

生逢其时

研究结论

- **跨越式发展的轨道交通车辆市场**：在扩大内需、保持经济稳定增长的背景下，铁路作为对经济发展拉动作用最显著的行业，迎来了黄金发展期，从 2008 年第四季度开始，铁路投资额和完工里程呈现出爆发性增长的势头，我们预计此轮铁路建设将在 2012 年达到高峰。受此拉动，铁路机车车辆市场也步入了跨越式发展的新时期，与铁路建设相比，机车车辆采购具有滞后性，但其持续周期更长，我们认为铁路机车车辆采购从 2009 年开始步入高速增长，有望在 2011 年达到绝对值高点，其景气度有望延续到 2015 年。此外，随着各城市大规模修建城市轨道交通，地铁车辆市场也迎来了高速增长。
- **龙头企业直接受益于铁路大开发**：中国南车是全球最大的轨道交通装备制造和解决方案供应商之一，也是我国最大的轨道交通装备制造企业，与中国北车一起分享着我国轨道交通装备市场的蛋糕。从整个轨道交通设备市场来看，目前南北车两家市场分额合计达 95%，新进入者受生产许可证以及资金等方面的限制，壁垒较高，此外目前我国轨道交通设备市场还未完全对外资企业开放，国外厂商只能通过合资方式参与我国轨道交通装备的制造，对南北车的竞争压力有限。南车由于其所处市场的垄断性质，公司未来市场分额将保持在 50% 左右，直接受益于此轮铁路大开发。
- **动车组、大功率电力机车、城轨地铁车辆是未来发展引擎**：今后一个时期我国将以建设客运专线、电气化改造为主，对应的动车组、大功率电力机车的需求将会大幅增加。目前动车组在我国承担的客运量只有 4.5% 左右，远远落后于日本、英国等国家，未来动车组的市场空间十分广阔，2012 年前随着大规模客运专线的完工建设，动车组保有量有望超过 800 组的计划额，公司动车组市场分额维持在 50% 左右，近几年将保持快速增长势头；机车经历了一个更新换代过程，目前需求集中在 7200 千瓦、9600 千瓦和大功率内燃机车，公司机车业务 2009 年将有 80% 的增速，2010 年后维持平稳增长；城轨地铁车辆业务未来也将保持快速增长，成为另一个增长引擎。
- **毛利水平维持平稳**：通过内部挖潜、产品结构调整等措施，公司综合毛利水平有望保持平稳。其中，机车、动车组毛利水平保持平稳，城轨地铁车辆毛利率有进一步提升空间，客车、货车毛利水平有所下降。此外规模效应的发挥使得公司管理费用占比会小幅下降，进一步提升盈利能力。
- **催化剂和风险因素**：动车组、大功率机车、城轨地铁车辆需求的不断增长是公司近几年快速发展的主要驱动因素。铁道部采购机车的不平稳性、原材料价格波动等因素会对公司业绩带来不确定性。
- 我们给与公司 30 倍 PE，对应 2009 年 EPS 股价分别为 5.7 元，目前股价存在低估，投资评级买入。

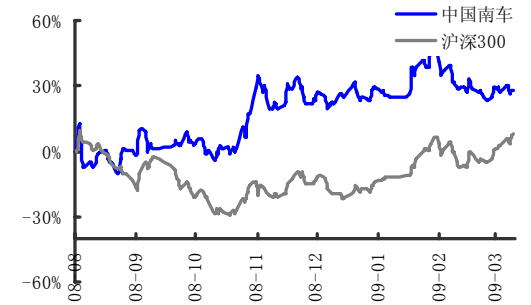


东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武 机械行业分析师
安信 8621-63325888x6100
张帆 zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2009 年 3 月 26 日)	4.42 元
目标价格 (6 个月)	5.7 元
总股本/A 股 (万股)	1184000/300000
A 股市值 (百万元)	13260
国家/地区	中国
行业	交通运输设备制造业
报告日期	2009 年 3 月 27 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	(0.67)	5.49	28.12
相对表现 (%)	(13.96)	(38.70)	61.25

财务分析				
(百万元)	2008E	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	33105.6	47293.4	62702.8	90329
税前利润	2001.94	3074.71	4843.39	7932
净利润	1701.65	2613.51	4116.88	6742
EBITDA	2809.10	4116.08	5913.93	8022
每股收益(元)	0.12	0.19	0.29	0.48
净资产收益率	9.14%	12.46%	16.72%	22.11
每股经营现金(元)	(0.07)	0.31	0.48	0.72
市盈率(X)	36.22	23.59	14.97	9.14
EV/EBITDA	15.54	10.02	6.15	3.54

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《步入快速增长的轨道》

2009 年 2 月 19 日

目 录

1 中国机车车辆的龙头企业	6
2 铁路迎来黄金发展期.....	9
3 跨越式发展的铁路机车车辆市场.....	10
3.1 客运专线建设加速、动车组受益明显.....	11
3.1.1 近期动车组需求集中在 300-350 公里	12
3.2 电气化改造带来电力机车的更新需求.....	13
3.3 南车近期增长点是动车组和大功率机车	14
3.3.1 动车组迎来黄金期	14
3.3.2 机车是另一增长点	16
3.3.3 客车和货车需求有所趋缓	18
4 城轨地铁车辆市场	19
4.1 南车城轨地铁车辆保持高增长	19
5 其他技术延伸产品支撑未来增长.....	20
5.1 汽车增压器	20
5.2 齿轮传动系统	21
5.3 风力发电装备整机	21
5.4 电动汽车整车及关键零部件	21
6 修理业务.....	22
7 出口业务.....	22
8 垄断的轨道交通装备市场	22
8.1 南北车垄断的市场格局	22
8.2 市场准入壁垒高，竞争不激烈	24
9 财务分析.....	25
9.1 动车组、机车和城轨地铁增长可期	25
9.2 产品价格保持稳定	26
9.3 毛利率维持平稳小幅上升.....	26
9.4 期间费用占比逐步下降	27
9.5 财务预测.....	27
10 估值和投资建议.....	28
10.1 绝对估值.....	28
10.2 相对估值.....	29
10.2.1 国内估值比较	29
10.2.2 国际估值比较	29

10.3 估值与投资建议	30
11 风险因素	30
11.1 下游客户集中、议价能力有限	30
11.2 原材料价格波动风险	30

图表目录

图 1：中国南车历史沿革	6
图 2：公司股权结构图	6
图 3：各项业务市场占有率（2006 年数据）	7
图 4：南车各业务收入占比（2008 年 1 季度）	8
图 5：南车在手订单情况	8
图 6：铁路网营业里程	9
图 7：历年机车车辆购置投资额及其增长率	10
图 8：未来客运专线规模	11
图 9：历年客运专线投资规模	11
图 10：世界各国客运使用动车组比重	12
图 11：动车组市场容量	12
图 12：复线和电气化里程及其增长率	13
图 13：机车、客车、货车保有量	14
图 14：CRH 系列动车组技术引进	14
图 15：南车青岛四方生产的时速 300 公里动车组	15
图 16：南车机车近年市场占有率情况	16
图 17：我国大功率机车技术引进情况	17
图 18：南车研制的我国拥有自主知识产权的和谐型 6 轴 9600 千瓦货运电力机车	17
图 19：我国城市轨道运营里程	19
图 20：南车提供的上海明珠线 2 期地铁车辆	20
图 21：其他技术延伸产品	20
图 22：南北车的区域分布	23
图 23：市场竞争结构分析	25
图 24：公司各产品及综合毛利水平	26
图 25：公司期间费用占比	27
表 1：南车主要生产基地	7
表 2：铁路各发展规划对比	9
表 3：铁路建设内容及各车型需求	10
表 4：我国“和谐号”CRH 系列动车组主要技术特征	13
表 5：铁道部历次动车组采购	16
表 6：铁道部近几年机车采购情况	18
表 7：南车延伸产品部分订单	22
表 8：在手订单	22

表 9：产品价格.....	26
表 10：公司 2009 年 EPS 对主营业务收入增长率和毛利率敏感性分析.....	27
表 11：公司 2009 年 EPS 对销售费用和管理费用的敏感性分析.....	27
表 12：公司财务分析预测	28
表 13：DCF 估值比率假设	28
表 14：资本成本与永续期主营业务收入增长率敏感性分析	29
表 15：铁路施工类上市公司估值水平.....	29
表 16：铁路零部件上市公司.....	29
表 17：国外上市公司估值水平	30
附表 1：客运专线情况	31
附表 2：财务报表预测与比率分析	33

1 中国机车车辆的龙头企业

中国南车是我国最大的轨道交通装备制造和解决方案供应商之一，公司于 2000 年从原中国铁路机车车辆工业总公司分立出来，2007 年经国务院国有资产监督管理委员会批准，由中国南车集团公司联合北京铁工经贸公司共同发起成立。

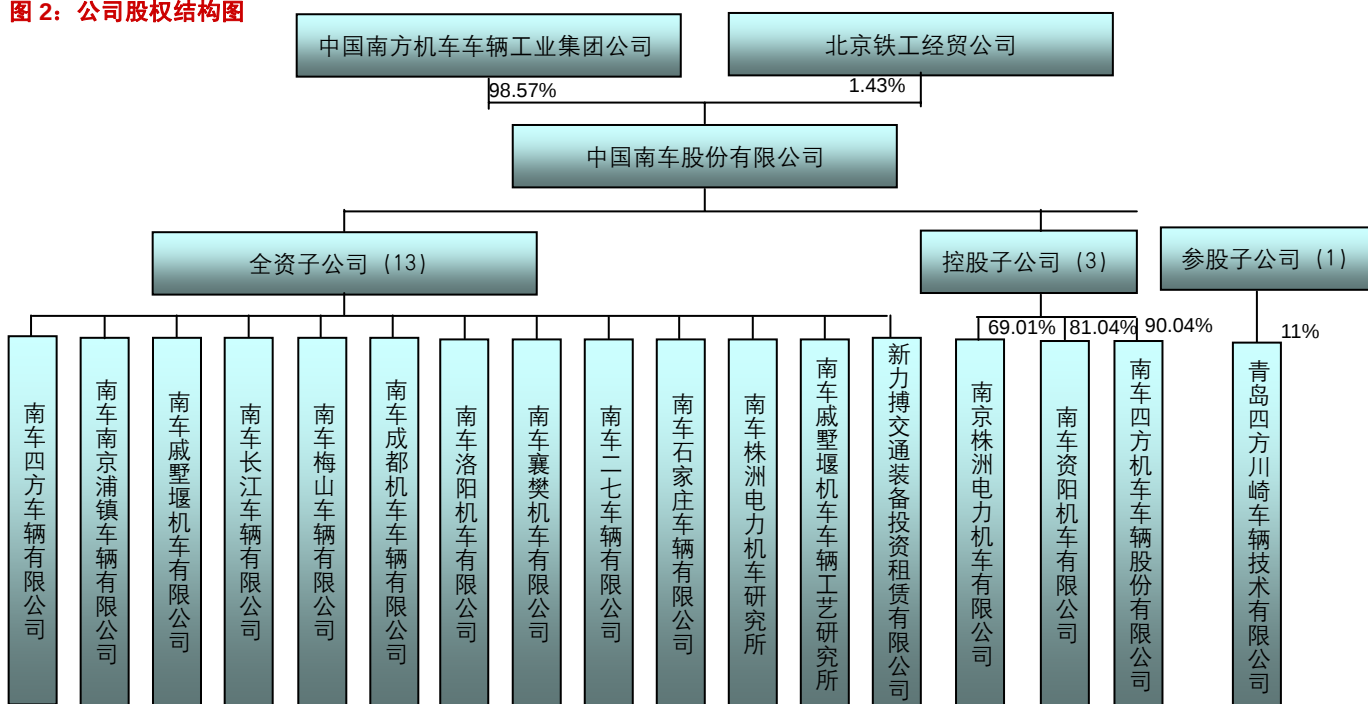
图 1：中国南车历史沿革



资料来源：公司网站、东方证券研究所

南车集团持有公司 98.57% 的股权，铁工经贸持有 1.43%，目前南车旗下共有 27 个子企业，分布在全国 10 个省、市。

图 2：公司股权结构图



资料来源：公司公告、东方证券研究所

公司主要业务包括铁路机车、客车、货车、动车组、城轨地铁车辆及重要零部件的研发、制造、销售、修理和租赁，以及轨道交通装备专有技术延伸产业。目前，南车的电力机车产量已居世界第一，内燃机车产量跃居世界第二，铁路客车和货车的产量也进入世界前五强。

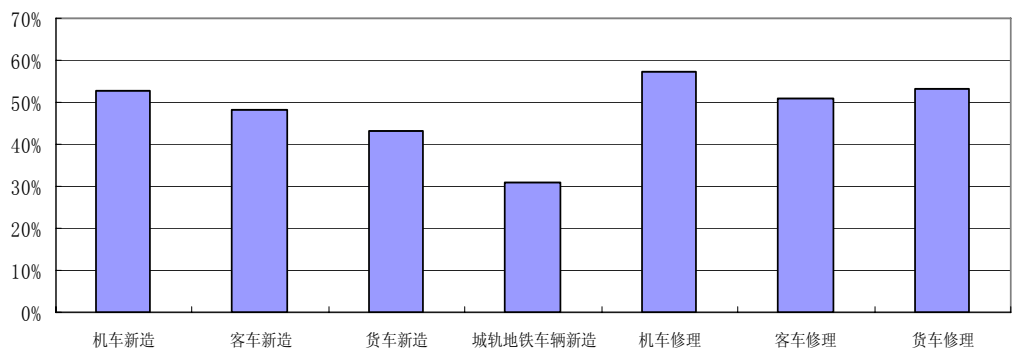
表 1：南车主要生产基地

厂名	机车		客车		货车		动车组	城轨
	新造	修理	新造	修理	新造	修理		
资阳公司	✓							
戚墅堰公司	✓	✓						
株机公司	✓							✓
四方股份			✓				✓	✓
浦镇公司			✓	✓			✓	✓
长江公司					✓	✓		
眉山公司					✓			
二七车辆					✓	✓		
洛阳公司		✓						
襄樊公司		✓						
成都公司		✓		✓				
四方有限		✓	✓	✓			✓	
石家庄公司						✓		

资料来源：公司招股说明书、东方证券研究所

分产品看，机车新造、机车修理、客车修理、货车修理等市场占有率超过 50%，客车、货车新造市场占有率接近 50%，动车组从 2007 年的情况看，占据了新增量 80% 的市场份额。但从历次动车组招标结果看，铁道部倾向于南、北车保持平衡，我们认为未来动车组的市场占有率将保持在 50% 以上。城轨地铁车辆由于相对北车进入较晚，2006 年市场份额较低，大约在 30% 左右，随着城轨地铁车辆产品的不断成熟和产能的逐步释放，从 2007 年开始市场占有率得到提升，达到 60%，我们预计未来至少保持在 50% 以上。综合来看，南车未来在轨道交通装备市场的综合占有率会维持在 50% 左右。

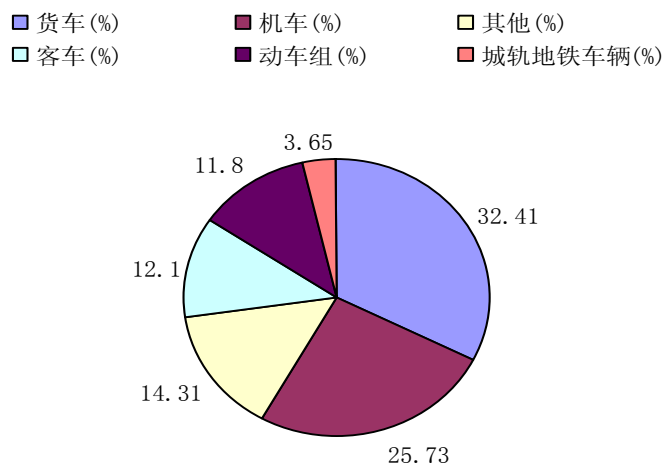
图 3：各项业务市场占有率（2006 年数据）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

从收入结构来看，目前收入占比最大的是货车，其次是机车、其他专有技术延伸产品、客车，动车组和城轨地铁车辆占比最少，分别为 11.8%、3.65%。未来受客运专线、城市轨道交通建设拉动，最具有爆发性增长的是动车组和城轨地铁车辆，其占比将会逐渐增加，成为南车未来增长的引擎。货车、客车的占比将会逐步减小。

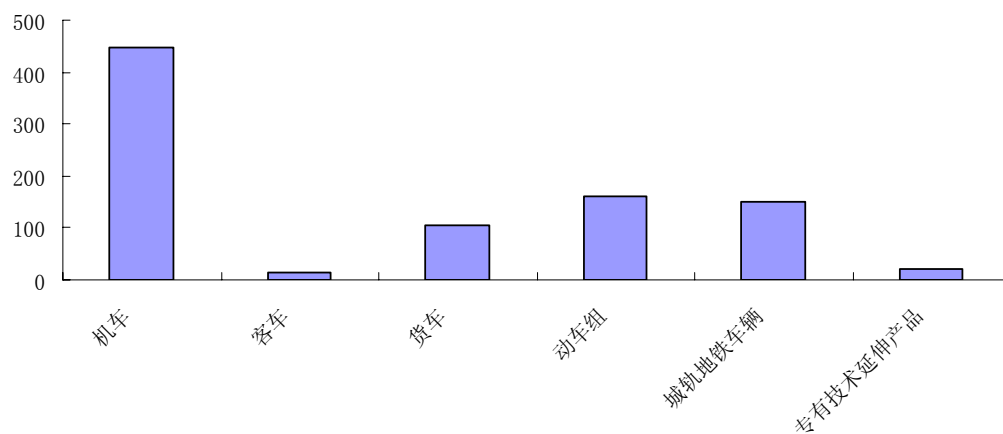
图 4：南车各业务收入占比（2008 年 1 季度）



资料来源：wind、东方证券研究

据南车港股 2008 年中报披露，截止 2008 年 6 月 30 日，南车在手订单共有 900.98 亿元，其中机车拥有 448.25 亿元订单、动车组拥有 160.95 亿、城轨车辆拥有 149.67 亿元、客车拥有 13.23 亿元、货车拥有 106.35 亿元，专有技术延伸产品拥有 22.51 亿元。

图 5：南车在手订单情况



资料来源：公司公告

2 铁路迎来黄金发展期

铁路运输是我国经济发展的大动脉，走过一百多年的中国铁路，面对飞速发展的中国经济，其发展速度却跟不上需求的步伐。2002-2007 年，我国 GDP 年增长速度超过 10%，而此间铁路年均复合增长率只有 1.64%。横向来比，我国人均铁路里程只有 5.7 厘米，不但落后于美国、法国、德国等发达国家，也落后于印度等发展中国家。这直接造成了中国铁路巨大的供需缺口，突出表现在货物运输的满足率一直不足 35%，客运“一票难求”的现象也很严重。可以说在我国，铁路是亟待发展的一个领域，同时也意味着其未来发展潜力是非常巨大的。

2004 年铁道部颁布了《中长期铁路网规划》，指明了到 2020 年我国铁路网的发展蓝图，自此我国铁路建设开始加速。进入 2008 年，为了应对全球性的金融危机，国家提出扩大内需、保障经济平稳增长的任务，铁路作为对相关产业链带动最为明显的领域，同时也作为最需要发展的领域被摆在了突出的位置，我们认为在此轮通过大规模基础设施建设拉动经济增长的过程中，铁路是最重要的基础建设领域。

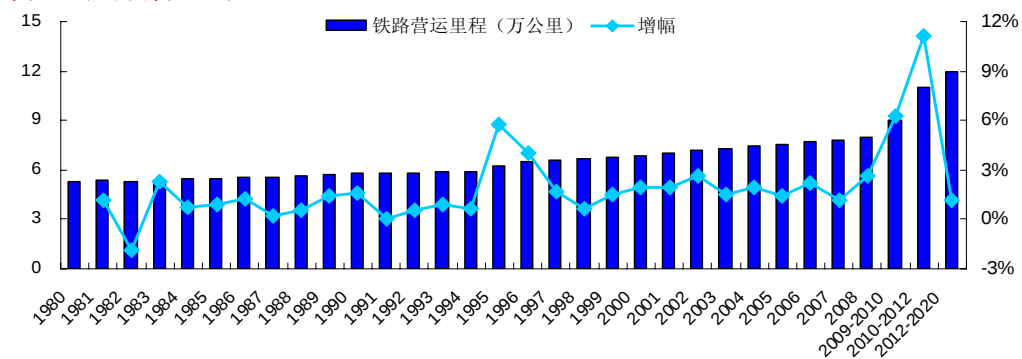
表 2：铁路各发展规划对比

项目	中长期铁路网规划铁路十一五规划		中长期铁路网调整规划2009 年铁路工作会议	
	(2010)		(2012 年目标)	
总营业里程	8.5 万公里 (2010)	9 万公里以上	9 万公里以上 (2010)	11 万公里
	10 万公里 (2020)		12 万公里以上 (2020)	
建设新线	1.6 万公里	1.7 万公里	4.1 万公里	
客运专线里程	1.2 万公里	7000 公里	1.6 万公里	1.3 万公里
复线新增	1.3 万公里	8000 公里	1.9 万公里	
电气化里程新增	1.6 万公里	1.5 万公里	2.5 万公里	
复线率	50%	45%	50%	50%
电气化率	50%	45%	60%	50%

资料来源：东方证券研究所

截至 2008 年年底我国铁路网规模达到了 8 万公里，比 2007 年增加了 2000 公里以上。到 2010 年我国铁路网营业里程将达到 9 万公里以上，到 2012 年、2020 年分别达到 11 万公里，12 万公里以上。从整个铁路的建设步伐上可以看出，2008-2010 年年均铁路网营业里程增加 5000 公里，2010-2012 年铁路网营业里程年均增加 1 万公里，2012-2020 年间年均增加 1250 公里，可见 2012 年前我国铁路将迎来建设的高峰期，2012 年后将进入平稳推进阶段。

图 6：铁路网营业里程



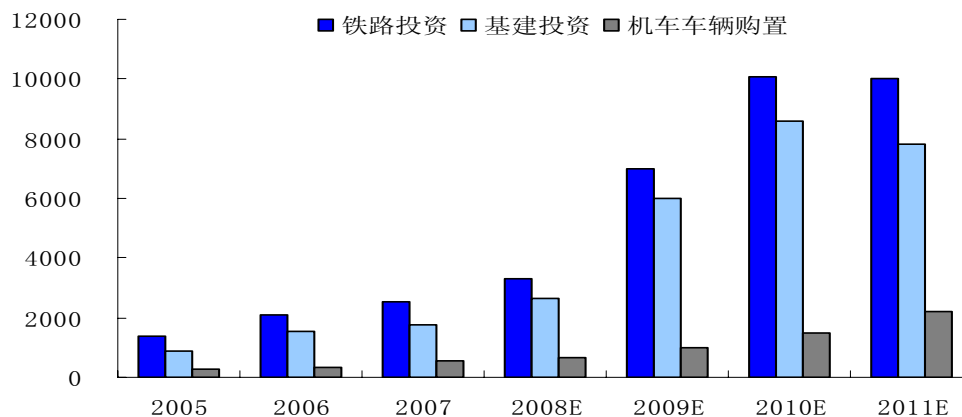
资料来源：东方证券研究所

3 跨越式发展的铁路机车车辆市场

铁路网的大规模建设也带来了对机车车辆的大量需求。2008 年铁路基本建设投资为 3371.59 亿元，我们预计全年机车车辆购置金额 660 亿元左右。2009 年铁道部计划安排铁路机车车辆购置投资为 780 亿，我们预计有望超额完成，最终在 780-1000 亿之间，达到历年来的最高。未来 4 年铁道部还将安排 5000 亿的机车车辆购置费，年均投资额将达到 1200 亿，与 2008 年相比增长一倍以上，机车采购呈现出爆发性增长的趋势。

由于铁路建设具有周期性，一般为 4-5 年，机车车辆的购置一般在工程结束的头一年开始采购，也即铁路开工后的 3-4 年，在加快铁路建设大背景下，我们预计这一时间有望缩短到 2-3 年，相对于基建投资，机车车辆购置投资有一定的滞后性，但其持续周期更长，我们预计此轮机车车辆购置景气度有望延长到 2015 年。

图 7：历年机车车辆购置投资额及其增长率



资料来源：铁道部网站、东方证券研究所

铁路建设包括修建客运专线、新线、复线、电气化改造等，各建设内容所需车型有所不同，今后一个时期我国将以建设客运专线、城际客运网、电气化改造为主，动车组、电力机车等车型受拉动效应最为明显，需求有望呈现爆发性增长。近期受货运需求下降影响，货车的需求会放缓；普通客车受动车组替代作用影响，近期也将呈现下滑趋势。预计随着经济的逐渐转暖以及大规模新线的开工建设，2012 年后货车、客车的需求有望企稳回升。

表 3：铁路建设内容及各车型需求

建设内容	长度	需求车型
四横四纵客运专线、城际客运专线	1.6 万公里	动车组
客货分线后,既有线做货运		货车、机车
电气化改造	2.5 万公里	电力机车
新线建设	4.1 万公里	机车、客车、货车
复线建设	1.9 万公里	除动车组外的其他车型

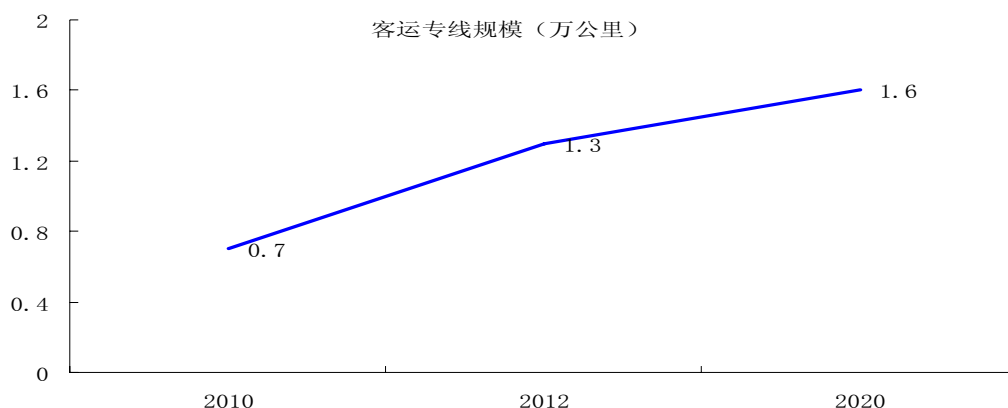
资料来源：东方证券研究所

3.1 客运专线建设加速、动车组受益明显

到 2012 年我国铁路建设的重头将以客运专线的建设为主，通过建设客运专线逐步实现客货分线，一方面可以实现客运快速的目标，逐步缓解客运紧张的局面，另一方面客货分线后即有线作货运，也可以缓解货运满足率不足的现象。建设的内容主要是“四横-四纵”客运专线、环渤海、长江三角洲、珠江三角洲以及中部发达地区城际客运系统。

2010 年我国客运专线将达到 7000 公里的规模，2012 年、2020 年分别达到 1.3 万公里、1.6 万公里的规模，2010-2012 年间年均建设客运专线达到了 3000 公里，对比之前客运专线的建设进程，这一速度是非常惊人的，我们认为 2012 年前我国将迎来客运专线建设的高峰期。2012 年后，客运专线建设将进入平稳期，2012-2020 年间年均建设约 400 公里。到目前为止，全国铁路客运专线项目已经开工建设近 1 万公里，2009~2010 年还将开工建设约 1 万公里。

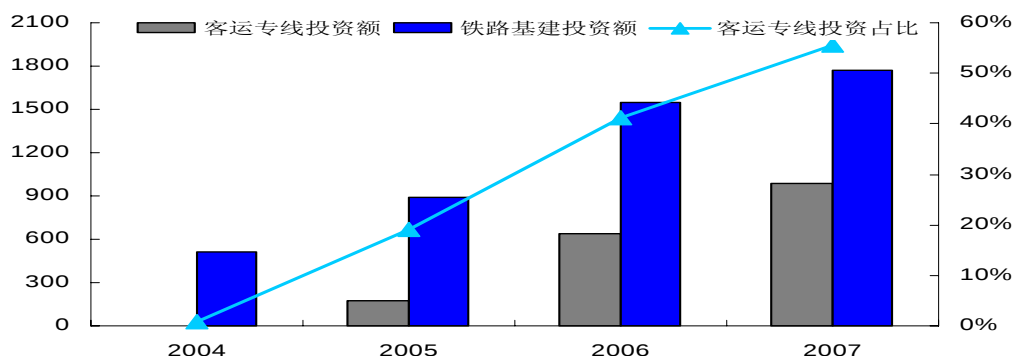
图 8：未来客运专线规模



资料来源：东方证券研究所

此外，从基建投资的组成中我们也可以看出，自 2004 年《铁路网中长期发展规划》颁布开始，客运专线的投资规模不断加大，2004-2007 年 3 年间，客运专线投资额增长了 200 多倍，在全年基本建设投资额中占比从最初的 0.87% 上升到 2007 年的 55.54%，从 2008 年开始，随着大规模客运专线的开工建设，客运专线投资额占比会进一步提高，我们预计 2009 年 6000 亿的基建投资，有 80% 将用于客运专线的建设，客运专线投资规模会达到历史高度。

图 9：历年客运专线投资规模

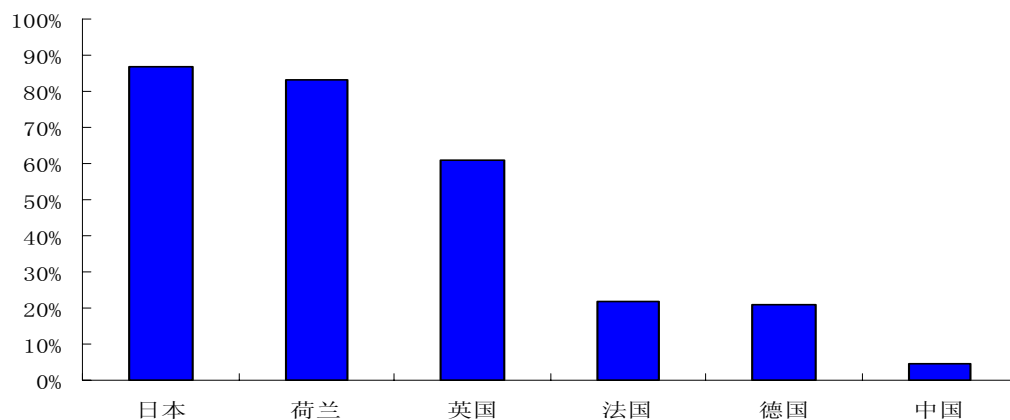


资料来源：铁道部网站、东方证券研究所

客运专线的建设将带来大量动车组的需求，目前世界各国使用动车组的比重以日本为最大，占铁路旅客运输量的 87%；荷兰、英国次之，分别占 83%、61%；法国、德国又次之，分别占 22%、12%。我国从 2006 年开始使用动车组，到 2007 年其所承担的旅客运输量只有 4.5%，面对目前我国客运及其紧张，“一票难求”现象普遍的难题，大力发展客运专线，投入动车组成为大势所趋，可以说未来动车组的需求空间将十分广阔。

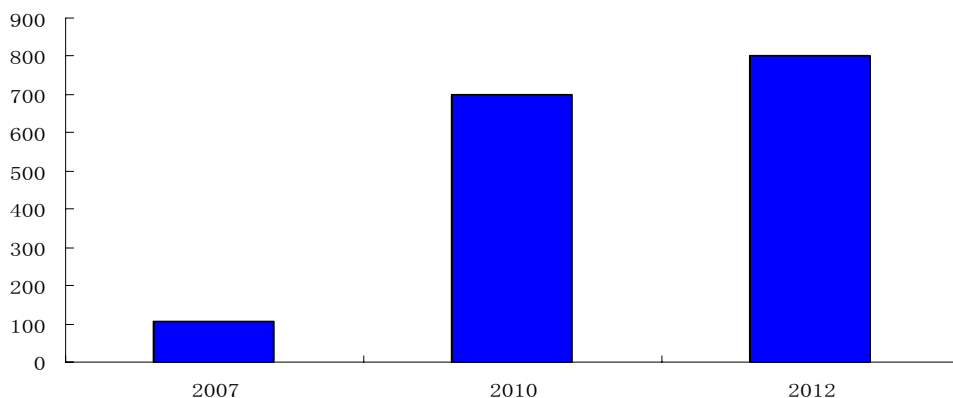
从前面的分析我们可以看出 2012 年前我国客运专线建设将达到高峰，由此也拉动动车组的需求达到高点。2010 年我国将有 700 组动车投入运营，到 2012 年达到 800 组，2008-2010 年间年均投入运营的动车组达到 150 组，我们认为随着大规模客运专线的竣工以及既有铁路扩能改造，未来动车组的保有量有望超过这一水平。

图 10：世界各国客运使用动车组比重



资料来源：东方证券研究所

图 11：动车组市场容量



资料来源：东方证券研究所

3.1.1 近期动车组需求集中在 300-350 公里

目前我国已掌握时速涵盖 200-350 公里动车组生产技术，走在了世界前列。此外中长期调整规划中不再对具体车型选则上做要求，依据各线路实际情况进行选择。从已开工和计划开工的各客运专线项目看，城际客运专线大部分运行最高时速 200-250 公里动车组，京沪、武广、郑西、广深等高速铁路需求为时速 350 公里动车组。2009-2011 年间，随着京沪、武广等线路基建的逐步完

工，将进入机车车辆采购期，这一阶段需求主要是时速 300-350 公里动车组。由于时速 300-350 公里动车组需要新修建线路来运行，我们认为这部分车型将集中在 2009-2012 年间采购。时速 200 公里动车组在一些线路质量较好的地区，如长三角、珠三角等，线路稍加改造便可以运行，我们认为时速 200 公里的动车组未来需求空间将更加广阔。

表 4：我国“和谐号”CRH 系列动车组主要技术特征

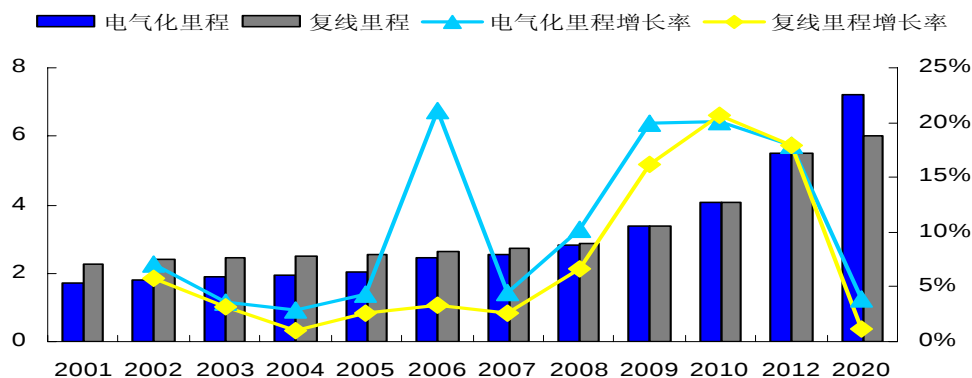
车型	CRH1	CRH2	CRH2C	CRH3C	CRH5
制造商	BSP	四方股份、川崎等	四方股份、川崎等	唐山、西门子	长春客车、Alstom
编组辆数与动力配置	2(2M+1T)+(1M+1T)	4M+4T	6M+2T	4M+4T	(3M+1T)+(2M+2T)
最高运行速度(千米/小时)	200	200	300	350	200
最高试验速度(千米/小时)	250	250	383.3	394.3	250
车体材料	不锈钢	铝合金	铝合金	铝合金	铝合金

资料来源：《高速动车组概论》

3.2 电气化改造带来电力机车的更新需求

2008 年我国复线率和电气化率分别达到了 36.11%、35.16%，到 2010 年复线率和电气化率分别达到 45%，2012 年分别达到 50% 的目标，2009-2010 年间我国年均要完成 5805 公里复线里程、6185 公里电气化线路改造，相较以前增幅明显提高。2012 年后将逐步回归 2004-2007 年的增长水平。

图 12：复线和电气化里程及其增长率



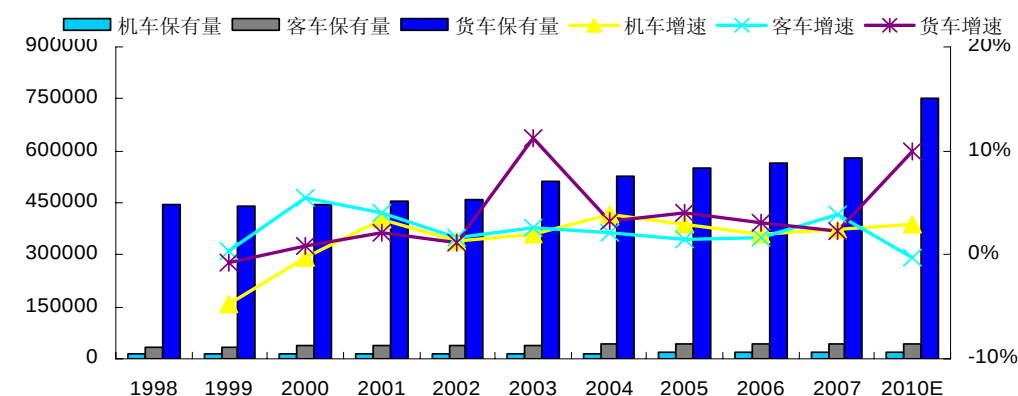
资料来源：东方证券研究所

复线和电气化铁路的建设将大大改善我国铁路运营效率，同时也会带来各类型机车的转型换代。机车方面未来随着电气化率的提高，电力机车的需求会大幅增加，其占比会不断提高，内燃机车的占比将逐渐下降。从具体车型上看，传统的 6000KW 机车将逐渐被淘汰，未来需求集中在 9600KW、7200KW 大功率机车方面。截止 2007 年底，我国和谐型大功率机车有 550 台，到 2010 年，我国机车保有量将达到 19000 台左右，有 2300 台大功率电力和内燃机车投入运用，占机车保有量的 12%；到 2012 年，投入运营的大功率机车达到 7900 多台，占机车保有量的 40%，2010-2012 年间年均投入大功率机车 2800 台，增速大幅提高。

此外，在 2020 年之前，我国还将规划建设新线约 4.1 万公里，重点扩大西部的路网规模，完善中东部铁路网结构，这些规划的新线均是客货混跑的线路，带来普通客车、机车、货车的需求。我们预计这些线路将稳步推进，集中在 2012 年后。

客车方面也朝着高档、快速发展，到 2010 年时速 120 公里及以上空调客车达到 24000 余辆，占客车保有量的 54.5%；到 2012 年空调客车占客车保有量的 66% 以上，使客车装备水平大幅度提升。货车主要朝着高速、重载方向发展，到 2010 年 68.6 万辆货车达到时速 120 公里技术标准，占货车保有量的 91.5%。

图 13：机车、客车、货车保有量



资料来源：铁道部、东方证券研究所

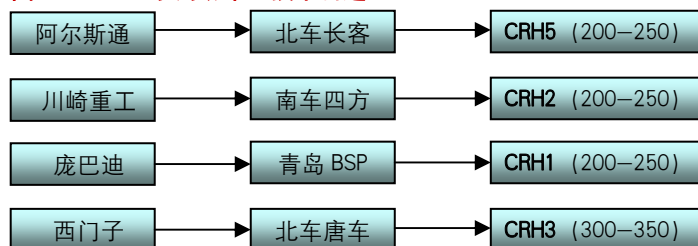
综上所述，我们认为 2009-2012 年将集中发展客运专线，包括高速铁路、城际铁路等一批客运专线将陆续开工建设，对于车辆的需求一般在完工前一年进行招标采购，则 2011-2012 年将迎来车辆购置的高峰期，动车组、大功率电力机车需求大幅增加。2012 年后，客运专线、复线、电气化改造等增速将有所回落，预计是一个平稳建设的过程。

3.3 南车近期增长点 是动车组和大功率机车

3.3.1 动车组迎来黄金期

从前面的分析看，2009-2012 年间我国将以客运专线的建设为主，带来对动车组的大量需求。目前动车组的制造主要集中在南车的四方股份、四方有限、浦镇公司，南车与庞巴迪德合资企业 BSP 以及北车的长客和唐山机车厂五家公司。动车组将成为南车未来主要的业绩增长点。

图 14：CRH 系列动车组技术引进



资料来源：东方证券研究所

从技术上看，南车分别与日本川崎和庞巴迪合作，在时速 200-250 公里方面技术领先，其 2004 年签订的 60 列订单已全部交付完毕，此外在标准 200-250 公里动车基础上又研发了 16 编组的长大型动车组和长大卧铺动车组，两种车型分别获得了 40 列和价值 30 亿的订单。目前时速 300 公里动车组南北车实力相当。在更高速的 350 动车组方面北车走在了前面，其时速 350 公里动车组已于 2008 年下线，目前正着手在此基础上研制 16 编组的长大型动车组。南车是在时速 300 公里动车组基础上通过自主研发进行时速 350 公里动车组的研制，计划于 2010 年下线。

图 15：南车青岛四方生产的时速 300 公里动车组



资料来源：东方证券研究所

从在手订单和交付情况看，南车在已交付动车中占居优势，中国铁路第六次大提速时使用的 52 列动车组中，南车及其合营公司提供了 47 列，新造动车组市场占有率达 80% 以上。从订单方面看南车及其合营公司 BSP 在 200-250 公里共计获得约 220 标准列的订单，占比达到 75% 以上，具有绝对优势。在 250-300 公里方面，南北车平分秋色，两家共计获得 120 列的订单，目前南北车各有少量交付。

在 300-350 公里新型动车方面，北车走在了前面。2009 年 3 月 16 日，北车与铁道部签订了用于京沪高铁的 100 列时速 350 公里的新型动车组订单，长客和唐山机车厂分别获得 40 列、60 列的订单，金额为 392 亿元，按照国产化率 80% 计算，北车获得的金额大概是 313.6 亿元左右，是历年来动车组最大的订单，这 100 列新型动车组将于 2010 年开始陆续交货，于 2011 年运行在京沪高速铁路上。此次新型动车组的招标比我们预期的有所提前，此外除了京沪线，还有哈大、京沈等数条线设计时速达到 350 公里，其所需车型均为 350 公里的新型动车组，未来新型动车组的市场容量将大于 200 列，因此这次铁道部的采购只是第一个包，以后还会陆续有这一车型的采购。南车 350 的动车组将于 2010 年下线，我们预计其未来所获得的订单将不少于 100 列。

此外，根据我们的分析，未来时速 200 公里动车组需求空间更加广阔，2012 年后新修造的高速铁路基本竣工投入使用，对 300-350 公里动车的需求将趋于平稳，主要是更新的需求。而一些线路较好的地区稍加改造便可以运行时速 200 公里动车组，带来新的对时速 200 公里动车组的需求，在这方面中国南车技术优势明显，我们预计未来南车时速 200 公里动车组将有进一步的需求。

表 5：铁道部历次动车组采购

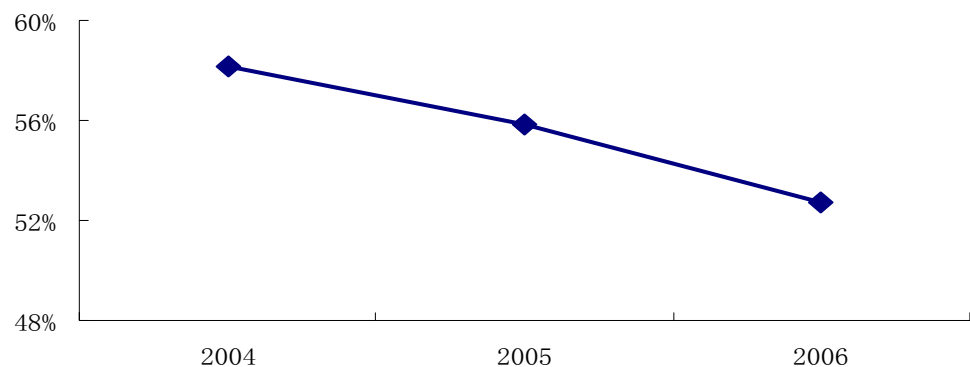
	南车四方、 日本川崎	南车 BSP 庞巴迪	北车长客、 阿尔斯通	北车唐山机车厂、 西门子
200 公里动车组（8 辆编组）	60 列	20 列	60 列	
300 公里动车组（8 辆编组）	60 列			60 列
长大编组卧铺动车组（时速 200-250）	30 亿			
长大编组动车组（时速 200-250、16 辆编组）	20 列	40 列（15 亿美元，其中 庞巴迪大约 5.96 亿美元）		
350 公里动车组（16 辆编组）			40 列	60 列

资料来源：东方证券研究所

在产能方面我们认为公司完全可以承受动车组的大规模招标，公司 2007 年年产动车组 50 列，到 2008 年达到 120 列/年，2012 年计划增加到 160 列/年。此外，公司的生产经营可以按照要求进行调整，释放产能以满足采购要求。

3.3.2 机车是另一增长点

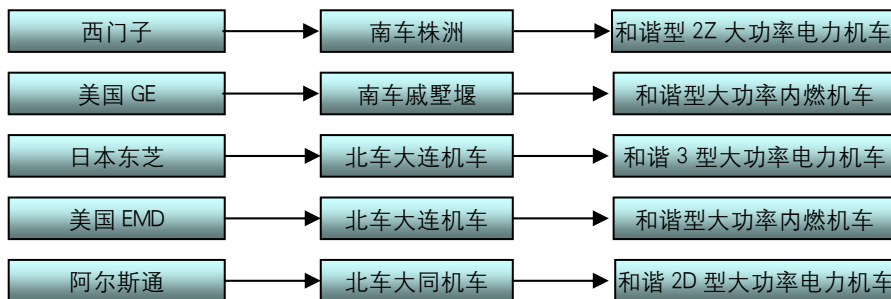
目前，铁路机车的制造主要集中在南车资阳公司、戚墅堰公司、株机公司以及北车集团旗下的大连车辆、二七机车、大同机车等六家企业。从市场占有率情况看，南车整体机车市场占有率逐渐走低，但仍维持在 50% 以上。

图 16：南车机车近年市场占有率情况


资料来源：招股说明书

从技术上看，南北车均通过技术引进掌握了先进的大功率机车的生产工艺。南车株洲电力机车公司受让德国西门子公司的技术，生产和谐 2Z 型大功率电力机车；南车戚墅堰机车车辆厂受让美国 GE 公司的技术，生产和谐型大功率内燃机车；北车大连机车车辆公司受让日本东芝公司和美国 EMD 公司的技术，生产和谐 3 型大功率电力机车与和谐型大功率内燃机车；北车大同电力机车公司受让阿尔斯通公司的技术，生产和谐 2D 型大功率电力机车；

图 17：我国大功率机车技术引进情况



资料来源：东方证券研究所

目前，南车戚墅堰机车有限公司与美国通用电气公司合作研发的我国最大功率的交流传动内燃机车在 2008 年底下线；南车株洲电力机车有限公司与西门子合作开发的 6 轴 9600 千瓦大功率电力机车于 2009 年 1 月 16 日成功下线，这是目前世界上技术最先进、单台机车功率最大的铁路牵引动力装备，将于今年年初开始投入使用。

图 18：南车研制的我国拥有自主知识产权的和谐型 6 轴 9600 千瓦货运电力机车



资料来源：公司网站

截止到 2008 年 6 月 30 号，南车在手机车订单 500 多亿，自 2007 年我国实行第六次大提速以来，南车已累计交付“和谐型”大功率电力机车 117 台，进入 2009 年，随着电气化改造和机车更新换代的加速，带来大量的对大功率电力机车的需求，成为南车另一个业绩增长点。

表 6：铁道部近几年机车采购情况

企业	签约时间	合作方	类型	数量	金额	交付时间
南车株洲	2004-12-7	西门子	HXD1 型 8 轴 9600 千瓦	180 台	73.4 亿, 其中株 38.6 亿	2006 年 4 月至 2007 年 12 月
南车株洲	2007-8-18	阿尔斯通	HSD1B 型 6 轴 9600 功率	意向 1200 台, 签订 500 台购销合同	300 亿	
南车资阳	2008-7		和谐型 6 轴大功率电力机车	500 台		2008 年-2013 年
南车资阳				110 台	20 多亿	2009 年下半年交付
南车戚墅堰	2005-10	GE	和谐 5 型大功率交流传动内燃机车	300 台	68 亿, 其中南车 34 亿	2009 年开始批量交付
北车大连机车公司	2008-2	日本东芝	HXD3 型 6 轴 7200KW	400 台	60 亿元	2009 年 8 月底
北车大同电力机车	2006-10	阿尔斯通	HXD2B 型 6 轴 9600 功率	500 台	113 亿	
北车大连机车公司	2007-2	庞巴迪	“和谐”型 6 轴 9600 功率	500 台	11 亿欧元, 其中 3.7 亿欧元	2008 年底-2011 年
北车大连机车公司	2004-10	日本东芝	“和谐”型大功率交流传动电力机车	240 台		
北车大连机车	2005-9	美国 EMD	大功率交流传动内燃机车	300 台	66.42 (双方各占 50%)	
北车大同电力机车	2005	阿尔斯通	HXD2 型 8 轴 9600 千瓦	180 台	75 亿	

资料来源：东方证券研究所

从产能上看，南车未来电力机车产能将达到 450 台/年，内燃机车主要集中在戚墅堰公司和资阳公司，生产能力从原有 470 台传统内燃机车调整为 300-350 台大功率内燃机车，以满足对大功率机车的需求。

3.3.3 客车和货车需求有所趋缓

目前我国客运正朝着高速发展，基本干线铁路将逐步达到时速 200 公里及以上，采用高速动车组。普通客车受动车组的替代效应，未来需求将会逐步减少，但我们认为时速 200 公里的新型客车未来需求将保持平稳。

中国南车拥有国内铁路客车的主要研发制造基地，并批量生产和出口时速 120、160 公里等级的铁路客车、正研制时速 200 公里等级铁路客车，技术水平世界领先。目前，客车业务收入占比为 12.61%，我们预计未来占比将维持这一水平。

货车方面，随着铁路货运发展，货运提出高速、重载的要求，货车通用产品由 60 吨级向 70 吨级升级，在一些专用运输线路上，逐步使用载重 80 吨级货车，对个别特殊运输需求，采用 100 吨级及以上产品。在速度方面，逐步提高到时速 120 公里，部分发展时速 160 公里的低轴重准高速货车。

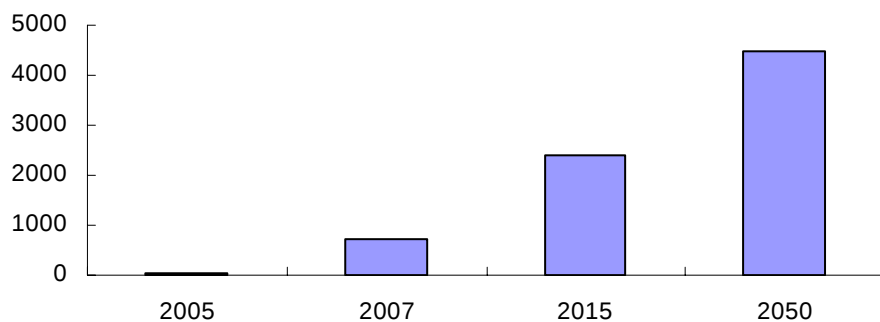
货车业务方面，南车自主研发了载重 70 吨级、80 吨级以上系列货车，处于国内领先地位，40 吨轴重的货车处于世界领先水平。货车业务收入占比最大，但我们预计随着货运需求的减缓，近几年货车业务收入将小幅下降，随着公司收入规模扩大，货车收入占比将逐步下降。

4 城轨地铁车辆市场

随着我国城市化进程的推进以及城市交通问题的日益突出，城市轨道交通逐渐成为各大城市未来建设的重点。在 2000 年之前，全国仅有北京、上海、广州三个城市拥有轨道交通线路，截至 2007 年 12 月 31 日，中国已经开通运行轨道交通的城市 12 个（含香港、台湾地区），其中大陆 10 个城市通车线路总计达 30 条，通车总里程 729 公里。目前已建设以及正在筹备建设轨道交通的城市总计达到 40 多个。

1995 年我国城市轨道交通运营里程只有 43 公里，到 2008 年 9 月，这一数字已增加到 775.6 公里。此外，根据国务院批准的第一批城市轨道交通项目规划，到 2015 年的规划线路长度是 2400 公里，投资规模近 7000 亿，截至 2008 年 11 月已完成了 1000 亿元投资。预计到 2050 年中国城市轨道交通线路总长将超过 4500 公里。城市轨道交通行业步入了跨越式发展的新阶段。

图 19：我国城市轨道交通运营里程



资料来源：东方证券研究所

城市轨道交通行业的快速发展，直接带来对城轨地铁车辆的大规模需求。据统计，2010 年前我国城轨地铁车辆市场年均需求量达到 1200 辆。随着各城市大规模地铁线路的建设，市场需求会进一步增加，未来发展潜力巨大。

4.1 南车城轨地铁车辆保持高增长

公司城轨车辆生产主要集中在四方股份、株机公司和浦镇公司，四方股份为广州地铁四、五号线生产的直线电机车辆已成功交付运营；株机公司生产出国内最高时速 120 公里/小时的地铁车辆，并研制出自主系统集成的 A 型地铁车辆转向架，目前自主系统集成的 B 型地铁车辆转向架研制工作正在开展。浦镇公司目前已建成国内最大的城市轨道交通车辆研制基地，研制出了全铝焊接结构的 A 型车，具备了 A 型车的设计与制造能力；自主设计了模块化铝合金的 B 型车，目前公司形成了年产 400 辆铝合金车体、200 辆不锈钢车体城市轨道交通车辆以及 1000 辆转向架的生产能力，未来在城市轨道交通发展的拉动下，公司此块业务将有爆发性增长。

图 20：南车提供的上海明珠线 2 期地铁车辆



资料来源：公司网站

5 其他技术延伸产品支撑未来增长

南车充分利用自己的技术优势，拓展轨道交通以外的市场，开发风力发电设备、电动汽车、齿轮传动系统、汽车增压器、工业变流、工程机械、燃油机、燃气发动机技术、船用柴油机等，力争在 2010 年形成若干轨道交通装备专有技术延伸产品集群，我们认为这是轨道交通装备市场增速回落支撑公司业绩增长的板块，具有远景的战略意义。

图 21：其他技术延伸产品



资料来源：东方证券研究所

5.1 汽车增压器

目前，国际五大增压器公司在中国所采购的增压器配件（包括壳体和中间体）年均约为 2,600 万件，其中壳体和中间体各约 1,300 万件。随着汽车增压器的广泛使用，以及国际五大增压器公司在中国国内采购比例的快速提升，预计 2011 年后所需增压器的配件（壳体、中间体）年均达 4,000 万件。

目前与国际五大增压器公司配套生产增压器壳体和中间体的国内企业主要有天津新伟祥工业有限公司、江阴机械有限公司、溧阳科华精密铸造有限公司、上海圣德曼铸造有限公司和威墅堰所，威墅堰所是我国铁路机车车辆材料及制造工艺的专业研究机构，是轨道交通装备关键零部件等具有自主知识产权产品的高科技产业化基地。近年来，威墅堰所通过自身技术优势的延伸和管理水平的不断提高，成功进入汽车零配件市场并不断扩大产业规模。但由于受自身产能的制约，目前难以满足市场需求。我们预计随着南车募投项目的达产，威墅堰此块的产能瓶颈将逐步解决，市场份额会有进一步扩大。

5.2 齿轮传动系统

随着机车、动车组和城轨地铁车辆需求的大幅增加，相配套的轨道交通齿轮传动系统也将得到长足发展。在风力发电零部件方面，国家要求风机零部件国产化率达到 70% 以上，作为风机核心零部件之一的齿轮箱占整机造价比重最大，相应的风力发电齿轮传动系统需求较大。在船舶用齿轮传动系统方面，随着中国船舶业的发展，其配套的齿轮箱需求也会逐步增加。在其他工业用齿轮传动系统方面，随着机械制造业的发展，其他工业减速机的市场前景也同样看好，尤其是大型硬齿面减速机及中、小功率减速机。

戚墅堰所从上世纪 80 年代初期专门设立了齿轮传动方面的研究制造部门，为东风 11 型机车和出口到哈萨克斯坦的交流传动机车等产品提供齿轮传动系统，并成为国产新型内燃、电力机车、动车组、城轨地铁车辆的齿轮传动系统等关键零部件的供应商，随着募投项目的建成达产，其齿轮传动系统市场占有率有望从现在的 20% 左右提高到 60%。

5.3 风力发电装备整机

风能是一种清洁的可再生能源，风力发电是目前可再生能源中技术最成熟、最具有规模化开发条件和商业化发展前景的发电方式，2006—2010 年“十一五”期间，按照规划，全国新增风电装机容量预计约 400 万千瓦，平均每年新增 80 万千瓦，至 2010 年底累计装机预计约达 500 万千瓦。2020 年规划目标是 3,000 万千瓦，对风力发电装备的需求大幅增加。

株洲所在轨道交通装备的交流、电机、控制等核心技术方面具有强大优势，且大型风机的功率等级和电力机车处于同一水平，电力机车的再生制动工况也与风力发电工况相似，株洲所掌握的网络控制、变流器、电机、橡胶弹性减震元件等方面拥有的核心技术都可以移植、运用到风电设备制造中，。因此，进军风电装备整机制造领域，能够充分发挥株洲所的技术优势。

5.4 电动汽车整车及关键零部件

电动汽车作为新型能源汽车，在国际上被视为汽车工业的未来发展方向。在中国，电动汽车是朝阳产业并被确定为我国汽车工业优先发展对象，有巨大的发展前景。目前，在《汽车工业振兴规划》中，国家将电动汽车作为发展重点提出，要改造现有生产能力，形成 50 万辆纯电动、充电式混合动力和普通型混合动力等新能源汽车产能，新能源汽车销量占乘用车销售总量的 5% 左右。主要乘用车生产企业应具有通过认证的新能源汽车产品。

南车的电动汽车项目采取“两头在内、中间在外”的生产组织方式，株洲所负责总体设计技术，对各零部件提出技术要求和质量标准，机械、电气等选择国内一流厂家生产，部分关键零部件实行全球采购。可以预见在国家鼓励电动汽车产业的政策扶持下，南车电动汽车业务板块将加速发展。

表 7：南车延伸产品部分订单

时间	客户	数量
2007 年 8 月	新疆金风	5.5 亿
2005 年 8 月	新疆金风	200 台 750KW、2 台 1.2MW 发电机定子
2006 年 7 月	新疆金风	400 台 750KW、50 台 1.5MW 发电机定子
2008 年 6 月	湖南郴州养天湖、岳阳君山风电特许权项目	5 亿
	华电集团	3 年内向华电集团提供 142 台大型风机组、总金额超过 14 亿元

资料来源：东方证券研究所

6 修理业务

目前公司修理业务占比较小，大约 10% 左右，短期内由于新车收入的大幅增加，修理业务收入占比有小幅下降。随着各车型采购量和保有量的逐年增加，未来修理业务的市场容量将会逐步增长。

7 出口业务

公司的整车产品已经分别进入到非洲、亚洲、澳洲和南美洲，部件进入到世界各大洲，2007 年全年出口签约额近 6 亿美元，截止到 2008 年 6 月 30 日，公司海外待完成合同共计 35.52 亿。未来，随着公司整体国际竞争力的逐步加强，出口业务将会快速发展。

表 8：在手订单

时间	机型	出口目的地
2007 年初	19 列动车组	菲律宾
2008 年 10 月	1 亿美元电力动车组	哈萨克斯坦
2008 年 3 月	TM2 型电力机车	中东
2008 年 6 月	15 台交流传动电力机车	乌兹别克斯坦
2008 年 10 月	4 台 TM3 型电力机车	中东
2008 年 7 月 17 日	99 辆不锈钢城轨地铁车辆车体	西班牙
2008 年 7 月 19 日	190 辆矿石车	澳大利亚

资料来源：东方证券研究所

8 垄断的轨道交通装备市场

8.1 南北车垄断的市场格局

建国后，我国成立了铁道部厂务局。1966 年，铁道部厂务局改称铁道部工厂总局；1975 年，又改为铁道部工业总局。1986 年，该局职能进一步细化，并在其基础上成立了中国铁路机车车辆工业总公司。2000 年，根据中央有关精神，中国铁路机车车辆工业总公司被分拆为中国南方机车车辆有限公司和中国北方机车车辆有限公司。

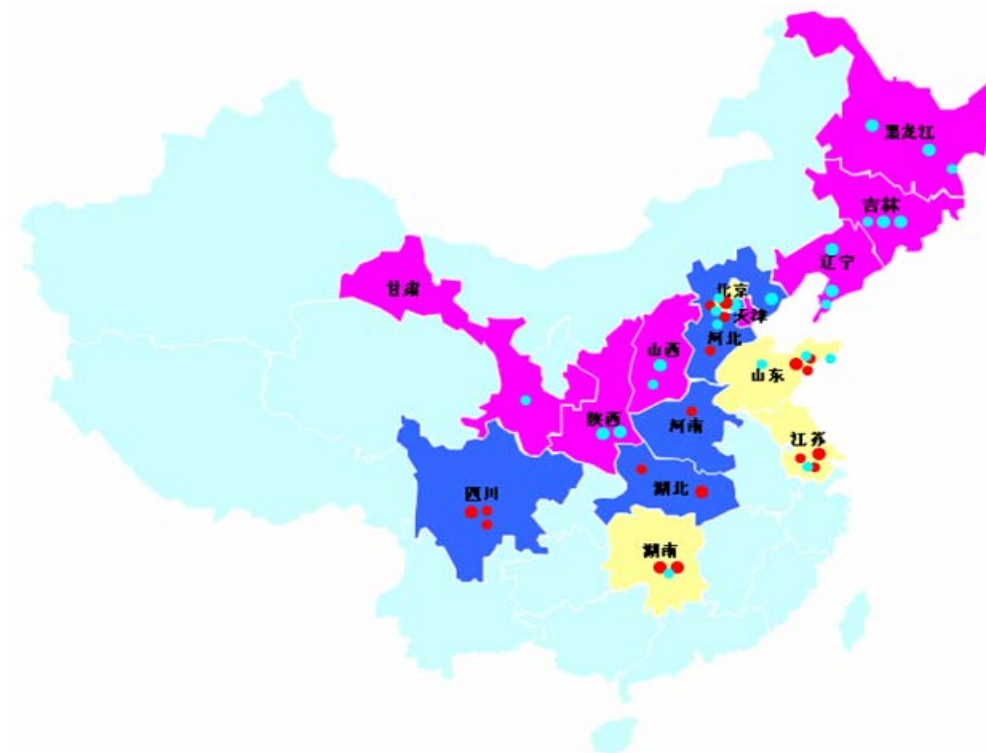
两家公司是我国最主要的轨道交通装备制造企业，占有整个国内市场 95% 以上的份额，其中电力机车、内燃机车、客车、动车组和城轨地铁车辆新造主要集中于两大集团内，货车新造、修理除南北车外，还有重庆重型铸锻厂，晋西车轴、北方创业等几家公司参与，但市场份额不大。

南车、北车资产实力相差不大。南车集团下属 27 个子企业，分布在全国 10 个省、市。北车集团注册资本为人民币 81.6 亿元，成员单位包括 17 个全资企业、8 个控股企业和 4 个参股企业，职工 10 万余人。

从双方的核心资产来看，株洲电力机车厂、南车四方以及由五家机车厂组成的长江车辆有限公司，是南车集团的核心资产。号称亚洲最大的机车车辆厂的齐齐哈尔机车厂是北车集团的核心资产，北车集团旗下实力比较强的还包括大连机车厂、大同机车厂、长春客车厂和唐山机车厂等，都与外资开展了不同程度的合作。

从双方近年来的订单来看，动车组的订单，南车集团下属的南车四方以及四方机车都有所斩获，双方大致旗鼓相当。时速 300 公里的列车，南车和北车都有制造，南车集团下属的四方机车和北车集团下属的唐山机车厂都参与 300 公里以上的机车制造。货运机车方面，北车略占上风，北车集团下属的大连机车厂和大同机车厂分别获得了 500 台货运机车协议，大连机车厂与庞巴迪合作，大同机车厂与阿尔斯通合作。南车集团的株洲电力机车厂也获得了部分合同，主要是与西门子的合作。

图 22：南北车的区域分布



资料来源：东方证券研究所

注：蓝色区域为南车子公司所在区域，红色区域为北车子公司所在区域；黄色区域为两者重合区域，红色点为南车子公司具体地点，绿色点为北车子公司具体地点。

8.2 市场准入壁垒高，竞争不激烈

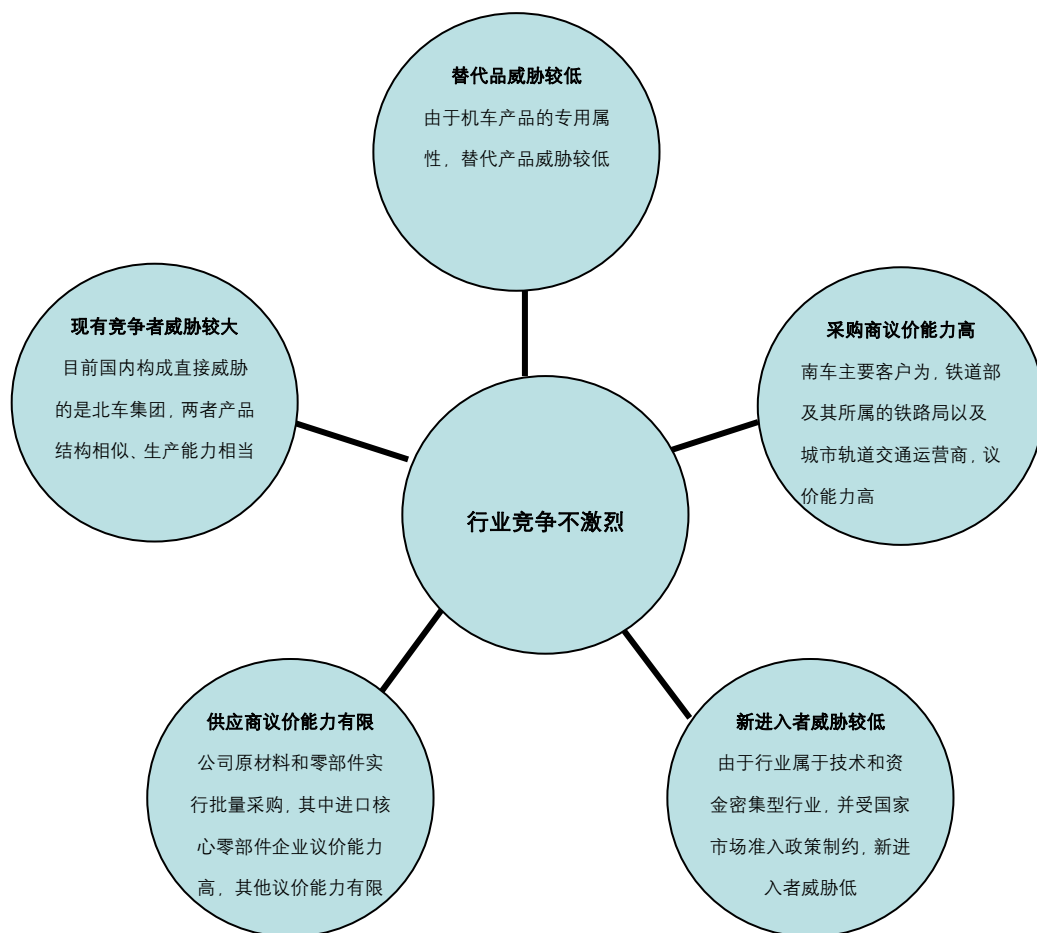
铁道部实行生产许可证管理，凡有能力生产某项铁路机车车辆产品的企业，自行研发的产品或能够证明有合法的产品设计来源渠道的，需要通过试制样车进行试验，达到国家及铁道部标准的，经铁道部专家组评审，通过铁道部认证，才可发放生产许可证。只有拥有生产许可证的企业才可参加铁道部相关项目的投标。这在一定程度上对新进入者形成了壁垒。此外，由于轨道交通装备制造属于资本密集型行业，前期巨大投资为新进入者制造了较高的进入壁垒，从而抑制新企业进入本行业。

我们认为国家倾向把现有企业做大做强，推行严格的市场准入制度，以避免恶性竞争、资源浪费，短时期内行业的竞争格局不会发生变化，中国南车在各方面的市场地位将得到逐步巩固和加强。

对于国外企业，我国轨道交通装备制造业有相对特殊的铁路技术规范 and 标准（TB-铁标），凡是要进入我国铁路网运营的设备都要满足这个标准。世界铁路主要采用 UIC 和 AAR 标准，TB-铁标对于国外企业是一个陌生的标准。因此，对于我国已经掌握并批量生产的产品，技术标准对国外潜在竞争者形成一个无形的行业准入限制。对于高端产品，铁道一般采用国际招标的形式进行采购，但通常会提出包括技术转让和与国内厂商合作生产的要求。因此外资企业在获得订单的时候不是以在我国直接生产或整车进口的形式进入，本地化生产要求限制了他们直接进入我国铁路装备市场。

对于海外的主要铁路设备生产企业，如庞巴迪、阿尔斯通、西门子、通用电气、川崎重工等，目前中国的铁路机车、客车、货车等制造没有对外资完全开放，他们只能通过与中资企业合作等方式参与我国铁路机车的制造，短期内国外竞争对手的压力有限。南北车的市场地位得到有效保障，可以说，未来我国轨道交通装备市场主要的供应商为南北车两家企业。

图 23：市场竞争结构分析



资料来源：东方证券研究所

9 财务分析

9.1 动车组、机车和城轨地铁增长可期

动车组：动车组是公司一大亮点，其景气度可延续到 2015 年，未来年均将保持高速增长。

机车：受前几年产品更新换代影响，公司机车产品收入基数下降，2009 年将实现高增长，2010 年开始增速有所回落，未来保持一定增长水平。

城轨地铁车辆：我们认为公司城轨地铁车辆产品未来增长可观，将保持高速增长势头。

货车：受货运需求下降影响，货车需求下滑，我们假设未来货车销量将小幅下滑。

客车：客车受动车组替代影响，未来将保持零增长甚至下滑趋势。

其他技术延伸产品：

9.2 产品价格保持稳定

公司机车方面主要客户是铁道部及其所属的铁路局，定价时通过招标议标的方式确定最终价格，基础价格以成本加成的方式确定，基本遵循市场定价原则，但公司对买方依赖性较，缺乏一定的议价能力，我们假设公司各产品价格保持稳定。

表 9：产品价格

单价	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
机车	1252.03	1466.37	1883.87	1883.87	1883.87	1883.87	1883.87
客车	488.78	611.87	544.20	544.20	544.20	544.20	544.20
货车	47.90	57.13	56.13	56.13	56.13	56.13	56.13
动车组	3712.50	6220.86	6564.81	6564.81	6564.81	6564.81	6564.81
城轨地铁	534.25	500.77	504.25	504.25	504.25	504.25	504.25

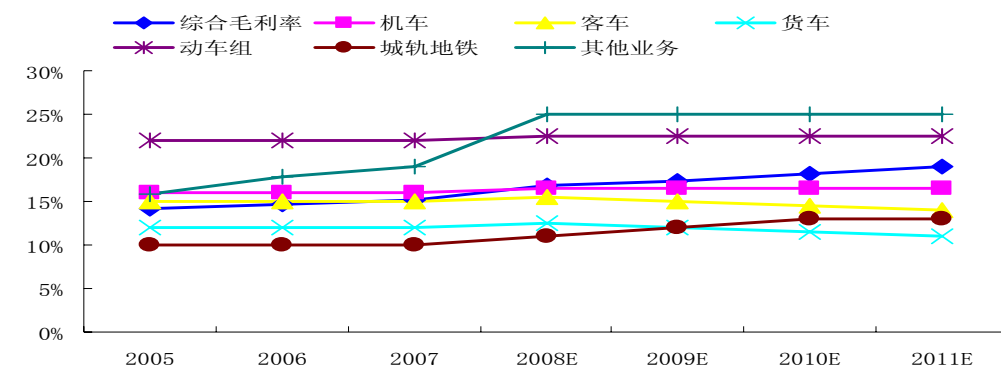
资料来源：东方证券研究所

9.3 毛利率维持平稳小幅上升

公司各项产品中，动车组毛利水平最高，其次是专有技术延伸产品、机车、客车、货车，城轨地铁车辆由于进入较晚，前期研发费用较大，目前毛利水平最低。我们预计公司成熟产品毛利水平基本维持稳定，城轨地铁随着产品不断成熟，其毛利水平将会有所提升。

综合毛利水平将是稳步提高，其来源主要有：1 公司产品结构的优化，动车组、大功率机车、其他专有技术产品以及维修业务等毛利水平高的业务占比将不断提高，从而提高公司整体毛利水平；2 国产化率的进一步提高：目前公司核心产品动车组、城轨地铁、大功率机车等的国产化率在逐步提高，将会进一步降低生产成本，有利于提高毛利水平。

图 24：公司各产品及综合毛利水平



资料来源：东方证券研究所

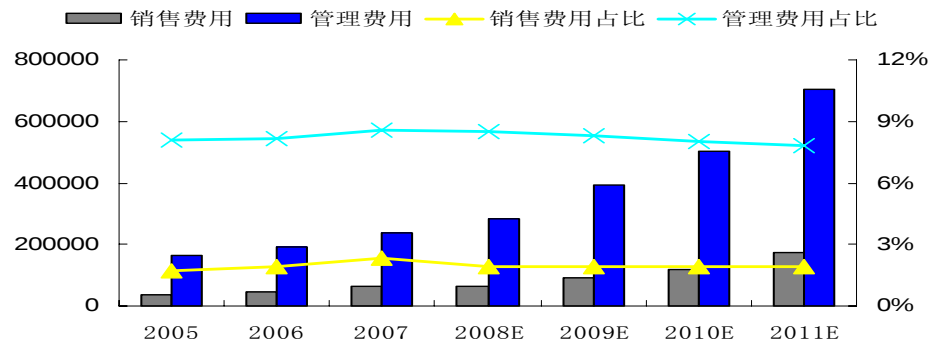
表 10：公司 2009 年 EPS 对主营业务收入增长率和毛利率敏感性分析

		主营业务收入增长率						
公司 毛利率	0.187	39.860%	40.860%	41.860%	42.860%	43.860%	44.860%	45.860%
	17.070%	0.236	0.217	0.197	0.178	0.159	0.140	0.121
	17.170%	0.239	0.219	0.200	0.181	0.162	0.143	0.124
	17.270%	0.241	0.222	0.203	0.184	0.165	0.146	0.127
	17.370%	0.244	0.225	0.206	0.187	0.168	0.149	0.130
	17.470%	0.247	0.228	0.209	0.190	0.171	0.152	0.133
	17.570%	0.250	0.231	0.212	0.193	0.174	0.155	0.135
	17.670%	0.253	0.234	0.215	0.196	0.177	0.157	0.138

资料来源：东方证券研究所

9.4 期间费用占比逐步下降

随着公司在手订单的不断饱满，国企的规模优势得以发挥，闲散生产力得到有效利用，未来公司期间费用增幅将小于营业收入增幅，期间费用占比小幅下降。

图 25：公司期间费用占比


资料来源：东方证券研究所

表 11：公司 2009 年 EPS 对销售费用和管理费用的敏感性分析

		销售费用						
管理 费用	0.187	1.60%	1.70%	1.80%	1.90%	2.00%	2.10%	2.20%
	8.00%	0.204	0.201	0.199	0.196	0.193	0.190	0.187
	8.10%	0.201	0.199	0.196	0.193	0.190	0.187	0.184
	8.20%	0.199	0.196	0.193	0.190	0.187	0.184	0.181
	8.30%	0.196	0.193	0.190	0.187	0.184	0.181	0.178
	8.40%	0.193	0.190	0.187	0.184	0.181	0.178	0.175
	8.50%	0.190	0.187	0.184	0.181	0.178	0.175	0.173
	8.60%	0.187	0.184	0.181	0.178	0.175	0.173	0.170

资料来源：东方证券研究所

9.5 财务预测

受益于铁路大开发以及城轨地铁车辆市场的快速增长，公司未来动车组、大功率机车、城轨地铁车辆有望保持快速增长，在此带动下，我们预计未来三年归属母公司净利润年均复合增长率为58.24%。

表 12：公司财务分析预测
财务分析

(百万元)	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	27401	33106	47293	62703	90329
税前利润	1194	2002	3075	4843	7932
净利润	1069	1702	2614	4117	6743
EBITDA	1748	2809	4116	5914	8022
每股收益(元)	0.12	0.12	0.19	0.29	0.48
净资产收益率	16.66%	9.14%	12.46%	16.72%	22.11%
每股经营现金(元)	0.21	(0.07)	0.31	0.48	0.72
市盈率(X)	64.38	36.06	23.48	14.91	9.10
EV/EBITDA	(0.40)	15.46	9.97	6.11	3.51

资料来源：东方证券研究所

10 估值和投资建议

10.1 绝对估值

假设公司永续期成长率为 3%，股本溢价为 7%，无风险利率为 5%，债务溢价为 2%，资本成本为 8.62%，公司的目标资产负债率为 50%，则公司自由现金流折现估值为 3.99 元，股息与资本利得折现估值 2.33 元，绝对估值区间为元 3.14-6.79 元。

表 13：DCF 估值比率假设

	2007	2008E	2009E	2010E	永续期
无风险利率	4.35%	4.01%	2.71%	3.06%	5.00%
BETA	1.36	1.08	1.06	1.05	1.00
股本溢价	1.07%	5.65%	5.86%	6.07%	7.00%
股本成本	5.81%	10.11%	8.92%	9.42%	12.00%
债务溢价	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
债务成本	5.69%	5.11%	4.00%	4.30%	5.25%
资产负债率	80.40%	58.83%	61.31%	62.01%	50.01%
WACC	5.71%	7.17%	5.91%	6.25%	8.62%

资料来源：东方证券研究所

表 14：资本成本与永续期主营业务收入增长率敏感性分析

资本成本	永续期增长率							
	3.99	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%	6.00%
	5.62%	4.84	5.21	5.78	6.79	9.04	18.54	-21.94
	6.62%	4.34	4.55	4.86	5.34	6.18	8.05	15.94
	7.62%	3.97	4.10	4.27	4.52	4.90	5.57	7.06
	8.62%	3.69	3.76	3.86	3.99	4.17	4.46	4.96
	9.62%	3.46	3.50	3.55	3.62	3.70	3.83	4.02
	10.62%	3.28	3.30	3.32	3.34	3.38	3.42	3.48
	11.62%	3.13	3.13	3.13	3.14	3.14	3.14	3.14

资料来源：东方证券研究所

10.2 相对估值

10.2.1 国内估值比较

目前生产铁路机车及城轨地铁车辆的上市公司只有中国南车一家，我们以同处铁路产业链的上市公司估值水平进行比较。

铁路施工类上市公司包括中国中铁、中国铁建两家。目前两家上市公司估值平均水平与南车相当。

表 15：铁路施工类上市公司估值水平

代码	公司名称	2007PE	2008PE	2009PE	2010PE	ROE	PB
601390.SH	中国中铁	36.76	224.00	29.51	15.65	6.96%	2.08
601186.SH	中国铁建	23.97	35.58	17.48	12.13	12.51%	2.45
	平均	30.37	129.79	23.50	13.89	9.74%	2.26
601766.SH	中国南车	38.32	36.31	23.64	15.01	12.46%	3.22

资料来源：东方证券研究所

铁路产业链中，货车和零部件类上市公司包括晋西车轴、北方创业、晋亿实业、南方汇通，机床类上市公司包括华东数控、青海华鼎。目前南车估值水平低于这些零部件类上市公司。

表 16：铁路零部件上市公司

代码	公司名称	2007PE	2008PE	2009PE	2010PE	ROE	PB
601002.SH	晋亿实业	140.13	56.35	28.12	21.34	10.00%	3.25
600495.SH	晋西车轴	32.63	26.05	29.14	29.21	12.55%	3.65
600243.SH	青海华鼎	37.36	46.91	40.05	34.44	6.01%	2.48
002248.SZ	华东数控	44.00	48.05	36.82	36.55	11.12%	4.83
	平均	63.53	44.34	33.53	30.38	9.92%	3.55
601766.SH	中国南车	38.32	36.31	23.64	15.01	12.46%	3.22

资料来源：东方证券研究所

10.2.2 国际估值比较

国际上，与南车业务有重合的上市公司有阿尔斯通，庞巴迪、西门子，其估值水平如下。我们认为中国南车正处于中国铁路这样具有爆发性增长的市场中，其未来的增长潜力高于同行业的这些国外上市公司，应享有一定的溢价。

表 17：国外上市公司估值水平

代码	公司名称	2007PE	2008PE	2009PE	2010PE	PB
EPA: ALO	ALSTOM	10.40	6.70	10.04	8.81	2.53
TSX:BBD.SVB	Bombardier	21.21	18.56	5.56	6.11	1.88
SIE	Siemens	10.88	6.98	8.92	9.13	1.52
平均		14.16	10.75	8.17	8.02	1.98
601766.SH	中国南车	38.32	36.31	23.64	15.01	3.22

资料来源：东方证券研究所

10.3 估值与投资建议

我们给与公司 30 倍 PE，对应 2009 年 EPS 股价为 5.7 元，目前股价存在低估，投资评级买入。

11 风险因素

11.1 下游客户集中、议价能力有限

公司主要客户为铁道部机器下属各铁路局以及各城市轨道交通运营商，其中铁道部机器下属各铁路局是其最大的客户，采购量约占行业内企业销售收入的 60%，企业对铁道部及其下属各铁路局有较强的依赖性，在价格制定方面，铁道部采取双方协商的措施，但最后定价权在铁道部，企业的议价能力有限，对企业的经营带来较大不确定性。

11.2 原材料价格波动风险

公司原材料主要有钢材、铝材、铜材等，近年来，钢材、有色金属等基础原材料价格波动较大，对公司生产成本带来较大不确定性，影响公司经营业绩。

附表 1: 客运专线情况

分类		客运专线	设计时速	全长 （公里）	投资总额(亿元)	投产时间	
四纵	京沪		350	1,318	2200	2012	
	北京～武汉～广州～深圳客运专线	北京至武汉	200 公里				
		武广	350	全长 989	1166	2010	
		广深港	线下部分 350 公里/小时，线上部分达 250 公里/小时以上	全长 105	167	2010	
	北京～沈阳～哈尔滨（大连）客运专线	北京至沈阳	300—350 公里	684			
		哈大	350 公里	905	820	2010	
	上海～杭州～宁波～福州～深圳客运专线	上海-杭州	350 公里	近 159	255		
		杭州-宁波	300	约 152	214	2011	
		宁波-温州	200	268	163	2009	
		温州-福州	200	321	180	2009	
		福州-厦门	200	273	144.2	2009	
		厦门-深圳	200 公里	550	300	2010	
	四横	徐州～郑州～兰州客运专线	郑州-西安	下行线为每小时 350 公里，上行线为每小时 200 公里	485	546.68	2009
			徐州-郑州	350	343	460	2012
西安-宝鸡			350	151	193	2012	
西安-兰州			350	650	n.a.	n.a.	
杭州～南昌～长沙～贵阳～昆明客运专线		杭州-长沙	350	880	1161	2,012	
		长沙-昆明	350	1,200	1616	2013	
青岛～石家庄～太原客运专线		石家庄-太原	200	190	171	建成投产	
		青岛-济南	200-250	363	96	2008 年	
		济南-石家庄		408	371		
南京～武汉～重庆～成都客运专线		合肥-武汉	250	357	168	2008	
		合肥-南京	250	166	43	2008.4	
		武汉-宜昌	200 以上	292	238	2009	
		重庆-利川	200	244	203	2012	
		重庆-成都	350	302	400	2012	
其他	南昌～九江	200(设计)	92	583	2010		
	柳州～南宁	200(设计)	227	1740	2012		
	绵阳～成都～乐山	250(设计)	323	2,500	2010		
	哈尔滨～齐齐哈尔	250	285				
	哈尔滨～牡丹江						
	长春～吉林	200(设计)	96	860	2010		

城际客运系统	环渤海	沈阳~丹东	350	208	228	2011
		青岛-烟台-威海	250(设计)	296	217	2009
		北京-承德	350	200.1	22.8	2012
		天津-秦皇岛	350	261	338	2011
		北京-张家口	350			
		唐山-曹妃甸		100		
		唐山-沧州		314		
	长江三角洲	上海-南京	300(设计)/200(运行)	395	300	2010
		南京-杭州	200(设计)	251	314	2012
		南京-安庆	200(设计)	257	126	2012
	珠江三角洲	广州-珠海	200(设计)	143	18	2009
		广州-深圳	300	115		2012
		广州-香港	300	27		2014
		佛山-东莞				2015 之后
		广州-佛山-珠海				2015 之后
		广州-肇庆				2015 之后
		广州-清远				2015
		广州-惠州				2015 之后
		东莞-惠州				2015
		深圳-惠州				2015 之后
		珠海-斗山				2015 之后
		江门-恩平				2015 之后
		肇庆-南沙				2015 之后
	长株潭	长沙-株洲-湘潭		150	30.4	
	成渝	成都-重庆		308	30	
	中原城市群					
	武汉城市圈	武汉-黄石	200 (最高)	91	110	2011
	关中城镇群					
	海峡西岸城镇群	九江-南昌	200(设计)	92	6	2010
		绵阳-成都-峨嵋	250(设计)	323	25	2010
		长春-吉林	200(设计)	96	9	2010
		柳州-南宁	200(设计)	227	17.4	2012

资料来源：东方证券研究所

附表 2：财务报表预测与比率分析
损益表（人民币百万元）

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
营业总收入	27400.96	33105.64	47293.45	62702.86	90329.36
营业成本	23266.00	27528.98	39078.50	51311.47	73160.42
主营业务税金及附加	117.27	140.11	203.49	268.08	385.00
销售费用	641.07	629.01	898.58	1191.35	1716.26
管理费用	2355.72	2813.98	3925.36	5016.23	7045.69
财务费用	239.51	330.21	161.14	102.58	18.76
营业利润	781.40	1663.35	3026.39	4813.15	8003.23
非经常性损益	412.55	338.59	48.33	30.24	(70.85)
税前利润	1193.95	2001.94	3074.71	4843.39	7932.38
所得税	124.91	300.29	461.21	726.51	1189.86
净利润	1069.05	1701.65	2613.51	4116.88	6742.53
少数股东损益	261.69	260.25	399.71	629.64	1031.21
归属母公司净利润	807.35	1441.40	2213.79	3487.24	5711.32
EPS（元/股）	0.12	0.12	0.19	0.29	0.48

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
货币资金	8271.52	14135.81	16531.13	21397.01	29404.41
应收账款票据	5336.84	7509.62	10030.62	12504.73	16725.03
存货	5839.56	7514.62	10380.92	13180.45	18128.73
交易性金融资产	0.00	115.30	115.30	115.30	115.30
流动资产合计	21791.42	33234.93	42250.97	53467.49	72528.10
长期投资	632.56	739.34	739.34	739.34	739.34
固定资产	6298.14	6054.70	6809.44	6892.77	6414.88
在建工程	813.41	2161.36	1430.94	784.86	355.65
可供出售金融资产	49.16	9.42	9.42	9.42	9.42
非流动资产合计	10934.44	11998.04	11971.44	11348.25	10387.89
资产总计	32725.86	45232.97	54222.41	64815.74	82915.99
循环借款	5486.16	3973.21	3973.21	3973.21	3973.21
应付账款	7842.05	10464.61	14380.62	18287.50	25205.25
预收账款	5148.88	5959.01	8039.89	10032.46	13549.40
其他应付款	99.93	22.02	26.59	29.84	31.50
流动负债合计	21682.67	22098.90	28731.52	35676.01	47909.04
非流动负债合计	4627.32	4513.00	4513.00	4513.00	4513.00
负债合计	26309.99	26611.90	33244.52	40189.01	52422.04
股本	7000.00	11840.00	11840.00	11840.00	11840.00
资本公积	(2654.04)	3281.65	3724.41	4421.86	5564.12
未分配利润	0.00	1081.05	2484.71	4632.09	8040.28
股东权益	6415.87	18621.07	20977.89	24626.73	30493.95
负债和股东权益	32725.86	45232.97	54222.41	64815.74	82915.99

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
税后利润	807.35	1441.40	2213.79	3487.24	5711.32
经常性现金支出	1109.69	1437.57	1382.28	1415.21	1513.39
非经常性现金支出	(137.35)	(116.25)	(46.12)	8.83	46.39
营运资金变动	(598.22)	(3845.83)	(312.65)	94.05	186.90
少数股东损益	261.69	260.25	399.71	629.64	1031.21
经营活动现金净流	1443.17	(822.86)	3637.01	5634.96	8489.20
资本开支	1536.29	2020.90	907.45	391.22	81.01
其他投资	0.00	(26.48)	(15.44)	(15.44)	(15.44)
投资活动现金净流	(2349.29)	(1962.80)	(782.98)	(308.73)	(27.89)
贷款增加	3834.41	(114.32)	0.00	0.00	0.00
支付股利利息	(319.07)	(243.06)	(348.97)	(364.42)	(352.31)
其他融资	2648.85	32.87	(109.76)	(95.93)	(101.60)
筹资活动现金净流	2498.26	8649.95	(458.72)	(460.35)	(453.91)
现金净流量	1592.13	5864.29	2395.31	4865.88	8007.40
现金期初余额	0.00	8271.52	14135.81	16531.13	21397.01
现金期末余额	1592.13	14135.81	16531.13	21397.01	1592.13

比率分析

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
增长能力					
营收增长率(%)	16.45%	20.82%	42.86%	32.58%	44.06%
EBITDA 增长率(%)	81.39%	60.68%	46.53%	43.68%	35.65%
EBIT 增长率(%)	5.92%	95.27%	59.89%	54.22%	63.19%
净利润增长率(%)	72.45%	59.17%	53.59%	57.52%	63.78%
盈利能力					
毛利率(%)	15.09%	16.85%	17.37%	18.17%	19.01%
净利率(%)	3.90%	5.14%	5.53%	6.57%	7.46%
EBITDA 利润率(%)	6.38%	8.49%	8.70%	9.43%	8.88%
ROA(%)	3.27%	3.76%	4.82%	6.35%	8.13%
ROE(%)	16.66%	9.14%	12.46%	16.72%	22.11%
ROIC(%)	16.81%	14.08%	17.26%	23.38%	32.08%
偿债能力					
资产负债率(%)	80.40%	58.83%	61.31%	62.01%	63.22%
流动比率(倍)	1.01	1.50	1.47	1.50	1.51
速动比率(倍)	0.63	0.98	0.93	0.95	0.97
价值评估					
P/B(倍)	7.10	3.21	2.86	2.46	2.00
P/E(倍)	64.67	36.22	23.59	14.97	9.14
EV/收入(倍)	(0.03)	1.32	0.87	0.58	0.31
EV/EBITDA(倍)	(0.40)	15.54	10.02	6.15	3.54
EV/EBIT(倍)	(0.68)	21.90	12.94	7.40	3.54

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

周凤武 机械行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

安倩 机械行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

张帆 机械行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn