

2010年1月8日

中国北车

铁路设备行业的领军者

买入

A 601299.SS - 人民币 5.78
 目标价格: 人民币 6.60

史祺, CFA

 (8621) 6860 4866 分机 8368
 qi.shi@bocigroup.com

胡文洲, CFA

 (8621) 6860 4866 分机 8520
 eric.hu@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(6)	n.a	n.a	n.a
相对新华富时A50指数(%)	(2)	n.a	n.a	n.a

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	8,300
流通股(%)	20
流通股市值(人民币 百万)	9,595
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,991
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
中国北方机车车辆工业集团	61

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

以2010年1月7日当地货币收市价为标准

所有数字均四舍五入

中国北车是中国铁路设备行业的领军者, 公司主要业务包括生产和修理铁路机车、客车、货车、动车组和城轨地铁车辆等业务, 公司与中国南车并列是国内最大的铁路设备制造商。在铁路大发展的背景下, 我们对公司未来5-10年业务发展前景非常看好, 首次评级给予买入。

支撑评级的要点

- 铁路设备行业是整个铁路巨额投资的直接受益者, “十一五”期间国家铁路投资将出现跨越式增长, 接近“十五”期间投资规模的4倍。预计“十二五”期间铁路投资规模将至少是“十一五”规划的2倍以上, 客运高速和货运重载是发展方向, 城市轨道交通也将成为未来发展方向。
- 北车目前的在手订单预计接近人民币1,000亿元的规模, 基本上可以保证公司未来2年的收入增长。从订单的结构来看, 机车、动车组和城轨地铁车辆是未来业绩增长点。
- 公司大部分客户来自于铁道部系统内的企业, 因此公司对下游客户的议价能力一般, 但是铁道部在安全第一的原则下基本保证了生产企业稳定的毛利率, 而且随着北车不断技术创新生产高端产品并且实现进口替代, 未来公司毛利率将有进一步提升的空间。

评级面临的主要风险

- 铁路设备市场是一个典型的一对多的市场, 铁道部是市场的主导者, 生产企业很难获取超额的利润率。

估值

- 我们预计公司10和11年净利润分别增长62%和29%, 基于2010年25倍市盈率, 对应目标价6.60元, 给予**买入**评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入(人民币百万)	26,371	34,711	39,636	51,833	67,362
变动(%)	26	32	14	31	30
净利润(人民币百万)	1,226	1,131	1,369	2,199	2,852
全面摊薄每股收益(人民币)	0.21	0.19	0.23	0.26	0.34
变动(%)	76	(8)	19	14	30
市盈率(倍)	27.4	29.6	24.9	21.8	16.8
每股现金流量(人民币)	0.25	0.64	0.35	0.30	0.32
价格/每股现金流量(倍)	23.6	9.0	16.5	19.0	18.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.0	21.4	19.2	18.1	14.4
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.03	0.04	0.05
股息率(%)	0.0	0.0	0.6	0.7	0.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

目录

公司简介.....	3
铁路设备行业前景看好.....	6
盈利前景.....	12
主要风险.....	19
财务状况.....	20
估值.....	22
附录一、中国铁路运输瓶颈.....	23
附录二、全球铁路行业发展现状.....	25
附录三、财务数据.....	28
研究报告中所提及的有关上市公司.....	29

公司简介

国内主要铁路装备企业

铁道部实行质量认证体制，形成较高的行业壁垒，任何企业生产的铁路配件产品必须通过铁道部的质量认证。虽然未来铁道部会放宽民营资本和外资进入铁路设备行业，但外资进入的领域主要集中在国内技术空白或者技术不够的领域，而且政府引入外资的主要目的是在于吸收消化国外的新技术，民营企业将进入一些配件业务领域。由于认证制度，新进入者需要一定时间，而且铁道部也会考虑现有企业的生存环境，因此不存在大量企业涌入同一个领域导致过分竞争的情况。

目前从事铁路装备的生产厂家主要是铁道部下属车辆厂，经过改制已经分属北车和南车两大车辆集团，另外有部分原兵器部下属军转民企业，还有其他一小部分企业参与到一些非核心的配件业务中。

中国北车是由控股股东北车集团通过重组改制成立的。北车集团是国务院批准组建的大型央企，是我国轨道交通装备制造的主要力量。重组改制后，北车集团将所有的轨道交通制造研发资产注入到上市公司中去。目前中国北车的主要业务包含铁路机车、客车、货车、动车组、城轨地铁车辆以及重要零部件的研发、制造、销售、修理和租赁业务，此外还有一部分轨道交通装备专有技术延伸产业。以 2008 年销售收入计，中国北车是中国第二大的轨道交通制造商。

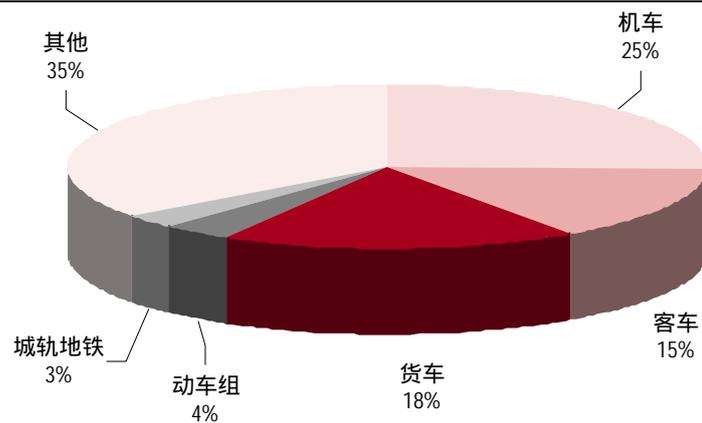
图表 2. 中国铁路设备制造体系

	北车集团	南车集团	兵器集团	其他企业
机车生产厂	大连机车厂(内燃机车和电力机车) 北京二七机车厂(内燃机车) 大同机车厂(电力机车)	株洲电力机车厂(电力机车) 资阳机车厂 戚墅堰机车厂(内燃机车)		
客车生产厂	长春客车厂 唐山客车厂	四方机车厂 四方车辆厂 南京浦镇车辆厂		
货车生产厂	齐齐哈尔车辆厂 西安车辆厂 济南机车厂 沈阳车辆厂 太原机车厂	株洲车辆厂 眉山车辆厂 长江车辆厂 北京二七车辆厂 石家庄车辆厂	晋西车轴 北方创业	
轨道交通厂	长春客车厂 大连机车厂	株洲电力机车厂 南京浦镇车辆厂 四方车辆厂		
配件生产企业		南车时代电气(电气系统) 时代新材 (桥梁支座和弹性元件)	晋西车轴(车轴、车轮)	太原重工(车轴、车轮) 马钢股份(车轮) 晋亿实业(紧固件) 天马股份(轴承)

资料来源：北车集团、南车集团及中银国际研究

机车、客车 (包括动车组)、货车三大传统业务贡献了中国北车收入的 62%左右。最近两年动车组的发展很快,从 06 年占比 1%左右上升到 09 年上半年占比 4%,未来随着客运专线的建设以及高速铁路的开通,动车组的发展潜力相当大。公司目前在手订单比较充足,截至目前,公司在手订单接近 1,000 亿元人民币,我们相信公司未来两年收入的确定性比较强。

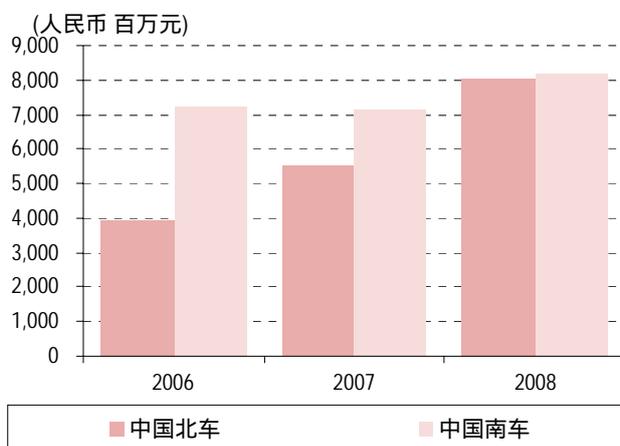
图表 3. 公司主营收入构成 (09 年上半年)



资料来源：公司数据及中银国际研究预测

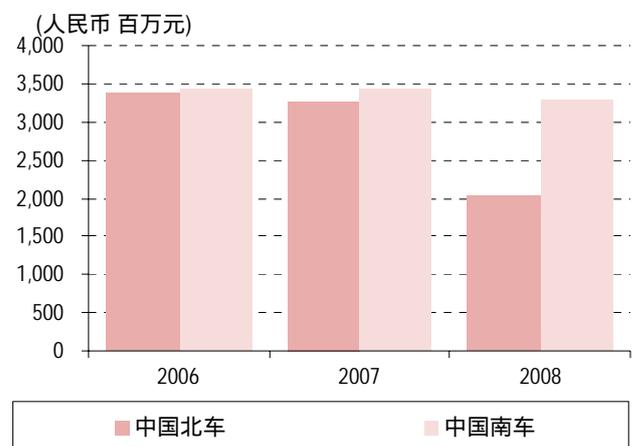
中国北车与中国南车相比,收入规模略小,但是某些领域北车拥有很强的技术优势,比如说时速 350 公里动车组,而高速动车组恰恰是未来客运铁路发展的方向。此外,中国北车在多元化方面做的更好,公司旗下的永济电机在国产风电机组市场上占据超过 50%的市场份额。总体而言,我们认为北车和南车的差别不大,两家公司将共同享受铁路投资带来的机遇。

图表 4. 中国北车和南车对比 (机车业务)



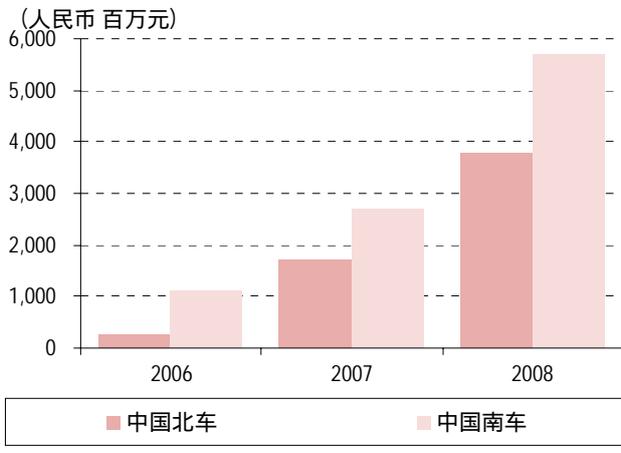
资料来源：公司数据及中银国际研究预测

图表 5. 中国北车和南车对比 (客车业务)



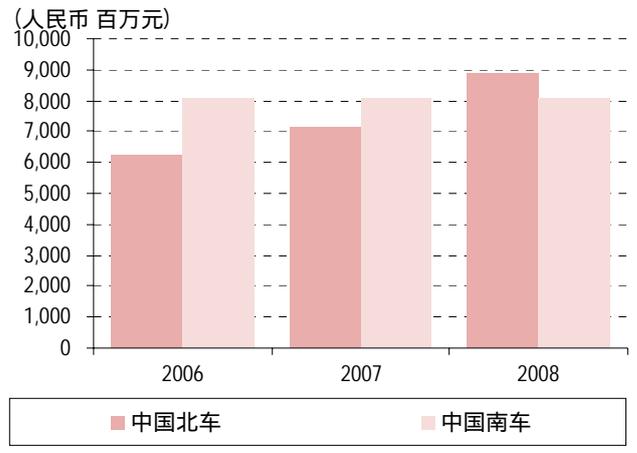
资料来源：公司数据及中银国际研究预测

图表 6. 中国北车和南车对比 (动车组业务)



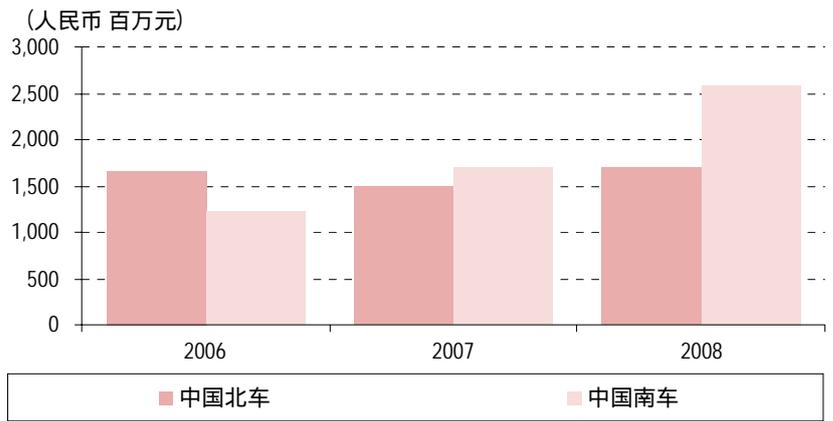
资料来源：公司数据及中银国际研究预测

图表 7. 中国北车和南车对比 (货车业务)



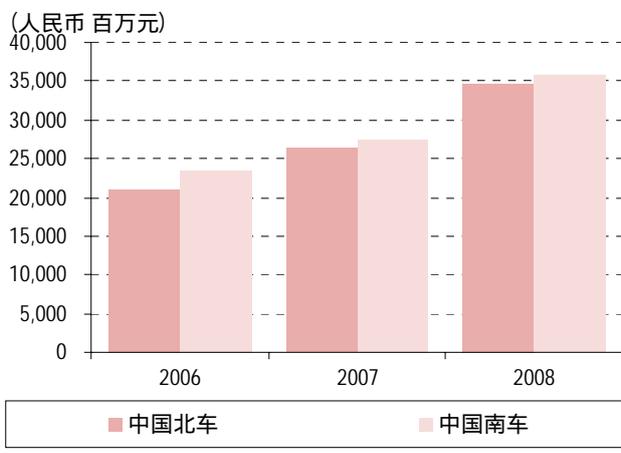
资料来源：公司数据及中银国际研究预测

图表 8. 中国北车和南车对比 (城轨地铁业务)



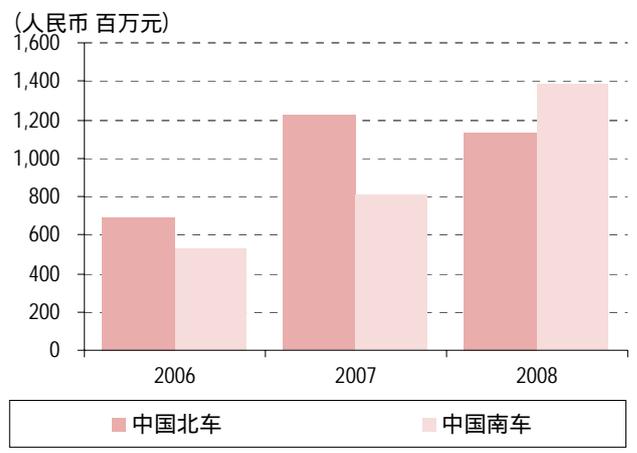
资料来源：公司数据及中银国际研究预测

图表 9. 中国北车和南车对比 (销售收入)



资料来源：公司数据及中银国际研究预测

图表 10. 中国北车和南车对比 (净利润)



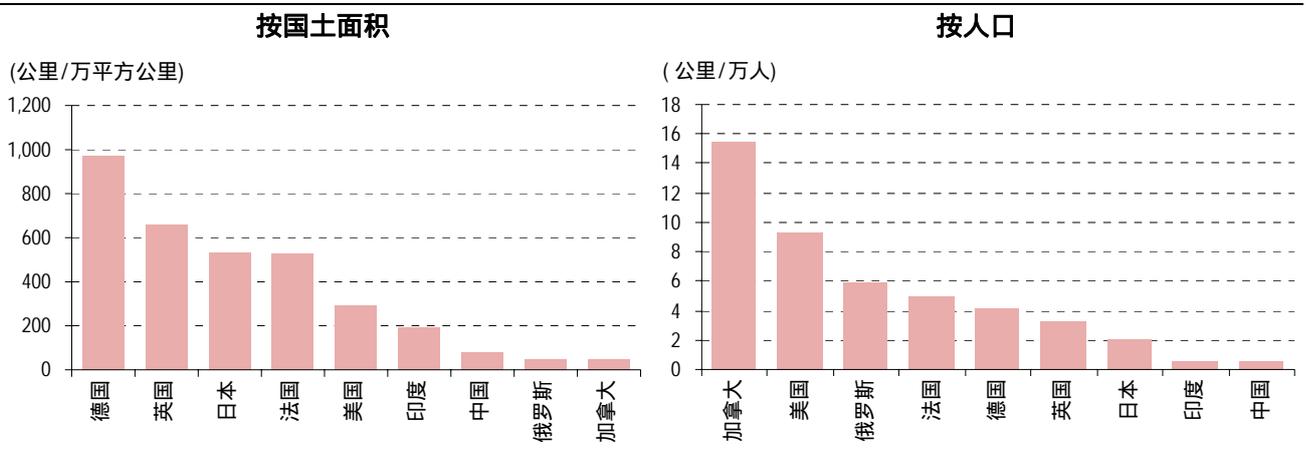
资料来源：公司数据及中银国际研究预测

铁路设备行业前景看好

对比世界各主要经济体，我国的铁路网建设有巨大的发展空间

中国庞大的人口基数以及广阔的国土面积决定了铁路运输的重要性。重点发展铁路运输这种低耗能、低成本、长距离、大运力以及安全性好的运输方式具有现实意义。中长期铁路网规划明确了中国在铁路网建设的方向，对比世界各主要经济体，我国的铁路网建设有巨大的发展空间。

图表 11. 世界主要国家铁路路网密度



资料来源：CEIC 及中银国际研究

在这次全球经济危机的背景下，国家准备在基础设施方面加大投资来保证国内经济增长，国家已批准的新建铁路里程有 2.3 万公里，投资规模超过 2 万亿元

为了打破铁路运输瓶颈，国家提出了大力发展铁路运输，为此相应地制订了一系列的政策来鼓励铁路投资，其中就包括《中长期铁路网规划》以及铁路建设的“十一五”规划，“十一五”规划铁路方面投资（包括基础设施建设和车辆投资）将达到 1.5 万亿元，是“十五”期间投资的大约 4 倍，排在各类交通运输投资之首。在 09 年全球经济危机的背景下，国家准备在基础设施方面加大投资来保证国内经济增长，目前已批准的新建铁路里程有 2.3 万公里、投资规模超过 2 万亿元。

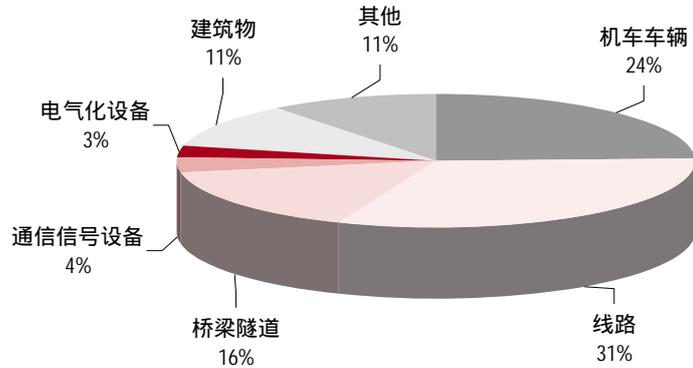
图表 12. 铁路“十一五”规划和中长期发展目标

	2005	2010E	2020E
铁路运营里程 (万公里)	7.5	9.0	12.0
客运专线 (万公里)	0	0.7	1.6
复线里程 (万公里)	2.6	4.0	5.0
复线比率 (%)	33.9	45	50
电气化里程 (万公里)	2.0	4.0	5.0
电气化比率 (%)	26.7	45	50

资料来源：铁道部及中银国际研究

从目前铁路的固定资产投资分类来看，轨道线路、机车车辆、桥梁隧道和建筑设施是铁路投资的四大方向。

图表 13. 铁路固定资产投资分类

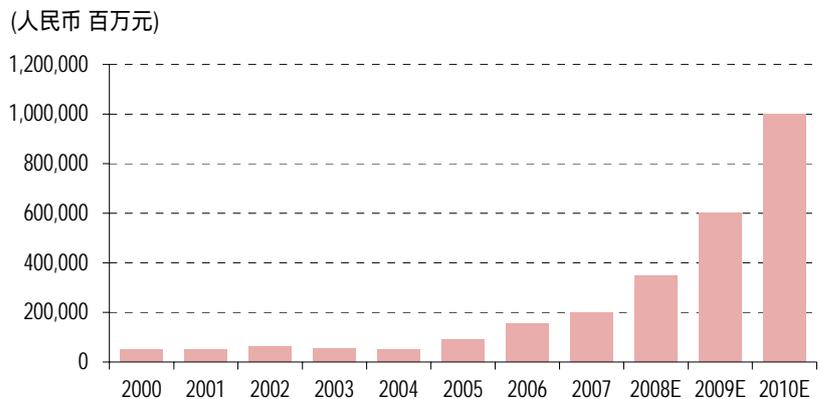


资料来源：《中国铁道年鉴》、中银国际研究

未来几年将是中国铁路历史上发展最快的时期

“十一五”期间规划铁路固定资产投资规模 1.5 万亿元，其中基本建设和更新改造投资规模 1.25 万亿元，另外机车车辆购置和技术改造投资规模为 2,500 亿元。在全球经济陷入衰退的背景下，为拉动国内经济增长，政府将铁路建设作为重点投资方向。此外，2010 年铁路安排开展前期工作或规划研究项目 65 个，投资规模约 1 万亿元。按照新的投资计划，2008-2010 年铁路基本建设投资规模将比原“十一五”规划增加 91%。未来几年将是中国铁路历史上发展最快的时期。

图表 14. 铁路基本建设投资



资料来源：CEIC 及中银国际研究预测

图表 15. 新“十一五”规划与原“十一五”铁路投资规划比较

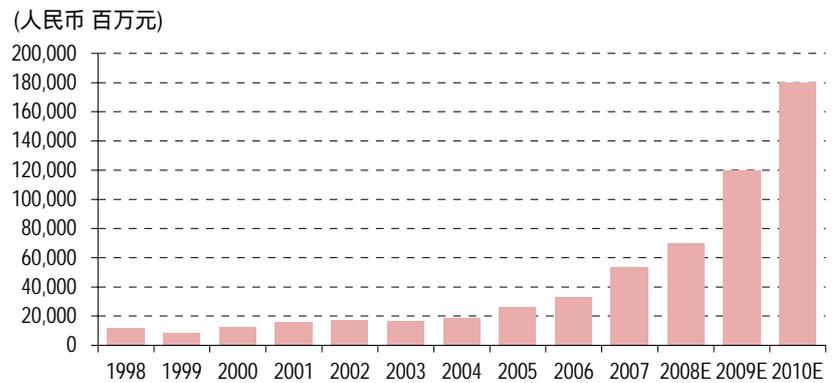
百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
原“十一五”规划	155,275	177,210	277,515	300,000	340,000
新“十一五”规划	155,275	177,210	350,000	600,000	1,000,000
变化 (%)	0	0	26	100	194

资料来源：CEIC 及中银国际研究预测

巨额投资带来的是对铁路设备需求的大幅增加，并使得中国成为全球铁路产品需求增长率最高的地区

另一方面，随着我国铁路第六次大提速，高速动车组和重载货车更新换代的需求旺盛，巨额投资带来的是对铁路设备需求的大幅增加，并使得中国成为全球铁路产品需求增长率最高的地区。随着客运专线的基础建设已逐步进入大面积施工阶段，预计未来 4 年计划安排机车车辆购置投资将超过 6,000 亿元，比原计划增加了 100%以上。

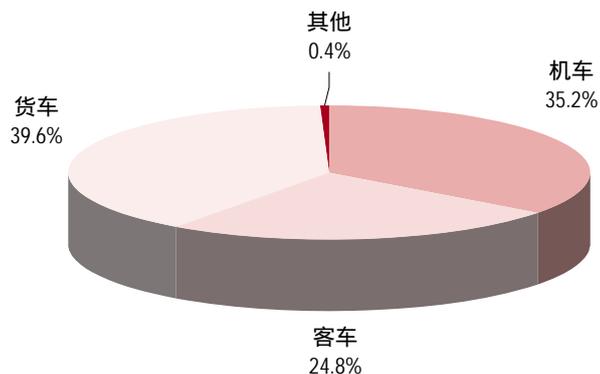
图表 16. 铁路机车车辆投资



资料来源：CEIC 及中银国际研究预测

在车辆投资中，尽管每年销售机车的数量较少，但是由于技术含量最高，销售价格也非常高，因此市场容量依然非常大。虽然客车在车辆投资中比重不大，但是随着客运专线的建立以及大批动车组的采购，客车价值的比重将不断加大，货车占的比重最大，但是技术含量一般，竞争较为激烈。

图表 17. 车辆投资方面的分类



资料来源：《中国铁道年鉴》、中银国际研究

在高速铁路的建设中，铁道部有非常明确的国产化比率的要求

铁道部将大力发展电力牵引机车，电力机车将承担运输工作量的比重达到80%以上

铁路设备的国产化要求

我们认为从国产化比率的角度出发，未来政府在采购过程中一定会对国内企业有比较大的倾斜，国内的铁路配件企业将是真正的受益者。根据国务院《研究铁路机车车辆装备有关问题的会议纪要》，铁道部制定了《加快铁路机车车辆装备现代化实施纲要》，明确了通过以市场换技术和自主创新的方式，切实提高我国机车车辆制造业研发、设计和制造水平，增强企业的国际竞争力。《中长期铁路网规划》提出，我国要快速提升铁路装备水平，早日达到或接近发达国家水平，并要把提高装备国产化水平作为“十一五”和今后铁路建设的一项重要内容来抓。因此在高速铁路的建设中，铁道部有非常明确的国产化比率的要求，高速铁路的国产化率必须达到70%以上，30%的进口技术和产品将主要集中在动力系统和电控系统上。

“十一五”期间铁道部将大力发展电力牵引机车，电力机车将承担运输工作量的比重达到80%以上，并且实现交流传动机车的国产化。配套发展适应时速200公里的电力机车，大力发展轴重25吨重载货运机车。2010年机车保有量将达到19,000台左右。在研制开发时速200公里及以上动车组关键技术的基础上，结合少量动车组引进，尽快实现时速200公里及以上动车组的国产化，积极推进时速300公里及以上动车组关键技术的开发、研制，期末形成高速动车组制造、检修、运营国产化配套能力。2010年动车组配置达到1,000列左右。由于新投资计划将远远超过原“十一五”规划的投资规模，因此实际的新增车辆以及车辆保有量将大幅度超过“十一五”规划的数量。

同时，我国在“十一五”期间还将发展适应不同层次旅客需求的新型客车，2010年客车保有量达到4.5万辆左右。此外，铁道部将大力提升货车整体技术水平，提高货车速度、货车载重量和安全性，积极发展23吨轴重货车和最高时速120公里的新型通用货车，开发不同用途需要的时速160公里快速货车，大力发展煤炭运输、集装箱运输、特种货物运输需要的专用货车。2010年货车保有量达到70万辆。

图表 18. 铁路“十一五”规划

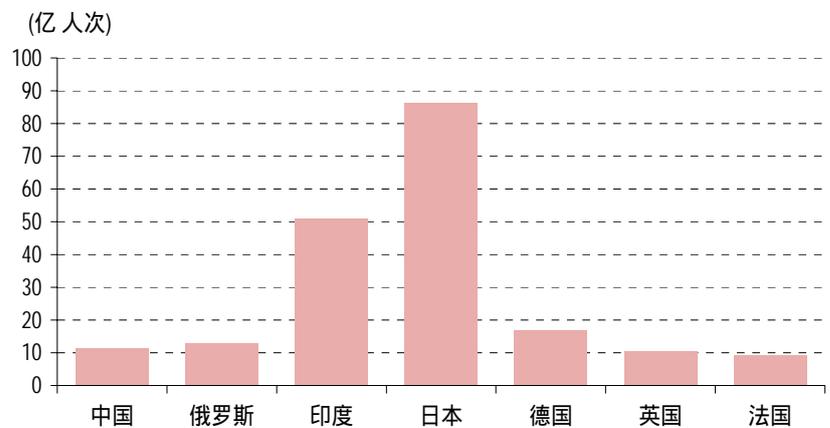
产品	2007 (辆)	2010E (辆)	增加比率 (%)
机车	18,459	19,000	3
客车	42,644	45,000	6
货车	604,594	700,000	16
动车组	1,133	8,333	635
城轨	3,875	12,000	210

资料来源：铁道部及中银国际研究

客运专线的大规模建设将会为铁路行业带来新的机遇，高端的铁路设备将会有广阔的使用空间

我们参考了各主要国家的客运数据。其中，日本作为客运专线技术运用极其广泛的国家，其铁路客运的发展非常惊人，每年通过铁路发送旅客量超过 86 亿人次，与中国人口相当的印度年均铁路运送旅客量也超过 50 亿人次。与此相比，作为人口大国，中国的一年铁路发送旅客量只有将近 13.6 亿人次。因此我们认为中国的铁路客运发展潜力巨大，客运专线的大规模建设将会为铁路行业带来新的机遇，高端的铁路设备将会有广阔的使用空间。

图表 19. 中国和全球铁路客运旅客数量比较



资料来源：《中国铁道年鉴》及中银国际研究

通过引进、消化、吸收、再创新，国内企业基本掌握了动车组列车制造的核心技术，开始生产制造拥有自主知识产权的国产动车组列车

目前法国、日本、德国以及引进法国技术的西班牙和韩国都具备了生产 350 公里/小时高速铁路的自主知识产权。国内第一条具有自主知识产权的 300 公里时速以上的高速铁路——京津城际铁路正式开通，标志着国内设备企业将真正成为未来高速铁路建设的主角。京津城际铁路运行的是时速 350 公里/小时 CRH3“和谐号”动车组列车。通过引进、消化、吸收和再创新，国内企业基本掌握了动车组列车制造的核心技术，开始生产制造拥有自主知识产权的国产动车组列车。2009 年 12 月底武广线的开通标志着目前世界上运营时速最快、一次性建设里程最长的高速铁路客运新干线正式投入运营。武广线路上运行的是拥有完全自主知识产权、具有世界先进水平的国产 CRH2C 和 CRH3 型“和谐号”高速列车。在联调联试运行阶段，武广高铁线跑出了 394.2 公里的时速。跨越湖北、湖南、广东三省的武广客运专线，全长 1,069 公里，是世界上一次性建设里程最长、运营速度最高的铁路。武广高铁在运行模式上，还首次开发了世界最先进的本线时速 350 公里高速列车与跨线时速 250 公里列车共线运行模式。

图表 20. 动车组类型

动车组类别	生产厂商	技术来源
CRH1	青岛 BSP	庞巴迪
CRH2、CRH4	四方机车车辆	川崎重工
CRH3	唐山机车车辆	西门子
CRH5	长春客车厂	阿尔斯通

资料来源：《中国铁道年鉴》及中银国际研究

随着主要干线的运力依然紧张，未来我们认为重载趋势将继续进行

重载方面，美国联合太平洋铁路的平均牵引重量已经达到 1.5 万吨，巴西淡水河谷的小部分重载线路上牵引重量已经超过 3 万吨，目前国内大秦铁路新购置的机车平均牵引力也基本达到 1.5 万吨的水平。除了在牵引力方面的不断提升，铁道部在车辆重载方面也投入了巨资进行改造，过去几年货车车辆的载重能力逐渐从 60 吨向 70 吨以上转移，新造通运货车将全部按照载重 70 吨标准生产，未来向 80 吨转移。随着主要干线的运力依然紧张，未来我们认为重载趋势将继续进行。

图表 21. 大功率机车类型

大功率机车类别	生产厂商	技术来源
和谐 3 型电力机车、和谐型内燃机车	大连机车	东芝和美国 EMD
和谐 2D 型电力机车	大同机车	阿尔斯通
和谐 2Z 型电力机车	株洲电力机车	西门子
和谐内燃机车	戚墅堰机车	美国 GE

资料来源：《中国铁道年鉴》及中银国际研究

铁路设备类上市公司的可持续发展将保持到 2010 年之后，且不受宏观调控政策的影响，具有比较明确的盈利增长前景

在铁路行业大发展的背景下，我们相信铁路设备类上市公司的可持续发展将保持到 2015 年，且不受宏观调控政策的影响，具有比较明确的盈利增长前景。另外，由于铁道部实行质量认证体制，铁路设备行业的进入壁垒较高。

城市轨道交通

在铁路运输行业快速发展的同时，城市化进程的加快对中国城轨地铁车辆制造起到了积极的促进作用。为改善交通阻塞、交通事故频发、能源资源过耗、环境污染等社会关注问题，很多大中型城市都在积极建立以城市轨道交通为主的公共交通体系。“十五”期间，北京、上海、广州、深圳、武汉、天津、南京、重庆、长春、大连等 10 个城市已开通运行了城市轨道交通系统。我国百万人以上的大城市中，有多个大城市向国家主管部门上报了新增的轨道交通建设规划，继已建成的城市地铁和轻轨外，国家先后批准了成都、杭州、沈阳、哈尔滨、西安等城市建设城市地铁和轻轨项目。截至 2008 年底，我国已有北京、上海、广州、深圳等 10 个城市拥有已建成的轨道交通线路 30 条，运营总里程 813.7 公里。全国已有 19 个城市的轨道交通线网规划得到国家批准，到 2015 年前后规划建设轨道交通线路总长约 2,100 公里，总投资超过 8,000 亿元，规划建设轨道交通网络的城市总数达到 28 个。另根据统计，至 2010 年，中国规划建设地铁和城市轻轨线路达 55 条，总长度达约 1,500 公里，投资预算 5,000 亿元，需附属车辆超过 6,000 辆，年均需求量超过 1,200 辆。

盈利前景

北车的收入主要来自铁路车辆以及相关设备领域，能够充分受益于未来 5-10 年铁路大发展对铁路设备的强劲需求

北车拥有国内最大的内燃机车生产、出口基地和电力机车检修基地

受益于国家对铁路行业的加大投资，未来几年铁路设备的更新换代速度有所加快，公司的效益也将不断上升。北车的收入主要来自铁路车辆以及相关设备领域，将充分受益于未来 5-10 年铁路大发展对铁路设备的强劲需求。

机车业务

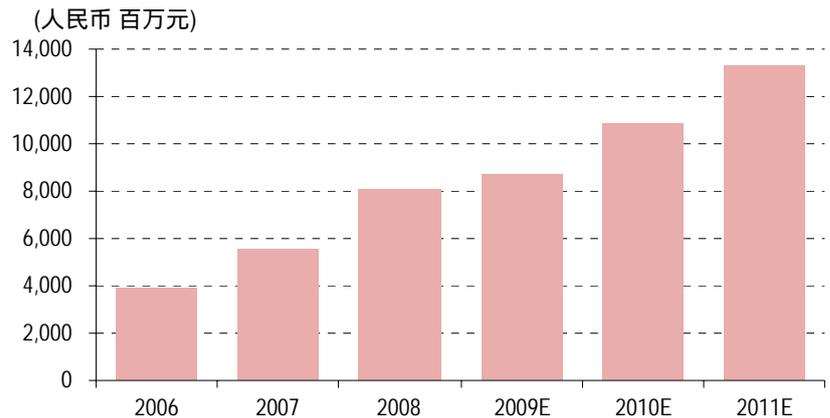
公司所属机车新造企业(大连机辆公司、同车公司、二七装备公司)已全部进入铁路装备现代化技术引进消化吸收行列，并均已具备批量生产制造能力，形成了行业竞争和发展的优势。在中国铁路技术引进、国产化大功率交流传动机车的全部 8 个产品中，公司占有 5 个。公司拥有国内最大的内燃机车生产、出口基地(大连机辆公司)和电力机车检修基地(太原装备公司)。

北车制造的 HXD2 型八轴 10,000kW 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 7,200kW 大功率交流传动电力机车为公司首先研发制造，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，现投入运营的所有六轴 7,200kW 大功率交流传动电力机车全部为公司制造，已成为京广、京沪两大干线货运牵引的主力机型。同时，在铁道部统一组织下，公司在消化吸收 7,200kW 机车技术的基础上，通过再创新自主设计制造出技术最先进的 HXD3B 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。公司制造的 HXN3 型大功率交流传动内燃机车达到世界先进水平。

07 年和 08 年，机车业务收入分别比上一年大幅增长 39.92% 和 45.68%，主要原因是公司生产的单价较高的和谐系列电力机车销量大幅提高所致。同时公司积极开拓路外市场和国际市场，专供工矿企业使用的机车和内燃机车出口量有所上升，对 07 年和 08 年机车业务收入增长也起到了一定的推动作用。

未来的重载和提速都需要大功率的机车作为基础，因此机车的更新改造速度将保持快速增长。09年受全球金融危机的影响，我们预计机车业务的收入增速有所下滑，同比仅增长8%左右，收入接近87亿元，10年收入预计增长25%，达到109亿元，11年收入将达到133亿元。

图表 22. 机车业务收入预测



资料来源：公司数据及中银国际研究预测

客车业务是公司的传统业务，不过随着未来高速铁路的不断建设，动车组业务将逐渐超过传统客车业务成为主要的利润增长动力

客车和动车组业务

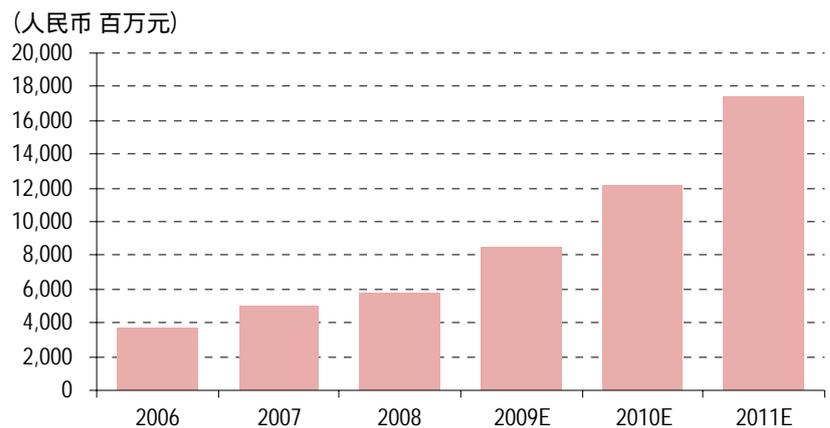
北车拥有国际一流水平的动车组生产设施。与西门子合作的350公里动车组和与阿尔斯通合作的200公里动车组已经投入运营，标志着公司制造技术已进入高速领域。其中唐山客车公司制造的动车组在京津线上试运营跑出了394.3公里/小时，并且公司的动车组产品将成为京沪高速的主力车型。截至09年6月底，公司动车组累计签单量的市场占有率达到51.6%。其中时速300-350公里等级动车组的累计签单量市场占有率达到50%。在时速350公里以上新一代动车组领域，公司下属唐山客车、长客股份与北京铁路局于2009年3月16日签署了100列(16辆编组)新一代高速动车组采购合同，该高速列车持续运营时速将达到350公里，价值总额达392亿元。

北车自主研发了25型系列铁路客车，满足了我国铁路客车升级换代和铁路提速的需要。公司拥有国际先进水平的时速200公里和时速350公里两个高速动车组产品技术平台，其中时速200公里CRH5动车组是同一速度等级动车组中技术含量最高、性能最优的动车组；时速350公里CRH3动车组是世界上技术最先进、运营速度最高的动车组。

随着未来设计时速 300 公里以上京沪高铁及多条城际高速客运专线的逐步建成，公司生产的 350 公里 CRH3 型高速动车组将拥有更广阔的市场前景，未来动车组业务将成为公司的重要收入增长点之一。剔除动车组新造业务收入，07 年和 08 年传统客车新造业务收入实际分别同比下降 5.3%和 50.6%，主要原因是由于部分传统普通客车的市场份额被高速动车组所替代，使得传统客车的整体销量略有下降。

客车业务是公司的传统业务，不过随着未来高速铁路的不断学习，在未来的高速铁路或者是客运专线上将大规模的使用动车组，动车组业务将逐渐超过传统客车业务成为主要的收入利润来源。综合来看，我们预计传统客车业务保持平稳而动车组将进入快速增长期，未来两年客车业务的收入大约在 21 亿元和 22 亿元，动车组业务 09 和 10 年的收入增长率将达到 70%和 55%，收入将分别突破 64 亿元和 99 亿元。

图表 23. 客车业务收入预测



资料来源：公司数据及中银国际研究预测

随着机车和动车组业务的发展，货车业务在收入中的占比将逐渐减少

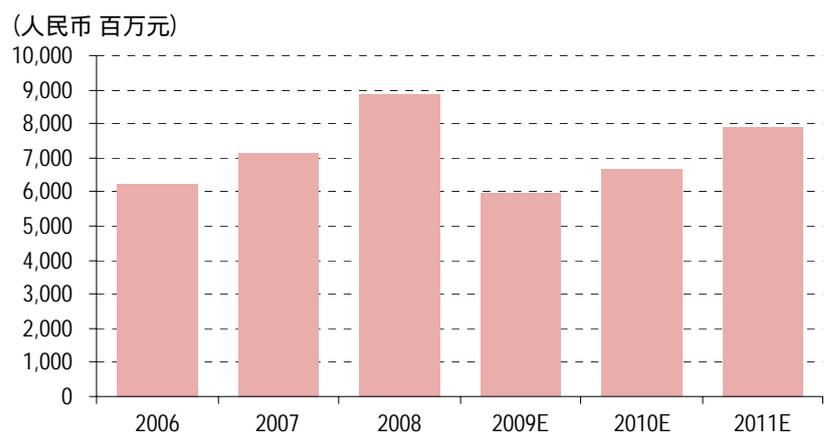
货车业务

北车拥有全球技术先进的铁路货车制造和出口基地（齐齐哈尔装备公司），该基地是国家铁路货车设计、制造的骨干企业。拥有新型 70 吨级通用敞车、棚车、罐车、集装箱平车和 80 吨级、100 吨级专用敞车、系列特种钳夹车、凹底平车、落下孔车的设计、开发主导权，以及 70 吨级煤炭漏斗车、70 吨级矿石车、70 吨级粮食漏斗车、运营速度 160 公里的轻型货车的设计、开发主导权。公司产品涵盖所有中国铁路需求的货车，其中 C70 型通用敞车和 P70 型棚车已成为铁路运输的主力车型；C80B 型不锈钢运煤敞车成为中国最高水平的货运专线——大秦线开行 2 万吨级列车的运煤专用车辆。

公司主持起草了中国铁路货车产品设计、制造、试验、检修等国家标准和行业标准，先后研制了 21 吨轴重提速货车、70 吨级系列货车、80 吨级系列新型重载货车，满足了开行 2 万吨重载列车的运输需要。公司正在主持标志着铁路货运装备国内最高技术水平的 160-200 公里/小时高速转向架及其配套系列货车的研制。

随着机车和动车组业务的发展，货车业务在收入中的占比将逐渐减少，货车业务的进入门槛相对较低，有不少路外企业可以生产，技术含量和毛利率均比机车客车业务低。不过随着铁路运营里程的增加、铁路货运效率的提升和重载过程中的更新改造，货车业务在未来几年将保持平稳。09 年受金融危机的影响货车业务出现大幅下滑，同比下降 33%，但是 10 年我们预计收入将增长 12% 达到 66 亿元。

图表 24. 货车业务收入预测



资料来源：公司数据及中银国际研究预测

北车制造的城轨地铁车辆占当时国内在用城轨地铁车辆总数的 50% 以上，在各城轨地铁制造厂家中位居第一

城轨地铁业务

北车城轨地铁车辆产品设计水平已迈入世界先进水平行列。截至 2009 年 6 月底，全国 10 个城市已开通了城轨，在用车辆 4,000 多辆，公司制造的城轨地铁车辆占当时国内在用城轨地铁车辆总数的 50% 以上，在各城轨地铁制造厂家中位居第一。2008 年 12 月，公司下属的长客股份公司凭借先进的技术、制造和管理能力以及优良的地铁车辆制造供货业绩，获得了 10 列共计 80 辆香港地铁的销售合同。该合同的签订，标志着国内企业首次进入国际高端城轨地铁车辆市场。

随着城市轨道交通的发展，城轨地铁业务将有很大的发展空间，很多大中城市为改善交通拥堵状况、减少污染，都在积极发展以城市轨道交通为主的城市公共交通体系。至2010年，规划建设地铁和城市轻轨线路达55条，总长度约1,500公里，需新增车辆超过6,000辆，至2015年的规划线路长度是2,400公里，投资规模近7,000亿，目前已完成了1,000亿元投资。

城轨地铁业务09和10年的收入增长速度将达到40%，收入将分别达到24亿元和33亿元。

图表 25. 城轨地铁收入预测



资料来源：公司数据及中银国际研究预测

其他业务

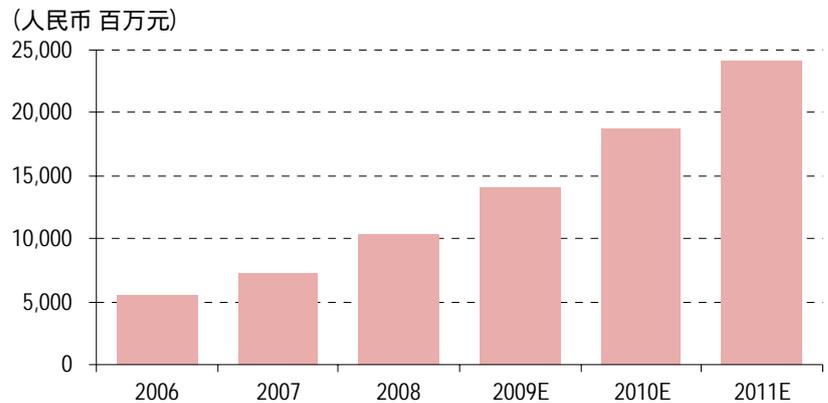
公司积极发挥核心技术优势，拓展延伸产业，承担了铁路钢轨打磨列车和路基处理车两个技术引进项目，培育了新的业务增长点。公司与以西南交通大学为主的研究机构合作研发了国内目前吨位最大的160吨伸缩臂铁路起重机。

依托轨道交通装备的变流、电机、控制等核心技术方面的优势，公司2001年就已成功进入风电设备和油田电机市场。公司主持了风电设备电机国家标准的起草，拥有国内领先水平的风电设备电机技术。另外，公司借助多年来铁路机车行业的系统控制及变流技术积累，自主研发了750千瓦风电控制系统。2008年又融入引进技术对该变频器的软硬件进行优化，进一步达到了工程化水平，目前也已在内蒙风电场完成装机试验，其各项性能指标达到了替代进口的水平。

北车旗下的永济电机公司在风力发电电机市场领域发展较快，09年上半年风力发电电机占国产市场份额50%以上

北车旗下的永济电机公司在风力发电电机市场领域发展较快，电机产品功率等级覆盖 600 千瓦、750 千瓦、800 千瓦、1 兆瓦、1.5 兆瓦、2 兆瓦、3 兆瓦系列，基本满足我国风电设备制造业对各等级电机产品的需求。2008 年共销售风力发电电机 1,953 台，占当年销售的国产风力发电电机装机总容量的 56%。2009 年上半年，公司的风力发电电机占国内三大集成生产商当年采购国产电机装机容量的一半以上，技术和产品处于国内领先地位。目前该公司拥有风力发电电机用户 20 家，1.5 兆瓦变流控制系统已装机试运行，正在开发的 2.5 兆瓦、3 兆瓦风力发电电机将为企业的持续发展提供强劲的动力。另外，其生产的机电产品还包括内燃机/电力机车、动车组、城轨地铁的牵引电机、变流装置、电器系统等。我们预测 09 年其他业务收入将超过 141 亿元，10 年将达到 187 亿元。

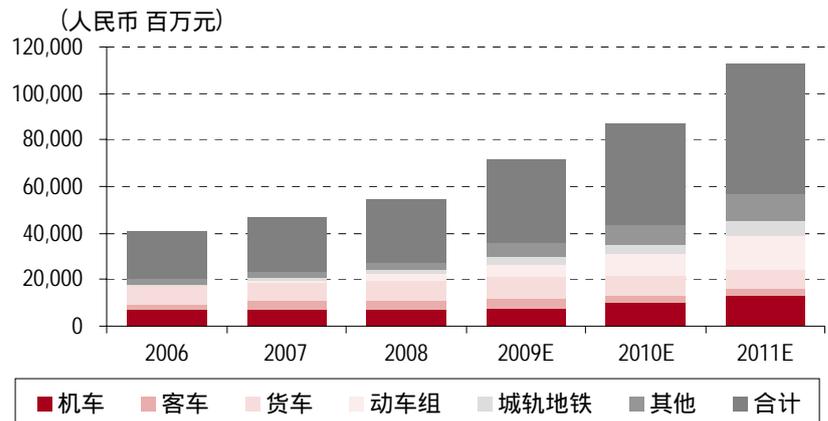
图表 26. 其他业务收入预测



资料来源：公司数据及中银国际研究预测

总体而言，未来 5-10 年铁路设备行业将处于行业景气高峰，铁路设备商将直接受益于国家大力投资铁路行业，我们认为 10 和 11 年的公司销售收入保持快速增长，预计 10 年销售额达到 518 亿元，同比增长 31%，预计 11 年销售额超过 674 亿元，同比增长 30%。

图表 27. 主营业务收入增长



资料来源：公司数据及中银国际研究预测

利润率分析

我们预计未来两年公司毛利率将保持平稳并略有上升，这主要得益于产品结构的优化，高端产品比如大功率电力机车和动车组的销售占比增加

铁路设备行业是一个比较特殊的行业，铁道部每次招标会综合考虑上下游的经营状况，将销售价格控制在合理的范围内波动，因此国内铁路设备业务的毛利一直以来相对比较稳定。不过铁道部提价过程通常均有一定的滞后，因此公司毛利率还是会有短期的波动。

原材料成本占公司生产成本的比重较高，而且公司的生产周期较长，一般情况下合约都是闭口合同。公司产品种类众多，不同产品受原材料的影响也不尽相同，比如钢材占机车和动车组的成本比重较少，大约 7% 左右，而钢材占货车成本比重非常大，可能在 40-50%。08 年在钢材价格大涨之后，铁道部及时上调了销售价格，基本可以覆盖原材料成本的上涨。总体来看，我们估计未来两年公司的整体毛利率水平保持在 14-15% 左右。

图表 28. 公司的毛利润率水平



资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要风险

客户相对集中的风险

铁路设备市场是一个典型的一对多的市场，市场需求主体是铁道部，市场供应主体则有很多家企业，铁道部通过招标方式进行车辆和配件采购，这样的市场格局就决定了生产企业产品定价能力偏弱，铁道部是市场的主导者，生产企业不存在非常高的利润率。

原材料价格波动的风险

铁路车辆和部件在运营过程中，安全性是最重要的指标，因此铁道部对于产品质量要求非常高，对生产厂家实行产品质量认证体系。铁道部不允许行业内因为过度的价格竞争而影响到产品质量的情况出现，因此铁路设备行业的价格竞争并不是非常激烈，而且受外来新进入者的威胁不大。如果原材料价格大幅上涨的话，铁道部会在招标采购中考虑到生产企业的成本因素并相应提高产品招标价格，但是铁道部提高产品售价一般都有一段时间的滞后，因此在一段时间内生产企业需要承担一部分的风险。

市场竞争加剧的风险

铁路行业需要巨大的资金投入和很长的技术积累，因此行业内的竞争相对比较稳定，并没有新的进入者以及产能过剩的问题，但是和国际品牌竞争的时候，国内企业在规模、研发力量和经验积累等方面与跨国企业均存在一定的差距。目前国家已经明确规定了高速铁路的国产化率标准，预计在很多大型项目中设备的采购方面会优先考虑和扶持国内的生产企业。

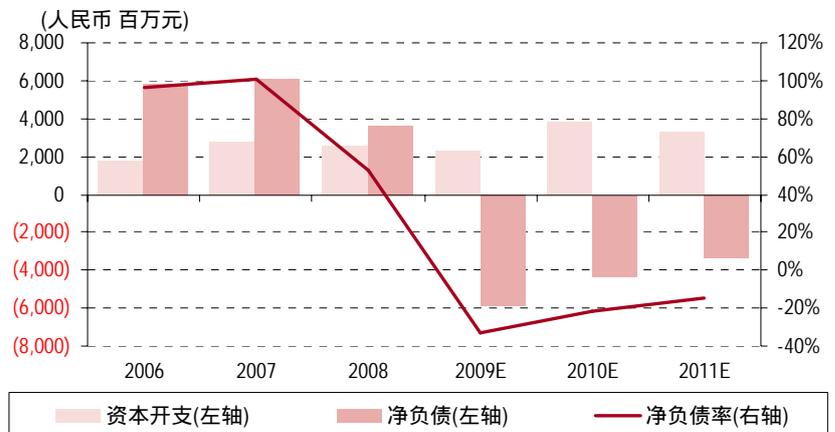
财务状况

09年公司通过资本市场募集了超过130亿元人民币,不仅缓解了资金方面的需求并且为公司未来发展打下重要基础

铁路设备企业由于每年需要投入大量资金进行技术改造和研发,因此上市前公司的负债率较高,并且受到资金方面的制约,在技术改造和设备投资比较有限,导致产能和技术无法满足市场的需求,不过公司的经营活动现金流一直比较充足。

09年公司通过资本市场募集了超过130亿元人民币,不仅缓解了资金方面的需求,同时也为公司未来的发展打下重要基础。由于未来几年募集资金项目的逐渐投产,公司在设备上有很大的投入,因此我们认为在未来3年内公司的资本开支将保持在比较高的水平——我们预计09年资本开支在24亿元,10年资本开支为38亿元,11年资本开支达到33亿元水平。公司充足的募集资金和稳定的现金流将保证其未来几年的资本开支。我们预计公司09年、10年和11年将保持在净现金的水平上。

图表 29. 净负债 (现金)及资本开支



资料来源：公司数据及中银国际研究预测

图表 30. 募集资金项目

类别	项目名称	实施单位	总投资(亿元)	募集资金额度(亿元)
高速动车组	时速 350 公里动车组平台	北车长客	20.5	13.1
	时速 300 公里动车组国产化	唐山客车	7.5	1.8
	时速 300 公里动车组仓储系统	唐山客车	0.9	0.9
	时速 200 公里动车组国产化	长客股份	5	1.6
	高速列车系统集成国家工程实验室	长客股份	1.3	1.1
	时速 300 公里动车组转向架技术吸收消化	长客股份	1	1
大功率电力、内燃机车	六轴大功率交流传动电力机车国产化	同车公司	4	3.9
	9600KW 大功率交流传动电力机车技术改造	大连车辆	4.6	4.5
	六轴大功率交流传动电力机车技术改造	二七装备	4.8	2
	大功率交流传动内燃机车国产化	大连车辆	5	4.8
铁路工程机械 系统及关键零部件	大型养路工程机械国产化	二七装备	2	2
	大功率交流机车微机网络控制系统国产化	大连所公司	1	0.6
	时速 200 公里动车组配套网络系统国产化	四方所公司	1.2	0.3
货车	电力牵引核心技术自主创新	电牵研发中心	0.9	0.9
	提高铁路货车水平及关键零部件技术改造	齐齐哈尔装备	3.6	2.2
	建设铁路货车研发中心和组装基地	齐齐哈尔装备	2.2	1.6
提升国际竞争力	出口铁路客车技术改造	长客股份	3.8	3.6
提高工艺水平	提高 70 吨级铁路新型罐车	西安装备	2.2	2
	新型电力机车检修	太原装备	3.3	3.1
	快速重载铁路货车研发	齐齐哈尔装备	2.7	0.9
多元产品开发	风电研发中心	永济电机	10	5.3
	大型钢结构及智能化装配设备	济南装备	3	2.7
	列车电器产品和空气弹簧技术改造	四方所公司	3.9	2.9
信息化系统	整体信息化工程	中国北车	6	1.6
	合计		100.4	64.4

资料来源：公司数据

估值

中国北车是铁路设备行业中的龙头企业，为配合国家对铁路以及城市轨道交通的加大投入，公司将逐渐扩大为铁路配套机车、动车组、城轨地铁车辆产品的产能。公司目前的产品符合未来铁路高速和重载的发展方向，并且具有自主知识产权，可以应用于高速铁路、城轨交通和重载运输线等项目中，因此产品需求有保障。从销售收入来看，公司的在手订单已经锁定了未来 2 年的收入，而且从目前铁道部加快投资来看，新增订单的速度将不断加快；从成本来看，铁道部在质量和安全第一的标准下给予设备企业一定的利润空间，能够保证公司利润率的稳定，因此相比其他机械类上市公司，应该给予北车一定的估值溢价。

基于 2010 年 25 倍市盈率，对应目标价 6.60 元，给予买入评级

考虑公开发行对于股本的增厚，我们预测公司 2009、2010、2011 年的每股收益分别为 0.23 元、0.26 元和 0.34 元。目前 A 股上市的中国南车 2010 年市盈率为 25 倍，鉴于中国北车在行业中相似的地位及未来的成长性，我们认为北车的估值应该和南车的基本一致，基于 2010 年 25 倍市盈率，对应目标价 6.60 元，给予买入评级。

图表 31. 估值比较

公司名称	评级	每股收益 (人民币)			市盈率 (倍)		净资产收益率 (%)		每股收益增长率 (%)		市净率 (倍)	
		2008	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E
铁路相关设备												
中国南车-A 股	买入	0.12	0.15	0.21	36.4	25.4	9.8	12.7	27.4	43.6	3.6	3.2
晋西车轴	持有	0.74	0.41	0.53	50.1	39.3	4.8	5.9	(43.7)	27.4	2.4	2.3
时代新材	买入	0.26	0.47	0.66	45.7	32.5	17.7	20.8	77.5	40.7	8.1	6.8
平均值		0.37	0.34	0.47	44.1	32.4	10.8	13.1	20.4	37.2	4.7	4.1
其他机械												
太原重工	买入	0.76	0.79	0.89	21.0	18.6	19.6	18.6	4.2	13.0	4.1	3.5
华锐铸钢	买入	0.60	0.85	1.05	31.0	25.0	16.3	16.7	41.0	23.8	5.1	4.2
三一重工	买入	0.83	1.42	1.85	26.1	20.0	23.3	24.5	71.5	30.4	6.1	4.9
山河智能	持有	0.19	0.36	0.47	54.7	42.0	7.3	9.0	89.4	30.4	4.0	3.8
山推股份	买入	0.66	0.63	0.74	20.2	17.2	14.8	15.3	(4.5)	17.2	3.0	2.6
中联重科	买入	0.94	1.31	1.73	19.5	14.7	30.7	29.5	39.2	32.4	6.0	4.3
柳工	买入	0.60	1.05	1.21	20.6	18.0	17.1	17.2	76.4	15.0	3.6	3.1
安徽合力	持有	0.53	0.20	0.35	67.5	39.6	3.4	5.6	(61.4)	70.5	2.3	2.2
秦川发展	持有	0.21	0.26	0.32	43.2	35.1	8.8	9.7	24.0	23.0	2.7	2.4
昆明机床	买入	0.65	0.64	0.69	22.9	21.2	22.7	20.3	(2.3)	8.1	5.2	4.3
天地科技	买入	0.76	0.90	1.03	36.1	31.3	30.0	25.1	17.8	15.2	9.8	7.9
天马股份	买入	0.95	1.06	1.30	27.2	22.1	25.9	25.8	11.3	23.2	7.0	5.7
科达机电	买入	0.35	0.37	0.55	62.8	42.1	13.4	17.1	3.2	49.2	8.4	7.2
盾安环境	买入	0.46	0.48	0.64	33.7	25.2	12.9	15.0	3.6	33.5	4.3	3.8
平均值		0.61	0.74	0.92	34.7	26.6	17.6	17.8	22.4	27.5	5.1	4.3
中国北车	买入	0.19	0.23	0.26	24.9	21.8	6.3	9.3	19.0	14.2	1.6	2.0

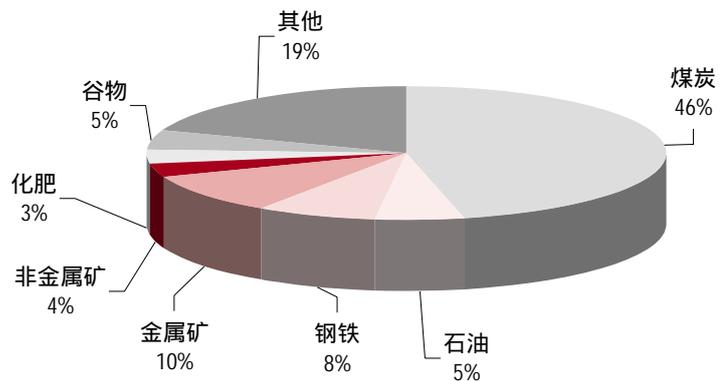
资料来源：中银国际研究预测

附录一、中国铁路运输瓶颈

铁路运输在中国一直占有很重要的地位。2008 年铁路大约承担全国 34%的客运量以及 24%的货运任务。铁路运输与其他运输方式相比，在运输的经济性、能耗、污染程度以及便捷性方面具有一定的优势。铁路运输量大，一列货物列车一般能运送 5,000 吨货物甚至更多，是航空和公路无法比拟的。铁路运输成本也较低，大概是汽车运费的几分之一，而且更为准时，受天气情况的影响较小，更加安全可靠。

铁路运输货物以煤炭和钢铁等大宗物资为主，随着中国电力装机容量上升，未来煤炭需求还会不断增加，钢铁产量以及各类矿石的需求也将保持飞速增长；客运方面，中国庞大的人口基数以及广阔的国土面积也决定了铁路运输的重要性。

图表 32. 货物运输的产品分类



资料来源：CEIC 及中银国际研究预测

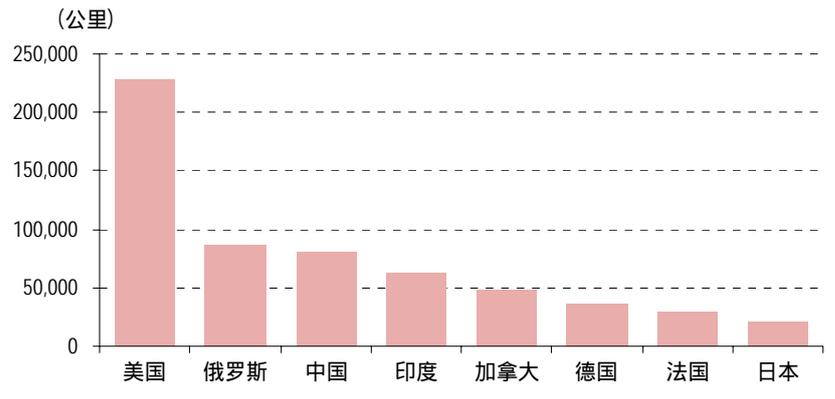
图表 33. 各类运输方式对比

	速度	能耗	运输费用	天气影响	特点
铁路	较快	较低	较低	较小	综合水平最佳的运输方式，应成为主流运输方式
公路	较慢	较高	较高	较大	最便捷，可实现门到门服务，能耗高，不经济
航空	最快	最高	最高	较大	最快速，但成本也很高，不适合大宗商品
水运	最慢	最低	最低	较小	最经济的运输方式，但不适合内陆运输

资料来源：中银国际研究

但是，我国铁路基础设施建设目前已经远远落后于经济高速发展带来的运输需求，并且直接导致铁路运力紧张。中国 2008 年底的铁路营运总里程达到 8 万公里，这一长度在世界范围内排在美国和俄罗斯后位列第三，从人口、面积和经济发展水平来看，中国的现有铁路里程还有很大的提升空间。

图表 34. 世界主要国家铁路运营里程



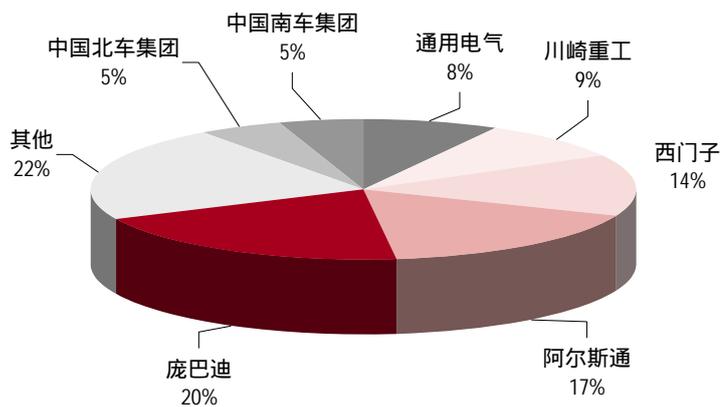
资料来源：CEIC 及中银国际研究预测

附录二、全球铁路行业发展现状

根据欧洲铁路行业协会 (UNIFE) 的统计, 08 年全球轨道交通装备市场年均容量高达 740 亿欧元。西欧、北美和亚太地区是最大的三个市场, 共占超过 80% 的市场份额, 欧洲占了 38% 的市场份额, 北美和亚太分别约占 22% 和 21%。

UNIFE 预测到 2016 年之前整个铁路设备市场保持 2.5% 到 3% 的年均增速, 到 2016 年整个行业的规模将达到 1,110 亿欧元, 并预计亚太市场将超过北美成为全球第二大的铁路设备市场。

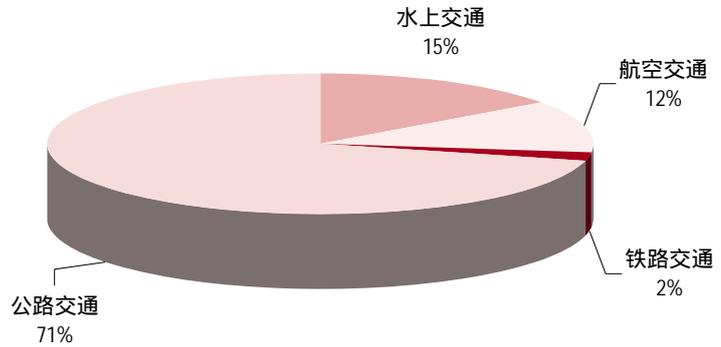
图表 35. 全球铁路设备制造商市场份额



资料来源: UNIFE 及中银国际研究

在减少温室气体排放的背景下, 欧洲正计划大力发展铁路运输, 主要是建设泛欧洲铁路交通网。根据欧盟委员会的预测, 铁路网的建设对 GDP 贡献 0.2~0.3%, 并产生 100 万个永久就业岗位和 300 万个临时就业岗位, 每年节省旅途开支 80 亿欧元, 交通堵塞减少 14%, 并且减少 4% 的温室气体排放。根据欧盟的数据, 交通大概占了欧盟整个二氧化碳排放量的 27%, 而其中公路交通占了大概 72% 的二氧化碳排放。

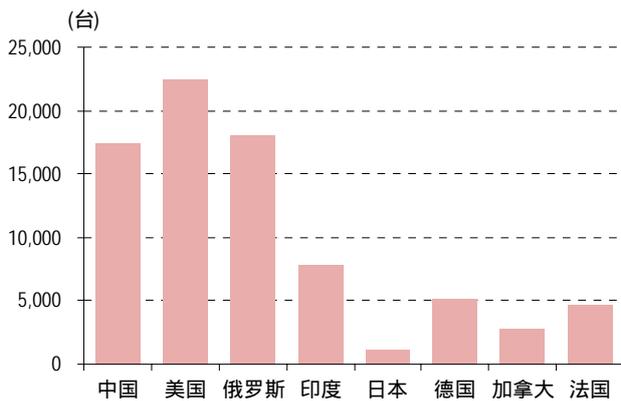
图表 36. 欧盟各交通方式的二氧化碳排放比重



资料来源：UNIFE 及中银国际研究

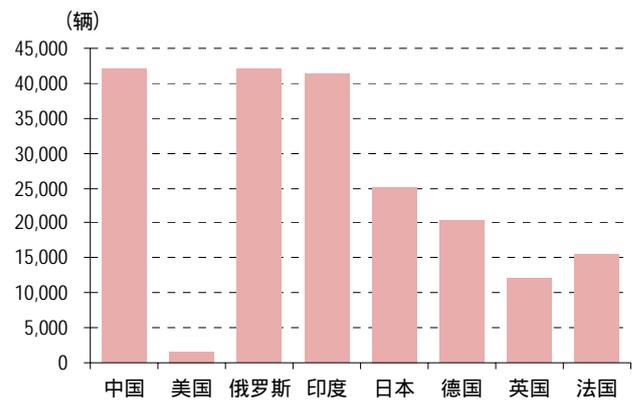
欧盟委员会确定的欧洲交通网有 14 个优先项目，总投资约为 910 亿欧元，计划到 2010 年逐步在共同体范围内实施。其中，约 80% 用于铁路高速运输和传统的铁路运输工程，10% 用于公路新建工程，9% 用于两种交通工具的联结工程。届时欧洲高速铁路网将基本建成。总体上将实现欧共体所提出的“2010 年欧洲高速铁路网总体规划”，即修建 12,900km 高速铁路新线，改造 15,000km 既有线及 1,200km 联络线。

图表 37. 机车拥有量比较



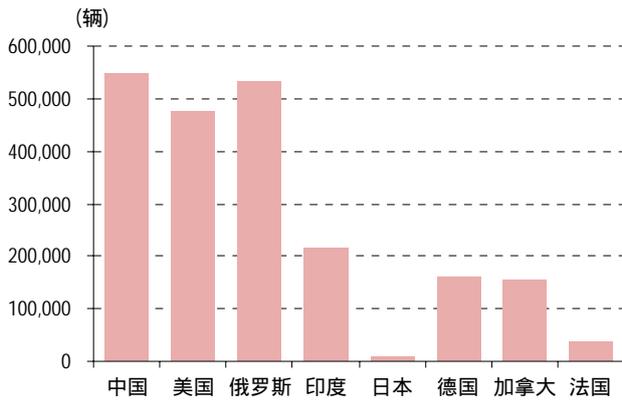
资料来源：《中国铁道年鉴》、中银国际研究

图表 38. 客车拥有量比较



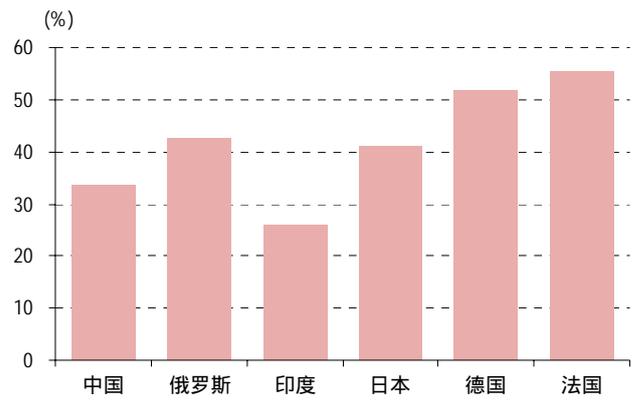
资料来源：《中国铁道年鉴》、中银国际研究

图表 39. 货车拥有量比较



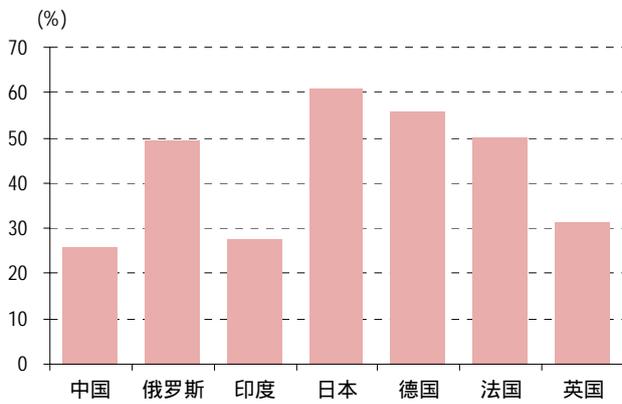
资料来源：《中国铁道年鉴》、中银国际研究

图表 40. 复线率比较



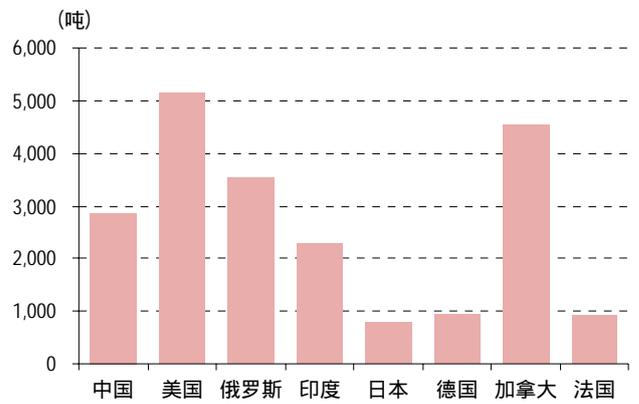
资料来源：《中国铁道年鉴》、中银国际研究

图表 41. 电气化率比较



资料来源：《中国铁道年鉴》、中银国际研究

图表 42. 货车载重比较



资料来源：《中国铁道年鉴》、中银国际研究

附录三、财务数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	26,371	34,711	39,636	51,833	67,362
销售成本	(22,173)	(29,640)	(33,816)	(43,963)	(57,134)
经营费用	(1,595)	(2,516)	(2,609)	(3,549)	(4,847)
息税折旧前利润	2,604	2,555	3,211	4,322	5,381
折旧及摊销	(951)	(858)	(1,332)	(1,605)	(1,918)
经营利润 (息税前利润)	1,653	1,697	1,879	2,717	3,464
净利息收入/(费用)	(247)	(595)	(213)	(51)	(24)
其他收益/(损失)	201	329	132	193	261
税前利润	1,607	1,430	1,798	2,858	3,701
所得税	(241)	(155)	(270)	(429)	(555)
少数股东权益	(140)	(144)	(159)	(230)	(294)
净利润	1,226	1,131	1,369	2,199	2,852
核心净利润	1,226	1,131	1,369	2,199	2,852
每股收益(人民币)	0.211	0.195	0.232	0.265	0.344
核心每股收益(人民币)	0.211	0.195	0.232	0.265	0.344
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.025	0.040	0.052
收入增长(%)	26	32	14	31	30
息税前利润增长(%)	44	3	11	45	27
息税折旧前利润增长(%)	33	(2)	26	35	25
每股收益增长(%)	76	(8)	19	14	30
核心每股收益增长(%)	76	(8)	19	14	30

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	2,324	2,527	15,223	13,120	11,597
应收帐款	5,251	8,044	9,587	13,063	17,659
库存	7,081	9,346	11,134	15,074	20,370
其他流动资产	3,135	4,467	5,061	6,496	8,359
流动资产总计	17,792	24,385	41,006	47,753	57,985
固定资产	7,782	9,831	11,180	13,436	14,826
无形资产	6,248	6,006	5,682	5,641	5,602
其他长期资产	7,485	7,133	6,999	7,185	7,420
长期资产总计	15,268	16,964	18,179	20,621	22,246
总资产	33,059	41,349	59,185	68,375	80,231
应付帐款	9,782	13,065	14,827	19,155	24,738
短期债务	400	463	513	563	613
其他流动负债	11,169	14,852	16,403	19,715	23,821
流动负债总计	21,351	28,380	31,743	39,434	49,173
长期借款	2,975	2,975	2,375	1,775	1,175
其他长期负债	2,701	2,674	2,674	2,674	2,674
股本	5,800	5,800	8,300	8,300	8,300
储备	233	1,019	13,433	15,302	17,726
股东权益	6,033	6,819	21,733	23,602	26,026
少数股东权益	0	500	659	890	1,183
总负债及权益	33,059	41,349	59,185	68,375	80,231
每股帐面价值(人民币)	1.04	1.18	2.62	2.84	3.14
每股有形资产(人民币)	(0.04)	0.14	1.93	2.16	2.46
每股净负债/(现金)(人民币)	0.18	0.16	(1.49)	(1.30)	(1.18)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	1,607	1,430	1,798	2,858	3,701
折旧与摊销	951	858	1,332	1,605	1,918
净利息费用	247	595	213	51	24
运营资本变动	170	1,144	(818)	(1,335)	(2,164)
税金	(241)	(155)	(270)	(429)	(555)
其他经营现金流	(361)	712	1,142	1,378	1,645
经营活动产生的现金流	1,422	3,726	2,066	2,523	2,650
购买固定资产净值	(2,773)	(2,582)	(2,357)	(3,820)	(3,270)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	483	0	0	0
投资活动产生的现金流	(2,773)	(2,099)	(2,357)	(3,820)	(3,270)
净增权益	0	0	13,750	0	0
净增债务	270	(6,888)	(550)	(550)	(550)
支付股息	0	(946)	0	(205)	(330)
其他融资现金流	1,740	6,411	(213)	(51)	(24)
融资活动产生的现金流	2,010	(1,423)	12,987	(806)	(904)
现金变动	658	203	12,696	(2,103)	(1,524)
期初现金	1,666	2,324	2,527	15,223	13,120
公司自由现金流	(1,352)	1,639	(266)	(1,155)	(496)
权益自由现金流	(1,329)	(5,857)	(1,054)	(1,898)	(1,194)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	9.9	7.4	8.1	8.3	8.0
息税前利润率	6.3	4.9	4.7	5.2	5.1
税前利润率	6.1	4.1	4.5	5.5	5.5
净利率	4.6	3.3	3.5	4.2	4.2
流动性(倍)					
流动比率	0.8	0.9	1.3	1.2	1.2
利息覆盖率	6.7	2.8	7.9	14.1	23.5
净权益负债率(%)	17.4	12.4	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.5	0.5	0.9	0.8	0.8
估值(倍)					
市盈率	27.4	29.6	24.9	21.8	16.8
核心业务市盈率	27.4	29.6	24.9	21.8	16.8
目标价对应核心业务市盈率	59.6	64.6	54.3	47.6	36.7
市净率	5.6	4.9	2.2	2.0	1.8
价格/现金流	23.6	9.0	16.5	19.0	18.1
企业价值/息税折旧前利润	13.3	13.7	11.3	8.8	7.3
周转率					
存货周转天数	105.9	101.1	110.5	108.8	113.2
应收帐款周转天数	65.5	69.9	81.2	79.7	83.2
应付帐款周转天数	122.1	120.1	128.4	119.6	118.9
回报率(%)					
股息支付率	0.0	0.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率	20.3	17.6	9.6	9.7	11.5
资产收益率	4.5	4.1	3.2	3.6	4.0
已运用资本收益率	17.8	17.0	10.6	11.0	12.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

三一重工 (600031.SS/人民币 37.07, 买入)
中联重科 (000157.SZ/人民币 25.40, 买入)
柳工 (000528.SZ/人民币 21.68, 买入)
山推股份 (000680.SZ/人民币 12.78, 买入)
安徽合力 (600761.SS/人民币 13.76, 持有)
山河智能 (002097.SZ/人民币 19.82, 持有)
太原重工 (600169.SS/人民币 16.63, 买入)
晋西车轴 (600495.SS/人民币 20.78, 持有)
秦川发展 (000837.SZ/人民币 11.24, 持有)
昆明机床(600806.SS/人民币 14.55, 买入)
天地科技 (600582.SS/人民币 32.39, 买入)
天马股份(002122.SZ/人民币 28.77, 买入)
科达机电(600499.SS/人民币 22.97, 买入)
中国南车 (601766.SS/人民币 5.43, 买入)
华锐铸钢(002204.SZ/人民币 26.34, 买入)
盾安环境(002011.SZ/人民币 16.22, 买入)
中国北车(601299.SS/人民币 5.78, 买入)

以 2010 年 1 月 7 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10% ;
卖出指预计该行业 (股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。
未有评级 (NR)。同步大市则指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述
指数在上下 10% 区间内波动

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 1 月 6 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下一个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371