

2010-04-20

机械/铁路设备

公司研究 / 深度研究

中国南车 (601766)

技术引领未来，动车确保增长

增持/ 首次评级

股价：RMB5.22

分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号:S1000208110159

+755-82492723 yaohg@lhqz.com

联系人

吴凯

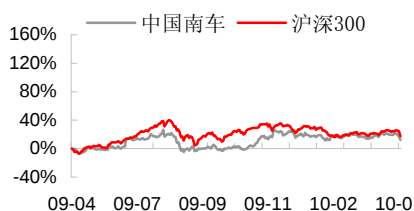
+755-82080067 wukaiys@lhqz.com

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	11840
流通A股(百万股)	3000
流通B股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通A股市值(百万元)	15660

最近52周与沪深300对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

- 得益于国家政策的大力支持，以及企业长期自主创新的积累，我国轨道交通装备制造技术已成功跻身于世界先进行业，成为我国装备制造业的一面旗帜。我们认为，今后我国仍将会通过扩大内需、鼓励企业产品出口等方式刺激我国轨道交通制造业的发展，起到依托重点工程，以点代面，通过自主设计和自主制造，带动基础装备和一般机械装备产品及零部件生产制造水平全面提升的目的，实现我国装备制造业的产业升级和机构调整。
- 铁路设备需求旺盛：我们预测，未来3年每年用于高铁设备购置的金额将维持在580~900亿元，将是公司业绩增长的保障。城轨地铁需求将随着我国城市化进程的推进而不断提升，到2011年我国城轨地铁车辆的保有量将达到9430辆，是2008年的2.08倍，年均增幅在30%以上，如果以每辆450万元计算，每年新增市场需求将超过100亿元。到2012年我国铁路电气化率将从08年的35.8%提升至50%，电力机车采购量为2160辆，若每辆机车按1450万元计算，未来三年机车采购金额将超过313亿元，年均采购金额超过100亿元。
- 公司优势：由于产业政策和技术准入壁垒的限制，国外轨道交通装备制造企业尚不能在国内独立开展整车生产业务，因此，公司在国内的主要竞争对手是中国北车。同北车相比，南车的主要优势体现在对技术的消化吸收能力较强，在动车组、城轨地铁等高毛利率业务上成长较为迅速。同时公司在管理、成本控制等方面也具有一定优势，因此，公司近几年综合毛利率较北车高。此外，公司强大的海外市场拓展能力也将成为未来业绩的一大增长点。今年3月20日，公司中标印度孟买的A型宽体大运量城轨地铁车辆正式下线，标志着我国A型地铁列车高端产品首次出口海外。
- 盈利预测与估值：2009~2010年公司的营业收入分别为410.50、569.98和822.54亿元，同比分别增长14.8%、38.9%和44.3%，对应EPS和PE分别为0.14、0.21和0.32元和37.3、24.9和16.3倍。考虑到我国铁路设备制造业的高景气度、公司在行业中的龙头地位，以及公司动车组业务的成长性，我们给予南车2010~2011年22~30倍PE，对应股价为6.30~7.04元，首次“增持”投资评级。

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	35768.1	29363.1	41050.1	56998.0	82254.0
(+/-%)	30.5	20.0	14.8	38.8	44.3
归属母公司净利润(百万元)	1384.2	1039.8	1652.3	2525.8	3761.7
(+/-%)	71.5	-2.0	19.4	52.9	48.9
EPS(元)	0.12	0.09	0.14	0.21	0.32
P/E(倍)	44.6	59.4	37.3	24.9	16.3

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

动车组需求旺盛.....	3
政策大力扶持	3
动车组需求预测.....	4
城轨地铁，城市化的必然选择	5
优势明显，潜力巨大	5
城轨地铁需求预测	6
大功率电力机车将成主力机车	7
南车——铁路设备制造业双雄之一	8
主营业务	8
主要竞争对手	9
竞争优势	10
强大的业务拓展能力	12
盈利预测与估值.....	13
产品毛利率	13
盈利预测	14
估值	15
风险提示	15

动车组需求旺盛

政策大力扶持

为促进我国高速铁路事业的发展，国家出台了一些列政策，这些政策的制定，为我国轨道交通装备制造业的发展指明了方向，提供了支持。

表 1、国家出台的高铁相关政策

政策	主要内容
《国家十一五规划纲要》	掌握时速 200 公里及以上高速铁路列车、新型地铁车辆等装备核心技术，实现产业化
《关于加快振兴装备制造业的若干意见》	以铁路客运专线、城市轨道交通等项目为依托，通过引进消化吸收先进技术和自主创新相结合，掌握时速 200 公里以上高速铁路、新型地铁车辆等装备的核心技术，使我国轨道交通装备制造业在较短的时间内达到世界先进水平
《中长期铁路网规划（2008 年调整）》	到 2020 年主要技术装备达到或接近国际先进水平
《国家中长期科技发展规划纲要（2006-2020 年）》	“重点研究开发高速轨道交通控制和调速系统、车辆制造、线路建设和系统集成等关键技术”，包括“重载列车、大马力机车、特种重型车辆、城市轨道交通等新型运载工具”，“形成系统成套技术”
《铁路“十一五”规划》	要基本实现技术装备现代化，运输安全持续稳定，经济效益不断提升，投资主体多元化。

数据来源：华泰联合证券研究所

2008 年金融危机后，为促进国民经济平稳健康发展，铁道部进一步提出，2009 年至 2012 年铁路基础建设投资将达到年均 6000 亿元以上的水平。到 2012 年全国铁路营业里程将达到 11 万公里，复线率和电气化率将分别达到 50%以上，其中，时速 200 公里及以上客运专线及城际铁路里程达到 1.3 万公里。高速客运专线的大量建设，为动车组提供了广阔的市场空间。

表 2、我国铁路建设规划

		十五规划	十一五规划	2006-2020 中长期规划	2012 年目标
全国铁路营业里程	期末总计	75000	90000	120000	110000
	年均增加	1400	3000	3000	
客运专线	期末总计	—	7000	16000	13000
	年均增加	—	1400	1067	
复线	期末总计	25000	40500	60000	
	年均增加	1000	3100	2333	
电气化	期末总计	20000	40500	72000	
	年均增加	1020	4100	34667	

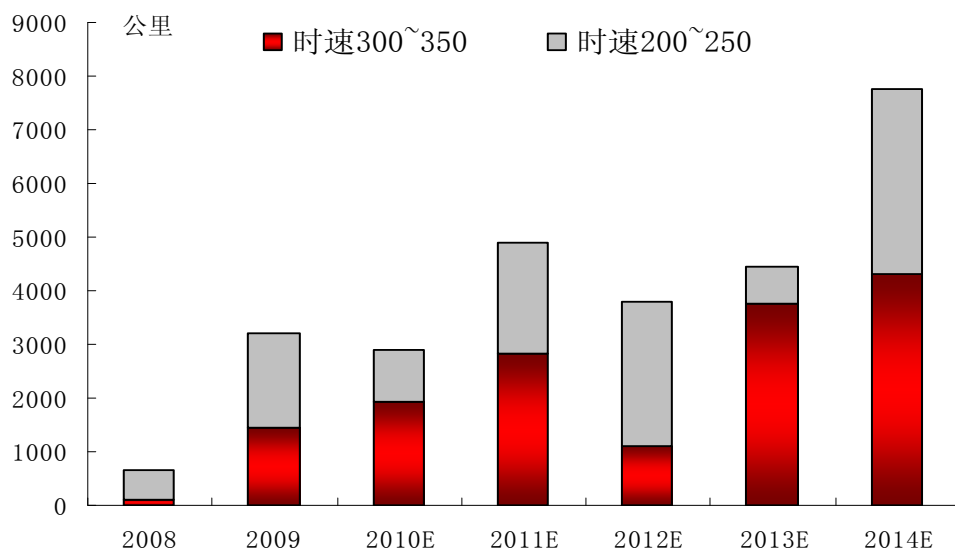
数据来源：九五、十五、十一五规划，中长期铁路网规划（2008 年调整），华泰联合证券研究所

动车组需求预测

按照以“四纵四横”为骨干网的高速客运专线规划统计，到 2013 年我国时速 200 公里以上高速客运专线的营运总里程将接近 2 万公里，2010~2013 年，年均新增高速客运专线在 2800~4500 公里之间，期间年新增投资额在 3800~5600 亿元之间。

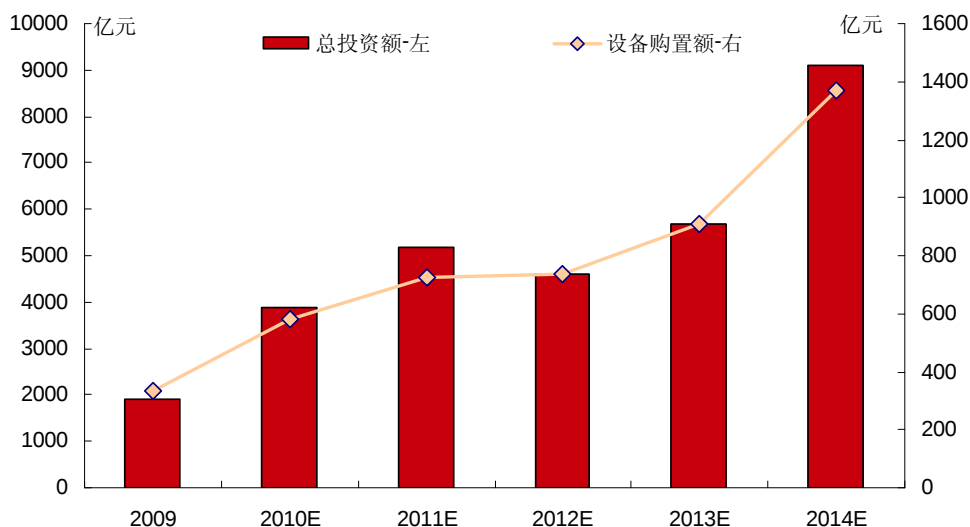
06~08 年设备投资占总投资比例较高，主要是因为铁路提速，以及复线化改造所致。保守起见，我们按照设备购置金额占总投资额的 15% 计算，每年用于高铁设备购置的金额将维持在 580~900 亿元。我们认为，高速客运专线修建前期基建所占的比例会较高，后期设备购置的占比将会有所提高，因此，上述假设数据有进一步提高的空间。

图 1、我国年新增高速客运专线预测（公里）



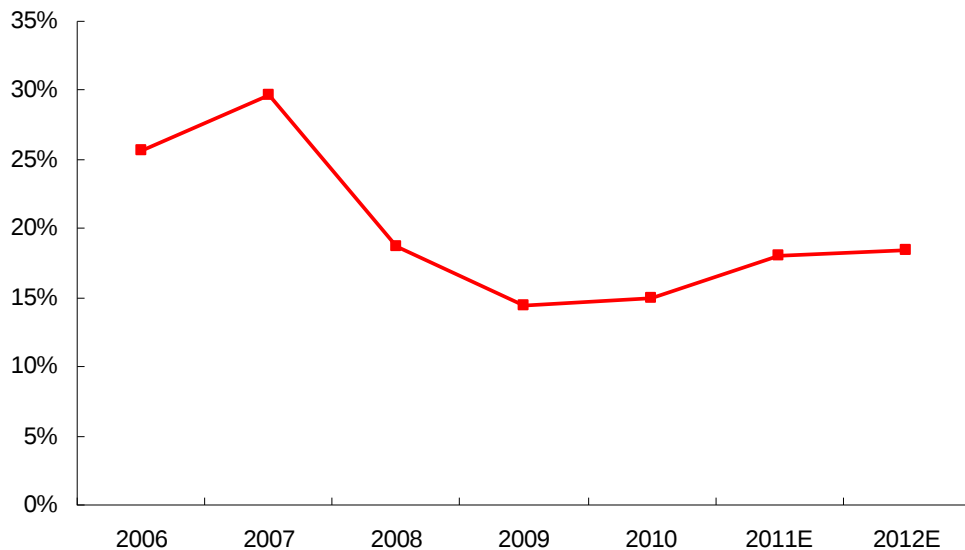
数据来源：华泰联合证券研究所整理

图 2、新增高铁投资总额及设备购置金额预测（亿元）



数据来源：华泰联合证券研究所整理

图 3、近年来我国铁路设备购置占总投资额比例（%）



数据来源：铁道部，华泰联合证券研究所整理

城轨地铁，城市化的必然选择

优势明显，潜力巨大

中国正经历着迅猛的城市化进程，预计到 2020 年城市人口占比将达到 50%，但在城市化进程中必将带来交通堵塞、能源过耗、环境污染等一系列社会问题。同常规地面公共交通相比，城市轨道交通具有一系列的优势，日益受到重视，并开始逐步取代其它交通方式，成为解决城市交通问题的首选。

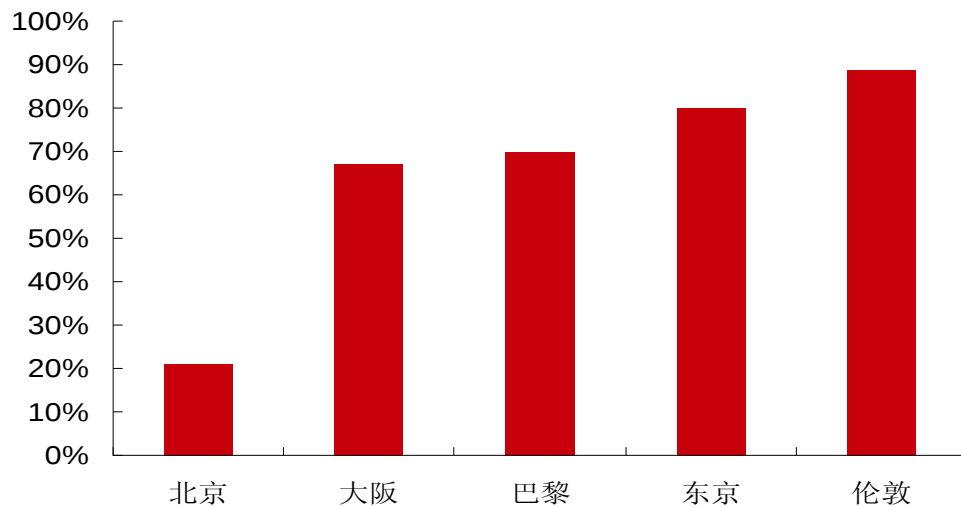
同其它发达国家相比，我国城轨地铁所承担的运力占比仍非常低。据相关数据介绍，北京地铁所承担的运力，仅为 21%，即使按照目前规划，到 2015 年之后，轨道交通占城市运力比也仅为 50%，仍远低于其它国际大都市 80% 的平均水平。因此，未来我国城市轨道交通仍有巨大的发展潜力。

表 3、城轨地铁同其它交通运输方式的比较

优势	描述
运量大	地铁运力是公共汽车的 3~6 倍，私人汽车的 7~20 倍，自行车的 10~30 倍
效率高	具有高速性、准时性和直达性
低能耗	城轨地铁单位能耗是公共汽车的 1/2，私人汽车的 1/8
无污染	采用电力驱动，基本无废气污染
用地省	轿车、公共汽车和城轨地铁的人均占地面积分别是 10~20 平方米，1~2 平方米，0.2~0.5 平方米
噪音低	噪音小且相对集中，易于通过技术手段消除
带动相关产业 发展	每投资 1 亿元轨道交通项目，可带动 GDP 增长 2.63 亿元，增加 8466 个就业岗位

数据来源：《开放导报》，华泰联合证券研究所整理

图 4、发达国家大城市轨道交通运力承担比例



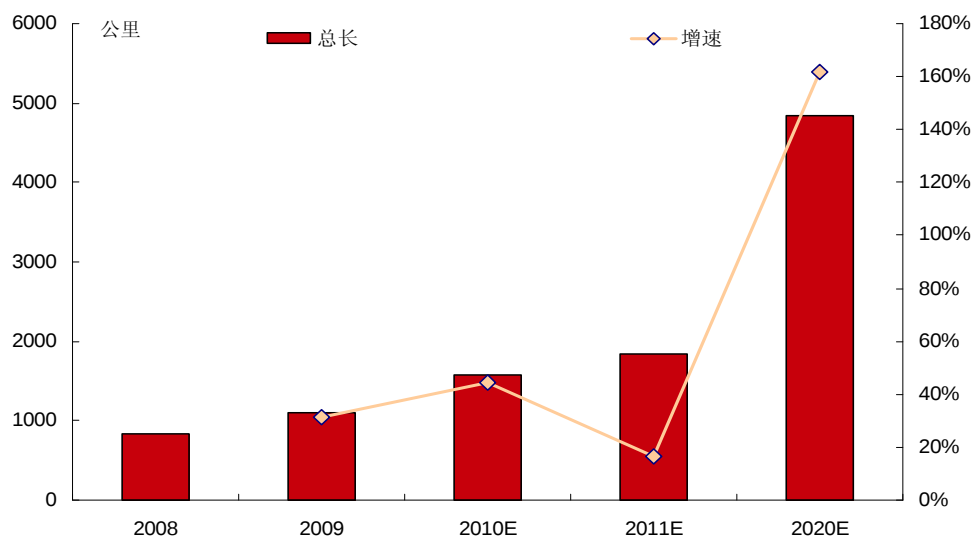
数据来源:《开放导报》, 华泰联合证券研究所整理

城轨地铁需求预测

截止到 2008 年底, 我国已有 10 个城市拥有已建成的轨道交通线路 30 条, 运营总里程 835 公里。目前全国已有 19 个城市的轨道交通线网规划得到国家批准, 总投资超过 8000 亿元, 规划建设轨道交通网络的城市总数达到 28 个。根据统计, 到 2011 年我国城市轨道交通线路总长将达到 1848 公里, 而到 2020 年将达到近 5000 公里。

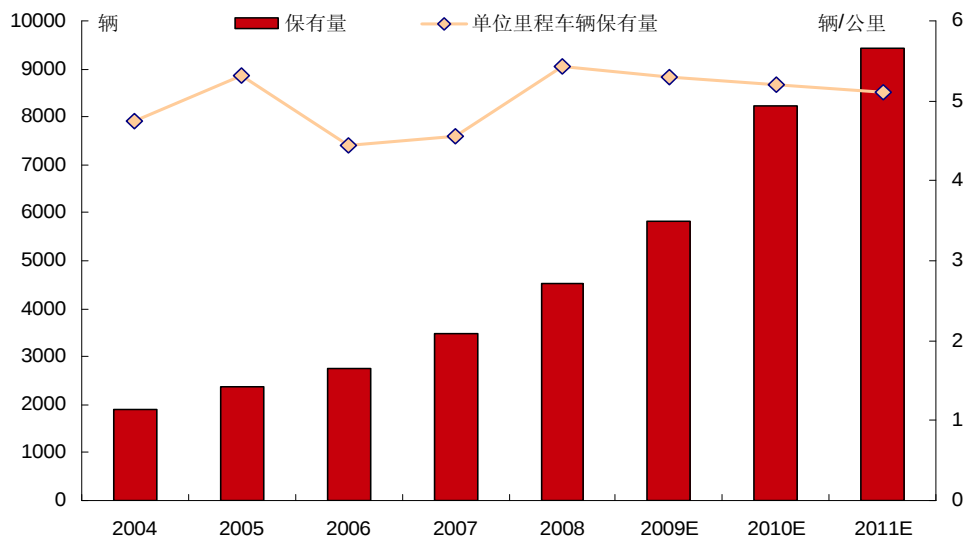
根据 2004~2008 我国城轨地铁车辆保有量以及 2009~2011 我国城轨地铁建设里程, 我们预测 2011 年我国城轨地铁车辆的保有量将达到 9430 辆, 是 2008 年的 2.08 倍。如果以每辆 450 万元计算, 每年新增市场需求将超过 100 亿元。

图 5、我国城轨地铁运行里程预测 (公里, %)



数据来源: 华泰联合证券研究所整理

图 6、我国城轨地铁保有量预测



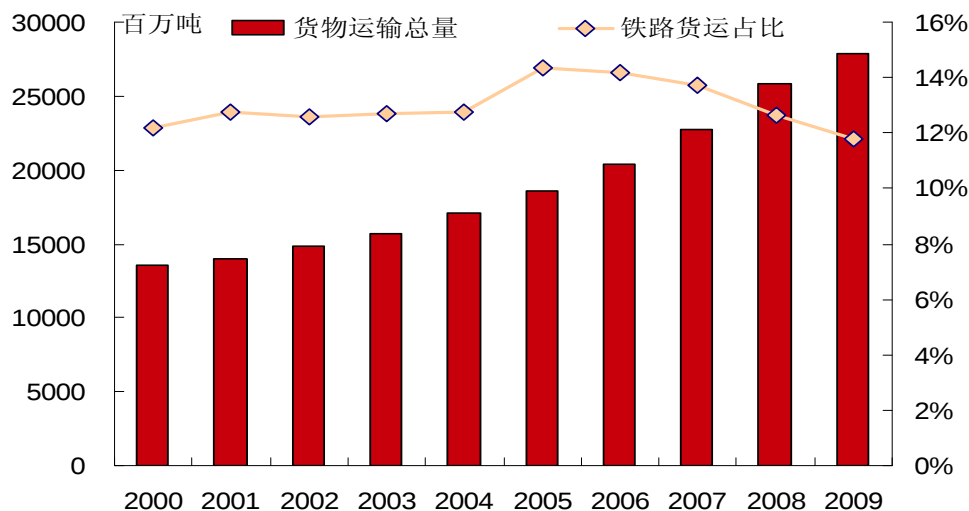
数据来源：国家统计局，铁道部，华泰联合证券研究所

大功率电力机车将成主力机车

虽然我国货运总量呈现稳步上升状态，但是从 2005 年开始，铁路货运占比却不断下降，这一方面有高速路建设提升公路货运能力的影响，另一方面，也有着我国铁路运力不足的因素。我们认为，随着国家客货运输分离政策的实施，以及铁路运输效率的提升，铁路货运占比将不断提高。提升铁路运输销量，将加大对机车的需求。

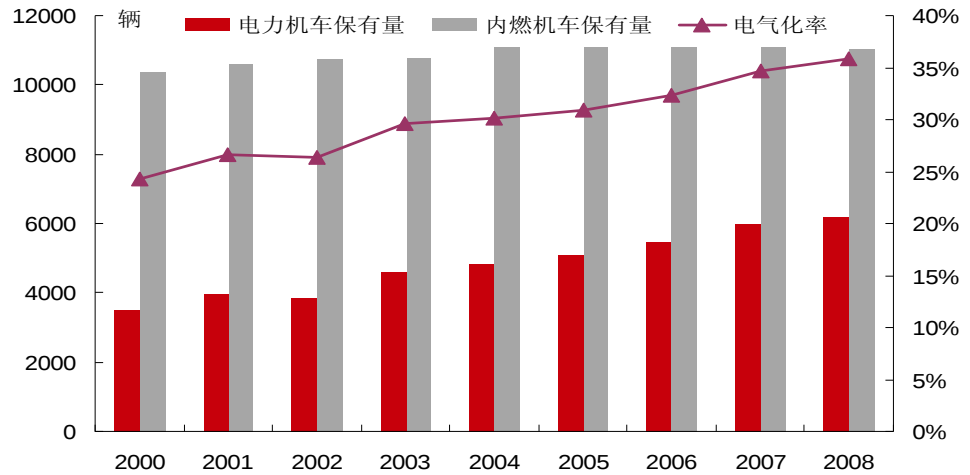
到 08 年底我国机车保有量 1.7 万辆，铁路电气化率为 35.8%，而铁道部在 2009 年铁道部工作会议上提出，到 2012 年电气化率将达到 50%。假设 09 年底我国铁路机车保有量为 1.8 万辆，电气化率为 38%，到 2012 年，我国铁路仍需采购 2160 辆电力机车，每辆机车 1450 万元收入计算，未来三年机车采购金额将超过 313 亿元，年均采购金额超过 100 亿元。

图 7、我国铁路货运总量及铁路货运占比



数据来源：CEIC，华泰联合证券研究所

图 8、我国铁路电力、内燃机车保有量及电气化率



数据来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

表 4、电力机车中标情况

公司	日期	车型	中标金额	中标数量	单价 (万元)
中国北车	Feb-08	六轴 7200 千 瓦电力机车	58 亿元	400 辆	1450
	Jun-09		58 亿元	400 辆	1450
中国南车	Jun-09		58 亿元	400 辆	1450

数据来源: 铁道部, 华泰联合证券研究所

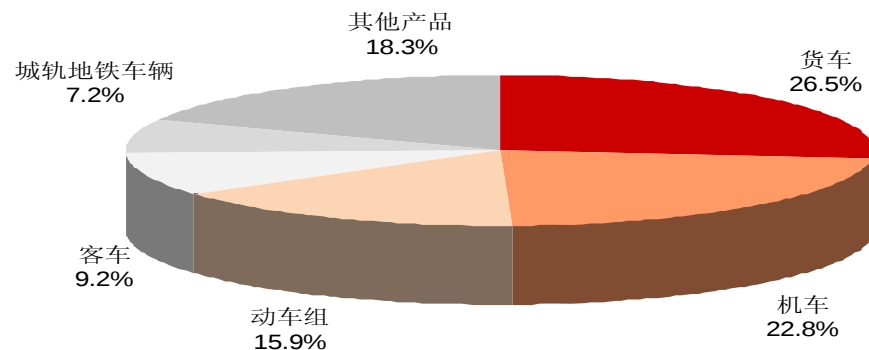
南车——铁路设备制造业双雄之一

主营业务

公司是我国两大铁路设备制造商之一, 目前主要产品包括铁路机车、货车、动车组、城轨地铁车辆等产品。

中国南车动车组生产基地主要有四方股份、四方有限和铺镇公司; 城轨地铁主要生产基地在株机公司、四方股份和铺镇公司; 机车制造主要在株机公司、资阳公司和戚墅堰公司。

图 9、公司营业收入构成 (2008 年数据) (%)



数据来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

表 5、南车主要生产单位

厂名	机车		客车		货车		动车组	地铁
	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						✓		
共计	3	5	3	3	3	3	3	3

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

主要竞争对手

公司在国内市场的主要竞争对手是中国北车。2000 年，中国铁路机车车辆工业总公司重组为北车集团和南车集团两个集团公司后，两集团业务领域相同，各自拥有自主开发、完整配套、设备先进、规模经营的轨道交通装备研发制造体系，轨道交通装备产品门类齐全，总体竞争实力相当。

表 6、公司国内外主要竞争对手

	北车	西门子	阿尔斯通	庞巴迪	Trinity
机车制造	✓	✓	✓	✓	
客车新造（含动车）	✓	✓	✓	✓	
货车新造	✓				✓
城轨地铁车辆新造	✓	✓	✓	✓	
机车修理	✓				
客车修理	✓				
货车修理	✓				

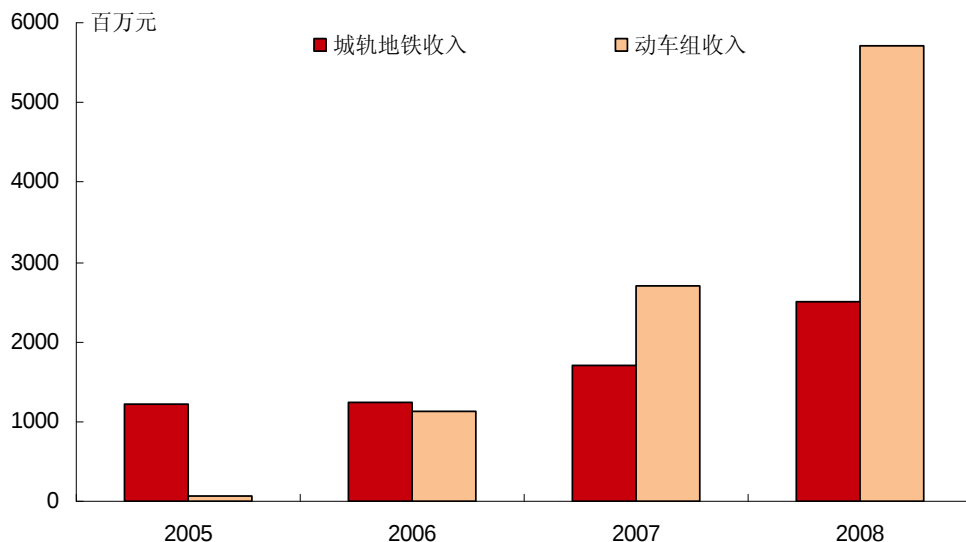
数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

来自国外的竞争者主要包括庞巴迪、阿尔斯通、西门子、通用电气、川崎重工等轨道交通运输装备整车和零配件生产商。由于产业政策和技术准入壁垒的限制，除城轨交通领域因我国起步较晚，有国际竞争者之外，中国的铁路机车、客车、货车等干线轨道交通装备制造行业目前并没有对外资完全放开，目前国际竞争者在上述领域仍仅限于技术合作以及零部件供应，因此，我们认为，未来一段时间内，国际竞争对手尚不会对南北车构成威胁。

竞争优势

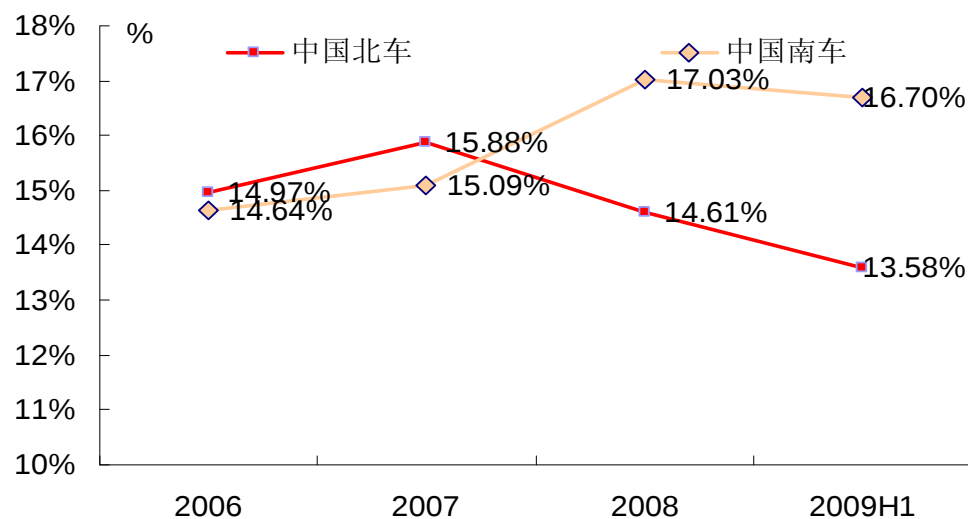
同北车相比，南车的主要优势体现在对技术的消化吸收能力较强，产品的国产化率高于北车，近几年公司在动车组、城轨地铁等高毛利率业务上成长较为迅速，因此，公司综合毛利率较北车高。

图 10、公司近几年动车组和城轨地铁收入（百万元）



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 11、南北车综合毛利率走势（%）



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

而北车的主要优势则体现在某些产品领域具有先发优势，产品市场份额较为占优。不过随着北车国产化率的提升，及动车组产品所占销售份额的增大，未来毛利率同样具有上升空间。

动车组领域，北车在 350 公里时速具有先行优势，而南车虽然稍微滞后，但南车在 350 公里时速动车组国产化率方面又略胜于北车。城轨地铁领域，北车虽有先发优势，但是南车后续发展势头强劲，根据相关统计数据，南车城轨地铁的相对市场占有率已经从 06 年的 31% 提升至 48%，基本与北车持平。

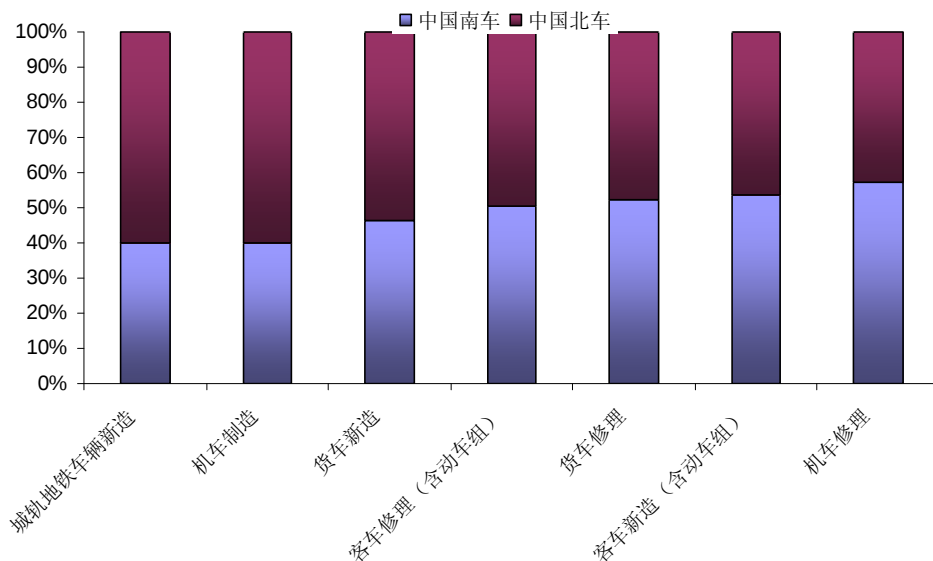
大功率机车和货车领域，北车优势较为明显。其生产的 HXD3 型六轴 7200KW 大功率交流传动电力机车是国内铁路签单量和生产量最多的机车。北车货车近几年的市场份额也维持在 54% 的水平，高于南车。

表 7、南北车主要产品比较

产品	公司	主要生产单位	技术及优势
动车组	北车	长客、唐客	长客与阿尔斯通合作生产了 CRH5 型动车组；唐客与西门子合作生产了 CRH3 型动车组。在 350 公里时速动车组具有一定优势
	南车	四方股份、四方有限、浦镇公司	与川崎重工合作生产了国内首列 200 公里动车组，在时速 350 公里这一领域稍落后于北车
机车	北车	大连机车、同车公司和二七装备	HXD2 型八轴 1 万 KW 大功率交流传动电力机车是国内功率最大的机车；HXD3 型六轴 7200KW 大功率交流传动电力机车是国内铁路签单量和生产量最多的机车
	南车	株机、戚墅堰	通过技术引进及消化吸收研制了八轴 9600KW 大功率电力机车
地铁城轨	北车	长客、唐客、长客装备及大连机车	生产了我国第一列地铁，市场份额稍占上风
	南车	四方股份、株机和浦镇公司	自主研发了直线电机地铁车辆和城轨地铁车辆电传动系统，近年来市场份额提升较快
客车	北车	长客、唐客	自主研发了 25 型系列铁路客车
	南车	四方股份、株机和浦镇公司	拥有国内铁路客车的主要研发制造基地，正在研制的 200 公里等级铁路客车处于世界先进水平，高档客车研发处于行业领先地位
货车	北车	齐齐哈尔、济南、西安、太原等地的装备公司	领跑中国铁路货车发展，主持起草了货车设计、制造、试验、检修等国家标准和行业标准，正在主持标志铁路货车装备国内最高技术水平的 160~200 公里/小时告诉转向架及其配套系列货车的研制
	南车	长江车辆、眉山车辆、二七车辆	70 吨级和 80 吨级及以上各型货车处于国内领先低位，基础性研究水平和能力较高

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

图 12、南北车主要产品市场占有率



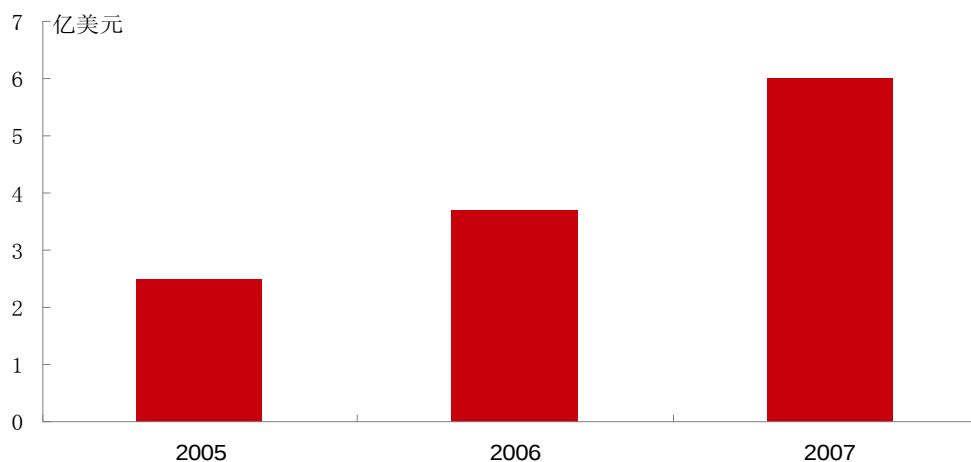
数据来源：华泰联合证券研究所 注：统计数据采用06-08年平均值，市场占有率为南北车相对值

强大的业务拓展能力

在路外市场方面，公司的主要路外客户为合资铁路、地方铁路、城轨交通运营商、港口或大型工矿企业。近年来各地方铁路和大型工矿、港口、能源企业（如大秦铁路、中国神华、中国石油、中国石化等）采购量逐年增长，其采购量占本公司销售收入比率也逐年增长。

公司积极参与国际竞争，凭借产品综合性价比高、稳定性强、修理费用低、交货周期短等优势，开拓了国际市场。2008年5月，南车浦镇公司在印度孟买地铁车辆国际投标中一举获得18列108辆A型宽体大运量城轨地铁车辆订单，价值超亿美元，并于今年3月20日正式下线，标志着我国A型地铁列车高端产品首次出口海外。

图 13、公司国外市场签约额（亿美元）



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

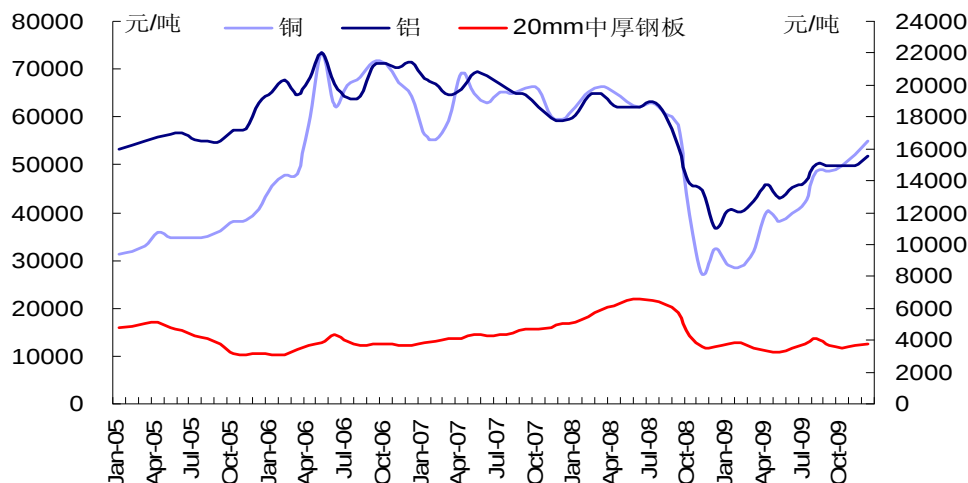
盈利预测与估值

产品毛利率

2005~2008 年，公司综合毛利率呈现不断上升的趋势。尤其是 2008 年上升幅度更大，这主要是由于公司部分 CRH 系列动车组合同和城轨地铁等高毛利率产品交付所致。

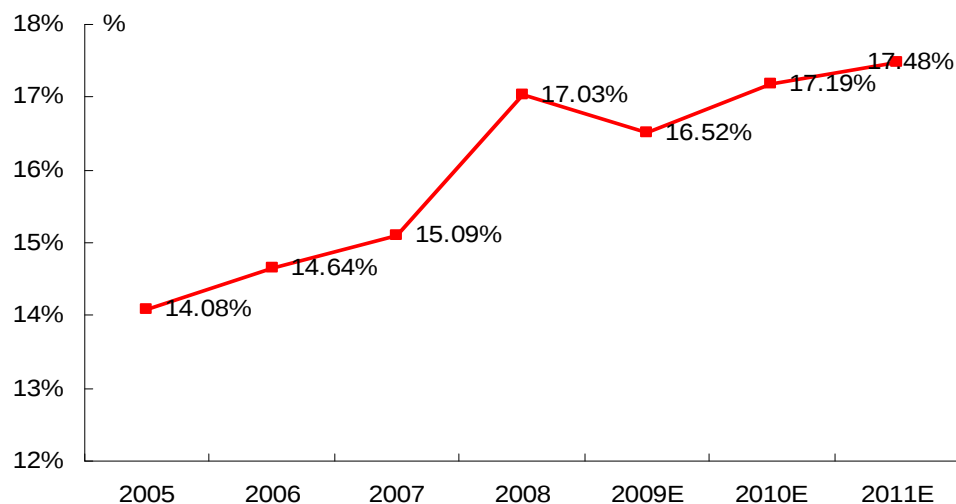
公司生产经营所需要的原材料主要包括钢材、铝材和铜材，近几年原材料占公司成本比例均在 80% 左右。从目前情况看，钢材价格存在一定的上涨风险，会影响公司毛利率。但我们认为，未来公司毛利率仍将存在上涨空间。主要基于以下考虑：一是动车组、城轨地铁等，高毛利率产品的占比将会进一步提升，二是，如果原材料价格上涨幅度过大，铁道部将会考虑这一因素，对采购产品价格有所提升。

图 14、公司主要原材料价格走势



数据来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 15、公司综合毛利预测 (%)



数据来源：华泰联合证券研究所

盈利预测

公司在手订单月 930 多亿，动车组 544 亿，占比超过 58%。我们认为，未来一段时间内，动车及地体城轨车辆将成为公司的主要增长点，机车和货车部分将保持较为平稳的增长。

我们预测，2009~2010 年公司的营业收入分别为 410.5、570.0 和 822.5 亿元，同比增长分别为 14.8%、38.9%和 44.3%，对应 EPS 分别为 0.14、0.21 和 0.32 元。

表 8、南车订单（亿元）

产品类型	订单
机车	133
动车组	544
城轨地铁	177
其它	76
总计	930

数据来源：华泰联合证券研究所

表 9、公司收入预测（百万元）

		2008	2009E	2010E	2011E
机车	收入	8171.6	9969.3	13757.7	17885.0
	增长率	14.75%	22.00%	38.00%	30.00%
客车	收入	3283.2	4760.6	5474.7	6569.7
	增长率	-4.08%	45.00%	15.00%	20.00%
货车	收入	9489.8	7876.6	9451.9	10869.7
	增长率	2.90%	-17.00%	20.00%	15.00%
动车组	收入	5702.6	6786.1	12214.9	24429.8
	增长率	111.87%	19.00%	80.00%	100.00%
城轨地铁	收入	2580.4	3612.5	5238.2	8381.0
	增长率	51.40%	40.00%	45.00%	60.00%
其他业务	收入	6540.6	8044.9	10860.7	14118.9
	增长率	101.98%	23.00%	35.00%	30.00%
总计	收入	35768.2	41050.1	56998.0	82254.0
	增长率	30.54%	14.77%	38.85%	44.31%

数据来源：华泰联合证券研究所

表 10、公司盈利预测表（百万元）

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	35768	41050	56998	82254
营业成本	29677	34270	47202	67877
营业税金及附加	165	184	256	371
营业费用	787	904	1268	1820
管理费用	3342	3571	4902	6992
财务费用	259	130	166	259

资产减值损失	128	96	97	102
投资净收益	232	194	211	209
营业利润	1643	2089	3319	5042
营业外收入	347	294	315	313
营业外支出	59	63	65	63
利润总额	1931	2320	3569	5292
所得税	245	265	417	623
净利润	1686	2055	3152	4669
少数股东损益	301	403	626	908
归属母公司净利润	1384	1652	2526	3762
EBITDA	2705	2680	4071	5981
EPS (元)	0.12	0.14	0.21	0.32

数据来源：华泰联合证券研究所

估值

目前国内上市的轨道交通装备制造企业主要有，A 股的中国北车、晋西车轴和时代新材，以及 H 股的南车时代。考虑到我国铁路设备制造业的高景气度、公司在行业中的龙头地位，以及公司动车组业务的成长性，我们给予南车 2010~2011 年 22~30 倍 PE，对应股价为 6.30~7.04 元，首次 “增持” 投资评级。

表 11、轨道交通制造业公司估值比较

公司	股价	09EPS	10EPS	09PE	10PE
南车时代	16.28	0.49	0.70	33.22	23.26
晋西车轴	19.69	0.22	0.47	89.50	41.89
时代新材	26.88	0.47	0.74	57.19	36.32
中国北车	5.32	0.16	0.23	33.25	23.13
均值				53.29	31.15

数据来源：wind，华泰联合证券研究所

风险提示

- 1、公司所处的轨道交通装备制造业受到国家产业政策和行业规划的影响较大，如果未来的产业政策或行业规划出现变化，将可能导致公司的市场环境和发展空间出现变化，并给公司经营带来风险。
- 2、随着行业准入的进一步放开，公司与国内外领先的轨道交通装备制造商的竞争日益激烈，如果公司不能有效应对竞争，将可能导致利润率水平的降低和市场占有率的下滑。
- 3、钢铁、铝材、铜材等是主要原材料，如果未来原材料价格出现明显上涨，而公司产品价格无法及时作出相应调整，将对公司经营情况造成不利影响。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	31025	30702	42626	61937	营业收入	35768	41050	56998	82254
现金	11723	11110	14250	21386	营业成本	29677	34270	47202	67877
应收账款	5996	5750	8590	12353	营业税金及附加	165	184	256	371
其他应收款	560	773	1107	1529	营业费用	787	904	1268	1820
预付账款	3556	3204	4884	6982	管理费用	3342	3571	4902	6992
存货	8389	9326	13011	18630	财务费用	259	130	166	259
其他流动资产	802	539	784	1057	资产减值损失	128	96	97	102
非流动资产	14463	15921	16803	17622	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	594	508	557	547	投资净收益	232	194	211	209
固定资产	7694	10282	11670	12728	营业利润	1643	2089	3319	5042
无形资产	3432	3432	3432	3432	营业外收入	347	294	315	313
其他非流动资产	2743	1698	1143	915	营业外支出	59	63	65	63
资产总计	45489	46623	59429	79560	利润总额	1931	2320	3569	5292
流动负债	23590	24012	33158	48294	所得税	245	265	417	623
短期借款	3714	5500	5735	10197	净利润	1686	2055	3152	4669
应付账款	8415	7917	12021	17078	少数股东损益	301	403	626	908
其他流动负债	11461	10595	15402	21020	归属母公司净利润	1384	1652	2526	3762
非流动负债	3222	2249	2985	3712	EBITDA	2705	2680	4071	5981
长期借款	665	165	665	1465	EPS (元)	0.12	0.14	0.21	0.32
其他非流动负债	2557	2084	2320	2247					
负债合计	26811	26261	36142	52007	主要财务比率				
少数股东权益	2621	3024	3650	4558	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	11840	11840	11840	11840	成长能力				
资本公积	2840	2840	2840	2840	营业收入	30.5%	14.8%	38.9%	44.3%
留存收益	1384	2658	4957	8316	营业利润	70.8%	27.2%	58.8%	51.9%
归属母公司股东权益	16056	17337	19637	22995	归属于母公司净利润	71.5%	19.4%	52.9%	48.9%
负债和股东权益	45489	46623	59429	79560	获利能力				
					毛利率 (%)	17.0%	16.5%	17.2%	17.5%
					净利率 (%)	3.9%	4.0%	4.4%	4.6%
					ROE (%)	8.6%	9.5%	12.9%	16.4%
					ROIC (%)	12.5%	11.9%	17.8%	23.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	58.9%	56.3%	60.8%	65.4%
					净负债比率 (%)	17.07%	22.01%	18.07%	22.69%
					流动比率	1.32	1.28	1.29	1.28
					速动比率	0.96	0.89	0.89	0.90
					营运能力				
					总资产周转率	0.91	0.89	1.07	1.18
					应收账款周转率	7	7	8	8
					应付账款周转率	4.05	4.20	4.73	4.67
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.12	0.14	0.21	0.32
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.11	0.04	0.34	0.32
					每股净资产 (最新摊薄)	1.36	1.46	1.66	1.94
					估值比率				
					P/E	45.33	37.98	24.84	16.68
					P/B	3.91	3.62	3.20	2.73
					EV/EBITDA	21	21	14	10

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhqz.com