

需求高峰即将到来，未来增长可期

2010 年铁路设备制造业投资策略

报告关键点：

- 铁路建设正进入高峰期，铁路设备行业也即将两级分化
- 基于产品潜在需求较大及出口前景较好，我们对车辆子行业的长期发展的可持续性相对乐观
- 行业利润增长快于收入，调高行业评级至领先大市-B，推荐中国南车

报告摘要：

- 铁路建设正进入高峰期，铁路设备行业即将两级分化。随着铁路建设进入高峰期，明年开始铁路固定资产投资的增速就将明显放缓，与此对应的是，线下设备（与路轨相关）的增长于2011年开始就将增长放缓（部分产品可能于明年就到达峰顶），而线上设备则仍将持续增长，预计2012年下半年开始增长放缓，也就是说，明年铁路设备行业即将出现两级分化。
- 我们看好车辆子行业的长期（3—5年）发展。由于目前市场对铁路设备行业的增长可持续性存在疑虑，我们认为就3—5年的时间来看，线下设备的增长可持续性的确较差，但对线上设备来讲，这一担心是没有必要的。在国内需求超预期、出口增长空间巨大的环境中，车辆及相关零部件需求的可持续性较强。我们相对看好车辆及相关零部件的长期可持续性发展，预计至少5年内都将维持一定的增长。下面我们就分业务来看车辆各产品的情况，除普通客车的需求将下降外，其余产品的增长前景均有可能超预期。其中，动车组2012年我国的动车组的存量需求超过1600组与铁道部预计的2012年存量800组而言，我们认为动车组的潜在需求至少要高出近100%；未来两年我国电力机车的潜在新增需求也将为1900辆左右，与铁道部目前每年采购400—500辆机车对比，其增长速度将较快；高铁建设一方面直接带来了相关铁路设备的当前需求，另一方面又会通过加快城市化进程来推动城轨相关设备需求的未来增长；预计2011年以后由客货分离带来的增量货车需求将在20%左右。此外，在全球市场增长的预期下，我们认为随着技术的不断消化吸收，未来在参与海外市场中将具有明显竞争优势，出口也将明显上升，预计在新增市场中我国企业能占据20—25%的市场份额。
- 行业利润增长将快于收入增长。在行业大发展的背景之下，铁路设备行业的收入也将持续增长。随着毛利率的稳步提升及费用率的下降，我们认为未来几年行业的利润增长将快于收入增长。其中，2年内行业毛利率的提升主要来自产品结构的调整，就更长时间段来看，随着出口比重的上升，其毛利率预计将高于国内市场，再加上下游分散带来的铁道部议价能力的削弱，这就给单个产品的毛利率带来一定的提升空间；明年行业的期间费用率下降空间不大，但后年开始投入应该会有所减少，加上大多数产品的量产，届时期间费用率仍有一定的下降空间。
- 调高行业评级至领先大市-B，推荐南车等高铁受益品种。由于年初板块相对估值相对较高，存在业绩透支现象。随着今年市场的回暖，目前这一现象已很好的缓解。我们认为随着行业高增长期的来临，明年板块上涨空间明显，尤其是车辆相关生产企业。因此上调评级至领先大市-B。从上市公司角度来看，以货车为主的上市公司投资机会不明显，明年更多的表现为交易性机会，如年初货车招标超预期等，如晋西车轴等公司明年一季度弹性较大；中期来看，我们看好高铁受益品种未来两年的表现，如中国南车、时代新材等。

铁路设备制造 领先大市-B

上次评级

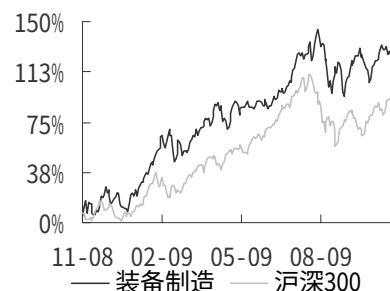
同步大市-A

报告日期

2009-12-16

首选股票	目标价	评级
601766 中国南车	7.4	买入-A
600458 时代新材	20	增持-B

12 个月行业表现



研究员

林晨

行业分析师

0755-82558022 linsheng@essence.com.cn

前期研究成果

1. 铁路建设正进入高峰期，铁路设备行业即将两级分化

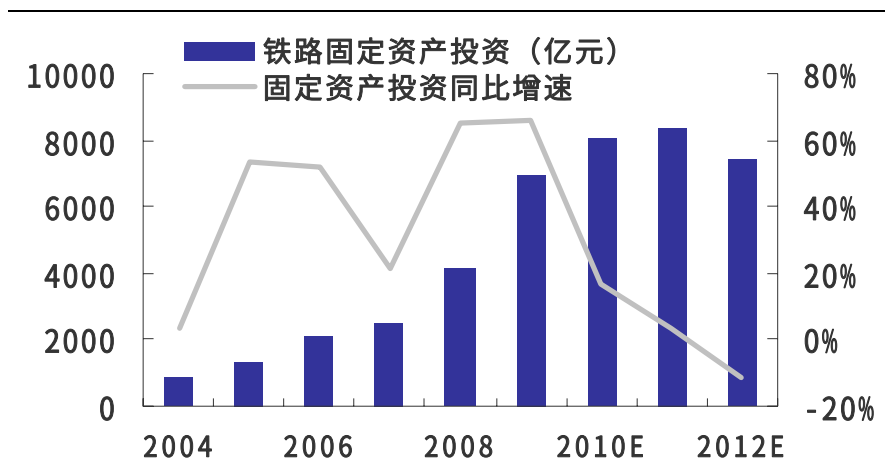
随着铁路建设进入高峰期，明年开始铁路固定资产投资的增速就将明显放缓，与此对应的是，线下设备（与路轨相关）的增长于 2011 年开始就将增长放缓（部分产品可能于明年就到达峰顶），而线上设备则仍将持续增长，预计 2012 年下半年开始增长放缓，也就是说，明年铁路设备行业即将出现两级分化。

1.1. 铁路固定资产投资正进入高峰期

今年以来，铁路建设仍然维持较快增长，1—10 月份，我国铁路固定资产投资金额达 4428 亿元，同比增速达 73%。我们预计全年铁路固定资产投资将接近 7000 亿元，同比增速超过 65%，与去年增速基本相近。

我们认为今年的高增长是受此次加快基础设施建设的影响、加快铁路建设的审批及开工进度造成的。按项目进程以及铁道部的资金紧张程度来看，预计铁路固定资产投资明年开始将进入高峰期，未来几年的增速将明显放缓（明年的增速将降至 20% 以内，2011—2012 年投资将相对稳定），随着此轮铁路建设高峰的过去，2013 年开始铁路固定资产投资规模也将步入下降通道。

图 1 今年铁路固定资产投资开始进入高峰

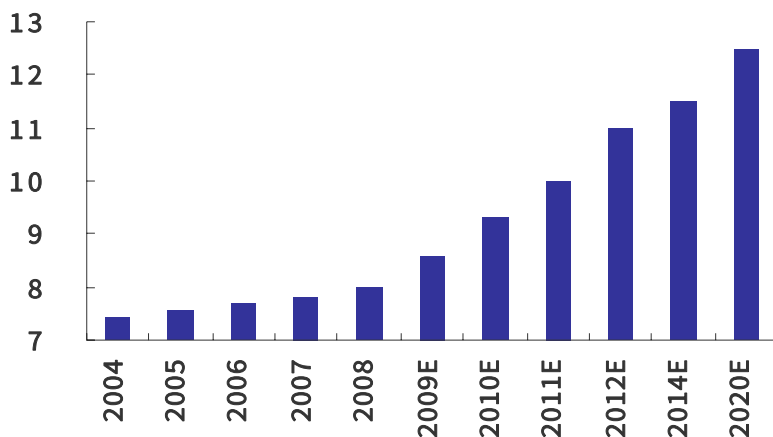


数据来源：铁道部，安信证券研究中心

我们从营运里程的趋势也可明显看出这一点。按铁路中长期路网规划，我国铁路 2020 年的营运里程将超过 12 万公里，从目前新线审批情况来看，这一目标将提前实现，届时我国的营运里程很可能将接近 13 万公里。

2008 年我国铁路营运里程为 8 万公里，未来几年受益于铁路建设进度的加快将出现明显增长，2012 年就将达到 11 万公里。也就是 2013—2020 年之间，铁路建设的进度将放缓，总建成里程总共也就 2 万多公里。相比之下，2009—2012 年这四年的铁路投资就要超过 2013—2020 年这 8 年的投资规模。

图 2 我国后续营运里程的增加将放缓



数据来源：铁道部，安信证券研究中心

因此，我们认为自 2005 年以来铁路固定资产投资持续快速增长以来，明年开始将进入一个有史以来新的投资高峰期，预计 2013 年以后不可避免的出现明显回落，而且我们认为这一高峰在可预见的未来都难以再次达到。因此就国内需求增长来看，目前正是铁路设备行业较好的投资时期。

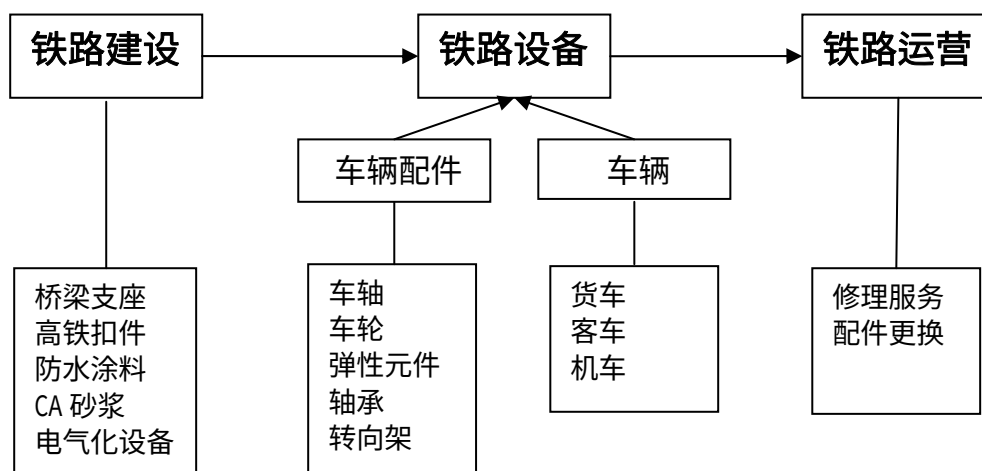
1.2. 铁路设备行业即将开始两级分化,2-3 年内看好车辆需求增长

虽然铁路设备行业未来几年整体将保持增长，但就子行业来看，我们认为明年将开始出现两级分化——线上设备与线下设备的增速及趋势将开始出现差异。

因为从铁路投资的受益链条来看，线下设备（与铺轨相关的铁路设备产品，如高铁扣件、桥梁支座等）优先受益，随后受益的是车辆及其配件。从时间差来看，我们认为在铁路固定资产投资进入高峰期后一年左右时间，线下设备将进入高峰期，而再过一到一年半的时间线上设备才开始进入高峰期。

就目前我国铁路投资的增速情况来看，铁路设备中的线下设备预计 2010 年将进入高峰期，由于其技术含量相对较低，扩产容易，因此高峰的到来不存在产能瓶颈的制约，其可持续性也相对较弱，最晚 2012 年就将出现明显回落。而线上设备（与车辆相关）明年仍处于高增长期，后年下半年才进入高峰期，其高端产品的产能受限，因此其可持续发展的能力也相对较强。

图 3 铁路投资受益链条



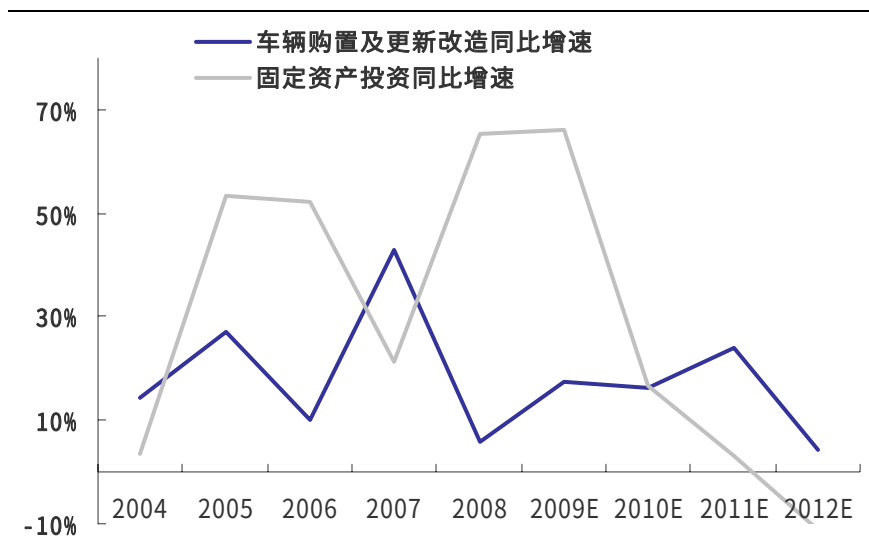
数据来源：安信证券研究中心

由于过往两年刚开始加快铁路基础建设进度，铁路固定资产投资的增速相对较快，而其对铁路设备的拉动作用有限，因而车辆购置及更新改造支出的增长大幅低于投资增速。自 2010 年以后铁路固定资产投资的增速将回落，而铁路设备（尤其是线上设备）存在 2 年左右的时间差异，预计 2012 年以后才会开始出现回落，在此期间，车辆购

置及更新改造的同比增速将快于铁路固定资产投资。

但由于铁路设备属于制造业，其产能扩张的弹性明显不如建筑业，因此其未来的增长虽然将超过固定资产投资，但二者的差别幅度并不会太大，其表现更可能是车辆购置及更新改造支出的持续稳步增长上。

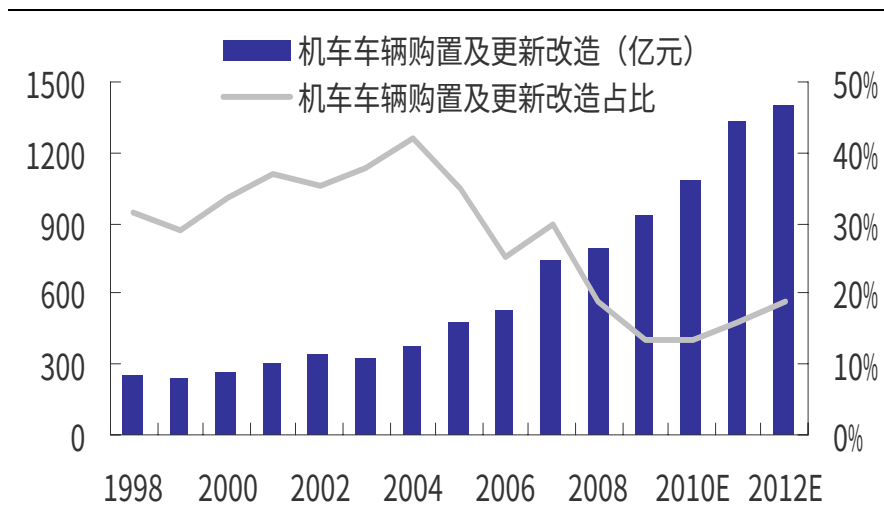
图 4 车辆购置未来几年的增长将快于铁路固定资产投资



数据来源：铁道部，安信证券研究中心

从车辆购置及更新占铁路固定资产投资的比例来看，今年这一比例将进入低点（接近 13%），明年开始将稳步回升，2012 年将提升至 20% 左右。

图 5 车辆购置及更新占比将逐步上升



数据来源：铁道部，安信证券研究中心

2. 我们看好车辆子行业的长期（3—5 年）发展

由于目前市场对铁路设备行业的增长可持续性存在疑虑，我们认为就 3—5 年的时间来看，线下设备的增长可持续性的确较差，但对线上设备来讲，这一担心是没有必要的。

在国内需求超预期、出口增长空间巨大的环境中，车辆及相关零部件需求的可持续性较强。我们相对看好车辆及相关零部件的长期可持续性发展，预计至少 5 年内都将维持一定的增长。下面我们就分业务来看车辆各产品的情况，除普通客车的需求将下降外，其余产品的增长前景均有可能超预期。

2.1. 国内动车组需求将超预期

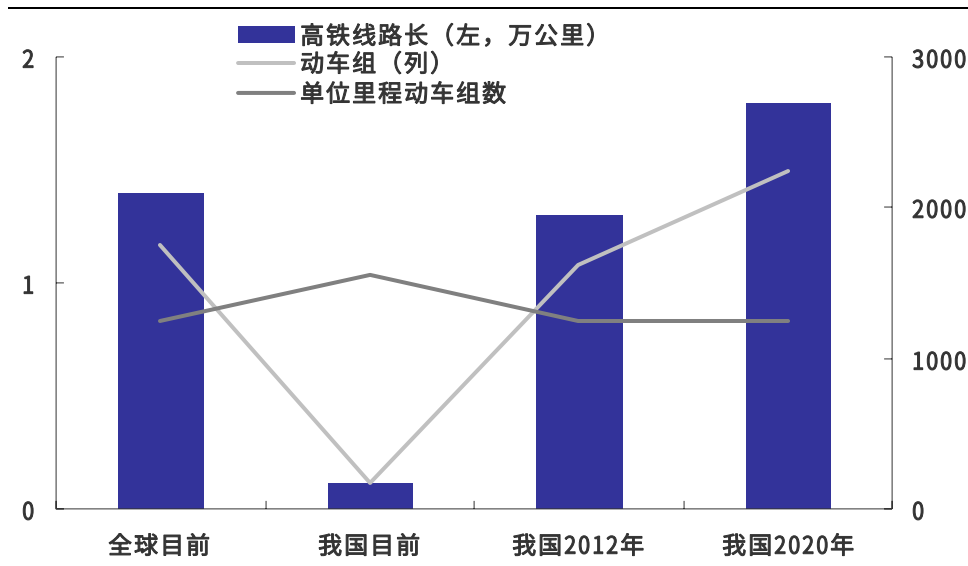
以武广线为例，考虑到中间靠站以及整备时间，预计单程为 4 小时左右，来回至少要在 8 小时以上。目前每 15 分钟发车一次，则每小时需要 4 组动车，在第一列动车返回始发站的时候，就要发出 31 组动车。也就是说最低配备至少要 32 组。而实际上一一般会多配备 10—15% 的车辆以备检修等临时更换，因此目前的标准配置也需要 36 组。

这还只是刚开始试运行，随着时间的推移，最高发车频率至少将缩短一半（目前京津线、沪宁城际等线繁忙时期最高发车频率为 5 分钟一班），对应的车辆需求也上升至 72 组。从我国的实际情况以及订单情况来看，预计未来动车组中至少有一半以上的以长大编组为主，综合以上几点可以初步得出单位里程动车组的需求——近 1000 公里的线路至少需要 110 组的动车组。由此推算至 2012 年我国近 1.3 万公里的高速铁路需要动车组 1500 组左右。

此外，从国外高速铁路里程及动车组存量来看，其单位里程动车组数大致为每万公里 1250 组左右。而至 2008 年底，我国单位里程动车组数大致为 1625 组，高于国外平均水平。即使按每万公里 1250 组计算，2012 年我国的动车组的存量需求超过 1600 组。

二者结合来看，与铁道部预计的 2012 年存量 800 组而言，我们认为动车组的潜在需求至少要高出近 100%。

图 6 动车组的潜在需求将超预期



数据来源：铁道部，安信证券研究中心

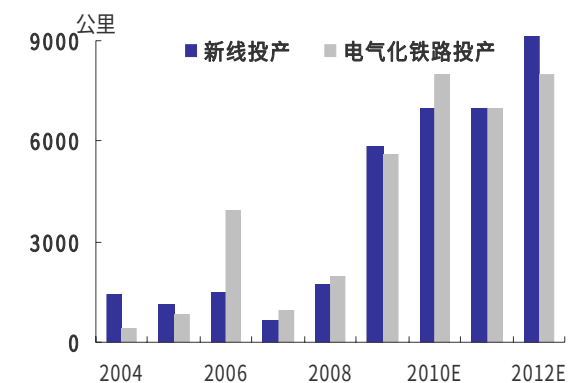
2.2. 电力机车的需求也将超预期

铁道部表示，目前既有线电气化改造在建规模达到 1 万公里。也就是说未来两年内完工的电气化改造里程将是 2008 年存量（2.8 万公里）长度的 35% 左右。

2008 年我国电力机车的存量大概在 6300 辆左右，因此预计未来两年我国电力机车的潜在新增需求也将为 1900 辆左右，与铁道部目前每年采购 400—500 辆机车对比，其增长速度将较快。

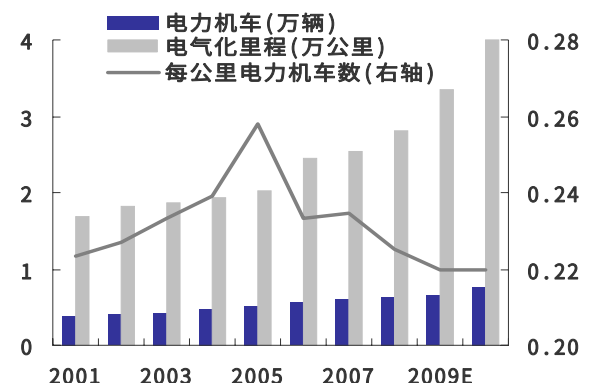
但受新型机车正在试生产及小批量生产阶段，加上部分线路电气化改造完成后仍有部分内燃机车运行，因此这部分潜在需求在初期体现不会太明显，更多的表现为后续的持续性增长。

图 7 每年投产铁路新线及电气化铁路长度



数据来源：铁道部，安信证券研究中心

图 8 电力机车的需求将随电气化上升

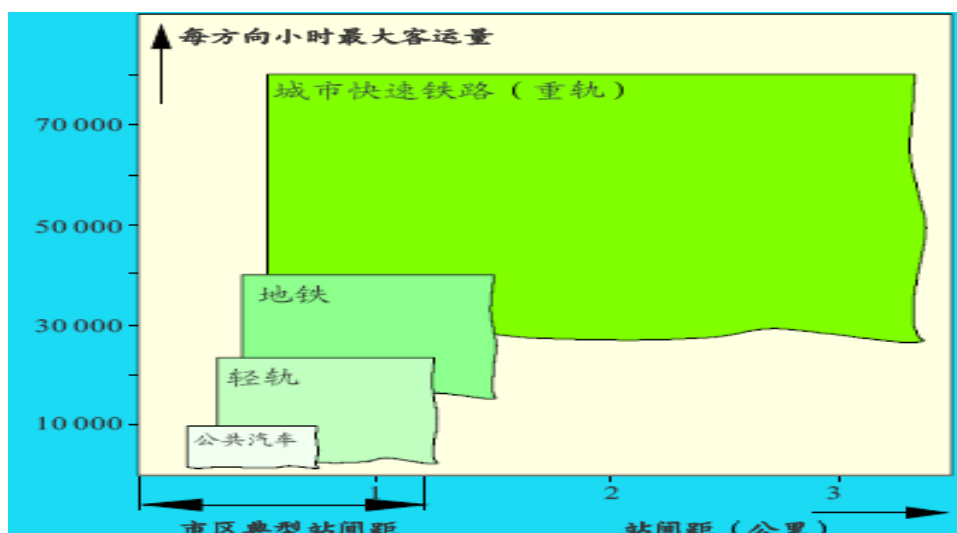


数据来源：铁道部，安信证券研究中心

2.3. 城轨的需求也将相对稳定

目前我国人口城市化比率在 42% 左右，预计到 2015 年将超过 50%。人口城镇化趋势将持续下去。而目前我国人口超过 100 万的城市数目已经超过 100 个，人口城镇化无疑将使大城市越来越多、越来越大，从而推动城轨铁路需求进一步上升。

图 9 大城市的增加使得铁路需求上升



数据来源：UITP，安信证券研究中心

从国外发展情况来看，城轨系统已经成为城市交通的支柱，然而与发达国家对比，我国的大城市城轨系统的发展还十分落后，发展空间巨大。

表 1 十一五计划初期我国大城市城轨规模与发达国家上世纪 80 年代中对比

城市	人口 (百万)	城轨长度 (公里)	城轨客流占比
东京	27	230	94%
伦敦	7	408	89%
纽约	7	443	68%
巴黎	10	315	65%
柏林	4	142	54%
莫斯科	9	244	49%
上海	18	129	13%
北京	15	114	11%

数据来源：铁道部，安信证券研究中心

截至 2008 年底，我国 40 余城市在建或筹建地铁和轻轨等城市轨道交通设施，已获批

的 15 个城市规划在 2015 年之前，建成 1700 公里的城市轨道交通，总投资超过 6000 亿元。据统计，目前我国 25 个城市正在进行城市轨道交通的前期工作，总规划里程超过 5000 公里，总投资估算超过 12000 亿元。

长远来看，此次高速铁路的建设也有助于加快我国城市化进程，尤其是沿线的一些中等城市将借高铁之力迅速发展。业内人士预计在高铁开通三年后，其发展速度将比同等非沿线城市至少快个 1—2 年。这又会推动这些中等城市发展城轨的需求。

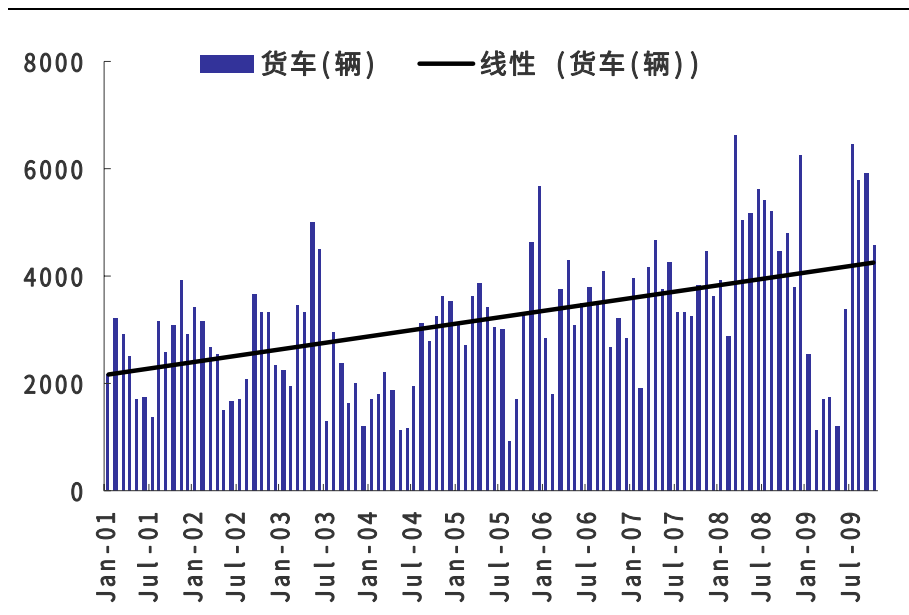
因此我们认为高铁建设一方面直接带来了相关铁路设备的当前需求，另一方面又会通过加快城市化进程来推动城轨相关设备需求的未来增长。

2.4. 客货分离带来的货车需求增量

按历史经验来看，停一对客车将增加 1.3 对普通货车，目前客车存量接近 5 万辆，从路网规划来看，主要干线将基本实现客货分离，预计开始客货分离后，从时间安排来看，40%的客车将由货车替代，由此带来的新增货车需求将在 2.6 万辆左右。假设用三年时间来逐步完成这一更替，则未来年新增货车需求超过 8000 辆。

目前货车的年产量在 4 万辆左右，因此预计 2011 年以后由客货分离带来的增量货车需求将在 20%左右。我们预计今年受经济危机影响，货车需求出现较大下滑，但未来 3—5 年内货车的需求将呈持续上升阶段。

图 10 铁路货车的需求开始恢复



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

2.5. 全球铁路建设的趋势才刚开始，铁路建设有利于碳减排目标的实现

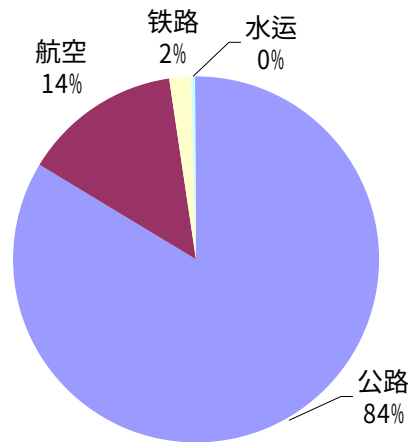
随着全球经济的发展，对环保的重视程度也明显上升。加上高铁技术在我国的成功推广，我们认为高速铁路建设带来的效益将在全球得到重视。而我国无疑在这一市场中抢得先机。

2.5.1. 对环境的重视程度上升，铁路将是我国解决碳减排的重要举措之一

交通运输产生的二氧化碳大约占全部二氧化碳排放量的 25%左右。而铁路运输相比之下排放的二氧化碳量要显著低于其它主要运输方式。特别是电气化铁路，对大气环境基本没有污染。如果是高速铁路，其有害气体排放量比常规铁路还低 70%。

因此就我国情况来看，要想减少碳排放，在交通运输方式上的可行性方案就是调整运输方式的结构，大幅提高铁路运输的比重，减少公路、航空等方式所占比重。

图 11 西欧各交通运输方式外部成本



数据来源：INFRAS，安信证券研究中心

2.5.2. 全球各国都开始重视铁路建设（尤其是高速铁路）

根据欧洲铁路工业联盟(UNIFE)所诉，今年全球在火车、轨道和相关设备的投入总额将达到 1220 亿欧元。这个数字与去年持平，但是比 2004 年增长 18%。欧洲铁路工业联盟称，在刺激项目和环境问题的推动下，2016 年世界各国在高速列车方面的投入将升至 1500 亿欧元。我们认为未来市场增长较快的将在以下几个地区和国家：

➤ 美国

奥巴马在执政后，决定从政府 7870 亿美元经济刺激计划中拨出 80 亿美元，用于在全美建设高铁走廊，以缓和交通拥堵和节约能源，目前 6 条高铁路线已获立项。远景规划是建立一个长度达 1.7 万英里的先进高铁网络，并分期执行。

➤ 欧洲

西班牙计划在 2010 年超过日本，建成世界上最大的高速铁路网；英国拟耗资近 340 亿英镑在 2030 年前修建一条连接苏格兰和伦敦的高速铁路（2400 公里）；法国希望将高速铁路总长度提高一倍，在 2020 年达到 2500 英里；波兰将于 2014 年开始兴建国内第一条高速铁路，计划 2020 年完工；瑞典正在筹划 15 亿克朗的国家公路与铁路建设计划，并在进行一项 1500 亿克朗的高速铁路方案调研。

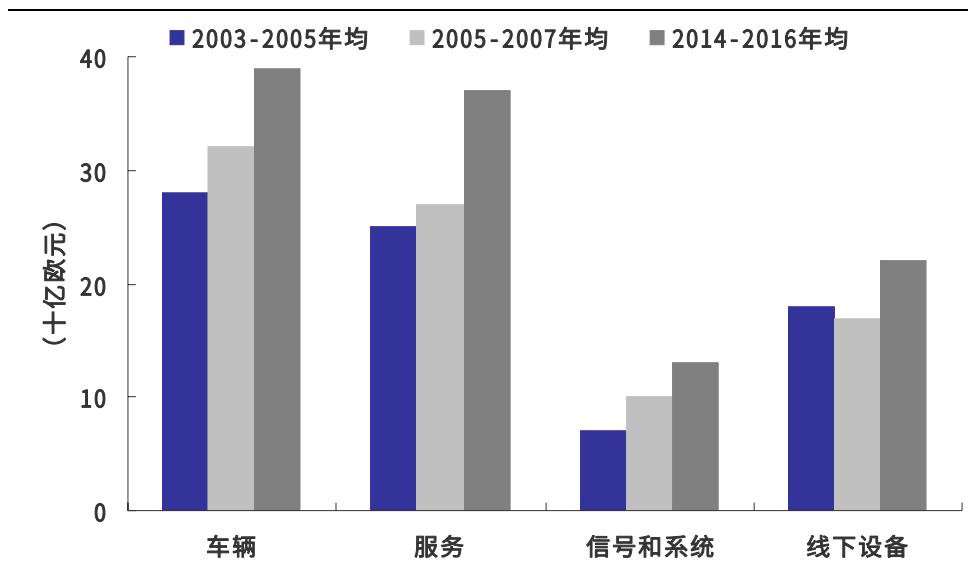
➤ 亚洲

印度未来 5 至 8 年内，将投资 27 万亿卢比（约 540 亿美元）建设铁路。其中，2010 至 2011 的两年内，投资有望达 8-9 千亿卢比（包括总长度为 2800 公里的“货运走廊”项目）；越南南北高速铁路项目（全长 1570 公里）是越南政府业已批准的 2020 年越南铁路总体规划和 2030 年展望中最重要的项目；泰国批准投资 1000 亿铢修建 4 条高速铁路计划。

➤ 中东地区

自 1918 年阿拉伯的劳伦斯兴建希贾兹铁路以来，中东地区的铁路并未得到明显发展，但近年来世界铁路巨头纷纷进军中东市场，巨资投入当地铁路运输业。根据海湾国家的规划，卡塔尔及科威特两国将分别投资 100 亿美元，兴建国内铁路网。阿联酋则计划投资近 200 亿美元，兴建包括轻轨、高速铁路及地铁在内的立体铁路运输网。沙特为提升国内交通运输能力、保证其地区大国地位，制定总额 150 亿美元的铁路扩建计划，拟将其国内铁路总里程提升 5 倍。特别是在 2011 年的朝觐期间，穆斯林可搭乘时速高达 360 公里的列车往返于麦加和麦地那之间。此外，沙特还计划将铁路延伸以连接国内所有城市，该计划将耗费约 140 亿美元。

图 12 国际铁路设备行业将稳步增长



数据来源：UNIFE，安信证券研究中心

我们认为，在铁路建设得到全球认可的环境下，即使明年我国经济转暖，开始减少基建支出，我们认为对铁路投资的计划也不会改变。

2.6. 未来出口竞争优势明显，出口拉动可期

在全球市场增长的预期下，我们认为随着技术的不断消化吸收，未来在参与海外市场中将具有明显竞争优势，出口也将明显上升，预计在新增市场中我国企业能占据 20—25% 的市场份额。

2.6.1. 我国竞争优势明显

我们认为我国在货车等传统产品上已经具有明显优势，产品打入发达国家。目前在高速铁路上也具有一定竞争优势，随着技术的消化吸收，这一优势也将越来越大。

➤ 性价比优势

我国高铁技术层次丰富，有两个技术平台——250 公里时速的既有线改造技术和 350 公里时速的高铁技术都有。因此对迫切想发展铁路事业但基础薄弱的发展中国家来讲更具有吸引力。此外，我国高铁技术设计、建造成本优势突出，能比其他国家低 20%—30%。

➤ 已有运行数据

京津城际铁路是我国第一条具有完全自主知识产权、运营速度世界最快的高速铁路。我国铁路在此基础上，通过自主创新建立了一套具有完全自主知识产权的高速铁路技术体系，形成了具有中国特色的高速铁路运营管理模式。经过一年运营实践证明，这一整套高铁技术是安全可靠、舒适高效的，这标志着我国高速铁路技术进入了世界先进行列，也完全具有了走出国门的实力。

目前京津线已经与日本新干线一样成为我国的一个标志，随着时间的推进，其品牌效也将逐步体现。

➤ 成套（从基建到服务）

因为我国高铁技术是在铁道部统一领导下进行引进、吸收再创新的，如果需要出口就可以发挥集成优势，“从工务工程、通信信号、牵引供电到客车制造等方面，我们可以一揽子出口”

2.6.2. 未来出口比重将明显上升

就市场规模来看，受益于我国铁路大发展，目前两在产商已经把全球三大巨头中的西门子从第三位挤到了第五，庞巴迪和阿尔斯通仍然排名前列。

GE 公司和中国铁道部十七日在北京签署备忘录, 双方承诺在寻求参与美国时速三百五十公里以上的高速铁路项目方面加强合作。另外巴西和印度也对中国高铁技术很感兴趣, 在印度总理考察完京津城际铁路后, 印方多次极力希望中国能提供技术、设备、人才等支持, 帮助印度兴建像中国京津城际一样的高速铁路。目前双方也正在积极进行磋商, 预计不久就会有新的进展。

基于以上对车辆行业竞争力变化的分析, 随着全球铁路建设的持续推进, 三年左右的时间市场增量会开始明显释放, 保守的估计, 在这一部分的新增量中我国的企业将占到 20—25% 的市场份额。

我们认为 3—5 年内我国出口竞争力提升较快的应该是车辆, 信号系统、服务等会相对弱些, 参照 UNIEF 对全球市场的预测来看, 3 年后全球车辆需求的增量将超过 700 亿元, 我国企业将争取其中 150 亿元左右的市场份额。目前我国全行业的收入规模不足 1000 亿, 因此三年左右时间, 出口比重将从目前的 5—10% 上升至 20%—25%, 上升幅度明显。而且长远来看, 我们认为未来全球竞争市场的格局将是日本、我国、欧美三分天下, 预计我国行业收入中出口的比重还将进一步上升。

3. 行业利润增长将快于收入增长

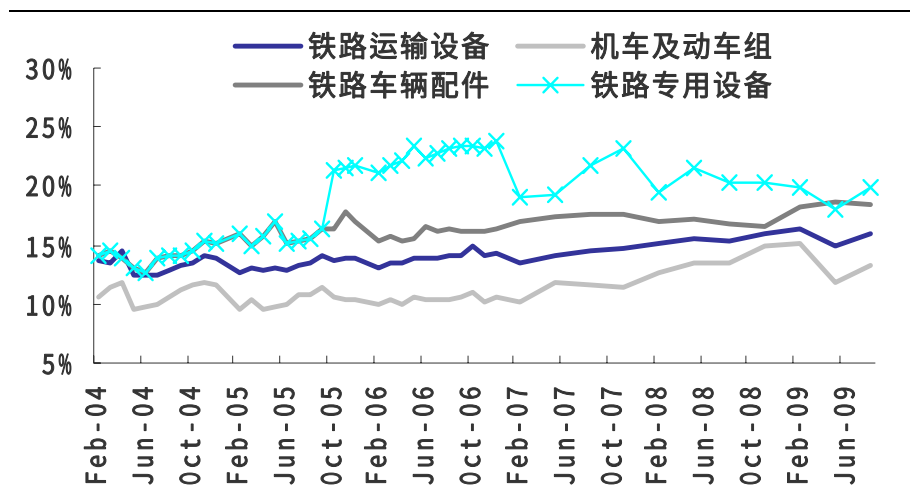
在行业大发展的背景之下, 行业收入将持续增长。随着毛利率的稳步提升及费用率的下降, 我们认为未来几年行业的利润增长将快于收入增长。

3.1. 行业毛利率将稳步上升

今年上半年行业毛利率出现一定回落, 原因主要在于货车等产品的产能利用率的下降以及一些国产化率较低的新型机车的下线。下半年开始这一现象明显好转, 毛利率继续回升。

就 2—3 年甚至更长的时间段来看, 我们认为行业毛利率回升的趋势都不会改变。2—3 年内的毛利率提升主要来自产品结构的调整, 因为就单个产品来看, 目前铁道部的议价能力较强, 其毛利率提升空间不大, 但就行业来看, 高端产品动车组、机车未来几年所占比重将持续上升, 这将带动行业毛利率的上升。就更长时间段来看, 随着出口比重的上升, 其毛利率预计将高于国内市场, 再加上下游分散带来的铁道部议价能力的削弱, 这就给单个产品的毛利率带来一定的提升空间。

图 13 铁路设备行业整体及主要细分行业的毛利率变化



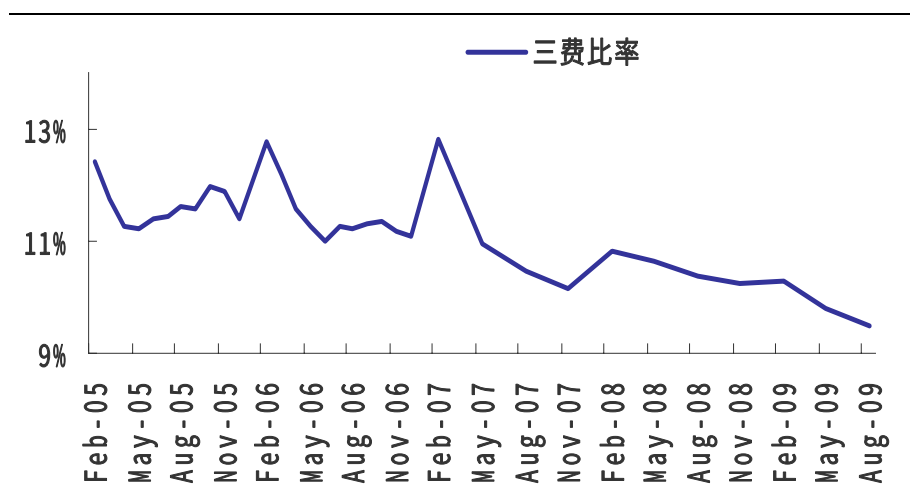
数据来源: wind, 安信证券研究中心

3.2. 期间费用率将持续下降

期间费用率过往几年持续下降, 一方面是行业整合的原因, 另一方面也与行业规模上升有关。去年底以来受经济下滑的影响, 各主要生产企业的费用控制相对较严, 加上

低利率政策的维持使得今年前 10 个月铁路设备行业的期间费用率继续下降，虽然幅度不是很大，但首次下降至 10% 以下。预计明年技术的研发投入仍然较大，因此明年行业的期间费用率下降空间不大，但后年开始投入应该会有所减少，加上大多数产品的量产，届时期间费用率仍有一定的下降空间。

图 14 期间费用率持续下降



数据来源：铁道部，安信证券研究中心

4. 调高行业评级至领先大市—B，推荐南车等高铁受益品种

由于年初板块相对估值相对较高，存在业绩透支现象。随着今年市场的回暖，目前这一现象已很好的缓解。我们认为随着行业高增长长期的来临，明年板块上涨空间明显，因此上调评级至领先大市—B（虽然我们不怎么看好线下设备这一子行业，但其占板块的比重较低，所以影响板块表现还是以中国南车为代表的整车生产企业）。

4.1. 调高行业评级至领先大市—B

我们认为今年上半年铁路设备板块涨幅较少，年初业绩透支的现象已经有了明显改善，虽然明年行业内部的表现分化在即，但车辆业务在当前上市公司中市值较大，而其未来三年的增长都相对较快，我们认为明年行业存在投资机会，尤其是明年上半年其防御性很可能被重视，因此调高行业评级至领先大市—B。

表 2 上市公司市盈率预测及对应动态市盈率

公司名称	每股收益预测(元)			11 月 30 日市盈率(倍)		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
中国南车	0.15	0.22	0.37	39.8	27.0	15.8
晋西车轴	0.26	0.45	0.64	74.2	42.2	29.4
时代新材	0.41	0.66	0.87	46.6	28.9	21.9
北方创业	0.30	0.41	0.45	43.2	31.1	28.7
晋亿实业	0.05	0.23	0.27	138.0	30.9	26.0

数据来源：wind，安信证券研究中心

4.2. 提高中国南车的评级至买入—A，维持时代新材增持—B 的投资评级

从上市公司角度来看，以货车为主的上市公司投资机会不明显，明年全球货车市场 2008 年最高时达到 130 亿，但 2010 年受经济危机影响迅速下滑到 50 亿欧元左右。预计未来几年将缓慢复苏，2014 年将回升至 80 亿欧元，即使是最乐观的预计，至 2015 年前也无法达到 2008 年的高峰期。因此其明年更多的表现为交易性机会，如年初货车招标超预期等。此外，晋亿实业高铁扣件产品明年虽将继续大幅上涨（偏乐观预计其明年交货量将在今年基础上再翻一倍），但其持续性相对较弱，再加上普通紧固件

受反倾销影响较大，我们认为除非明年钢材大幅上涨或者美国经济明显复苏，公司才有投资机会。

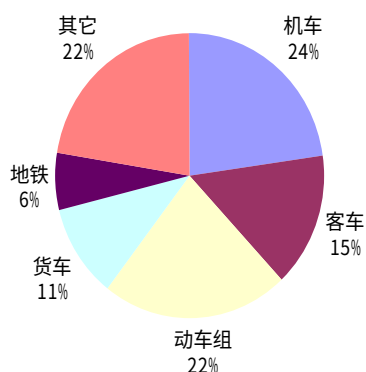
我们看好高铁受益品种未来两年的表现，如中国南车、时代新材等。

➤ 中国南车(买入-A)

中国南车是我国铁路设备双寡头之一，将充分受益于铁路建设，动车组需求将超预期，公司目前产能受限，预计会进一步扩产，未来两年动车组将进入高速增长期。并且就未来的海外竞争来看，我们认为其相对北车会占优，未来有可能成为新的全球铁路设备巨头。

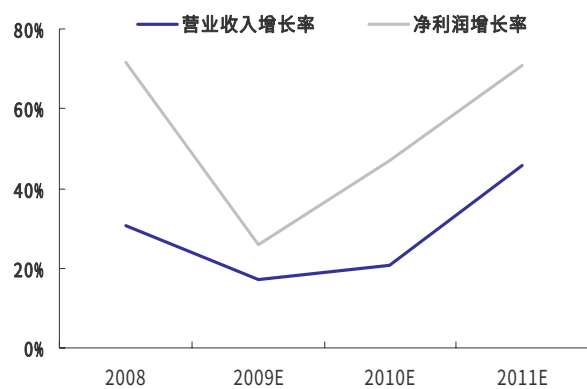
预计公司未来三年的每股收益分别为 0.15 元、0.22 元和 0.37 元，由于公司增长明确，是行业中受益最大的公司，我们认为可以在行业平均 2010 年 30 倍市盈率的基础上给予 5%—10% 的溢价，对应合理的股价在 7 元左右，我们认为公司目前在铁路设备板块中唯一持续性较强且估值偏低的，因此提高评级至买入-A。

图 15 中国南车 2009 上半年各业务收入占比



数据来源：公司定期报告，安信证券研究中心

图 16 中国南车收入及净利润增速预测



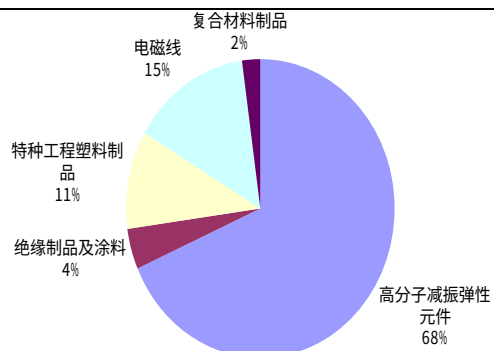
数据来源：公司定期报告，安信证券研究中心

➤ 时代新材(增持-B)

我们认为时代新材未来两年表现会相对较好，但其持续性会弱于中国南车。明年线下产品（桥梁支座、弹性铁垫板）将进入高峰，而线上的车载弹性元件也将保持较快增长。此外，公司风力叶片产品在控股股东的整机销售支持下，未来两年也将带来利润增长。因此公司主要产品未来两年均将处于较快增长阶段，但随着线下产品的需求下降，公司后续的增速将放缓。

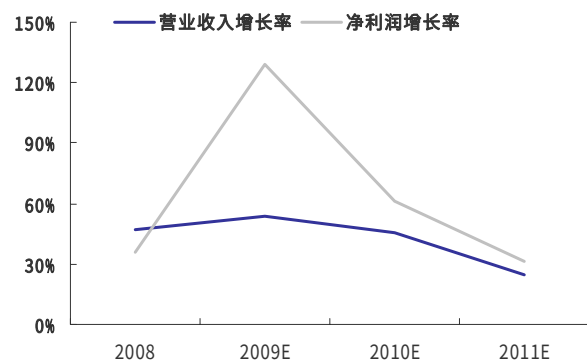
公司目前正在做定向增发，由于其产品竞争力较强，我们认为明年初增发成功的可能性较大，预计公司未来三年摊薄后的每股收益分别为 0.41 元、0.66 元和 0.87 元，按行业平均 2010 年 30 倍市盈率计算，对应合理的股价在 20 元左右维持增持-B 的投资评级。

图 17 时代新材 2009 上半年各业务收入占比



数据来源：公司定期报告，安信证券研究中心

图 18 时代新材收入及净利润增速预测



数据来源：公司定期报告，安信证券研究中心

行业重点公司财务和估值汇总表

日期： 2009-11-30

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价	首次推 荐日期	自推荐 来涨幅
				2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E				
601766	中国南车	增持-A	增持-A	0.15	0.22	0.37	39.8	27.0	15.8	10.9%	13.8%	19.7%	5.86	7.0		
600495	晋西车轴	中性-A	中性-A	0.26	0.45	0.64	74.2	42.2	29.4	3.0%	4.9%	6.6%	18.93	18		
600458	时代新材	中性-A	中性-A	0.41	0.66	0.87	46.6	28.9	21.9	8.1%	11.8%	13.8%	19.05	20		
600967	北方创业	中性-A	中性-A	0.30	0.41	0.45	43.2	31.1	28.7	5.8%	7.6%	7.7%	12.85	12		
601002	晋亿实业	中性-A	中性-A	0.05	0.23	0.27	138.0	30.9	26.0	2.0%	8.5%	9.4%	7.10	7.0		

受益铁路建设，风电叶片锦上添花

时代新材动态分析

报告关键点：

- 主业充分受益于铁路建设，未来两年仍将高增长，随后增速将放缓
- 我们看好公司风电叶片两年内的增长，但对2012年以后的市场空间相对谨慎
- 维持增持-B的投资评级，建议参与增发

报告摘要：

- 高分子减振弹性元件产品是公司未来两年业绩增长的主要动力。**今年前三季度我国铁路固定资产投资增速超过80%，正是今年铁路建设的加快使得公司高分子减振弹性元件几乎不受经济下滑的影响而保持高增长。其中线下产品桥梁支座、弹性铁垫板直接受益于铁路建设的加快，比如今年前者的增幅在50%左右，而明年将进入线下设备的高峰期，增速将可以保持；而未来两年车辆的需求将明显增长，2012年进入高峰期，这就使得明后两年公司车载弹性减震元件收入将保持较快增长。综合来看，公司高分子减振弹性元件在铁路设备上覆盖了线下及线上两大系列，充分受益于此次铁路大发展。近两年随着铁路投资进入高峰期，增长无碍，但2011年以后随着线下设备需求的回落，其增速将放缓。
- 我们看好公司风电叶片两年内的增长，但对2012年以后的市场空间相对谨慎。**公司年产300套叶片的时代风电工业园已经初步建成，目前订单主要来自南车和华仪电气，从在手订单以及股东风机产能来看，今年收入超过1亿元，高于原先预期，明年则在3亿元左右。但中期来看我们认为目前风机叶片竞争已十分激烈，如果要完成900套的销量，销售净利润率下降的可能性较大。因此我们看好公司风电叶片这两年的增长，但对公司2012年后公司在该产品的进一步拓展上相对谨慎。因此我们认为该产品是近两年给公司业绩锦上添花的产品。
- 维持增持-B的投资评级。**公司预计全年利润增长率超过50%，我们认为增发之前公司有控制费用率、充分释放业绩的动力，加上风电叶片四季度交货加快，预计实际增幅超过100%的可能性较大。假设公司年底前完成6000万股增发，则对应的未来三年摊薄后的每股收益分别为0.41元、0.66元和0.87元，按2010年30倍的动态市盈率估算，公司的合理股价在20元左右，维持增持-B的投资评级。与13.55元左右的增发价相比这一目标价存在合理空间，建议投资者可积极参与增发。

评级：
增持-B

上次评级： 增持-B

目标价格： **20.00 元**

期限： 6 个月 上次预测： 18.00 元

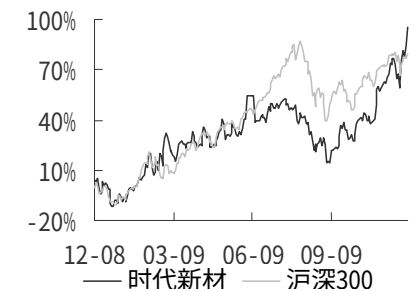
现价： 19.05 元

报告日期： **2009-11-30**

市场数据

总市值(百万元)	4,328.24
流通市值(百万元)	3,112.35
总股本(百万股)	204.36
流通股本(百万股)	146.95
12 个月最高/最低	9.50/21.95 元
十大流通股东(%)	21.78%
股东户数	27,584

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	18.97	42.16	14.18
绝对收益	24.14	60.57	95.16

研究员

林晨
行业分析师

0755-82558022 linsheng@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	712.7	1,045.8	1,606.8	2,335.0	2,915.2
Growth(%)	24.0%	46.7%	53.6%	45.3%	24.8%
净利润	34.8	47.2	108.1	174.2	229.4
Growth(%)	46.6%	35.5%	128.9%	61.2%	31.7%
毛利率(%)	25.1%	25.8%	24.5%	23.7%	23.3%
净利润率(%)	4.9%	4.5%	6.7%	7.5%	7.9%
每股收益(元)	0.17	0.23	0.41	0.66	0.87
每股净资产(元)	2.03	2.20	5.10	5.63	6.33
市盈率	112.8	83.2	47.0	29.2	22.2
市净率	9.5	8.8	3.8	3.4	3.0
净资产收益率(%)	8.5%	10.6%	8.1%	11.8%	13.8%
ROIC(%)	10.9%	13.2%	18.2%	14.6%	13.8%
EV/EBITDA	56.1	47.4	28.2	19.6	15.6
股息收益率	0.3%	0.3%	0.4%	0.7%	0.9%

前期研究成果

时代新材：未来两年风电叶片产品将锦上添花

2009-10-22

时代新材：受益于加快铁路建设，全年增长无忧

2009-07-17

时代新材：融资规模超预期，对每股收益略有摊薄

2009-06-15

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-11-30**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	712.7	1,045.8	1,606.8	2,335.0	2,915.2	成长性					
减: 营业成本	534.2	776.3	1,213.6	1,782.6	2,237.1	营业收入增长率	24.0%	46.7%	53.6%	45.3%	24.8%
营业税费	3.3	6.3	9.6	14.0	17.5	营业利润增长率	33.9%	28.4%	166.4%	62.3%	32.1%
销售费用	44.8	63.0	93.2	128.4	151.6	净利润增长率	46.6%	35.5%	128.9%	61.2%	31.7%
管理费用	76.7	122.9	152.6	193.8	224.5	EBITDA 增长率	50.0%	21.1%	103.1%	54.8%	27.8%
财务费用	15.8	19.5	9.3	8.6	12.7	EBIT 增长率	49.1%	27.0%	102.4%	57.5%	32.7%
资产减值损失	2.7	11.8	3.0	4.0	2.9	NOPLAT 增长率	57.6%	32.0%	73.8%	56.5%	32.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	9.5%	25.7%	95.6%	40.2%	16.2%
投资和汇兑收益	1.4	1.1	-	-	-	净资产增长率	6.8%	8.4%	200.6%	10.4%	12.4%
营业利润	36.7	47.1	125.4	203.6	268.9	利润率					
加: 营业外净收支	0.4	2.0	-	-	-	毛利率	25.1%	25.8%	24.5%	23.7%	23.3%
利润总额	37.1	49.0	125.4	203.6	268.9	营业利润率	5.1%	4.5%	7.8%	8.7%	9.2%
减: 所得税	2.1	1.5	16.8	28.5	38.3	净利润率	4.9%	4.5%	6.7%	7.5%	7.9%
净利润	34.8	47.2	108.1	174.2	229.4	EBITDA/营业收入	10.1%	8.3%	11.0%	11.7%	12.0%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	7.4%	6.4%	8.4%	9.1%	9.7%
货币资金	136.0	116.1	506.2	202.1	233.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	114	87	102	119	113
应收帐款	148.1	159.6	261.9	380.6	475.2	流动营业资本周转天数	95	81	90	102	114
应收票据	32.0	42.0	66.0	96.0	119.8	流动资产周转天数	246	221	246	236	225
预付帐款	37.1	103.2	163.9	253.0	364.9	应收帐款周转天数	81	49	44	46	49
存货	187.7	320.1	458.0	672.8	844.3	存货周转天数	82	89	89	89	95
其他流动资产	-	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	398	339	369	366	346
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	246	197	211	231	234
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	9.7	10.1	10.0	10.0	10.0	ROE	8.5%	10.6%	8.1%	11.8%	13.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.1%	4.3%	5.0%	6.8%	7.6%
固定资产	234.9	268.0	645.1	896.2	936.7	ROIC	10.9%	13.2%	18.2%	14.6%	13.8%
在建工程	20.1	43.1	25.9	15.5	9.3	费用率					
无形资产	44.3	43.7	40.9	38.3	35.8	销售费用率	6.3%	6.0%	5.8%	5.5%	5.2%
其他非流动资产	4.7	7.1	4.6	4.6	4.6	管理费用率	10.8%	11.8%	9.5%	8.3%	7.7%
资产总额	854.5	1,112.9	2,182.6	2,569.0	3,033.9	财务费用率	2.2%	1.9%	0.6%	0.4%	0.4%
短期债务	196.0	280.0	278.0	278.0	361.4	三费/营业收入	19.3%	19.6%	15.9%	14.2%	13.3%
应付帐款	131.5	233.2	359.1	527.4	661.9	偿债能力					
应付票据	56.0	116.2	166.2	244.2	306.5	资产负债率	51.6%	59.7%	38.2%	42.0%	44.8%
其他流动负债	19.5	-1.3	25.0	25.0	25.0	负债权益比	106.4%	148.1%	61.8%	72.5%	81.3%
长期借款	34.4	-	-	-	-	流动比率	1.33	1.13	1.76	1.49	1.50
其他非流动负债	-	6.3	6.3	6.3	6.3	速动比率	0.86	0.63	1.20	0.86	0.87
负债总额	440.6	664.3	833.9	1,080.1	1,360.3	利息保障倍数	3.33	3.42	14.51	24.71	22.15
少数股东权益	8.4	8.3	8.8	9.7	10.9	分红指标					
股本	204.4	204.4	264.4	264.4	264.4	DPS(元)	0.05	0.06	0.08	0.13	0.17
留存收益	201.2	236.0	1,075.5	1,214.8	1,398.4	分红比率	29.3%	26.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	413.9	448.7	1,348.7	1,488.9	1,673.6	股息收益率	0.3%	0.3%	0.4%	0.7%	0.9%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	35.0	47.6	108.1	174.2	229.4	EPS(元)	0.17	0.23	0.41	0.66	0.87
加: 折旧和摊销	22.3	22.5	42.1	61.6	68.1	BVPS(元)	2.03	2.20	5.10	5.63	6.33
资产减值准备	2.7	11.8	3.0	4.0	2.9	PE(X)	112.8	83.2	47.0	29.2	22.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.5	8.8	3.8	3.4	3.0
财务费用	7.5	13.0	19.9	9.3	8.6	P/FCF	67.8	-533.0	-9.6	-15.5	172.5
投资收益	-1.4	-1.1	-	-	-	P/S	5.5	3.8	3.2	2.2	1.7
少数股东损益	0.2	0.3	0.5	0.9	1.2	EV/EBITDA	56.1	47.4	28.2	19.6	15.6
营运资金的变动	1.5	-23.0	-124.6	-209.7	-207.9	PEG	71.0%	69.2%	34.4%		
经营活动产生现金流量	71.4	71.0	38.4	39.5	106.4	CAGR(%)	1.6	1.2	1.4	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-57.8	-141.2	-400.0	-300.1	-100.1	ROIC/WACC	1.1	1.4	1.9	1.5	1.4
融资活动产生现金流量	35.8	50.2	754.0	-43.5	24.8	REP	7.0	4.7	2.1	2.0	1.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

借高铁建设高增长，新全球巨头隐现

中国南车动态分析

报告关键点：

- 铁路固定资产投资进入高峰期，公司将进入高增长期
- 全球铁路建设复苏明显，公司有可能借先发优势成为新的铁路设备巨头
- 未来两年高增长在即，调高评级至买入-A

报告摘要：

- **铁路固定资产投资进入高峰期，公司也将随后进入高增长期。**中国南车是我国铁路设备双寡头之一，将充分受益于铁路建设。明年固定资产投资进入高峰期，预计后年下半年开始车辆需求也将随之进入高峰期，从而拉动公司收入再上一台阶。
- **全球铁路建设复苏明显，公司有可能借先发优势成为新的铁路设备巨头。**目前铁路建设带动就业以及减少能源消耗及碳排放已经被越来越多的国家所接受，从各国的计划来看，铁路（尤其是高速铁路）被重视的程度明显提升。我们认为以高速铁路为代表的新一轮全球铁路建设已经拉开序幕，而我国的两主力公司已经把全球三大巨头中的西门子从第三位挤到了第五，庞巴迪和阿尔斯通仍然排名前列。我们认为三年后在技术充分消化吸收的基础上，我国企业的竞争力将极大提升，届时市场增量也会开始明显释放，保守的估计，在这一部分的新增量中我国的企业将占到20-25%的市场份额。相比之下我们更看好南车的竞争力，公司很可能借我国铁路大发展的先发优势成为新的全球铁路设备巨头。
- **明年货车需求已经开始回升；未来两年动车组将是增长的主要动力。**下半年铁道部货车招标重启，第三季度全国货车的单月产量已经接近去年上半年的高峰期，四季度预计略有下降，但仍将维持月均5000台左右。因此预计今年货车累计产量的降幅不会超过25%，明年货车的增幅可能将在20%左右，略高于市场预期；未来两年是高铁主要建成期，动车组的潜在需求巨大，产能受限将随延长增长时间。
- **未来两年高增长在即，调高评级至买入-A。**预计公司未来三年的每股盈利分别为0.15元、0.22元和0.37元，2010年与2011年的净利润增长率均在50%左右，由于公司增长明确，是行业中受益最大的公司，我们认为可以在行业平均2010年30倍市盈率的基础上给予5%-10%的溢价，对应合理的股价在7元左右，我们认为公司目前在铁路设备板块中唯一持续性较强且估值偏低的，因此提高评级至买入-A。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	27,401.0	35,768.1	41,918.8	50,636.2	73,796.2
Growth(%)	16.5%	30.5%	17.2%	20.8%	45.7%
净利润	807.4	1,384.2	1,744.5	2,565.4	4,385.1
Growth(%)	53.0%	71.5%	26.0%	47.1%	70.9%
毛利率(%)	15.1%	17.0%	17.2%	18.3%	19.3%
净利润率(%)	2.9%	3.9%	4.2%	5.1%	5.9%
每股收益(元)	0.07	0.12	0.15	0.22	0.37
每股净资产(元)	0.54	1.58	1.74	1.96	2.35
市盈率	85.9	50.1	39.8	27.0	15.8
市净率	10.8	3.7	3.4	3.0	2.5
净资产收益率(%)	16.7%	9.0%	10.9%	13.8%	19.7%
ROIC(%)		34.4%	20.7%	15.6%	20.5%
EV/EBITDA	22.8	25.2	20.5	15.3	10.0
股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.7%	1.3%

评级：
买入-A

上次评级： 买入-B

目标价格：
7.00 元

期限： 12 个月 上次预测： 6.00 元

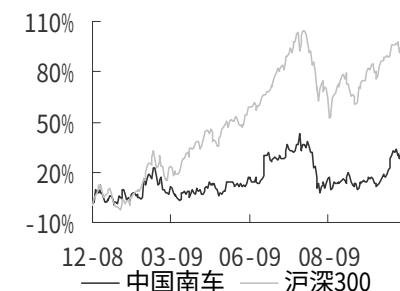
现价： 5.86 元

报告日期：
2009-11-30

市场数据

总市值(百万元)	69,382.40
流通市值(百万元)	17,580.00
总股本(百万股)	11,840.00
流通股本(百万股)	3,000.00
12 个月最高/最低	4.02/5.99 元
十大流通股东(%)	47.14%
股东户数	364,689

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	19.89	6.94	(49.28)
绝对收益	26.94	22.20	42.62

研究员

林晟
行业分析师

0755-82558022 linseng@essence.com.cn

前期研究成果

中国南车：动车组将带动公司进入高增长期

2009-10-29

中国南车：上半年毛利率下降，股价下跌带来机会

2009-08-21

中国南车：下半年业绩恢复增长，股价将摆脱滞涨

2009-06-17

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-11-30**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	27,401.0	35,768.1	41,918.8	50,636.2	73,796.2	成长性					
减: 营业成本	23,266.0	29,676.9	34,716.7	41,390.1	59,566.1	营业收入增长率	16.5%	30.5%	17.2%	20.8%	45.7%
营业税费	117.3	164.7	180.3	217.7	317.3	营业利润增长率	53.2%	70.8%	45.0%	45.8%	77.1%
销售费用	641.1	787.4	922.2	1,114.0	1,623.5	净利润增长率	53.0%	71.5%	26.0%	47.1%	70.9%
管理费用	2,355.7	3,341.6	3,688.9	4,354.7	5,903.7	EBITDA 增长率	110.8%	38.4%	39.1%	41.8%	61.0%
财务费用	239.5	258.9	150.0	148.3	237.2	EBIT 增长率	36.5%	58.3%	33.1%	43.0%	76.4%
资产减值损失	41.5	127.5	29.5	118.7	249.7	NOPLAT 增长率	50.0%	48.6%	21.6%	41.0%	70.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率		101.4%	87.4%	29.5%	27.9%
投资和汇兑收益	222.1	231.6	150.0	180.0	250.0	净资产增长率		191.1%	10.1%	13.1%	19.8%
营业利润	961.9	1,642.7	2,381.3	3,472.7	6,148.7	利润率					
加: 营业外净收支	232.0	287.8	250.0	300.0	300.0	毛利率	15.1%	17.0%	17.2%	18.3%	19.3%
利润总额	1,194.0	1,930.5	2,631.3	3,772.7	6,448.7	营业利润率	3.5%	4.6%	5.7%	6.9%	8.3%
减: 所得税	124.9	244.9	394.7	565.9	967.3	净利率	2.9%	3.9%	4.2%	5.1%	5.9%
净利润	807.4	1,384.2	1,744.5	2,565.4	4,385.1	EBITDA/营业收入	6.8%	7.2%	8.5%	10.0%	11.1%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	4.4%	5.3%	6.0%	7.2%	8.7%
货币资金	8,271.5	11,722.8	6,807.0	4,050.9	5,903.7	运营效率					
交易性金融资产	-	100.0	100.0	100.0	100.0	固定资产周转天数	41	70	93	118	103
应收帐款	4,803.6	6,555.2	8,039.2	9,711.1	14,152.7	流动营业资本周转天数	-18	-16	18	39	42
应收票据	487.3	399.6	574.2	693.6	1,010.9	流动资产周转天数	143	266	262	222	194
预付帐款	2,343.5	3,555.8	4,944.5	6,600.1	8,982.7	应收帐款周转天数	28	52	55	54	50
存货	5,839.6	8,389.5	9,083.4	10,829.5	15,585.1	存货周转天数	44	76	79	74	67
其他流动资产	45.9	302.3	425.3	599.7	1,062.9	总资产周转天数	215	394	407	376	318
可供出售金融资产	49.2	7.7	-	-	-	投资资本周转天数	37	86	141	174	154
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	632.6	594.0	659.3	659.3	659.3	ROE	16.7%	9.0%	10.9%	13.8%	19.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.3%	3.7%	4.5%	5.7%	7.4%
固定资产	6,298.1	7,694.2	13,860.7	19,202.7	22,971.2	ROIC		34.4%	20.7%	15.6%	20.5%
在建工程	769.5	2,547.9	1,527.5	915.7	549.0	费用率					
无形资产	3,090.0	3,432.4	3,183.1	2,961.4	2,755.2	销售费用率	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
其他非流动资产	84.5	144.3	82.4	82.2	82.1	管理费用率	8.6%	9.3%	8.8%	8.6%	8.0%
资产总额	32,725.9	45,488.7	49,326.5	56,446.2	73,854.8	财务费用率	0.9%	0.7%	0.4%	0.3%	0.3%
短期债务	5,437.1	3,713.6	3,713.6	3,877.9	6,998.6	三费/营业收入	11.8%	12.3%	11.4%	11.1%	10.5%
应付帐款	7,750.3	9,836.0	11,413.7	13,607.7	19,583.4	偿债能力					
应付票据	1,612.2	3,127.1	2,853.4	3,401.9	4,895.8	资产负债率	80.4%	58.9%	58.3%	58.8%	62.3%
其他流动负债	5,807.6	6,656.0	7,574.6	9,093.7	11,307.6	负债权益比	410.1%	143.5%	139.9%	142.7%	165.1%
长期借款	2,086.4	665.0	665.0	665.0	665.0	流动比率	1.01	1.32	1.17	1.09	1.09
其他非流动负债	2,541.0	2,556.5	2,546.5	2,546.5	2,546.5	速动比率	0.72	0.94	0.80	0.71	0.71
负债总额	26,310.0	26,811.2	28,761.3	33,187.2	45,991.4	利息保障倍数	5.02	7.34	16.88	24.42	26.93
少数股东权益	2,069.9	2,621.4	3,113.5	3,754.9	4,851.1	分红指标					
股本	7,000.0	11,840.0	11,840.0	11,840.0	11,840.0	DPS(元)	-	-	0.03	0.04	0.07
留存收益	-2,654.0	4,223.9	5,611.8	7,664.1	11,172.2	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	6,415.9	18,677.5	20,565.3	23,259.0	27,863.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.7%	1.3%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1,069.0	1,685.6	1,744.5	2,565.4	4,385.1	EPS(元)	0.07	0.12	0.15	0.22	0.37
加: 折旧和摊销	727.4	803.8	1,041.6	1,444.4	1,769.4	BVPS(元)	0.54	1.58	1.74	1.96	2.35
资产减值准备	41.5	127.5	29.5	118.7	249.7	PE(X)	85.9	50.1	39.8	27.0	15.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.8	3.7	3.4	3.0	2.5
财务费用	-	340.8	333.1	150.0	148.3	P/FCF	25.5	-9.4	-8.2	-19.4	-316.4
投资收益	-222.1	-231.6	-150.0	-180.0	-250.0	P/S	2.5	1.9	1.7	1.4	0.9
少数股东损益	261.7	301.4	492.1	641.4	1,096.3	EV/EBITDA	22.8	25.2	20.5	15.3	10.0
营运资金的变动	2,984.7	-2,608.1	-1,589.2	-1,188.0	-2,901.0	CAGR(%)	44.2%	48.2%	40.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	1,443.2	1,338.7	1,718.5	3,550.2	4,586.7	PEG	1.9	1.0	1.0	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-2,349.3	-3,049.4	-5,907.2	-5,820.1	-4,750.1	ROIC/WACC		3.6	2.1	1.6	2.1
融资活动产生现金流量	2,502.6	5,817.6	-704.2	-497.0	2,006.5	REP		1.6	1.6	1.7	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,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。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

南方

021-68765206

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

李瑾

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

lijin@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

张勤

021-68763879

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

上海

上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 2008 室

邮编：200120

电话：021-68801200

北京

北京市西城区金融大街 28 号院盈泰中心二号楼三层

邮编：100032

电话：010-66578819

深圳

深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 35 层

邮编：518026

电话：0755-82825555