数据来源: 瑞银证券估算

2013 年大秦和朔黄线运量或将超预期

之前我们对大秦线 2013 年运量的假设是 4.4 亿吨，同比增长 3.3%。但自 8 月份以来大秦线运量增速明显回升。我们预计截至 11 月底，大秦线运量达到 4.06 亿吨，同比增长 5.1%，其中 11 月日均运量达到 127.7 万吨。自从 8 月份以来大秦线的日均运量一直保持在 120 万吨以上（10 月份除外，10 月 9 日-28 日为大秦线例行大修）。我们预计大秦线 2013 年全年运量可能达到 4.45 亿吨，达到历史高点，意味着 12 月日均运量为 125 万吨左右，延续了 8 月份以来的趋势。

我们认为大秦线今年增长向好的原因有两点：1）今年 2 月份普价提价而特价未提，大秦线的运价已经是全路最低，有助于增强其主要上游客户的竞争力，扩大其市场份额；2）大秦的装车效率高，对于大客户来说更加具有吸引力，而这一优势在未来仍将保持。

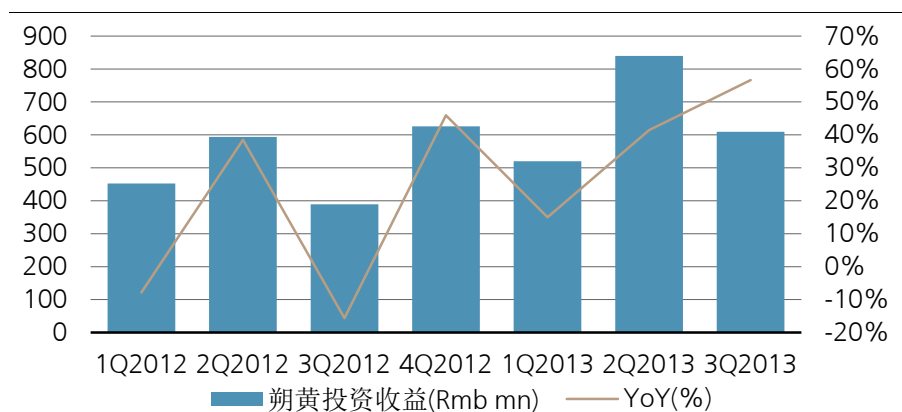
图片 10: 大秦线月度运量（千吨）及同比增速



数据来源: 公司数据

今年以来朔黄线的运量也增长迅速，前三季度投资收益 19.69 亿元，同比增长 37%。我们估算全年朔黄线的运量或将达到 2.4 亿吨，同比增长 20%，好于我们之前的预期，贡献投资收益约 25 亿元（YoY: +23%）。

图片 11: 朔黄线投资收益及同比增速



数据来源: 公司数据

铁路营改增影响有待政策细则出台

在 12 月 4 日召开的国务院常务会议中，李克强总理提出了将铁路运输纳入营业税改增值税试点。从 2014 年 1 月 1 日起，在全国范围内铁路运输将全部实现营改增。目前铁路运输“营改增”的实施细则尚未出台，如果参考其他已实施“营改增”的交通运输企业情况，我们预期铁路货运和客运届时可能将分别执行 11% 税率和 3% 的简易税率。由于大秦铁路毛利率较高，且可抵扣的进项税较少，如果没有优惠政策，则采用增值税计税之后，将可能加重公司的税收负担。我们假设 2014 年公司总收入可以达到 532 亿元，则总销项税和可抵扣总进项税分别为 47.2 亿元和 19.32 亿元，全年预期的 EPS 将会在我们的原假设基础上减少 11%。

但考虑到国务院进行本次营改增的目的还是要推动行业的总体发展，理顺行业赋税机制，而铁路建设发展更需要减轻行业税负。因此，我们认为实施细则需要对多征收部分或将采取税收返还等方式补偿，具体实行情况还要等细

则出台后才能进行判断。但参考同类型的基础设施类港口公司来看，如上港集团洋山港保税区实行增值税即征即还、深赤湾 A 免征增值税，均未加重甚至减轻了公司的税收负担。

图片 12: 营改增对公司 EPS 影响估算

(单位: 百万元)	2014E	2015E
改革前		
营业税金及附加	1,808	1,887
营业税金	1,405	1,466
改革后		
总收入	53,190	55,491
客运收入	5,336	5,683
增值税率	3%	3%
货运收入	41,435	43,099
增值税率	11%	11%
运输收入销项税	4,718	4,911
可抵扣部分总进项税	1,921	1,982
应缴增值税净值	3,338	3,497
有效资本所得税率	25%	25%
对净利润影响	-1,450	-1,523
总股本数	14,867	14,867
EPS 变化 (元)	-0.10	-0.10
原 EPS (元)	0.91	0.95
EPS 变化	-11%	-11%

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 12.22 元。此种情况下我们假设 2014/15 年: 1) 大秦线运量增速由基准情形的 1.5%/2% 上升为 3.8%/3%, 2) 丰沙大线和北同蒲线两年运量增速由 5% 上调为 10%, 3) 大秦线货运运价在 2014 年上升 10%, 则我们估算 2014/15 年每股收益由基准情形的 0.91/0.95 元上升为 1.01/1.05 元, 基于 2014E12.1x 的市盈率, 得到每股估值为 12.22 元。

悲观情形——每股估值为 10.78 元。此种情况下我们假设 2014/15 年: 1) 大秦线运量增速为 0%, 2) 丰沙大线和北同蒲线两年运量增速由 5% 下降为 3%, 3) 货运运价上调推迟, 则我们估算 EPS 由基准情况下降为 0.89/0.9 元, 基于 2014E12.1x 的市盈率, 每股估值达到 10.78 元。

上调盈利预测和目标价

图片 13: 关键假设调整

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
大秦线运量 (千吨)	440,170	425,890	445,907	452,595	461,647
YoY%	8.67%	-3.24%	4.70%	1.50%	2.00%
大秦线周转量 (亿吨公里)	2,232	2,159	2,261	2,295	2,341
YoY%	8.67%	-3.24%	4.70%	1.50%	2.00%
丰沙大线周转量 (亿吨公里)	127	129	141	149	157
YoY%	7.00%	1.25%	9.28%	5.86%	5.00%
北同蒲线周转量 (亿吨公里)	392	400	412	440	467
YoY%	7.00%	2.00%	3.00%	7.00%	6.00%
太原局货运周转量 (亿吨公里)	726	726	762	812	865
YoY%	7.00%	0.02%	5.00%	6.51%	6.52%
太原局客运周转量 (亿人公里)	121	124	128	135	142
YoY%	15.00%	2.00%	3.00%	6.00%	5.00%
单位运价 (元/吨公里)					
大秦线特殊运价	0.0871	0.0871	0.0871	0.0871	0.0871
YoY%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
丰沙大线特殊运价	0.0871	0.0871	0.0871	0.0871	0.0871
YoY%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他线路 (普通煤运价)	0.0673	0.0719	0.0856	0.0873	0.0873
YoY%	2.44%	6.90%	18.99%	1.98%	0.00%

数据来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图片 14: 公司盈利预测

(单位: 百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售净额	43,497	44,604	49,056	51,381	53,605
成本	(26,420)	(28,321)	(30,870)	(32,743)	(34,387)
毛利	17,077	16,283	18,186	18,639	19,218
毛利率	39.3%	36.5%	37.1%	36.3%	35.9%
销售管理费用	(2,402)	(2,702)	(3,004)	(3,324)	(3,625)
其他经营收入净额	0	0	0	0	0
营业利润	14,675	13,582	15,182	15,314	15,594
营业利润率	34%	30%	31%	30%	29%
财务费用净额	(1,117)	(862)	(1,007)	(936)	(925)
投资收益	1,813	2,065	2,519	2,889	3,207
营业外收入净额	(123)	(83)	(100)	(100)	(100)
税前利润	15,247	14,701	16,593	17,167	17,776
所得税	(3,548)	(3,198)	(3,519)	(3,569)	(3,642)
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
净利润	11,699	11,503	13,074	13,597	14,133
净利润率	27%	26%	27%	26%	26%
EPS (元/股)	0.79	0.77	0.88	0.91	0.95

数据来源: 公司数据, 瑞银证券估算

大秦铁路 (601006.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	40,644	43,497	44,604	49,056	10.0	51,381	4.7	53,605	55,912	57,652
毛利	16,425	17,077	16,283	18,186	11.7	18,639	2.5	19,218	19,886	20,437
息税折旧摊销前利润(UBS)	18,417	18,765	18,102	19,721	8.9	19,958	1.2	20,322	20,854	21,485
折旧和摊销	(4,203)	(4,090)	(4,520)	(4,539)	0.4	(4,643)	2.3	(4,728)	(4,922)	(5,118)
息税前利润(UBS)	14,214	14,675	13,582	15,182	11.8	15,314	0.9	15,594	15,932	16,367
联营及投资收益	583	1,813	2,065	2,519	22.0	2,889	14.7	3,207	3,326	3,144
其他非营业利润	(33)	(123)	(83)	(100)	-20.0	(100)	0.0	(100)	0	0
净利息	(1,077)	(1,117)	(862)	(1,007)	-16.8	(936)	7.0	(925)	(913)	(900)
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	13,686	15,247	14,701	16,593	12.9	17,167	3.5	17,776	18,345	18,611
税项	(3,275)	(3,548)	(3,198)	(3,519)	-10.0	(3,569)	-1.4	(3,642)	(3,755)	(3,867)
税后利润	10,411	11,699	11,503	13,075	13.7	13,598	4.0	14,133	14,590	14,744
优先股股息及少数股权	0	0	0	0	0.0	0	0.0	0	0	0
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	10,411	11,699	11,503	13,074	13.7	13,597	4.0	14,133	14,590	14,744
净利润 (UBS)	10,411	11,699	11,503	13,074	13.7	13,597	4.0	14,133	14,590	14,744
税率(%)	23.9	23.3	21.8	21.2	-2.5	20.8	-1.9	20.5	20.5	20.8
每股(Rmb)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
每股收益(UBS 稀释后)	0.77	0.79	0.77	0.88	13.7	0.91	4.0	0.95	0.98	0.99
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.77	0.79	0.77	0.88	13.7	0.91	4.0	0.95	0.98	0.99
EPS (UBS, 基本)	0.77	0.79	0.77	0.88	13.7	0.91	4.0	0.95	0.98	0.99
每股股息净值(Rmb)	0.35	0.39	0.39	0.44	12.7	0.48	8.2	0.51	0.55	0.56
每股账面价值	3.77	4.23	4.73	5.44	15.0	5.88	8.1	6.32	6.75	7.09
平均股数(稀释后)	13,448.53	14,866.79	14,866.79	14,866.79	0.0	14,866.79	0.0	14,866.79	14,866.79	14,866.79
资产负债表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
现金和现金等价物	10,153	4,679	7,754	22,104	185.1	24,849	12.4	28,410	31,867	35,169
其他流动资产	4,101	4,317	5,755	6,330	10.0	6,630	4.7	6,917	7,214	7,439
流动资产总额	14,254	8,996	13,509	28,433	110.5	31,479	10.7	35,326	39,081	42,607
有形固定资产净值	67,526	66,400	66,062	65,902	-0.2	65,766	-0.2	65,677	65,531	65,328
无形固定资产净值	4,542	4,442	4,347	4,237	-2.5	4,128	-2.6	4,019	3,910	3,801
投资/其他资产	13,575	14,283	16,470	17,519	6.4	20,408	16.5	23,616	26,942	29,000
总资产	99,897	94,121	100,388	116,092	15.6	121,782	4.9	128,638	135,464	140,736
应付账款和其他短期负债	16,778	12,626	12,341	13,062	5.8	13,441	2.9	13,803	14,179	14,463
短期债务	12,450	5,992	3,994	10,000	150.36	10,000	0.00	10,000	10,000	10,000
流动负债总额	29,228	18,617	16,335	23,062	41.2	23,441	1.6	23,803	24,179	24,463
长期债务	14,576	12,666	13,705	12,151	-11.3	10,936	-10.0	10,936	10,936	10,936
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)	43,805	31,284	30,041	35,213	17.2	34,377	-2.4	34,739	35,115	35,399
普通股股东权益	56,092	62,837	70,347	80,878	15.0	87,405	8.1	93,899	100,349	105,337
少数股东权益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
负债和权益总计	99,897	94,121	100,388	116,092	15.6	121,782	4.9	128,638	135,464	140,736
现金流量表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
净利润(支付优先股股息前)	10,411	11,699	11,503	13,074	13.7	13,597	4.0	14,133	14,590	14,744
折旧和摊销	4,203	4,090	4,520	4,539	0.4	4,643	2.3	4,728	4,922	5,118
营运资本变动净值	1,959	(4,369)	(1,722)	147	-	78	-46.5	75	78	59
其他营业性现金流	(8,381)	2,471	(2,247)	(1,049)	53.3	(2,889)	-175.5	(3,207)	(3,326)	(3,170)
经营性现金流	8,191	13,891	12,054	16,712	38.6	15,430	-7.7	15,729	16,264	16,750
有形资本支出	(4,190)	(5,653)	(3,934)	(4,270)	-8.5	(4,399)	-3.0	(4,531)	(4,666)	(4,806)
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	2
其他投资性现金流	(31,759)	78	1,292	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(35,949)	(5,574)	(2,643)	(4,270)	-61.6	(4,399)	-3.0	(4,531)	(4,666)	(4,804)
已付股息	(3,632)	(5,203)	(5,784)	(6,537)	-13.0	(7,071)	-8.2	(7,639)	(8,141)	(8,370)
股份发行/回购	16,236	0	150	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(873)	(122)	(2)	0	-	0	-	0	0	0
债务及优先股变化	9,441	(8,466)	(700)	8,446	-	(1,215)	-	0	0	0
融资性现金流	21,172	(13,791)	(6,336)	1,908	-	(8,286)	-	(7,639)	(8,141)	(8,370)
现金流量中现金的增加/(减少)	(6,586)	(5,474)	3,075	14,350	366.6	2,746	-80.9	3,560	3,457	3,576
外汇/非现金项目	7,722	0	0	0	-	0	-	0	0	(274)
资产负债表现金增加/(减少)	1,136	(5,474)	3,075	14,350	366.6	2,746	-80.9	3,560	3,457	3,302

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。

大秦铁路 (601006.SS)

估值(x)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	11.5	10.2	8.8	9.1	8.7	8.4	8.1	8.1
市盈率 (UBS, 稀释后)	11.5	10.2	8.8	9.1	8.7	8.4	8.1	8.1
股价/每股现金收益	8.2	7.6	6.3	6.7	6.5	6.3	6.1	6.0
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	3.4	6.9	8.0	10.5	9.3	9.4	9.8	10.1
净股息收益率(%)	3.9	4.8	5.7	5.5	6.0	6.4	6.9	7.0
市净率	2.4	1.9	1.4	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
企业价值/营业收入(核心)	3.3	2.8	2.2	2.2	1.9	1.7	1.5	1.3
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	7.3	6.4	5.3	5.4	4.8	4.4	4.1	3.5
企业价值/息税前利润(核心)	9.5	8.2	7.1	7.0	6.3	5.7	5.4	4.7
企业价值/经营性自由现金流(核心)	7.5	6.6	5.5	5.5	5.0	4.5	4.2	3.6
企业价值/运营投入资本	2.5	2.0	1.5	1.7	1.5	1.4	1.4	1.2
企业价值 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
市值	117,944	119,743	101,220	118,786	118,786	118,786	118,786	118,786
净债务 (现金)	16,873	15,426	11,962	4,997	(1,933)	(5,693)	(5,693)	(13,671)
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0	0
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	134,817	135,169	113,182	123,782	116,853	113,092	113,092	105,115
- 非核心资产	0	(14,283)	(16,470)	(17,519)	(20,408)	(23,616)	(26,942)	(29,000)
核心企业价值	134,816	120,886	96,712	106,263	96,444	89,477	86,151	76,115
增长率(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	81.7	7.0	2.5	10.0	4.7	4.3	4.3	3.1
息税折旧摊销前利润(UBS)	49.2	1.9	-3.5	8.9	1.2	1.8	2.6	3.0
息税前利润(UBS)	54.3	3.2	-7.4	11.8	0.9	1.8	2.2	2.7
每股收益(UBS 稀释后)	53.8	1.7	-1.7	13.7	4.0	3.9	3.2	1.1
每股股息净值	16.7	11.4	0.0	12.7	8.2	8.0	6.6	2.8
利润率与盈利能力(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
毛利率	40.4	39.3	36.5	37.1	36.3	35.9	35.6	35.4
息税折旧摊销前利润率	45.3	43.1	40.6	40.2	38.8	37.9	37.3	37.3
息税前利润率	35.0	33.7	30.4	30.9	29.8	29.1	28.5	28.4
净利 (UBS) 率	25.6	26.9	25.8	26.7	26.5	26.4	26.1	25.6
ROIC (EBIT)	25.9	24.1	21.5	23.9	24.2	24.8	25.4	26.3
税后投资资本回报率	19.4	17.7	16.1	17.9	18.2	18.6	19.1	19.7
净股东权益回报率(UBS)	21.0	19.7	17.3	17.3	16.2	15.6	15.0	14.3
资本结构与覆盖率	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
净债务/息税折旧摊销前利润	0.9	0.7	0.5	0.0	NM	NM	NM	NM
净债务/总权益	30.1	22.2	14.1	0.1	(4.5)	(8.0)	(10.9)	(13.5)
净债务/(净债务 + 权益)	23.1	18.2	12.4	0.1	(4.7)	(8.6)	(12.2)	(15.6)
净债务/企业价值	12.5	11.6	10.3	0.0	(4.1)	(8.4)	(12.7)	(18.7)
资本支出 / 折旧 %	102.3	141.9	89.2	96.4	97.0	98.1	97.0	96.0
资本支出/营业收入(%)	10.3	13.0	8.8	8.7	8.6	8.5	8.3	8.3
息税前利润/净利息	13.2	13.1	15.8	15.1	16.4	16.9	17.4	18.2
股息保障倍数 (UBS)	2.2	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8
股息支付率 (UBS) %	45.2	49.6	50.4	50.0	52.0	54.0	55.8	56.8
分部门收入 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	40,644	43,497	44,604	49,056	51,381	53,605	55,912	57,652
总计	40,644	43,497	44,604	49,056	51,381	53,605	55,912	57,652
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	14,214	14,675	13,582	15,182	15,314	15,594	15,932	16,367
总计	14,214	14,675	13,582	15,182	15,314	15,594	15,932	16,367

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	+38.9%
预测股息收益率	6.0%
预测股票回报率	+44.9%
市场回报率假设	9.3%
预测超额回报率	+35.6%

风险声明

我们认为，大秦铁路所面临的主要风险为监管风险和煤炭需求风险。目前，监管政策对于大秦铁路来说非常有利，因为不允许建造与其竞争的铁路线。但是，如果这一政策发生改变，将会对大秦铁路的增长前景带来不利影响。另外，煤炭消费的放慢也将对大秦铁路的利用率产生不利影响。

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。	44%	32%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	46%	32%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	10%	19%
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 2013 年 09 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：饶呈方。

涉及报告中提及的公司的披露

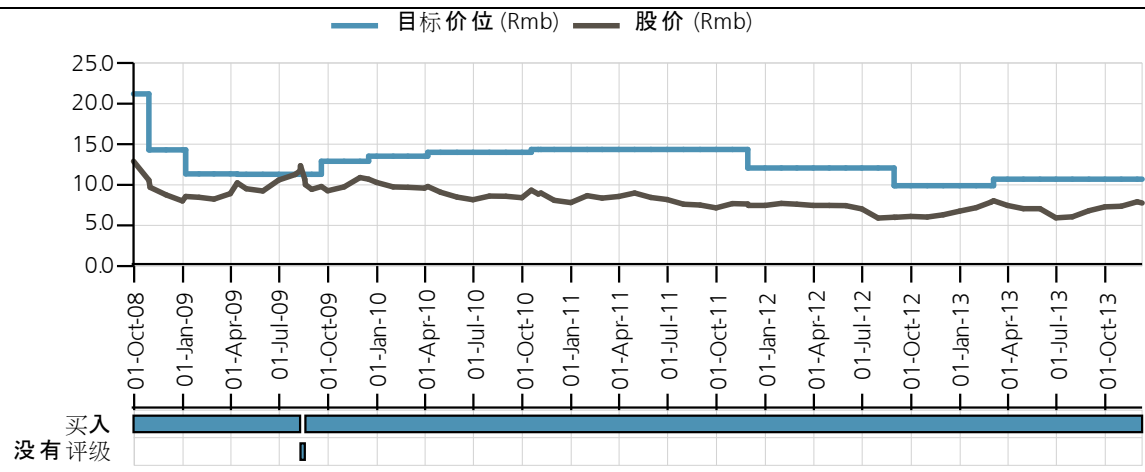
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
大秦铁路	601006.SS	买入	不适用	Rmb7.75	2013 年 12 月 09 日

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。

大秦铁路 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2013 年 12 月 9 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下述情形之任何地区、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:在该等司法管辖区内,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。

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 (spółka 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 und 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. (mca (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C)或UBS AG新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜,请向UBS Securities Pte Ltd,一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问;或向UBS AG新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第19章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第289章)定义下之认可及机构投资者。**日本:** 由UBS Securities Japan Co., Ltd. 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:** 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主体或元素。© 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。

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主体或元素。© 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。

