

周勇
 021-68407302
 zhouy@cmschina.com.cn
 刘荣
 0755-82943203
 liur@cmschina.com.cn

2009年3月4日

中国南车 (601766.SH)/4.39元

需求拉动和技术升级驱动五年高增长

工业·机械

目标估值: 4.8-5.6元

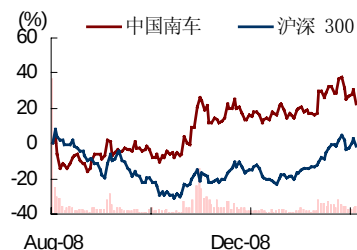
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2071
总股本(万股)	1184000
已上市流通股(万股)	300000
总市值(亿元)	520
流通市值(亿元)	132
每股净资产(MRQ)	1.3
ROE(TTM)	11.9
资产负债率	59.6%
主要股东	
主要股东持股比例	

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	30	32
相对表现	-14	30	80



相关报告

- 1、《中国南车(601766)-创新引领成长》2008/8/18
- 2、《中国南车(601766)-上半年业绩超预期》2008/9/23
- 3、《中国南车(601766)-行业景气持续提升》2008/10/24

公司自上市以来虽备受市场关注,但市场对铁路设备行业独特的竞争格局以及技术引进战略下公司的盈利改善空间显然缺乏深入理解。本篇专题将通过构建一个三阶段的盈利改善模型,系统阐述中国南车未来的盈利改善空间及其投资价值。

- **需求拉动和技术升级驱动盈利改善。**短期来看,2013年之前以满足内需为主,高铁时代带来的需求升级将确保行业未来五年30%的复合增长;长期来看,2013年之后以进军海外为主,技术引进战略的成败决定公司未来的出口竞争优势和长期价值。
- **中国南车的盈利增长呈现三个高峰。**南车的盈利改善可分为三个阶段,第一是技术引进初期的规模改善期,第二是技术消化和吸收后的收入和毛利改善期,第三是进入自主研发阶段的出口改善期。相应地,南车的盈利增长将在2007年、2011年和2016年呈现三个高峰。
- **三大核心资产受益需求拉动和技术升级。**
 - **大功率机车:**株机公司正积极适应铁道部采购政策的调整,六轴7200千瓦电力机车下半年将推出,4月份首批六轴9600千瓦电力机车也将下线,预计公司09年机车收入126亿,其中HXD型机车收入贡献超过50%。
 - **动车组:**在第六次大提速中南车四方累计交付37列,占交付总量71%,由此凸显公司在动车组领域的领先地位,后续订单相当饱满。预计公司2009-10年将交付56和62列动车组,销售收入分别为98亿和115亿。
 - **城轨地铁:**市场竞争日趋激烈,但市场容量的激增为企业早日实现规模效应提供良好契机。07年之后公司新增订单后来居上,预计09年城轨业务收入为44亿元,株机和浦镇公司将大量交付单价较高的A型车。
- **给予“审慎推荐-A”评级。**盈利改善模型显示公司未来5年净利润复合增长率超过30%,市场将给予其一定的估值溢价,09合理动态PE可达30-35倍。预计公司09年EPS为0.16元,目标价格为4.8-5.6元。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	23529	27401	34679	43202	52087
同比增长	16%	16%	27%	25%	21%
营业利润(百万元)	628	962	1830	2670	3498
同比增长	10%	53%	90%	46%	31%
净利润(百万元)	528	807	1413	1943	2520
同比增长	34%	53%	75%	37%	30%
每股收益(元)	0.00	0.12	0.12	0.16	0.21
PE	0.0	39.4	38.0	27.7	21.3
PB	0.0	7.3	3.4	3.2	2.9

资料来源:招商证券

正文目录

一、中国南车盈利改善的三阶段模型	5
1.行业层面：产品升级带来新增需求，技术引进快速增加供给	5
1) 行业进入壁垒和竞争格局	6
2) 上下游买方和供方的议价能力	6
3) 功能替代难度	7
2.公司层面：中国南车盈利改善的三阶段模型	8
1) 决定南车收入规模和经营效率的根本因素	8
2) 南车的盈利改善曲线——三阶段模型	8
二、南车三大核心资产价值分析	10
1.大功率机车：六轴改进型 09 年下半年进入集中交付期	10
1) 合同定单情况：株机公司和戚墅堰公司合计承担三个合作项目	10
2) 机车业务收入：09 年和谐型电力机车收入贡献将超过 50%	11
2.动车组：09 年业务收入仍将保持快速增长	12
1) 高铁建设进度：09 年竣工的将主要是 350 公里等级的客运专线	12
2) 合同订单情况：南车四方占领先机，订单占比超过四成	13
3) 动车组业务收入：09 年归属公司的销售单价将有明显上升	14
3.城轨地铁：竞争日趋激烈，但需求激增有利实现规模效应	16
1) 城铁建设进度：超过 20 个城市正在兴建或扩建轨道交通	16
2) 合同订单情况：浦镇、株机和四方三家公司后来居上	17
3) 城铁业务收入：09 年公司城轨交付量将大幅提升	17
三、盈利预测、估值对比与投资建议	19
1.未来 5 年净利润复合增长率超过 30%	19
2.动态 PE 略低于行业平均水平（30 倍）	20
3.给予“审慎推荐”评级	21
4.风险提示	21

图表目录

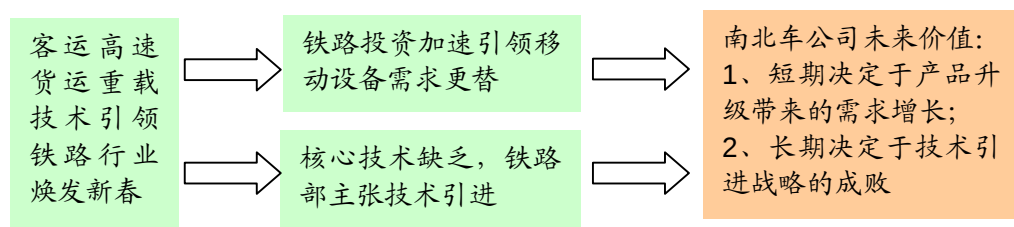
图 1: 南北车公司的成长源于铁路设备的产品升级和铁道部的技术引进战略	4
图 2: 中国南车的盈利改善曲线	4
图 3: 铁路设备行业竞争力分析——波特的五因素模型	5
图 4: 南北车公司之间基本是“平衡发展、和谐竞争”	6
图 5: 南北车公司的成长源于铁路设备的产品升级和铁道部的技术引进战略	7
图 6: 中国南车综合毛利率预测	8
图 7: 中国南车的盈利改善曲线	9
图 8: 统计局公布的机车保有量	10
图 9: 高速铁路竣工里程分析——按速度等级分类	12
图 10: 高速铁路竣工里程分析——按竣工时间分类	12
图 11: 中国南车历史 PE Band	20
图 12: 中国南车历史 PB Band	20
附: 财务预测表	23
表 1: 中国南车的主要核心技术	7
表 2: 南北车公司成长的三阶段模型	9
表 3: 南北车公司大功率机车订单情况	11
表 4: 中国南车机车业务收入分析	12
表 5: 高速铁路投资额、建设里程和竣工时间的详细跟踪	13
表 6: 中国动车组订单情况分析	14
表 7: 中国南车旗下四方股份不同等级动车组业务的关键指标跟踪	14
表 8: 中国动车组未来两年交付情况预计	15
表 9: 中国南车动车组销售单价分类预测	15
表 10: 中国南车动车组业务收入分析	15
表 11: 中国城轨地铁建设进度及车辆设备供应商跟踪	16
表 12: 中国南车城轨地铁中标及交付情况分析	17
表 13: 中国南车城轨地铁业务收入分析	18
表 14: 中国南车主营业务分析	20
表 15: 估值对比表	21

自上市以来中国南车一直受到市场强烈的关注，市场对中国南车的解读大多基于铁路投资加速，进而车辆设备采购将受益中国铁路的现代化进程这一角度展开。我们认为，市场并未充分理解当前铁路设备行业独特的竞争结构，对技术引进战略下中国南车的盈利改善空间也缺乏合理预期。本篇专题的目的即在于通过构建一个三阶段模型，系统阐述我们对中国南车未来盈利改善空间的认知。

核心观点 1：中国南车和中国北车的未来价值取决于以下两点

- (1) 从短期来看，2013 年之前以满足内需为主，国内铁路投资的加速带来的移动设备的产业升级将确保行业未来五年 30% 的复合增长。
- (2) 从长期来看，2013 年之后以进军海外为主，铁道部技术引进战略的成败决定南北车公司未来的出口竞争优势和长期价值。

图 1：南北车公司的成长源于铁路设备的产品升级和铁道部的技术引进战略



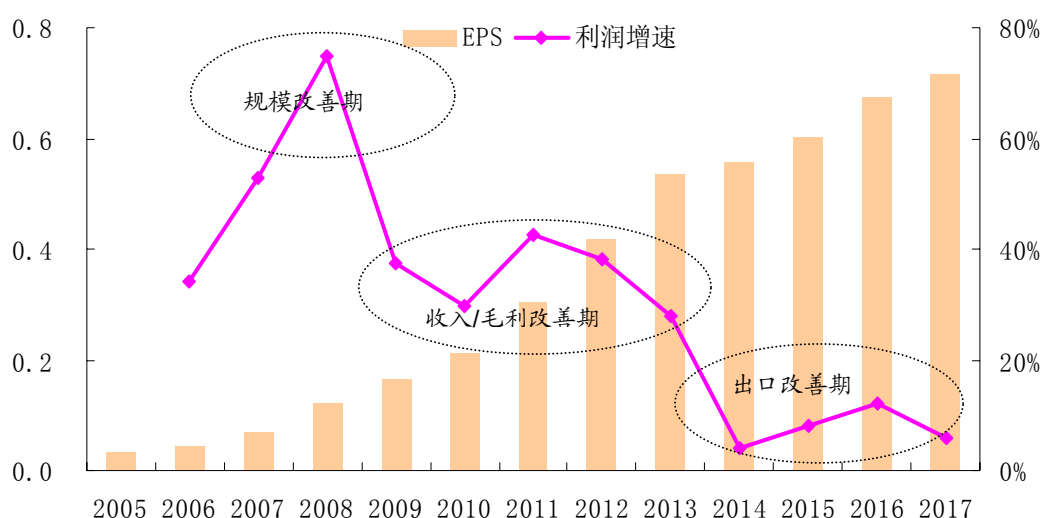
资料来源：招商证券研发中心

核心观点 2：中国南车的盈利改善遵循以下三阶段模型

中国南车的盈利改善可分为三个阶段：第一阶段，技术引进初期（2006-2009 年），是规模改善期；第二阶段，技术消化和吸收期（2011-2013 年），是收入和毛利改善期；第三阶段，自主创新研发期（2015-2017 年），是出口改善和毛利趋于稳定期。

相应地我们预计，中国南车的盈利增长可能因为规模改善、收入与毛利改善以及出口改善，分别在 2007 年、2011 年和 2016 年呈现三个高峰。

图 2：中国南车的盈利改善曲线



资料来源：招商证券研发中心

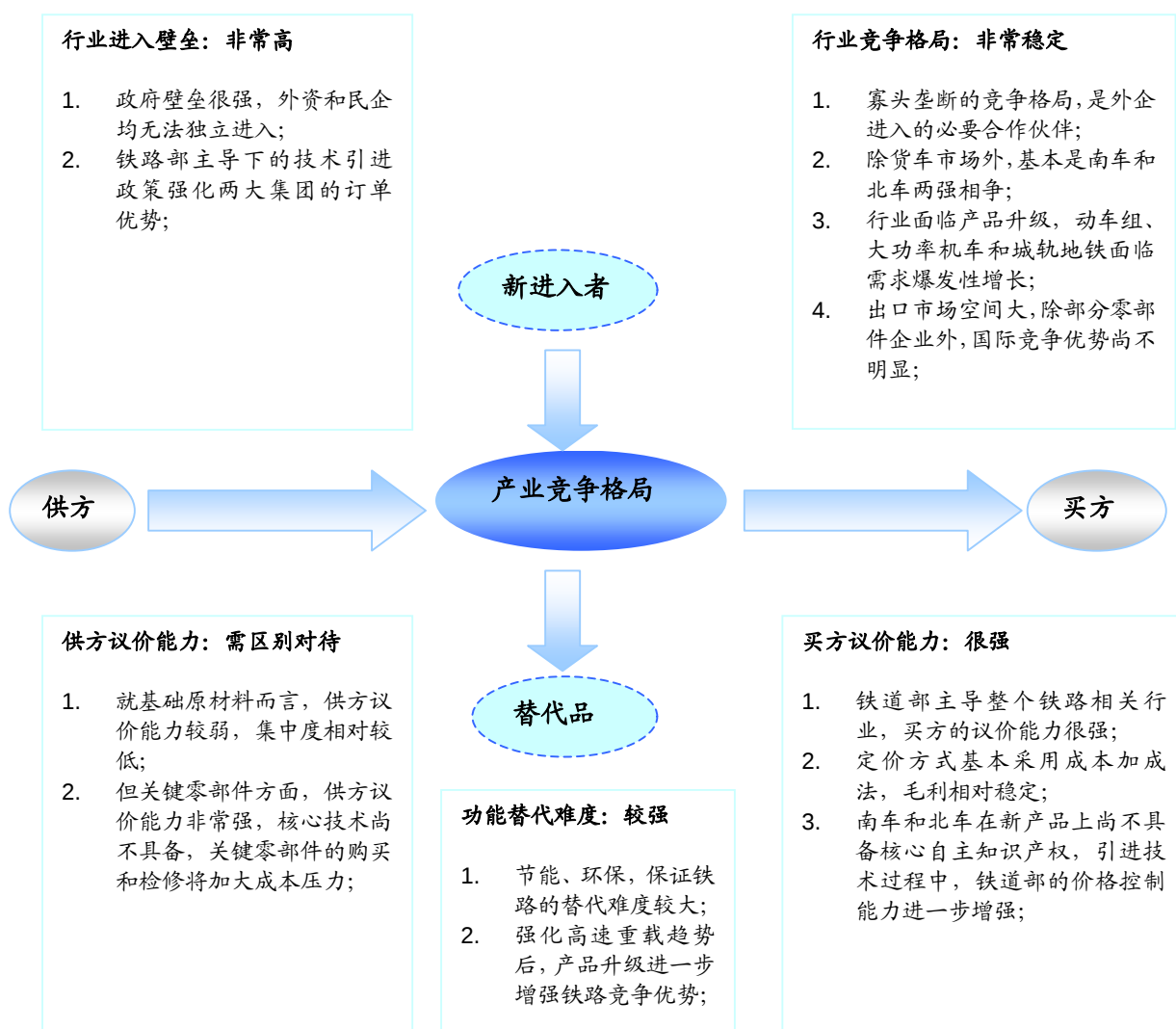
一、中国南车盈利改善的三阶段模型

1. 行业层面：产品升级带来新增需求，技术引进快速增加供给

当前我国的铁路设备行业基本还是以满足内需为主，大功率机车、动车组以及城轨地铁等产品升级带来大量的新增需求，铁道部主导的技术引进战略带来供给的快速增加。

波特的“五因素模型”是分析内需主导型行业竞争力的一个非常好的框架。以下我们首先以波特的“五因素模型”对铁路设备行业竞争力进行了分析。整体而言，铁路设备行业竞争格局相对稳定，主要就中国南车和中国北车两家公司竞争，同时进入壁垒非常高，研究行业等同于研究公司。

图3：铁路设备行业竞争力分析——波特的五因素模型



资料来源：招商证券研发中心

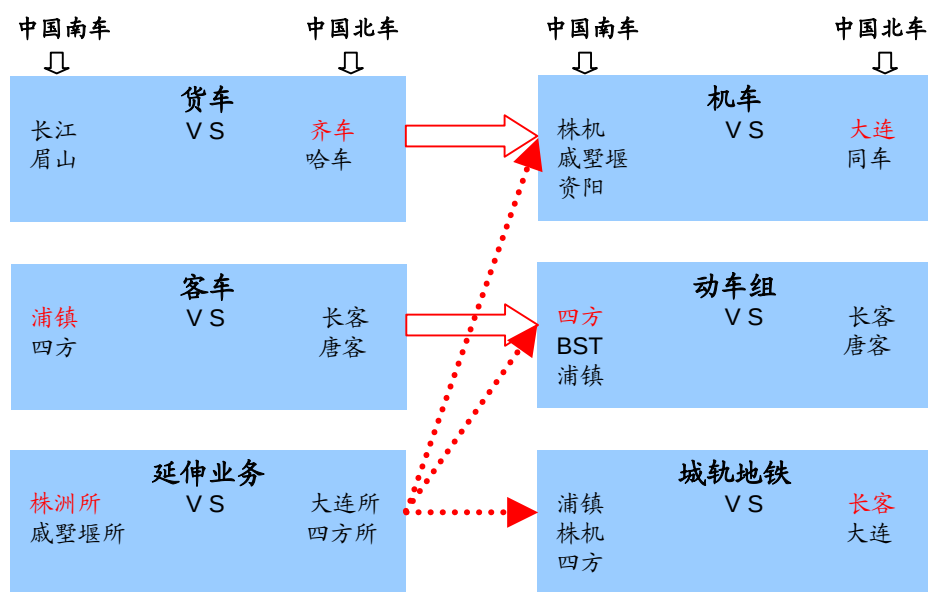
1) 行业进入壁垒和竞争格局

铁路设备行业进入的政策性壁垒很强，仅有中国南车和中国北车两强相争，外企和民营企业均无法独立进入。在铁道部主导的“以市场换技术”的技术引进战略下，两大集团的订单优势进一步得以强化

由于铁路运输的安全问题远高于价格问题，南北车公司之间基本是平衡发展，和谐竞争。在一定时期内某集团可能在某一领域存在竞争优势，但是总体而言实力相当，而且铁道部作为单一买家，适当时候也有意强化这种平衡发展。

我们仔细对比了中国南车和中国北车在主要领域的核心企业发展情况后发现，在货车领域，北车的齐齐哈尔车辆车目前占有领先优势，但南车整合旗下企业形成的长江车辆公司有可能后来居上；在机车领域，南车的株机公司实力一直很强，但北车的大连机车公司近些年连获三个技术引进项目后，正试图后来居上；在动车组领域，第六次火车大提速中的优异表现一举奠定了南车旗下四方公司的领先地位，不过北车旗下唐客引进西门子技术并与长客公司重组后，长客有可能与四方形成抗衡之势；在客车领域，当长客和四方均把精力专注于动车组业务时，南车的浦镇公司可能后来居上，在 200 公里等级高速客车领域未来有望形成优势；在城轨地铁领域，南车旗下的浦镇、株机和四方公司以及北车旗下的大连机车公司先后进入该市场，市场竞争日趋积累，长客传统优势被削弱。

图 4：南北车公司之间基本是“平衡发展、和谐竞争”



资料来源：招商证券研发中心，注：标红的公司为目前占优势的公司。

2) 上下游买方和供方的议价能力

铁路设备行业的下游买方的议价能力很强。铁道部作为单一买方，不但决定着行业的需求结构，而且还决定行业的技术引进方式。在南北车公司尚不具备新产品核心技术的情况下，铁道部的技术引进战略对公司初期的订单规模、收入规模和经营效益（毛利率）影响较大。

铁路设备行业的上游供方的议价能力则需要区别对待。就基础原材料而言，供方集中度相对较低，议价能力也较弱；但就关键零部件而言，供方集中度非常高，议价能力很强，

在核心技术未具备前，这些关键零部件的进口和检修隐含技术转让费的持续支付，最终无疑将加大公司的成本压力，侵蚀公司的盈利。这反过来也说明中国南车未来的盈利改善空间很大。

表 1：中国南车的主要核心技术

技术类别	核心技术	取得方式
电力机车	机车的系统集成、交流传动系统、微机网络控制系统、主变流器、大功率柴油机、牵引变压器、牵引电机、转向架、车体等	引进、消化吸收、再创新
内燃机车	机车的系统集成、微机网络控制系统、主变流器、牵引电机、转向架、车体、柴油机等	引进、消化吸收、再创新
客车	车体轻量化、无摇枕转向架技术、集中供电系统、旅客信息系统	引进、消化吸收、再创新
货车	车体技术、40 吨轴重低动力作用转向架，构架式焊接转向架、米轨转向架等	自主研发和技术引进相结合
动车组	不锈钢车体制造技术、铝合金车体制造技术、高速转向架技术、交流传动技术、微机网络控制系统、列车管理系统	引进、消化吸收、再创新
城轨地铁	城轨地铁车辆铝合金、不锈钢车体制造、转向架技术及表面技术以及微机网络、主传动系统	引进、消化吸收、再创新

资料来源：招股说明书

3) 功能替代难度

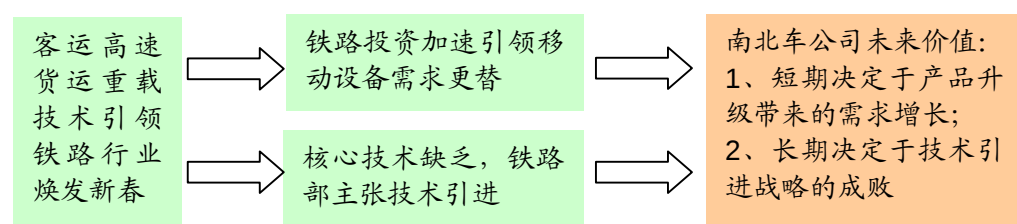
相对其他运输方式而言，铁路运输更加节能环保，这保证铁路运输行业的替代难度较大，在引进技术、强化“客运高速、货运重载”之后，产品的升级换代进一步增强了铁路行业的竞争优势，铁路行业的市场地位也被重新认识。

譬如，高速动车组开行之后，铁路运输对航空运输的替代性进一步增强；而城际铁路和城市内的轻轨地铁的大量兴建，更是成为解决城市交通拥堵的有效途径，对公路运输的替代性也明显增强。

综合起来，我们认为中国南车和中国北车的未来价值取决于以下两点：

- (1) 从短期来看，2013 年之前以满足内需为主，国内铁路投资的加速带来的移动设备的产业升级将确保行业未来五年 30% 的复合增长。
- (2) 从长期来看，2013 年之后以进军海外为主，铁道部技术引进战略的成败决定南北车公司未来的出口竞争优势和长期价值。

图 5：南北车公司的成长源于铁路设备的产品升级和铁道部的技术引进战略



资料来源：招商证券研发中心

2. 公司层面：中国南车盈利改善的三阶段模型

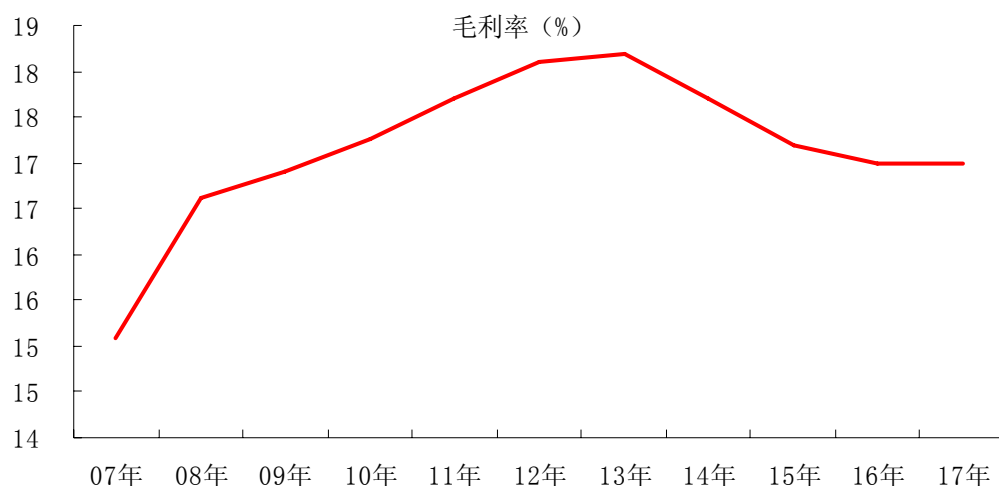
1) 决定南车收入规模和经营效率的根本因素

以上从行业层面的分析说明，铁路设备行业的产品升级和铁道部的技术引进战略对南北车公司的成长性有着至关重要的影响，但需要澄清一点的是，我们并不认为铁道部能够长期决定南车未来的总体毛利率。

就中国南车而言，我们认为，**新增的高铁需求决定其订单规模，技术合作方式决定其收入规模，而技术引进消化吸收后的再创新能力决定其经营效率（毛利率）。**

后文我们将详细分析在引进技术过程中，大功率机车、动车组以及城轨地铁的订单规模与收入规模之间的显著差异。而毛利率的改善，我们认为可以通过编制一个参照项目总包的真实国产化指数来进行跟踪。如果中国南车在技术引进消化吸收后的再创新能力很强，更多的关键零部件都能自主生产，那么总体毛利率自然会回升。

图 6：中国南车综合毛利率预测



资料来源：招商证券研发中心

2) 南车的盈利改善曲线——三阶段模型

我们试图通过对公司盈利的拆分，进一步解读未来一定时期内中国南车价值成长的内在逻辑。

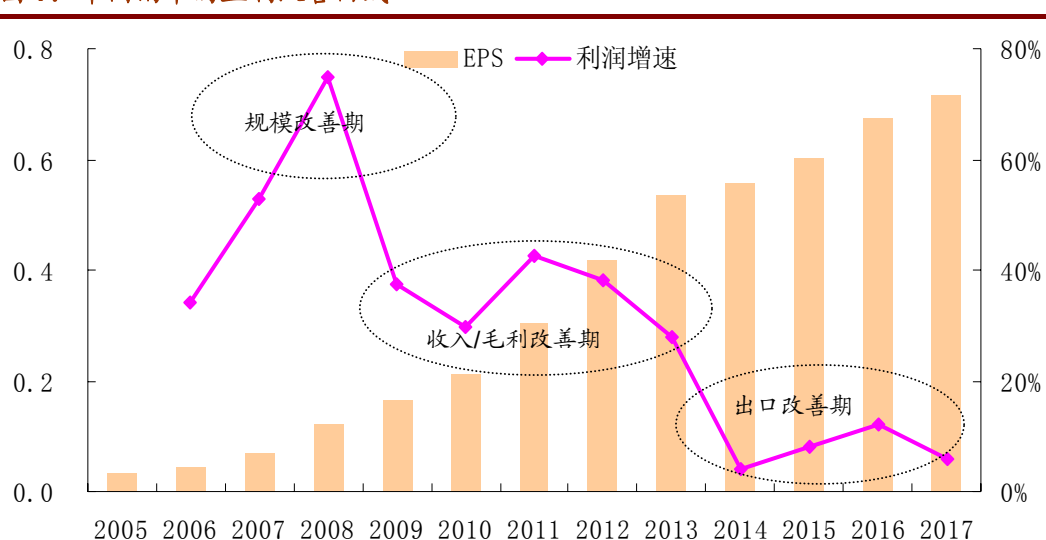
如下表 2，我们将南车公司的价值成长划分为三个阶段。第一阶段，技术引进初期（2006-2009 年），是规模改善期，特征是规模的扩大仅仅体现为合作订单的增多，公司收入并未同步增长；第二阶段，技术消化和吸收期（2011-2013 年），是收入和毛利逐步改善阶段，特征是独立起标和作为主发起人投标的订单增多，公司合同份额占比和收入同步提升，毛利也有所改善；第三阶段，自主创新研发期（2015-2017 年），是出口增长和毛利趋于稳定的阶段，特征是技术消化吸收基础上，企业通过自主研发开拓国际市场，通过外需的增长弥补内需的回落，毛利基本趋于稳定。

表 2：南北车公司成长的三阶段模型

	规模改善期	收入 / 毛利改善期	出口改善期
时间区间	2006-2009 年	2011-2013 年	2015-2017 年
技术特征	技术引进初期	技术消化和吸收期	自主创新研发期
经营特征	合作订单大幅增加，但实际收入未同步增长，毛利保持低位	独立投标或发起投标的订单增多，合同份额占比和收入同步提升，毛利有所提升	国际竞争力增强，出口大幅增强的同时，毛利得以保持高位

资料来源：招商证券研发中心

下图是我们做出的中国南车未来十年的净利润增速趋势，考虑到 2013 年之后的出口崛起，我们预期中国南车的盈利增长将因为规模改善、收入与毛利改善以及出口改善，分别在 2007 年、2011 年和 2016 年呈现三个高峰。

图 7：中国南车的盈利改善曲线


资料来源：招商证券研发中心

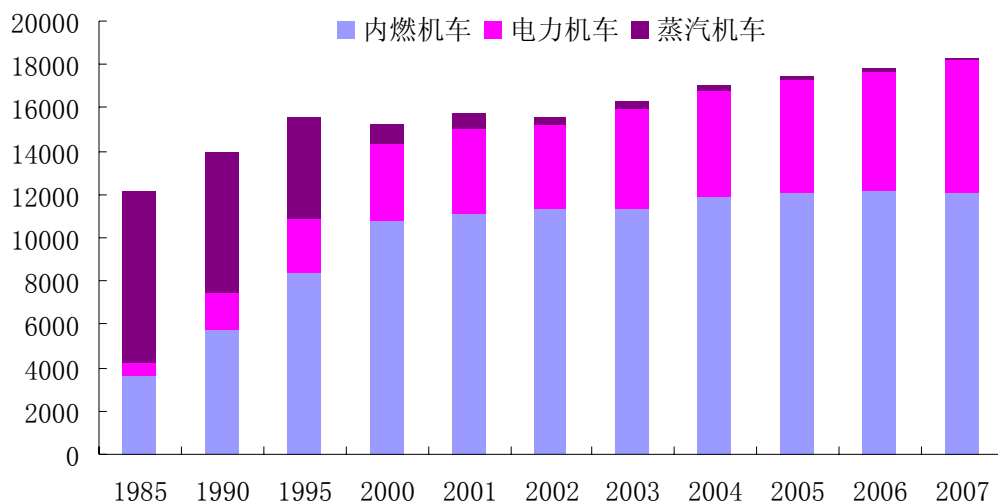
二、南车三大核心资产价值分析

1. 大功率机车：六轴改进型 09 年下半年进入集中交付期

伴随技术的不断进步，每一次铁路机车牵引方式的升级换代便意味着需求的爆发性增长。近些年来，随着电力机车特别是大功率电力机车的出现，铁路满足“货运重载和客运高速”的能力不断提升，铁路行业的竞争优势进一步增强。

相对于内燃机车而言，电力机车需求也明显上升，机车保有量结构也逐步改善。截至 2007 年底，我国铁路机车保有量为 18306 台，其中内燃机车占到 12111 台，电力机车占到 6071 台。预计到 2010 年，电力机车将超过 8000 台，内燃机车与目前基本持平，从而电力机车的占比将由目前的 30% 进一步上升到 40%。

图 8：统计局公布的机车保有量



资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

1) 合同定单情况：株机公司和戚墅堰公司合计承担三个合作项目

和谐型大功率机车作为三大技术引进项目之一，自 2004 年底以来在铁道部的主导下，中国南车和中国北车两大集团旗下共有四家企业先后参与 8 个重大的技术引进项目。

在第一批的技术引进项目中，中国南车下属的株洲机车公司和戚墅堰机车公司分别承担了八轴 9600 千瓦的和谐 1 型电力机车（简称 HXD1 型）和六轴 4660 千瓦的和谐 5 型内燃机车（简称 HXN5 型）的技术引进重任，而中国北车下属的大同机车公司和大连机车公司则分别承担了八轴 9600 千瓦的和谐 2 型电力机车（简称 HXD2 型）和六轴 4412 千瓦的和谐 3 型内燃机车（简称 HXN3 型）以及六轴 7200 千瓦的和谐 3 型电力机车（简称 HXD3 型）的技术引进重任。

在第二批的技术引进项目中，株洲机车公司负责联合西门子设计和生产改进型的六轴 9600 千瓦的 HXD1B 型机车，大同机车公司和大连机车公司则分别联合阿尔斯通和庞巴迪，设计和生产改进型的六轴 9600 千瓦的 HXD2B 型和 HXD3B 型机车。

表 3: 南北车公司大功率机车订单情况

	型号	时间	额定功率	最高时速 (公里)	外方企业	外企合同份额 (亿元)	内企合同份额 (亿元)	集中交付期	合同订购量 (台)
南车股份 株机公司	HXD1 型, 八轴	2004-12	9600 KW	120	西门子	34.8	38.6	2007	180
	HXD1B 型, 六轴	2007-08	9600KW	120	西门子		110	2010	500
南车股份 戚墅堰机 车	HXN5 型, 六轴	2005-11	4660KW	120	GE	34	34	2010	300
北车股份 同车公司	HXD2 型, 八轴	2005-02	10000KW	120	阿尔斯通	37.5	35	2007	180
	HXD2B 型, 六轴	2007-03	9600 KW	120	阿尔斯通	31.6	81.4	2010	500
北车集团 大连公司	HXN3 型, 六轴	2005-10	4412 KW	120	美国 EMD	33.2	33.2	2009	300
	HXD3 型, 六轴	2004-10	7200 KW	120	日本东芝			2009	640
	HXD3B 型, 六轴	2007-02	9600KW	120	庞巴迪	37.7	75.3	2010	500

资料来源: 招商证券研发中心

这两批技术引进项目的具体合作方、合同份额、合同订单量以及集中交付期可详见上表, 从中我们可以得出几点重要判断:

- (1) 铁道部机车采购策略发生了重大变化, 六轴机车开始替代八轴机车。9600 千瓦的八轴机车实际上是两辆四轴机车的串联, 在经济效率上不如即将批量交付的同样是 9600 千瓦的六轴机车, 在使用效率上不如 7200 千瓦的六轴机车。预计未来在货运干线上, 六轴 7200 千瓦的需求量较大; 而在货运专线 (主要是运煤专线上), 六轴 9600 千瓦的需求较大。
- (2) 第二批内企合同份额比例的明显上升, 充分验证我们提出的盈利改善的三阶段模型。在第一批合作中, 国内企业赢得的合同份额普遍只有 50% 左右, 而在第二批中国内企业赢得的合同份额占到了 70% 左右。有了一定技术积累之后, 再次合作时国内企业便进入了收入改善期。
- (3) 从 8 个项目的合作情况来看, 中国北车目前稍占上风, 大连机车公司更是成为最后的赢家, 但就中国南车而言, 公司也正在积极适应铁道部机车采购政策的调整, 预计下半年株机公司也将推出六轴 7200 千瓦的电力机车, 而首批六轴 9600 千瓦的改进型电力机车也将于今年 4 月份正式下线。

2) 机车业务收入: 09 年和谐型电力机车收入贡献将超过 50%

考虑到大功率机车与普通机车之间价格的明显差异, 我们预测收入的方法是, 将机车业务分成和谐型电力机车、和谐型内燃机车以及传统电力和内燃机车三类进行预测。同时, 在大功率机车方面, 我们假设伴随技术的消化吸收和再创新, 株机公司交付 HXD 型大功率机车的合同份额将不断提升, 换句话说, 尽管未来大功率机车的总体价格可能会下降, 但归属株机公司的销售单价反而可能有所提升。

参考上述采购合同的集中交付期, 我们预计 2008 至 2010 年, 计入南车的和谐型电力机车的综合售价将稳步上升到 3000 万元/台, 销售收入到 2010 年超过 100 亿规模, 同期和谐型内燃机车的收入规模也将达到 30 亿。此外, 传统电力和内燃机车的收入规模

将出现下滑，其增长主要来自于出口。

综合而言，预计 2008 至 2010 年机车业务收入分别达到 78 亿、126 亿和 156 亿元，对应的销量分别为 440 台、600 台和 650 台，综合售价分别为 1773 万、2100 万和 2400 万元。

表 4：中国南车机车业务收入分析

		2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
机车新造	销量（台）	536	492	378	440	600	650
	综合售价（百万元）	12.52	14.66	18.84	17.73	21.0	24.0
	销售收入（百万元）	6,710.88	7,214.55	7,121.03	7800	12600	15600
和谐型电力（HXD 型）	销量（台）			110	100	250	350
	综合售价（百万元）			26.97	27.0	28.0	30.0
	销售收入（百万元）			2967.03	2700	7000	10500
和谐型内燃（HXN 型）	销量（台）					150	150
	综合售价（百万元）					18.0	20.0
	销售收入（百万元）					2700	3000
传统电力与内燃机车	销量（台）	536	492	268	340	200	150
	综合售价（百万元）	12.52	14.66	15.50	15.0	14.5	14.0
	销售收入（百万元）	6710.88	7212.55	4154	5100	2900	2100

资料来源：招商证券研发中心

2. 动车组：09 年业务收入仍将保持快速增长

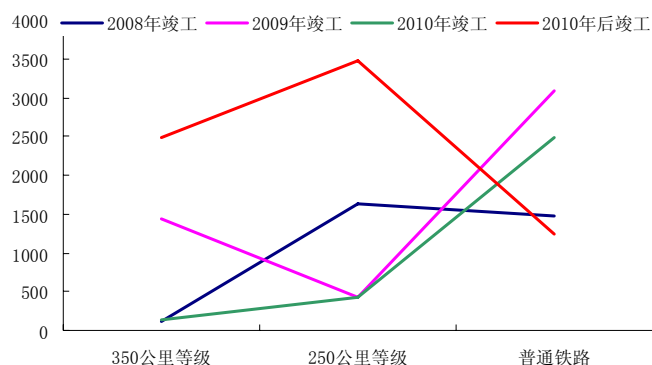
动车组的技术引进是中国实现铁路现代化和客运高速的有效途径。截至 2008 年底，我们预计共有 192 标准列动车组交付使用，极大地改善了我国铁路客运的通行质量。

1) 高铁建设进度：09 年竣工的将主要是 350 公里等级的客运专线

依据铁道部最新的采购政策，动车组的采购将分为时速 250 公里和时速 350 公里两个等级。中国高速铁路的设计时速、建设里程以及竣工时间，为我们预测动车组的新增需求提供了帮助。

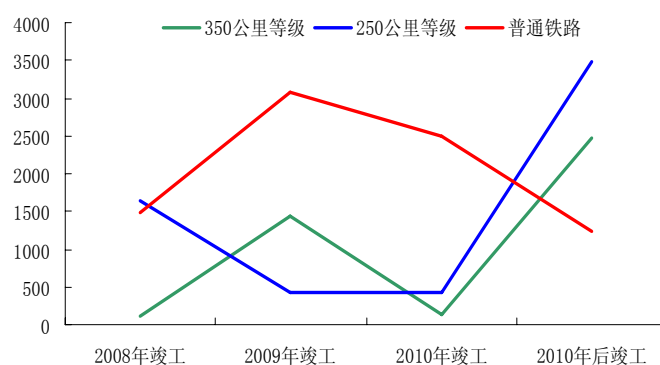
下面两图我们分别按速度等级和竣工时间对高铁竣工里程进行了分类汇总，结果显示：

图 9：高速铁路竣工里程分析——按速度等级分类



资料来源：招商证券研发中心

图 10：高速铁路竣工里程分析——按竣工时间分类



资料来源：招商证券研发中心

- (1) 从速度等级来看，350 公里等级的客运专线主要在 2009 年和 2012-2013 年间建成，而 250 公里等级的客运专线将在 2008 年和 2011 年迎来竣工高峰。

- (2) 从竣工时间来看, 2008 年竣工的主要是 250 公里等级高速铁路, 2009 年竣工的主要是普通铁路和 350 公里等级高速铁路, 2010 年竣工的主要是普通铁路。
- (3) 综合来看, 2009 年 350 公里等级动车组出现第一波需求高峰, 随后沉寂一年之后, 2011 年 250 公里等级动车组将迎来第二波高峰, 紧接着, 2012-2013 年 350 公里等级动车组也迎来第二波需求高峰。

表 5: 高速铁路投资额、建设里程和竣工时间的详细跟踪

	分类	项目名称	竣工时间	铁路投资 (亿)	铁路里程 (公里)	铁路等级	设计时速(公里)
350 公里 等级	2008 年竣工	京津城际铁路	2008 年 7 月	123	115	客运专线	300-350
	2009 年竣工	郑西客运专线	2009 年底	370	455	客运专线	300-350
		武广客运专线	2009 年底	930	989	客运专线	300-350
	2010 年竣工	广深港铁路	2010 年	248	145	客运专线	300-350
	2010 年后竣工	津秦客运专线	2008.09-2012	342	258	客运专线	200-350
		哈大铁路	2007.08-2013.04	923	904	客运专线	200-350
		京沪高速铁路	2008.04-2013.04	2200	1318	客运专线	300-350
250 公里 等级	2008 年竣工	石太客运专线	2008 年底	171	190	客运专线	250
		合宁铁路	2008.04.18	43	166	客运专线	200-250
		胶济铁路	2008.05.31	96	363	客运专线	200-250
		合武铁路	2008 年	168	351	客运专线	200-250
		甬温铁路	2008 年底	170	268	客运专线	200-250
		温福铁路	2008 年底	180	298	客运专线	200-250
	2009 年竣工	福厦铁路	2005.10-2009.06	144	276	I 级双线电气	200-250
		广珠城际铁路	2009 年	115	144		200
	2010 年竣工	沪宁城际铁路	2010 年	395	296		200-250
		昌九城际铁路	2010 年	85	131	客运专线	200
	2010 年后竣工	长吉城际铁路	2007.05-2011.05		96		200
		海南东环铁路	2007.09-2011.09		308		200-250
		厦深铁路	2007-2011		502		200
		向莆铁路	2007-2011		604		200
		汉宜铁路	2008.09-2012		291		200
		渝利铁路	2008.12-2012.12		260		200
		南广铁路	2009-2013		559		200-250
		贵广铁路	2008-2013		857		200-250

资料来源: 招商证券研发中心

2) 合同订单情况: 南车四方占领先机, 订单占比超过四成

与大功率机车的技术引进类似的是, 在铁道部的主导下, 中国南车旗下的四方股份和 BST (四方有限与庞巴迪的合资公司) 以及中国北车旗下的长春客车公司和唐山客车公司分别承担了和谐型动车组的技术引进重任。

在第一批技术引进项目中, BST、四方股份和长客公司分别联合庞巴迪、川崎和阿尔斯通设计和生产 CRH1、CRH2 和 CRH5 型时速 250 公里等级的动车组, 订单数量均为 60 标准列, 这批订单除 CRH5 之外, 在 2008 年之前已基本全面交付。

在第二批技术引进项目中, 唐客公司获准联合西门子设计和生产 CRH3 型时速 350 公里等级动车组, 而四方股份获准依靠外方技术支持, 自主研发 350 公里等级动车组。而在 350 公里等级超高速动车组上, 目前仅有四方和唐客两家进行竞争。

从现有合作项目来看，南车四方享有主导性地位，在已经签订合同的 420 标准列动车组中，南车四方占到了 180 列，占比高达 43%。考虑到长客已经重组唐客，未来动车组领域的竞争力主要集中在四方和长客两家之间。

表 6：中国动车组订单情况分析

	四方-CRH2			四方 -CRH2-350	BST-CRH1		长客-CRH5	唐客-CRH3
	时速 250 公里			时速 350 公里	时速 250 公里		时速 250 公里	时速 350 公里
签单时间	2004-11	2007-11	2008-12	2005-12	2004-11	2007-11	2004-11	2005-11
国际合作方	川崎				庞巴迪		阿尔斯通	西门子
编组形式（辆）	8	16	16	8	8	16	8	8
动力配置	4M+4T	8M+8T	8M+8T	6M+2T	5M+3T	10M+6T	5M+2T	4M+4T
订单总量	60	40	20	60	40	80	60	60
交付情况	07 年底已全 部交付	08 年底交付 32 标准列	09 年上半 年全部交付	已交付京津线 12 列	08 年底已全 部交付	09 年 2 月至 10 年底交付	08 年前已交付 42 列	09 年底前将交付 49 列
在手订单数量	8			48	80			52
标准列价格	1.5			1.7	1.5			1.7
在手订单价值	12			82	120			88

资料来源：招商证券研发中心

动车组核心技术主要包括车体、转向架、牵引系统、控制系统、制动系统、总成和调试技术。从我们跟踪的情况来看，四方股份在第一代 250 公里等级动车组上国产化率已经超过 85%，除部分零部件（空心轴、轮柄和大型铝型材）需国际采购外，已全部实现国产化，并具有完全自主知识产权；而第二代 350 公里等级动车组，四方仍需要借助外方技术支持实现自主研发高速制动、控制和集成系统，国产化率超过 75%。

表 7：中国南车旗下四方股份不同等级动车组业务的关键指标跟踪

	第一代 250 公里等级	第二代 350 公里等级
技术引进费	技术引进费已经铁道部统一支付，后续除部分零部件（空心轴、轮柄、铝型材）外，全部实现国产化，并具备完全自主知识产权。	企业仍需要支付一定技术引进费，四方自主解决高速制动、控制和集成系统，外方主要负责技术评审，提供技术支持。
外购比例	外购比例：10-15%	外购比例：20-25%
国产化率	国产化率：超过 85%	国产化率：超过 75%
标准列价格	标准列价格：1.5 亿	标准列价格：3.5 亿
需求情况	生产周期缩短至 4-6 个月，不排除新增需求，但可能产生结构性的生产空缺	京津线已基本饱和，09 年的新增需求在武广和郑西客运专线

资料来源：招商证券研发中心

相对而言，250 公里等级动车组造价相对便宜，技术较为成熟，生产周期大为缩短。250 公里等级动车组每标准列价格在 1.5 亿元左右，而 350 公里等级动车组每标准列完全造价大约在 3.5 亿元左右。同时，前者生产周期已大幅缩短至 4-6 个月，能满足铁道部既有线的应急性新增需求，公司在 08 年年底新接 30 亿订单，铁道部即要求在今年上半年全部完成交付；后者在 300 公里等级上将陆续形成交付，以满足武广和郑西客运专线建成后的新增需求。

3）动车组业务收入：09 年归属公司的销售单价将有明显上升

从交付情况来看，四方公司在铁道部第六次大提速中起到了至关重要的作用，四方交付 37 列，占全部交付量的 71%，这也凸显了四方公司在动车组领域的领先地位。目前四方公司产能利用率较高，总体是一班制，有部分车间是二班制甚至是三班制，同时首批

交付 60 列动车组已经进入三级修。

根据订单中的交付协议，我们初步估计 2008 年四方将交付 32 标准列 250 公里等级动车组和 10 标准列 350 公里等级动车组，接近 2008 年全部动车组交付量的 50%。2009 年，预计 250 公里等级动车组将交付 86 列，其中四方将交付 28 列；同时，伴随武广和郑西客运专线的建成通车，预计 350 公里等级动车组的交付量将上升至 77 列，其中四方将交付 28 列。

表 8：中国动车组未来两年交付情况预计

交付时间	交付标准列数	250 公里等级				350 公里等级		
		合计	四方	BST	长客	合计	四方	唐客
第六次大提速	52	52	37	10	5	0	0	0
2007	106	106	60	31	15	0	0	0
2008E	86	68	32	9	27	18	10	8
2009E	163	86	28	40	18	77	28	49
2010E	105	80	40	40	0	25	22	3
合计	460	340	120	120	60	120	60	60

资料来源：招商证券研发中心

预测南车动车组业务收入，除了预测交付量之外，一个更重要的问题是预测属于南车的每标准列的销售单价。正如我们前面提出的三阶段模型，由于是合作项目，技术引进初期在确认收入时需要给予较大幅度折扣。这种折扣幅度的大小又取决于技术合作方式、国产化率和国内企业的技术能力。

在第一批技术引进项目中，铁道部是统一支付基础开发费和零部件费用，然后分摊到每列动车组上，因此全部的动车组价格被分割成两部分，一部分是铁道部支付给外方的费用，一部分是通过投标或议标方式支付给南车的费用，后者才是南车可以确认的收入。在第二批技术引进项目中，四方主要是依靠自主研发，外方基本是负责技术评审，提供技术支持，在这种情况下初期合作的国产化率仍较高，可以确认为南车四方的销售收入的占比将有所提升。如下表，350 公里等级动车组总体价格约在 3.5 亿元，我们预计在 2008-2010 年之间，归属南车的销售单价分别为 1.6 亿、2.0 亿和 2.5 亿。

表 9：中国南车动车组销售单价分类预测

	250 公里等级				350 公里等级			内燃动车组
预计总体销售单价（亿）	1.5				3.5			1
	2007	2008E	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008E
归属南车销售单价（亿）	0.66	1.5	1.5	1.5	1.6	2.0	2.5	1.0
交付量（标准列）	41	32	28	40	10	28	22	4
归属南车销售收入（亿）	27	48	42	60	16	56	55	4

资料来源：招商证券研发中心

根据交付情况和销售单价的估计，我们预计 2008-2010 年中国南车动车组分别将交付 44、56 和 62 标准列，销售收入分别将达到 68 亿、98 亿和 115 亿。其中 2010 年包含了 40 列 250 公里等级新增订单的预期。

表 10：中国南车动车组业务收入分析

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
动车组新造（标准列）	2	18	41	46	56	62
动车组单价（亿）	0.37	0.62	0.66	1.48	1.75	1.85
动车组收入（亿）	0.74	11.20	26.92	68	98	115

资料来源：招商证券研发中心

3. 城轨地铁：竞争日趋激烈，但需求激增有利实现规模效应

城轨地铁项目归口国家发改委管理，准入门槛虽然较高，但目前中国南车旗下浦镇、四方和株机公司以及中国北车旗下长客和大连机车共 5 家公司可以进入，市场竞争日趋激烈，各个企业都在努力争取早日突破规模瓶颈。

从各地区的城轨地铁规划来看，全国主要的大中型城市都已经把改善城市公共交通放在了首要位置，超过 20 个城市正在兴建和扩建城市轨道交通，这种需求的高速增长为企业早日实现规模效应并改善经营效益提供了良好的契机。

1) 城铁建设进度：超过 20 个城市正在兴建或扩建轨道交通

截至 08 年底，已有北京、上海、广州等 10 个大中型城市开通城轨地铁线路，而在建的有沈阳、哈尔滨、成都、西安、杭州和苏州等城市地铁以及京津、沪宁、广深港等区域性的城际铁路。根据我国的轨道交通建设规划，到 2010 年，规划建设地铁和城市轻轨线路达到 55 条，总长度约为 1500 公里，需配车辆将超过 6000 辆。

从现有订单情况来看，5 家公司业务领域各有不同，有些专注 A 型车，有些专注 B 型车，有些定位于周边市场，有些是全面出击，接下来我们将对现有的城轨地铁订单进行详细分析。

表 11：中国城轨地铁建设进度及车辆设备供应商跟踪

城市	设备供应商	已运营	在建和远景规划
北京	长客、四方	地铁 1 号、2 号、八通线、城铁，计 114 公里	目前在建 4、5、10 线等，总里程达 114 公里；另通往市郊的线路也在筹划中
上海	浦镇、株机、长客	地铁 1 号、2 号、3 号、4 号、5 号、6 号、8 号、9 号线等，小计 123 公里	到 2010 年建成 12 条轨道线，总长 500 余公里，用 20-30 年左右的时间，建成 17 条轨道线，总长约 780 公里
广州	株机、长客、四方	地铁 1 号、3 号、4 号线，小计 57 公里	“十一五”计划期间将建成总长 127.9 公里的城轨线路，届时达到 255 公里
深圳	株机、长客	地铁 1 号线，22 公里	近期计划建设总长 120 公里的城轨线路
已建 天津	长客、大连	津滨轻轨一期，49 公里	2015 年前将建成总里程 51.1 公里的地铁线路
南京	浦镇	地铁 1 号线，22 公里	2009 年建成投资 90 多亿元长 21.43 公里的地铁二号线；“十一五”期间建成总长 72 公里的线路
重庆	长客	轻轨 1 号线，14 公里	较新线全长 17.54 公里；2015 年前计划建成总长 82 公里的城轨线路
大连	大连	城轨 3 号线，全长 49 公里	轻轨一号线 44.9 公里；轻轨二号线 50 公里
长春	长客	轻轨环线一期，12 公里	二期 17 公里，三期 17 公里
武汉	株机	地铁 1 号线一期，10 公里	“十一五”期间建成总长 60 公里的城轨线路
沈阳	长客、大连、四方		近期将要建设 40 公里
哈尔滨			近期将要建设 45 公里
杭州	浦镇		2015 年建成 82 公里的城市轨道线路
在建 成都	四方		近期将要建设 54 公里
西安	长客		二号线一期工程率先开工，长度为 18.8 公里，工期为 2006-2010 年
苏州			1 号线 07 年底动工，总投资 126 亿元，2012 年通车
其他			珠江三角洲、长江三角洲、京津环渤海地区城际铁路的建设与发展
青岛			拟于 2008 年动工，正在经发改委最后审批
拟建 宁波			2009 年动工，2014 年建成通车，总投资超过 300 亿，1、2 号线总长 72 公里
其他			包括长沙、合肥、无锡、昆明、南昌、乌鲁木齐等城市

资料来源：招商证券研发中心

敬请阅读末页的重要说明

2) 合同订单情况：浦镇、株机和四方三家公司后来居上

从中标情况来看，07 年之前中国北车城轨地铁订单占比较大，但 07 年之后中国南车旗下三家公司后来居上，订单量大幅增加：

- (1) 浦镇公司：以 A 型车为主，目标市场集中在长三角区域。2007 年先后中标南京地铁 2 号线、上海地铁 10 号线、南京地铁 1 号线延伸线以及上海地铁 2 号线东延线四个项目，共计 780 辆地铁订单，市场份额为 35%（全市场第一），预计订单金额高达 62 亿；2008 年新中标杭州地铁 1 号线项目，订单数量为 288 辆，订单金额为 17.6 亿。
- (2) 株机公司：以 A 型车为主，目标市场在珠三角领域。2007 年先后中标广州地铁 1 号线续建、广州地铁 2 号和 8 号线续建以及上海地铁 11 号线四个项目，共计 684 辆地铁订单，预计订单金额达到 53 亿；2008 年先后中标武汉地铁 1 号线二期和广州地铁 3 号线北延线两个项目，共计 234 辆地铁订单，预计订单金额为 18.5 亿。
- (3) 四方公司：以 B 型车为主，目标定位在北方市场和以 B 型车为主的中型城市。2007 年和 2008 年分别中标成都地铁 1 号线和沈阳地铁 2 号线两个项目，订单数量分别为 102 辆和 120 辆，订单金额各为约 5 亿和 4.272 亿。

总体而言，公司 2007 年的城轨地铁新签订单 1566 辆，中标金额高达 120 亿，市场份额提升至 60%；2008 年新签订单 642 辆，中标金额为 76 亿。

表 12：中国南车城轨地铁中标及交付情况分析

中标情况	国内中标数量（辆）				国内中标金额（亿元）			
		四方	株机	浦镇		四方	株机	浦镇
2007	1566	102	684	780	120	5	53	62
2008E	642	120	234	288	76	4.3	18.5	17.6
交付情况	当年交付数量（辆）				当年实现收入（亿元）			
		四方	株机	浦镇		四方	株机	浦镇
2008E					30	10	10	10
2009E	840	200	380	260	44	10	22	12
2010E	1280	160	680	440	66	4	38	24

资料来源：招商证券研发中心

3) 城铁业务收入：09 年公司城轨交付量将大幅提升

根据新签订单的协议交付期，我们预计中国南车 2009 年将交付 840 辆城轨地铁车辆。2010 年将交付 1280 辆，其中浦镇和株机公司交付辆将明显上升。浦镇公司在 2008 年交付量超过 100 辆，2009 年将至少达到 200 辆以上。株机公司在 2009 年下半年将进入四个项目的集中交付期，预计 2009 年交付量也将达到 380 辆，大多以 A 型车为主，综合售价较高，每辆价格大多在 500 到 600 万之间。

由于城轨地铁大多也是合作项目，特别是 A 型车，大多数城市购置车辆设备时要求使用进口的牵引设备，因此城轨地铁业务与大功率机车和动车组一样，同样面临一个收入如何确认的问题。

伴随技术的引进消化吸收再创新，株机和浦镇公司均开始具备独立投标或者发起投标能力，预计未来公司收入占全部订单金额的比例将持续上升，这就是我们本文一直强调的收入改善效应。

根据每个项目的合作情况和预计的收入确认比例，我们预计 2008 至 2010 年，城轨地铁业务收入将分别达到 30、44 和 66 亿元，对应的交付量分别是 560、840 和 1280 辆，归属南车的城轨地铁销售单价分别为 536 万、524 万和 516 万元。

表 13: 中国南车城轨地铁业务收入分析

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
城铁新造数量（辆）	228	246	338	560	840	1280
城铁单价（百万元）	5.34	5.01	5.04	5.36	5.24	5.16
动车组收入（亿元）	12.18	12.32	17.04	30	44	66

资料来源：招商证券研发中心

三、盈利预测、估值对比与投资建议

1. 未来 5 年净利润复合增长率超过 30%

核心假设:

- (1) 毛利率假设: 根据产品性质和技术含量的不同, 我们假定动车组和大功率机车的毛利率相对较高, 略超 20%; 城轨地铁和货车及普通客车的毛利率相对较低, 大致在 12-15% 之间; 其他延伸业务的毛利率略有下降至不足 20%。
- (2) 内需假设: 在经济下滑背景下, 公司的三大核心业务不受影响, 甚至由于政府力保投资反而受到保护, 而货车和延伸业务将不可避免的受到经济下滑的冲击。08 年铁路运输总收入 3610 亿, 同比增长 14%, 按照目前经济下滑的速度测算, 09 年日均收入将下滑一个亿, 09 年全年预计运输总收入将达到 3250 亿, 同比下滑 2.5%, 因此我们进一步调低了货车和延伸业务的收入增速。
- (3) 出口假设: 考虑到旺盛的内部需求, 2008 至 2013 年的盈利预测基本以内需为主, 对出口增长暂不予以考虑, 而 2013 年内需高峰过后, 出口能否崛起我们也暂且保持谨慎, 等待数据的进一步验证。
- (4) 资本支出假设: 根据募集资金使用计划, 2008 年公司原定资本支出为 58 亿, 2009 年为 43 亿。根据我们的调研跟踪, 2008 年实际资本支出在 40 亿左右, 相当一部分的设备集中采购延迟到 2009 年, 因此 2009 年的资本支出可能接近 60 亿, 存在部分资金缺口, 公司正考虑以发债或自筹方式解决。
- (5) 所得税税率假设: 公司大部分核心子公司均以获得高新技术企业认证, 可以享受 15% 的优惠税率, 因而我们预计总体所得税税率为 15%。

盈利预测:

预计公司 2008-2010 年, 销售收入分别达到 347、432 和 520 亿, 增速分别为 27%、25% 和 21%; 销售毛利率由 2007 年的 15.09%, 逐步上升到 2010 年的 17.27%。

预计公司 2008-2010 年, 归属母公司净利润分别达到 14.13 亿, 19.13 亿, 25.20 亿, 摊薄每股收益 (EPS) 为 0.119 元, 0.164 元, 0.213 元。

表 14: 中国南车主营业务分析

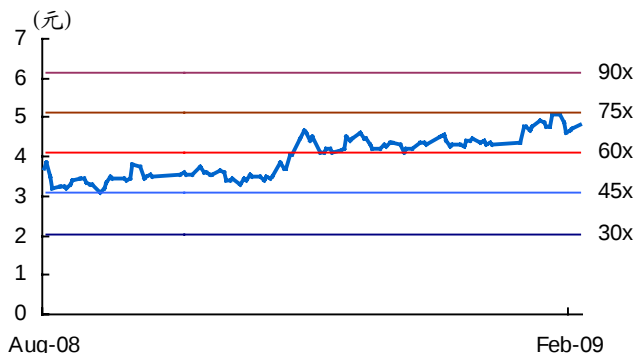
单位: 百万	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售收入合计	20282	23529	27401	34679	43202	52087
货车(百万元)	7203	8095	9223	9670	7920	8473
机车(百万元)	6711	7215	7121	7800	12600	15600
其他(百万元)	2148	2436	3238	4210	5052	6214
客车(百万元)	2928	3433	3423	3200	3430	3700
动车组(百万元)	74	1120	2692	6800	9800	11500
城轨地铁车辆(百万元)	1218	1232	1704	3000	4400	6600
合计收入增长率		16.01	16.45	26.56	24.58	20.57
货车		12.38	13.93	4.85	-18.09	6.98
机车		7.51	-1.30	9.53	61.54	23.81
其他		13.41	32.95	30.00	20.00	23.00
客车		17.24	-0.28	-6.51	7.19	7.87
动车组		1408.09	140.37	152.64	44.12	17.35
城轨地铁车辆		1.13	38.35	76.02	46.67	50.00
合计毛利率(%)	14.08	14.64	15.09	16.61	16.91	17.27
货车	13.00	13.00	13.00	14.00	13.50	14.00
机车	13.20	14.00	15.50	18.00	17.60	18.00
其他	24.00	23.50	20.70	19.00	18.00	18.50
客车	13.00	13.00	13.00	14.00	13.80	14.00
动车组	21.00	21.00	20.00	20.50	21.50	21.80
城轨地铁车辆	10.00	10.50	10.50	12.00	12.00	12.50
销售成本合计	17426	20084	23266	28920	35898	43093
货车	6267	7043	8024	8316	6851	7287
机车	5825	6205	6017	6396	10382	12792
其他	1632	1863	2568	3410	4142	5064
客车	2547	2986	2978	2752	2957	3182
动车组	59	885	2153	5406	7693	8993
城轨地铁车辆	1096	1103	1525	2640	3872	5775

资料来源: 招商证券研发中心

2. 动态 PE 略低于行业平均水平 (30 倍)

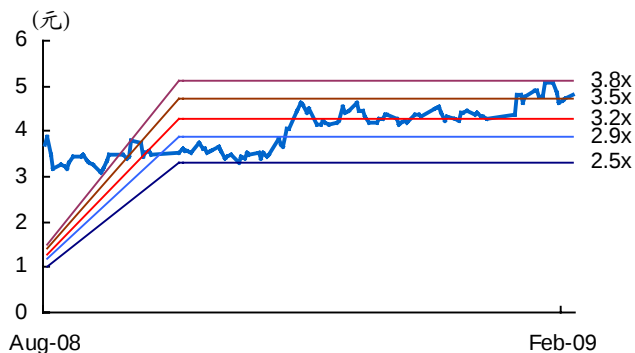
公司自上市以来, 市场一直赋予较高的估值, 根据我们的盈利预测, 08 年 PE 为 38 倍, 09 年动态 PE 为 28 倍; 08 年 PB 为 3.4 倍, 09 年动态 PB 为 3.2 倍。

图 11: 中国南车历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 12: 中国南车历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

目前 A 股有 7 家公司与南车业务相近，其 09 年动态 PE 大多维持在 25 倍以上，其中晋西车轴、北方创业、时代新材这三家主营业务为铁路设备的公司 09 年动态 PE 均在 30 倍以上，我们认为中国南车作为铁路设备行业的龙头企业，考虑其未来五年盈利的稳定改善，其估值中枢可以给到 30 倍。

表 15：估值对比表

公司	代码	EPS			盈利增长率		PE			PB	ROE
		07A	08E	09E	08E	09E	07A	08E	09E	(MRQ)	(TTM)
晋西车轴	600495	0.36	0.69	0.57	16.85	34.71	59.46	31.19	37.77	3.17	12.31
时代新材	600458	0.17	0.27	0.45	69.71	60.81	76.95	48.50	29.11	5.78	12.30
北方创业	600967	0.15	0.24	0.34	67.70	40.41	70.79	42.21	30.06	1.91	6.20
天马股份	002122	0.87	1.90	2.90	118.4	52.63	70.48	32.27	21.14	5.76	20.75
晋亿实业	601002	0.05	0.18	0.29	252.06	60.76	121.65	34.54	21.49	2.72	7.93
太原重工	600169	0.63	1.00	1.28	57.78	30.09	37.48	23.74	18.40	5.28	25.62
湘电股份	600416	0.31	0.30	0.51	(2.44)	68.46	42.75	43.82	26.01	2.60	5.30
南车时代	3898 HK	0.32	0.36	0.45	17.06	24.86	17.91	17.51	14.03	2.13	11.57
中国南车	1766 HK	0.09	0.13	0.17	12.53	29.32	33.89	22.68	17.54	4.90	15.78
Alstom	ALO FP	3.02	3.96	4.49	55.76	13.37	10.47	9.22	8.14	4.25	48.09
Siemens	SIE GR	6.41	4.97	5.01	50.42	0.80	18.69	8.38	8.31	1.46	20.53
Bombardier	BBD/B CN	0.17	0.53	0.50	18.28	(6.58)	4.58	4.39	4.70	2.00	11.13
Kawasaki	7012 JP	21.08	12.60	-	18.04	-	9.98	13.10		0.89	11.64
GE	GE US	1.72	1.28	1.32	(21.60)	3.60	4.70	7.11	6.86	0.91	15.74

资料来源：招商证券研发中心

3. 给予“审慎推荐”评级

目前估值虽偏高，但业绩稳定性强，给予长期“审慎推荐-A”评级。

- (1) 独特的市场竞争结构，强化了业绩的稳定性，未来 5 年归属母公司的净利润复合增长率超过 30%。
- (2) 我们认为考虑到南车未来五年业绩高成长的高度稳定性，近三年内合理动态 PE 可以给到 30-35 倍。预计公司 09 年 EPS 为 0.16 元，目标价格为 4.8-5.6 元。
- (3) 大功率机车、动车组和城轨地铁的新增订单将对公司业绩预期起到显著的改善作用，会对公司股价形成阶段性冲击，值得重点关注。

4. 风险提示

我们判断中国南车盈利预测的风险点主要在于以下几点：

- (1) 铁路运输行业出现重大安全事故的风险。铁路作为重大基础设施，铁路设备行业的安全性始终要放在首位，无论是中国南车还是中国北车，任何一家公司的机车车辆出现问题都会影响到这个行业的发展。
- (2) 公司引进消化吸收再创新的进程达不到预期的风险。一旦铁道部主导的技术引进战略达不到预期，我们前面提出的盈利改善的三阶段模型便无法延续，中国南车的成长性将显著低于预期。

- (3) 产业政策发生重大变化的风险。铁路设备行业目前是一个高度垄断的行业，且有很强的进入壁垒，外企和民企均无法独立进入，未来如果产业政策发生重大变化，中国南车的业绩稳定性将大大削弱。

总体来看，我们认为以上三大风险点，第一点不太可控，只能密切跟踪，第二点现在正在改善，需要进一步观察，第三点预计三到五年内不会出现改变。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	0	21791	32214	36448	43670
现金	0	8272	11000	10100	12000
交易性投资	0	0	115	115	115
应收票据	0	487	659	821	990
应收款项	0	4020	7976	9936	11980
其它应收款	0	783	1040	1296	1563
存货	0	5840	8173	10145	12178
其他	0	2389	3251	4035	4844
非流动资产	0	10934	14226	19185	20142
长期股权投资	0	633	739	739	739
固定资产	0	6298	7720	12659	16268
无形资产	0	3090	2781	2503	2253
其他	0	914	2985	3284	883
资产总计	0	32726	46440	55633	63812
流动负债	0	21683	25296	32830	38974
短期借款	0	5437	3193	7917	9338
应付账款	0	6230	8676	10769	12928
预收账款	0	5149	7519	9333	11204
其他	0	4867	5908	4810	5504
长期负债	0	4627	3083	3053	3023
长期借款	0	2086	286	256	226
其他	0	2541	2797	2797	2797
负债合计	0	26310	28379	35883	41998
股本	0	7000	11840	11840	11840
资本公积金	0	(2654)	2851	2851	2851
留存收益	0	0	989	2252	3764
少数股东权益	0	2070	2380	2807	3360
母公司所有者权益	0	4346	15680	16943	18455
负债及权益合计	0	32726	46440	55633	63812

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	0	1443	(678)	3284	4504
净利润			1413	1943	2520
折旧摊销			1089	1404	1842
财务费用			289	406	485
投资收益			(261)	(278)	(298)
营运资金变动			(3319)	(676)	(724)
其它			112	485	678
投资活动现金流	0	(2349)	(4481)	(6300)	(2800)
资本支出			(4300)	(6300)	(2800)
其他投资			(181)	0	0
筹资活动现金流	0	2503	7888	2116	196
借款变动			(2265)	2924	1391
普通股增加			4840	0	0
资本公积增加			5505	0	0
股利分配			(424)	(680)	(1008)
其他			231	(128)	(187)
现金净增加额	0	1597	2728	(900)	1900

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	23529	27401	34679	43202	52087
营业成本	20084	23266	28920	35898	43093
营业税金及附加	107	117	139	173	208
营业费用	453	641	694	821	938
管理费用	1921	2356	2969	3413	4063
财务费用	252	240	289	406	485
资产减值损失	110	42	100	100	100
公允价值变动收益	0	0	18	18	18
投资收益	26	222	243	260	280
营业利润	628	962	1830	2670	3498
营业外收入	95	314	260	180	180
营业外支出	37	82	62	62	62
利润总额	686	1194	2027	2788	3615
所得税	66	125	304	418	542
净利润	620	1069	1723	2369	3073
少数股东损益	92	262	310	427	553
母公司所有者净利润	528	807	1413	1943	2520
EPS (元)		0.12	0.12	0.16	0.21

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	16%	16%	27%	25%	21%
营业利润	10%	53%	90%	46%	31%
净利润	34%	53%	75%	37%	30%
获利能力					
毛利率	14.6%	15.1%	16.6%	16.9%	17.3%
净利率	2.2%	2.9%	4.1%	4.5%	4.8%
ROE		18.6%	9.0%	11.5%	13.7%
ROIC		7.7%	7.7%	9.4%	10.8%
偿债能力					
资产负债率		80.4%	61.1%	64.5%	65.8%
净负债比率		23.1%	11.4%	14.7%	15.0%
流动比率		1.0	1.3	1.1	1.1
速动比率		0.7	1.0	0.8	0.8
营运能力					
资产周转率	0.0	0.8	0.7	0.8	0.8
存货周转率	0.0	8.0	4.1	3.9	3.9
应收帐款周转率	0.0	13.6	5.8	4.8	4.8
应付帐款周转率	0.0	7.5	3.9	3.7	3.6
每股资料(元)					
每股收益	0.00	0.12	0.12	0.16	0.21
每股经营现金		0.21	-0.06	0.28	0.38
每股净资产		0.62	1.32	1.43	1.56
每股股利	0.00	0.00	0.04	0.06	0.09
估值比率					
PE	0.0	41.8	40.4	29.4	22.6
PB	0.0	7.8	3.6	3.4	3.1
EV/EBITDA	0.0	28.8	16.6	11.9	9.2

分析师简介

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，五年机械行业研究经验，现任招商证券研发中心研究副董事，曾获新财富机械行业最佳分析师 2007 年上榜第二名，2008 年上榜第五名。

周勇，复旦大学经济学硕士，曾先后在长江证券和招商证券从事行业比较与资产配置方面的专题研究，2008 年底从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。