中国北车 (601299)

分享行业高增长

增持/ 首次评级

股价：RMB5.38

分析师
吴凯
+755-82080067 wukaiyjs@lhzq.com

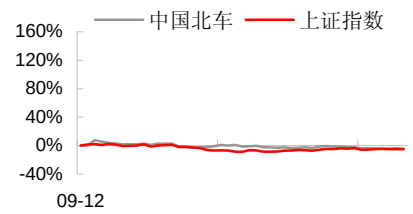
相关研究

- **铁路设备需求旺盛：**为适应和促进我国经济的发展，铁道部提出了 2012 年铁路营运历程 11 万公里和高速客运专线 1.3 万公里的发展规划。铁路网线建设为设备制造业的发展提供了良好的环境，按 2008 年底铁道部的规划，10~12 年铁路设备年均购置费用仍将维持在 1200~1400 亿元的水平，同 09 年相比，年均增幅在 30~35%。
- **动车将是未来铁路设备购置重点：**2010~2012 年，将是我国高速客运专线建设高峰期，期间年新增投资额在 3800~5600 亿元之间。如果按照设备购置金额占总投资额的 15~18%计算，每年用于设备购置的金额将维持在 580~900 亿元，这将为我国动车生产企业带来巨大的市场。
- **城轨地铁快速发展：**因具有快速、节能等多种优势，城市轨道交通成为解决城市化进程中交通堵塞、能源过耗、环境污染等问题的最佳途径。目前，全国已有 19 个城市的轨道交通线网规划得到国家批准，总投资超过 8000 亿元，规划建设轨道交通网络的城市总数达到 28 个。根据统计，到 2011 年我国城市轨道交通线路总长将达到 1848 公里。根据我们的预测，2011 年我国城轨地铁车辆的保有量将达到 9430 辆，是 2008 年的 2.08 倍，年均增幅在 30%左右。
- **北车驶向发展快车道：**同南车相比，公司在时速 350 公里及城轨地铁车辆领域具有相对优势，而未来 3~5 年正是上述两类项目建设密集时期，这将带动公司相关业务快速发展。公司机车业务将保持稳步增长，风电设备、铁路工程机械等非国铁产品也已成为公司的有益补充。海外市场的成功开拓也将成为公司长远发展的有力保障。
- **盈利预测与估值：**2009~2010 年公司的营业收入分别为 396.70、535.80 和 800.79 亿元，同比分别增长 14.3%、35.1%和 49.5%，对应 EPS 和 PE 分别为 0.16、0.23 和 0.35 元和 33.6、23.4 和 15.4 倍。考虑到我国铁路设备制造业将进入高速增长期，以及公司在行业中的龙头地位，结合不同估值方法，我们认为公司合理价位应在 5.98~6.85 元，首次“增持“评级。

基础数据

总股本（百万股）	8300
流通 A 股（百万股）	1625
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值(百万元)	8840

与上证指数对比走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值	2008A	2009H1	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	34710.7	14829.5	39669.5	53579.4	80079.2
(+/-%)	31.6	0.0	14.3	35.1	49.5
归属母公司净利润(百万元)	1130.7	383.8	1339.2	1912.1	2896.0
(+/-%)	52.3	0.0	18.4	42.8	52.6
EPS(元)	0.14	0.05	0.16	0.23	0.35
P/E(倍)	39.5	116.4	33.6	23.4	15.4

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

铁路设备需求旺盛 3
线网建设进入高峰期 3
动车领域 4
机车领域 5
货车领域 5
城轨地铁快速发展 6
北车——铁路设备制造业双雄之一 7
主营业务 7
主要竞争对手 8
领先的国内市场地位 9
强大的业务拓展能力 10
领先的技术优势和研发能力 11
盈利预测与估值 11
营业收入预测 11
产品毛利分析 13
估值 14
风险提示 15

铁路设备需求旺盛

线网建设进入高峰期

为适应和促进我国经济发展，铁路建设提出了多项发展目标。2008 年 11 月，在 2007 年制定的《综合交通网中长期发展规划》的基础上进一步明确，到 2020 年铁路网总规模将达到 12 万公里以上，复线率和电气化率分别达到 50%和 60%以上。

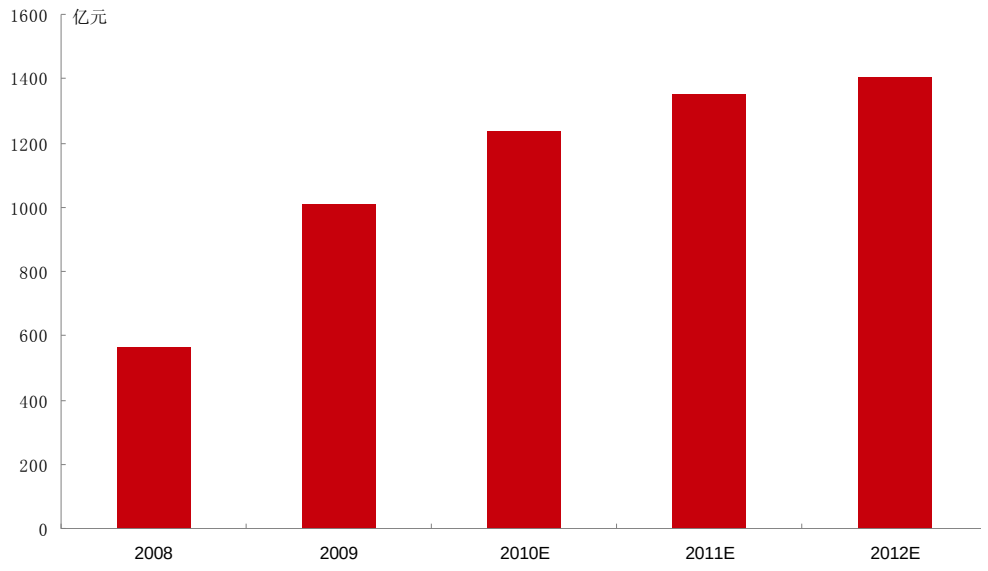
2008 年金融危机以来，铁道部进一步提出，2009 年至 2012 年铁路基础建设投资将达到年均 6000 亿元以上的水平。到 2012 年全国铁路营业里程将达到 11 万公里，复线率和电气化率将分别达到 50%以上，其中，时速 200 公里及以上客运专线及城际铁路里程达到 1.3 万公里。

表 1、我国铁路建设规划

		十五规划	十一五规划	2006~2020 中长期规划	2012 年目标
全国铁路营业里程	期末总计	75000	90000	120000	110000
	年均增加	1400	3000	3000	
客运专线	期末总计	——	7000	16000	13000
	年均增加	——	1400	1067	
复线	期末总计	25000	40500	60000	
	年均增加	1000	3100	2333	
电气化	期末总计	20000	40500	72000	
	年均增加	1020	4100	34667	

数据来源：九五、十五、十一五规划，中长期铁路网规划（2008 年调整），华泰联合证券研究所

图 1、我国铁路设备购置费预测（亿元）



数据来源：铁道部，华泰联合证券研究所

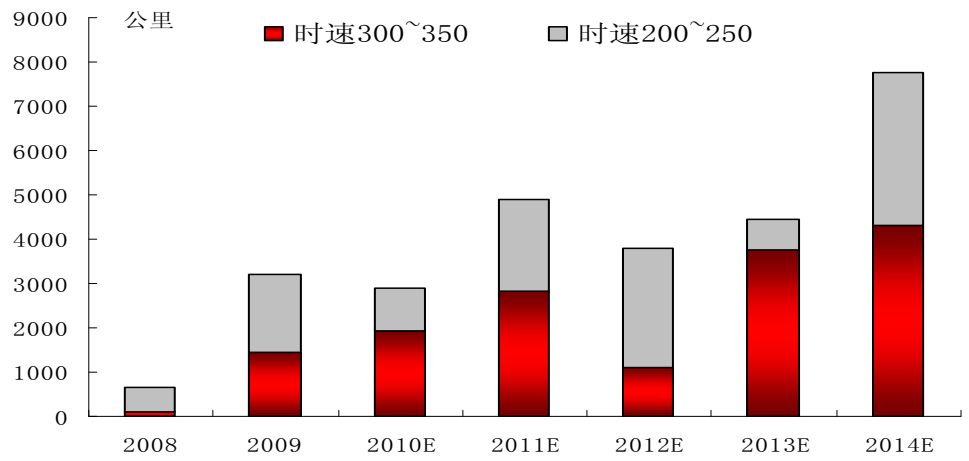
铁路建设为铁路机床车辆制造业的发展提供了良好的发展环境。按 2008 年底，铁道部公布的“未来四年计划共安排机车车辆购置投资约 5000 亿元”规划，以及 09 和 10 年已经公布数据，11~12 年铁路设备购置费用仍将维持在 1300~1400 亿元的水平。

我们认为，随着我国高速客运专线和货运通道的建成，未来铁道部机车车辆的采购将主要集中于动车组和大功率机车，这将为上述两种产品打来巨大的发展机遇。

动车领域

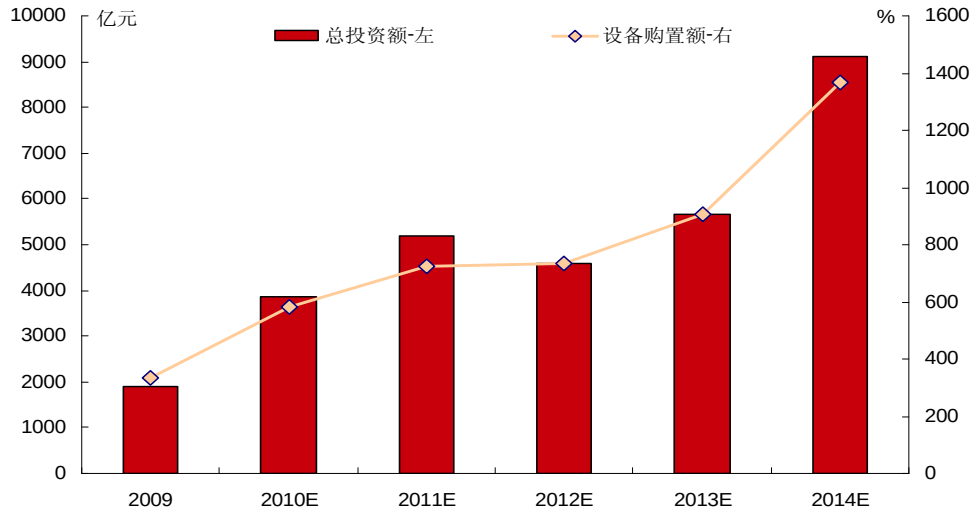
根据现有统计数据，到 2013 年我国时速 200 公里以上高速客运专线的营运总里程将接近 2 万公里，2010~2013 年，年均新增高速客运专线在 2800~4500 公里之间，期间年新增投资额在 3800~5600 亿元之间。如果按照设备购置金额占总投资额的 15%计算，每年用于设备购置的金额将维持在 580~900 亿元，这将为我国高速动车生产企业带来巨大的市场空间。

图 2、我国新增高速客运专线预测（公里）



数据来源：华泰联合证券研究所整理

图 3、新增高铁投资总额及设备购置金额预测（亿元）



数据来源：华泰联合证券研究所整理

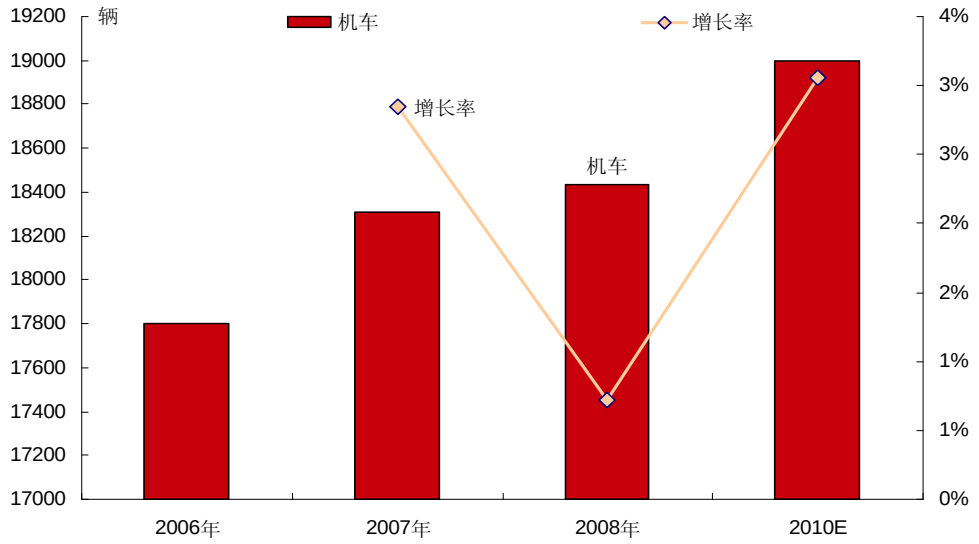
机车领域

随着铁路运输市场需求大幅上升，以及对运输能力和运输质量要求的提高，大功率机车市场需求日益扩大。2008 年新增机车中约有 380 台大功率机车，比 2006 年新增数有明显提高（2006 年新增机车中约有 200 台大功率机车）。

此外，伴随铁路电气化建设的快速推进，电力机车保有量增速加快。根据相关预测，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，未来两年电力机车的平均增长率约为 5%。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。

预计 2010 年机车保有量将达到 1.9 万台左右，较 2008 年底增加 1.52%。机车修理市场的业务量将随着机车保有量的增加在现有基础上有所增长。

图 4、我国铁路机车保有量及 2010 年预测（台，%）



数据来源：国家统计局，铁道部，华泰联合证券研究所

货车领域

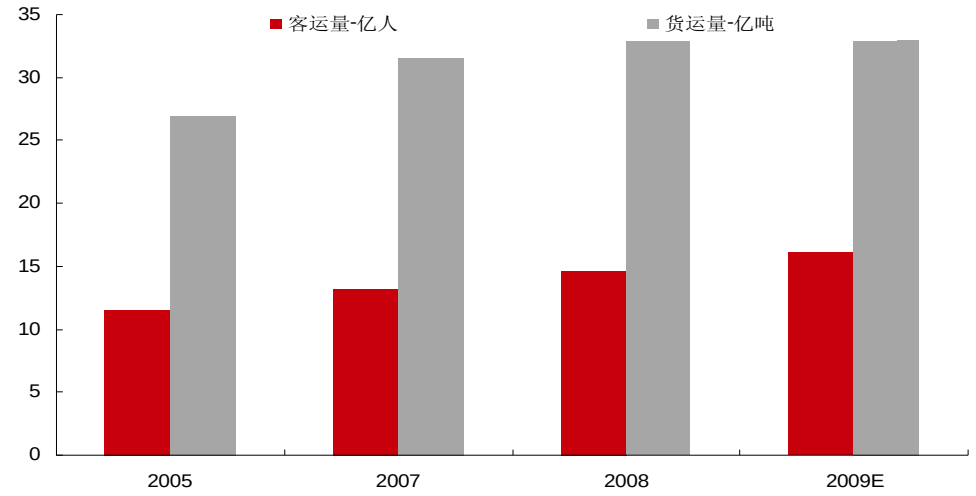
近几年，我国铁路货物发送量每年增加 2 亿吨以上，但仍有约 1/3 的铁路运输需求不能满足，“煤电油运”的瓶颈问题日益突出。据测算，到 2010 年，全国的货运总量为 198-230 亿吨，比“十五”末期增长 11.23%~25.3%，其中铁路承担的货运总量为 30-35 亿吨，这进一步增加了对铁路货车的需求。

预计到 2010 年国有铁路货车保有量可以达到 63 万辆左右，与 2008 年相比，货车保有量的年均增长速度为 3.6%，平均每年可增加 2 万辆左右。保有量的增长促进了货车修理业务保持一定幅度的增长。

此外，近几年中国铁路货车还经历了全面的技术更新换代。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。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，货车产品的单位附

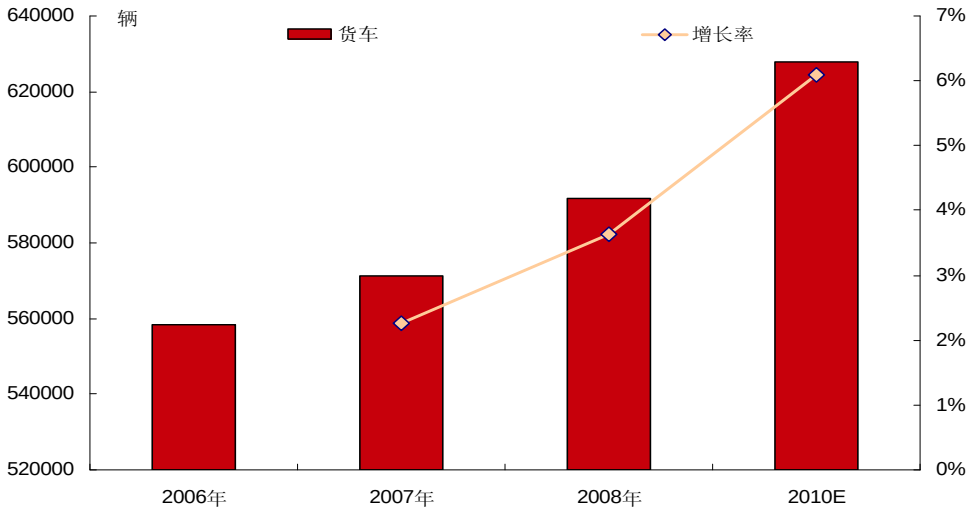
加值和单位产品销售收入也将相应提高。

图 5、我国铁路运输情况（亿人，亿吨）



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 6、我国铁路货车保有量及 2010 年预测（辆，%）



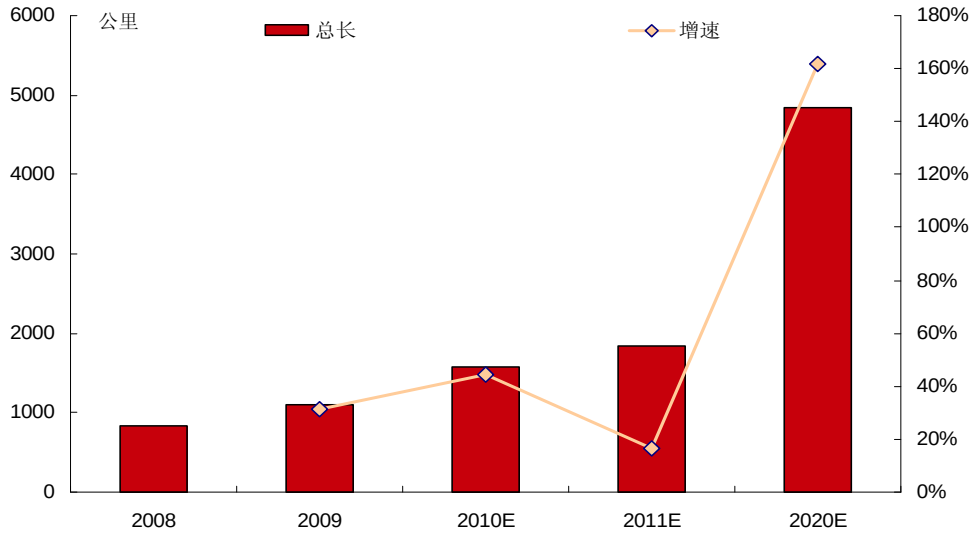
数据来源：国家统计局，铁道部，华泰联合证券研究所

城轨地铁快速发展

中国正经历着迅猛的城市化进程，预计到 2020 年城市人口占比将达到 50%，但在城市化进程中必将带来交通堵塞、能源过耗、环境污染等一系列社会问题，而发展城市轨道交通，将成为解决这些问题的最佳途径。

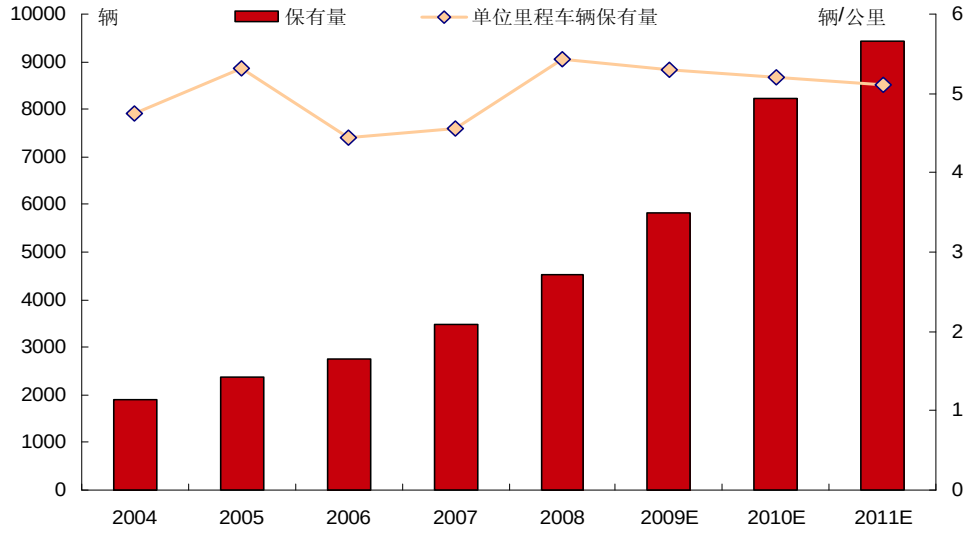
截至 2008 年底，我国已有 10 个城市拥有已建成的轨道交通线路 30 条，运营总里程 835 公里。目前，全国已有 19 个城市的轨道交通线网规划得到国家批准，总投资超过 8000 亿元，规划建设轨道交通网络的城市总数达到 28 个。根据统计，到 2011 年我国城市轨道交通线路总长将达到 1848 公里，而到 2020 年将达到近 5000 公里。

图 7、我国城轨地铁运行里程预测（公里，%）



数据来源：华泰联合证券研究所整理

图 8、我国城轨地铁保有量预测



数据来源：国家统计局，铁道部，华泰联合证券研究所

根据 2004~2008 我国城轨地铁车辆保有量以及 2009~2011 我国城轨地铁建设里程，我们预测 2011 年我国城轨地铁车辆的保有量将达到 9430 辆，是 2008 年的 2.08 倍。

北车——铁路设备制造业双雄之一

主营业务

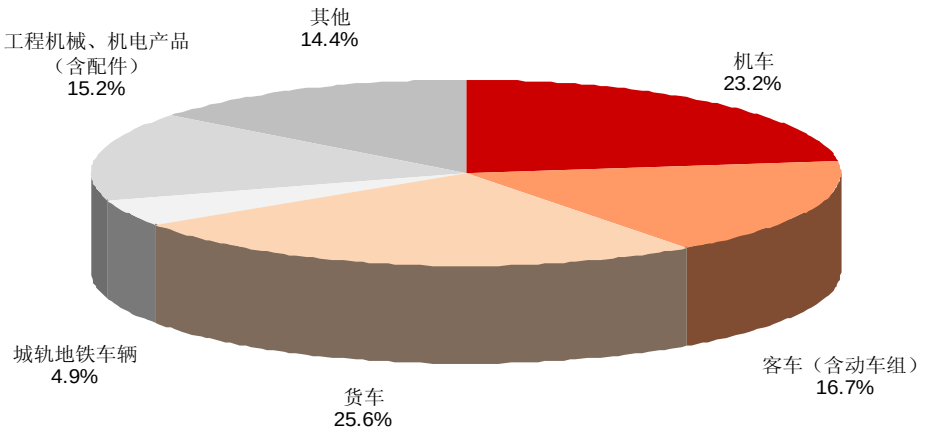
公司是我国两大铁路设备制造商之一，目前主要产品包括铁路机车、货车、动车组、地铁成规车辆以及工程机械和风力发电机等产品。

表 2、公司主营产品

版块	主要产品
机车	SS 系列直流传动电力机车和 DF 系列、CKD 系列直流传动内燃机车
客车、动车组	客车包括 25B、25G、25K 和 25T 等系列化产品，适合时速 120~160 公里/小时不同等级。 动车组包括时速 200 公里的 CRH5 和时速 350 公里的 CRH3。
货车	1、C70 为代表的敞车、棚车、罐车和漏斗车等系列； 2、以 C80 为代表的铝合金、不锈钢运煤敞车，正在试制时速 160 公里的铁路货车； 3、及正在研制 30 吨轴重敞车、棚车、罐车和漏斗车系列产品。
城轨地铁车辆	A 型地铁、B 型地铁、C 型城轨、L 型城轨、地铁客车、高架轻轨客车、磁悬浮客车等系列，产品跨越时速 80~160 公里等级。
工程机械装备	15~160 吨的铁路起重机；工矿机车、路基处理车和轨道打磨车
机电产品	1、交/直流内燃/电动机车、动车组、城轨地铁车辆配套的交/直流牵引电机等； 2、1~2 兆瓦风力发电机产品，在研 2.5 和 3 兆瓦风力发电机

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 9、公司营业收入构成（2008 年数据）（%）



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

主要竞争对手

公司在国内市场的主要竞争对手是南车集团。2000 年，中国铁路机车车辆工业总公司重组成北车集团和南车集团两个集团公司后，两集团业务领域相同，各自拥有自主开发、完整配套、设备先进、规模经营的轨道交通装备研发制造体系，轨道交通装备产品门类齐全，总体竞争实力相当。

来自国外的竞争者主要包括庞巴迪、阿尔斯通、西门子、通用电气、川崎重工等轨道交通运输装备整车和零配件生产商。由于产业政策和技术准入壁垒的限制，目前国外

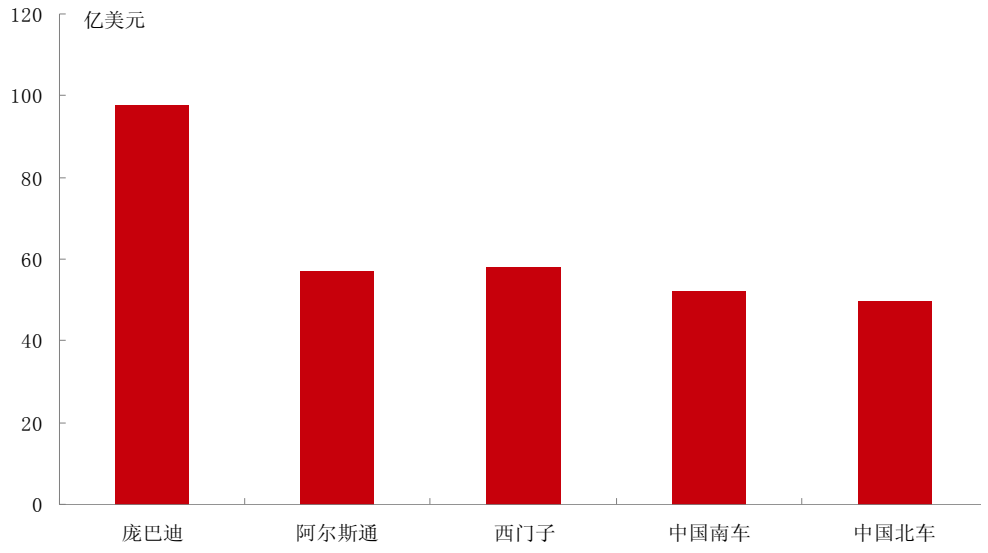
轨道交通装备制造企业尚不能在国内独立开展整车生产业务，但借助中国加入 WTO 及铁路跨越式发展的契机，以上企业通过合资设厂、技术输出、联合体投标等方式已经进入并拓展了中国市场，成为了国内轨道交通装备市场重要的参与者。

表 3、公司国内外主要竞争对手

	南车	柳车	西门子	阿尔斯通	庞巴迪	Trinnity
机车制造	✓		✓	✓	✓	
客车新造（含动车）	✓		✓	✓	✓	
货车新造	✓					✓
城轨地铁车辆新造	✓		✓	✓	✓	
机车修理	✓	✓				
客车修理	✓	✓				
货车修理	✓	✓				

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 10、2008 年公司主要竞争对手营业收入（亿美元）



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

注：该收入只包括交通运输部门的收入

领先的国内市场地位

公司动车组制造技术已成功进入高速领域，时速 300 公里的动车组产品将成为京沪高速的主力车型。截至 2009 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，公司下属唐山客车公司、长客股份公司与北京铁路局于 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，价值总额达 392 亿元。

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。截至 2009 年 6 月底，全国 10 个城市已开通了城轨，在用车辆 4000 多辆，公司制造的城轨地铁车辆占当时

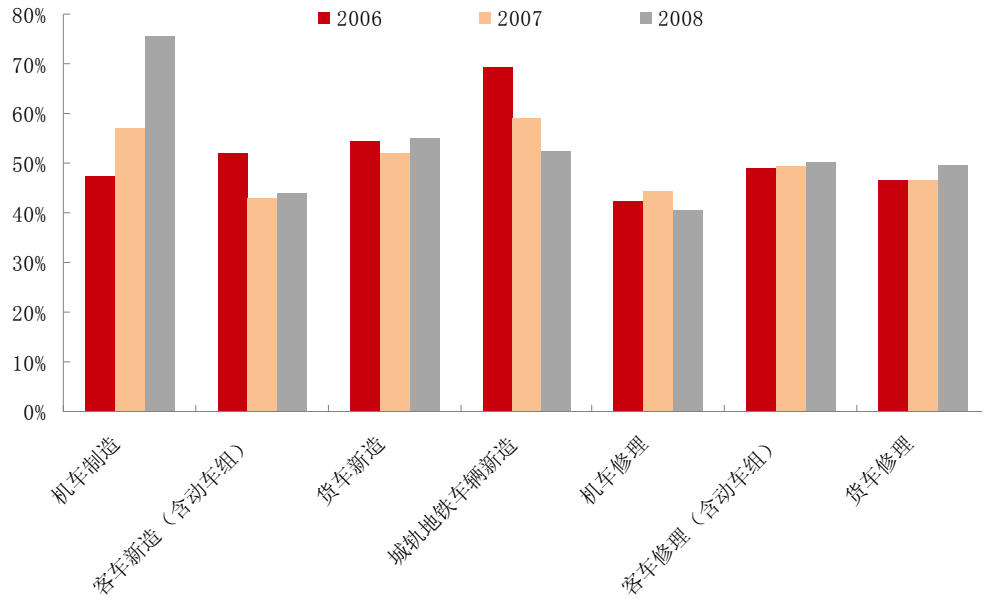
国内在用城轨地铁车辆总数的 50%以上，在各城轨地铁制造厂家中位居第一。

同时，根据最新公布的消息，公司同昆明、福建等地签署了战略合作协议，将在昆明、福建泉州等地区建设轨道交通装备维修组装基地。我们认为，西南、海西等地区有着巨大的城市轨道交通建设需求，未来公司将以昆明、泉州为中心辐射西南、海西等地区，为公司轨道交通业务发展奠定了良好基础。

工程机械装备方面，公司在铁路起重机械新造市场上具有明显优势，市场占有率在 2006-2008 年中一直保持着稳步上升的趋势，2008 年的市场份额达到 78.4%。在该业务板块内，本公司面临的主要国内外竞争对手是武桥重工集团股份有限公司、德国 Kirow 和 Gottwald 公司。

机电产品方面，公司在国内风电设备市场领域处于领跑地位。2008 年共销售风力发电电机 1953 台，占当年销售的国产风力发电机装机总容量的 56%。风电设备市场正处于蓬勃发展阶段，公司面临的国内主要竞争对手包括大连天元电机有限公司、兰州电机有限责任公司、株洲南车电机股份有限公司等。

图 11、公司各类产品市场份额（%）



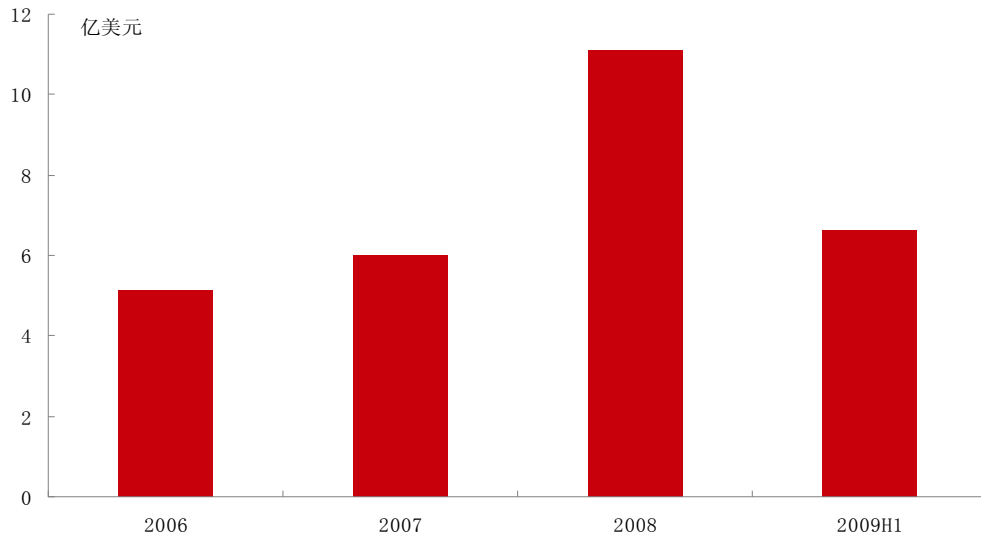
数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

强大的业务拓展能力

在路外市场方面，公司的主要路外客户为合资铁路、地方铁路、城轨交通运营商、港口或大型工矿企业。近年来各地方铁路和大型工矿、港口、能源企业（如大秦铁路、中国神华、中国石油、中国石化等）采购量逐年增长，其采购量占本公司销售收入比率也逐年增长。机车路外销售量由 2003 年 109 台上升到 2008 年的 290 台，增幅超过 166%。货车路外销售量由 2004 年 3466 辆上升到 2008 年的 7027 辆，增幅超过 103%。

公司还积极参与国际竞争，不仅拓展了哈萨克斯坦、伊朗等中西亚市场，而且向发达国家和地区市场批量出口了具有较高技术含量的客车、货车和城轨地铁车辆。

图 12、公司国外市场签约额（亿美元）



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

2008 年 12 月 10 日，公司获得了 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。目前公司产品出口的国家和地区已经从 2000 年的 20 多个增长到 2009 年的 50 多个，遍及北美、南美、东南亚以及澳大利亚等地。

近几年公司国外市场签约额迅速增长，2006 年为 6.01 亿美元，到 2008 年已经迅速上升至 11.09 亿美元。09 年 12 月，公司控股子公司长客公司分别同巴基斯坦和阿根廷签署了总价值 41 亿元的合同。

领先的技术优势和研发能力

公司拥有电力牵引、客车、货车和客车电气四个研发中心，机车和车辆两个专业研究所以及六个国家认定的企业技术中心，企业技术中心的数量居行业之首。

在主持行业标准的起草方面也具有明显的优势，公司正在主持能够代表中国铁路未来客货牵引产品先进水平的高速动车组、大功率交流传动电力机车及其牵引电动机等 3 个行业重要技术标准体系的研究。

公司还获得了国家科技进步奖特等奖 1 项，一等奖 2 项，二等奖 3 项，居行业领先；2007 年被国务院国资委授予“科技创新特别奖”，为行业独有，仅 15 家中央企业获此荣誉。

盈利预测与估值

营业收入预测

根据以上分析，我们认为，未来一段时间内，动车及地体城轨车辆将成为公司的主要增长点，机车和货车部分将保持较为平稳的增长，而工程机械和机电产品将是公司的有益补充。我们预测，2009~2010 年公司的营业收入分别为 396.70、535.80 和 800.79 亿元，同比增长分别为 14.3%、35.1%和 49.5%。

表 4、公司订单统计（亿元）

种类	订单量
机车产品	310
其中：内燃机车	*27*
电力机车	*283*
客车产品	21
动车组产品	455
城轨地铁产品	100
货车产品	23
相关多元产品	13
上市后新增	620
合计	1542

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表 5、公司营业收入预测（百万元）

			2008	2009E	2010E	2011E
机车	小计	收入小计	8045.40	9677.77	14252.20	16424.21
		增长率		20.3%	47.3%	15.2%
	新造	收入	6570.61	8085.00	12532.00	14532.00
		增长率		23.0%	55.0%	16.0%
	修理	收入	1474.79	1592.77	1720.20	1892.21
		增长率		8.0%	8.0%	10.0%
货车	小计	收入小计	8884.30	6975.47	8141.79	9154.95
		增长率		-21.5%	16.7%	12.4%
	新造	收入	7833.63	6240.00	7296.00	8140.00
		增长率		-20.3%	16.9%	11.6%
	修理	收入	1050.67	735.47	845.79	1014.95
		增长率		-30.0%	15.0%	20.0%
客车	小计	收入小计	2026.61	4079.63	3241.57	3302.98
		增长率		101.3%	-20.5%	1.9%
	新造	收入	1045.13	3000.00	2000.00	1900.00
		增长率		187.0%	-33.3%	-5.0%
	修理	收入	981.48	1079.63	1241.57	1402.98
		增长率		10.0%	15.0%	13.0%
动车组	新造	收入小计	3770.61	3897.60	9648.00	29920.00
		增长率		3.4%	147.5%	210.1%
城轨地铁	小计	收入小计	1694.72	2678.00	4038.00	5720.00
		增长率		58.0%	50.8%	41.7%
	新造	收入	1694.72	2668.00	3948.00	5460.00
		增长率		57.4%	48.0%	38.3%
	修理	收入	0.00	10.00	90.00	260.00
工程机械		收入小计	5285.97	6607.46	7928.96	8721.85

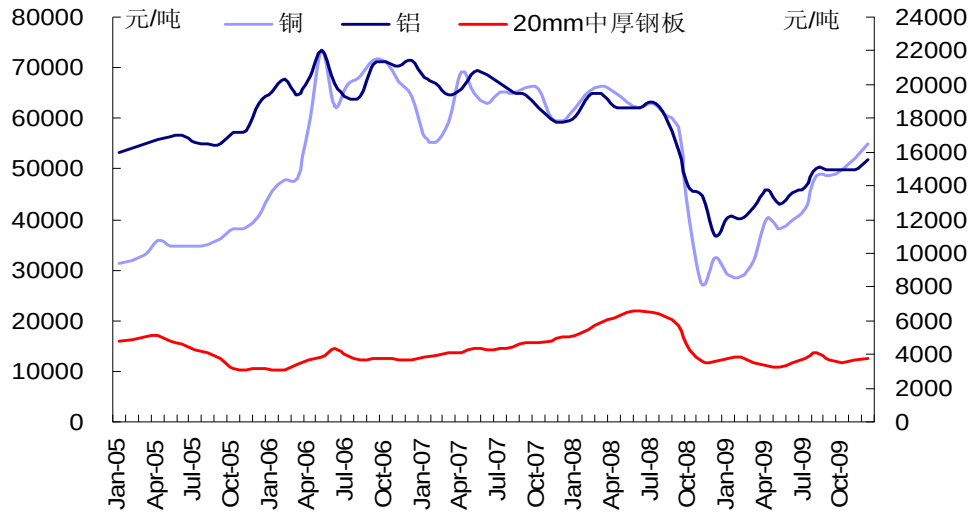
及其他	增长率		25.0%	20.0%	10.0%
材料销售	收入小计	5003.11	5753.58	6328.93	6835.25
及其他	增长率		15.0%	10.0%	8.0%
收入总计		34710.72	39669.51	53579.45	80079.24
增长率			14.3%	35.1%	49.5%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

产品毛利分析

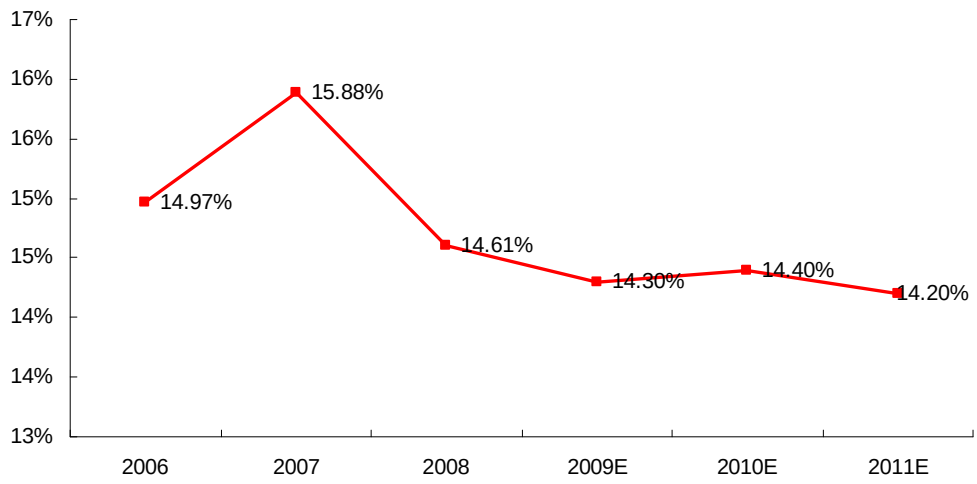
2006 年至 2008 年公司毛利率基本保持稳定，2009 年上半年毛利率与以前年度相比略有下降，主要是由于公司部分 CRH 系列动车组合同和城轨地铁合同尚在履行期间，导致上半年实际交付的产品结构中高毛利率产品占比有所下降所致。随着上述合同履行完毕、产品交付客户使用，公司 2009 年的毛利率将继续保持稳定。

图 13、公司主要原材料价格走势



数据来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 14、公司综合毛利预测（%）



数据来源：华泰联合证券研究所

原材料是公司营业成本的重要组成部分，公司生产经营所需要的原材料主要包括钢材、铝材和铜材。2009 年上半年度、2008 年度、2007 年度和 2006 年度，公司原材料成本分别占生产成本总额的 82.92%、83.58%、83.66%和 78.51%。比较历史和当前钢材、铝材和铜材的价格，我们认为，未来原材料价格大幅上涨的可能性较小，不会对公司产品毛利率产生较大影响。

09 年上半年公司产品综合毛利率为 13.6%，较前期有一定幅度的降低，这主要是由于产品交付结构所致，随着公司产品的升级换代，一级产品结构的不断优化，高毛利率产品的占比将会提升，未来公司综合毛利率有望有所恢复。我们预测，2009~2010 年公司毛利率分别为 14.3%、14.4%和 14.2%。

综上，我们预测 2009~2010 年公司 EPS（最新股本）分别为 0.16、0.23 和 0.35 元。

表 6、公司利润表预测（百万元）

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	34711	39670	53579	80079
营业成本	29507	33997	45864	68708
营业税金及附加	133	152	202	304
营业费用	599	606	865	1284
管理费用	2775	2856	4072	5846
财务费用	595	431	300	321
资产减值损失	61	73	71	70
投资净收益	165	200	230	300
营业利润	1205	1756	2434	3845
营业外收入	266	280	300	320
营业外支出	41	62	59	57
利润总额	1430	1973	2675	4108
所得税	155	287	371	559
净利润	1275	1686	2304	3549
少数股东损益	144	347	392	611
归属母公司净利润	1131	1339	1912	2939
EBITDA	2661	2686	3378	4891
EPS（元）	0.14	0.16	0.23	0.35

数据来源：华泰联合证券研究所

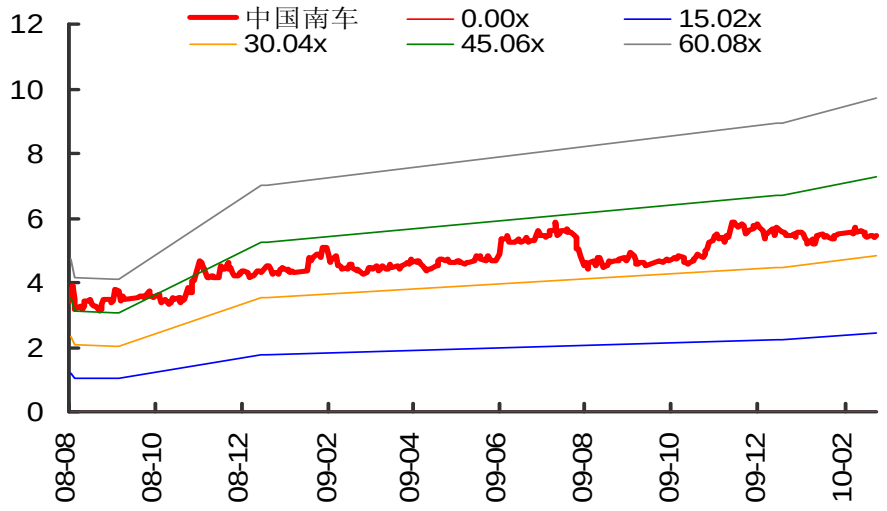
估值

南车、北车作为我国铁路设备制造领域的两大巨头，虽然各有所长，但从总体来看，两家公司质地基本相同，因此可以享有相近的估值。结合南车上市以来的市盈率水平，以及当前市场估值情况，给予北车 2010 年 26~30 倍 PE，对应股价为 5.98~6.90 元。

虽然铁路设备制造业属传统行业，但动车组和地铁城轨车辆技术的成熟、大规模推广应用，为我国铁路设备行业注入了新的活力，将带动整个行业实现快速增长。根据我们的预测数据，2008~2011 年北车净利润的年复合增长率高达 35.7%，对应当前 5.38 元股价的 PEG 为 0.94，如果按照 PEG1~1.2 计算，公司对应股价在 5.71~6.85 元。

综合以上两种估值结果，并考虑到我国铁路设备制造业的高景气度，我们认为公司合理价位应在 5.98~6.85 元，首次“增持“评级。

图 15、中国南车市盈率走势



数据来源：wind，华泰联合证券研究所

风险提示

1、公司所处的轨道交通装备制造业受到国家产业政策和行业规划的影响较大，如果未来的产业政策或行业规划出现变化，将可能导致公司的市场环境和发展空间出现变化，并给公司经营带来风险。

2、随着行业准入的进一步放开，公司与国内外领先的轨道交通装备制造商的竞争日益激烈，如果公司不能有效应对竞争，将可能导致利润率水平的降低和市场占有率的下滑。

3、钢铁、铝材、铜材等是 主要原材料，如果未来原材料价格出现明显上涨，而公司产品价格无法及时作出相应调整，将对公司经营情况造成不利影响。

盈利预测

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	24384	35169	46479	65706
现金	2527	9232	9358	7447
应收账款	6981	8331	12323	20020
其他应收款	514	674	1072	1762
预付账款	4188	5439	7797	12367
存货	9346	10879	15135	23017
其他流动资产	829	614	795	1092
非流动资产	16965	19717	20794	21230
长期投资	710	710	710	710
固定资产	8109	11383	12701	13248
无形资产	6006	6006	6006	6006
其他非流动资产	2139	1619	1377	1266
资产总计	41349	54886	67273	86936
流动负债	28380	30223	39526	54264
短期借款	463	0	300	711
应付账款	9901	10539	13759	19925
其他流动负债	18016	19684	25467	33628
非流动负债	5649	2453	3233	4608
长期借款	2975	1475	1975	2975
其他非流动负债	2674	979	1258	1633
负债合计	34030	32676	42759	58872
少数股东权益	500	847	1239	1849
股本	5800	8300	8300	8300
资本公积	238	10943	10943	10943
留存收益	781	2121	4033	6972
归属母公司股东权益	6819	21363	23276	26214
负债和股东权益	41349	54886	67273	86936

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	3728	-1139	956	-2260
净利润	1275	1686	2304	3549
折旧摊销	861	500	643	724
财务费用	595	431	300	321
投资损失	-165	-200	-230	-300
营运资金变动	1143	-1866	-2341	-6930
其他经营现金流	19	-1690	280	375
投资活动现金流	-2099	-3050	-1490	-860
资本支出	2312	3230	1690	1120
长期投资	1	29	30	40
其他投资现金流	213	208	230	300
筹资活动现金流	-2741	10894	660	1210
短期借款	463	-463	300	411
长期借款	2975	-1500	500	1000
普通股增加	5800	2500	0	0
资本公积增加	238	10705	0	0
其他筹资现金流	-12218	-347	-140	-201
现金净增加额	-1110	6705	126	-1910

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	34711	39670	53579	80079
营业成本	29507	33997	45864	68708
营业税金及附加	133	152	202	304
营业费用	599	606	865	1284
管理费用	2775	2856	4072	5846
财务费用	595	431	300	321
资产减值损失	61	73	71	70
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	165	200	230	300
营业利润	1205	1756	2434	3845
营业外收入	266	280	300	320
营业外支出	41	62	59	57
利润总额	1430	1973	2675	4108
所得税	155	287	371	559
净利润	1275	1686	2304	3549
少数股东损益	144	347	392	611
归属母公司净利润	1131	1339	1912	2939
EBITDA	2661	2686	3378	4891
EPS（元）	0.14	0.16	0.23	0.35

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	31.6%	14.3%	35.1%	49.5%
营业利润	29.9%	45.7%	38.7%	58.0%
归属于母公司净利润	52.3%	18.4%	42.8%	53.7%
获利能力				
毛利率 (%)	15.0%	14.3%	14.4%	14.2%
净利率 (%)	3.3%	3.4%	3.6%	3.7%
ROE(%)	16.6%	6.3%	8.2%	11.2%
ROIC(%)	15.9%	12.7%	13.0%	14.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	82.3%	59.5%	63.6%	67.7%
净负债比率 (%)	10.44%	5.13%	6.14%	7.11%
流动比率	0.86	1.16	1.18	1.21
速动比率	0.53	0.80	0.79	0.79
营运能力				
总资产周转率	1.68	0.82	0.88	1.04
应收账款周转率	10	5	5	5
应付账款周转率	5.96	3.33	3.78	4.08
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.16	0.23	0.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	-0.14	0.12	-0.27
每股净资产(最新摊薄)	0.82	2.57	2.80	3.16
估值比率				
P/E	40.15	33.90	23.74	15.45
P/B	6.66	2.13	1.95	1.73
EV/EBITDA	17	17	14	9

数据来源：华泰联合证券研究所.

华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

华泰联合证券股票评级标准

增 持　　未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上

中 性　　未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间

减 持　　未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持　　行业股票指数超越大盘

中 性　　行业股票指数基本与大盘持平

减 持　　行业股票指数明显弱于大盘

免责申明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称"华泰联合证券"）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码：518001

电　　话：86 755 8249 3932

传　　真：86 755 8249 2062

电子邮件：lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码：200120

电　　话：86 21 5010 6028

传　　真：86 21 6849 8501

电子邮件：lzrd@lhzq.com