

低碳经济时代的铁路新概念

研究结论

- **节能减排使得铁路产业焕发出新的生机，我国铁路产业链的成长空间必将由中国走向世界。**进入二十一世纪，能源与环境成本越来越受到了世界各国政府的高度重视，节能减排已经成为包括中国在内的众多国家制定经济政策时所必须考虑的一个重要内容。相对于公路和航空，铁路运输具有明显的节能减排优势，节能减排撬开了铁路运输替代公路和航空运输的巨大市场空间，铁路这个十八世纪的古老产业开始焕发出新的生机。在铁路大开发的拉动下，我国铁路产业链已经步入高景气周期，预计2012年之前的年均投资额将超过7000亿元。在未来5—10年内，包括美国、欧盟、印度、俄罗斯、巴西等国在内的世界范围内的铁路投资高潮已经悄然兴起。凭借劳动力等成本优势，我国铁路产业链的国际市场拓展空间广阔，其成长空间必将由中国走向世界。
- **铁路装备步入超长高增长景气周期。**铁路装备投资额一般占铁路总投资额的20%左右。我国计划在2008—2012年的四年间铁路装备的采购金额在5000亿元以上，而2012年之后的老线改造与东南沿海等人口密集区的动车组化建设等所带来铁路装备需求的市场空间更大。另外，凭借性价比优势，我国铁路装备具有较强的国际市场拓展能力，其出口想象空间巨大。根据铁路投资拉动效应推算，我国铁路装备在2015年之前将依靠内需拉动实现持续高增长，2015年之后还将在出口拉动下继续保持高增长许多年，铁路装备步入超长高增长景气周期。
- **南北车同质化比翼齐飞，各显高增长本色。**中国南车和中国北车两家公司就已经代表了我国的整个铁路装备行业，其各占约一半的市场份额，受惠于铁路投资拉动，两公司的铁路装备业务未来三年的年均增长水平在30%以上；受全国各大城市地铁建设的拉动，两公司的城轨地铁车辆业务未来三年的年均增长水平有望达到50%以上；多元化经营增强抵御行业周期性波动风险能力，一直是两公司战略规划中的一个重要组成部分，其风电装备、工程机械等其他技术衍生品业务未来三年的年均增长潜力均在25%以上。
- **催化剂与风险因素：**新接订单大幅增长、350时速动车组进入批量交付，以及2010年中期业绩超预期等是两公司股价的主要催化剂。铁道部定价机制的不确定性和管理水平提升低于市场预期等是两公司面临的主要风险因素。
- **估值与投资评级：**相对中国南车，中国北车的股价弹性较好，相对中国北车，中国南车高增长的确性较好。但鉴于两公司同质化程度较高和均具有较为确定的高增长潜力，我们给予两公司的估值水平为25—30倍PE，对应2010年预测EPS的股价分别为：中国南车7.25—8.70元，中国北车7.00—8.40元，目前股价明显低估，两公司的投资评级均为买入。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武、安倩、张帆

机械行业分析师

8621-63325888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

数据基准日

2009年1月7日

国家/地区

中国/A股

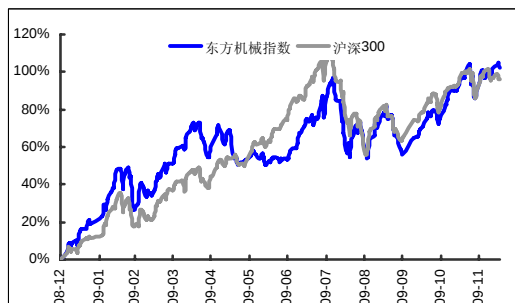
行业

机械行业

报告日期

2009年1月8日

行业表现



评价周期 1个月 3个月 12个月

绝对表现 4.38 11.6 70.28

相对表现 10.73 18.76 138.02

重点公司盈利预测

证券简称	2008	2009Q1	E2009	E2010	E2011
中国南车	0.12	0.01	0.17	0.30	0.49
中国北车	0.19	0.17	0.28	0.48	0.19

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《生逢其时》深度报告	2009年3月
《最具安全边际的价值洼地》深度报告	2009年7月29日
《动车组进入快速发展期》动态点评	2009年9月29日
《提前步入高增长期》深度报告	2009年11月12日
《铁路产业链专题—从中国走向世界》	2009年11月26日

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。

目 录

1 节能减排促使铁路装备行业步入高速发展黄金期	4
1.1 油价高企下铁路成本优势凸显	4
1.2 铁路是最低碳环保的运输方式	5
1.3 铁路运输将大量替代公路、航空运输	6
1.4 各国掀起铁路投资高潮	6
1.4.1 中国铁路投资跨越式发展	6
1.4.2 世界各国纷纷掀起铁路投资热潮	7
1.5 中国铁路装备业凭借技术成本优势必将走向世界	7
2 铁路装备行业步入超长高增长景气周期	8
2.1 铁路大投资带动铁路装备业高速发展	8
2.2 动车组、城轨交通跨越式发展带来铁路装备需求持续高增长	8
2.3 出口需求在国内需求之后，但更为广阔	9
3 南北车主要业务板块展望	10
3.1 南北车募投项目比较	10
3.2 动车组-未来三年确定高增长	11
3.3 机车-更新换代带来稳定增长	12
3.4 城市轨道交通车辆-保持高速增长	14
3.5 客车-客车业务仍有潜力	15
3.6 货车-货运回暖，货车需求逐渐恢复	16
3.7 其他技术延伸产品支撑未来增长	16
4 财务分析	17
4.1 动车组、机车和城轨地铁销售规模确定高增长	17
4.2 产品价格保持稳定	18
4.3 毛利率维持平稳小幅上升	19
4.4 期间费用将占比将逐步下降	19
4.5 财务预测	20
5 估值和投资建议	21
5.1 绝对估值	21
5.2 相对估值	22
5.3 估值与投资建议	22
6 风险因素	22
6.1 下游客户集中、议价能力有限	22
6.2 原材料价格波动风险	23
6.3 管理风险	24

图 表 目 录

图 1：全球石油需求增速及石油供给缺口	4
图 2：各种运输方式能耗比	4
图 3：各种运输方式成本比较	5
图 4：各种运输方式每吨载重运输 500 公里产生的 CO ₂	5
图 5：中国铁路投资额和铁路装备购置额	8
图 6：我国大功率机车技术引进情况	13
图 7：南北车机车业务市场占有率	14
图 8：南北车城轨交通车辆市场占有率情况	15
图 9：公司期间费用占比	20
图 10：主要原材料价格波动剧烈	24
表 1：各种运输方式优势比较	6
表 2：铁路对公路运输、航空运输替代效应	6
表 3：我国铁路建设计划	7
表 4：全球各国掀起铁路投资热潮	7
表 5：动车组市场容量	9
表 6：南北车与国际铁路装备业巨头销售额情况	9
表 7：南北车募投项目情况	10
表 8：募投项目完成后中国北车产能规模	11
表 9：我国客运专线建设计划	11
表 10：铁道部历次动车组采购	12
表 11：铁道部近几年机车采购情况	14
表 12：南北车部分城轨车辆订单情况	15
表 13：中国南车、中国北车其他技术延伸产品	16
表 14：全国成规模风电设备产业基地	17
表 15：南北车各业务板块收入预测	18
表 16：中国南北车各产品及综合毛利水平	19
表 17：中国南车财务分析预测	20
表 18：中国北车财务分析预测	21
表 19：中国南车 DCF 估值比率假设	21
表 20：中国南车资本成本与永续期主营业务收入增长率敏感性分析	21
表 21：中国北车 DCF 估值比率假设	22
表 22：中国北车资本成本与永续期主营业务收入增长率敏感性分析	22
表 23：铁路装备类上市公司估值水平	22
表 24：铁路施工类上市公司估值水平	23
表 25：铁路零部件上市公司估值水平	23
附表 1：中国南车财务报表预测与比率分析	25

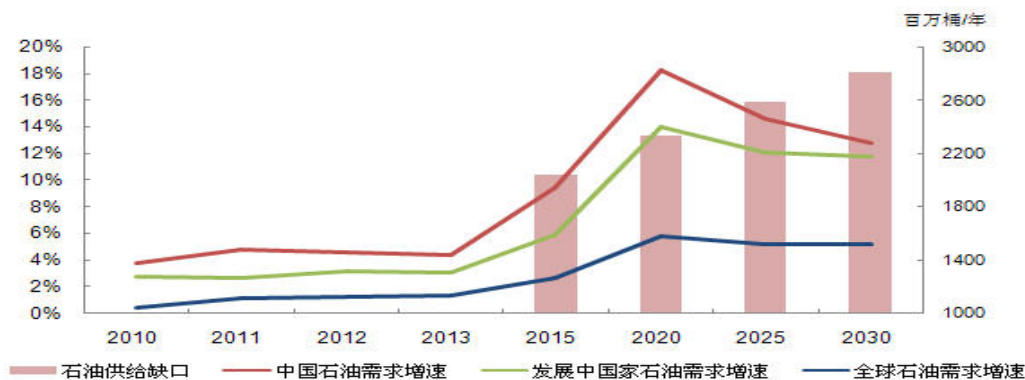
1 节能减排促使铁路装备行业步入高速发展黄金期

巴菲特投资铁路产业的逻辑：在高油价背景下，铁路这种低能耗、低排放的运输方式将大比例的替代航空和公路客货运，预计未来 5-10 年内将展开一轮不仅是中国，而是全球性的铁路投资热潮，铁路产业链将步入高速发展的黄金期。

1.1 油价高企下铁路成本优势凸显

国际原油价格自 2002 年起步入高速上升通道，2008 年更是攀升至 140 美元/桶，涨幅达到 418%。我们认为从长期来看，原油的不可再生性、储量有限性以及未来需求稳定增长（尤其是发展中国家高速增长的石油需求）将使得原油价格居高不下。油价高企已经成为制约各国经济发展的重要因素。

图 1：全球石油需求增速及石油供给缺口

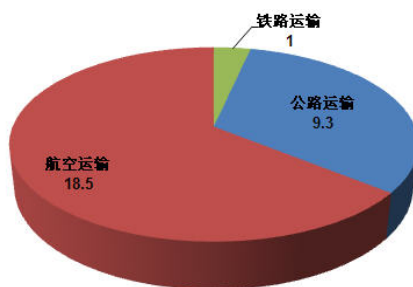


资料来源：石油输出国组织《2009 年全球石油展望报告》

铁路运输低能耗，成本优势突出

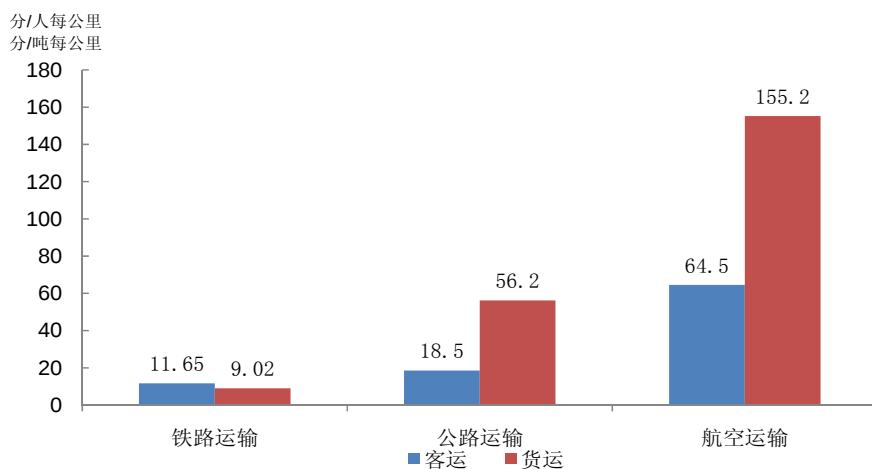
交通运输是石油消耗大户，全球超过 40% 的石油消耗在交通运输部门。据测算，在等量运输下铁路、公路和航空的能耗(油耗)比为 1:9.3:18.6。

图 2：各种运输方式能耗比



资料来源：东方证券研究所整理

从总体运输成本上看，铁路运输具有明显的成本优势。铁路、公路、水运、航空的客运成本之比为 1:1.59:6:5.54；铁路、公路、水运、航空的货运成本之比为 1:6.23:0.64:17.2。

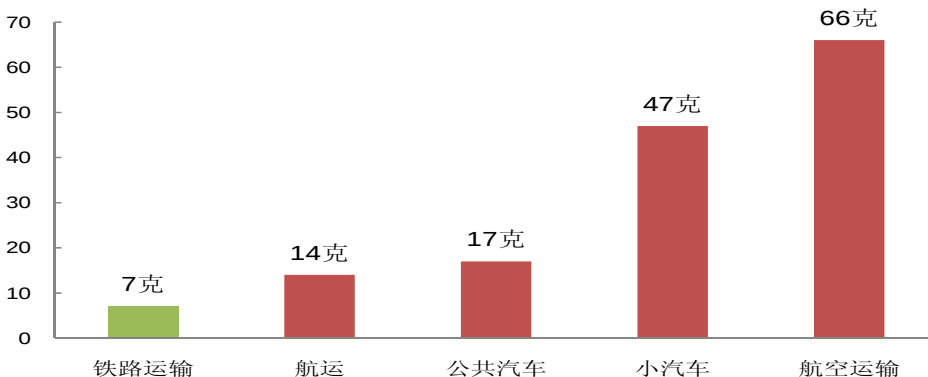
图 3：各种运输方式成本比较


资料来源：东方证券研究所整理

1.2 铁路是最低碳环保的运输方式

12 月 19 日，联合国气候变化大会在丹麦哥本哈根闭幕。哥本哈根协议第一条便强调，气候变化是我们当今面临的最重大挑战之一。节约能源，减少二氧化碳排放是大势所趋，是未来全球各国共同努力的目标。

铁路运输是最低碳环保的运输方式，最符合当下节能减排的全球趋势。据统计，交通运输部门排放的 CO₂ 约占全球人为排放总量的 21.8%。在欧盟 27 国，公路运输排放的温室气体约占全部交通方式的 72%；而铁路以 1.7% 的排放量，完成了 10% 的运输量。

图 4：各种运输方式每吨载重运输 500 公里产生的 CO₂


资料来源：UNIFE、东方证券研究所

我们认为在全球越来越强调低碳环保的形势下，铁路的低碳优势将得到凸显，各国将不断加大铁路建设，以铁路运输替代公路、航空运输。

1.3 铁路运输将大量替代公路、航空运输

铁路、公路、航空的竞争由来已久，三者客运、货运上各自优势范围有所不同。相对于公路和航空，铁路运输具有明显的节能减排优势，节能减排撬开了铁路运输替代公路和航空运输的巨大市场空间。

表 1：各种运输方式优势比较

	运输量	运输成本	运输速度	灵活性	空气污染	运输安全性
铁路运输	★★★★	★★★★	★★★	★★	★★★★	★★★★
公路运输	★	★★	★★	★★★★	★	★
航空运输	★★	★	★★★★	★★★★	★	★★★★
水路运输	★★★	★★★	★	★	★★★	★★

资料来源：UNIFE、东方证券研究所 注：★★★★表示 最优秀，★表示 较糟糕

替代效应已经出现

随着我国大规模的铁路建设，铁路客运、货运高速化使得铁路对公路和航空的替代效应已初步显现。尤其是从动车组开行以来，航空和公路运输受到了严重冲击。

表 2：铁路对公路运输、航空运输替代效应

高铁线路	对公路运输的影响	对航空的影响
甬温福专线	温州到上海的长途汽车票价从 200 降至 80	温州到上海飞机票最低到 4 折
合武客运专线		上海到武汉航线的航班数已从最高的每天 25 班，缩减到平均每天 12 班上下。航班的上座率从平时的下降了 4—5 成
石太客运专线		北京到太原航线受到了严重冲击
青藏铁路	公路客运价格下降	航空价格下降
成渝线	成渝大巴票价整体下调 20%左右	2009 年 11 月 16 日停航
郑州-太原	太原至北京、石家庄、郑州方向的长途票价，在原价基础上打 6—7 折；太原汽车站 170 条线路中，下调线路有 45 条	

资料来源：东方证券研究所

这一现象只是铁路替代公路和航空运输的开端，我们认为随着大规模铁路的建成，将有更多的公路、航空客运和货运转为铁路运输。

1.4 全球掀起铁路投资高潮

节能减排优势促使铁路这个十八世纪的古老产业正焕发出新的生机。在未来 5—10 年内，不仅是中国，包括美国、欧盟、印度、俄罗斯、巴西等国在内的全球范围的铁路投资高潮已经悄然兴起。中国铁路装备也的成长空间必将由中国走向世界。

1.4.1 中国铁路投资跨越式发展

我国铁路运输的发展严重滞后于经济发展，已成为制约国民经济发展的薄弱环节。2000-2007 年，全国铁路旅客周转量和货物周转量分别增长 59.21%和 72.81%，增速远远低于全行业水平，不到公路、民航等运输方式的一半。2008 年 11 月 27 日，铁道部召开新闻发布会，颁布了《中长期铁路网调整规划》，明确到 2020 年铁路营业里程为 12 万公里。在原“四横四纵”客运专线基础上，

进一步延伸并扩大客运专线覆盖面，建设目标从 1.2 万公里提高到 1.6 万公里以上，未来我国将形成总里程达到 5 万公里以上的快速客运网。调整规划扩大了西部铁路网规模，将新建线长度由 1.6 万公里调整为 4.1 万公里。未来铁路投资额年均保持 7000 亿以上。

表 3：我国铁路建设计划

项目	中长期铁路网规划	铁路十五规划（2010）	中长期铁路网调整规划	2009 年铁路工作会议（2012 年目标）
总营业里程	8.5 万公里（2010 年） 10 万公里（2020）	9 万公里以上	9 万公里以上（2010） 12 万公里以上（2020）	11 万公里
建设新线	1.6 万公里	1.7 万公里	4.1 万公里	
客运专线里程	1.2 万公里	7000 公里	1.6 万公里	1.3 万公里
复线新增	1.3 万公里	8000 公里	1.9 万公里	
电气化里程新增	1.6 万公里	1.5 万公里	2.5 万公里	
复线率	50%	45%	50%	50%
电气化率	50%	45%	60%	50%

资料来源：东方证券研究所

1.4.2 世界各国纷纷掀起铁路投资热潮

近期，全球各国纷纷推出高速铁路建设规划。未来 5-10 年将掀起一阵全球范围的铁路投资热潮，中国铁路装备行业市场广阔。

表 4：全球各国掀起铁路投资热潮

国家	高铁规划里程	计划投资	线路
美国	1000 公里	130 亿美元	加州线、太平洋西北线路、墨西哥海岸铁路线、新英格兰地区线路
欧盟	7200 公里	900 亿欧元	泛欧高速铁路网络(TEN)
印度	3400 公里	360 亿美元	普纳-孟买-艾哈迈德阿巴德，德里-阿姆利则-昌迪加尔线，塞康德拉巴德-维杰亚瓦达-金奈线，金奈-班加罗尔-哥印拜陀-科钦线
巴西	1800 公里	380 亿美元	圣保罗至里约热内卢（518km），圣保罗至贝罗利桑塔（594km），圣保罗至库里奇巴（410km），圣保罗至桑托斯（80km），巴西利亚至戈雅尼亚（200km）
俄罗斯	1500 公里	250 亿美元	莫斯科至加里宁格勒、莫斯科至索契、莫斯科至下诺夫格罗

资料来源：东方证券研究所

1.5 中国铁路装备业凭借技术成本优势必将走向世界

南北两车现已经拥有完整的轨道交通产品组合。其中包括国际先进的电力机车和内燃机车研发与制造能力和国际先进的动车组、货车建造能力。产品多次打破高速铁路运行时速纪录。整车国产化率达 80%。铁路装备出口 50 多个国家与地区。

同时，我国的铁路装备产品在国际竞争中具有突出的成本优势。我国自行设计和建造的铁路装备产品在人力成本和原材料成本方面都远低于国际同类企业。整车的整体成本比国外企业低 20%-30%。具有很强的国际竞争力。

而且我国铁路产业出口尤其是对发展中国家的出口可以采取“一条龙服务”模式。从铁路基建工程，到铁路装备配，再到铁路通讯信号系统配套由铁道部统一统筹出口。由铁路建设拉动装备出口，这一销售方式已经被证明是非常有效的。

小结

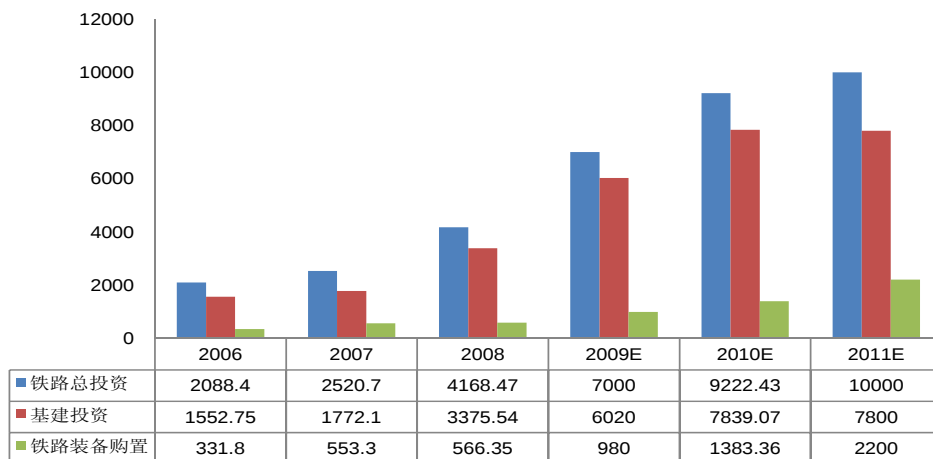
在能源成本、环境成本不断制约各国经济发展的情况下，低能耗低排放的铁路运输重新展示出朝阳行业的发展活力。随着各国纷纷掀起了修建高速铁路的热潮，铁路产业链市场将越来越广阔。中国凭借成熟的高铁技术，突出的成本优势，必将从中受益，其高速增长最为确定。

2、铁路装备行业步入超长高增长景气周期

2.1 铁路大投资带动铁路装备业高速发展

铁路装备投资额一般占铁路总投资额的 20% 左右。我国计划在 2008-2012 年的四年间铁路装备的采购金额在 5000 亿元以上。

图 5：中国铁路投资额和铁路装备购置额



资料来源：东方证券研究所

2.2 动车组、城轨交通跨越式发展带来铁路装备需求持续高增长

动车组需求呈爆发式增长

动车组需求主要来自于客运专线、城际铁路新建线路以及老线路改造所需配套车辆。到 2012 年我国铁路建设的重头将以客运专线为主。2010 年我国客运专线将达到 7000 公里的规模；到 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。

客运专线的加速建设必将带来大量动车组的需求。到 2012 年，1.3 万公里客运专线中，时速 350 公里的线路将达到 8000 公里，时速 250 公里的线路达到 5000 公里，而截止 2008 年底，时速 250 公里线路延展里程只有 1207 公里，时速 350 公里线路延展里程为 185 公里，2009-2012 间，需年均建设时速 250 公里、350 公里客运专线分别为 1264 公里、2605 公里，均需配置大量动车组。

表 5：动车组市场容量

计算项目	最低配置	中等配置	最高配置
动车组密度	10 公里 1 列	3.3 公里 1 列	2 公里 1 列
新建客运专线动车组需求	1300 列	3900 列	6500 列
老线改造动车组需求	2000 列	6000 列	10000 列
动车组单价（8 编组占 1/3,16 编组占 2/3）	客运专线单价：27920.23 万元/列		
	老线改造单价：21358.97 万元/列		
新建客运专线所需动车组市场容量	3629.63 亿	10888.89 亿	18148.15 亿
老线改造动车组所需市场容量	4271.79 亿	12815.38 亿	21358.97 亿
动车组总市场容量	7901.42 亿	23704.27 亿	39507.12 亿

资料来源：东方证券研究所

城市化进程推动城市轨道交通车辆需求持续高增长

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。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**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。

如果按照现有的轨道交通车辆采购资金占建设总投资比例：12%计算。轨道交通车辆市场容量为 720 亿。按照 2008 年底到 2015 年新增线路 1625 公里，每公里保有轨道交通车辆 7.5 辆，每辆购置金额 550 万元计算，至 2015 年轨道交通车辆市场容量为 670 亿。综合起来看，至 2015 年，我国轨道交通市场容量约 695 亿元。

2.3 出口需求在国内需求之后，但更为广阔

根据铁路投资拉动效应推算，我国铁路装备在 2015 年之前将依靠内需拉动实现持续高增长。随着全球各国铁路基建逐渐完成，2015 年之后我国铁路装备还将在出口拉动下继续保持高增长许多年。

目前，我国铁路装备已经出口 50 多个国家与地区。根据德国 SCI Verkehr 铁路工业信息咨询公司的相关统计，2008 年全球铁路市场容量为 1,255 亿欧元，其中轨道装备的市场容量为 740 亿欧元。而中国市场不足其 1/10。在与国际铁路装备业巨头的比较中也能看出，我国装备业利用先进的高速铁路装备制造技术、突出的成本优势积极拓展海外市场，增长潜力巨大。

表 6：南北车与国际铁路装备业巨头销售额情况（单位：亿人民币）

	中国南车		中国北车		庞巴迪铁路机车业务		阿尔斯通铁路机车业务		西门子铁路机车业务	
	销售额	销售额 增速	销售额	销售额 增速	销售额	销售额 增速	销售额	销售额 增速	销售额	销售额 增速
2006 年	235		210		453	-12.25%	503	0.55%	434	6.83%
2007 年	274	16.40%	264	25.70%	449	-0.80%	519	3.12%	604	39.08%
2008 年	358	30.54%	347	31.62%	531	18.33%	540	4.18%	573	-5.18%
2009 年 E	471	31.61%	409	17.85%	665	25.19%	N.A	N.A	632	10.29%

资料来源：东方证券研究所

从表中可以看出，中国南车和北车在销售规模上和国际装备业巨头差距很大。庞巴迪机车业务在 2009 年更是实现了 25.19%高速增长。从中不难看出，铁路装备产业需求远没有饱和，中国铁路装备产业潜力还很大。

3、南北车主要业务板块展望

3.1 南北车募投项目比较

中国南车、中国北车上市募集资金主要用于公司主营业务扩张产能以满足未来高速增长的产品需求以及关键技术引进消化吸收以适应铁路运输提速、重载需要，提升产品质量和工艺技术水平及国际竞争能力项目。

表 7：南北车募投项目情况

中国南车			中国北车		
投资项目	投资额 (百万元)	投资 周期	投资项目	投资额 (百万元)	投资 周期
第一类：主要产品技术引进消化吸收再创新国产化技术改造项目					
时速 200 公里动车组生产建设项目	437.2	2	时速 350 公里动车组制造平台建设项目	2053	3
时速 300 公里及以上高速动车组产业化项目	432	4	时速 300 公里动车组技术国产化技改项目	750	1
高速铁路客车及城际动车组产业化项目	280	3	时速 200 公里动车组技术国产化技改项目	499	2
大功率交流传动电力机车产业化项目（机车部分）	142.24	2	时速 300 公里动车组转向架国产化技改项目	98	2
交流传动电力机车研发体系建设和产业提升项目（六轴）	270	2	六轴大功率交流传动电力机车国产化技改项目	398	3
大功率电力机车制造基地项目	100	1	9600kW 大功率交流传动电力机车技改	461	5
交流传动内燃机车国产化技改项目	398.29	3	生产六轴大功率交流传动电力机车技改项目	485	2
大功率内燃机车产业提升项目	495	3	大功率交流传动内燃机车技术国产化技改项目	500	4
机车制造基地建设项目	395	3	大型养路工程机械技术国产化技改项目	200	3
GE 大功率交流传动内燃机车技术转让及国产化项目配套交流电机技改项目	49.96	1			
高速动车组及大功率机车关键零部件产业化项目	470.81	3			
大功率交流传动电力机车、动车组牵引电机技改项目	502.41	1.5			
提高城轨地铁车辆生产能力项目	201	3			
城轨车辆研发和制造资源优化项目	650	3			
第二类 利用核心技术开发相关多元产品市场、提高企业经济效益项目					
1 汽车增压器配件产业化项目	994.5	3	列车电气产品及空气弹簧产品技改项目	387	4
2 齿轮传动系统产业化项目	798	3	大型钢结构产业基地及智能化装配设备项目	600	4
3 风力发电装备整机制造项目	461.25	3			
电动汽车整车及关键零部件产业化基地项目	720	3			

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

表 8：募投项目完成后中国北车产能规模

动车组	产能规模	机车	产能规模
350 公里动车组	年产 576 辆	电力机车	年产 200 台，其中大功率机车 150 台
300 公里动车组	年产 240 辆	六轴大功率交流传动电力机车	年产 100 台
全铝合金车体动车组	年产 300 辆	内燃机车	年产 220 台，其中大功率机车 100 台
300 公里动车组转向架	年产 240 辆份	大型养路机械	产能规模
		大型养路机械	年产 60 标准节

资料来源：东方证券研究所

3.2 动车组-未来三年确定高增长

动车组需求主要来自于客运专线、城际铁路新建线路以及老线路改造所需配套车辆。到 2012 年、2020 年我国客运专线分别将达到 1.3 万公里、1.6 万公里的规模，动车组整体市场容量在 8000 亿元以上。

表 9：我国客运专线建设计划

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	1122	1605.7	2012
		武广	350	989	1166	2010
		广深	250-350	105	167	2010
		深港	200	26	395	2010
	北京-沈阳-哈尔滨-大连客运专线	北京-沈阳	300-350	684	961.6	2012
		哈大	350	905	820	2010
	上海-杭州-宁波-福州-深圳客运专线	上海-杭州	350	159	255	2010
		杭州-宁波	300	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	550	300	2010
四横	徐州-郑州-兰州客运专线	郑州-西安	350	485	546.68	2009
		徐州-郑州	350	343	460	2012
		西安-宝鸡	350	151	193	2012
		宝鸡-兰州	250	401	646	2013
	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
		济南-石家庄	250	408	371	2012
	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	292	238	2009
		重庆-利川	200	244	203	2012
重庆-成都		350	302	400	2012	
其他	南昌-九江	200	92	583	2010	
	柳州-南宁	200	227	1740	2012	
	绵阳-成都-乐山	250	323	2,500	2010	
	长春-吉林	200	96	860	2010	
	沈阳-丹东	350	208	228	2011	

资料来源：东方证券研究所

技术比较

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。在 2006 年第六次提速交付的 52 列 250 公里的动车中，中国南车交付了 47 列，北车仅交付 5 列。北车直至 2009 年 10 月，才有 56 组 CRH5A 列车出厂，交付进程明显慢于中国南车。

时速 300 公里动车组南北车实力相当。在更高速的 350 动车组方面北车具有一定优势，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。近期其北车的 CHR3 在武广高铁上创造了在两车重联情况下的世界高速最高纪录：时速 394.2 公里。在研发 300 公里/小时的动车组阶段中，BSP 公司需采用新的基础车型 VHSZefiro 研发 350 公里/小时的高速列车，这期间需要重新投入较长时间进行系统的研发，到 2011 年下半年才可能开始量产。这也是为什么第一批 350 公里新型动车组全由北车获得。

动车组手持订单

预计，南车在手订单 550 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。预计中国北车手持动车组订单在 835 亿元左右，主要是 350 公里 CRH3 型动车组，交付时间在 2010-2014 年，2010-2011 年进入交付高峰期。

表 10：铁道部历次动车组采购

公司	车型	性能	列数
北车唐山联合西门子	CRH3C	350 公里 8 编组	60
	CRH3D	350 公里 16 编组	70
长客联合阿尔斯通	CRH5A	200 公里 8 编组	60
	CRH3D	350 公里 16 编组	30
	CRH5A	200 公里动车组	30
长客+唐山		350 公里动车组	140
BST	CRH1A	200 公里 8 编组	40
	CRH1B	200 公里 16 编组	20
	CRH1E	200 公里 16 编组卧铺	20
	CRH1-350	350 公里	20 列 8 编组，60 列 16 编组
南车联合川崎重工	CRH2A	200 公里 8 编组	60
	CRH2B	200 公里 16 编组	20
	CRH2C	300 公里 8 编组，	60
	CRH2E	200 公里 16 编组卧铺	20
	CRH2-350	350 公里	40 列 8 编组，100 列 16 编组

资料来源：东方证券研究所

3.3 机车-更新换代带来稳定增长

机车市场容量

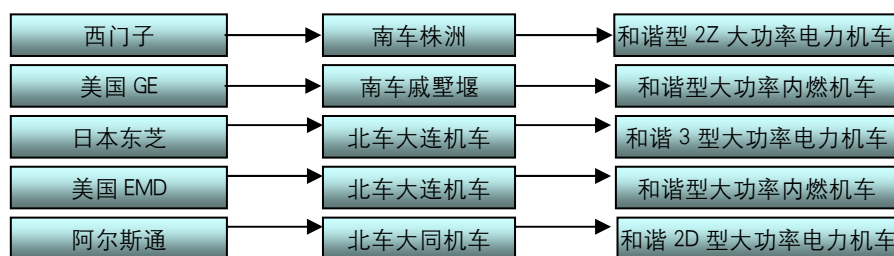
国内机车市场整体发展趋势是电力化和大功率化。大功率电力机车的发展主要得益于我国铁路建设电气化和重载化趋势。根据铁路建设十一五规划和中长期铁路网调整规划，2010、2012、2020 年铁路电气化率分别要达到 45%、50%和 60%。2009-2010 年间我国年均要完成 5805 公里复线里

程、6185 公里电气化线路改造，相较以前增幅明显提高。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，总采购额超过 1000 亿。

中国北车大功率电力机车技术略微领先于中国南车

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。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。

图 6：我国大功率机车技术引进情况

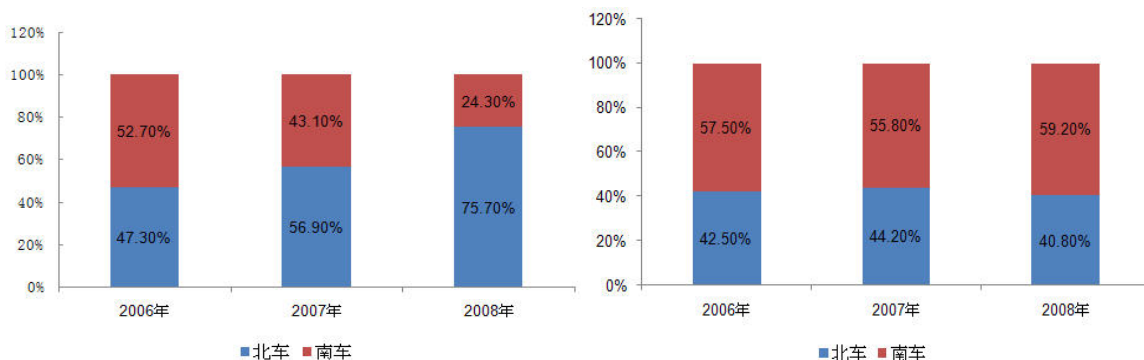


资料来源：东方证券研究所

截至目前，中国北车引进技术联合生产的和谐型系列电力机车订单总数达到 2520 台。中国北车制造的 HXD2 型八轴 10000kW 大功率交流传动电力机车是目前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为中国北车首先研发制造，是目前中国铁路签单量最多，生产量最多，投入运用最多的交流传动机车，2009 年 9 月之前投入运营的所有六轴 7200kW 大功率交流传动电力机车全部为中国北车制造，已成为京广、京沪两大干线货运牵引的主力机型。

而中国南车累计交付“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试验，开始实现销售。从市场占有率角度看，北车占有优势，2008 年新造机车市场占有率达 75.7%。

图 7：南北车机车业务市场占有率



资料来源：东方证券研究所

机车手持订单

北车目前的大功率机车在手订单达到 374 亿，南车的在手订单为 186 亿。预计在 2009 年，北车的大功率机车订单在国铁的交货量将产生 84 亿收入。

表 11：铁道部近几年机车采购情况

	企业	签约时间	类型	数量	金额	交付时间
南车	南车株洲	2004-12-7	HXD1 型 8 轴 9600 千瓦	180 台	73.4 亿,	2006 年至 2007 年 12 月
	南车株洲	2007-8-18	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	2008-7-1	和谐型 6 轴大功率电力机车	500 台		2008 年-2013 年
	南车资阳			110 台	20 多亿	2009 年下半年交付
	南车戚墅堰	2005-10-1	和谐 5 型大功率交流传动内燃机车	300 台	68 亿	2009 年开始批量交付
	南车株洲	2008-6-21	交流传动电力机车	15 台		
		2008-7-25	内燃机车	15 台		
	南车株洲	2008-10-22	大功率电力机车		1 亿美元	
	南车资阳	2009.6	6 轴 7200KW 电力机车	400 台	58 亿	
北车	企业	签约时间	类型	数量	金额	交付时间
	北车大连车辆	2008-2-1	HXD3 型 6 轴 7200KW	400 台	60 亿元	2009 年 8 月底
	北车大同电力机车	2006-10-1	HXD2B 型 6 轴 9600 功率	500 台	113 亿	
	北车大连车辆公司	2007-2-1	“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
	北车大连车辆公司	2004-10-1	“和谐”型大功率交流传动电力机车	240 台		
	北车大连机车	2005-9-1	大功率交流传动内燃机车	300 台	66.42 (双方各占 50%)	
	北车大同电力机车	2005	HXD2 型 8 轴 9600 千瓦	180 台	75 亿	
		2009.6	6 轴 7200KW 电力机车	400		

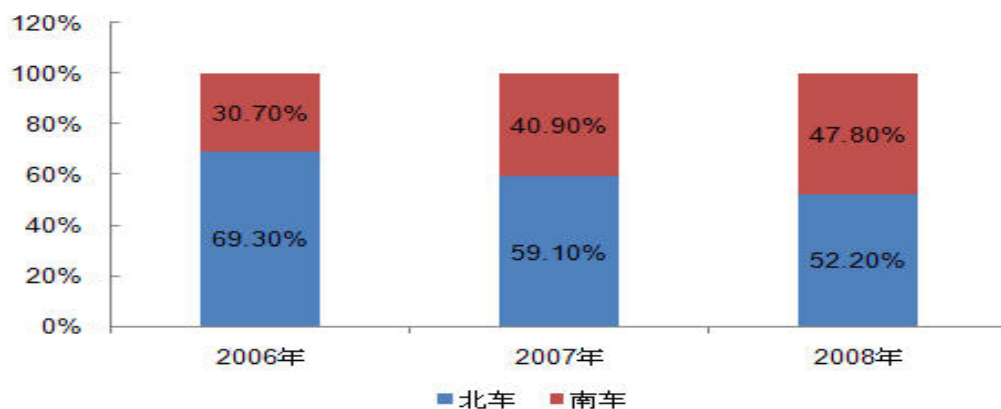
资料来源：东方证券研究所

3.4 城市轨道交通车辆-保持高速增长

从技术上看，北车有一定先发优势，南车正在加速追赶

中国北车城轨业务集中于子公司长客股份，是目前我国最大铁路城轨车辆及客车的研发、制造和出口基地。北车在城市轨道交通行业创造了多个行业第一：第一辆地铁客车、第一批无人驾驶直线电机地铁车辆、第一批不锈钢轻轨车、第一批铝合金轻轨车、第一批单轨车、第一批铝合金车体低地板轻轨车、第一批不涂装不锈钢地铁车等。截止目前，长客股份累计生产城轨车 2200 多辆，占国内城轨车在用量近 80%，全国 10 个拥有城轨交通的城市中有 8 个城市在使用长客股份的产品。

近年来南车不断加大投入，追赶北车步伐，市场占有率稳步提升。南车城轨车辆生产主要集中在四方股份、株机公司和浦镇公司，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。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。

图 8：南北车城轨交通车辆市场占有率情况


资料来源：东方证券研究所

城轨地铁车辆手持订单

北车目前的城轨地铁车辆在手订单达到 225 亿, 预计南车的在手订单为 115 亿元左右。预计在 2009 年, 北车的大功率机车订单在国铁的交货量将产生 84 亿收入。

表 12: 南北车部分城轨车辆订单情况

企业		签约时间	订单金额	订单数量
南车	南京浦镇	2008-6-1		32 列 192 辆车
		2008-6-1		22 辆
		2008-7-17		99 辆
		2008-5-9	1.1 亿美元	
	南车株机	2008-11-13		84 辆
		2008-12-8	12 亿	150 辆
		2009-5-9	11 亿元	
	青岛四方	2009-5-8	16.6 亿人民币	
北车	北车长客	2008-10-1	6.45 亿	108 辆
		2008-11-25	430 亿	22 列 132 辆
		2008-12-10	11 亿港元	10 列 80 辆
		2009-4-3	303 亿美元	17 组共 204 辆

资料来源：东方证券研究所

3.5 客车-客车业务仍有潜力

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 (如人口较稀疏的中西部地区), 新型的高速客车将逐渐取代传统的低速客车。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。

国内客车制造企业主要是中国南车旗下的四方股份、四方有限和浦镇公司以及北车旗下的长客轨道、唐山车辆和大连车辆等六家企业。中国南车、中国北车客车产品基本同质, 市场占有率各占

50%左右。中国南车生产制造能力为 2500 辆/年（含动车组）；中国北车生产制造能力为 2900 辆/年（含动车组）。

3.6 货车-货运回暖，货车需求逐渐恢复

货车生产周期短，需求与铁路货运相关性很大。2009 年我国铁路货运持续低迷，铁道部推迟了货车的采购，直到 2009 年 6 月才进行第一批的 1.5 万辆采购，相较 2008 年的第一批采购大幅减少。加上 9 月份第二批的 1 万辆货车，2009 年全年总计采购 2.5 万辆货车，同比减少 37%。

进入 2009 年下半年，随着我国经济逐步回暖，货运需求有所上升，从铁路货运量以及周转量来看，同比降幅已开始收窄，我们认为这一趋势有望延续，带来货车需求的逐渐恢复。2009 年 11 月 16 日铁道部公布了 2010 年铁路客车第一次招标公告。此次招标采购的客车为 25G 型铁路客车，分为 4 个标共计 2000 辆，其中 25G 型硬座客车 800 辆；25G 型硬卧车 943 辆；25G 型软卧车 132 辆；25G 型餐车 125 辆。相比 2009 年第一次招标，招标辆数提高 33%。

货车需求增长主要来自宏观经济恢复带来的货运需求恢复和客货分离后需要新配备的货车。货车现在的保有量为 59 万辆，综合几方面因素，我们认为 2010 年货车的采购将有望恢复到 2008 年的水平，有望达到 4 万辆。按照中国南车 40%左右的市场份额，北车有望拿到 2.4 万辆，南车拿到 1.6 万辆。均实现同比大幅增长。预计货车需求高速增长要到 2012 年客运专线规划初步建成以后。

3.7 其他技术延伸产品支撑未来增长

南北两车均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。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。

表 13：中国南车、中国北车其他技术延伸产品

中国南车		中国北车	
风力发电装备整机		工程机械装备	
电动汽车整车及关键零部件		风力发电电机	
汽车增压器		油田电机	
齿轮传动系统			
09 年销售额（亿）	72.4	09 年销售额（亿）	52.33

资料来源：东方证券研究所

尤其是风电装备制造：作为重要的新能源项目，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。

从产品销售额和产业基地产值规模来衡量，中国南车和中国北车风电业务规模都相当于一个大型专业风电设备制造企业。南车、北车2006年-2008年风电电机销售量增速都超过90%。加之其在变流、电机、控制等风电电机核心技术方面深厚的技术积累和强大的持续研发能力，将来必将成为风电类新能源企业重要的装备供应商。

表 14：全国成规模风电设备产业基地

所在地	产值估计	主要相关公司
天津泰达	150 亿	东方电气
湖南湘潭	100 亿	湘电股份
黑龙江哈尔滨	80 亿	哈电集团
江苏无锡	80 亿	天奇股份
江苏盐城	80 亿	华锐风电
吉林长春	70 亿	明阳风电
陕西西安	70 亿	中国北车
山东济南	30 亿	中国北车
甘肃酒泉	60 亿	中材科技、金风科技
湖南株洲	50 亿	中国南车
江苏南京	50 亿	金风科技、南高齿
辽宁沈阳	30 亿	通用
河北承德	20 亿	金风科技
甘肃玉门	20 亿	明阳风电

资料来源：东方证券研究所

4 财务分析

4.1 动车组、机车和城轨地铁销售规模确定高增长

动车组：动车组是南北两车未来几年业绩高增长重要支柱，其景气度可延续到2015年。尤其是随着2010年交付主体为CRH3C剩余的部分和CRH3长编组及CRH3D长编组的350公里动车组开始大量交付，中国南车、中国北车动车组销售规模将大幅增长；预计09-11年中国南车动车组销售规模增长率能达到60%，84%，130%。09-11年中国北车动车组销售规模增长率能达到32%，181%和120%。

机车：受前几年产品更新换代影响，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，计09年中国南车机车销售规模增长78%，中国北车销售增长41%。10年11年南北两车销售规模增速将保持10%以上。

城轨地铁车辆：我们认为随着国内城市化进程加速，城轨地铁车辆产品未来增长可观，加之南北两车手持订单充足，预计 09 年中国南车城轨地铁车辆销售规模增长率能达到 70%，10，11 年增速在 60%以上。09-11 年中国北车城轨地铁车辆销售规模增长率能达到 37%，60%和 100%。

货车：受货运需求下降影响，货车需求下滑，我们预计 09 年南车北车货车销量小幅下滑。10，11 年随着宏观经济回暖，销售规模逐步增长，高速增长要到 2012 年客运专线规划初步建成以后。

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、电动汽车等均有保持较快发展势头。

表 15：南北车各业务板块收入预测（单位：百万）

业务	企业	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	南车	27400.96	35768.15	47074.70	62754.01	96416.55	133512.28
	增长	16.45%	30.54%	31.61%	33.31%	53.64%	38.47%
	北车	26371.21	34710.72	40905.99	55798.91	82033.11	101769.96
	增长	25.69%	31.62%	17.85%	36.41%	47.02%	24.06%
机车	南车	7121.03	8171.59	14545.42	15999.97	17599.96	19359.96
	北车	5522.58	8045.40	11331.63	12658.36	14040.34	15444.37
	其中新造	4396.13	6570.61	9395.98	10335.57	11369.13	12506.04
	其中维修	1126.45	1474.79	1935.66	2322.79	2671.20	2938.32
客车（不包括动车组）	南车	3422.99	3283.20	3545.85	3723.15	3723.15	3723.15
	北车	2114.74	1045.13	2821.84	2821.84	2821.84	2821.84
动车组	南车	2691.57	5702.57	9124.10	16788.35	38613.21	57919.81
	北车	1720.51	3770.61	5027.48	14454.01	31798.82	41338.47
货车	南车	9222.74	9489.83	6642.88	6642.88	6975.03	7672.53
	北车	7130.26	8884.29	7995.86	8043.14	8445.30	9237.70
	其中新造	5850.37	7833.63	7050.26	7050.26	7402.78	8143.06
	其中维修	1279.89	1050.67	945.60	992.88	1042.52	1094.65
城轨地铁车辆	南车	1704.38	2580.37	4386.62	7237.93	11580.68	17950.06
	北车	1487.11	1694.72	2313.29	3701.26	7402.52	11103.78
其他	南车	3238.27	6540.60	8829.81	12361.74	17924.52	26886.78
	北车	7239.59	10289.09	10236.23	12806.79	16048.46	20142.55

资料来源：东方证券研究所

4.2 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强，缺乏一定的议价能力，我们假设公司各产品价格保持稳定。

4.3 毛利率维持平稳小幅上升

中国南车各项产品中，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保持稳定，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。

中国北车各项产品中，目前毛利水平最高的是传统机车产品，高毛利来源于较大的销售规模。动车组毛利水平增长很快，主要是因为北车前期研发重点放在时速 300 公里以上动车组，产品下线速度规模落后于南车，且研发费用较大，但随着北车 350 公里动车组批量下线，这块业务毛利将会迅速提升。

公司综合毛利水平将稳步提高，其来源类似南车，但随着北车 350 公里动车组批量下线，公司综合毛利率增速将超过南车。

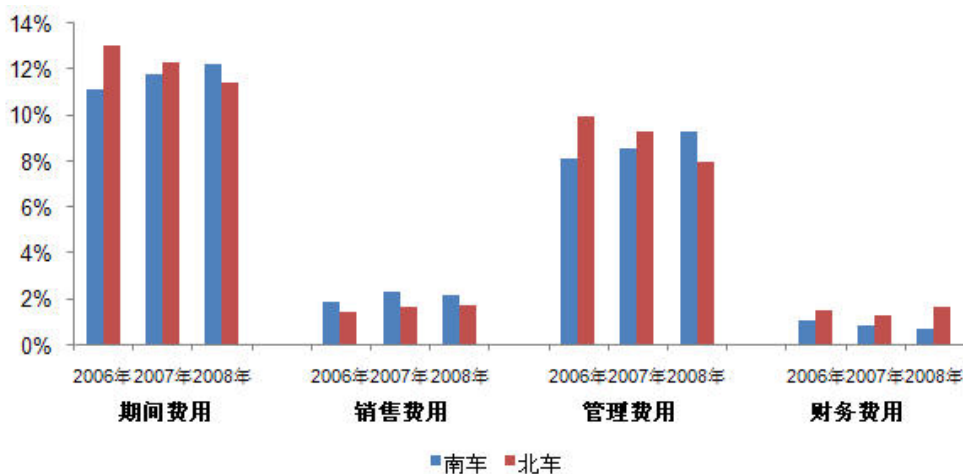
表 16：中国南北车各产品及综合毛利水平

业务	公司	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
综合毛利率	南车	14.08%	14.64%	15.09%	17.03%	16.65%	17.19%
	北车	15.41%	16.23%	14.99%	15.17%	16.00%	16.81%
机车	南车	16.00%	16.00%	16.00%	18.00%	16.50%	16.50%
	北车	17.00%	17.00%	17.00%	15.85%	15.92%	15.95%
客车	南车	15.00%	15.00%	15.00%	16.00%	14.00%	14.00%
	北车	15.00%	15.00%	15.00%	13.00%	13.00%	13.00%
动车组	南车	22.00%	22.00%	22.00%	22.50%	21.00%	21.00%
	北车	15.00%	15.00%	15.00%	16.00%	18.00%	19.00%
货车	南车	12.00%	12.00%	12.00%	15.00%	13.00%	13.00%
	北车	13.00%	13.00%	13.00%	11.47%	11.93%	12.37%
城轨地铁车辆	南车	10.00%	10.00%	10.00%	11.00%	13.00%	14.00%
	北车	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.50%	14.00%
其他业务	南车	15.88%	17.86%	18.93%	16.89%	18.00%	18.00%
	北车	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：东方证券研究所

4.4 期间费用将占比将逐步下降

中国南车和中国北车期间费用率大致相同。两者差异主要在管理费用中的研发费用上：随着近年来北车对时速 300 公里以上动车组关键技术吸收消化逐步完成，在管理费用和期间费用中占比较高的研发费用比率开始逐步下降。而南车 350 公里/小时的高速列车到 2011 年下半年才可能开始量产，目前正是加大研发投入的关键时期，故期间费用率随着研发费用率的提高而相应提高。未来几年随着南北两车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，期间费用占比将逐步下降。

图 9：公司期间费用占比


资料来源：东方证券研究所

4.5 财务预测

中国南车为了能在 2011 年量产 350 公里时速动车组, 目前正采用新的基础车型 VHSZefiro 全力研发, 这期间需要较大的投入进行系统研发。09 年在研发费用上的投入超预期, 导致管理费用水平将会超出我们预期的 8.5%, 约提高到 9.0%, 因此我们调低公司 2009 年每股收益 0.01 元, 至 0.17 元。

受益于铁路大开发以及城轨地铁车辆市场的快速增长, 中国南车未来动车组、大功率机车、城轨地铁车辆有望保持快速增长, 在此带动下, 我们预计中国南车未来三年归属母公司净利润年均复合增长率为 63.74%。

表 17：中国南车财务分析预测

财务分析

(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	35768.15	35768.15	35768.15	35768.15
税前利润	1930.53	2611.01	4557.21	7633.25
归属母公司净利润	1384.24	1984.37	3463.48	5801.27
EBITDA	2601.30	3601.83	5566.79	7643.73
每股收益(元)	0.12	0.17	0.29	0.49
净资产收益率	9.02%	11.38%	16.85%	22.64%
每股经营现金(元)	0.11	0.28	0.55	0.87
市盈率(X)	36.87	32.40	18.56	11.08
EV/EBITDA	16.83	15.55	9.21	5.45

资料来源：东方证券研究所

预计中国北车未来三年归属母公司净利润年均复合增长率为 69.05%。

表 18：中国北车财务分析预测
财务分析

(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	34710.72	40905.99	55798.91	82033.11
税前利润	1429.92	1826.42	3098.23	5253.75
归属母公司净利润	1130.74	1397.21	2354.65	3992.85
EBITDA	1854.71	3015.83	4555.73	6968.60
每股收益(元)	0.19	0.17	0.28	0.48
净资产收益率	17.42%	6.88%	10.58%	15.52%
每股经营现金(元)	0.64	(0.58)	0.34	0.48
市盈率(X)	0.00	34.34	20.37	12.01
EV/EBITDA	0.55	14.85	9.74	5.91

资料来源：东方证券研究所

5 估值和投资建议

5.1 绝对估值

假设中国南车永续期成长率为 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 5.24 元。绝对估值区间为 9.46-3.96 元。

表 19：中国南车 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	0.98	0.99	1.00
股本溢价	5.44%	3.83%	4.32%	4.88%	7.00%
股本成本	9.18%	6.47%	7.32%	8.28%	12.00%
债务溢价	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
债务成本	5.25%	4.24%	4.56%	4.92%	5.25%
资产负债率	58.94%	61.29%	63.02%	66.48%	50.01%
WACC	6.86%	5.10%	5.58%	6.04%	8.62%

资料来源：东方证券研究所

表 20：中国南车资本成本与永续期主营业务收入增长率敏感性分析

		永续期增长率							
资 本 成 本	5.23	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%	6.00%	
	5.62%	6.21	6.83	7.78	9.47	13.24	29.15	(38.69)	
	6.62%	5.50	5.88	6.43	7.28	8.77	12.10	26.18	
	7.62%	4.98	5.23	5.56	6.03	6.77	8.07	10.97	
	8.62%	4.58	4.74	4.95	5.23	5.64	6.26	7.37	
	9.62%	4.26	4.37	4.50	4.67	4.91	5.24	5.76	
	10.62%	4.01	4.08	4.16	4.26	4.40	4.58	4.85	
	11.62%	3.80	3.84	3.89	3.95	4.03	4.13	4.26	

资料来源：东方证券研究所

假设中国北车永续期成长率为 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 5.56 元，绝对估值区间为 12.93-3.33 元。

表 21：中国北车 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	0.98	0.99	1.00
股本溢价	5.44%	3.83%	4.32%	4.88%	7.00%
股本成本	9.18%	6.47%	7.32%	8.28%	12.00%
债务溢价	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
债务成本	5.36%	4.00%	4.30%	4.64%	5.25%
资产负债率	82.30%	62.58%	65.35%	68.57%	50.01%
WACC	6.03%	4.93%	5.35%	5.79%	8.62%

资料来源：东方证券研究所

表 22：中国北车资本成本与永续期主营业务收入增长率敏感性分析

		永续期增长率						
资本成本	5.60	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%	6.00%
	5.62%	7.88	8.86	10.37	13.02	18.94	43.91	(62.51)
	6.62%	6.55	7.12	7.93	9.18	11.38	16.28	36.96
	7.62%	5.57	5.91	6.36	7.00	8.00	9.74	13.63
	8.62%	4.82	5.02	5.27	5.60	6.08	6.82	8.11
	9.62%	4.23	4.33	4.46	4.62	4.85	5.16	5.64
	10.62%	3.75	3.79	3.84	3.90	3.99	4.09	4.24
	11.62%	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.34

资料来源：东方证券研究所

5.2 相对估值

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和中国北车，我们以同处铁路产业链的上市公司估值水平进行比较。

表 23：铁路装备类上市公司估值水平

代码	公司名称	2008PE	2009PE	2010PE	2011PE	ROE	PB
601766.SH	中国南车	36.87	32.40	18.56	11.08	11.38%	3.64
601299.SH	中国北车	0	34.34	20.37	12.01	6.88%	2.19
	平均	18.43	33.37	19.47	11.55	9.13%	2.91

资料来源：东方证券研究所

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、北车相当。

表 24：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	103.52	16.41	11.32	9.80	12.77%	2.03
601186.SH	中国铁建	33.99	17.69	11.57	10.16	11.91%	2.09
	平均	68.76	17.05	11.44	9.98	12.34%	2.06
601766.SH	中国南车	36.87	32.40	18.56	11.08	11.38%	3.64
601299.SH	中国北车	0	34.34	20.37	12.01	6.88%	2.19

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、北车估值水平低于这些零部件类上市公司。

表 25：铁路零部件上市公司估值水平

代码	公司名称	2008PE	2009PE	2010PE	2011PE	ROE	PB
601002.SH	晋亿实业	59.92	77.39	21.14	14.38	3.96%	3.33
600495.SH	晋西车轴	46.00	115.20	66.88	44.57	2.61%	2.52
600243.SH	青海华鼎	65.86	76.19	51.15	35.01	3.30%	2.50
002248.SZ	华东数控	110.73	82.45	77.96	66.18	12.06%	10.01
	平均	70.63	87.81	54.28	40.04	5.48%	4.59
601766.SH	中国南车	36.87	32.40	18.56	11.08	11.38%	3.64
601299.SH	中国北车	0	34.34	20.37	12.01	6.88%	2.19

资料来源：东方证券研究所

5.3 估值与投资建议

我们给予两公司的估值水平为 25—30 倍 PE，对应 2010 年预测 EPS 的股价分别为：中国南车 7.25—8.70 元，中国北车 7.00—8.40 元，目前股价明显低估，两公司的投资评级均为买入。

6 风险因素

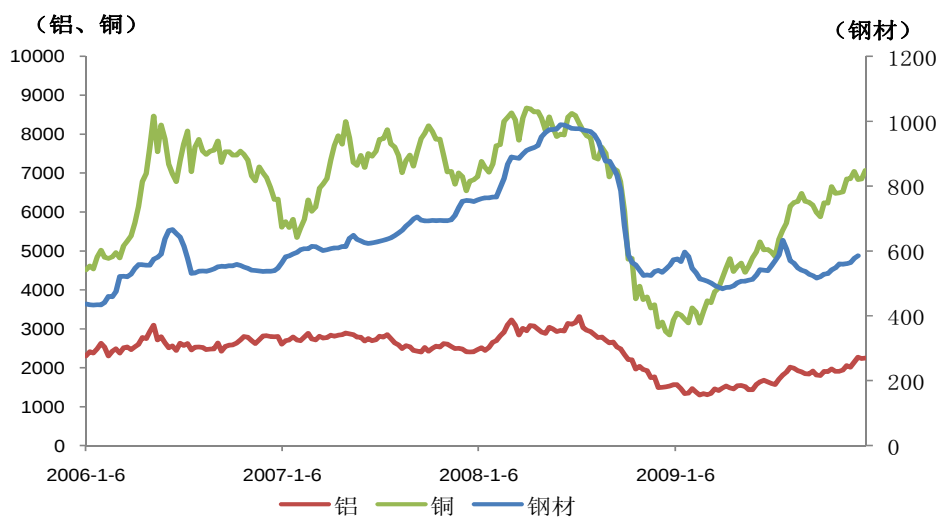
6.1 下游客户集中、议价能力有限

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。

6.2 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。

图 10：主要原材料价格波动剧烈



资料来源:东方证券研究所

6.3 管理风险

中国南北车目前均处于技术引进、消化、吸收的关键时期。伴随着整车产品国产化率不断提升，企业研发费用也告诉增长。相对于占比较低的销售费用和财务费用，研发费用投入的不确定性对整体期间费用水平影响较大。

附表 1：中国南车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	35768.1	47074.7	62754.0	96416.5	税后利润	1384.24	1984.37	3463.48	5801.27
营业成本	29676.9	39239.0	51965.2	79070.1	经常性现金支出	1264.39	1628.55	1729.51	1978.27
主营业务税金	164.74	211.34	281.98	434.92	非经常性现金支出	(247.98)	(171.08)	(209.28)	(257.30)
销售费用	787.35	941.49	1255.08	1928.33	营运资金变动	(1363.31)	(440.04)	890.94	1715.54
管理费用	3341.64	4236.72	5020.32	7713.32	少数股东损益	301.36	365.54	638.01	1068.66
财务费用	258.91	154.56	45.04	(92.11)	经营活动现金净流	1338.70	3367.34	6512.66	10306.44
营业利润	1538.58	2291.56	4186.37	7361.91	资本开支	3747.12	2361.52	1839.78	816.42
非经常性损益	391.95	319.45	370.84	271.34	其他投资	0.00	17.44	17.44	17.44
税前利润	1930.53	2611.01	4557.21	7633.25	投资活动现金净流	(3049.43)	(2066.11)	(1488.78)	(398.70)
所得税	244.93	261.10	455.72	763.33	贷款增加	(4022.21)	(300.00)	0.00	0.00
净利润	1685.60	2349.91	4101.49	6869.93	支付股利利息	(572.68)	(227.47)	(126.15)	(122.06)
少数股东损益	301.36	365.54	638.01	1068.66	其他融资	(4395.16)	(37.56)	(166.42)	(164.83)
归属母公司净	1384.24	1984.37	3463.48	5801.27	筹资活动现金净流	5844.17	(1575.56)	(944.67)	(1303.28)
EPS (元/股)	0.12	0.17	0.29	0.49	现金净流量	4133.45	(274.33)	4079.22	8604.46
					现金期初余额	8271.52	12404.97	12130.63	16209.85
					现金期末余额	12404.97	12130.63	16209.85	24814.32
资产负债表 (人民币百万元)					比率分析				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	11722.77	11448.44	15527.6	24132.1	增长能力				
应收账款票据	6957.16	9558.08	12105.2	17562.8	营收增长率(%)	30.54%	31.61%	33.31%	53.64%
存货	8389.45	11602.07	14864.7	21848.8	EBITDA 增长率(%)	48.79%	38.46%	54.55%	37.31%
交易性金融资	100.00	100.00	100.00	100.00	EBIT 增长率(%)	76.07%	36.08%	72.98%	71.81%
流动资产合计	31025.1	37847.7	49817.9	75211.22	净利润增长率(%)	57.67%	39.41%	74.54%	67.50%
长期投资	594.01	594.01	594.01	594.01	盈利能力				
固定资产	7694.16	8780.63	9848.74	10319.7	毛利率(%)	17.03%	16.65%	17.19%	17.99%
在建工程	2548.55	2753.45	2273.94	1225.98	净利率(%)	4.71%	4.99%	6.54%	7.13%
可供出售金融	7.75	7.75	7.75	7.75	EBITDA 利润率(%)	7.27%	7.65%	8.87%	7.93%
非流动资产合	14463.5	15508.9	15991.5	15308.4	ROA(%)	3.71%	4.40%	6.23%	7.59%
资产总计	45488.6	53356.6	65809.5	90519.6	ROE(%)	9.02%	11.38%	16.85%	22.64%
					ROIC(%)	9.49%	12.49%	19.87%	31.99%
循环借款	3911.09	2900.57	2248.47	1232.08	偿债能力				
应付账款	11542.17	15324.11	19696.5	28973.1	资产负债率(%)	58.94%	61.29%	63.02%	66.48%
预收账款	6252.08	8473.45	11609.49	18319.1	流动比率(倍)	1.32	1.27	1.29	1.31
其他应交款	(58.39)	23.62	44.26	83.88	速动比率(倍)	0.81	0.72	0.73	0.74
流动负债合计	23589.6	29778.8	38549.7	57259.2	价值评估				
非流动负债合	3221.52	2921.52	2921.52	2921.52	P/B(倍)	4.00	3.64	3.10	2.51
负债合计	26811.16	32700.3	41471.2	60180.7	P/E(倍)	36.87	32.40	18.56	11.08
股本	11840.00	11840.00	11840.00	11840.00	EV/收入(倍)	1.22	1.19	0.82	0.43
资本公积	2839.64	3236.51	3929.21	5089.46	EV/EBITDA(倍)	16.83	15.55	9.21	5.45
未分配利润	1325.19	2434.59	4612.66	8094.28	EV/EBIT(倍)	24.36	22.90	12.12	5.73
股东权益	18677.5	20656.3	24338.3	30338.9					
负债和股东权	45488.6	53356.6	65809.5	90519.6					

资料来源：东方证券研究所

高铁从中国走向世界

研究结论

- **巴菲特看好铁路产业的逻辑：**在油价居高不下、环保越来越重要的背景下，选择更加节能、环保的运输方式成为大势所趋。铁路是最为节能的运输方式，在等量运输下铁路、公路和航空的能耗比为 1:9.3:18.6。铁路也是最环保的运输方式，其二氧化碳的排放量是公路运输的一半，是短途航空的四分之一。基于高油价的前提假设，铁路这种清洁、低成本的运输工具将会大比例的替代航空和公路客货运，预计未来 5—10 年内将展开一轮不只是中国的全球性的铁路投资热潮，如美国、印度、俄罗斯等。铁路产业链高增长的预期开始从中国走向世界。
- **铁路替代空间广阔：**目前我国铁路的客运量和货运量占比尚小，2009 年 9 月铁路、公路、航空、水运的货运量占比分别为 12.17%、76.49%、0.02%、11.32%，客运量占比分别为 5.24%、93.25%、0.76%、0.75%，可见现在我国还是以公路作为最主要的运输方式。随着我国大规模铁路网的建设，铁路客运、货运高速化使得铁路对公路和航空的替代效应逐渐显现，铁路节能环保优势得到逐渐认可，未来铁路替代公路、航空的空间广阔。
- **各国掀起高铁修建高潮，中国铁路技术国外市场拓展空间广阔：**进入 20 世纪，随着环保意识的提高，以公路、航空为主要运输方式的国家面临着越来越大的环境压力，纷纷寻找更节能、环保的运输方式来替代航空、公路，铁路的低碳和节能优势得到了充分发挥，目前，以美国为首的各国纷纷提出高速铁路的建设规划，全球正在掀起一轮大力发展铁路的热潮。我国铁路技术用 5 年时间就跨越了发达国家半个世纪的高速铁路发展历程，已进入了世界先进行业。目前美国、印度和巴西等国家纷纷表示对我国高铁技术的兴趣，未来中国的高铁技术在国外市场拓展空间广阔。
- **投资标的：**在铁路产业链中，中国南车、中国中铁、中国铁建将首先受益于此轮中国和世界范围内的铁路修建热潮，其中，基建类的中国中铁、中国铁建业绩高增长从 2009 年开始，由于铁路机车采购的相对滞后性，中国南车的高增长将始于 2010 年，但机车的配置是一个逐步到位的过程，中国南车等机车制造企业受拉动持续时间更长，我们预计有望延续到 2015 年。我们预计中国南车 2009、2010、2011 年 EPS 分别为 0.18 元、0.29 元、0.49 元；中国中铁 2009、2010、2011 年 EPS 分别为 0.37 元、0.54 元、0.62 元；中国铁建 2009、2010、2011 年 EPS 分别为 0.51 元、0.77 元、0.68 元。均维持买入投资评级。

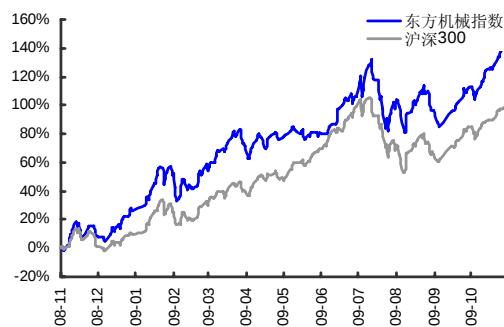


东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武 机械行业分析师
安倩 8621-63325888 × 6100
张帆 zhoufw@orientsec.com.cn

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)
国家/地区 中国/A 股
行业 机械行业
报告日期 2009 年 11 月 26 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	4.38	11.6	70.28
相对表现 (%)	10.73	18.76	138.02

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	EPS08A	EPS09E	EPS-10E	股价	评级
中国南车	0.12	0.18	0.29	5.44	买入
中国中铁	0.05	0.37	0.54	6.3	买入
中国铁建	0.30	0.51	0.77	9.2	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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。

行业寡头确定高速增长



东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论

- **铁路装备业步入超长高增长景气周期：**节能减排撬开了铁路运输替代公路和航空运输的巨大市场空间，我国铁路产业链已经步入高景气周期，预计 2012 年之前的年均投资额将超过 7000 亿元。在未来 5—10 年内，包括美国、欧盟、印度、俄罗斯、巴西等国在内的世界范围内的铁路投资高潮已经悄然兴起。我国计划在 2008—2012 年的四年间铁路装备的采购金额在 5000 亿元以上，而 2012 年之后的老线改造与东南沿海等人口密集区的动车组化建设等所带来铁路装备需求的市场空间更大。另外，凭借性价比优势，我国铁路装备具有较强的国际市场拓展能力，其出口想象空间巨大。我国铁路装备在 2015 年之前将依靠内需拉动实现持续高速增长，2015 年之后还将在出口拉动下继续保持高速增长许多年，铁路装备步入超长高增长景气周期。中国北车作为行业寡头必将从中受益。
- **动车组业务爆发在即：**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速增长，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。动车组整体市场容量在 8000 亿以上。预计北车动车组手持订单在 800 亿以上。未来三年业绩确定高速增长。
- **城轨地铁车辆维持高速增长：**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。北车城轨地铁市场占有率超过 50%，我们预计这块业务未来几年有望保持年均 50% 的增速。
- **受更新换代需求拉动，机车需求有望大幅增加：**机车迎来由传统机车向大功率机车的转型换代过程。市场容量超过 1000 亿。中国北车大功率机车技术略微领先于南车，2008 年市场占有率超过 75%。未来三年增速维持在 10% 以上。
- **综合毛利水平维持平稳：**通过内部挖潜、产品结构调整等措施，公司综合毛利水平有望保持平稳。其中，机车、动车组毛利水平保持平稳，城轨地铁车辆毛利率有进一步提升空间，客车、货车毛利水平有所下降。
- **管理费用率占比有望小幅下降：**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，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。
- **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。
- 我们给予公司的估值水平为 25—30 倍 PE，对应 2010 年预测 EPS 的股价分别为：7.00—8.40 元，目前股价明显低估，公司的首次评级为买入。

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。

周凤武
安信
张帆

机械行业分析师
8621-63325888×6100
zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)
 股价 (2010 年 1 月 7 日) 5.78 元
 目标价格 (6 个月) 7.00 元
 总股本/A 股 (万股) 830000/162500
 A 股市值 (百万元)
 国家/地区 中国
 行业 交通运输设备制造业
 报告日期 2010 年 1 月 8 日

财务分析				
(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	34710.72	40905.99	55798.91	82033.11
税前利润	1429.92	1826.42	3098.23	5253.75
净利润	1130.74	1397.21	2354.65	3992.85
EBITDA	1854.71	3015.83	4555.73	6968.60
每股收益(元)	0.19	0.17	0.28	0.48
净资产收益率	17.42%	6.88%	10.58%	15.52%
每股经营现金	0.64	(0.58)	0.34	0.48
市盈率(X)	0.00	34.34	20.37	12.01
EV/EBITDA	0.55	14.85	9.74	5.91

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：中国北车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	34710.72	40905.99	55798.91	82033.11	税后利润	1130.74	1397.21	2354.65	3992.85
营业成本	29507.27	34698.61	46872.17	68241.16	经常性现金支出	853.83	1667.28	2002.95	2337.75
主营业务税金	132.92	156.28	210.47	311.54	非经常性现金支出	(246.10)	(73.23)	(101.51)	(112.98)
销售费用	598.65	679.54	938.47	1379.90	营运资金变动	1846.01	(7929.43)	(1682.83)	(2732.61)
管理费用	2775.34	3599.73	4798.71	6890.78	少数股东损益	143.84	155.25	278.84	472.84
财务费用	595.30	168.16	144.10	133.35	经营活动现金净流	3728.32	(4782.92)	2852.11	3957.85
营业利润	1101.24	1603.66	2835.00	5076.38	资本开支	2167.35	4862.15	2348.03	803.00
非经常性损益	328.68	222.76	263.23	177.37	其他投资	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	1429.92	1826.42	3098.23	5253.75	投资活动现金净流	(2099.40)	(4664.27)	(2110.58)	(518.05)
所得税	155.34	273.96	464.73	788.06	贷款增加	(6888.58)	(300.00)	0.00	0.00
净利润	1274.58	1552.46	2633.50	4465.69	支付股利利息	(1541.04)	(16.69)	(174.88)	(167.31)
少数股东损益	143.84	155.25	278.84	472.84	其他融资	(6896.16)	(21.18)	(168.43)	(89.93)
归属母公司净	1130.74	1397.21	2354.65	3992.85	筹资活动现金净流	(2739.15)	13353.64	(343.31)	(257.23)
EPS (元/股)	0.19	0.17	0.28	0.48	现金净流量	(1110.24)	3906.44	398.22	3182.57
					现金期初余额	0.00	(1110.24)	2796.21	3194.43
资产负债表 (人民币百万元)					现金期末余额	(1110.24)	2796.21	3194.43	(1110.24)
	2008	2009E	2010E	2011E	比率分析				
货币资金	2526.91	6433.35	6831.57	10014.14		2008	2009E	2010E	2011E
应收账款票据	8046.27	11691.95	15453.13	21797.45	增长能力				
存货	9345.94	15736.18	20860.47	29615.15	营收增长率(%)	31.62%	17.85%	36.41%	47.02%
交易性金融资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率(%)	43.54%	62.60%	51.06%	52.96%
流动资产合计	24383.95	39870.06	50671.80	71487.56	EBIT 增长率(%)	31.30%	4.44%	68.14%	74.88%
长期投资	710.33	710.33	710.33	710.33	净利润增长率(%)	40.29%	21.80%	69.63%	69.57%
固定资产	8109.20	8388.96	11424.44	12287.76	盈利能力				
在建工程	1722.04	5172.20	3017.22	1301.72	毛利率(%)	14.99%	15.17%	16.00%	16.81%
可供出售金融	167.49	167.49	167.49	167.49	净利率(%)	3.67%	3.80%	4.72%	5.44%
非流动资产合	16964.61	20433.56	21182.23	20075.84	EBITDA 利润率(%)	5.34%	7.37%	8.16%	8.49%
资产总计	41348.57	60303.63	71854.03	91563.40	ROA(%)	3.08%	2.57%	3.67%	4.88%
					ROE(%)	17.42%	6.88%	10.58%	15.52%
循环借款	577.43	577.43	577.43	577.43	ROIC(%)	11.43%	6.41%	10.20%	13.92%
应付账款	13065.04	15045.45	19332.43	26556.18	偿债能力				
预收账款	8881.10	10226.50	13949.73	20508.28	资产负债率(%)	82.30%	62.58%	65.35%	68.57%
其他应交款	422.31	430.25	540.16	659.76	流动比率(倍)	0.86	1.23	1.22	1.24
流动负债合计	28380.49	32391.59	41603.90	57438.61	速动比率(倍)	0.38	0.57	0.54	0.56
非流动负债合	5649.24	5349.24	5349.24	5349.24	价值评估				
负债合计	34029.72	37740.83	46953.13	62787.84	P/B(倍)	4.92	2.19	2.00	1.75
股本	5800.00	8300.00	8300.00	8300.00	P/E(倍)	0.00	34.34	20.37	12.01
资本公积	237.93	11708.87	12179.80	12978.37	EV/收入(倍)	0.03	1.10	0.80	0.50
未分配利润	719.69	1767.60	3238.19	5641.81	EV/EBITDA(倍)	0.55	14.85	9.74	5.91
股东权益	7318.84	22562.80	24900.89	28775.56	EV/EBIT(倍)	0.60	25.28	14.90	7.91
负债和股东权	41348.57	60303.63	71854.03	91563.40					

资料来源：东方证券研究所

2008 年我们看淡行业，得到了市场的认可，
2009 年上半年，我们对行业的观点基本经受住了市场的考验，
我们将以更加可观、严谨、务实、前瞻的研究为您服务，
期待得到您的指导，
期待得到您的认可！

分析师承诺

周凤武、 安倩、 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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn