

中国北车

趋势更加向好+毛利率持续提升，我们铁路设备相关股票的首选

2014 年交付量以及毛利率或将好于预期

我们预计公司全年动车组交付量将超过之前估算。上半年公司交付 350kph 动车组 69 列，由于铁总希望加快高速动车组交付进度，我们预计公司在今年将交付动车组 196 列 (YoY: 68%)。H114 公司毛利率同比提高 2.6ppt 到 19.6%，我们预计全年毛利率将达到 18.5% (之前估算为 17.8%)。虽然年初至今铁总对货车招标仅为 9,000 辆 (2013 年: 28,900 辆)，但由于货车毛利率较低其交付量下降对公司业绩影响并不大。

我们对公司长期前景更为乐观

截至 7 月底公司在手订单量达 1,060 亿元。除最近铁总招标的 302 列动车组外，我们预计还将有 80-90 列动车组、300-400 台机车进行招标，加强 2015 年公司业绩可预见性。我们对长期前景更为乐观：1) 毛利率较高的海外订单量持续增长；2) 维修业务收入增长迅速；3) 货运动车组等新行业趋势出现。

上调 2014-16 年盈利预测

我们上调了公司动车组交付量和毛利率假设，下调了货车交付量假设，从而上调公司 2014/15/16 年的预期 EPS 到 0.48/0.54/0.60 元 (+4.9%/+7.0%/+8.7%)，预计公司净利润增速达到 35%/19%/10%。

估值：上调目标价到 6.35 元，维持“买入”评级

我们上调目标价到 6.35 元 (基于瑞银 VCAM 工具，通过现金流贴现 WACC 架设为 9.2%)，维持对公司“买入”评级。由于强劲的增长趋势以及较低的估值，中国北车是我们铁路设备相关股票的首选。目前公司 12 个月预期 PE 为 10x，相当于中国南车 17% 的折价，我们相信两者的估值差距会逐渐缩小。

Equities

中国

重型机械

12 个月评级 **买入**
保持不变

12 个月目标价 **Rmb6.35**
之前: Rmb5.81

股价 **Rmb5.28**

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 Rmb5.71-4.13

市值 Rmb65.0 十亿/US\$10.6 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) 65,941

日均成交额(Rmb 百万) Rmb327.8

普通股股东权益 (12/14E) Rmb60.2 十亿

市净率 (12/14E) 1.1x

净债务 / EBITDA 0.2x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/14E	0.46	0.48	4.85
12/15E	0.51	0.54	7.01
12/16E	0.55	0.60	8.74

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	109,138	120,459	130,042	138,062	145,895
息税前利润(UBS)	4,391	4,674	6,847	7,924	9,418	10,456	11,543	12,415
净利润(UBS)	2,985	3,384	4,129	5,583	6,637	7,318	8,014	8,686
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.34	0.34	0.40	0.48	0.54	0.60	0.65	0.71
每股股息(Rmb)	0.05	0.10	0.20	0.07	0.08	0.09	0.10	0.00
现金 / (净债务)	(9,786)	(1,556)	(7,868)	(2,528)	619	5,975	14,021	19,669
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	4.9	5.1	7.1	7.3	7.8	8.0	8.4	8.5
ROIC (EBIT) (%)	17.0	15.3	21.1	18.0	17.4	18.2	19.3	20.3
EV/EBITDA(core)x	1.3	0.8	0.1	5.8	4.5	3.9	2.8	2.5
市盈率(UBS, 稀释后) (x)	17.5	12.1	11.4	10.9	9.8	8.8	8.1	7.5
权益自由现金流(UBS) 收益率 %	(178.0)	(66.6)	(15.8)	(1.0)	3.4	6.6	10.3	11.9
净股息收益率(%)	0.8	2.5	4.4	1.4	1.5	1.7	1.9	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 09 月 29 日 15 时 26 分的股价(Rmb5.28)得出。

投资主题

中国北车

投资理由

受强劲的高铁客流量增长以及新线投入运营推动，动车组的需求保持强劲。除了最近铁总招标的 302 列动车组外，我们预计今年还将有 80-90 列动车组、300-400 台机车进行招标，预计 2014 净利润将同比增长 35.2%，鉴于北车相对充足的动车组在手订单量，公司 2015 年的盈利增长可预见性将进一步提高。我们预测 2014/15/16 年 EPS 为 0.48/0.54/0.60 元，市场一致预期为 0.47/0.55/0.64 元，考虑到公司业绩有订单驱动的特点，而新订单下达时点取决于中国铁路总公司，我们对较长期预测更倾向于谨慎，但维持看好行业的需求。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 6.35 元目标价（基于瑞银 VCAM 工具，通过现金流贴现推导，WACC 假设为 9.2%）。

乐观情景

我们假设 2014/15 年：1）随着铁路货运改革的成功推进，市场对机车的需求量稳步上升，机车交付量增速由基准假设的 10%/10% 上升为 25%/15%，2）高铁客流量的提升刺激了动车需求的增长，动车交付量增速由 68%/2% 上升为 75%/10%，此情形下我们估算公司每股估值为 7.52 元。

悲观情景

我们假设 2014/15 年：1）机车交付量增速下降为 5%/5%，2）动车交付量增速为 50%/-5%，此情形下我们估算公司 2015 年 EPS 将下降约 15%，每股估值为 5.1 元。

近期催化剂

- 1) 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；
- 2) 如果铁路总公司由于现金流压力延迟订单交付，则对公司 2014 年的业绩会产生一定的负面影响。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb6.35

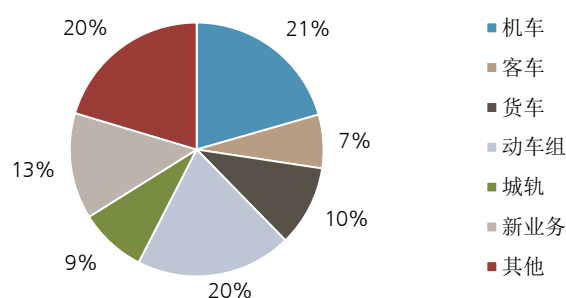
公司简介

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、电子设备及相关产品产品的研发、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

政府已明确了对铁路建设的支持，并提高了 2014 年的铁路固定资产投资计划，我们估算 2014 年的高铁通车里程将较 2013 年增长 43%，高铁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。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

各类产品收入

(unit m)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
轨道交通业务	66,854	68,523	80,709	88,305	94,673
通用机电业务	2,262	1,800	1,895	1,990	2,089
现代服务业务	20,303	22,745	21,806	23,986	25,425
战略新兴产业	2,842	4,173	5,433	6,955	8,693
营业税影响	-299	-628	-705	-777	-839
总计	91,962	96,613	109,138	120,459	130,042

数据来源：公司数据，瑞银证券估算

图表 1: 公司主要产品收入

(Rmb m)	H113	H213	H114*	H214E	YOY%
轨道交通业务	24,472	43,532	29,098	51,093	17.9%
机车	2,758	14,327	6,007	10,854	-24.2%
货车	4,402	8,953	4,073	3,196	-64.3%
客车	3,235	4,825	2,076	6,243	29.4%
动车组	8,545	15,563	13,693	24,415	56.9%
城轨地铁	2,841	3,072	2,775	5,573	81.4%
工程机械	NA	NA	474	813	NA
通用机电业务	570	1,224	618	1,265	5.0%
现代服务业务	10,210	12,596	7,270	14,396	-5.0%
战略新兴产业	1,507	2,646	1,669	3,729	30.0%
合计	36,759	59,997	38,654	70,484	12.7%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算; 注: *数据根据公司港股报表

图表 2: 公司利润表与盈利预测

(Rmb m)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总收入	91,962	96,613	109,138	120,459	130,042
营业成本	(78,893)	(80,103)	(88,912)	(97,934)	(105,366)
毛利	13,070	16,509	20,226	22,525	24,676
毛利率	14.2%	17.1%	18.5%	18.7%	19.0%
其他营业收入	0	0	570	617	698
销售及管理费用	(8,396)	(9,663)	(12,872)	(13,724)	(14,917)
营业利润	4,674	6,847	7,924	9,418	10,456
营业利润率	5.1%	7.1%	7.3%	7.8%	8.0%
财务费用, 净值	(1,058)	(1,127)	(1,280)	(1,461)	(1,668)
联营公司投资收益	522	(621)	308	327	346
税前利润	4,137	5,099	6,952	8,284	9,135
所得税	(602)	(873)	(1,237)	(1,491)	(1,644)
所得税率	14.5%	17.1%	17.8%	18.0%	18.0%
少数股东损益	(152)	(97)	(132)	(157)	(173)
归股东净利润	3,384	4,129	5,583	6,637	7,318
每股收益 (元)	0.34	0.40	0.48	0.54	0.60

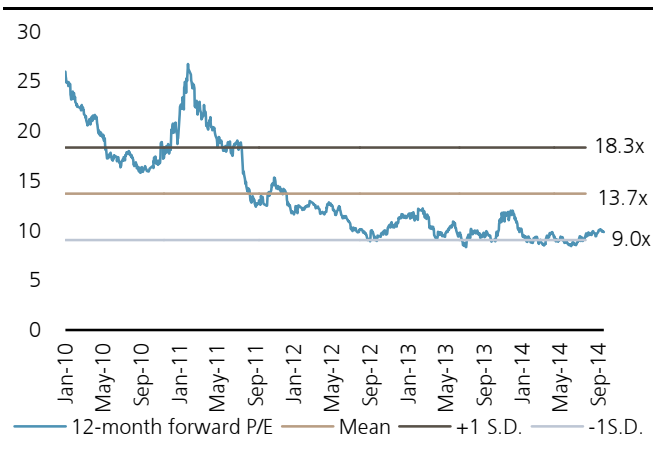
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 3: 中国北车在手订单量

Rmb mn	截止至 2013.4	截止至 2013.7	截止至 2013.9	截止至 2013.12	截止至 2014.3	截止至 2014.7
机车	4,000	4,200	14,000	3,100	8,000	15,300
客车	NA	2,300	2,500	7,000	1,200	4,600
货车	3,000	2,700	7,400	1,000	4,600	4,600
动车组	15,500	10,100	16,300	36,100	30,700	26,000
城轨地铁	18,500	22,200	25,600	28,800	29,000	34,200
其他	14,000	9,300	10,800	12,100	16,500	21,300
合计 (包括海外订单)	55,000	50,800	76,600	81,800	90,000	106,000

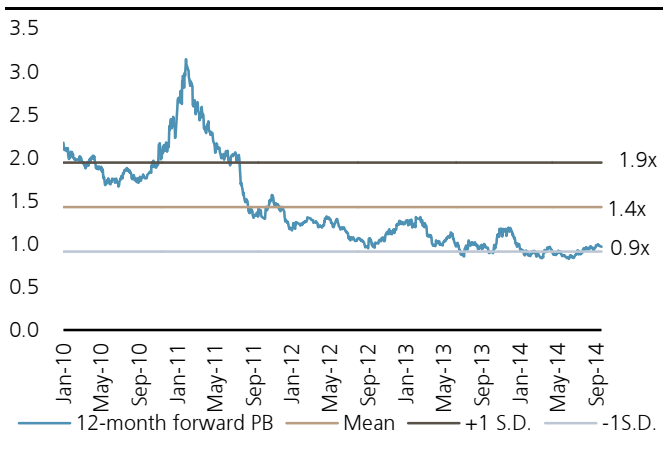
来源: 公司数据

图表 4: 中国北车 12 个月预期市盈率



来源: Bloomberg, UBS estimates

图表 5: 中国北车 12 个月预期市净率



来源: Bloomberg, UBS estimates

图表 6: 中国北车[601299.SS]UBS-VCAM 估值概要

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	7,924	9,418	10,456	11,543	12,415	9,863	10,252	10,652	11,062	11,482
折旧及摊销*	2,398	2,670	2,937	3,197	3,451	4,248	4,416	4,589	4,765	4,946
资本支出	(6,200)	(6,138)	(5,135)	(4,984)	(4,998)	(4,552)	(4,889)	(5,244)	(5,616)	(6,006)
运营资本变动	(8,640)	(3,860)	(3,668)	(2,367)	(2,167)	(768)	(1,612)	(1,655)	(1,697)	(1,740)
所得税 (营运)	(1,476)	(1,765)	(1,956)	(2,157)	(2,318)	(1,854)	(1,927)	(2,003)	(2,080)	(2,159)
其他	(251)	(226)	(192)	(160)	(157)	(117)	(120)	(123)	(126)	(129)
自由现金流	(6,245)	100	2,442	5,072	6,227	6,820	6,119	6,216	6,308	6,395
增长		NM	2354.0%	107.7%	22.8%	9.5%	-10.3%	1.6%	1.5%	1.4%

估值	
明计现金流现值	37,243
期末价值 (第 15 年) 现值	28,741
企业价值	65,984
占永续价值百分比	44%
联营公司及其他	11,945
-少数股东权益	1,806
现金盈余**	21,690
-债务***	25,648
权益价值	72,165
已发行股数 [m]	12,259.8
每股权益价值 (Rmb/股)	5.89
权益成本	9.3%
股息收益率	1.5%
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	3.8%	3.5%	3.0%
息税前利润率	6.5%	5.4%	4.6%
资本支出/销售收入	3.4%	2.5%	2.5%
投资资本回报率	9.6%	8.4%	8.1%

估值对应指标			
财年	2014E	2015E	1年预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	6.4x	5.5x	5.7x
企业价值 / 息税前利润	8.3x	7.0x	7.3x
自由现金流收益率	NM	0.2%	NM
市盈率 (现值)	12.2x	10.9x	11.2x
市盈率 (目标)	13.2x	11.7x	12.1x

加权平均资本成本	
无风险利率	4.20%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	1.03
债务/权益比率***	38.9%
边际税率	20.0%
权益成本	9.3%
债务成本	6.2%
WACC	9.2%

期末假设值	
VCH (年数)	15
对应的 自由现金流增长	2.0%
投资资本回报率 增幅	8.7%
企业价值 / 息税折旧摊销前 利润	5.9x

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)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	89,055	91,962	96,613	109,138	13.0	120,459	10.4	130,042	138,062	145,895
毛利	11,706	13,070	16,509	20,226	22.5	22,525	11.4	24,676	26,354	27,971
息税折旧摊销前利润(UBS)	5,844	6,397	9,048	10,322	14.1	12,088	17.1	13,393	14,740	15,866
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	7,924	15.7	9,418	18.9	10,456	11,543	12,415
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	6,952	36.3	8,284	19.2	9,135	10,003	10,843
税项	(509)	(602)	(873)	(1,237)	-41.7	(1,491)	-20.5	(1,644)	(1,801)	(1,952)
税后利润	3,105	3,536	4,226	5,715	35.2	6,793	18.9	7,490	8,203	8,891
优先股股息及少数股权	(120)	(152)	(97)	(132)	-35.2	(157)	-18.9	(173)	(189)	(205)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	2,985	3,384	4,129	5,583	35.2	6,637	18.9	7,318	8,014	8,686
净利润 (UBS)	2,985	3,384	4,129	5,583	35.2	6,637	18.9	7,318	8,014	8,686
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	0.48	20.6	0.54	12.2	0.60	0.65	0.71
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.34	0.34	0.40	0.48	20.6	0.54	12.2	0.60	0.65	0.71
每股收益 (UBS, 基本)	0.34	0.34	0.40	0.48	20.6	0.54	12.2	0.60	0.65	0.71
每股股息净值(Rmb)	0.05	0.10	0.20	0.07	-63.8	0.08	12.2	0.09	0.10	0.00
每股账面价值	2.84	3.37	3.66	4.91	34.1	5.51	12.3	6.25	7.10	7.73
平均股数(稀释后)	8,789.58	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	26,177	180.5	32,642	24.7	41,814	54,247	60,904
其他流动资产	57,101	55,189	61,397	67,085	9.3	73,996	10.3	79,913	84,580	89,286
流动资产总额	63,139	64,215	70,729	93,262	31.9	106,638	14.3	121,727	138,827	150,189
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	145,166	20.8	160,641	10.7	177,191	195,568	208,032
应付账款和其他短期负债	55,143	59,462	63,393	54,368	-14.2	58,947	8.4	62,455	65,830	69,421
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	76,484	3.3	84,381	10.3	91,703	99,465	104,065
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	83,073	3.1	90,970	9.5	98,293	106,055	110,655
普通股股东权益	24,969	34,816	37,780	60,176	59.3	67,597	12.3	76,651	87,078	94,736
少数股东权益	1,323	1,579	1,785	1,917	7.4	2,074	8.2	2,246	2,436	2,641
负债和权益总计	97,260	106,437	120,159	145,166	20.8	160,641	10.7	177,191	195,568	208,032
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	5,583	35.2	6,637	18.9	7,318	8,014	8,686
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)	(3,630)	4.1	(2,332)	35.8	(2,409)	(1,292)	(1,114)
其他营业性现金流	1,019	1,336	2,304	1,204	-47.8	1,388	15.3	1,564	1,737	1,715
经营性现金流	(2,520)	1,904	4,848	5,555	14.6	8,364	50.6	9,409	11,655	12,737
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	(837)	59.4	(995)	(1,098)	(1,202)
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	127	-93.50	1,759	1,286.76	2,078	2,472	(890)
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	5,985	112.4	4,239	-29.2	4,897	5,762	(1,083)
现金流量中现金的增加/(减少)	1,596	2,486	1,864	5,340	186.4	6,465	21.1	9,171	12,433	6,657
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	16,845	NM	6,465	-61.6	9,171	12,433	6,657

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)	17.5	12.1	11.4	10.9	9.8	8.8	8.1	7.5
市盈率 (UBS, 稀释后)	17.5	12.1	11.4	10.9	9.8	8.8	8.1	7.5
股价/每股现金收益	11.8	8.0	7.5	7.7	7.0	6.3	5.8	5.3
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(178.0)	(66.6)	(15.8)	(1.0)	3.4	6.6	10.3	11.9
净股息收益率(%)	0.8	2.5	4.4	1.4	1.5	1.7	1.9	0.0
市净率	2.1	1.2	1.2	1.1	1.0	0.8	0.7	0.7
企业价值/营业收入(核心)	0.1	0.1	0.0	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	1.3	0.8	0.1	5.8	4.5	3.9	2.8	2.5
企业价值/息税前利润(核心)	1.8	1.1	0.1	7.6	5.8	5.0	3.6	3.2
企业价值/经营性自由现金流(核心)	1.4	0.8	0.1	5.9	4.6	3.9	2.8	2.5
企业价值/运营投入资本	0.3	0.2	0.0	1.4	1.0	0.9	0.7	0.6
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	65,011	65,011	65,011	65,011	65,011
净债务 (现金)	4,367	5,671	4,712	5,198	955	955	(9,998)	(9,998)
少数股东权益	1,273	1,451	1,682	1,851	1,995	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	72,060	67,961	66,508	56,375	55,282
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	60,102	54,754	52,449	41,416	39,376
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	13.0	10.4	8.0	6.2	5.7
息税折旧摊销前利润(UBS)	67.6	9.5	41.4	14.1	17.1	10.8	10.1	7.6
息税前利润(UBS)	88.1	6.4	46.5	15.7	18.9	11.0	10.4	7.6
每股收益(UBS 稀释后)	56.4	-1.0	19.0	20.6	12.2	10.3	9.5	8.4
每股股息净值	-0.5	101.1	100.0	-63.8	12.2	10.3	9.5	-
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	18.5	18.7	19.0	19.1	19.2
息税折旧摊销前利润率	6.6	7.0	9.4	9.5	10.0	10.3	10.7	10.9
息税前利润率	4.9	5.1	7.1	7.3	7.8	8.0	8.4	8.5
净利 (UBS) 率	3.4	3.7	4.3	5.1	5.5	5.6	5.8	6.0
ROIC (EBIT)	17.0	15.3	21.1	18.0	17.4	18.2	19.3	20.3
税后投资资本回报率	14.5	12.9	17.3	14.6	14.1	14.8	15.7	16.5
净股东权益回报率(UBS)	12.5	11.3	11.4	11.4	10.4	10.1	9.8	9.6
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	0.2	(0.1)	(0.4)	(1.0)	(1.2)
净债务/总权益 %	37.2	4.3	19.9	4.1	(0.9)	(7.6)	(15.7)	(20.2)
净债务 / (净债务 + 总权益) %	27.1	4.1	16.6	3.9	(0.9)	(8.2)	(18.6)	(25.3)
净债务/企业价值	NM	31.5	NM	4.2	(1.1)	(11.4)	(33.9)	(50.0)
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	5.7	5.1	3.9	3.6	3.4
息税前利润/净利息	3.6	4.4	6.1	6.2	6.4	6.3	6.1	6.3
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	109,138	120,459	130,042	138,062	145,895
总计	89,055	91,962	96,613	109,138	120,459	130,042	138,062	145,895
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	7,924	9,418	10,456	11,543	12,415
总计	4,391	4,674	6,847	7,924	9,418	10,456	11,543	12,415

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	+20.3%
预测股息收益率	1.4%
预测股票回报率	+21.7%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+12.5%

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

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。	48%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	41%	30%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
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 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提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：饶呈方。

涉及报告中提及的公司的披露

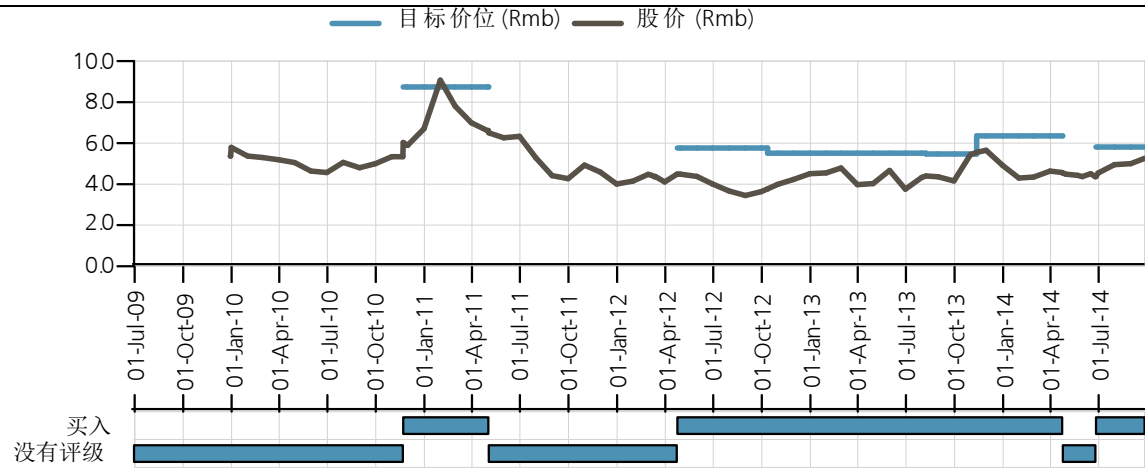
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
中国北车 ^{2,4}	601299.SS	买入	不适用	Rmb5.26	2014 年 09 月 26 日

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。
- 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 9 月 26 日

全球声明

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

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(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。

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（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 (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。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 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”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel 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系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。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 Limited (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。**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)，2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码：+912261556000 SEBI 注册号：NSE 现金交易：INB230951431，NSE 期货与期权：INF230951431；BSE 现金交易：INB010951437。

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

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的物体或元素。© 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。

