

行业需求稳定恢复，零部件自主配套率提升

- **2013年车辆购置投资增长18.9%，大功率机车及动车组采购量大幅增长。**2013年铁道部规划车辆购置投资约1,070亿元，同比增长18.9%。预计采购大功率机车1,000多台，货车4万多辆，客车2,270辆，动车290自然列。我们预计铁路规划投资或有进一步上调预期。国内铁路建设进度明显加快，对轨道交通设备行业形成支撑
- **高铁新线投产增加，动车组订单增长明确。**2012年高铁新线投产预计不足3,000公里，动车组交付240-250标准列；2013年高铁新线投产预计约3,500公里，动车组采购290自然列约350-400标准列，随着路网效应及现有线路密度加大，2013年公司动车组业务预计增长30%左右。
- **铁路电气化改造及货运重载化驱动机车业务恢复性增长。**2012年全国机车招标约596台，其中北车中标315台。随着经济复苏，机车行业将逐步恢复性增长，我们预计2013年机车招标有望超过1,000台以上，同比增长幅度达到68%，预计公司13年机车业务有望增长10%左右。
- **城市轨道交通迎来大发展，城轨车辆需求前景看好。**已批准项目在2013年将进入规模建设阶段，城轨投资规模有望达2,800~2,900亿元。据统计，2015年全国城市规划交通总投入1.2万亿元，将建成地铁93条，总里程达2700公里。按照建设进度，城轨车辆国内需求预计2014年之后将迎来快速增长，我们预计2013年公司城轨业务增长约20%左右。
- **核心零部件自制率提升，公司盈利能力增强。**往年，北车的牵引、控制、制动系统基本外购，最近公司新建牵引控制系统，并逐渐在城轨车辆和部分机车上装车试验，动车组控制系统也在研发中，将来逐步实现国产化。未来随着核心零部件自主配套率的不断提升，零部件国产化率由现在的50%升至80%，公司综合毛利率水平将趋势性呈现逐步上升态势。
- **上调评级至“买入-A”，维持6个月目标价6.15元。**我们预计公司2012~2014年营业收入分别增长1.7%、17.0%、17.5%，实现归属母公司净利润增长12.3%、27.4%、19.4%，对应EPS分别为0.32元、0.41元、0.49元，较此前预测，上调2013、2014年业绩幅度达5.2%、12.4%，与南车相比估值优势明显，我们上调公司评级至“买入-A”，6个月目标价6.15元，对应2013年15倍的动态PE。
- **风险提示。**1.铁路固定资产投资增速或低于预期，高铁设备采购进度；2.动车组招标时间滞后于预期，影响下半年公司动车组业务订单交付。

摘要(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	62,184.3	89,353.2	90,866.5	106,303.2	124,853.9
净利润	1,909.1	2,985.2	3,353.6	4,272.0	5,101.7
每股收益(元)	0.18	0.29	0.32	0.41	0.49
每股净资产(元)	2.22	2.42	3.27	3.60	4.01

盈利和估值	2010	2011	2012E	2013E	2014E
市盈率(倍)	25.0	16.0	14.2	11.2	9.3
市净率(倍)	2.1	1.9	1.4	1.3	1.2
净利润率	3.1%	3.3%	3.7%	4.0%	4.1%
净资产收益率	8.4%	11.8%	9.9%	11.4%	12.3%
股息收益率	0.9%	1.1%	1.2%	1.7%	1.9%
ROIC	14.4%	20.6%	15.2%	13.6%	15.1%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**
调高评级

6个月目标价 **6.15元**
股价(2013-01-28) **4.62元**

交易数据

总市值(百万元)	47,678.66
流通市值(百万元)	47,678.66
总股本(百万股)	10,320.06
流通股本(百万股)	10,320.06
12个月价格区间	3.38/4.79元
十大股东(%)	66.72%

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-4.26	6.22	-3.23
绝对收益	2.67	24.19	2.67

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511090004
wangsw@essence.com.cn
021-68763578

张仲杰

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020002
zhangzj@essence.com.cn
021-68767839

相关报告

- 中国北车: 订单预期向好, 2012-12-09
上调目标价
- 中国北车: 业绩表现平稳, 2012-10-29
前景依然光明: 中国北车
2012年三季度点评
- 中国北车: 上半年小幅增长, 2012-08-28
下半年有望加速: 中国北车2012年半年报点评

正文目录

1. 公司是我国轨道交通装备领域龙头企业之一	4
2. 高速铁路大发展，动车组需求持续旺盛	5
2.1. 高铁运营里程居世界第一，未来三年新线投产 9,500 公里	5
2.2. 2013 年规划车辆购置投资增长 18.9%，尚存再次上调预期	6
2.3. 动车组需求强劲，公司动车组业务快速增长	6
3. 铁路电气化率提升及货运重载化驱动大功率机车快速增长	8
3.1. 十二五末，我国铁路电气化率提升至 60%	8
3.2. 公司机车业务优势明显，未来保持快速发展	8
4. 新型城镇化进程驱动城轨交通呈现跨越式发展	9
4.1. 已批准城轨地铁项目 2013 年将进入规模建设期	9
4.2. 公司在手订单充足，保障 2013 年业务较快增长	11
5. 重载化技术升级拉动大轴重、快速货车需求持续旺盛	11
5.1. 铁路货车重载、快速运输是未来发展的趋势	11
5.2. 公司铁路货车业务 2013 年有望增长 15%	12
6. 核心零部件自制率提升，公司盈利能力增强	12
7. 合理股价 5.77 - 6.15 元，上调投资评级至“买入-A”	13
7.1. 盈利预测假设	13
7.2. 绝对估值法：合理股价为 5.77 元	14
7.3. 相对估值法：合理股价为 6.15 元	15
8. 风险提示	15

图表目录

图 1: 2012 年三季度营业收入同比仅增长 0.2%	4
图 2: 2012 年三季度归属母公司净利润同比增长 7.1%	4
图 3: 近三年公司各项业务收入构成比例	5
图 4: 2013 年我国铁路规划固定资产投资增长 3.01%	6
图 5: 2013 年车辆购置投资同比增长 18.9%	6
图 6: 2013 年我国高速铁路新增里程约 3500 公里	7
图 7: 2015 年投入运营的动车组将达到 1,500 列	7
图 8: 近年来公司动车组业务保持快速增长	7
图 9: 2015 年我国铁路电气化率上升至 60%	8
图 10: 2012 年我国电力机车拥有量超过万台	8
图 11: 2012 年 11 月我国机车产量同比下降 54%	9
图 12: 近年来公司机车业务收入增长情况	9
图 13: 2013 年后新建地铁项目逐步进入交付期	9
图 14: 预计到 2015 年地铁车辆将达到 2.2 万台	9
图 15: 沈阳有轨电车项目规划图	10
图 16: 截至 2012 年底我国有轨电车里程仅 40.5 公里	10
图 17: 公司城轨车辆相对市场占有率为 42%	11
图 18: 2012 年公司城规车辆业务收入同比增长 54%	11
图 19: 铁路货物周转量与货车产销量呈正相关性	11
图 20: 2011 年我国货车拥有量达到 65 万辆	11
图 21: 近年来公司货车相对市场占有率 54% 以上	12

图 22: 2012 年上半年公司货车业务增长 30.9%..... 12
图 23: 中国北车毛利率水平明显低于南车 13
图 24: 近年来南北车销售净利率水平 13

表格目录

表 1: 公司主要业务生产基地分布 5
表 2: 铁路“十二五”发展规划..... 6
表 3: 2012 年以来发改委审批通过多个城市轨道交通建设项目 10
表 4: 分业务预测假设 14
表 5: 权益 FCFE 估值法 15
表 6: 可比上市公司估值水平对比 15

1. 公司是我国轨道交通装备领域龙头企业之一

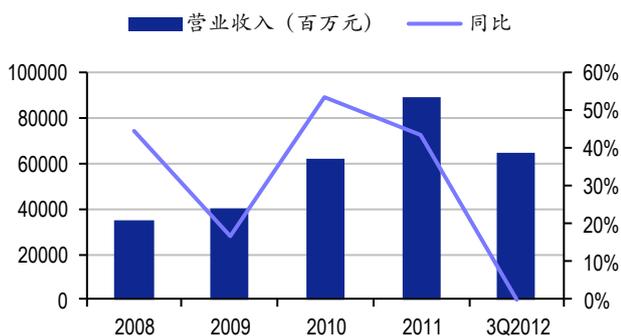
中国北车主要从事铁路机车车辆（含动车组）、城市轨道车辆、工程机械、机电设备、环保设备及相关部件的开发设计、制造、修理及技术服务、设备租赁等业务。主要产品涉及铁路机车、普通客车、高铁动车组、货车、城轨地铁车辆、工程机械和机电产品等。

公司是我国轨道交通装备制造业领军企业，也是全球规模最大的轨道交通装备制造商之一，在主要业务领域均具有明显的优势。截至 2011 年 6 月底：

- 公司引进先进技术联合设计生产的大功率机车累计签单量占中国铁路市场采购总量的 57.5%；
- 新造客车量占中国铁路客车保有量的 58.4%；
- 新造动车组累计签单量的市场占有率达到 41.9%；
- 制造的城轨地铁车辆占国内在用城轨地铁车辆总数的 50% 以上；
- 公司拥有以 C70 为代表的敞车、棚车、罐车和漏斗车等系列货车和以 C80 为代表的铝合金、不锈钢运煤敞车等系列货车，近三年新造铁路货车相对市场占有率持续超过 50%；
- 公司制造的工矿机车系列产品和铁路起重机系列产品 2010 年国内市场占有率分别为 50.4% 和 85.0%；
- 公司风力发电电机的市场占有率国内领先，2010 年销售的风力发电电机占当年国内销售风力发电电机装机总容量的 29%。

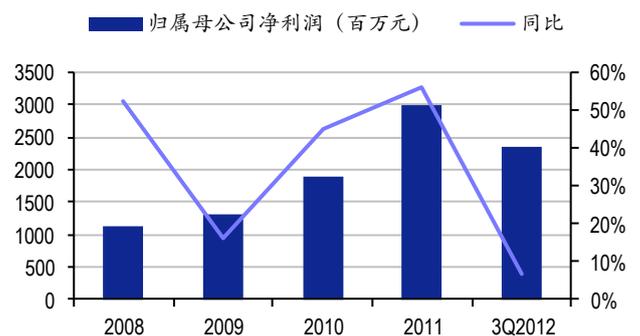
近几年，国家不断增加轨道交通运输基础设施建设投资，特别是高速铁路网的建设速度加快，公司迎来了快速发展的机遇期。2008 年~2011 年公司营业收入复合增长率达到 37.05%，归属母公司净利润年均复合增速也达到 38.2%。但 2012 年以来，由于铁路项目资金紧张，铁路建设投资同比大幅度下降，前三季度公司营业收入增速呈现阶梯式放缓，同比仅增长 0.19%，归属母公司净利润同比增速下降至 7.1% 的较低水平。

图 1：2012 年三季度营业收入同比仅增长 0.2%



数据来源：公司公告，Wind，安信证券研究中心

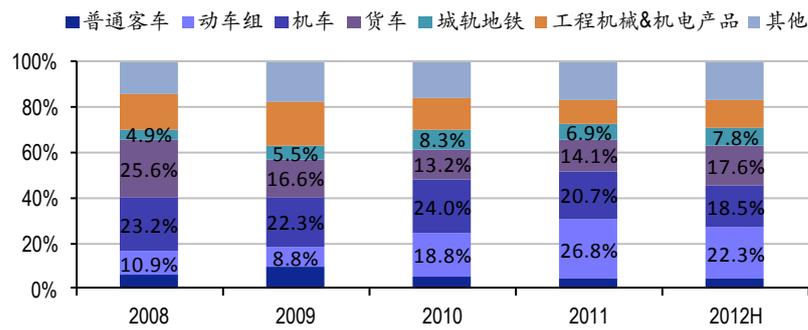
图 2：2012 年三季度归属母公司净利润同比增长 7.1%



数据来源：公司公告，Wind，安信证券研究中心

公司营业收入主要来源于轨道交通装备制造业务，包括普通客车、动车组、机车、货车、城轨地铁在内的轨交装备制造业在营业收入中占比维持在 70% 左右。其中，动车组业务占比明显上升，从 2009 年的 8.8% 上升至 2011 年的 26.8%；2012 年上半年由于公司货车订单交付量增加，动车组业务收入占比降至 22.3%，但仍维持在 20% 以上的水平，动车组业务是公司保持强劲增长的主要驱动因素之一。

图 3：近三年公司各项业务收入构成比例



数据来源：公司公告，Wind，安信证券研究中心

公司现有下属企业 26 家，其中全资子公司 20 家，控股公司 5 家，分公司 1 家。公司铁路机车、客车、动车组、货车、城轨地铁车辆的主要新造和修理以及各类工程机械装备、机电产品等业务生产制造基地分布在下属共 19 家生产性子公司中。

表 1：公司主要业务生产基地分布

厂名	机车		客车		货车		动车组	城轨地铁 车辆	工程机械 装备	机电产品
	新造	修理	新造	修理	新造	修理				
齐齐哈尔装备公司					☆	☆			☆	
哈尔滨装备公司					☆	☆				
长客股份公司			☆				☆	☆		
长客装备公司				☆				☆		☆
大连车辆公司	☆	☆						☆		
唐山客车公司			☆				☆	☆		
天津装备公司										☆
二七装备公司	☆	☆							☆	
南口机械公司										☆
同车公司	☆	☆								
太原装备公司		☆			☆	☆			☆	
永济电机公司									☆	☆
济南装备公司					☆					
西安装备公司				☆	☆	☆				
兰州机车公司		☆							☆	
大连所公司										☆
四方所公司										☆
上海轨发公司								☆		
沈车公司					☆	☆				
合计(家)	3	5	2	2	6	5	2	5	5	6

数据来源：公司公告，Wind，安信证券研究中心

2. 高速铁路大发展，动车组需求持续旺盛

2.1. 高铁运营里程居世界第一，未来三年新线投产 9,500 公里

“十二五”时期，我国铁路建设快速发展的重要时期，根据铁路“十二五”发展规划的远景目标，到 2015 年，全国铁路营业里程达 12 万公里左右，其中西部地区铁路 5 万公里左右，复线率和电化率分别达到 50% 和 60% 以上；建成快速铁路网营业里程达 4 万公里以上。而截至到 2012 年底，全国铁路营业里程仅为 9.8 万公里，2013 年计划新线投产 5,200 公里，因此意味着 2014 年~2015 年年均投产新线里程为 8,400 公里左右。2012 年底，我国高铁运营里程达到 9,356 公里，全国铁路营业里程居世界第二位，高铁运营里程居世界第一位。规划到 2015 年底我国高铁里程达 1.8 万公里。未来三年年均高铁新线投产 2,881 公里。

表 2: 铁路“十二五”发展规划

		单位	“九五”计划	“十五”计划	“十一五”规划	“十二五”规划
全国铁路营业里程	期末总计	公里	68,650	75,000	90,000	120,000
	年均增加	公里	1,252	1,400	3,000	6,000
复线	期末总计	公里	21,408	25,000	40,500	60,000
	年均增加	公里	900	1,000	3,100	3,900
电气化	期末总计	公里	14,900	20,000	40,500	72,000
	年均增加	公里	1,032	1,020	4,100	63,000
国家铁路机车车辆 购置规模	期末总计	亿元	600	950	2500	
	年均采购额	亿元	120	190	500	

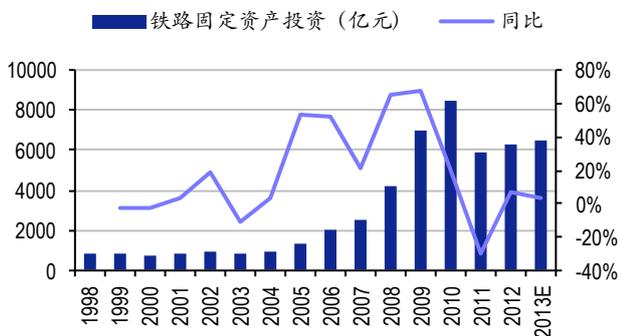
数据来源:《铁路“十二五”发展规划》, 安信证券研究中心

2.2. 2013 年规划车辆购置投资增长 18.9%，尚存再次上调预期

2012 年铁路固定资产投资完成 6309.8 亿元，同比增长 7%。其中基本建设投资完成 5185.1 亿元，同比增长 12.7%。

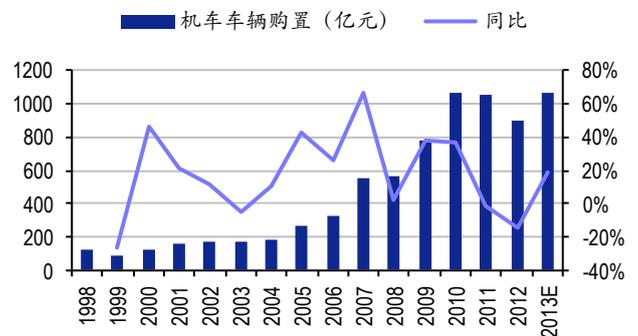
2013 年全国铁路工作会议指出，2013 年铁道部规划铁路固定资产投资 6,500 亿元，同比 2012 年增长 3.01%，其中基建投资 5,200 亿元，同比增长 0.38%，车辆购置及更新改造投资 1,300 亿元，我们测算车辆购置资本支出约 1,070 亿元，较 2012 年的约 900 亿元同比增长 18.9%。考虑到铁道部年初制定的计划一般都偏向保守，按此规划测算，若完成十二五规划的目标，2014、2015 年的建设任务将非常大，因此我们预计铁路规划投资有进一步上调的可能性。

图 4: 2013 年我国铁路规划固定资产投资增长 3.01%



数据来源: 铁道部, 安信证券研究中心

图 5: 2013 年车辆购置投资同比增长 18.9%



数据来源: 铁道部, 安信证券研究中心

2.3. 动车组需求强劲，公司动车组业务快速增长

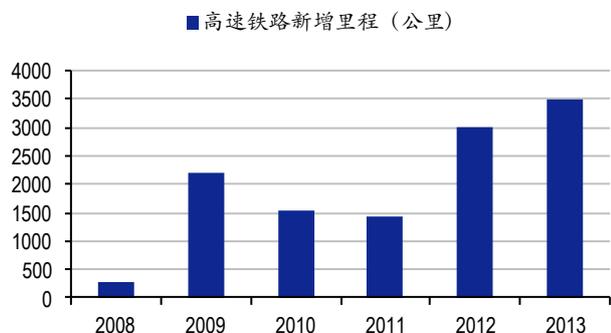
我们认为，高铁建设对动车组的需求主要来自于两个方面：一是新线投入运营需配置合理数量的动车组带来的需求；二是既有线路客流量的增加需要提升动车组发车密度。

京广高铁北京至郑州段于 12 月 26 日正式开通运营，与此前已经开通运营的郑州至武汉段、武汉至广州段连接，全长 2,298 公里，全线设计速度 350 公里/小时，初期运营速度 300 公里/小时。京广高铁全线贯通后，将安排开行动车组列车 155 对，其中本线列车 97 对、跨线列车 58 对。同步调整了石太、郑西高铁运行图，石太高铁动车组列车由 11 对调整为 18 对，郑西高铁动车组列车由 18 对调整为 28 对。北京铁路局安排开行动车组列车 69 对，其中本线列车 41 对、跨线列车 28 对。

2013 年，京广高铁、哈大高铁线路通车，未来随着高铁建设项目陆续投产，路网建设日

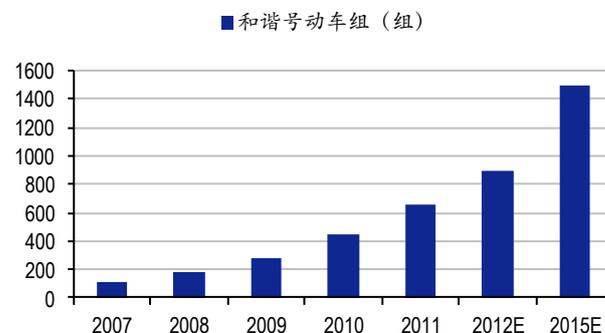
趋完善带来动车组客流量的快速上升，动车组的需求仍将保持强劲增长。我们预计 2013 年高铁线路新线投产将达到 3,500 公里左右，按照正常的线路配车密度，动车组购置总量达 290 自然列，约 350-400 标准列左右，2012 年实际完成交付 240-250 标准列，因此 2013 年约 40% 以上的增速。

图 6：2013 年我国高速铁路新增里程约 3500 公里



数据来源：铁道部，安信证券研究中心

图 7：2015 年投入运营的动车组将达到 1,500 列



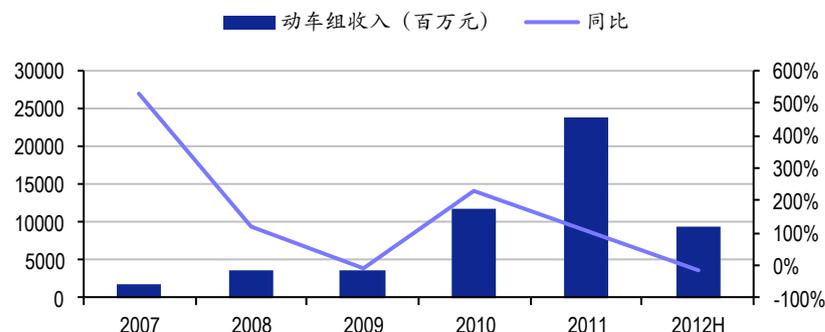
数据来源：铁道部，安信证券研究中心

从中长期发展来看，根据铁路“十二五”规划的最新展望，到 2015 年，我国快速铁路网将达到 4.5 万公里左右，全路投入运营的动车组将达到 1,500 列以上而截至 2011 年，“和谐号”动车组累计投用 652 列、6,792 辆，比 2010 年增加 205 列、2,384 辆，2012 年累计投用预计达到 892 列。由此可见未来我国的动车组需求仍将保持高速增长。

公司动车组业务领域国内市场占有率约 50% 左右，近年来，公司动车组始终保持了非常高的增长，2010、2011 年动车组业务收入同比分别增长了 228.6%、105.1%。由于京沪高铁配置车辆集中在 2011 年上半年交付完成，2012 年上半年公司动车组订单交付延缓，动车组业务销售收入 95.37 亿元，同比下降 16.1%，下半年预计订单交付将逐步回升，我们预计公司 2012 年动车组业务收入同比下降 14.2%。

目前公司动车组在手订单约 200 亿元，动车组订单中 CRH380BL、CRH380CL 型号的车型有 41 大列，折合 82 列标准组，交付周期需要半年时间。预计 2013 年 3 月底或 4 月初动车组招标启动的可能性较大，公司也已开始储备部分核心配件。动车组招标重启能够确保 2013 年生产交付任务，我们预计 2013 年公司动车组收入有望实现增长 30.4%。

图 8：近年来公司动车组业务保持快速增长



数据来源：公司公告，Wind，安信证券研究中心

3. 铁路电气化率提升及货运重载化驱动大功率机车快速增长

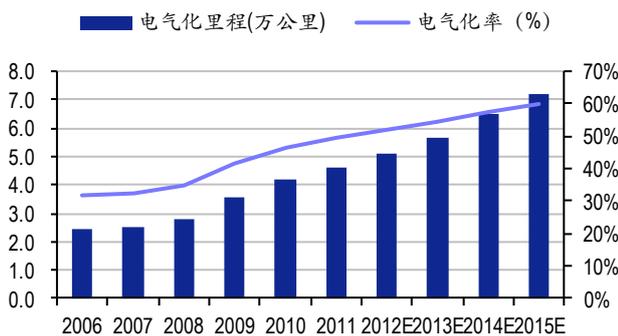
3.1. 十二五末，我国铁路电气化率提升至 60%

根据铁路“十二五”发展规划的远景目标，到 2015 年，全国铁路营业里程达 12 万公里左右，复线率和电化率分别达到 50%和 60%以上。截至 2011 年，全国铁路营业里程达到 9.3 万公里，同比增长 2.3%，电气化里程 4.6 万公里，电化率 49.4%，若完成十二五的规划目标，意味着未来三年电气化里程将达到 2.7 万公里，占 2011 年电气化里程存量的 58.7%。

2011 年我国铁路机车拥有量达到 1.96 万台，比上年增加 1,241 台，其中和谐型大功率机车 5,052 台，比上年增加 1,680 台。内燃机车占 53.6%，电力机车占 46.4%。到 2015 年，大功率机车成为主要干线的主力机型，全路投入运营的大功率机车将达到 1.3 万台以上，占机车保有量的 60%。

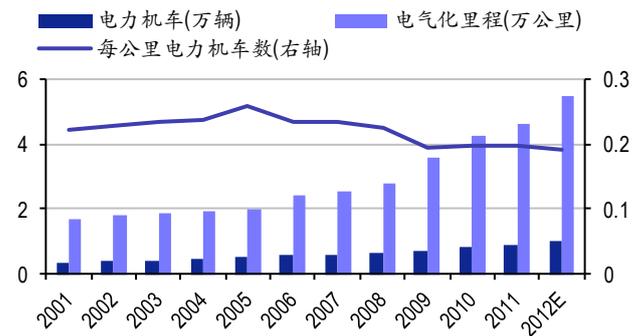
随着铁路运输市场需求大幅上升，对运输能力和运输质量提出了更高的要求，铁路货运重载化将成为未来发展的趋势；快速铁路网络的建设势必将拉动普通客车大提速，因此，电力机车将成为未来铁路运输的主要牵引动力，其承担的运输工作量比重将达到 80%以上。内燃机车在向大功率、低排放、交流传动的方向发展，对环保高效的大功率交流传动内燃机车需求也将有所增加。

图 9：2015 年我国铁路电气化率上升至 60%



数据来源：铁道部，安信证券研究中心

图 10：2012 年我国电力机车拥有量超过万台



数据来源：铁道部，安信证券研究中心

3.2. 公司机车业务优势明显，未来保持快速发展

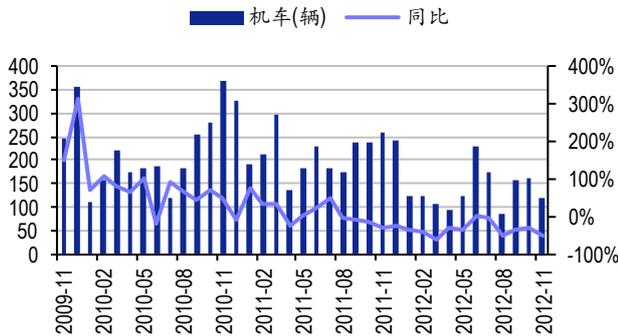
公司机车业务优势明显，公司生产的大功率机车累计签单量占中国铁路市场采购总量的 57.5%，HXD3 型六轴 7,200kW 大功率交流传动电力机车已成为京广、京沪两大干线货运牵引的主力机型。公司消化吸收国外技术的基础上，通过再创新自主设计制造出技术最先进的 HXD3B、HXD2B 型六轴 9,600kW 大功率交流传动电力机车，单机牵引功率世界最大，成为中国最新的品牌机车，是未来中国铁路干线货运牵引动力的主型产品，代表着电力机车技术的最高水平和发展方向。公司针对铁路重载运输而自主研发的新型大功率电力机车 HXD2C 型电力机车技术指标达到世界一流；HXD3C 型大功率交流传动电力机车在运行中担当货运牵引和旅客列车牵引的功能，填补国内交流传动客运电力机车的空白。

2012 年 1-11 月，我国机车总产量为 1,048 台，同比下降的幅度达到 55%，2012 年全国机车招标为 596 台，其中北车中标 315 台。随着经济复苏，机车行业将逐步恢复性增长，我们预计 2013 年机车招标有望超过 1,000 台以上，同比增长幅度达到 68%。

2012 年上半年，由于大功率机车交付率下降，公司机车业务销售收入 79.07 亿元，同比

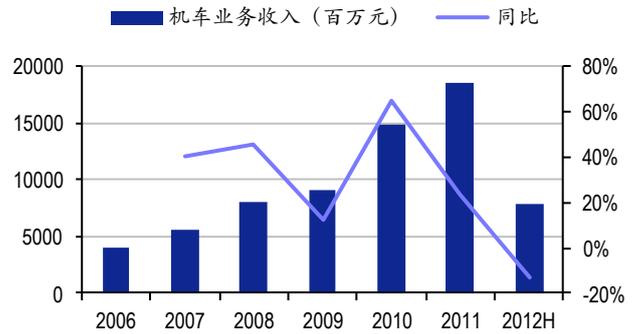
下降 13%。2013 年，随着我国自主研发新 8 轴 9,600 瓦大功率机车完成定型并实现招标，我们预计公司机车业务将保持 10.6% 的增长水平。

图 11: 2012 年 11 月我国机车产量同比下降 54%



数据来源：安信证券研究中心

图 12: 近年来公司机车业务收入增长情况



数据来源：安信证券研究中心

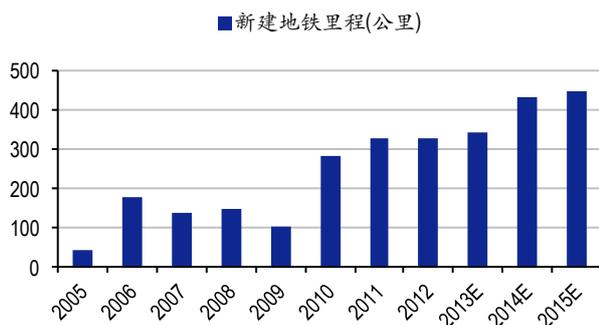
4. 新型城镇化进程驱动城轨交通呈现跨越式发展

4.1. 已批准城轨地铁项目 2013 年将进入规模建设期

根据国家发改委制定的《2012~2013 年中国城市轨道交通发展报告》统计，2012 年度，全国有 35 个城市在建设轨道交通线路，估算完成总投资约 2,600 亿元。已批准的项目 2013 年将进入规模建设阶段，城轨投资规模有望达到 2,800 亿元~2,900 亿元。

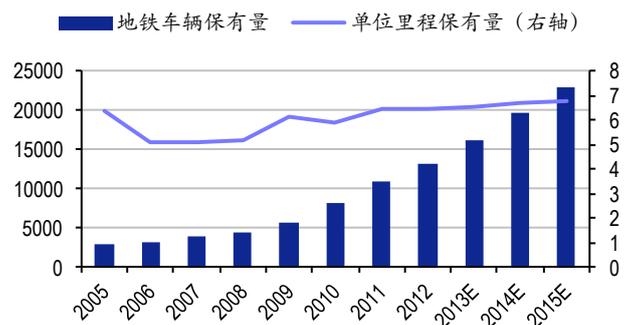
截至 2012 年底，全国轨道交通运营线路总计达到 67 条，比上年的 55 条增加 12 条；运营长度总里程达到 2,042 公里，比上年 1,677 公里增长 21.76%。按照各城市轨道交通建设规划的进展，预计 2013 年将有 12 个城市开通运营轨道交通线路。据统计，到 2015 年，全国城市规划交通总投入将达 1.2 万亿元，将建成地铁 93 条，总里程达 2700 公里。

图 13: 2013 年后新建地铁项目逐步进入交付期



数据来源：中国城市轨道交通协会，安信证券研究中心

图 14: 预计到 2015 年地铁车辆将达到 2.2 万台



数据来源：中国城市轨道交通协会，安信证券研究中心

大力发展包括城市轨道交通在内的公共交通渐成一种共识，2012 年 10 月 10 日国务院常务会议专门研究部署在城市优先发展公共交通，强调加快构建以公共交通为主，由轨道交通网络、公共汽车、有轨电车等组成的城市机动化出行系统。轨道交通网络已成为公共交通网络当中最重要的组成部分。

我国目前在建的城市轨道交通里程达到 2,000 多公里，已有 34 个城市规划 4,300 多公里的线路，涉及总投资达 2 万亿元。2012 年以来，国家发改委密集批复 25 个轨道交通建设规划，涉及 18 个城市，总投资规模逾 8,227 亿元，我国城市轨道交通迎来黄金发展期。

表 3: 2012 年以来发改委审批通过多个城市轨道交通建设项目

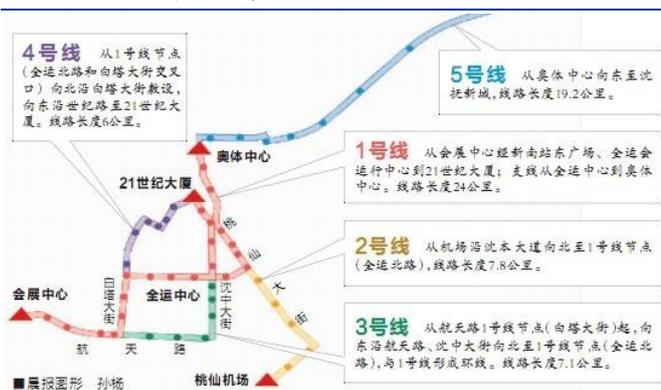
类型	批复时间	项目介绍	投资额 (亿元)	工期	建设里程 (公里)	建设投资 (亿元/km)
可行性研究报告	2012 年 11 月	福州市轨道交通 2 号线	182.27	4.00	26.3	6.93
近期建设规划	2012 年 11 月	乌鲁木齐至 2019 年, 建成 1 号线和 2 号线一期	312.4	5.00	47.9	6.52
可行性研究报告	2012 年 11 月	南昌市轨道交通 2 号线一期工程	145.23	4.83	23.3	6.23
近期建设规划调整	2012 年 11 月	北京市城市轨道交通近期建设规划调整	707	5.00	89	7.94
可行性研究报告	2012 年 8 月	苏州市轨道交通 4 号线及支线工程	357.49	4.50	53.1	6.73
可行性研究报告	2012 年 8 月	成都市 1 号线南延线工程及海洋公园站	40.07	3.00	5.42	7.39
可行性研究报告	2012 年 8 月	青岛市地铁 2 号线一期工程	175.52	4.50	29.7	5.91
可行性研究报告	2012 年 8 月	深圳市轨道交通 7 号线	254.92	5.00	30.256	8.43
可行性研究报告	2012 年 8 月	深圳市轨道交通 11 号线	333.22	4.50	51.7	6.45
可行性研究报告	2012 年 8 月	苏州市轨道交通 2 号线延伸线工程	99.05	4.00	15.6	6.35
可行性研究报告	2012 年 7 月	广州市轨道交通 7 号线一期	94.67	4.00	18.6	5.09
可行性研究报告	2012 年 7 月	宁波市轨道交通 1 号线二期工程	70.22	4.00	23.45	2.99
可行性研究报告	2012 年 6 月	天津市地铁 5、6 号线调整及 6 号线延伸线工程	656.37	4.00	89.7	7.32
可行性研究报告	2012 年 5 月	西安市地铁 3 号线一期工程	180.3	5.00	38.4	4.70
可行性研究报告	2012 年 4 月	长春市地铁 2 号线一期工程	128.3	5.00	20.5	6.26
可行性研究报告	2012 年 4 月	成都市地铁 3 号线一期	114.83	5.00	19.96	5.75
近期建设规划	2012 年 7 月	石家庄市城市轨道交通近期建设规划	421.94	5.00	59.6	7.08
近期建设规划	2012 年 6 月	太原市城市轨道交通近期建设规划	302.29	5.00	49.2	6.14
近期建设规划	2012 年 6 月	兰州市城市轨道交通近期建设规划	229.22	6.00	36	6.37
近期建设规划调整	2012 年 6 月	上海市城市轨道交通近期建设规划调整方案	167.91	4.00	30.35	5.53
近期建设规划	2012 年 7 月	广州市城市轨道交通近期建设规划	1241	5.00	228.9	5.42
近期建设规划调整	2012 年 6 月	哈尔滨市城市轨道交通近期建设规划调整方案	562.2	5.00	89.58	6.28
近期建设规划	2012 年 6 月	沈阳市城市轨道交通近期建设规划	610.38	6.00	98	6.23
近期建设规划	2012 年 5 月	厦门市城市轨道交通近期建设规划	503.7	6.00	75.3	6.69
近期建设规划	2012 年 5 月	常州市城市轨道交通近期建设规划	336.5	6.00	53.88	6.25
合计			8,227		1,303.7	

数据来源: 发改委网站, 安信证券研究中心

现代有轨电车是一种介于地铁和公交之间的运行方式, 设计时速 80 公里, 正式行车时速为三四十公里。有轨电车项目总体造价为地铁的三分之一, 但运量为地铁的一半, 因此具有相对经济性。公司看好国内有轨电车在各大城市城郊及中型城市的发展前景。2011 年底, 公司分别在沈阳、珠海实施两个有轨电车 BT 项目, 沈阳规划 150 公里, 一期项目 65 公里, 配置 30 列车辆, 一列 5 辆。该项目已在 2012 年底建设完成, 2013 年 4、5 月份开始调试。2011 年 7 月, 珠海与公司签署战略合作协议, 将在珠海有轨电车系统中使用公司“100%低地板电动车”, 根据规划方案, 全市有轨电车路线共 5 条, 为 3 纵 2 横。截至 2012 年底, 国内上海、天津、大连三个城市运营有轨电车里程仅 40.5 公里, 未来锦州、大连、六盘水、佛山、宁波、三亚、珠海、沈阳等 16 城市计划实施。

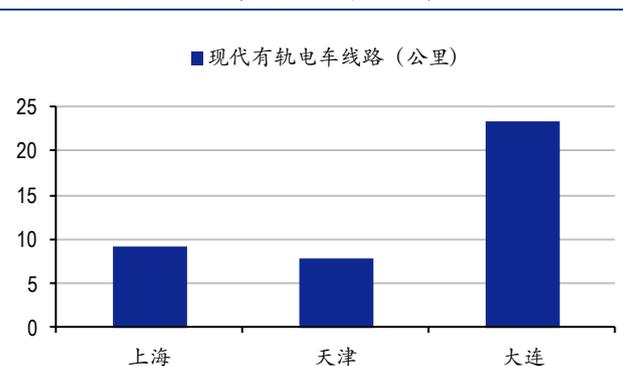
21 日, 公司旗下唐车公司已与土耳其萨姆松市政管委会签署了“100%低地板”轻轨车辆 (现代有轨电车) 的销售合同, 是我国“100%低地板”有轨电车首次获得海外订单。

图 15: 沈阳有轨电车项目规划图



数据来源: 沈阳市建设规划局, 安信证券研究中心

图 16: 截至 2012 年底我国有轨电车里程仅 40.5 公里



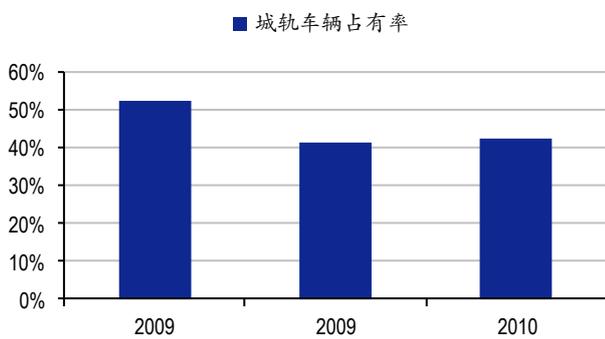
数据来源: 交通部, 安信证券研究中心

4.2. 公司在手订单充足，保障 2013 年业务较快增长

公司城轨地铁车辆产品设计水平已迈入世界先进水平行列，目前公司制造的城轨地铁车辆占国内在用城轨地铁车辆总数的 50% 以上。2012 年城轨地铁车辆国内市场招标约 2,200 辆车，预计 2013 年国内招标量仍不超过 3,000 辆，但到 2014、2015 年订单交付预计会超过 3,000 辆，城规地铁车辆国内市场需求在 2014 年才会迎来快速增长期。

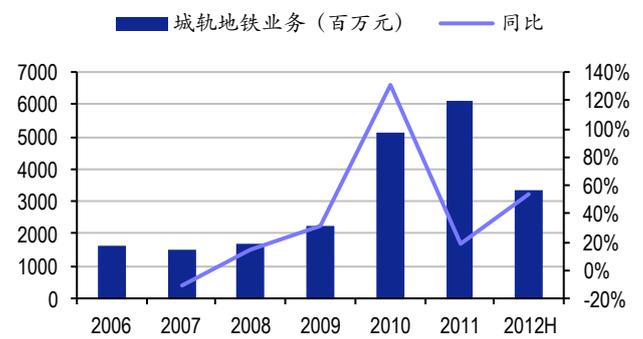
2011 年公司城市轨道交通业务收入 61.35 亿元，同比增长 18.8%，2012 年上半年收入规模 33.5 亿元，同比增长 54%，我们预计 2012 年该业务收入规模达到 80 多亿元，同比增长 30% 左右。目前公司在手订单 205 亿元，我们预计 2013 年订单交付仍将保持快速增长，公司城轨车辆业务同比增长 20.6%。

图 17: 公司城轨车辆相对市场占有率为 42%



数据来源：公司公告，Wind 安信证券研究中心

图 18: 2012 年公司城规车辆业务收入同比增长 54%



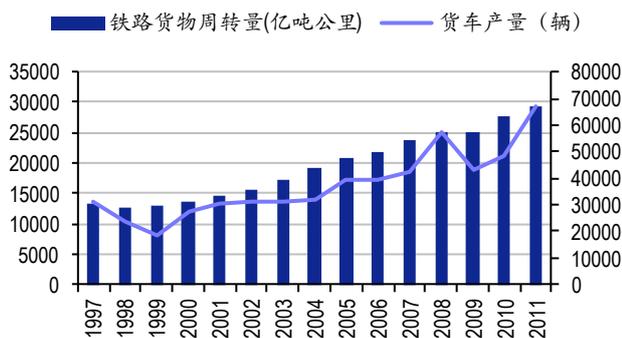
数据来源：公司公告，Wind，安信证券研究中心

5. 重载化技术升级拉动大轴重、快速货车需求持续旺盛

5.1. 铁路货车重载、快速运输是未来发展的趋势

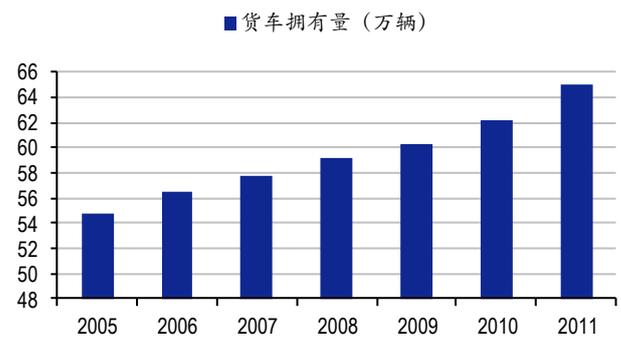
从铁路货运的下游需求分布来看，煤炭运输是铁路货运最主要的下游需求领域，钢铁、金属矿石、石油等能源、原材料的运输大部分也通过铁路货运。近几年，国民经济持续快速发展，我国铁路货物发送量每年增加 2 亿吨以上，但仍有约 1/3 的铁路运输需求不能满足，“煤电油运”的瓶颈问题日益突出。2013 年，随着经济的逐步恢复，煤炭、钢铁、矿石等产销量逐步恢复增长，从而带动铁路货运周转量稳步增加，从而拉动铁路货车订单的相应增长。

图 19: 铁路货物周转量与货车产销量呈正相关性



数据来源：铁道部，国家统计局，安信证券研究中心

图 20: 2011 年我国货车拥有量达到 65 万辆



数据来源：铁道部，安信证券研究中心

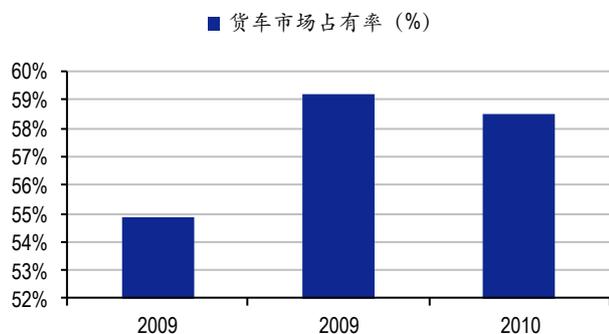
未来几年，铁路货车市场将以重载、快速、专业为主要发展方向，我国铁路货车将加快全面的技术更新换代货车产品的单位附加值和单位产品销售收入也将相应提高。2006年货车通用产品由60吨级全面向70吨级升级换代，并已经在一些专用运输线路上，使用载重80吨级货车，对个别特殊运输需求，采用100吨级及以上产品；全面制造时速120公里货车，并对既有货车进行时速120公里提速改造，部分发展时速160公里的快捷货车，以满足轻便货物快捷运输的需要；设计制造集装箱、冷藏、行包等专用运输车辆产品。到2015年，全路投入运营的货车车辆达到时速120公里技术标准，70吨级及以上通用货车占货车保有量的30%。

5.2. 公司铁路货车业务2013年有望增长15%

公司的铁路货车品种最齐全、研发制造能力国内最强并达到国际先进水平，年生产能力2.6万辆，近三年新造铁路货车相对主要竞争对手的市场占有率持续超过50%。公司拥有以C70为代表的敞车、棚车、罐车和漏斗车等系列货车和以C80为代表的铝合金、不锈钢运煤敞车等系列货车，近三年新造铁路货车相对主要竞争对手的市场占有率持续超过50%。同时，公司是目前国内干线货运主型货车的技术标准制定者。

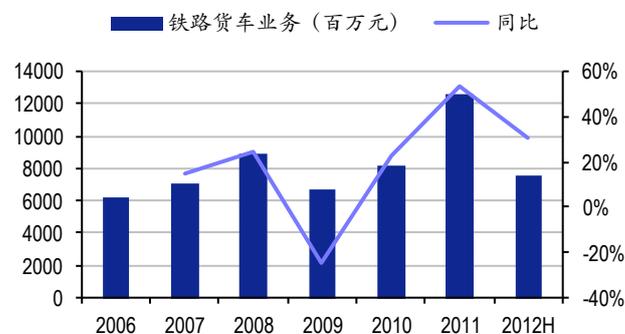
近年来，公司铁路货车业务保持了快速增长，2011年实现销售收入125.8亿元，同比增长53%，2012年公司抓住国际铁路货车需求的复苏契机，公司的出口货车订单增加，国内自备货车订单增加，带动货车业务上半年销售收入75.5亿元，同比增长30.9%。2012年底，公司铁路货车在手订单约60亿元，2013年以来公司共签订货车合同6.3亿元，货车订单交付周期一般为3个月。根据测算，2013年国内货车采购预计达到4万辆左右，企业自备车订单会增加，我们预计2013年公司货车业务将维持15%的增长。

图 21：近年来公司货车相对市场占有率 54%以上



数据来源：铁道部，安信证券研究中心

图 22：2012年上半年公司货车业务增长 30.9%



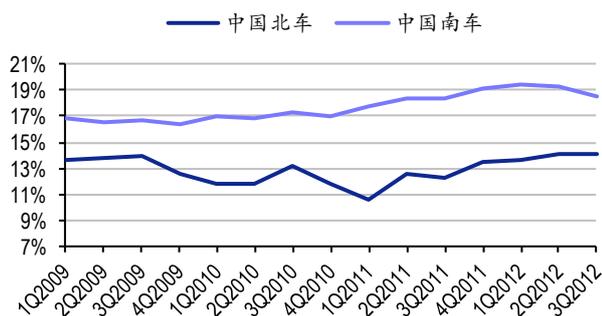
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

6. 核心零部件自制率提升，公司盈利能力增强

长期以来，与主营业务极为相似的中国南车相比，北车的综合毛利率、销售净利率均明显低于南车，主要原因在于：1) 中国南车拥有南车株洲所，能够为其提供机车、动车组及城轨车辆所需的牵引控制系统等关键零部件，以及南车自己的零部件自主配套率高于北车；2) 2009年以来，北车积极涉足延伸新兴产业领域，在进入前期阶段投资额一般较大，毛利率水平较低。

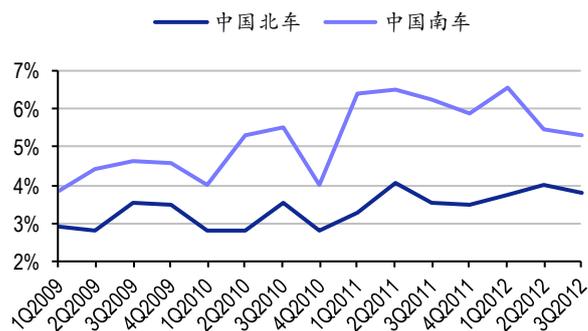
往年，北车的牵引、控制、制动系统基本外购，最近公司新建牵引控制系统，并逐渐在城轨车辆和部分机车上装车试验，动车组控制系统也在研发中。未来随着核心零部件国产化率的不断提升，零部件自主配套比例由现在的50%提升至80%，公司未来的毛利率水平将进一步提升。

图 23: 中国北车毛利率水平明显低于南车



数据来源: 公司公告, Wind, 安信证券研究中心

图 24: 近年来南北车销售净利率水平



数据来源: 公司公告, Wind, 安信证券研究中心

7. 合理股价 5.77 - 6.15 元,上调投资评级至“买入-A”

7.1. 盈利预测假设

- 随着核心零部件牵引控制系统等自主配套的提升, 零部件国产化率上升, 预计公司毛利率未来将趋势性缓慢上升, 我们预计 2012 年~2014 年公司综合毛利率分别为 14.1%、14.3%、14.4%。
- 公司各项业务均保持稳定增长, 2012~2014 年公司机车业务同比增长-19.6%、10.6%、15.6%; 动车组业务收入增长-14.2%、30.4%、20.0%; 货车业务收入同比增长 20%、15%、20%; 城轨地铁车辆业务分别增长 33.1%、20.6%、30.4%; 普通客车业务分别增长 5.0%、0.0%、0.0%; 工程机械及机电产品业务分别增长 15%、10%、10%。
- 公司属于高新技术企业, 适用 15%的企业所得税率。

表 4：分业务预测假设

	历史年份				预测年份		
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
产品总收入	32,082.5	38,172.3	59,752.2	89,351.0	89,924.7	105,267.2	123,714.4
产品总成本	27,203.7	33,384.0	51,794.7	77,201.2	77,423.7	90,375.0	106,133.5
综合毛利率	15.2%	12.5%	13.3%	13.6%			
机车收入	8,045.4	9,045.4	14,921.0	18,469.0	14,849.1	16,415.7	18,972.4
收入增速		12.4%	65.0%	23.8%	-19.6%	10.6%	15.6%
收入占比	25.1%	23.7%	25.0%	20.7%	16.5%	15.6%	15.3%
成本	6,765.3	7,999.4	13,065.0	16,160.0	12,928.0	14,182.2	16,309.5
成本增速		18.2%	63.3%	23.7%	-20.0%	9.7%	15.0%
成本占比	24.9%	24.0%	25.2%	20.9%	16.7%	15.7%	15.4%
产品毛利率	15.9%	11.6%	12.4%	12.5%	12.9%	13.6%	14.0%
客车	2,026.6	3,824.9	3,424.0	3,651.0	3,760.5	3,760.5	3,760.5
收入增速		88.7%	-10.5%	6.6%	3.0%	0.0%	0.0%
收入占比	6.3%	10.0%	5.7%	4.1%	4.2%	3.6%	3.0%
成本	1,748.4	3,482.7	3,087.5	3,266.3	3,364.2	3,364.2	3,364.2
成本增速		99.2%	-11.3%	5.8%	3.0%	0.0%	0.0%
成本占比	6.4%	10.4%	6.0%	4.2%	4.3%	3.7%	3.2%
产品毛利率	13.7%	8.9%	9.8%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
动车组收入	3,770.6	3,553.8	11,677.0	23,949.0	20,560.2	26,808.5	32,170.2
收入增速		-5.8%	228.6%	105.1%	-14.2%	30.4%	20.0%
收入占比	11.8%	9.3%	19.5%	26.8%	22.9%	25.5%	26.0%
成本	3,194.4	3,118.5	10,048.0	20,479.2	17,407.3	22,629.5	27,155.4
成本增速		-2.4%	222.2%	103.8%	-15.0%	30.0%	20.0%
成本占比	11.7%	9.3%	19.4%	26.5%	22.5%	25.0%	25.6%
产品毛利率	15.3%	12.2%	14.0%	14.5%	15.3%	15.6%	15.6%
货车收入	8,884.3	6,709.7	8,216.7	12,583.0	15,099.6	17,364.5	20,837.4
收入增速		-24.5%	22.5%	53.1%	20.0%	15.0%	20.0%
收入占比	27.7%	17.6%	13.8%	14.1%	16.8%	16.5%	16.8%
成本	7,738.9	6,093.7	7,446.5	11,073.3	13,287.9	15,281.1	18,337.3
成本增速		-21.3%	22.2%	48.7%	20.0%	15.0%	20.0%
成本占比	28.4%	18.3%	14.4%	14.3%	17.2%	16.9%	17.3%
产品毛利率	12.9%	9.2%	9.4%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
城轨地铁车辆收入	1,694.7	2,265.0	5,162.8	6,135.0	8,163.0	9,844.6	12,836.3
收入增速		33.7%	127.9%	18.8%	33.1%	20.6%	30.4%
收入占比	5.3%	5.9%	8.6%	6.9%	9.1%	9.4%	10.4%
成本	1,527.7	2,065.4	4,609.5	5,475.0	7,227.0	8,672.4	11,274.1
成本增速		35.2%	123.2%	18.8%	32.0%	20.0%	30.0%
成本占比	5.6%	6.2%	8.9%	7.1%	9.3%	9.6%	10.6%
产品毛利率	9.9%	8.8%	10.7%	10.8%	11.5%	11.9%	12.2%
工程机械、机电收入	5,286.0	7,770.4	8,996.1	9,438.0	10,853.7	11,939.1	13,133.0
收入增速		47.0%	15.8%	4.9%	15.0%	10.0%	10.0%
收入占比	16.5%	20.4%	15.1%	10.6%	12.1%	11.3%	10.6%
成本	4,281.7	6,371.7	7,286.8	7,739.2	8,900.0	9,790.0	10,769.0
成本增速		48.8%	14.4%	6.2%	15.0%	10.0%	10.0%
成本占比	15.7%	19.1%	14.1%	10.0%	11.5%	10.8%	10.1%
产品毛利率	19.0%	18.0%	19.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
其它收入	2,374.9	5,003.1	7,354.6	15,126.0	16,638.6	19,134.4	22,004.5
收入增速		110.7%	47.0%	105.7%	10.0%	15.0%	15.0%
收入占比	7.4%	13.1%	12.3%	16.9%	18.5%	18.2%	17.8%
成本	1,947.4	4,252.6	6,251.4	13,008.4	14,309.2	16,455.6	18,923.9
成本增速		118.4%	47.0%	108.1%	10.0%	15.0%	15.0%
成本占比	7.2%	12.7%	12.1%	16.8%	18.5%	18.2%	17.8%
产品毛利率	18.0%	15.0%	15.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%

数据来源：Wind，安信证券研究中心

我们预计公司 2012~2014 年营业收入分别为 908.67 亿元、1,063.03 亿元、1,248.54 亿元，分别同比增长 1.7%、17.0%、17.5%，实现归属母公司净利润 33.54 亿元、42.72 亿元、51.02 亿元，同比增长 12.3%、27.4%、19.4%，对应的 EPS 分别为 0.32 元、0.41 元、0.49 元。

7.2. 绝对估值法：合理股价为 5.77 元

我们采用现金流贴现法对公司进行绝对估值，无风险收益率我们采用 10 年期国债收益率

3.5%，风险溢价 6.5%， β 系数为 0.94，半显性期增长率 10%，永续增长率 5%，根据模型得出的公司合理的价格为 5.77 元。

表 5: 权益 FCFE 估值法

权益 FCFE 估值			主要假设			
显性预测	225.8	0.4%	无风险利率	3.50%		
半显性预测	15,286.1	25.7%	风险溢价	6.50%		
永续价值	44,063.7	74.0%	β 系数	0.94		
权益价值	59,575.6	100.0%	Rm	10.00%		
总股本	10,320.1		Ke	9.61%		
每股权益价值	5.77		半显性期增长率	10.00%		
股价	4.46		永续增长率	5.00%		
Ke		永续增长率				
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
12.00%	2.50	2.62	2.77	2.96	3.19	3.48
11.00%	2.84	3.01	3.21	3.46	3.79	4.22
10.00%	3.26	3.48	3.76	4.11	4.59	5.25
9.00%	3.79	4.09	4.48	4.99	5.72	6.80
8.00%	4.45	4.87	5.44	6.23	7.42	9.40
7.00%	5.31	5.93	6.80	8.10	10.28	14.63
6.00%	6.47	7.42	8.86	11.24	16.02	30.34

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

7.3. 相对估值法: 合理股价为 6.15 元

我们选取了铁路设备行业产业的上市公司中国南车、中国北车、北方创业、晋西车轴、时代新材、永贵电器作为参考公司作为行业水平，2013 年铁路设备行业平均 PE 为 20.0 倍，扣除估值偏高的时代新材、晋西车轴后，铁路设备行业的平均 PE 为 16 倍。与公司最具有可比性的中国南车 2013 年的动态 PE 为 14.0 倍，考虑到铁路设备行业未来需求稳步增长，我们认为目前给予公司 2013 年 15 倍的动态 PE 相对合理，对应的目标价为 6.15 元，1 月 24 日交易价格 4.58 元，对应 2013 年 11 倍动态 PE，与中国南车相比估值优势明显，我们上调公司评级至“买入-A”。

表 6: 可比上市公司估值水平对比

股票代码	股票名称	股价	总股本	EPS			PE			BPS	PB
		2013/1/28	亿股	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E		
300351	永贵电器	25.82	0.79	1.26	0.79	1.30	20.5	32.5	19.9	4.42	5.84
600458	时代新材	13.19	5.17	0.45	0.36	0.49	29.3	36.3	26.8	3.25	4.06
600495	晋西车轴	14.86	3.02	0.33	0.40	0.51	45.0	36.7	29.4	4.93	3.01
600967	北方创业	19.91	2.29	0.67	0.76	1.05	29.9	26.0	19.0	5.87	3.39
601299	中国北车	4.62	103.20	0.36	0.32	0.41	12.8	14.5	11.3	3.01	1.53
601766	中国南车	4.84	138.03	0.33	0.30	0.35	14.7	16.4	14.0	1.91	2.53
均值		13.87	42.08	0.57	0.49	0.68	25.4	27.1	20.0	3.90	3.40

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

8. 风险提示

- 目前铁道部负债率偏高，影响铁路建设投资的资金筹集，若铁路固定资产投资增速低于预期，将最终影响高铁项目完工及设备采购的进度。
- 动车组招标时间滞后于预期，最终影响公司下半年动车组业务的订单交付。

财务报表预测和估值数据汇总(2013年01月28日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E	(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	62,184.3	89,353.2	90,866.5	106,303.2	124,853.9	成长性					
减:营业成本	53,943.0	77,348.8	78,082.9	91,100.2	106,931.2	营业收入增长率	53.5%	43.7%	1.7%	17.0%	17.5%
营业税费	179.1	298.1	281.7	329.5	387.0	营业利润增长率	58.4%	62.3%	14.1%	29.1%	22.4%
销售费用	1,109.5	1,468.3	1,590.2	1,849.7	2,172.5	净利润增长率	45.1%	56.4%	12.3%	27.4%	19.4%
管理费用	4,618.4	5,847.2	6,088.1	7,069.2	8,302.8	EBITDA 增长率	36.0%	67.8%	18.2%	25.5%	19.1%
财务费用	384.2	1,225.3	1,313.7	1,424.5	1,496.5	EBIT 增长率	46.4%	87.9%	12.2%	23.6%	18.4%
资产减值损失	84.5	252.3	102.0	102.0	96.0	NOPLAT 增长率	45.0%	85.6%	12.3%	23.6%	18.4%
加:公允价值变动收益	-41.1	30.8	-19.0	-	2.0	投资资本增长率	29.8%	51.7%	38.5%	6.7%	12.8%
投资和汇兑收益	137.3	239.2	241.5	259.2	269.4	净资产增长率	11.6%	8.9%	33.8%	10.3%	11.4%
营业利润	1,961.8	3,183.2	3,630.5	4,687.4	5,739.3	利润率					
加:营业外净收支	371.0	430.7	423.0	476.3	427.3	毛利率	13.3%	13.4%	14.1%	14.3%	14.4%
利润总额	2,332.8	3,613.8	4,053.5	5,163.7	6,166.5	营业利润率	3.2%	3.6%	4.0%	4.4%	4.6%
减:所得税	303.1	508.8	567.5	722.9	863.3	净利润率	3.1%	3.3%	3.7%	4.0%	4.1%
净利润	1,909.1	2,985.2	3,353.6	4,272.0	5,101.7	EBITDA/营业收入	5.6%	6.6%	7.6%	8.2%	8.3%
						EBIT/营业收入	3.8%	4.9%	5.4%	5.7%	5.8%
资产负债表						运营效率					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E	固定资产周转天数	61	55	72	79	78
货币资金	5,252.9	6,037.8	7,269.3	8,504.3	9,988.3	流动营业资本周转天数	-14	-3	17	23	25
交易性金融资产	40.0	30.9	20.0	21.0	24.0	流动资产周转天数	276	231	246	228	241
应收账款	10,934.7	16,602.6	18,620.0	19,170.7	24,582.9	应收账款周转天数	67	55	70	64	63
应收票据	602.8	839.3	933.9	940.7	1,277.1	存货周转天数	107	111	109	96	108
预付帐款	9,609.3	7,582.3	8,901.9	11,342.6	14,202.1	总资产周转天数	407	351	387	359	359
存货	24,161.5	31,054.4	24,037.4	32,647.1	42,204.7	投资资本周转天数	94	93	132	135	127
其他流动资产	768.0	991.5	1,334.0	922.5	1,016.7	投资回报率					
可供出售金融资产	219.8	68.4	61.0	55.0	53.0	ROE	8.4%	11.8%	9.9%	11.4%	12.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.6%	3.2%	3.5%	3.9%	3.9%
长期股权投资	1,187.1	1,816.4	1,816.4	1,816.4	1,816.4	ROIC	14.4%	20.6%	15.2%	13.6%	15.1%
投资性房地产	97.5	94.1	94.1	94.1	94.1	费用率					
固定资产	11,805.0	15,418.0	21,169.5	25,527.5	28,669.8	销售费用率	1.8%	1.6%	1.8%	1.7%	1.7%
在建工程	3,895.4	6,391.6	5,154.9	3,993.0	2,995.8	管理费用率	7.4%	6.5%	6.7%	6.7%	6.7%
无形资产	6,724.8	8,033.2	7,784.2	7,535.1	7,286.1	财务费用率	0.6%	1.4%	1.4%	1.3%	1.2%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	9.8%	9.6%	9.9%	9.7%	9.6%
资产总额	77,162.2	97,259.7	98,301.3	113,611.7	135,252.8	偿债能力					
短期债务	1,237.9	10,110.5	10,517.9	12,588.7	14,996.5	资产负债率	68.7%	73.0%	64.2%	65.8%	68.0%
应付帐款	18,115.3	24,720.9	17,790.9	25,228.6	32,286.9	负债权益比	219.7%	269.9%	179.5%	192.7%	212.7%
应付票据	6,849.4	8,099.7	6,215.5	7,955.6	9,272.2	流动比率	1.03	0.97	1.08	1.04	1.07
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.54	0.49	0.66	0.58	0.59
长期借款	22.4	219.7	2,332.9	-	25.1	利息保障倍数	6.11	3.60	3.76	4.29	4.84
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	53,027.7	70,967.4	63,125.4	74,801.8	92,000.1	DPS(元)	0.04	0.05	0.06	0.08	0.09
少数股东权益	1,223.4	1,323.2	1,455.7	1,624.5	1,826.0	分红比率	21.7%	17.3%	17.2%	18.7%	17.7%
股本	8,300.0	8,300.0	10,320.1	10,320.1	10,320.1	股息收益率	0.9%	1.1%	1.2%	1.7%	1.9%
留存收益	14,611.1	16,669.1	23,400.2	26,865.4	31,106.6						
股东权益	24,134.5	26,292.3	35,176.0	38,809.9	43,252.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EPS(元)	0.18	0.29	0.32	0.41	0.49
净利润	2,029.7	3,105.0	3,353.6	4,272.0	5,101.7	BVPS(元)	2.22	2.42	3.27	3.60	4.01
加:折旧和摊销	1,151.4	1,453.0	1,980.3	2,580.7	3,120.5	PE(X)	25.0	16.0	14.2	11.2	9.3
资产减值准备	84.5	252.3	-	-	-	PB(X)	2.1	1.9	1.4	1.3	1.2
公允价值变动损失	41.1	-30.8	-19.0	-	2.0	P/FCF	-8.7	18.3	-9.7	33.5	21.1
财务费用	170.6	916.9	1,313.7	1,424.5	1,496.5	P/S	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4
投资损失	-137.3	-239.2	-241.5	-259.2	-269.4	EV/EBITDA	15.6	6.5	7.6	6.0	5.1
少数股东损益	120.6	119.8	132.5	168.7	201.5	CAGR(%)	29.8%	19.5%	35.1%	29.8%	19.5%
营运资金的变动	1,135.2	-1,756.1	-5,434.1	345.0	-3,416.3	PEG	0.8	0.8	0.4	0.4	0.5
经营活动产生现金流量	904.9	-2,514.7	1,085.5	8,531.7	6,236.5	ROIC/WACC	1.5	2.1	1.5	1.4	1.5
投资活动产生现金流量	-7,148.1	-8,772.3	-6,457.8	-4,828.2	-4,830.8	REP	2.0	0.7	0.9	0.9	0.7
融资活动产生现金流量	197.6	11,964.8	6,603.8	-2,468.5	78.3						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%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;

■ 分析师声明

王书伟、张仲杰分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	律烨	0755-82558076	lvye@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

