

**CICC****中国国际金融有限公司**CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

2009 年 1 月 6 日

轨道交通装备行业

中金公司研究部

联系人: 王黎明 wanglm@cicc.com.cn

分析员: 罗 炜 luowei@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

09 年行业策略及全路计划工作会议点评

2011-2013 年才是交付高峰

铁道部在 1 月 5 日结束的全路计划工作会议上提出 09 年机车车辆购置费 780 亿, 与我们预期完全一致, 低于部分投资者 1000 亿的乐观预期。会议上铁道部提出 09 年固定资产投资为 7000 亿, 其中基本建设投资 6000 亿, 其余的 1000 亿包括机车车辆购置费和更新改造两项, 其中机车车辆购置费为 780 亿。08 年 11 月份以来部分投资者过于乐观的将 1000 亿均理解为机车车辆购置费, 并因此对 09 年轨道交通装备企业, 特别是中国南车 09 年业绩有了更高预期。一直以来我们都保持审慎态度, 主要原因是铁路线路依然在建设中, 车辆交付高峰将在 2011-2013 年, 09 年大幅增加采购的可能性小, 且该行业是计划性较强的行业, 从南北车经营计划来看 09 年并不是高速增长年。按照惯例, 铁道部将在每年年初的全路计划工作会议上公布当年机车车辆购置费, 其制定过程不明朗, 且只公布一年计划, 对于投资者而言通过跟踪企业经营计划来预测业绩比简单预测机车车辆购置费更准确, 更具有可行性。而且机车车辆购置费的统计范围与南北车收入确认范围不同, 历史上即使机车车辆购置费大增南北车的收入也不一定大增, 反而通过企业自身的经营计划预测其业绩更准确。

机车车辆购置费的统计范围不等于南北车国铁收入确认范围。按照铁道部《铁路固定资产投资统计规则》对机车车辆购置费的规定, 其统计范围不等于南北车当年国铁收入的确认范围。机车车辆购置费不仅包括机车车辆采购, 还包括技术转让费、预付款、零部件采购费用等。比如 2006 年 332 亿元的机车车辆购置费中就包括了引进大功率机车预付款 12.7 亿元和动车组购置预付款 69.3 亿元。

跟踪机车车辆购置费不如跟踪企业经营计划更准确。由于机车车辆购置费的统计范围与南北车收入范围不同, 且制定过程不明朗, 可预见性低, 通过简单预测机车车辆购置费的增速推导出南北车收入的增速并不准确。比如 2007 年, 铁道部机车车辆购置费达 553 亿, 较 2006 年 332 亿同比增长了 67%, 但南北车收入 2007 年仅同比增长了 16% 和 18%。而由于轨道交通装备行业的主要用户 (铁道部) 与企业之间拥有比其他行业的更紧密的相关性, 且是按照订单生产, 因此行业内所处企业生产的计划性更强。从 2001-2007 年过去 7 年的历史数据来看, 中国南车当年销售收入实际完成额与年初的计划额并没有出现大的差异。通过跟踪企业 2009、2010 年的经营计划安排来预测其业绩比简单跟踪机车车辆购置更准确。

小幅下调中国南车 2008-2010 年盈利预测。结合行业发展趋势和企业经营计划安排, 小幅下调南车 2008-2010 年盈利预测。南车至少有 40% 的收入 (货车、延伸品、出口) 是周期性的, 与国内外宏观经济景气程度相关。在国内外宏观经济不乐观的大环境下, 下调 2009、2010 年延伸品、出口、货车需求预测, 其中预计 09 年国内货车需求将同比下降 10-20%。在铁道部实施“以客补货”战略下, 上调客车需求预测。机车和城轨地铁车辆分别由于产品升级换代和中标情况超预期均上调预测。此外, 随着铁道部对大功率机车采购结构发生改变, 2009、2010 年南车将开始生产单价低一些的 7200 千瓦机车, 机车毛利率略有下调。小幅下调中国南车 2008-2010 年每股收益 2%、4% 和 9%, 分别至 0.12 元、0.15 元和 0.19 元。

2011-2013 年是行业交付高峰。从铁路建设进展, 机车、动车组交付计划以及企业经营规划三方面分析, 随着大量客运专线、货运通道的建成, 2011-2013 年将成为行业交付高峰, 其中动车组、大功率机车将成为拉动增长最主要的动力。

估值及投资建议。目前南车 A 股 09、10 年市盈率 30 倍、23 倍, H 股 24 倍、20 倍, 估值较高。对于打算持有中国南车 2-3 年的长期投资者, 行业长期趋势向好, 可长期持有。但 09 年业绩很难达到市场基于 1000 亿机车车辆购置费做出的乐观预期, 提醒投资者降低 09 年业绩预期, 并看到货车、延伸品等业务低于预期的实际情况。此外根据线路建设进度推算和铁道部招标惯例, 09 年 1 季度北车和南车可能将相继获得动车组大订单 (集中在 2011 年交付), 由于其对 09、10 年业绩没有大影响, 更多是给投资者带来长期发展信心, 对股价影响是短期的, 影响程度多大也将取决于市场, 短期投资者可以关注。预计 2009 年国内货车需求将下降 10-20%, 提醒投资者晋西车轴等与货车相关企业 09 年的业绩风险。

目录

估值及投资建议	4
铁路相关企业汇总	5
跟踪机车车辆购置费不如跟踪企业经营计划更准确	6
铁路固定资产投资包括：基本建设投资、机车车辆购置费、更新改造投资	6
机车车辆购置费的统计范围不等于南北车国铁收入的确认范围	6
通过预测机车车辆购置费增速并不能导出南北车收入增速——以 2007 年为例	7
行业计划性强：2001-2007 年中国南车销售收入完成额与计划额差异不大	8
小幅下调中国南车 2008-2010 年盈利预测	9
中国南车 40%以上收入具有周期性、与宏观经济景气程度相关	9
货车：09 年同比下降 20%、2010 年难有明显起色	11
客车：铁道部实施以客补货战略、需求超预期	13
机车：大功率机车替代传统机车带来机车业务发展	14
动车组：2009 年主要交付 250 公里、2010 年主要交付 300 公里	16
城轨地铁车辆业务：需求增长超出预期	17
海外市场业务：国际需求下滑、下调预期	18
延伸产业：需求下滑、下调预期	20
2011-2013 年是交付高峰	22
2011-2013 年将是铁路线路投产的高峰	22
动车组、大功率机车的交付高峰在 2011-2013 年	23
企业 2011 年销售收入规划将同比大增	23
中国南车（601766.CH/1766.HK）	24
2011-2013 年才是交付高峰	24

插图

图 1: 铁道部主导下的铁路相关行业	5
图 2: 2007 年南北车收入并未因机车车辆购置费大增而大增	7
图 3: 2001-2007 年南车销售收入的计划额与实际完成额差异并不大	8
图 4: 中国南车销售收入结构 (2008 年)	9
图 5: 1997-1999 年国内货车产量下降了 40%	10
图 6: 南车延伸产品收入 2001-2003 年增速并不高	10
图 7: 1997-1999 年国内机车产量下降了 8%	11
图 8: 铁路货运周转量的结构分布 (2006 年)	12
图 9: 铁道部预计 2009 年货物发送量将没有增长	12
图 10: 2007 年货车保有量结构	13
图 11: 以客补货战略下、铁道部预计 2009 年旅客发送量将较 2008 年继续增长	14
图 12: 2007-2008 年南车中标了大量城轨地铁车辆订单	18
图 13: 我国城市轨道交通车辆未来发展空间大	18
图 14: 晋西车轴自 2000 年才开始重点拓展海外市场业务	19
图 15: 北美市场货车手持订单在上一个下行周期大幅下降	20
图 16: 北美市场货车新签订单量和交付量在上一个下行周期大幅下降	20
图 17: 中国南车延伸产业收入构成 (2008E)	21
图 18: 未来几年铁路营业里程、客运专线里程预测	22
图 19: 2011-2012 年大功率机车保有量将大幅增加	23
图 20: 2011-2012 年动车组保有量将大幅增加	23

表格

表 1: 国际国内可比公司估值表	4
表 2: 2006 年-2009 年全路计划工作会议上提出的各项指标计划	6
表 3: 2004-2006 年机车车辆购置费使用明细	8
表 4: 2008-2010 年不同业务板块的收入预测调整	11
表 5: 铁道部近年的大功率交流传动电力和内燃机车订单	15
表 6: 2009-2010 年投产的客运专线早在 2005、2006 年就已开工	16
表 7: 截至目前动车组主要运行的线路以及发挥的作用	17
表 8: 财务预测简表	25

估值及投资建议

基于中国南车 2009、2010 年 0.15 元、0.19 元的每股收益预测，其 A 股 09、10 年的市盈率分别达 30 倍和 23 倍，H 股 09、10 年的市盈率分别达 24 倍和 20 倍。从估值的角度来看，市场已经对于中国南车长期的成长性给予了较高的估值水平。

从行业发展趋势来看，中国南车的交付高峰将在 2011-2013 年，行业长期前景依然乐观，而且增长的确定性相对其他行业更强。因此对于打算持有中国南车 2-3 年以上的长期投资者而言，其长期投资价值和行业配置价值依然存在，长期投资者可以长期持有。

但自 11 月份以来，市场对中国南车 2009 年的业绩有了更高的预期。从目前铁道部的机车车辆购置费安排和企业的经营计划安排来看，中国南车 2009 年很难达到部分投资者基于 1000 亿机车车辆购置费所做的乐观预期。提醒投资者降低对中国南车 2009 年的业绩预期。

此外，按照铁路线路建设的进展以及铁道部的招标管理，预计 2009 年 1 季度，北车和南车将相继获得合同额较大的动车组订单。这些订单中主要集中在 2011 年交付。由于这些订单的招标更多是给投资者带来长期趋势信心以及增强 2011 年业绩的确定性，对中国南车 2009、2010 年的业绩影响小，对股价影响是短期的，影响程度多大也将取决于市场情况，短期投资者可以关注。

表 1：国际国内可比公司估值表

公司名称	Price 2009-1-5	Market Cap (USD mn)	PE 08E 09E 10E	PB 08E 09E 10E	EPS CAGR 08-10E	ROE 08E 09E 10E	EV/EBITDA 08E 09E 10E	Yield ratio 08E 09E 10E
A股铁路运输设备相关上市公司								
中国南车（A股）	4.51	7,601	38.1 29.8 23.4	3.5 3.2 2.9	28%	9.1% 10.7% 12.3%	15.65 13.22 10.85	0.66% 0.84% 1.07%
时代新材	10.22	306	34.8 22.5 16.9	4.6 3.9 3.3	43%	13.6% 17.9% 20.6%	18.72 14.03 11.42	0.73% 0.98% 1.57%
天马股份	53.27	2,122	31.7 21.1 19.0	7.1 5.4 4.2	29%	22.4% 25.4% 22.2%	19.54 13.48 11.77	0.73% 1.03% 1.46%
晋西车轴	18.57	280	26.7 20.2 16.2	2.5 2.4 2.2	28%	11.4% 12.9% 13.5%	11.61 9.77 8.16	0.97% 1.23% 1.47%
北方创业	7.24	184	27.5 19.4 15.5	1.4 1.4 1.3	33%	6.2% 7.9% 8.8%	N.A. N.A. N.A.	N.A. N.A. N.A.
太原重工	15.10	823	15.6 12.6 11.4	2.6 2.2 1.8	17%	25.3% 24.9% 23.1%	9.20 7.06 5.58	1.19% 1.66% 2.05%
晋亿实业	5.50	595	30.6 19.3 16.6	2.4 2.2 2.0	36%	8.0% 11.2% 11.5%	15.85 13.85 13.47	0.73% 1.27% N.A.
湘电股份	7.99	275	23.4 13.3 10.6	1.6 1.5 1.3	49%	4.6% 9.9% 12.8%	14.57 9.12 6.53	N.A. N.A. N.A.
平均值			28.6 19.8 16.2	3.2 2.8 2.4	33%	12.6% 15.1% 15.6%	15.02 11.50 9.68	0.83% 1.17% 1.52%
中值			29.1 19.8 16.4	2.6 2.3 2.1	31%	10.2% 12.0% 13.1%	15.65 13.22 10.85	0.73% 1.13% 1.47%
A股铁路建筑相关上市公司								
中国中铁A	5.58	17,117	49.4 24.3 19.5	2.1 2.0 1.8	59%	4.2% 8.1% 9.4%	10.58 9.91 8.90	0.51% 1.03% 1.28%
中国铁建A	10.36	18,821	33.0 24.2 19.6	2.7 2.5 2.3	30%	8.2% 10.4% 11.7%	9.73 8.76 7.96	0.76% 1.03% 1.27%
平均值			41.2 24.2 19.6	2.4 2.2 2.1	44%	6.2% 9.2% 10.5%	10.15 9.33 8.43	0.63% 1.03% 1.28%
中值			41.2 24.2 19.6	2.4 2.2 2.1	44%	6.2% 9.2% 10.5%	10.15 9.33 8.43	0.63% 1.03% 1.28%
H股铁路运输设备相关上市公司								
中国南车（H股）	4.22	7,601	30.6 24.4 19.8	2.8 2.7 2.5	24%	9.1% 11.1% 12.8%	14.47 12.48 10.15	0.83% 1.06% 1.35%
南车时代	6.60	923	18.4 14.9 11.6	2.1 1.9 1.7	26%	11.8% 13.3% 15.9%	10.60 8.16 6.15	2.58% 3.25% 4.27%
H股铁路建筑相关上市公司								
中国中铁H	5.80	17,117	44.1 22.4 18.2	1.9 1.8 1.7	56%	4.2% 8.0% 9.4%	13.82 10.30 9.31	0.57% 1.11% 1.36%
中国铁建H	12.14	18,821	33.4 25.0 20.9	2.7 2.6 2.4	27%	8.2% 10.4% 11.7%	11.16 9.67 8.64	0.75% 1.00% 1.19%
平均值			38.8 23.7 19.6	2.3 2.2 2.1	41%	6.2% 9.2% 10.5%	12.49 9.98 8.97	0.66% 1.06% 1.28%
中值			38.8 23.7 19.6	2.3 2.2 2.1	41%	6.2% 9.2% 10.5%	12.49 9.98 8.97	0.66% 1.06% 1.28%
海外铁路运输设备相关上市公司								
Alstom	43.47	16,915	15.1 10.9 9.4	5.3 4.0 3.0	27%	42.6% 36.8% 36.8%	5.76 5.09 5.09	2.48% 2.93% 2.93%
Siemens	56.70	70,903	10.8 10.6 9.8	1.7 1.6 1.5	5%	17.2% 15.2% 14.9%	8.06 6.73 6.46	3.06% 3.03% 3.25%
Bombardier	4.72	6,797	21.7 8.6 8.0	2.8 2.9 2.2	64%	10.8% 34.4% 32.2%	5.55 3.95 3.74	0.00% 1.88% 2.43%
GE	17.07	179,164	9.2 12.4 12.0	1.4 1.4 1.4	-13%	19.9% 17.6% 22.2%	16.37 17.08 17.22	7.21% 7.32% 7.30%
Kawasaki	188.00	3,371	8.8 12.5 15.0	1.0 0.9 0.9	-24%	6.4% 5.6% 5.6%	6.77 7.09 7.09	2.72% 2.42% 2.42%
平均值			13.1 11.0 10.9	2.4 2.2 1.8	12%	19.4% 21.9% 22.4%	8.50 7.99 7.92	3.10% 3.52% 3.66%
中值			10.8 10.9 9.8	1.7 1.6 1.5	5%	17.2% 17.6% 22.2%	6.77 6.73 6.46	2.72% 2.93% 2.93%

资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

铁路相关企业汇总

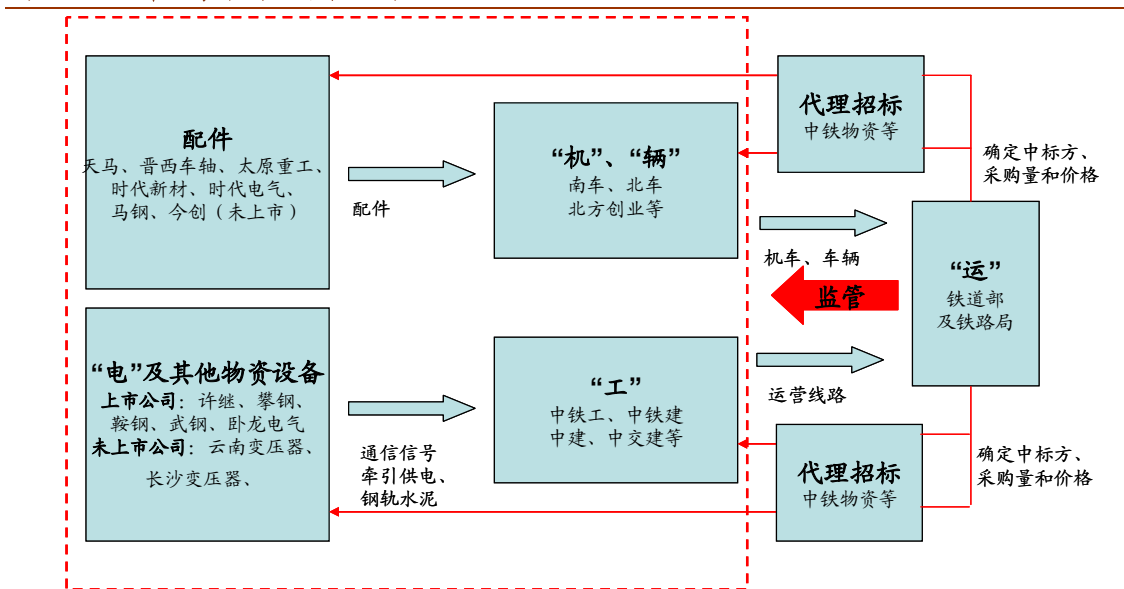
铁路运输按照专业分为五大部分，即“机、辆、工、电、运”。机就是机车，辆就是客车、货车；前两者对应的就是铁路机车车辆制造商；工就是线路设备，包括路基、轨道、涵洞、桥梁、隧道、站场、道岔等，对应的就是铁路建设商以及相关材料提供商，比如钢轨等；电就是铁道信号和通信设备；对应电力设备商和通号集团等。所谓运，就是运输组织与调度指挥，涉及相关系统提供商和铁路局等运营商。

在我国铁路部门现有的体制下，铁道部既是铁路运营商又是行业监管者。以南车、北车所处的铁路车辆行业为例，铁道部及下属铁路局是铁路车辆的下游用户，其通过招标决定每年南车、北车的订单量和价格，同时铁道部还是铁路车辆行业的监管部门，负责行业资格的认证，此外负责车轮、车轴等铁路车辆配件的招标和采购。

以下行业中，“机”、“辆”和配件属于轨道交通装备制造业。其中天马、太原重工 2009 年铁路设备收入预测值分别占其总收入预测值的 10% 和 16%，占比小，而且是与货车相关。晋西车轴主要增长动力来自国内货车需求和出口。从 1997-1999 年的下行周期来看，受货运需求量下降影响，全国货车产量年均下降了约 20%，两年累计下降了 40%。海外市场方面，以北美市场的上一个行业低谷为例，货车新增订单量从 97 年 4 季度到 2002 年 1 季度，累计下降了 93%。我们预计 2009 年，国内货车需求将同比下降 10-20%，出口业务也将面临较大压力。诸如晋西车轴这样业绩与国内货车需求和出口高度相关的企业，2009 年将面临业绩压力。天马股份、太原重工由于铁路设备占比低，对整体业绩影响较小。我们近期对天马股份、晋西车轴等上市公司的调研中也证实以上观点，部分铁路局出现了推迟货车交付的情况，澳大利亚、巴西以及印度客户货车及火车轮轴订单也比以前预期减少。提醒投资者晋西车轴 2009 年的业绩压力。

在轨道交通装备行业中，时代新材、时代电气受益于动车组、大功率机车以及高铁建设，业绩成长性相对于货车相关企业要好一些。比如时代新材将受益于高铁建设中的桥梁支座需求，时代电气的增长则与动车组、大功率机车带来的电气系统需求相关。当然这些企业的成长性市场也有所预期，估值上也有所反映。

图 1：铁道部主导下的铁路相关行业



资料来源：铁道部，中金公司研究部

跟踪机车车辆购置费不如跟踪企业经营计划更准确

08 年 11 月份以来部分投资者过于乐观的将 1000 亿均理解为机车车辆购置费，并因此对 09 年轨道交通装备企业，特别是中国南车 09 年业绩有了更高预期。一直以来我们都保持审慎态度，主要原因是铁路线路依然在建设中，车辆交付高峰将在 2011-2013 年，09 年大幅增加采购的可能性小，且从企业的经营计划安排来看 09 年并不是高速增长年。铁道部在 1 月 5 日的全路计划工作会议上提出 09 年机车车辆购置费 780 亿，与我们预期完全一致，低于部分投资者 1000 亿的乐观预期。

由于铁道部机车车辆购置费的制定过程不明朗，通过预测机车车辆购置费进而来预测中国南车的业绩并不准确。实际上从机车车辆购置费的统计范围以及历史上机车车辆购置费和南北车收入的关系来看，通过跟踪企业的经营计划来预测业绩比跟踪机车车辆购置费更准确。轨道交通装备行业属于计划性很强的行业，并且以销定产，铁道部和企业自身对下一年各类产品，特别是动车组、大功率机车等长线产品的生产安排都有很强的计划性。从 2001-2007 年过去 7 年中国南车的经验来看，通过跟踪企业的经营计划比跟踪机车车辆购置费更准确，更能反映出企业当年的收入情况。

铁路固定资产投资包括：基本建设投资、机车车辆购置费、更新改造投资

铁路固定资产投资包括：基本建设投资、机车车辆购置费、更新改造投资。2009 年 7000 亿固定资产投资中，基本建设投资有 6000 亿，机车车辆购置费 780 亿。按照《铁路固定资产投资统计规则》，所谓更新改造投资包括生产性投资和非生产性投资两类建设性投资。生产性投资是指直接用于铁路运输生产和直接为铁路运输生产服务的建设投资；非生产性投资是指用于满足职工物质文化福利生活需要的投资和非运输生产部门的建设投资。

更新改造投资包含的内容比较繁杂，从铁道部公布的部分细项来看，包括客站改造、动车运用所和增建第二线工程、全路指导性行车安全措施完成投资等。对于机车车辆的采购并不在更新改造的投资范围内。

表 2：2006 年-2009 年全路计划工作会议上提出的各项指标计划

单位：亿元	固定资产投资总规模	固定资产投资结构		
		基本建设投资	更新改造投资	机车车辆购置费
2006 年 1 月 9 日-10 日	2,250	1,650	160	440
2007 年 1 月 14 日-15 日	3,320	2,560	160	600
2008 年 1 月 15-16 日	3,820	3,000	160	660
2009 年 1 月 4 日-5 日	7,007	6,000	227	780

资料来源：铁道部

机车车辆购置费的统计范围不等于南北车国铁收入的确认范围

机车车辆购置费对于轨道交通装备企业而言直接意味着需求，资本市场在对中国南车等企业进行盈利预测时往往也直接利用机车车辆购置费进行收入预测。事实上，机车车辆购置费与南车、北车的销售收入之间还有较多的环节，并不能直接计算。

根据铁道部《铁路固定资产投资统计规则》的规定，机车车辆购置的统计范围包括：铁道部集中购置和铁路运输企业自主购置的铁路机车、客车、货车、动车组以及购置的机车车辆零部件和纳入机车车辆购置计划的其他投资。我们对机车车辆购置费的解读如下：

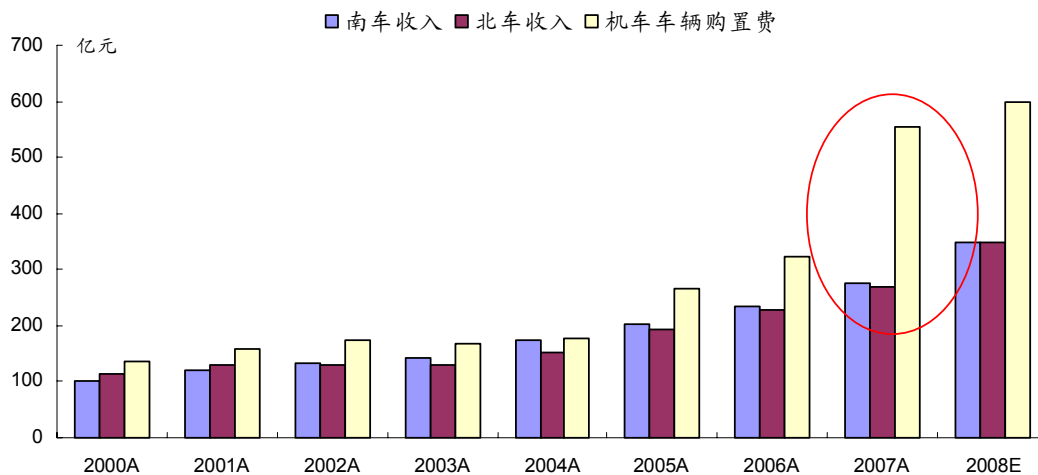
- **统计范围不仅是车辆采购、还包括技术转让费、预付款以及其他投资：**根据《铁路固定资产投资统计规则》的规定，机车车辆购置费包括：购置机车车辆、机车车辆零部件、引进机车车辆技术、改造旧型车、采购预付款以及其他投资等。由于引进机车车辆技术、部分机车车辆零部件采购支付的费用并不交付给南车、北车以及包含采购预付款，当年的机车车辆购置费并不直接等同于南车、北车等铁路设备企业当年的国铁收入。比如：2006 年 332 亿元的机车车辆购置费中就包括了引进大功率机车预付款 12.7 亿元和动车组购置预付款 69.3 亿元。
- **支付对象不仅包括南车、北车。**机车车辆购置费的支付范围除了南车、北车以外，还包括合资企业（BST）、北方创业以及进口零部件的海外供应商等，支付对象更广。
- **南北车收入确认比机车车辆购置费滞后：**根据铁道部《铁路固定资产投资统计规则》的规定，当期投资当年购入的机车车辆在当年计算入机车车辆购置费；以分期付款购置机车车辆，投资额按当年实际付款额统计，购置数量根据实际交货情况统计。这也就意味着分期付款或者进度款在当年已经被计入机车车辆购置费，但由于铁路设备企业销售收入确认要等到产品交付，当年确认的销售收入要滞后于机车车辆购置费。

通过预测机车车辆购置费增速并不能导出南北车收入增速——以 2007 年为例

正是由于机车车辆购置费的统计范围不等于南北车的国铁收入确认范围，通过简单预测机车车辆购置费的增速，并不能导出南北车收入的增速。

2007 年，铁道部机车车辆购置费达 553 亿，较 2006 年 332 亿同比增长了 67%，但南北车收入 2007 年仅同比增长了 16% 和 18%。

图 2：2007 年南北车收入并未因机车车辆购置费大增而大增



资料来源：公司资料、中金公司研究部

注：南北车收入合计大于机车车辆购置费是因为其还拥有城轨地铁车辆、延伸产品、出口、维修服务等业务板块

从铁道部已经披露的 2004-2006 年机车车辆购置费使用明细来看，其中的确包括了大量的预付款等其他费用，这些投资并不能在当年确认销售收入。

表 3：2004-2006 年机车车辆购置费使用明细

机车车辆购置费使用明细（亿元）	2004	2005	2006
机车	50	56	45
客车	48	44	33
货车	56	96	112
动车组		2	
其他	动车组预付款和 机车车辆改造投 资24.62亿	引进大功率机车 预付款16.1亿、 K2转向架改造 37.91亿、引进动 车组预付款14.16 亿	引进大功率机车 预付款12.7亿、 K2转向架改造 43.35亿、动车组 预付款69.31亿
合计	178	266	332

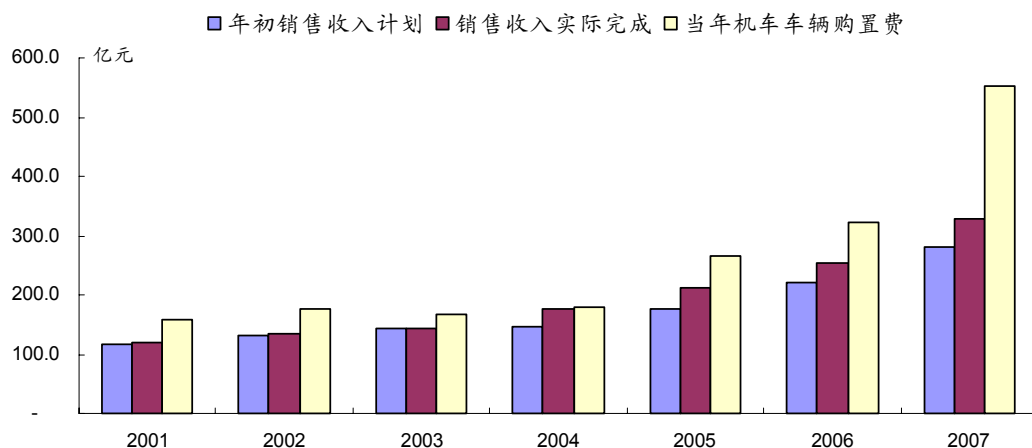
资料来源：铁道部，中金公司研究部

行业计划性强：2001-2007 年中国南车销售收入完成额与计划额差异不大

轨道交通装备行业的主要用户（铁道部）与企业之间拥有比其他行业更紧密的相关性，而且该行业是按照订单生产，因此行业以及行业内所处企业生产的计划性很强，尤其是动车组、大功率机车等长线产品计划性更强。从 2001-2007 年过去 7 年的历史数据来看，中国南车销售收入的实际完成额与年初计划额并没有出现大的差异，即使在 2007 年机车车辆购置费大幅增加的情况下，中国南车的销售收入计划也并没有大幅增加，而事实上当年销售收入实际完成额也并没有和计划额产生较大的差异。

自 2004 年以来，中国南车每年收入的完成额均比计划额要略高一些，这与在国内外宏观环境不错的大环境下，企业自备车市场、出口市场以及延伸产品等非国铁市场的发展超预期以及企业做出的计划更谨慎有关，但这种差异也并不大。

图 3：2001-2007 年南车销售收入的计划额与实际完成额差异并不大



资料来源：公司资料、铁道部

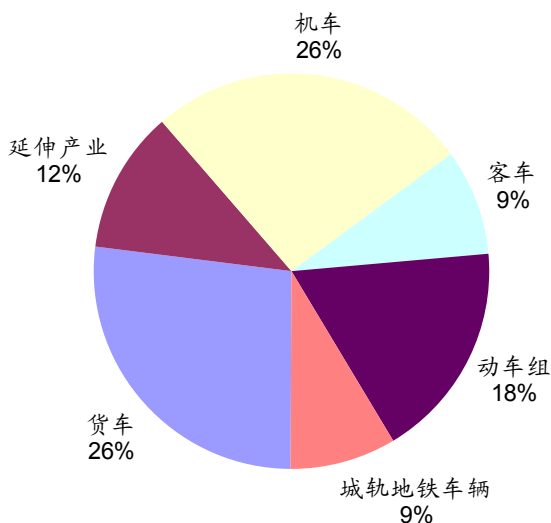
小幅下调中国南车 2008-2010 年盈利预测

南车至少有 40% 的收入（货车、延伸品、出口）是周期性的，与国内外宏观经济景气程度相关。在国内外宏观经济不乐观的大环境下，下调 2009、2010 年延伸品、出口、货车需求预测，其中预计 09 年国内货车需求将同比下降 10-20%。在铁道部实施“以客补货”战略下，上调客车需求预测。机车和城轨地铁车辆分别由于产品升级换代和中标情况超预期均上调预测。此外，随着铁道部对大功率机车采购结构发生改变，2009、2010 年南车将开始生产单价低一些的 7200 千瓦机车，机车毛利率略有下调。根据行业发展趋势以及企业最新经营计划安排，小幅下调中国南车 2008-2010 年每股收益 2%、4% 和 9%，分别至 0.12 元、0.15 元和 0.19 元。

中国南车 40% 以上收入具有周期性、与宏观经济景气程度相关

中国南车销售收入中，约 40%-65% 的收入是与国内外宏观经济景气程度相关。货车与国内货物运输需求量和出口需求相关，延伸产业中船用发动机、曲轴、电机、汽车增压器等产品也是与经济环境相关。货车和延伸产品 2008 年的收入占比合计约 40%。历史上机车的需求也与国内货物运输需求量相关，2009、2010 年货物运输量需求不足，对机车的需求也会有一定压力，机车占收入达 26%，三者合计达 65%。但 2009、2010 年铁道部将继续推动机车的更新换代，用大功率机车替代传统机车，发展重载运输，因此机车的更新换代需求与宏观环境的相关性较历史上减小。

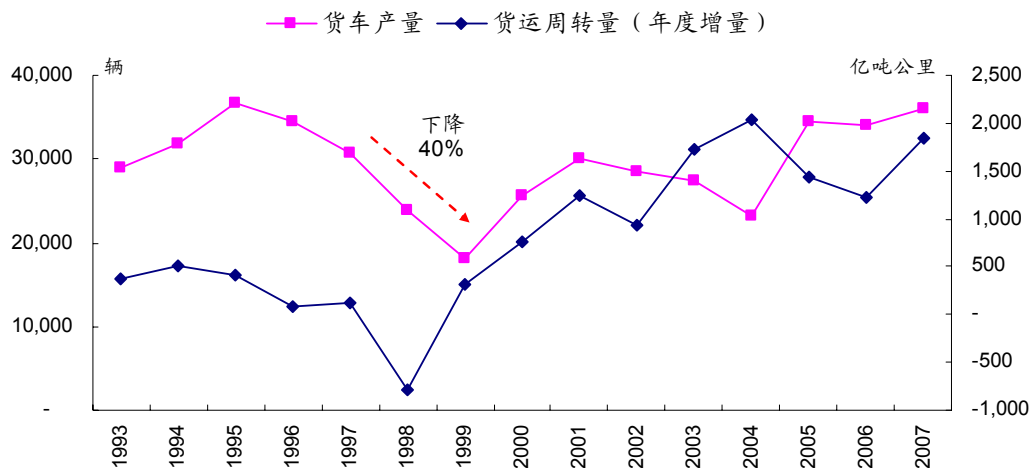
图 4：中国南车销售收入结构（2008 年）



资料来源：公司数据，中金公司研究部

从上一个经济下行周期来看，受货运周转量增量大幅下降（1998 年为负增长）影响，国内货车产量 1999 年比 1997 年下降了 40%，年均下降约 20%。

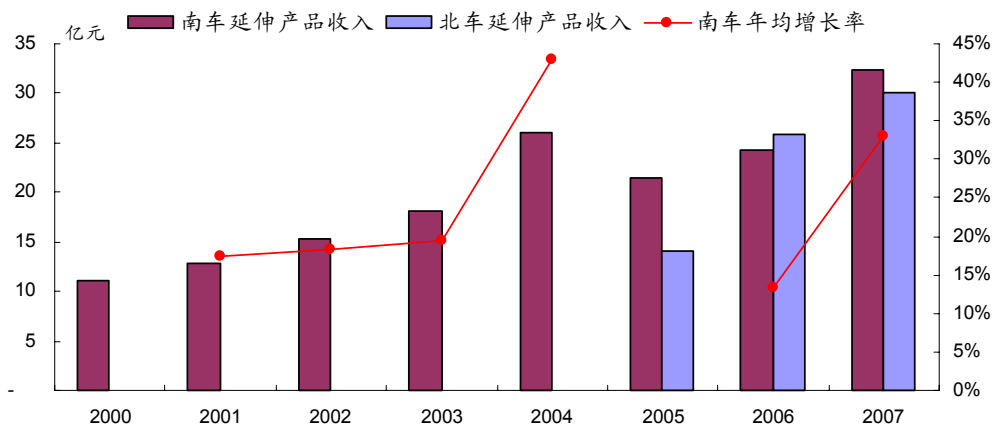
图 5：1997-1999 年国内货车产量下降了 40%



资料来源：铁道部

回顾南车集团延伸产品的发展，也主要是自 2004 年以来发展迅速。2000-2003 年的增速也不算太高。

图 6：南车延伸产品收入 2001-2003 年增速并不高

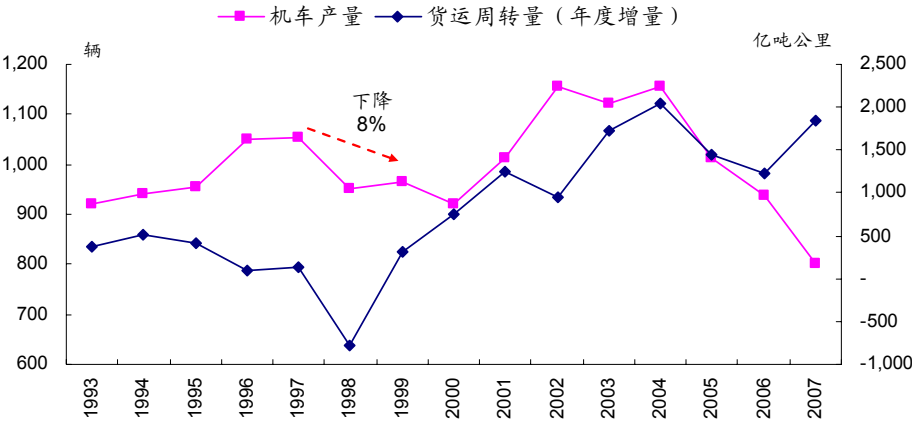


资料来源：公司资料

注：2004 年及其以前是南车集团的收入数据

从历史上来看，机车的需求与货运需求量相关。在 98 年金融危机期间，全国机车产量下降了 8%。

图 7: 1997-1999 年国内机车产量下降了 8%



资料来源: 铁道部

在 2009、2010 年国内外宏观经济大环境不容乐观的情况下, 货车、延伸产品需求面临压力, 下调收入预测。在铁道部实施“以客补货”战略以及城轨地铁建设力度加大后, 客车和城轨地铁车辆收入将超出此前预期。大功率机车由于产品升级换代需求, 也将上调收入预测, 2008 年南车机车业务处在八轴向六轴转型期间, 产品交付低于预期。

表 4: 2008-2010 年不同业务板块的收入预测调整

单位(百万元)	2008E			2009E			2010E		
	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
机车业务	9,474	8,141	-14.1%	10,344	13,479	30.3%	12,367	15,428	24.8%
客车业务	3,018	3,018	-	3,087	3,586	16.1%	3,720	3,988	7.2%
货车业务	9,541	9,541	-	10,454	7,695	-26.4%	10,960	7,913	-27.8%
动车组业务	6,353	6,353	-	9,831	9,472	-3.7%	11,077	11,565	4.4%
城轨地铁车辆业务	3,029	3,029	-	3,957	4,637	17.2%	5,232	6,472	23.7%
其他业务	4,200	4,200	-	6,586	5,366	-18.5%	10,030	6,330	-36.9%
营业收入合计	35,615	34,282	-3.74%	44,260	44,235	-0.06%	53,385	51,695	-3.17%

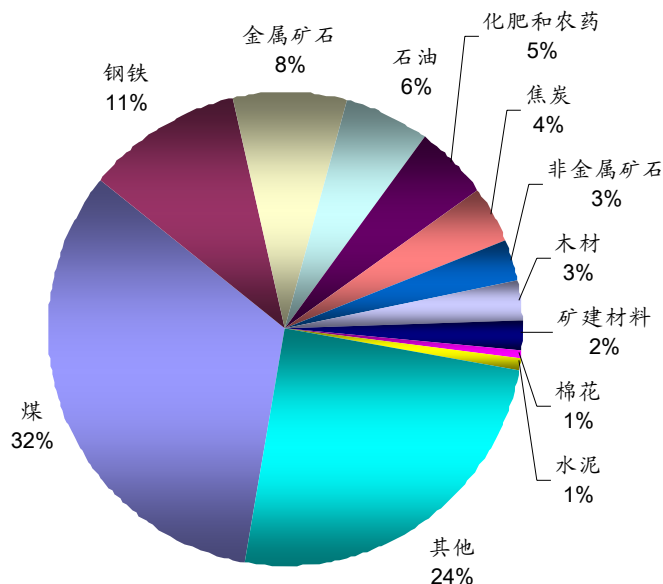
资料来源: 中金公司研究部

货车: 09 年同比下降 20%、2010 年难有明显起色

货车需求量与货物运输的需求量高度相关。若 2010 年前国内经济景气程度没有明显起色, 2009-2010 年货车国内需求量将难有起色。根据 98 年亚洲金融危机期间的行业历史经验以及铁道部的货车采购计划, 预计 2009 年国内货车需求 (包括企业自备车) 将较 2008 年同比下降 20%, 2010 年也难有明显起色, 预计货车需求量与 2009 年基本持平。

按照铁路货运周转量计算, 铁路货运中煤炭、钢铁、金属矿石、石油等能源、原材料运输的占比达到 57%, 是最大的需求方。这些货物与经济周期高度相关, 当经济景气程度下降时, 货运需求量将明显下降。

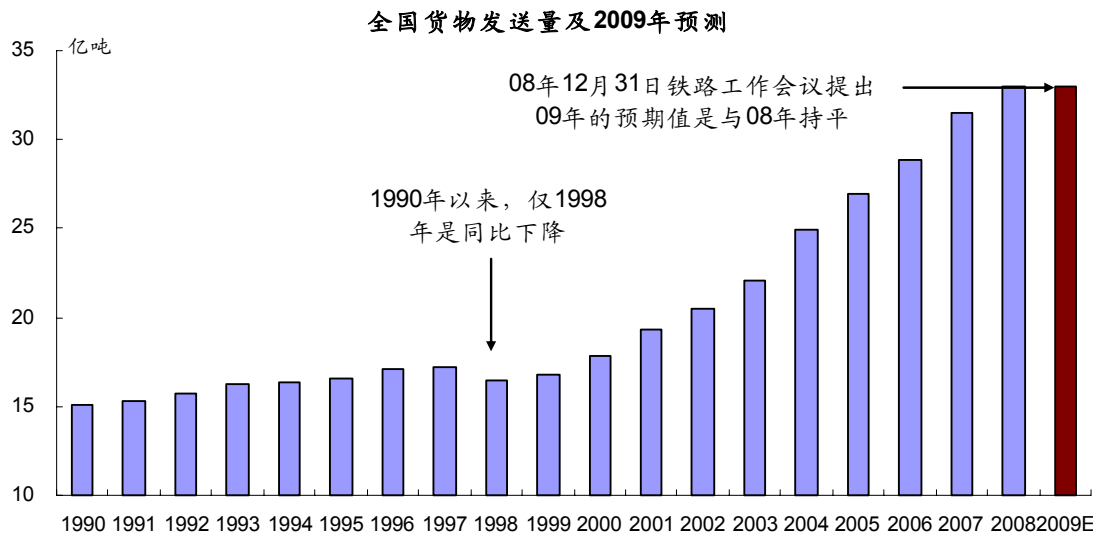
图 8：铁路货运周转量的结构分布（2006 年）



资料来源：中国统计年鉴，中金公司研究部

2008 年 12 月 31 日召开的铁路工作会议提到，进入 2008 年四季度以来，出现了货运需求不足的情况。预计 2009 年需求不足问题将依然存在，铁道部对 2009 年货物发送量预期为 33 亿吨，与 2008 年持平。事实上，自 1990 年以来只有 1998 年货物发送量出现同比下降，铁道部对 2009 年货运需求量不容乐观的判断将直接导致 2009 年货车采购量的同比下降。

图 9：铁道部预计 2009 年货物发送量将没有增长



资料来源：铁道部，中金公司研究部

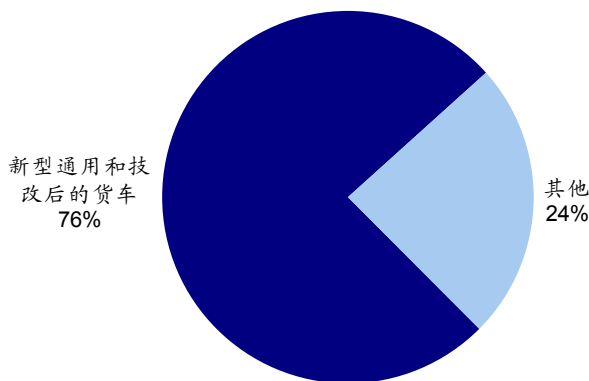
2009、2010 年中国面临比 1998 年更为严峻的经济形势，预计 2009、2010 年货车需求量（不考虑新增铁路线路）将同比下降 30%、20%。

不过 2009、2010 年，西部和中部地区有大量客货混跑铁路通车以及一些货运专线通车，将会新增部分货车需求。按照目前货车保有量密度计算，平均 1 公里对应货车保有量约 7.4 辆。考虑到线路通车前期运营密度略低以及货运需求相对不足，按照新建 1 公里铁路需要 2 辆货车计算，2009、2010 年新建铁路线路约 4000 公里和 7000 公里，对应货车需求 8000 辆和 1.4 万辆。整体而言，预计国内货车需求将同比下降 20%，2010 年基本持平。

国内货车已基本实现升级换代、更新改造需求空间小

过去几年，国内制造企业自主研发的载重 70 吨通用货车、80 吨煤炭专用货车、100 吨矿石和钢铁专用货车等新型产品陆续投入运用，逐步实现了货车的更新换代。截至 2007 年底，新型通用货车和经过技术改造的货车达到 53 万辆，占货车保有量的 75.7%，意味着铁路货车的改造和更新换代基本完成。

图 10：2007 年货车保有量结构

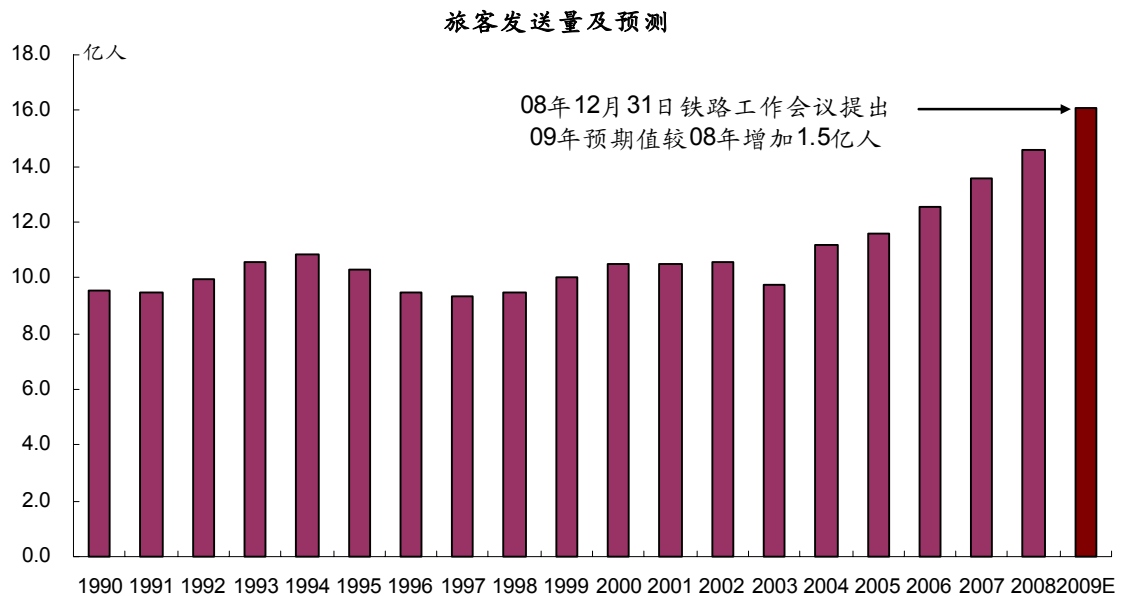


资料来源：铁道部，中金公司研究部

客车：铁道部实施以客补货战略、需求超预期

回顾历史，在亚洲金融危机的上一个经济下行周期时，铁道部就提出了以客补货的战略，通过增加客运服务来补充货运需求量的下降。2008 年 12 月 31 日召开的铁路工作会议，铁道部又一次明确了以客补货战略，在 2009 年货运需求不足的情况下，将加大客运增收力度。铁道部对 2009 年旅客发送量的预期值达 16.1 亿人，较 2008 年同比增长 10%。

图 11：以客补货战略下，铁道部预计 2009 年旅客发送量将较 2008 年继续增长



资料来源：铁道部，中金公司研究部

自 2008 年四季度以来，铁路货运需求量就已经开始逐渐出现不足的情况。铁道部也逐渐开始实施以客补货的战略。2008 年 11 月铁道部连续两次开展客车招标，增加采购 1500 辆铁路客车订单，订单需求超出之前预期。根据订单安排，预计 2009 年中国南车客车将交付 1000 辆，比此前的预测多交付近 400 辆。若 2010 年货运需求依然难有起色，铁道部将继续实施以客补货措施，预计中国南车客车业务 2010 年将保持 10% 的收入增长。

机车：大功率机车替代传统机车带来机车业务发展

在 2009、2010 年货运需求量难有起色的情况下，机车总的需求量并不强烈。但在铁道部的推动下，国内正在陆续对主要既有干线进行电气化改造，发展货物重载运输，利用大功率电力和内燃机车替代传统机车，提升运输能力和运输速度。按照铁道部的计划，2009、2010 年将有较大量的大功率电力和内燃机车交付，机车业务将保持持续增长。

不论是内燃机车还是电力机车，都需要动力传动装置。传动装置分为机械传动、液力传动和电传动，目前主流是电传动。而电传动又分为大功率交流传动和直流电传动。交流电动机与直流电动机相比，具有结构简单、维护少、功率大、效率高、体积小、重量轻、可靠性高等优势。从全球来看，大功率交流传动是行业的发展趋势。

我国在 90 年代中后期开始交流传动电力机车的研制。南车股份先后生产了若干型号的交流传动电力机车。南车股份交流传动内燃机车的研制开始于 2000 年。而大批量生产大功率交流传动电力和内燃机车则开始于 2004 年南车股份引进国外技术之后。

自 2004 年以来，新型的大功率交流传动机车成为铁道部重点采购对象。在我国既定的机车车辆国产化政策规定下，南车股份、北车集团与西门子、阿尔斯通、GE、EMD、庞巴迪等国外企业签订了联合设计、生产大功率交流传动内燃、电力机车的合同，以满足铁道部未来对机车的需求，并实现国产化目标。

表 5: 铁道部近年的大功率交流传动电力和内燃机车订单

国内厂商	时间	国际合作企业	标的	国外企业 合同金额	国内企业 合同金额
南车股份株机公司	2004年10月	西门子	180台大功率交流传动八轴电力机车, 研发设计在欧洲、生产全在国内	34.8	38.6
	2007年3月	阿尔斯通	1200台大功率交流传动六轴电力机车	合计260亿	
南车股份戚墅堰车辆厂	2005年10月	美国GE	300台大功率交流传动内燃机车, 其中第1台样车由美国GE生产	34.0	34.0
北车集团大同电力机车公司	2005年2月	阿尔斯通	180台大功率交流传动八轴电力机车的采购和技术转让, 其中前12台在欧洲生产	37.5	35.0
	2007年3月	阿尔斯通	500台大功率交流传动六轴电力机车, 其中前10台在欧洲生产	34.1	88.0
北车集团大连机车公司	2005年10月	美国EMD	300台大功率交流传动内燃机车, 双方分工制造部件, 全部机车在大连组装	33.2	33.2
	2007年2月	庞巴迪	500台大功率交流传动六轴货运电力机车	40.7	80.3
南车与合作方总计合同额:		400亿			
北车与合作方总计合同额:		382亿			
南车与合作方总计订单数:		1680台			
北车与合作方总计订单数:		1480台			

资料来源: 中金公司研究部

注: 南车 2007 年 3 月签订的订单中有 500 台已经签订购销合同, 其余为协议合同

事实上, 2007、2008 年大秦线、哈大、沈山、京山、京沪、京广、陇海线等线路已经组织开行 5000 吨及其以上系列货物列车, 大功率机车也陆续投入这些线路运行。截至 2007 年年底, 已有 332 台大功率机车交付使用。截至 2008 年底, 有 760 台国产 6 轴 7200 千瓦和 8 轴 9600 千瓦大功率电力机车投入使用。

根据 2008 年 12 月 31 日铁路工作会议提出的目标, 2009 年将抓紧 9600 千瓦大功率交流传动电力机车上线试验工作, 尽早形成批量生产能力, 京哈、京沪、京广、哈尔滨-满洲里、哈尔滨-绥芬河等主要干线实现 5500-6000 吨系列, 兰州西至郑州北实现 4500-5000 吨系列。

按照铁道部的规划以及中国南车的经营计划安排, 预计铁道部将在 2009 年继续安排大功率机车的采购计划, 中国南车 2009、2010 年大功率电力和内燃机车将大量交付。但交付的机车除 9600 千瓦大功率电力机车, 也将包括 7200 千瓦大功率电力机车, 由于两种机车的单价有一定差距, 机车销售收入的增长比交付量的增长要低一些, 毛利率水平也比此前预期略低一些。

动车组：2009 年主要交付 250 公里、2010 年主要交付 300 公里

动车组的生产和交付计划性较强。一方面是因为客运专线的建设一般都需要 3-5 年，2009-2010 年投入运营的客运专线早在 2005、2006 年就已开工，相关动车组生产计划安排也准备得较早。另一方面，既使是在既有线路上新增动车组需求，由于动车组的一些零配件需要国外进口，需要一定时间，相关工作也会较早安排。

按照目前建设速度，2009、2010 年投入运营的客运专线线路有武广、郑西、甬台温、温福、福厦。事实上，按照 2008 年 12 月 31 日铁路工作会议提出的要求，以上五条客运专线将在 2009 年建成投产。但相关的动车组需求并不能简单按照 2009 年通车的里程再乘以动车组每公里需求密度计算，因为线路的运营需要时间，动车组的需求也是逐步释放。因此对动车组交付情况的预测从装备生产商的经营计划安排角度进行分析准确程度更高。

表 6：2009-2010 年投产的客运专线早在 2005、2006 年就已开工

客运专线	里程 (公里)	总投资 (亿元)	开工时间	投入运营
秦沈客运专线	405	160	1999.8	2003.7
京津城际铁路	115	123	2005.7	2008
胶济客运专线（利用既有铁路建成）	363	96	2007.1	2008.7
合宁客运专线	156	43	2005.7	2008 年 4 月
石太客运专线	190	171	2005.6	2008 年底
合武客运专线	357	168	2006	2008 年底
温福客运专线	321	180	2004.12	2009 年
甬台温客运专线	268	170	2005.10	2009 年底
郑西客运专线	457	370	2005.8	2009 年
福厦客运专线	273	124	2005.9	2009 年底
武广客运专线	995	930	2005.6	09 年底-2010 年

资料来源：中金公司研究部整理

截至到 2008 年底，中国南车（不包括 BST）手持动车组订单 80 列标准列，其中 300 公里动车组 50 列，250 公里长大编组 15 列（30 列标准列）。按照交付计划，300 公里动车组将主要用于武广线，预计 2009 年仅少量交付数列 300 公里动车组，主要将集中在 2010 年交付。而 15 列长大编组动车组预计将在 2009 年上半年交付。250 公里长大编组动车组可以在既有线路上运行，需求可以有所增加。在铁路工作会议上，铁道部也提出了要增加京广、京沪、京哈、上海-昆明、广深等铁路动车组对数。预计 2009 年中国南车将交付 35 列长大编组动车组。

除了京津铁路以外，目前已经投入运营的 200-250 公里等级动车组主要运营线路是时速 160 公里以上，特别是 200 公里以上的电气化铁路。与广深、京津等客运需求量大的客运专线上动车组承担了 70-90% 的运输需求（按列车车次计算）相比，其他一些既有线路上动车组一般仅承担 30% 以下的运输需求。从对比中可以看出，京广、京沪、京哈、上海-昆明等线路的确有新增动车组的空间，我们对中国南车 2009 年长大编组动车组的交付预期也包含了这部分新增动车组的空间。

表 7: 截至目前动车组主要运行的线路以及发挥的作用

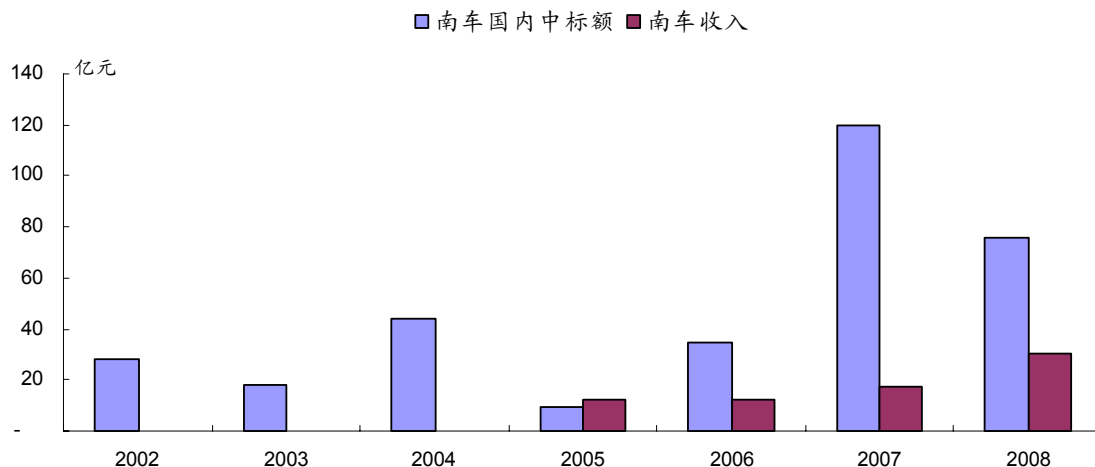
	单程	里程	运行时间	时速	线路设计时速	每天开行 动车组列次	每天开行 各类客车列次	动车组占比
京哈线	北京-沈阳	703	4小时	176	160-250	6	35	28.6%
	北京-哈尔滨	1,249	8小时	156	160-250	2	11	18.2%
	北京-长春	1,003	6小时	167	160-250	2	14	14.3%
	沈阳-哈尔滨	546	4小时	137	160-200	1	56	1.8%
	沈阳-长春	300	2小时	150	160-160	1	72	1.4%
京津城际	北京-天津	120	0.5小时	240	250以上	71	104	68.3%
京广线	北京-汉口	1,205	9小时	134	160-200	2	7	28.6%
	北京-石家庄	277	2小时	139	160-200	5	59	8.5%
	北京-郑州	689	5小时	138	160-250	3	39	7.7%
	郑州-汉口	516	4小时	129	160-250	1	13	7.7%
	武昌-长沙	362	3小时	121	160	1	49	2.0%
京沪线	上海-青岛	1,361	10小时	136	160-250	1	2	50.0%
	上海-合肥	457	3小时	152	160-250	3	9	33.3%
	北京-上海	1,463	10小时	146	160-250	3	10	30.0%
	上海-南京	300	2小时	150	160-250	25	90	27.8%
	北京-杭州	1,633	11时22分	144	160-250	1	5	20.0%
	上海-郑州	998	6.5小时	154	160-250	2	15	13.3%
	上海-徐州	649	5小时	130	160-250	1	36	2.8%
	西安-宝鸡	173	1小时20分	130	160-200	2	40	5.0%
沪昆线	南昌-长沙	419	3小时	140	160-200	1	2	50.0%
	上海-长沙	1,177	7小时30分	157	160-200	1	3	33.3%
	上海-杭州	173	1小时18分	133	160-160	10	63	15.9%
	上海-南昌	817	5小时20分	153	160-200	1	8	12.5%
	杭州-南昌	644	4小时	161	160-200	1	11	9.1%
	苏州-杭州	287	2.5小时	115	160-250	1	17	5.9%
	南京-杭州	504	4小时	126	160-250	1	26	3.8%
	北京-青岛	888	6小时	148	160-250	6	7	85.7%
胶济线	北京-济南	495	3小时	165	160-200	4	15	26.7%
	济南-青岛	393	3小时	131	160-250	6	25	24.0%
	广州-深圳	139	1小时	139	160-200	112	125	89.6%
平均		665	4小时30分	147	160-250以上	9	32	28.1%

资料来源：火车票网，中金公司研究部整理

城轨地铁车辆业务：需求增长超出预期

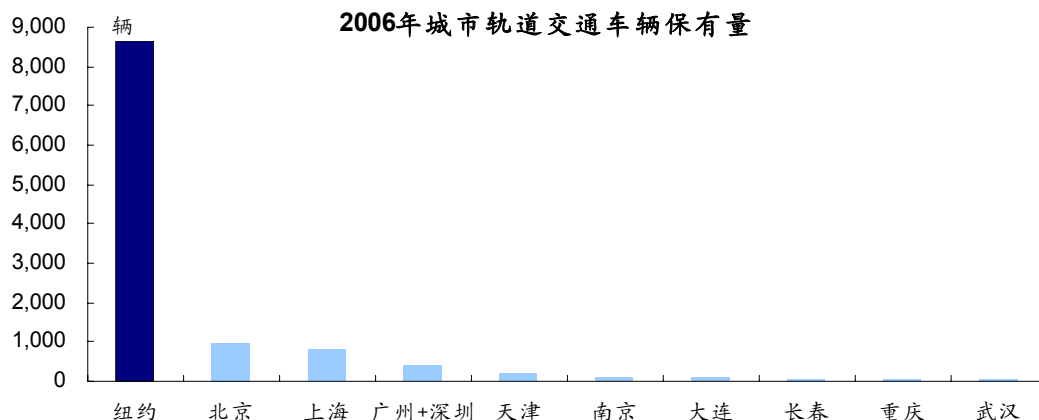
2007-2008 年中国南车中标了大量城轨地铁车辆订单，其中 2008 年中标了全国 13 个项目中的 8 个，合同额 76 亿。订单情况超出之前预期，而且订单将集中在 2009、2010 年交付。其中 2009 年北京地铁四号线、广州地铁十号线等线路将需要车辆交付，城轨地铁车辆业务将快速增长。

图 12：2007-2008 年南车中标了大量城轨地铁车辆订单



资料来源：公司资料

图 13：我国城市轨道交通车辆未来发展空间大



资料来源：中国统计年鉴 2007、Metropolitan Transportation Authority, New York

海外市场业务：国际需求下滑、下调预期

国内轨道交通装备企业拥有成本低、交货周期短等优势，海外市场是其重点开拓的市场之一。不过在全球经济不景气的外部环境下，海外市场业务也面临一定压力。从中国南车调研了解到，目前巴西、澳大利亚等矿业企业的货车需求有所下降，存在推迟订单交货的情况，部分企业下的订单额也较之前的预期有所下降。虽然 2007-2008 年新签了 12 亿美元的海外订单，手持订单较多，但 2009、2010 年新签订单将面临压力，海外市场业务的成长将低于此前预期。晋西车轴等企业的海外市场也面临一定压力。

货车及相关零部件是主打的出口产品

货车及火车轮轴等零部件属于成熟产品，国内轨道交通装备企业在成本、交货周期上竞争优势明显，是出口的主导产品。晋西车轴的火车轮轴出口较多，中国南车的海外市场业务也从以零部件为主，逐渐发展到目前零部件和整车各占一半销售收入。其中整车出口中货车占比最大，主要出

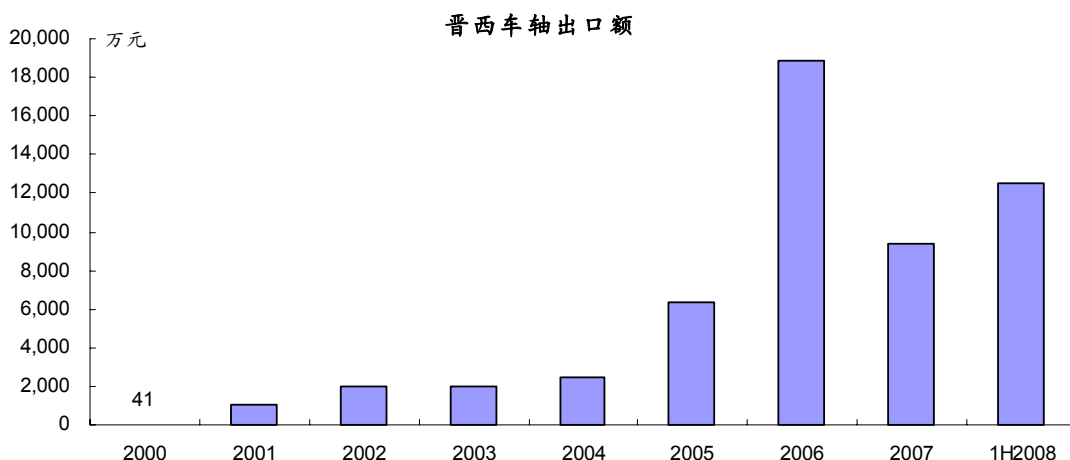
口到巴西、澳大利亚以及亚非拉地区。零部件产品包括关键零部件如转向架等，除了东南亚和南亚传统市场外，已打开了欧美市场，如车体出口澳大利亚，出口美国的货车大部件等。当然，中国南车也开始向非洲、东南亚、南美等地区出口机车、客车以及城轨地铁车辆。

海外货车需求波动很大、国内企业没有真正经历过海外市场的下行周期

国内铁路装备企业出口业务起步较晚，基本没有完整地经历 1999-2002 年上一个海外轨道交通装备下行周期。相对而言，晋西车轴的海外市场开拓要早一些，目前出口占收入约 20%，远高于南车、北车不足 10% 的比例。但晋西车轴也是自 2000 年开始逐渐开拓海外市场，事实上并没有完整经历过整个下行周期。

2000 年，晋西车轴才开始重点拓展海外市场业务，2000 年仅与韩国一家公司签订了 44 套铁路车辆货车轮对的合同，出口 5 万美元。随着海外市场开拓力度加大以及国外市场逐渐复苏，出口额不断增加。但晋西车轴的海外市场业务自发展以来并没有经历过海外市场的下行周期。

图 14：晋西车轴自 2000 年开始重点拓展海外市场业务



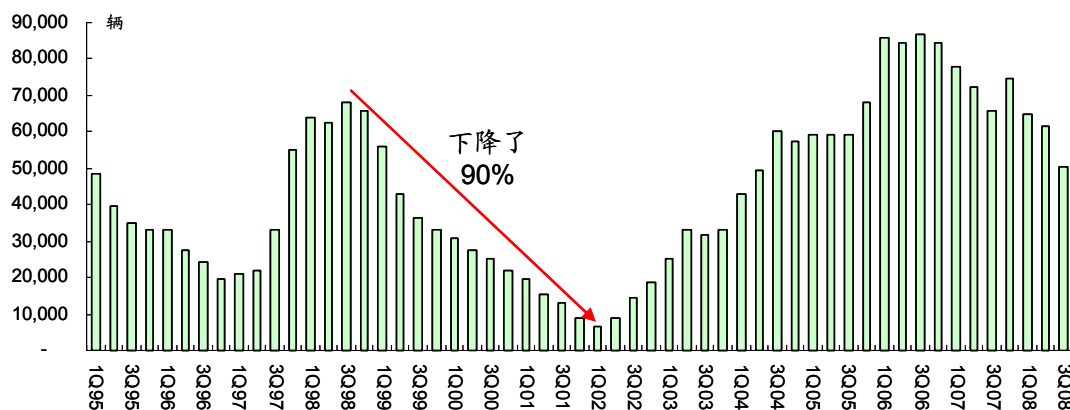
资料来源：公司资料、中金公司研究部整理

注：2007 年出口额下降受到汇率变动以及国际竞争影响

1996-2000 年的“九五”期间，中国机车车辆工业总公司（中国南车、北车还没有分家）年均出口 1 亿美元。而 2007 年仅中国南车出口签约额就接近 6 亿美元。可以看出中国机车车辆工业的出口在 2000 之前也才处于起步阶段。

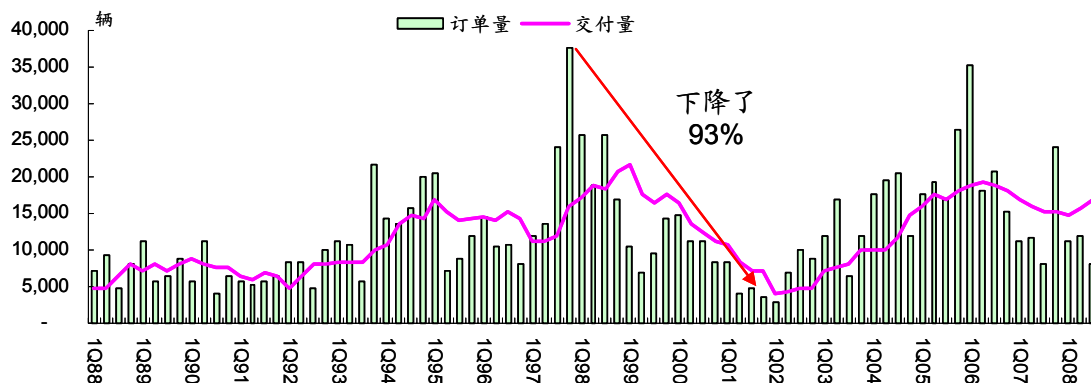
虽然国内企业并没有直接经历过下行周期，但通过分析国外市场历史上的下行周期的情况对未来两年国内企业出口有借鉴意义。晋西车轴的国外市场主要是北美、印度、澳大利亚等地区。回顾北美地区 1999-2002 年货车下行周期，货车手持订单量从 98 年 3 季度的 68,000 辆下降到 2002 年 1 季度的 6,600 辆，下降了 90%。货车新增订单量从 97 年 4 季度的 37,600 辆下降到 2002 年 1 季度的 2,800 辆，下降了 93%。从历史来看，在经济不景气的时候海外市场的货车需求量下降幅度很大。

图 15：北美市场货车手持订单在上一个下行周期大幅下降



资料来源：Railway Supply Institute

图 16：北美市场货车新签订单量和交付量在上一个下行周期大幅下降



资料来源：Railway Supply Institute

对中国南车海外业务的预测

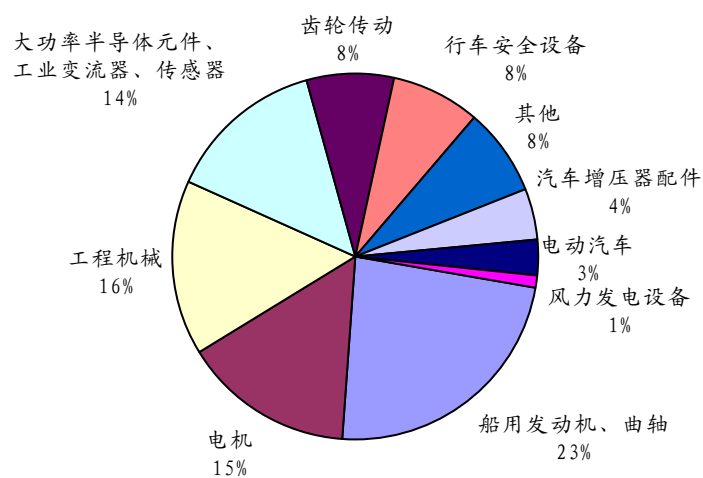
根据未来两年海外市场的发展趋势，我们预计 2009、2010 年中国南车新签合同额将比 2007-2008 年有所下降。由于目前手持订单较为充足，2009-2010 年出口将维持在 35 亿左右，但较之前预测的分别少 9 亿和 18 亿。

延伸产业：需求下滑、下调预期

国内轨道交通装备企业均存在过度依赖铁道部单一客户的问题，发展延伸产业是其降低客户依赖度的长期战略之一。中国南车也将延伸产业作为其未来几年的增长点之一。从中国南车调研了解到，受国内外经济景气程度的下降，船用发动机、曲轴、电机、汽车增压器等延伸产品需求低于预期，我们下调延伸产业 2009、2010 年收入预测。

中国南车的延伸产业占销售收入的比重约 12%，但产品种类多，超过 10 种产品，单一产品的规模相对偏小。延伸产品作为中国南车未来发展重点领域，相关投入力度大，募集资金中约 20% 用于此领域。此前预计该板块年均销售收入增幅约 54%，2010 年将达到 100 亿销售收入。但受国内外需求下滑的影响，产品需求受到一定影响，2009-2010 年的增长将低于预期。

图 17：中国南车延伸产业收入构成（2008E）



资料来源:中金公司研究部

2011-2013 年是交付高峰

关于轨道交通装备制造业交付高峰的分析，我们从三个方面来进行。一方面是铁路线路建设的进展；一方面是从机车、动车组的交付安排；最后一方面从企业层面的经营规划。从以上三方面的分析来看，随着大量客运专线、货运通道的建成，2011-2013 年将成为行业交付高峰，其中动车组、大功率机车将成为拉动增长最主要的动力。2008 年 11 月份以来铁道部加快铁路建设力度以及增加 2009、2010 年铁路基本建设投资力度将增加 2011-2013 年铁路线路投产里程，对 2009、2010 年铁路线路投产里程影响并不很大，我们维持 2010 年全国铁路营业里程 9 万公里以上的预测。对于增加 2009-2010 年机车车辆购置费，其中有相当部分是为了 2011 年及其之后交付的动车组、大功率机车而支付的预付款等，对 2011-2013 年南北车业绩将产生正面影响，对 2009-2010 年的业绩影响要小一些。

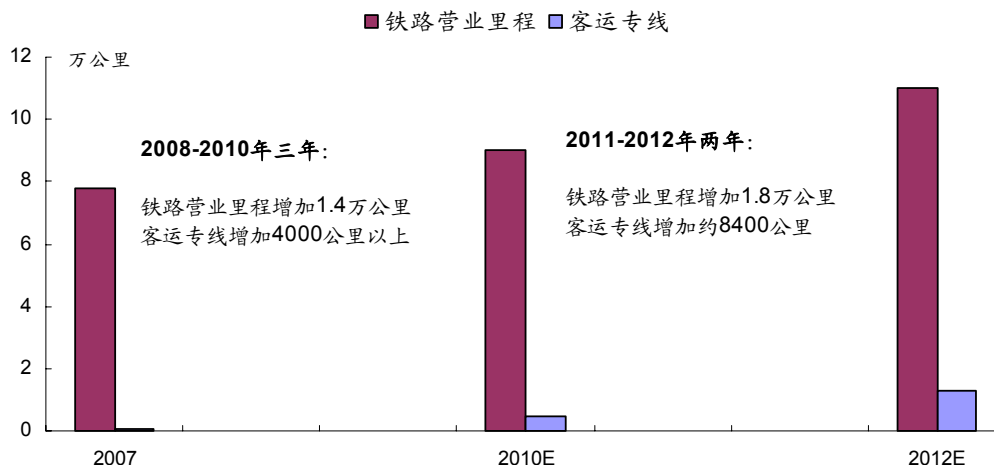
2011-2013 年将是铁路线路投产的高峰

一般而言，铁路线路建设需要 3-5 年。2008 年 11 月以来铁道部做出了加大铁路基本建设投资力度、加快铁路建设步伐的决定。预计 2009、2010 年将有大量铁路项目开工，这些项目将集中在 2011-2013 年投产。

根据铁路工作会议最新安排，2009 年拟安排新开工项目 70 项，投资规模达 1.5 万亿元，铁道部的目标是争取上半年全部批复这些项目的可研，三季度全部批复初步设计。此外铁道部将进一步确保京沈、上海-昆明、合肥-福州、郑州-徐州、兰西客运专线、重庆-贵阳、成都-兰州铁路、兰州-乌鲁木齐第二双线项目在年内开工建设。客运专线目前为止已经开工建设近 1 万公里，2009 年-2010 年还将开工建设约 1 万公里。截至目前，全国开工建设的铁路新线里程 3 万公里，投资总规模达 2 万亿。2009-2010 年还将有 2 万公里新建铁路开工建设，这些项目将主要在 2011-2013 年投产。

按照目前的建设进度，铁道部预计到 2012 年铁路营业里程将达到 11 万公里，比 2010 年增加约 2 万公里。其中时速 200 公里及以上客运专线及城际铁路里程达 1.3 万公里，比 2010 年增加约 8400 公里。按照目前已经开工和 2009-2010 年即将开工 2 万公里客运专线计算，2013 年依然将有大量客运专线投产。2011-2013 年是包括客运专线在内的铁路线路投产高峰。

图 18：未来几年铁路营业里程、客运专线里程预测

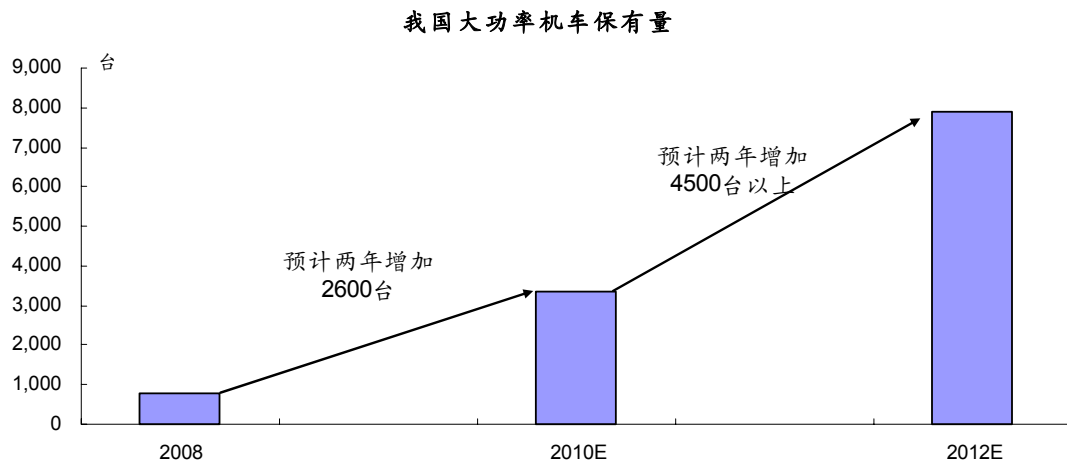


资料来源：铁道部、中金公司研究部

动车组、大功率机车的交付高峰在 2011-2013 年

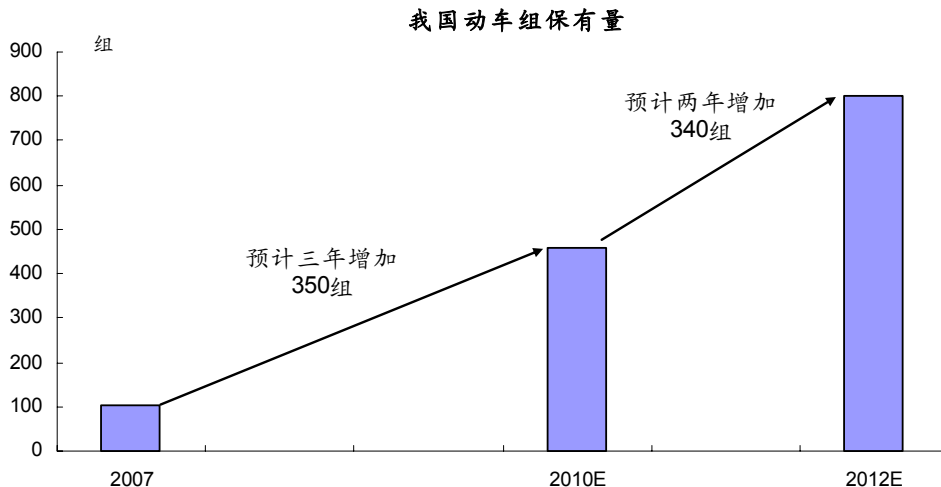
随着四纵四横客运专线、大能力运输通道在 2011-2013 年建成以及繁忙干线客货分离的实施，动车组、大功率机车将呈现交付高峰。根据铁路工作会议提出的目标，到 2012 年我国大功率机车保有量将达到 7900 多台、动车组将达到 800 组以上。与 2008-2010 年相比，可以明显看到 2011-2012 年是交付的高峰期。铁道部目前的规划目标主要到 2012 年，实际上 2013 年也将依然有大量线路建成以及 2012 年通车线路的运营进一步成熟，2013 年机车车辆交付依然处在高峰。

图 19: 2011-2012 年大功率机车保有量将大幅增加



资料来源：铁道部、中金公司研究部

图 20: 2011-2012 年动车组保有量将大幅增加



资料来源：铁道部、中金公司研究部

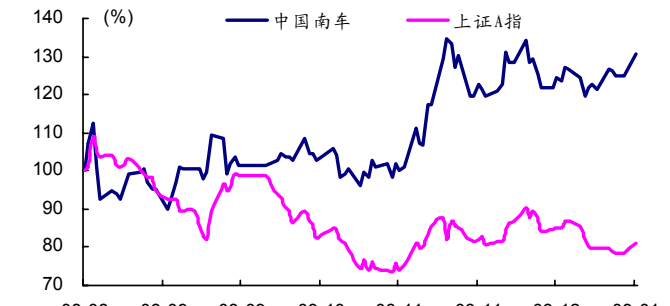
企业 2011 年销售收入规划将同比大增

中国北车集团在 2008 年 12 月 8 日宣布了“三步走”战略，其中第一步就是到 2011 年实现销售收入 700 亿，较其 2008 年销售收入翻一番。从企业的经营规划来看，销售收入大增将在 2011 年出现。

中国南车（601766.CH/1766.HK）

2011-2013 年才是交付高峰

中国南车主要财务指标及近期股价表现

(百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	A股	
营业收入	23,529	27,401	34,282	44,235	51,695	当前股价	人民币 4.51
(+/-)	16.0%	16.5%	25.1%	29.0%	16.9%	股票代码	601766.CH
毛利	3,338	4,018	5,652	7,414	8,856	日成交量 (百万股)	114.65
(+/-)	19.8%	20.4%	40.7%	31.2%	19.4%	52周最高价/最低价	人民币 4.91/2.18
归属于母公司股东净利润	528	807	1,400	1,794	2,277	市值 (百万元)	53,398
(+/-)	34.1%	52.9%	73.4%	28.1%	27.0%	发行股数 (百万股)	11,840
每股盈利 (元)	0.045	0.068	0.118	0.151	0.192	其中: 流通股 (百万股)	4,424
EV/EBITDA	34.6	25.3	15.7	13.2	10.9	主要股东 (持股比例)	中国南方机车车辆工业集团公司 (56.75%)
净资产收益率	16.0%	18.6%	9.1%	10.7%	12.3%		
ROCE	5.2%	7.3%	6.3%	7.5%	8.6%		
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.7%	0.8%	1.1%		
每股经营现金流 (元)	0.14	0.12	0.14	0.21	0.24		
股价/经营现金流	31.1	37.0	31.3	21.4	18.4		
市盈率 (A股)	101.1	66.1	38.1	29.8	23.4		
市净率 (A股)	16.1	12.3	3.5	3.2	2.9		
市盈率 (H股)	80.5	76.6	30.6	24.4	19.8		
市净率 (H股)	12.7	10.9	2.8	2.7	2.5		

资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部

- ◆ 自 2008 年 11 月以来，在 2009 年 1000 亿机车车辆购置费的乐观预期下部分投资者对中国南车 2009 年业绩有了更高的预期。一直以来我们都保持审慎态度，主要原因是铁路线路依然在建设中，车辆交付高峰将在 2011-2013 年，09 年大幅增加采购的可能性小，且该行业是计划性较强的行业，从南北车经营计划来看 09 年并不是高速增长年。
- ◆ 事实上，中国南车有 40%以上收入是周期性的，与国内外宏观经济形势相关。在国内外宏观经济不乐观的大环境下，下调 2009、2010 年延伸品、出口、货车需求预测，其中预计 09 年国内货车需求将同比下降 10-20%。在铁道部实施“以客补货”战略下，上调客车需求预测。机车和城轨地铁车辆分别由于产品升级换代和中标情况超预期均上调预测。此外，随着铁道部对大功率机车采购结构发生改变，2009、2010 年南车将开始生产单价低一些的 7200 千瓦机车，机车毛利率略有下调。小幅下调中国南车 2008-2010 年每股收益 2%、4%和 9%，分别至 0.12 元、0.15 元和 0.19 元。
- ◆ 目前南车 A 股 09、10 年市盈率 30 倍、23 倍，H 股 24 倍、20 倍，估值较高。对于打算持有中国南车 2-3 年的长期投资者，行业长期趋势向好，可长期持有。但 09 年业绩很难达到市场基于 1000 亿机车车辆购置费做出的乐观预期，提醒投资者降低 09 年业绩预期，并看到货车、延伸品等业务低于预期的实际情况。此外根据线路建设进度推算和铁道部招标惯例，09 年 1 季度北车和南车可能将相继获得动车组大订单（集中在 2011 年交付），由于其对 09、10 年业绩没有大影响，更多是给投资者带来长期发展信心，对股价影响是短期的，影响程度多大也将取决于市场，短期投资者可以关注。

表 8: 财务预测简表

损益表 (百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	27,401	34,282	44,235	51,695
营业成本	-23,266	-28,484	-36,633	-42,619
主营业务利润	4,018	5,652	7,414	8,856
销售费用	-641	-754	-1,062	-1,292
管理费用	-2,356	-2,931	-3,782	-4,420
财务费用	-240	-294	-329	-395
营业利润	962	1,875	2,468	3,034
税前利润	1,194	2,061	2,662	3,314
所得税	-125	-371	-479	-596
净利润	1,069	1,690	2,183	2,717
归属于母公司股东的净利润	807	1,400	1,794	2,277
少数股东权益	262	290	389	440
现金流量表 (百万元)				
经营活动现金流净额	1,443	1,706	2,494	2,898
投资活动现金流净额	-2,349	-6,002	-4,564	-1,583
融资活动现金流净额	2,503	7,041	1,223	536
货币资金增加额	1,597	2,745	-848	1,851
资产负债表 (百万元)				
货币资金	8,272	11,016	10,168	12,020
应收帐款	4,020	5,166	6,969	8,498
预付帐款	2,344	2,932	3,783	4,421
存货	5,840	8,453	11,210	13,455
流动资产合计	21,791	29,017	34,001	40,579
长期股权投资	633	838	1,088	1,402
固定资产	6,298	5,954	7,724	10,034
在建工程	769	6,294	8,120	6,185
无形资产	3,090	3,056	2,960	2,919
非流动资产合计	10,934	16,279	20,030	20,682
资产总计	32,726	45,296	54,031	61,261
短期借款	5,437	3,158	5,158	6,158
应付短期融资券	795	795	795	795
应付票据	1,612	1,951	2,509	2,919
应付帐款	6,230	7,804	9,785	11,093
预收帐款	5,149	6,304	8,107	9,432
其他应付款	1,520	1,861	2,394	2,785
流动负债合计	21,683	23,039	30,109	34,762
长期借款	2,086	2,000	2,000	2,500
其他非流动负债	2,252	2,202	2,152	2,102
非流动负债合计	4,627	4,451	4,381	4,811
负债合计	26,310	27,490	34,490	39,573
股本	7,000	11,840	11,840	11,840
储备和未分配利润	-2,654	3,606	4,951	6,659
归属于母公司股东所有者权益合计	4,346	15,446	16,791	18,499
少数股东权益	2,070	2,360	2,749	3,189
所有者权益合计	6,416	17,806	19,541	21,689
负债和权益	32,726	45,296	54,031	61,262
财务指标				
毛利率	14.7%	16.5%	16.8%	17.1%
经营利润率	3.5%	5.5%	5.6%	5.9%
净利率	3.9%	4.9%	4.9%	5.3%
资产收益率	2.5%	3.1%	3.3%	3.7%
净资产收益率	18.6%	9.1%	10.7%	12.3%
资产负债率	80.4%	60.7%	63.8%	64.6%
净债务/净资产	-16.1%	-37.3%	-17.0%	-17.1%
每股盈利	0.07	0.12	0.15	0.19
每股分红	-	0.03	0.04	0.05
每股净资产	0.62	1.30	1.42	1.56

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座28层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲6号
SK大厦1层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。