

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

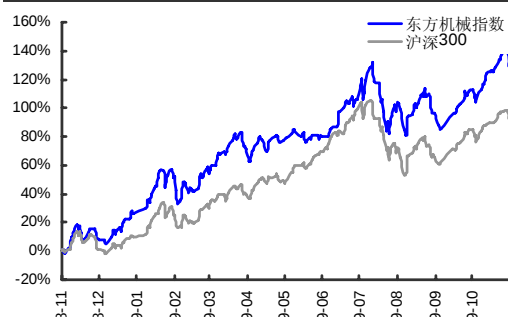
8621-63325888 × 6100

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。

目录:

前言	3
油价高企下铁路成本优势凸显	3
油价居高不下	3
铁路具有明显成本优势	4
铁路是最低碳环保的运输方式	5
铁路替代空间广阔	6
铁路替代效应初步显现	6
替代空间广阔	7
国际大力发展铁路运输	9
各国铁路修建计划	9
中国	9
美国	9
英国	10
印度	11
中国铁路技术国际市场拓展空间大	11
投资标的	11
中国南车	11
中国中铁、中国铁建	12

图表目录:

图 1: 北海布兰特原油期货价格走势	3
图 2: 世界石油探明储量	3
图 3: 世界前十大石油消费国	4
图 4: 各种运输方式二氧化碳排放比例	6
图 5: 四种交通方式客运占比	7
图 6: 四种方式货运量占比	8
图 7: 各种交通方式覆盖范围	8
图 8: 中长期铁路网规划图	9
图 9: 美国高速铁路修建计划图	10
图 10: 英国伯明翰-伦敦高速铁路修建计划	10
 表 1: 各种运输方式成本比较	 5
表 2: 三种运输方式 CO2 排放量及其变化	6
表 3: 铁路对公路、航空替代效应	7
表: 中国南车盈利预测	12

前言

巴菲特买铁路的逻辑：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。

油价高企下铁路成本优势凸显

油价居高不下

国际原油价格自 2002 年进入上升通道以来一路攀升，从年均 27 美元/桶上涨至 2007 年的 75 美元/桶，2008 年在原油需求稳定增长的背景下，更是攀升至最高的 140 美元/桶，涨幅达到 418%。虽然随后受经济危机影响油价出现大幅下降，至 2008 年 12 月降至 36.61 美元/桶，但进入 2009 年，随着各国经济的回暖，国际原油价格又重回上升轨道，目前已回升到 80 美元/桶。我们认为从长期趋势来看，原油的不可再生性、储量的有限性以及未来需求的增长将使得原油价格居高不下。

图 1：北海布伦特原油期货价格走势



资料来源：东方证券研究所

国际原油探明储量有限。2009 年 7 月 17 日英国石油公司 (BP 公司) 发布《BP 世界能源统计 2009》称，目前全球原油剩余探明储量为 1.258 万亿桶（不含加拿大油砂），按照 2008 年的年开采速度计算，这一储量只够开采 42 年。虽然随着勘探技术的进步，会不断有新的油田被发现，但世界原油储量有限的事实难以改变。

图 2：世界石油探明储量



资料来源：中国石油报

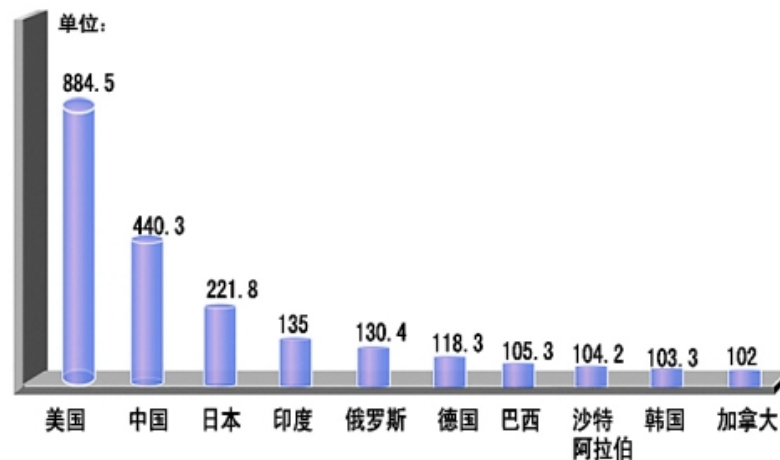
此外新油田的发现速度也在下降，上世纪 60 年代，每年新发现的石油储量达到 560 亿桶，而到了 90 年代已降至 130 亿桶。据统计，自 1980 年以来世界范围内的石油发现量就已经少于年产量了。此外，在新发现的油田中，小油田和离岸油田居多，且占比不断提高，10 年前，深水油田占新发现油田总数的 1/4，目前这一比例已上升至 1/2。由于小油田和离岸油田往往衰竭速度较快，因此新发现油田的产油贡献量有限。

大多数成熟的油田已过了产油高峰期，据统计在全球总计 7 万个油田中，20 个最大油田的产油量占到全球总产量的四分之一，其中多数油田已开采了数十年。目前处于开采期的各大油田均面临着产量下滑的困境，国际能源组织指出，全世界最大的 800 座油田年产量下滑达到了 5.1%。

新发现油田量的减少以及处于开采期油田产量的下降使得石油的供给能力不断下降，但另一方面石油需求却稳步上升。据石油输出国组织（欧佩克）预测，世界经济逐渐恢复增长将刺激原油需求较明显增长，估计 2010 年世界原油需求量将达到日均 8493 万桶，比 2009 年增长 0.83%，即每天增加 70 万桶。国际能源机构在 9 月份发表的一份报告中也将其对明年两年全球原油日需求量的预期分别上调近 50 万桶，达到 8440 万桶和 8570 万桶。

同时，中国、印度等新兴国家经济的快速增长带动了能源消费的激增。目前中国已经成为仅次于美国的全球第二大原油消费国，每年的石油消费量从 2004 年的约 644 万桶/天攀升至 2008 年的约 795 万桶/天。近年来，印度石油消费量也持续强劲增长，2007 年印度日均石油消费量约为 280 万桶，成为全球第五大石油消费国，到 2008 日均石油消费量已达到近 300 万桶。

图 3：世界前十大石油消费国



资料来源：中国石油报

过去 20 年，全球石油需求以每年 1.6% 的速度增长，预计未来 20 年石油需求将以 1% 的速度增长，到 2030 年全球石油日需求量达到 1.05 亿桶。即便算上电动汽车的发展每天可减少 450 万-500 万桶需求，到时全球石油需求每天还是达 1 亿桶。而目前石油的产能为每天 9000 万桶，按油田规模和类型划分的综合递减率计算，接下来每年的递减率为 5.8%。以此推算，2030 年原油产量只有 2000 万桶，缺口达 9000 万桶。随着新油田开采成本的上升以及新发现储量的下降，每年新增的石油产量也将逐渐减少，石油供需缺口将长期存在。

石油可开采量的下降、需求的不断增长使得石油价格长期来看处于上升通道。高企的油价使得以石油为原料的生产和生活方式成本不断攀升，采取更加节能的方式成为大势所趋。

铁路具有明显成本优势

交通运输是石油消耗的大户，在我国其消耗量占总量的 1/4。在铁路、航空、水运、公路等运输业中，公路和航空运输耗油量大，铁路是耗油最少的运输方式，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。2002 年，中国铁路机车消耗燃油 458.3 万吨，只有同期交通运输业消耗石油总量的 5%左右。此外据日本交通部统计资料显示，铁路以占各种运输方式总和 8% 的能耗承担相当于 30% 的运输量，能源利用率很高。随着电气化铁路占比的提高，铁路消耗的燃油量会进一步下降。

从运输成本上看，铁路客运和货运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。

表 1：各种运输方式成本比较

年份	铁路		公路		水运		航空		管道
	客运 (分/人公里)	货运 (分/吨公里)	客运 (分/人公里)	货运 (分/吨公里)	客运 (分/人公里)	货运 (分/吨公里)	客运 (分/人公里)	货运 (分/吨公里)	
1980	1.76	1.44	7.21	19.50	2.20	1.25	8.33	34.67	1.52
1985	1.88	1.82	7.43	19.60	2.80	1.40	9.06	38.41	1.90
1990	4.25	2.51	8.25	21.00	4.70	1.59	23.34	104.43	3.30
1995	5.55	5.73	9.34	25.00	9.50	3.72	37.85	163.56	5.10
2000	8.36	7.91	11.32	26.00	35.00	3.87	39.46	100.43	5.90
2004	10.81	8.15	17.19	55.00	70.00	5.53	60.60	171.00	8.43
2005	11.21	8.56	17.51	55.30	70.00	5.56	61.00	152.30	8.50
2006	11.65	9.02	18.50	56.20	70.00	5.78	64.50	155.20	9.02

资料来源：东方证券研究所

铁路还是节约土地资源的“模范”。国际权威机构对公路、铁路各自的占地面积，以及各自完成的客货周转量做过计算，具有相同运输能力的双线铁路和 16 车道的公路占地宽度分别为 15 米和 122 米，铁路占地面积仅为公路的 1/8。

在油价居高不下、以及能源紧张的背景下，高耗油的公路、航空运输方式将面临着成本不断攀升的挑战，铁路这种低能耗的运输方式有不断替代公路、航空的趋势。

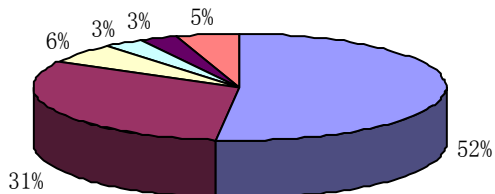
铁路是最低碳环保的运输方式

为了遏制全球气候变暖加剧，1997 年 12 月，149 个国家和地区代表在日本京都举行的《联合国气候变化框架公约》第 3 次缔约方大会上，通过了旨在限制发达国家温室气体排放量以抑制全球变暖的《京都议定书》，规定了所有工业国家在 2008 年—2012 年间(第一承诺期)的减排目标——温室气体排放量在 1990 年的水平上平均削减 5.2%。目前《京都议定书》的减排协议将于 2012 年届满，在今年年底举行的哥本哈根会议将进一步决定 2012-2017 年全球的减排协议。

为了不断减少温室气体的排放，在交通方式的选择上，各国也更加注重节能环保。在公路、航空、铁路三种运输方式中，铁路可以说是最环保的运输方式。据英国机构研究，铁路运输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。据日本对各种运输方式二氧化碳的排放比例调查显示，小轿车 52%；货运汽车 31%；航运 6%；铁路 3%；航空 3%，其他 5%。

图 4：各种运输方式二氧化碳排放比例

■ 小轿车 ■ 货运汽车 ■ 航运 ■ 铁路 ■ 航空 ■ 其他



资料来源：东方证券研究所

今天，各种运输方式都在降低二氧化碳排放量，其中铁路的下降最为明显，在过去的 15 年间，铁路的单位二氧化碳排放量下降了 23%，公路下降了 9%，短途航空则上升了 5%。我们认为在全球越来越强调环保的形势下，铁路的低碳优势将得到凸显，各国不断加大铁路建设，以铁路替代航空、公路等高二氧化碳排放方式将是大势所趋。

表 2：三种运输方式 CO2 排放量及其变化

	CO2 排放量	变化
铁路	61	-22%
汽车\出租车	106	-8%
航空	231	5%

资料来源：东方证券研究所

铁路替代空间广阔

铁路替代效应初步显现

铁路、公路、航空的竞争由来已久，三者在客运、货运上各自优势范围有所不同，

- 铁路与公路的竞争：在客运上主要集中在中短途旅客的竞争上，在长途客运上铁路占有较大优势；在货运上铁路在大宗运输上占有优势。
- 铁路与航空的竞争：客运主要集中在中长途旅客的竞争上；货运有所错位，航空的货运主要集中在高附加值的货物运输上。
- 铁路与水运的竞争：主要集中在沿江沿海的货运上；
- 铁路与管道运输的竞争：主要集中在石油和天然气的运输上。

随着我国大规模铁路的建设，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。以成渝线为例，自 2009 年 9 月 28 日成渝线动车组开通以来，已经飞了 19 年的重庆至成都的“黄金航线”16 日正视停航，而成渝大巴也将票价整体下调了 20%以争取乘客。

表 3：铁路对公路、航空替代效应

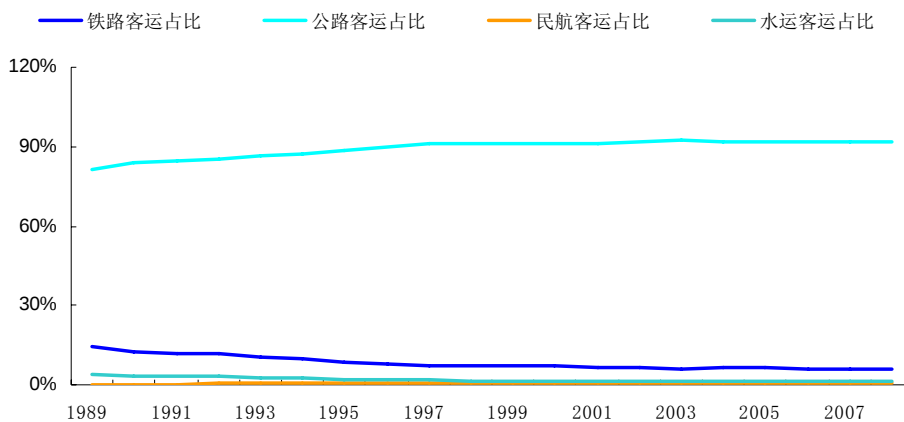
高铁线路	对公路运输的影响	对航空的影响
甬温福专线	温州到上海的长途汽车票价从 200 降至 80	温州到上海飞机票最低到 4 折
合武客运专线		上海到武汉航线的航班数已从最高的每天 25 班，缩减到平均每天 12 班上下。航班的上座率从平时的 7-8 成下降到了 4-5 成。
石太客运专线		北京到太原航线受到了严重冲击
青藏铁路	公路客运价格下降	航空价格下降
成渝线	成渝大巴票价整体下调 20% 左右, 最高幅度达 27%	2009 年 11 月 16 日停航
郑州-太原	太原至北京、石家庄、郑州方向的长途票价，在原价基础上打了 6-7 折; 太原汽车站全站 170 条线路中，下调线路有 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。到 2012 年, 以北京为例, 将会形成 1 小时、2 小时、3 小时、4 小时城市圈, 从北京到各地将更加便捷, 乘坐铁路的比例也会大幅上升。此外我国目前已在试验时速 500 公里的高速机车, 这一速度已和部分支线航班的班机速度接近, 未来高速铁路网的建成将使中国交通格局有一个根本性的改变。

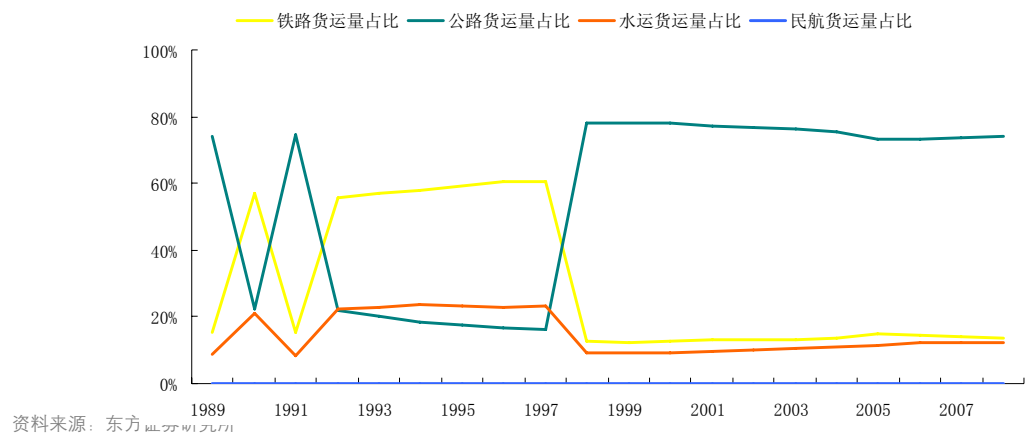
替代空间广阔

目前, 铁路的客运和货运占比尚小, 以 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, 我国目前的运输方式还是以公路运输为主, 随着我国大规模铁路建设的开展, 以及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。

图 5：四种交通方式客运占比


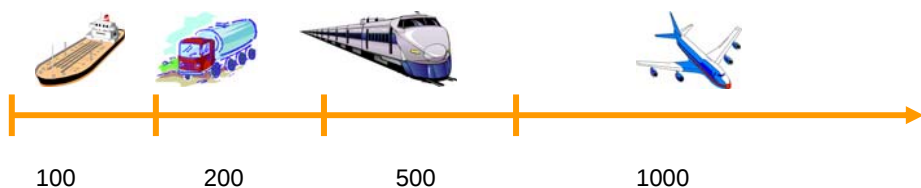
资料来源：东方证券研究所

图 6：四种方式货运量占比



根据科学推算，乘客在各种运输方式的选择上有一个定律：100 公里以内选择水运，200 公里以内选择公路，200 到 500 公里以内选择铁路，1000 公里以上选择航空。在欧洲等国家，800 公里以上的运输通常由飞机来承担，400 公里以内的则由公路来承担。而在我国，1000 公里左右的运输距离也有许多人选择铁路或者公路。

图 7：各种交通方式覆盖范围



民航客运最大的优势是快速、便捷，但随着高铁的修建，民航的这一优势受到高速列车的挑战。对于旅程在 800-1000 公里以内的短途运输而言，消费者首要考虑的因素是时间成本以及票价。目前，800 公里动车组的行驶时间为 4 个小时左右，飞机的飞行时间为 1 个小时，若加上机场到目的地的行驶时间，时间成本相当。在票价上，以上海到武汉为例（直线距离 880 公里），机票价格为 4 折 320 元左右，但同线路的动车组的硬座票价为 254 元，高铁占据一定的价格优势。

可以说 800 公里已成为民航与高铁竞争的一条界线。目前，800 公里以下和 800 公里以上客运量之比大约为 3：7，也就是说，有 30% 的航空客运量将被高速铁路所替代，随着高铁速度的提高，这一比例也将进一步提高。

公路客运和货运在短途运输中优势明显，从交通部的调查结果数据来看，全部公路客运量中有 1.6% 的出行旅客距离在 400 公里以上，即处于一般铁路的人均运输距离之内，如果按照一般铁路客运专线主要解决了 100-200 公里间的出行替代来计算，则总共有 9.8% 的公路出现旅客落在铁路客运专线的替代区间。

国际大力发展铁路运输

在世界范围内，20 世纪 40 年代以后，由于受到公路、航空等其他运输方式的挑战，铁路的市场份额逐年下降，以美国为代表的一些国家大规模拆除铁路，铁路一度沦为“夕阳产业”。这种被动局面迫使人们寻求铁路发展的新途径，1964 年，日本新干线开通运营，开启了世界铁路发展的新时代。1981 年，法国高速铁路后来居上，将高速铁路的发展推上一个新台阶，同时带动了欧洲高速铁路的发展，意大利、德国、西班牙等国先后投入建设高速铁路的行列。

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逐渐面临着更大的环境压力，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。

各国铁路修建计划

中国

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。

图 8：中长期铁路网规划图



资料来源：东方证券研究所

美国

2009 年 4 月 16 日美国总统奥巴马公布了在美国构建高速铁路网的计划，在加利福尼亚州、佛罗里达州、太平洋西北地区、美国南部，以及墨西哥湾等地区兴建 10 条总长 1000 公里的高速铁路。兴建的经费将来自于先前奥巴马推出的刺激经济计划。这项计划将耗资至少 130 亿美元。其中的

80 亿美元（约 120 亿新元）将出自 7870 亿美元（约 1 万 1782 亿新元）的经济振兴配套。另外，他也会在未来的五年，每年从联邦预算案中拨出 10 亿美元（约 15 亿新元）来投入该计划。

这 10 个可能获得联邦资金资助用于高速铁路线建设的地区：包括从湾区到圣迭戈的加州线，从俄勒冈州 Eugene 到英属哥伦比亚温哥华的太平洋西北线路；从休斯顿到亚特兰大的墨西哥海岸铁路线。其 他干线位于中南部、芝加哥地区，佛罗里达，东南部、宾夕法尼亚州，纽约和东北部的新英格兰地区。

图 9：美国高速铁路修建计划图



资料来源：东方证券研究所

英国

英国政府在 2009 年 8 月推出了拟用高速铁路替代短程航空运输的计划，旨在减少二氧化碳排放。预计 2009 年底将推出连接首都伦敦与第二大城市伯明翰的高速铁路工程计划，这一线路预计耗资 70 亿英镑，将采取政府和民间合资的形式。按照英国政府拟定的未来交通蓝图，新建高速铁路线路将贯通英国南北，延伸至苏格兰。同时，英国还计划对部分现有铁路系统进行改造，开通高速列车。

图 10：英国伯明翰-伦敦高速铁路修建计划



资料来源：东方证券研究所

印度

印度铁路目前有四条主要走廊，即普纳-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。印度计划沿这四条主要走廊修建高铁。孟买-普纳以及德里-阿姆利则线正在进行先期可能性研究。

中国铁路技术国际市场拓展空间大

中国铁路的发展一直深受苏联的影响，从 2003 年开始，中国铁路实现了发展的飞跃。在落后发达国家高速铁路发展 40 年的起点上，中国仅仅用了 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。

目前，我国已掌握了高速铁路线型精测精调、客站功能完善、路基沉降控制、长大梁制运架、大跨高桥长隧、无砟有砟轨道等设计与施工成套关键技术，以及动车组总成、车体、转向架、牵引电机、牵引变压器、牵引变流器、牵引控制、列车网络控制和制动系统九大关键技术和十项配套技术，高速铁路施工和动车组制造技术均处于世界前列。

我国国产“和谐号”CRH3 型动车组列车在京津城际铁路上创造了时速 394.3 公里的纪录。我国自主创新研制的国产 CRH2-300 型和 CRH3 型高速动车组 350 公里的时速比采用西门子和阿尔斯通公司技术的法德高速铁路整整快了 30 公里，创造了运营速度、运量、节能环保、舒适度四个世界第一。目前对我国高铁技术非常感兴趣的有美国、印度和巴西。

俄罗斯总理普京在访问中国期间，中俄两国签署了中国铁道部和俄罗斯运输部、铁路股份公司关于在俄罗斯境内组织和发展快速和高速铁路运输的谅解备忘录。2009 年 11 月 17 日，GE 公司和中国铁道部在北京签署备忘录，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。此外，在 2009 年 8 月 20 日英国运输大臣考察京津城际铁路后，明确表示希望中英两国签署合作备忘录，帮助英国完成高速铁路计划。

可以说，目前各国纷纷掀起了修建高速铁路的热潮，中国凭借成熟的高铁技术，世界市场向中国打开了大门。

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，中国南车作为我国最主要的铁路机车制造企业，其高增长将始于 2010 年。由于机车的配置是逐步到位的过程，中国南车受拉动持续时间更长，我们预计有望延续到 2015 年。

中国南车

- **动车组交付超预期，公司提前步入高增长期：**在 350 公里新型动车组第二批采购中，中国南车拿到了 724 亿元的订单，其中，四方机车的 450 亿元合同将从 2010 年上半年开始交付，2011 年底交付完毕，与之前市场预期的 2010 年底开始交付相比，交付进度大幅提前。受此拉动，动车组业务将提前进入高速增长期，带来 2010 年业绩的爆发性增长。此外南车在 200-250 公里方面具有技术优势，已成功交付长大编组和长大卧铺编组动车组，我们预计后续会有新的 200-250 公里动车组采购。
- **货车需求有望恢复：**受货运低迷影响，今年铁道部的货车采购量大幅减少，南车货车业务也同比下滑 20% 左右。进入下半年随着经济的回暖，铁路货运也逐步恢复，货运量和周转量同比

降幅在逐步缩窄，明年随着经济的持续回暖，铁路货运有望继续恢复，带来新的货车需求，此外，客货分离也将产生新的货运运力，需要配备货车。综合两方面我们认为明年货车采购将回升，中国南车此项业务有望恢复到 2 位数的增长。

- **大功率机车、城轨地铁车辆、其他技术延伸产品保持快速增长：**受益于机车更新换代以及客货分离，大功率电力机车 2009 年有望实现 80%左右的增速，2010 年后也有望保持年均 10%的增长。各城市城轨地铁的修建提速，对地铁车辆的需求持续增长，近几年我国城轨地铁车辆市场年均需求量达到 1200 辆。我们预计此项业务预计未来几年有望保持 50%以上的高增长。南车充分利用自己的技术优势发展轨道交通以外的市场，今年风电整机全年交付增长明显，我们预计未来整个业务板块有望保持 30%以上的增速，成为南车高增长的重要驱动因素。
- **出口市场拓展空间广阔：**除了国内基建拉动，公司将海外市场拓展作为未来发展的重点。凭借雄厚的技术实力，公司的客车、货车、地铁车辆等产品已出口到 30 多个地区。2009 年公司在 64 天内接到 4 项海外大单，金额高达数十亿元人民币，比去年同期增长 60%，未来，俄罗斯、美国等发达市场也有望成为中国机车的出口地，国际市场拓展潜力巨大。

表：中国南车盈利预测

财务分析

(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	35768.15	47074.70	62754.01	96416.55
税前利润	1930.53	2848.38	4560.95	7636.89
归属母公司净利润	1384.24	2164.77	3466.32	5804.04
EBITDA	2601.30	3837.20	5566.79	7269.80
每股收益(元)	0.12	0.18	0.29	0.49
净资产收益率	9.02%	12.28%	16.74%	22.52%
每股经营现金(元)	0.11	0.30	0.55	0.87
市盈率(X)	36.87	29.75	18.58	11.10
EV/EBITDA	16.83	14.56	9.20	5.72

资料来源：东方证券研究所

中国中铁、中国铁建

- **充分受益于此轮中国铁路建设热潮：**截至 2008 年年底我国铁路网规模达到了 8 万公里，根据《铁路中长期调整规划》，到 2010 年我国铁路网营业里程将达到 9 万公里以上，到 2012 年、2020 年分别达到 11 万公里，12 万公里以上。从整个铁路的建设步伐上可以看出，2008—2010 年年均铁路网营业里程增加 5000 公里，2010—2012 年铁路网营业里程年均增加 1 万公里，2012—2020 年间年均增加 1250 公里，可见 2012 年前我国铁路将迎来建设的高峰期，2012 年后将进入平稳推进阶段。作为我国铁路基建的两大巨头，中国中铁、中国铁建分别占有 40%以上的市场份额，将充分受益于此轮铁路建设热潮。
- **高增长始于 2009 年：**由于铁路基建类上市公司按照施工进度进行收入确认，因此基建施工类企业是最先受益的板块，2009 年铁道部计划基建投资额为 6000 亿元，2010-2012 年年均投资额不少于 6000 亿，我们认为基建板块将在 2009 年步入高增长，在 2010 年和 2011 年达到增速高峰。中国中铁、中国铁建目前在手订单饱满，为业绩高速增长提供保障。

表：中国中铁盈利预测
财务分析

(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	234619.28	360868.79	502467.42	548584.47
税前利润	1933.20	11314.41	16881.19	20092.63
净利润	1434.20	8938.38	12998.52	15069.47
EBITDA	10295.80	17307.13	22801.90	25727.67
每股收益(元)	0.05	0.37	0.54	0.62
净资产收益率	2.35%	12.77%	15.96%	16.09%
每股经营现金(元)	0.04	0.89	0.27	0.49
市盈率(X)	103.52	16.94	11.69	10.12
EV/EBITDA	11.65	6.66	4.99	4.20

资料来源：东方证券研究所

表：中国铁建盈利预测
财务分析

(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	226140.71	345456.45	455853.01	471557.98
税前利润	4568.84	8158.62	12480.60	14200.97
归属母公司净利润	3643.84	6241.35	9547.66	10863.74
EBITDA	10420.06	14042.71	17865.79	19277.83
每股收益(元)	0.30	0.51	0.77	0.88
净资产收益率	7.67%	11.91%	15.73%	15.70%
每股经营现金(元)	0.59	1.46	1.41	0.36
市盈率(X)	33.99	18.19	11.89	10.45
EV/EBITDA	8.44	4.52	2.75	2.53

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

周凤武：机械行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

安倩：机械行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

张帆：机械行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn