

最具安全边际的价值洼地

研究结论

- **动车组爆发在即**：动车组是近几年公司业绩增长的主要推动因素，从 2009 年开始此块业务步入高增长，2011-2012 年达到高峰。近年随着高速客运专线的陆续建成，动车组需求集中在 350 公里高速新型动车组。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。随着老线改造的推进，会带来新的时速 200 公里动车组的需求。
- **受更新换代需求拉动，机车和新型客车需求有望大幅增加，城轨地铁车辆维持高速增长**：机车迎来由传统机车向大功率机车的转型换代过程。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。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。新型的高速客车将逐渐取代传统的低速客车，客车也开始经历一个结构调整的过程，主要是 25G 型空调车替代传统客车，带来客车一定时期的集中采购。随着各城市大规模地铁线路的建设，城轨地铁市场需求会进一步增加，未来发展潜力巨大。2010 年前我国城轨地铁车辆市场年均需求量达到 1200 辆。南车城轨地铁市场占有率逐年提高，我们预计这块业务未来几年有望保持年均 50% 的增速。
- **其他技术延伸产品是新的亮点**：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。
- **综合毛利水平有望平稳小幅提高，管理费用率占比有望小幅下降**：从单项产品毛利来看，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。但由于动车组和大功率机车等高毛利产品占比不断提升，公司综合毛利水平有望平稳小幅提高。随着公司在手订单的不断饱满，国企的规模优势得以发挥，虽然公司管理费绝对值会大幅增加，但相对于营业收入的增长，管理费增速将落后于营业收入增速，因此管理费用占比会小幅下降，提高公司盈利能力。
- **市销率估值**：从市效率角度看，新能源板块平均市销率水平为 5.73，据此，南车其他技术延伸产品板块的市值达到 374.73 亿元，铁路产业链和工程机械板块市销率分别为 1.84-3.29，南车铁路机车和城轨地铁板块市值可达 537.79 亿元-961.59 亿元，南车整体价值区间在 7.71-11.29 之间。
- **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 2010 年预测 EPS 股价为 8.7 元，目前股价存在低估，继续维持买入投资评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者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，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武

机械行业分析师

安倩

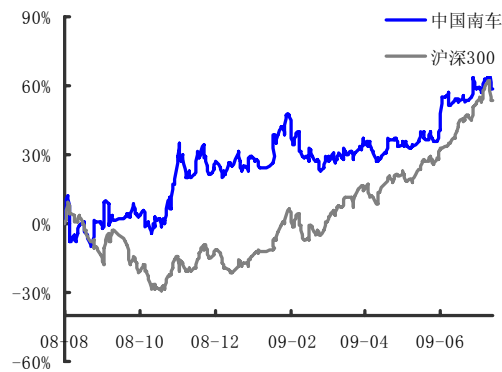
8621-63325888x6100

张帆

zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2009 年 7 月 29 日)	5.44 元
目标价格 (6 个月)	8.7 元
总股本/A 股 (万股)	1184000/300000
A 股市值 (百万元)	16410
国家/地区	中国
行业	交通运输设备制造业
报告日期	2009 年 7 月 30 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月	
绝对表现 (%)	3.80	23.21	58.56	
相对表现 (%)	(9.50)	(10.60)	30.44	
财务分析	2008	2009E	2010E	2011E
(百万元)	35768.15	50676.95	67265.47	85063.1
主营业务收入	1930.53	3019.05	4908.91	6937.2
税前利润	1384.24	2113.34	3436.24	4856.0
归属母公司净利润	2601.30	4382.53	6286.16	6777.3
EBITDA	0.12	0.18	0.29	0.41
每股收益(元)	9.02%	12.29%	16.96%	19.90%
净资产收益率	0.11	0.32	0.55	0.73
每股经营现金(元)	36.87	30.65	18.85	13.34
市盈率(X)	16.83	12.79	8.18	6.48
EV/EBITDA	2008	2009E	2010E	2011E

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

《生逢其时》

2009 年 3 月

目 录

我们与众不同的观点	5
1 恰逢其时的中国南车.....	5
2 跨越式发展的铁路机车车辆市场.....	6
2.1 垄断的轨道交通市场.....	7
3 南车亮点---动车组的巨大潜力	8
3.1 近期动车组需求集中在 300-350 公里	9
3.2 未来老线改造为 200 公里动车空间更广阔	10
3.3 南车动车组的潜力	11
4 更新换代带来机车和新型客车的高增长.....	13
4.1 机车是另一增长点	13
4.2 新型客车有望增长	15
5 城轨地铁车辆市场	16
5.1 南车城轨地铁车辆保持高增长	16
6 其他技术延伸产品支撑未来增长.....	17
6.1 风力发电装备整机	17
6.2 电动汽车整车及关键零部件	17
6.3 汽车增压器	18
6.4 齿轮传动系统	18
7 财务分析.....	19
7.1 动车组、机车和城轨地铁增长可期	19
7.2 产品价格保持稳定	19
7.3 毛利率维持平稳小幅上升.....	19
7.4 期间费用占比逐步下降	20
7.5 财务预测.....	20
8 估值和投资建议.....	21
8.1 绝对估值.....	21
8.2 相对估值.....	22
8.2.1 国内估值比较	22
8.2.2 国际估值比较	22
8.2.3 市销率估值	23
8.3 估值与投资建议	24
9 风险因素.....	24
9.1 下游客户集中、议价能力有限	24
9.2 原材料价格波动风险.....	24

图表目录

表 1：南车主要生产基地	5
表 2：动车组市场容量测算（组）	9
表 3：我国“和谐号”CRH 系列动车组主要技术特征	10
表 4：客运专线	10
表 5：350 公里动车组采购	12
表 6：铁道部历次动车组采购	12
表 7：铁道部近几年机车采购情况	15
表 8：南车延伸产品部分订单	19
表 9：公司财务分析预测	21
表 10：DCF 估值比率假设	21
表 11：资本成本与永续期主营业务收入增长率敏感性分析	22
表 12：铁路施工类上市公司估值水平	22
表 13：铁路零部件上市公司	22
表 14：国外上市公司估值水平	23
表 15：新能源板块市销率	23
表 16：铁路产业链公司市销率	23
表 17：工程机械板块市销率	24
表 18：市销率估值	24
附表 1：客运专线情况	25
附表 2：财务报表预测与比率分析	27
图 1：2008 年收入结构	6
图 2：2007 年收入结构	6
图 3：铁路网营业里程	7
图 4：历年机车车辆购置投资额及其增长率	7
图 5：未来客运专线规模	8
图 6：世界各国客运使用动车组比重	9
图 7：CRH 系列动车组技术引进	11
图 8：南车青岛四方生产的时速 300 公里动车组	12
图 9：复线和电气化里程及其增长率	13
图 10：南车机车近年市场占有率情况	14
图 11：我国大功率机车技术引进情况	14
图 12：我国城市轨道运营里程	16
图 13：其他技术延伸产品	17

图 14：公司各产品及综合毛利水平	20
图 15：公司期间费用占比	20

我们与众不同的观点

- 动车组是近几年公司业绩增长的主要推动因素，增长的高点在 2011-2012 年；更新换代带来的机车和新型客车也将保持高速增长，城轨地铁车辆全年有望实现 50% 的增速，其他技术延伸产品由于基数低，也将实现高速增长。上述几项因素推动公司全年实现 50% 以上的增速。
- 动车组的增长分两个阶段：2012 年前随着大规模高速客运专线的陆续建成，需求主要集中在 350 公里新型动车组。2012 年后，原有老线改造会带来 200 公里动车组的需求，且空间更大。
- 国外零配件的供给不构成动车组产能瓶颈：原因有 2 个：1 动车组国产化率已达到了 80% 左右，大部分零配件均在国内采购，国外供给的关键零配件占比小，随着国产化率的提高，这一占比将会进一步减小。2 西门子、庞巴迪等在亚洲的业务占比在 10% 以下，完全有产能保障对中国的供给。因此，担心国外零配件成为动车组供给的瓶颈完全没有必要。
- 公司毛利率会维持稳中有升的态势：毛利率的提升主要来源于公司产品结构的优化，动车组、大功率机车、新型客车、其他技术延伸产品等的毛利率水平较高，未来这些高毛利产品占比会大幅提高，虽然单项产品毛利率维持稳定或小幅下降，但是公司综合毛利率有望保持稳中有升的态势。
- 具有估值优势：截止 2009 年 7 月 29 日整个 A 股平均 PE 水平为 28.11 倍，沪深 300 平均 PE 水平为 25.90 倍，东方机械指数平均 PE 为 30.46 倍。南车按照 2009 年预测盈利水平 PE 为 30.22，与行业估值水平相当，按照 2010 年预测盈利水平平均 PE 为 18.13，远低于市场和行业平均水平。

1 恰逢其时的中国南车

中国南车是我国轨道交通装备市场的龙头企业，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。动车组的生产主要集中在四方股份、浦镇公司以及四方有限三个子公司；电力机车的生产主要集中在株机公司和资阳公司，内燃机车主要在戚墅堰公司；客车分布在四方股份、浦镇公司和四方有限；货车集中在长江公司、眉山公司、二七车辆；城轨车辆分布在株机公司、四方股份和浦镇公司。

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			✓	✓			✓	✓

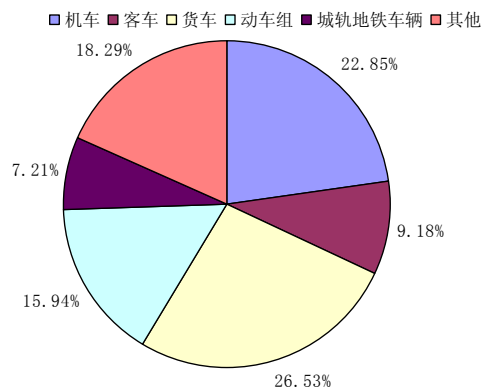
长江公司			✓	✓	
眉山公司			✓		
二七车辆			✓	✓	
洛阳公司	✓				
襄樊公司	✓				
成都公司	✓		✓		
四方有限	✓	✓	✓		✓
石家庄公司					✓

资料来源：公司招股说明书、东方证券研究所

从 2008 年收入结构来看，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，动车组，客车和城轨地铁车辆占比最少。对比 2007 年，可见高毛利的动车组和其他技术延伸产品收入占比大幅提高，货车、客车占比大幅下降，我们预计这种收入结构的变化趋势将延续。

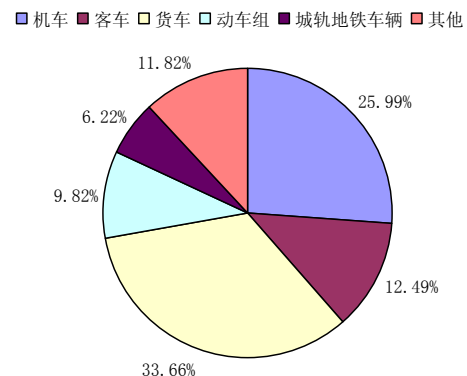
未来受客运专线、城市轨道交通建设拉动，最具有爆发性增长的是动车组和城轨地铁车辆，其占比将会逐渐增加，成为南车未来增长的引擎。机车和客车经历了一个更新换代的过程，机车由 6000KW 的传统机车向 7200KW、9600KW 新型大功率机车转变，客车由传统客车向新型的空调客车转变，受益于这一过程机车和客车的占比近几年会维持相对稳定。货车受货运低迷的影响近几年需求大幅下滑，预计未来收入占比也会继续下降。

图 1：2008 年收入结构



资料来源：公司公告

图 2：2007 年收入结构



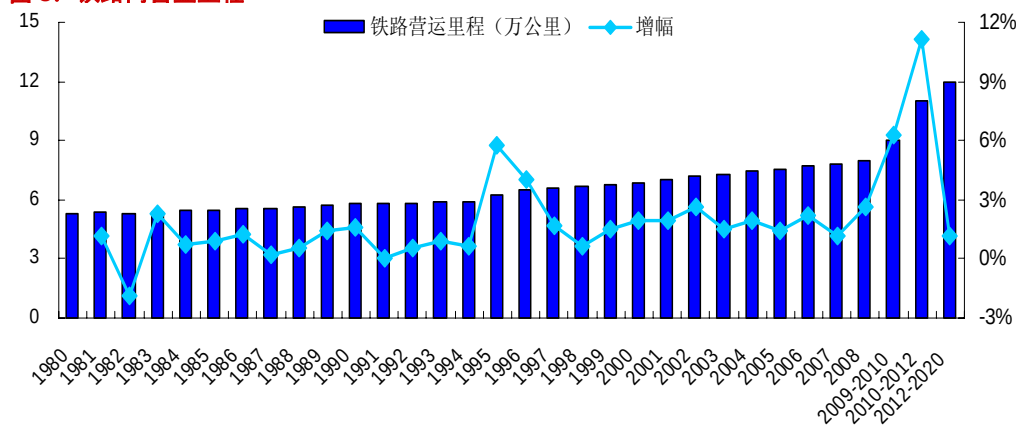
资料来源：公司公告

2 跨越式发展的铁路机车车辆市场

我国铁路建设一直跟不上整个经济发展的步伐，造成了客货运供需矛盾严重。为了解决铁路对经济发展的制约作用，从 2004 年开始我国铁路建设进入加速轨道，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，从这个角度来看，2012 年前我国铁路将迎来建设的高峰期。

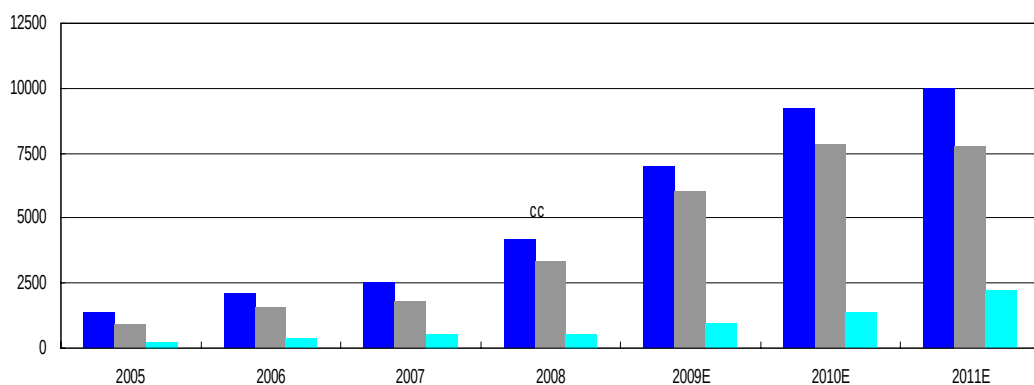
图 3：铁路网营业里程



资料来源：东方证券研究所

铁路加速建设带来大量对机车车辆的需求，机车车辆市场也呈现欣欣向荣的新景象。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，铁路产业链上的公司必将受益于这一轮的铁路设备采购高潮，步入业绩高增长的时期。

图 4：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

2.1 垄断的轨道交通市场

目前，中国的轨道交通市场被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所垄断，两家合计占有整个国内市场 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。

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。

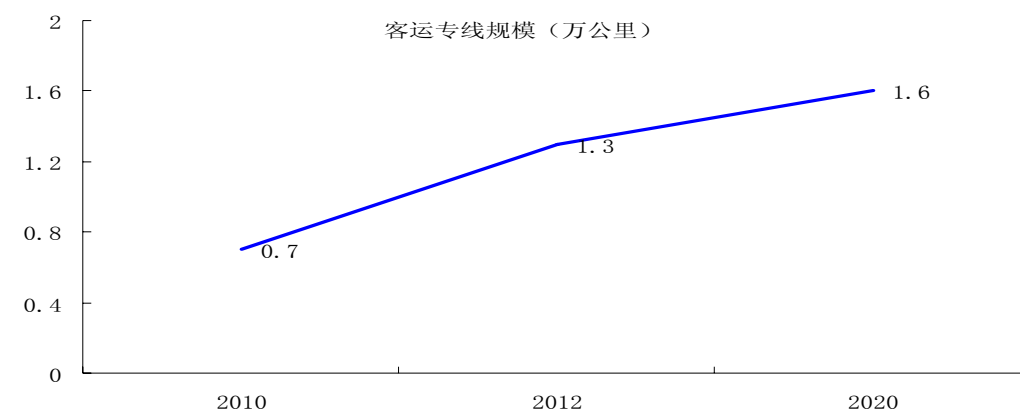
由于目前我国轨道交通车辆市场还未完全对外开放，国外企业如庞巴迪、阿尔斯通、西门子、川崎重工等不能直接提供整车，参与我国此轮铁路建设。他们主要是通过向南、北车合作，提供关键零备件等分享铁路投资的大蛋糕。因此，此轮铁路建设带来的大量机车采购将被南、北车两家充分分享。

3 南车亮点---动车组的巨大潜力

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，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。

2008 年，投产客运专线 1133.6 公里，共有 24 条客运专线和城际铁路在建，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 5：未来客运专线规模

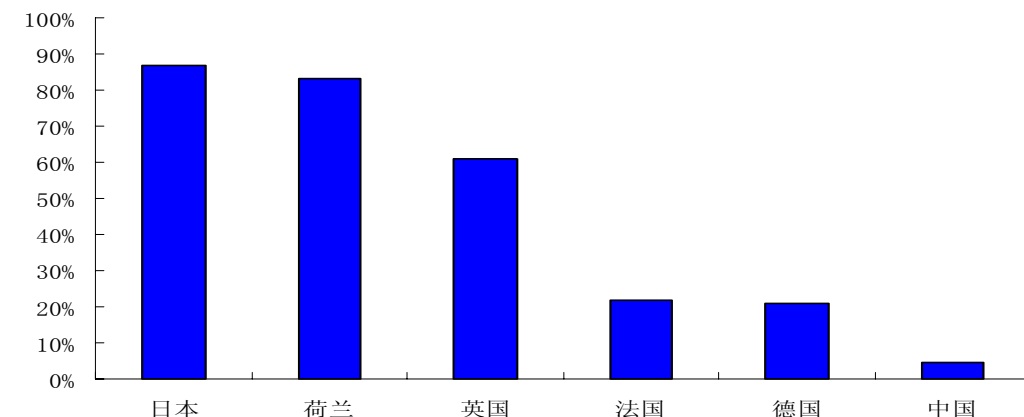


资料来源：东方证券研究所

客运专线的加速建设必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的现状，大力发展客运专线，投入动车组成为大势所趋，未来动车组的需求空间非常广阔。

图 6：世界各国客运使用动车组比重



资料来源：东方证券研究所

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，由此也拉动车组的需求达到高点。2008 年底我国和谐型动车组保有量达到 176 组，到 2010 年这一保有量将达到 700 组，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，是 2004-2008 年采购量的总和。但我们认为这一数据仍显保守，实际投入量有望超过 700 组。

下面我们将分两个方面对未来动车组的市场容量进行测算。到 2012 年我国客运专线的里程将达到 1.3 万公里，低配标准按照每 10 公里一组动车组进行配置，动车组市场容量达到 1300 组，这在日常客运不紧张的情况下能够满足客运需求；中配标准达到 3900 组，能够解决客运紧张的情况下的需求。高配标准达到 6500 组，能够满足春运高峰时期的客运需求。

此外，时速 200 公里的动车组还将在电气化改造地区运行，到 2012 年我国电气化率达到 50%，铁路营业里程达到 11 万公里，则有 5.5 万公里铁路是电气化铁路，我们假设有 2 万公里铁路可以用于运行时速 200 公里动车组，则按照 10 公里一组的低配标准，老线改造所提供的时速 200 公里动车组的市场容量为 2000 组，若达到中配标准的市场容量为 6000 组，达到高配标准的市场容量为 10000 组。

表 2：动车组市场容量测算（组）

	最低配置	中配	最高配置
客运专线	1300	3900	6500
老线改造	2000	6000	10000

资料来源：东方证券研究所

3.1 近期动车组需求集中在 300-350 公里

从我国铁路建设的规划看，2012 年前主要集中在客运专线的建设，其中有数条 350 公里高速客运专线。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。

表 3：我国“和谐号”CRH 系列动车组主要技术特征

类型	生产厂家	组成	速度	应用线路
CRH1	南车（BSP）	8 编组（5 动 3 拖）	200-250	广深、沪昆
CRH2A	南车（四方股份）	8 编组（4 动 4 拖）	200-250	京沪、胶济、京广、合武
CRH2B	南车（四方股份）	16 编组（8 动 8 拖）	200-250	京沪
CRH2C	南车（四方股份）	8 编组（6 动 2 拖）	300-350	京津、胶济
CRH2E	南车（四方股份）	16 编组（8 动 8 拖）	200-250	京沪
CRH3C	北车（唐客、长客）	8 编组（4 动 4 拖）	350	京津
CRH5	北车（长客）	8 编组（5 动 3 拖）	200-250	京哈、京广（北段）、石大

资料来源：东方证券研究所

3.2 未来老线改造为 200 公里动车空间更广阔

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。从近期铁道部对于动车组的采购情况看，时速 200 公里的动车组尚未有新的采购，但我们预计高速客运专线建设高峰过后，随着老线改造的推进，会带来新的时速 200 公里动车组的需求。此外，200 公里动车组在人口密集的城际间运输中具有优势，且不用新修线路，200 公里的动车组未来需求空间将更加广阔。

表 4：客运专线

性质	线路
时速 300 km/h 以上新线	京津城际铁路
时速 200 km/h 以上新线	秦沈客运专线 合宁铁路 合武铁路 胶济客运专线 石太客运专线
提速改造线	广深线 京哈线 京沪线 京广线 宣杭线 沪杭线 沪宁线 陇海线 浙赣线 武九线 达成线 遂渝线
建造及规划中路线	京哈客运专线 京沪客运专线（京沪高铁） 沪杭甬客运专线 杭福深客运专线 京广深客运专线 沪汉蓉客运专线 青太客运专线
	京沈客运专线 哈大客运专线 沪杭甬客运专线杭甬段 甬台温铁路 温福铁路 福厦铁路 厦深铁路 京武客运专线 京石客运专线 石武客运专线（石郑客运专线 郑武客运专线） 武广客运专线 合宁客运专线 合武客运专线 汉宜铁路 宜万铁路宜昌至利川段 渝利铁路 遂渝铁路 达成铁路遂宁至成都段 石德客运专线

西安—郑州—徐州客运专线 郑西客运专线 | 徐郑客运专线

杭长昆客运专线

杭长客运专线 | 长昆客运专线

京台高速铁路

京福高速铁路(合蚌客运专线)

城际铁路

京石城际铁路 | 沪宁城际铁路 | 沪杭城际铁路 | 宁杭城际铁路 | 宁安城际铁路 | 成绵乐城际铁路 | 南柳城际铁路 | 广珠城际铁路 | 穗莞深城际线 | 哈大齐城际铁路 | 长吉城际铁路 | 青烟威城际铁路 | 昌九城际铁路 | 武汉城市圈城际铁路 | 沪通铁路

其他

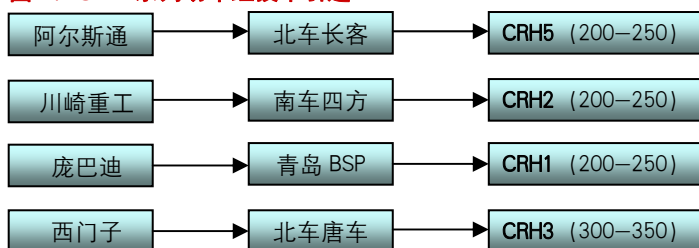
贵广铁路 | 南广铁路 | 向莆铁路

资料来源：东方证券研究所

3.3 南车动车组的潜力

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，南车与庞巴迪的合资企业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 7：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 8：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。

未来，在 350 公里新型动车组方面，南北车有望平分秋色，第一批 100 列的 350 公里新型动车组由中国北车获得，第二批 350 公里新型动车组正在招标过程中，共有 320 列，其中长大编组的有 200 列，标准编组的有 120 列。我们预计南车将获得一半以上的份额，这些新型动车组均将在 2011-2012 年集中交付，为这两年的高速发展奠定基础。

表 5：350 公里动车组采购

货物种类	货物名称	数量
A 类	时速 350 公里速度级 16 辆编组动车组	200 列
B 类	时速 350 公里速度级 8 辆编组动车组	120 列

资料来源：东方证券研究所

目前，南车在手订单 505 亿元，动车组有尚未交付的 51 列时速 300 公里动车组，以及 16 列长大编组 200-250 公里动车组。

表 6：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 列			
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

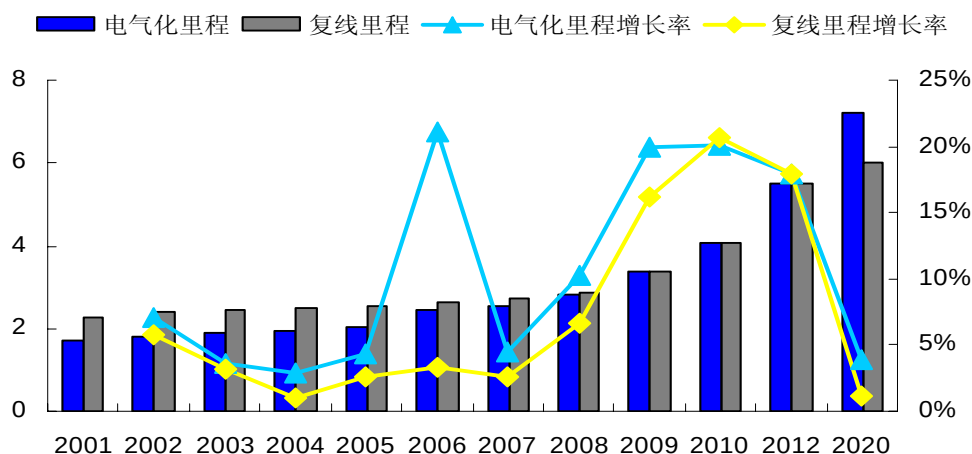
资料来源：东方证券研究所

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。

4 更新换代带来机车和新型客车的高增长

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 9：复线和电气化里程及其增长率



资料来源：东方证券研究所

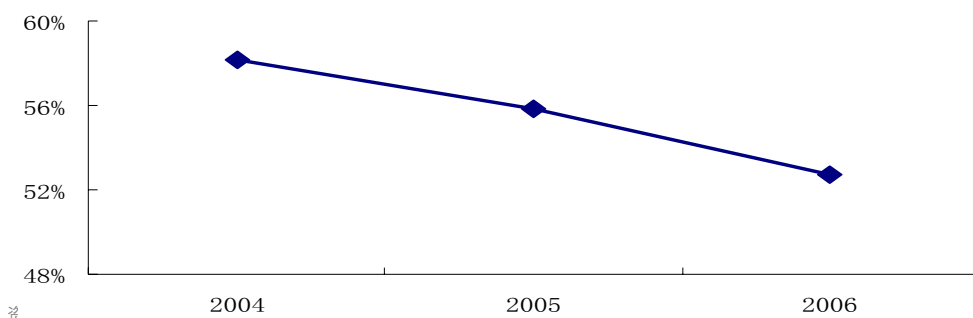
4.1 机车是另一增长点

客货分离是大功率机车增长的动力。客运专线建成后，既有线路对大功率机车的需求增加。机车迎来由传统机车向大功率机车的转型换代过程。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。此外，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。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，

截止 2008 年底，我国自主制造的 6 轴 7200 千瓦和 8 轴 9600 千瓦大功率电力机车累计下线 760 台，已投入大秦、京广、京沪等线使用。自主研制的 6 轴 9600 千瓦大功率电力机车成功下线。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。

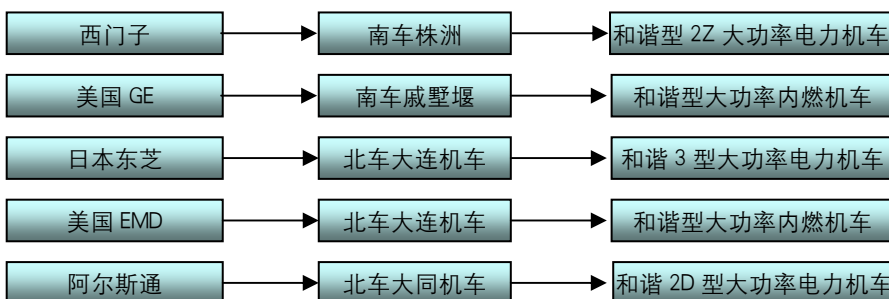
目前，铁路机车的制造主要集中在南车资阳公司、戚墅堰公司、株机公司以及北车集团旗下的大连车辆、二七机车、大同机车等六家企业。从市场占有率情况看，南车整体机车市场占有率逐渐走低，但仍维持在 50% 以上。

图 10：南车机车近年市场占有率情况



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 11：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。

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，目前中国南车的大功率机车处在加速的前期，6 轴 9600 千瓦大功率机车已完成了运营、试验工作，开始实现销售。7200 千瓦大功率机车 6 月份实现了首台下线，今年也开始交付。与 GE 合作的大功率内燃机车已完成了试验，并开始实现销售。我们预计全年机车增速在 80% 左右，成为南车另一个业绩增长点。

表 7：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	南车株洲	2004.12.7	西门子	HXD1 型 8 轴 9600 千瓦	180 台	73.4 亿 (株洲 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		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	大功率内燃机车	300 台	68 亿, 其中南车 34 亿	2009 年开始批量交付
	南车株洲	2008.6		交流传动电力机车	15 台		2010 年初开始交付, 至 2010 年上半年交付完
	南车株洲	2008.7		内燃机车	15 台		
	南车株洲	2008.10		大功率电力机车		1 亿美元	
	南车资阳	2009.6		6 轴电力机车	400 台		
北车	北车大连	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	2006.10	阿尔斯通	HXD2B 型 6 轴 9600 功率	500 台	113 亿	
	北车大连	2007.2	庞巴迪	“和谐”型 6 轴 9600 功率	500 台	11 亿欧元, 其中庞巴迪 3.7 亿欧元	2008 年底-2011 年
	北车大连	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	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	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。

4.2 新型客车有望增长

客运方面未来朝着高速的方向发展，动车组逐渐替代传统客车，但在一些不适合使用动车组的地区，新型的高速客车将逐渐取代传统的低速客车，客车也开始经历一个结构调整的过程，主要是 25G 型空调车替代传统客车。到 2010 年时速 120 公里及以上空调客车要达到 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。

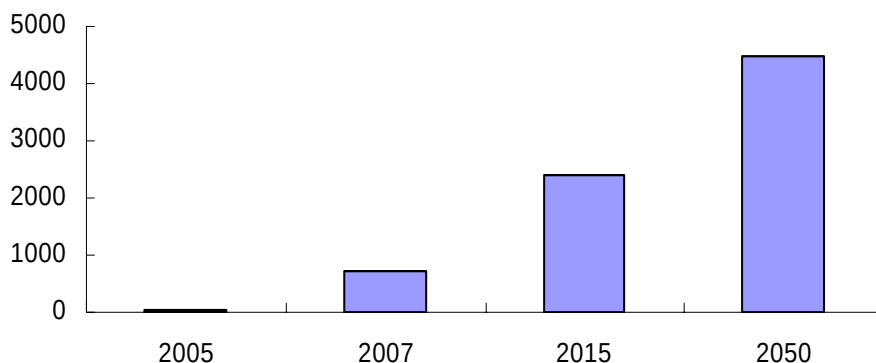
中国南车拥有国内铁路客车的主要研发制造基地，并批量生产和出口时速 120、160 公里等级的铁路客车、正研制时速 200 公里等级铁路客车，技术水平世界领先。目前，客车业务收入占比为 12.61%，我们预计未来占比将维持这一水平。

5 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 12：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。

5.1 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。

6 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 13：其他技术延伸产品



资料来源：东方证券研究所

从 2008 年情况来看，风力发电电机增长 408%、船用柴油机增长 239%、电动汽车增长 148%、工程机械增长 584%、非机车车辆配件、汽车增压器配件、工业电机电器等增长 70%-90%。

6.1 风力发电装备整机

我国风力发电市场前景广阔，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。

南车集团最早于 2003 年制定了进军风电的战略，由下属的株洲电力机车研究所介入发电机、逆变器风机部件的研制，株洲所在轨道交通装备的变流、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。

2006 年 8 月 18 日，株洲电力机车研究所成立风电事业部，不断加快风电项目的产业化进程。株洲电力机车有限公司计划投资 33.5 亿在株洲高新区新建南车时代工业园，其中约 21 亿元用于扩建风电产业基地，预计形成 500 套/年的风电机组和 1000 台/年变流器的生产能力。建成投产后，公司风力发电机的生产能力将扩大一倍，年新增销售收入 25 亿元。目前，南车集团与金风科技、华电集团已签署了战略合作伙伴关系，共签订超过 33 亿元的风电设备采购合同。

6.2 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。

6.3 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。

6.4 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。

威墅堰所从上世纪 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%。

表 8：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

7 财务分析

7.1 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，将保持年均 50% 的增速。

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：由于基数低，包括工程机械、风电、电动汽车等均有望保持较快发展势头。

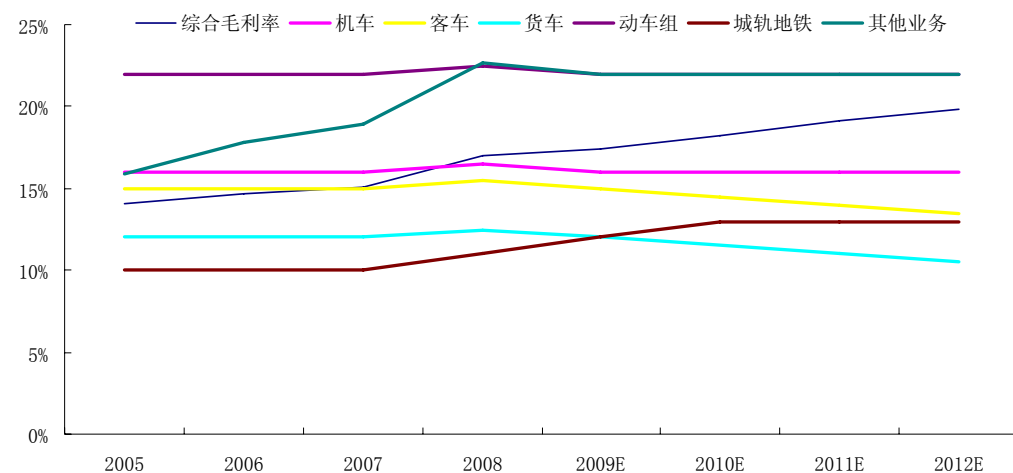
7.2 产品价格保持稳定

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。

7.3 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。

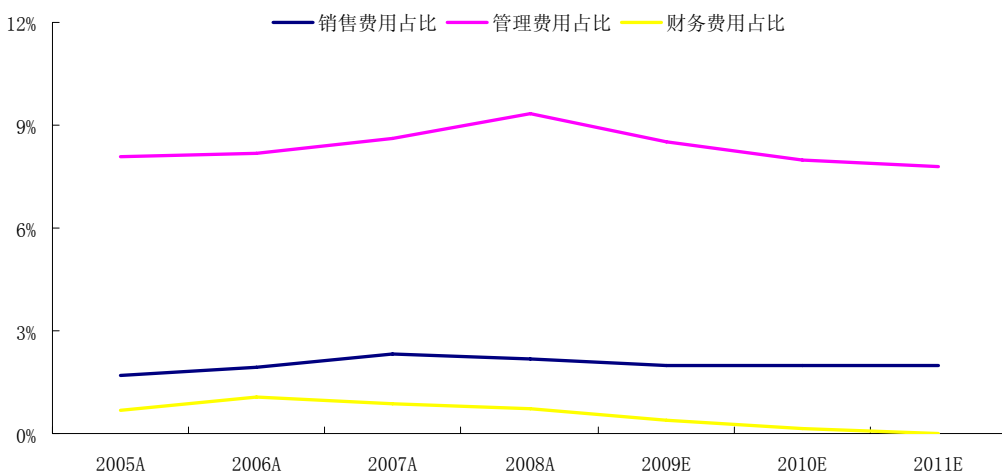
综合毛利水平将是稳步提高，其来源主要有：1 公司产品结构的优化，动车组、大功率机车、其他专有技术产品以及维修业务等毛利水平高的业务占比将不断提高，从而提高公司整体毛利水平；2 国产化率的进一步提高：目前公司核心产品动车组、城轨地铁、大功率机车等的国产化率在逐步提高，将会进一步降低生产成本，有利于提高毛利水平。

图 14：公司各产品及综合毛利水平


资料来源：东方证券研究所

7.4 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 15：公司期间费用占比


资料来源：东方证券研究所

7.5 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51.95%。

表 9：公司财务分析预测
财务分析

(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	35768.15	50676.95	67265.47	85063.14
税前利润	1930.53	3019.05	4908.91	6937.26
归属母公司净利润	1384.24	2113.34	3436.24	4856.08
EBITDA	2601.30	4382.53	6286.16	6777.34
每股收益(元)	0.12	0.18	0.29	0.41
净资产收益率	9.02%	12.29%	16.96%	19.90%
每股经营现金(元)	0.11	0.32	0.55	0.73
市盈率(X)	36.87	30.65	18.85	13.34
EV/EBITDA	16.83	12.79	8.18	6.48

资料来源：东方证券研究所

8 估值和投资建议

8.1 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 5.16 元，绝对估值区间为元 3.93-9.21 元。

表 10：DCF 估值比率假设

	2008	2009E	2010E	2011E	永续期
无风险利率	4.01%	2.71%	3.06%	3.46%	5.00%
BETA	0.95	0.98	0.99	0.99	1.00
股本溢价	5.44%	4.44%	4.86%	5.33%	7.00%
股本成本	9.18%	7.06%	7.85%	8.72%	12.00%
债务溢价	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
债务成本	5.25%	4.00%	4.30%	4.64%	5.25%
资产负债率	58.94%	62.54%	64.32%	66.81%	50.01%
WACC	6.86%	5.15%	5.57%	6.00%	8.62%

资料来源：东方证券研究所

表 11：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							
	5.16	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%	6.00%
	5.62%	6.15	6.73	7.63	9.21	12.75	27.71	(36.04)
	6.62%	5.46	5.82	6.32	7.11	8.50	11.60	24.71
	7.62%	4.95	5.18	5.49	5.92	6.60	7.79	10.46
	8.62%	4.57	4.71	4.90	5.16	5.52	6.09	7.09
	9.62%	4.26	4.35	4.47	4.62	4.83	5.12	5.58
	10.62%	4.01	4.07	4.14	4.23	4.35	4.50	4.73
	11.62%	3.81	3.84	3.88	3.93	3.99	4.07	4.18

资料来源：东方证券研究所

8.2 相对估值

8.2.1 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 12：铁路施工类上市公司估值水平

代码	公司名称	2008PE	2009PE	2010PE	2011PE	ROE	PB
601390.SH	中国中铁	129.11	25.95	17.94	15.29	9.43%	2.33
601186.SH	中国铁建	34.50	20.46	13.37	11.75	11.91%	2.42
	平均	81.81	23.20	15.65	13.52	10.67%	2.38
601766.SH	中国南车	46.53	30.48	18.74	13.26	12.29%	3.62

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 13：铁路零部件上市公司

代码	公司名称	2008PE	2009PE	2010PE	2011PE	ROE	PB
601002.SH	晋亿实业	58.11	31.67	20.37	16.72	8.94%	3.05
600495.SH	晋西车轴	26.58	41.15	34.86	30.70	6.61%	2.30
600243.SH	青海华鼎	50.27	61.28	52.02	39.21	4.52%	2.77
002248.SZ	华东数控	56.90	42.37	40.06	34.01	12.06%	5.15
	平均	47.96	44.12	36.83	30.16	8.03%	3.31
601766.SH	中国南车	46.53	30.48	18.74	13.26	12.29%	3.62

资料来源：东方证券研究所

8.2.2 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 14：国外上市公司估值水平

代码	公司名称	2008PE	2009PE	2010PE	2011PE	PB
EPA: ALO	ALSTOM	11.72	10.40	11.84	12.48	4.51
TSX:BBD.SVB	Bombardier	6.41	9.28	8.95	7.00	2.58
SIE	Siemens	8.18	11.14	11.39	9.52	1.78
平均		8.77	10.27	10.73	9.67	2.96
601766.SH	中国南车	46.79	30.65	18.85	13.34	3.64

资料来源：东方证券研究所

8.2.3 市销率估值

此外，我们按照市销率的方法计算，将南车业务分为两块，铁路设备板块和其他技术延伸产品板块。

其他技术延伸产品板块，我们选取四家新能源类公司的平均值为参考对象。目前，4 家新能源类上市公司平均市销率水平为 5.73，据此，南车其他技术延伸产品板块的市值达到 374.78 亿元。

表 15：新能源板块市销率

证券代码	证券简称	市销率
002202.SZ	金风科技	7.44
	天威保变	10.67
	湘电股份	1.67
	孚日股份	3.14
平均		5.73

资料来源：东方证券研究所

铁路车辆和城轨地铁板块，我们分别以同行业的铁路产业链上市公司平均水平，机械中工程机械类上市公司平均水平分别进行分析。

我们选取北方创业、南方汇通、晋西车轴三家公司为代表，目前这三家公司的平均市销率为 1.84，若南车铁路车辆和城轨地铁板块按照这个市销率则市值可达到 537.79 亿元。

表 16：铁路产业链公司市销率

证券代码	证券简称	市销率
600967.SH	北方创业	1.04
000920.SZ	南方汇通	2.27
600495.SH	晋西车轴	2.22
平均		1.84

资料来源：东方证券研究所

工程机械板块, 我们选取中联重科、三一重工、徐工科技、柳工作为参考, 板块平均市销率为 3.29, 则南车铁路车辆和城轨车辆板块的市值可达 961.59 亿元。

表 17: 工程机械板块市销率

证券代码	证券简称	市销率
600031.SH	三一重工	3.64
000157.SZ	中联重科	2.94
000425.SZ	徐工科技	5.27
000528.SZ	柳工	1.33
平均		3.29

资料来源: 东方证券研究所

综合来看, 从市销率角度, 南车的市值应该在 912.57 亿元-1336.37 亿元之间, 则南车的价值应该在 7.71 元-11.29 元之间。

表 18: 市销率估值

业务	PS	市值 (亿元)	总股本 (万股)	股价范围
铁路车辆及城轨地铁业务	1.84-3.29	537.79-961.59		
其他技术延伸产品业务	5.73	374.78		
合计		912.57-1336.37	1184000	7.71-11.29

资料来源: 东方证券研究所

8.3 估值与投资建议

综合以上几种估值方法, 我们给与公司 30 倍 PE, 对应 2010 年预测 EPS 股价为 8.7 元, 目前股价存在低估, 继续维持买入投资评级。

9 风险因素

9.1 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。

9.2 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	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	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	哈尔滨～牡丹江				
		长春～吉林	200(设计)	96	860	2010
	沈阳～丹东		350	208	228	2011
城际客运系统	环渤海	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)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	35768.15	50676.95	67265.47	85063.14	税后利润	1384.24	2113.34	3436.24	4856.08
营业成本	29676.92	41901.53	55084.10	69310.72	经常性现金支出	1264.39	1911.51	2020.87	2102.13
主营业务税金及附加	164.74	227.52	302.25	383.71	非经常性现金支出	(247.98)	(171.08)	(209.28)	(257.30)
销售费用	787.35	1013.54	1345.31	1701.26	营运资金变动	(1363.31)	(480.88)	551.89	845.62
管理费用	3341.64	4307.54	5583.03	6890.11	少数股东损益	301.36	452.86	736.34	1040.59
财务费用	258.91	179.19	108.52	19.03	经营活动现金净流	1338.70	3825.75	6536.05	8587.11
营业利润	1538.58	3047.64	4842.26	6758.31	资本开支	3747.12	2361.52	1839.78	816.42
非经常性损益	391.95	(28.59)	66.65	178.95	其他投资	0.00	17.44	17.44	17.44
税前利润	1930.53	3019.05	4908.91	6937.26	投资活动现金净流	(3049.43)	(2066.11)	(1488.78)	(398.70)
所得税	244.93	452.86	736.34	1040.59	贷款增加	(4022.21)	0.00	0.00	0.00
净利润	1685.60	2566.20	4172.57	5896.67	支付股利利息	(572.68)	(235.14)	(274.70)	(521.52)
少数股东损益	301.36	452.86	736.34	1040.59	其他融资	(4395.16)	(37.56)	(166.42)	(164.83)
归属母公司净利润	1384.24	2113.34	3436.24	4856.08	筹资活动现金净流	5844.17	(272.70)	(441.11)	(686.35)
EPS (元/股)	0.12	0.18	0.29	0.41	现金净流量	4133.45	1486.94	4606.16	7502.07
					现金期初余额	8271.52	12404.97	13891.91	18498.07
资产负债表 (人民币百万元)					现金期末余额	12404.97	13891.91	18498.07	26000.14
货币资金	11722.77	13209.71	17815.88	25317.95	比率分析				
应收账款票据	6957.16	10210.29	13524.28	17029.07		2007	2008E	2009E	2010E
存货	8389.45	12267.86	15550.00	18910.71	增长能力				
交易性金融资产	100.00	100.00	100.00	100.00	营收增长率(%)	30.54%	41.68%	32.73%	26.46%
流动资产合计	31025.18	41246.56	54616.01	71558.74	EBITDA 增长率(%)	48.79%	68.47%	43.44%	7.81%
长期投资	594.01	594.01	594.01	594.01	EBIT 增长率(%)	76.07%	79.52%	53.43%	36.89%
固定资产	7694.16	8780.63	9848.74	10319.76	净利润增长率(%)	57.67%	52.24%	62.60%	41.32%
在建工程	2548.55	2753.45	2273.94	1225.98	盈利能力				
可供出售金融资产	7.75	7.75	7.75	7.75	毛利率(%)	17.03%	17.32%	18.11%	18.52%
非流动资产合计	14463.50	15508.90	15991.56	15308.41	净利率(%)	4.71%	5.06%	6.20%	6.93%
资产总计	45488.67	56755.46	70607.57	86867.15	EBITDA 利润率(%)	7.27%	8.65%	9.35%	7.97%
					ROA(%)	3.71%	4.52%	5.91%	6.79%
循环借款	3911.09	3911.09	3911.09	3911.09	ROE(%)	9.02%	12.29%	16.96%	19.90%
应付账款	11542.17	16335.87	20850.51	25459.74	ROIC(%)	9.49%	15.37%	21.28%	27.26%
预收账款	6252.08	9121.85	12780.44	17012.63	偿债能力				
其他应交款	(58.39)	34.02	62.32	99.70	资产负债率(%)	58.94%	63.22%	65.16%	65.89%
流动负债合计	23589.64	32661.30	42787.64	54013.05	流动比率(倍)	1.32	1.26	1.28	1.32
非流动负债合计	3221.52	3221.52	3221.52	3221.52	速动比率(倍)	0.81	0.73	0.74	0.79
负债合计	26811.16	35882.82	46009.15	57234.57	价值评估				
股本	11840.00	11840.00	11840.00	11840.00	P/B(倍)	4.03	3.64	3.12	2.61
资本公积	2839.64	3262.31	3949.55	4920.77	P/E(倍)	36.87	30.65	18.85	13.34
未分配利润	1325.19	2531.32	4661.69	7441.25	EV/收入(倍)	1.22	1.11	0.76	0.52
股东权益	18677.52	20872.64	24598.41	29632.58	EV/EBITDA(倍)	16.83	12.79	8.18	6.48
负债和股东权益	45488.67	56755.46	70607.57	86867.15	EV/EBIT(倍)	24.36	17.36	10.39	6.48

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