

国内市场份额稳定，收入增长较快

评级: **买入-A**
 上次评级: 买入-A
目标价格: **7.20 元**
 期限: 12 个月 上次预测: 7.20 元
 现价: 5.10 元

报告日期: **2010-07-13**

报告关键点:

- 📖 未来铁路车辆需求进入高增长，持续性较好
- 📖 北车竞争优势明显，盈利能力有较大的改善空间
- 📖 维持买入-A的投资评级，合理股价7.2元

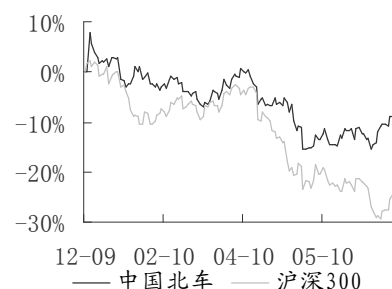
报告摘要:

- **未来铁路车辆需求进入高增长，持续性较好。**未来三年铁路固定资产投资将维持高位，设备的需求则开始大幅增长，而增长最快的是高铁车辆(主要是对新建线的车辆配套)，机车、货车的需求也会随新线的增加而上升。随后，客货分离的推进将再次拉动机车、货车的增长，而高铁设备的新线配套需求虽然下降，但其扩容及更新维修需求将上升。在此期间，电气化改造及城轨的建设推进将始终贯穿其中，这将推动电力机车、地铁车辆的持续增长。具体来看，动车组的需求将在未来三年放量增长，年均增幅在100%以上；今年货车的增长将在25%左右，2011-2012年的增幅在10%左右，随着客货分离，这一增速将提升至20%；机车的增长仍将保持在20%以上；地铁车辆的平均增幅在40%以上。
- **全球铁路建设的趋势才刚开始，我国产商将受益。**我国设备行业目前是寡头垄断，外资企业暂时无法直接进入整车市场，因此我国产商将受益于国内铁路大发展。此外，随着全球经济的发展，对环保的重视程度也明显上升。加上高铁技术在我国的成功推广，我们认为高速铁路建设带来的效益将在全球得到重视。而我国无疑在这一市场中抢得先机。
- **北车竞争优势明显，盈利能力有较大的改善空间。**在当前市场环境下，我们认为公司竞争优势在于：技术领先、是双寡头之一、市场占有率高、多元化战略才刚起步，未来市场空间巨大。与同行相比其在手订单充足、盈利能力有较大的改善空间。
- **维持买入-A的投资评级以及7.2元的目标价。**我们预计公司未来三年的每股收益分别为0.24元、0.39元和0.44元。目前国内以铁路设备制造业为主业的相关上市公司2010年的平均动态市盈率在30倍左右，我们认为公司作为大盘股的估值折价和作为龙头受益企业的估值溢价可以抵消，按2010年30倍的动态市盈率计算，公司合理股价在7.2元左右。

市场数据

| | |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元) | 42,330.00 |
| 流通市值(百万元) | 12,750.00 |
| 总股本(百万股) | 8,300.00 |
| 流通股本(百万股) | 2,500.00 |
| 12个月最高/最低 | 4.60/6.26 元 |
| 十大流通股东(%) | 12.23% |
| 股东户数 | 231,023 |

12个月股价表现



| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|------|------|---------|---------|
| 相对收益 | 6.29 | 11.99 | 11.59 |
| 绝对收益 | 1.79 | (10.33) | (10.02) |

研究员

林晟 行业分析师
 0755-82558022 linsheng@essence.com.cn
 证书编号 S1450209090270

财务和估值数据摘要

| (百万元) | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 34,710.7 | 40,515.9 | 54,497.9 | 72,592.4 | 82,491.2 |
| Growth(%) | 31.6% | 16.7% | 34.5% | 33.2% | 13.6% |
| 净利润 | 1,130.7 | 1,315.6 | 1,990.7 | 3,211.5 | 3,646.6 |
| Growth(%) | 52.3% | 16.3% | 51.3% | 61.3% | 13.5% |
| 毛利率(%) | 15.0% | 12.5% | 13.1% | 14.0% | 14.0% |
| 净利润率(%) | 3.3% | 3.2% | 3.7% | 4.4% | 4.4% |
| 每股收益(元) | 0.14 | 0.16 | 0.24 | 0.39 | 0.44 |
| 每股净资产(元) | 0.88 | 2.61 | 2.81 | 3.15 | 3.53 |
| 市盈率 | 37.1 | 31.9 | 21.1 | 13.1 | 11.5 |
| 市净率 | 5.7 | 1.9 | 1.8 | 1.6 | 1.4 |
| 净资产收益率(%) | 17.4% | 6.5% | 9.1% | 13.1% | 13.3% |
| ROIC(%) | | 22.0% | 16.9% | 17.3% | 17.6% |
| EV/EBITDA | 17.0 | 14.6 | 10.8 | 7.2 | 5.5 |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.6% | 0.9% | 1.5% | 1.7% |

前期研究成果

目 录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 1. 未来铁路车辆市场展望：需求进入高增长，持续性较好..... | 3 |
| 1.1. 铁路固定资产投资进入高峰期，车辆的高增长才开始..... | 3 |
| 1.1.1. 铁路固定资产投资进入高峰期..... | 3 |
| 1.1.2. 铁路车辆的高增长才开始..... | 3 |
| 1.2. 未来三年以高铁投资为主，动车组潜在需求较大..... | 4 |
| 1.2.1. 未来三年高铁完工量较大..... | 4 |
| 1.2.2. 动车组需求较大..... | 5 |
| 1.3. 货运线路增加及客货分离改造带来货车市场稳定增长..... | 7 |
| 1.3.1. 货运线路稳定增长..... | 7 |
| 1.3.2. 客货分离带来新增需求..... | 7 |
| 1.4. 电气化改造以及城轨的建设将贯穿其中..... | 8 |
| 1.4.1. 电气化改造提升电力机车的需求..... | 8 |
| 1.4.2. 城轨的需求也将相对稳定..... | 9 |
| 2. 全球铁路建设的趋势才刚开始，我国产商将受益..... | 10 |
| 2.1. 对环境的重视程度上升，铁路将是解决碳减排的重要举措之一..... | 10 |
| 2.2. 我国产商将充分分享国内市场增长..... | 11 |
| 2.2.1. 国内双寡头竞争，市场份额难以突变..... | 11 |
| 2.2.2. 这一竞争格局有助于国内产商充分分享较高的行业景气度..... | 12 |
| 2.3. 未来出口竞争优势明显，出口拉动可期..... | 12 |
| 2.3.1. 我国竞争优势明显..... | 12 |
| 2.3.2. 未来出口比重将明显上升..... | 13 |
| 3. 北车优势明显，盈利能力有较大的改善空间..... | 13 |
| 3.1. 未来三年北车收入结构将发生变化..... | 13 |
| 3.2. 北车快速发展存在优势..... | 14 |
| 3.2.1. 技术领先..... | 14 |
| 3.2.2. 市场占有率高..... | 14 |
| 3.2.3. 公司的多元化经营尚处于起步阶段..... | 15 |
| 3.2.4. 在手订单充足..... | 16 |
| 3.2.5. 改善空间大..... | 16 |
| 4. 盈利预测及估值..... | 17 |
| 4.1. 盈利预测..... | 17 |
| 4.2. 估值..... | 19 |

1. 未来铁路车辆市场展望：需求进入高增长，持续性较好

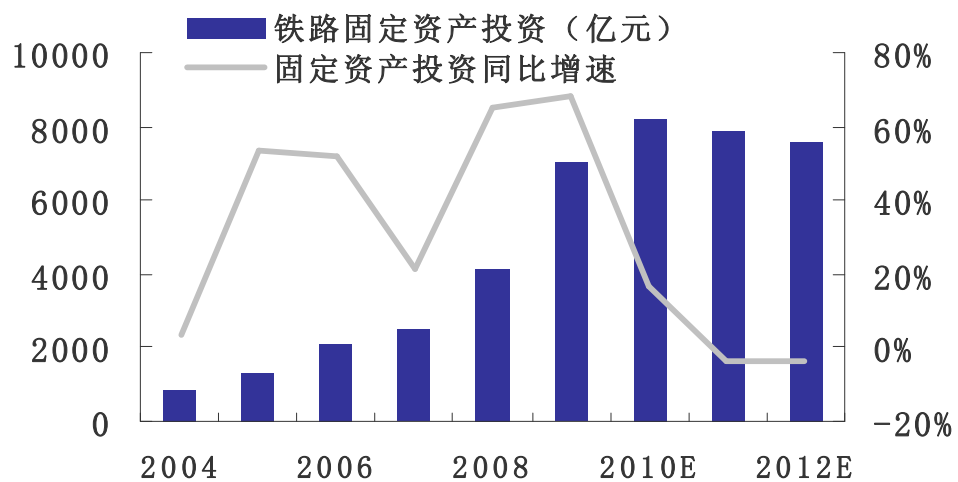
2004年以来我国铁路固定资产投资持续高增长，虽然今年开始增速将明显回落，但总投资额的绝对值已进入历史高峰。就未来市场情况来看，我们认为未来三年铁路固定资产投资将维持高位，设备的需求则开始大幅增长，而增长最快的是高铁车辆（主要是对新建线的车辆配套），机车、货车的需求也会随新线的增加而上升。随后，客货分离的推进将再次拉动机车、货车的增长，而高铁设备的新线配套需求虽然下降，但其扩容及更新维修需求将上升。在此期间，电气化改造及城轨的建设推进将始终贯穿其中，这将推动电力机车、地铁车辆的持续增长。

1.1. 铁路固定资产投资进入高峰期，车辆的高增长才开始

1.1.1. 铁路固定资产投资进入高峰期

今年前5个月我国铁路固定资产投资金额累计1997亿元，同比增长18%左右，增速虽然比去年明显下降，但上升趋势仍未改变。我们预计今年全年的增速略低于20%，未来几年增速进一步下降，但绝对金额仍相对较多。

图1 我国铁路固定资产投资增速较快



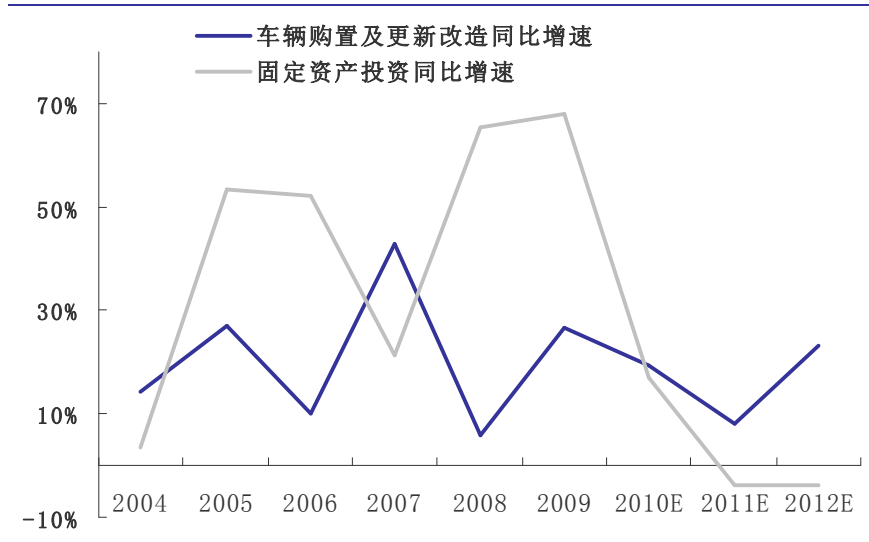
数据来源：铁道部，安信证券研究中心

1.1.2. 铁路车辆的高增长才开始

由于过往两年刚开始加快铁路基础建设进度，铁路固定资产投资的增速相对较快，而其对铁路设备的拉动作用有限，因而车辆购置及更新改造支出的增长大幅低于投资增速。自2010年以后铁路固定资产投资的增速将回落，而铁路设备（尤其是线上设备）存在2年左右的时间差异，预计2012年以后才会开始出现回落，在此期间，车辆购置及更新改造的同比增速将快于铁路固定资产投资。因此我们认为对未来三年线上设备的需求将开始大幅增长。

由于铁路设备属于制造业，其产能扩张的弹性明显不如建筑业，因此其未来的增长虽然将超过固定资产投资，但二者的差别幅度并不会过大，其表现更可能是车辆购置及更新改造支出的持续稳步增长上。

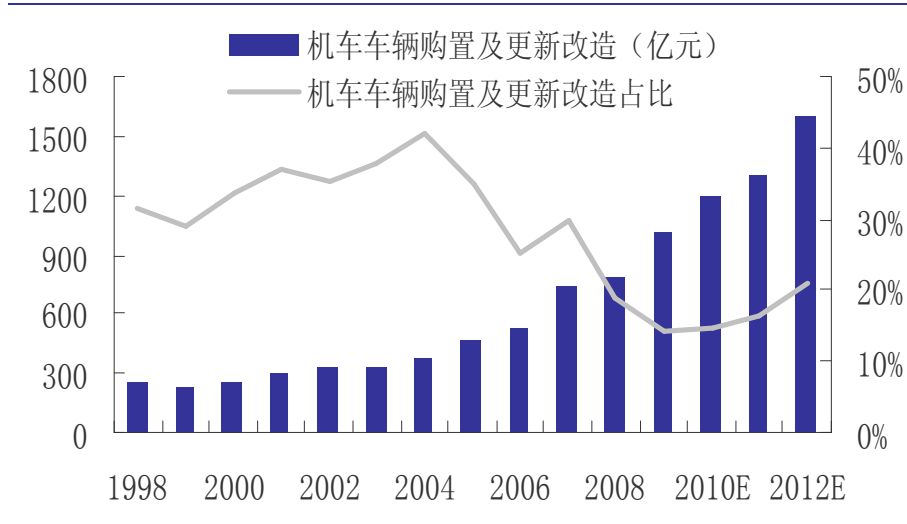
图 2 车辆购置未来几年的增长将快于铁路固定资产投资



数据来源：铁道部，安信证券研究中心

从车辆购置及更新占铁路固定资产投资的比例来看，2009 年这一比例将是历史低点（接近 14%），明年开始将稳步回升，2012 年将提升至 20%左右。

图 3 车辆购置及更新占比将逐步上升



数据来源：铁道部，安信证券研究中心

1.2. 未来三年以高铁投资为主，动车组潜在需求较大

1.2.1. 未来三年高铁完工量较大

为刺激经济，我国加快铁路建设，这包括已开工线路的快速推进：如京沪高铁原计划 2012 年完工，现在全线开工，预计 2011 年三季度就能通车，提前一年时间；津秦客运专线全面开工后，原定 4 年工期提前到 2.5 年完成。此外，还包括原来未开工项目的提前开工。

我们认为除国家政策支持外，目前地方政府的积极性较高也导致了高铁进展较快，这直接表现为高铁每年完工里程的迅速上升，其高峰期的到来也提前至 2011 年。因为单年 5000 公里以上的高铁完工我们认为并不可持续，2013 年后回落的可能性较大。

表 1 高铁建设进度

| (单位: 公里) | 高铁每年完工里程 |
|----------|----------|
| 2008 年 | 644 |
| 2009 年 | 1926 |
| 2010 年预计 | 3080 |
| 2011 年预计 | 5413 |

数据来源: 铁道部, 安信证券研究中心

按照目前的规划及建设进度来看, 十二五末客运专线就将达 2 万公里, 加上城际铁路, 高铁总里程将达 2.5 万公里。

由于铁道部并未公布每年高铁投资金额, 但我们从新开工项目的投资金额来看可以判断 (2009 年新开工项目中高铁投资金额占比超过 50%), 未来几年高铁投资占铁路固定资产投资比重均将超过 50%。

表 2 2009 年铁路新开工项目中, 高铁金额占比超过 50%

| 项目 | 项目数 (个) | 投资金额 (亿元) |
|------------|---------|-----------|
| 复线 | 26 | 888.6 |
| 电气化 | 7 | 142.9 |
| 枢纽 | 22 | 421.2 |
| 高铁 (客专和城际) | 14 | 2949.9 |
| 新建铁路 | 30 | 875.3 |
| 总计 | 99 | 5278.0 |

数据来源: 铁道部, 安信证券研究中心

此外, 从新开工项目中高铁和普通铁路的建设里程比例来看, 2009 年比 2008 年明显有进一步提升 (2008 年新开工项目中高铁里程 3521 公里, 普通铁路 3603 公里), 这反映出高铁是我国近期发展的重点, 其未来两年占铁路固定资产投资的比重将进一步上升。

1.2.2. 动车组需求较大

动车组的需求会随着高铁规划的上调而增加, 这既包括线路增加后的动车组配备量的增加, 也包括线路标准提升后动车组档次上升带来的单位购置费用以及后续维修费用的增加。

1.2.2.1. 线路上升带来的需求增加

简单来看 (不考虑线路繁忙程度), 单位里程动车组需求量相对稳定, 因此线路上升会直接导致动车组的需求量上升。

➤ 单位里程动车组估算

从单线来看, 以武广线为例, 考虑到中间靠站以及整备时间, 预计单程为 4 小时左右, 来回至少要在 8 小时以上。目前每 15 分钟发车一次, 则每小时需要 4 组动车, 在第一列动车返回始发站的时候, 就要发出 31 组动车。也就是说最低配备至少要 32 组。而实际一般会多配备 10-15% 的车辆以备检修等临时更换, 因此目前的标准配置也需要 36 组。这还只是刚开始试运行, 随着时间的推进, 最高发车频率至少将缩短一半 (目前京津线、沪宁城际等线繁忙时期最高发车频率为 5 分钟一班), 对应的车辆需求也上升至 72 组。

如果形成路网后, 由于不同速度的车辆、不同线路之间的调度需求会使得动车组的实际利用率下降, 需求量还将进一步加大 (有专家根据京沪高速铁路、沪杭铁路、津秦客运专线、秦沈客运专线、胶济铁路等线路预测的旅客列车开行方案, 仿真模拟铺画了列车运行图, 按此测算, 京沪线的动车组需求大约在 230 组左右)。

从我国的实际情况以及订单情况来看, 预计未来动车组中至少有一半以上的以长大编组为主, 综合以上几点可以初步得出单位里程动车组的需求——近 1000 公里的线路

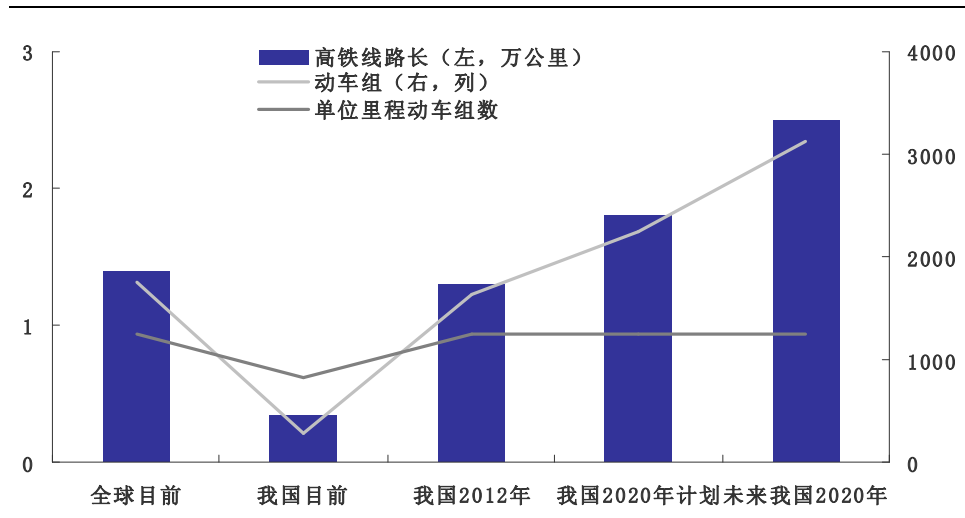
至少需要 110 组的动车组(有专家预测, 目前武广线的 40 列车不能满足需求, 未来需求将达到 200 列, 考虑到平均繁忙情况, 我们的估算应是合理的)。

► 动车组总需求量估算

2012 年: 由此推算至 2012 年我国近 1.3 万公里的高速铁路需要动车组 1500 组左右。与铁道部预计的 2012 年存量 800 组(换算成标准列大约 1100 列)相比, 我们认为动车组的实际需求至少要高出近 40%(从这点来看, 我们认为下半年有可能增加动车组的招标量)。

2020 年: 如果高铁规划提升至 2.5 万公里以上, 动车组的需求量将超过 3200 组, 按明年我国动车组的产能情况来看, 至少可以支持 6-7 年的生产需求。

图 4 动车组的需求将随规划调整而上升



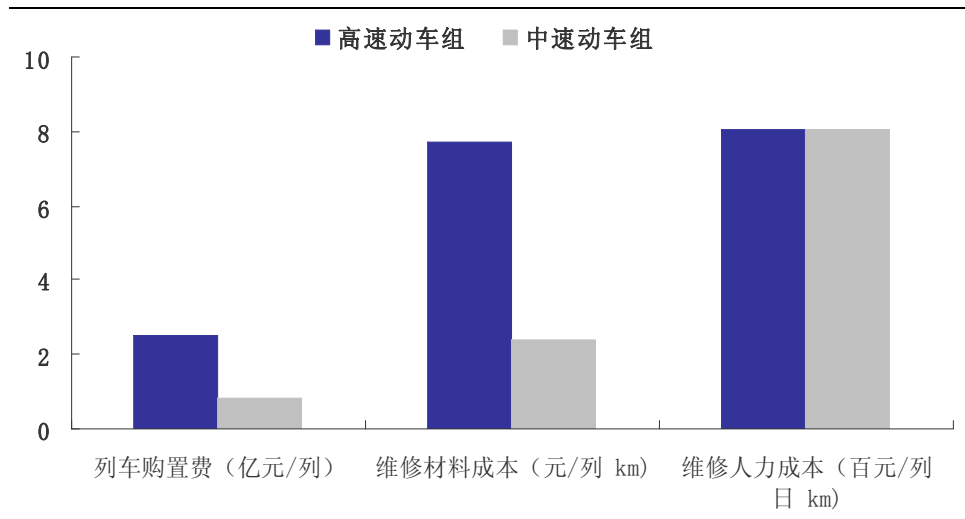
数据来源: 铁道部, 安信证券研究中心

1.2.2.2. 标准提升带来单位车辆的金额上升

除动车组数量需求上升外, 标准提升也给动车组产商带来的好处, 这主要体现在: 车辆单价的上升、车辆维修费用的上升。

由于我国高铁才刚起步, 动车组的购置、维修价格及数量均不稳定(目前维修数量远高于新造数量), 我们参考日本、德国等海外动车组的情况可以看到, 提升标准后期将给动车组厂商带来巨大的市场空间。从金额上看, 据测算, 动车组的全寿命维修成本与其新造成本基本相当。

图 5 标准提升将使得动车组的购置及维修费均上升(海外情况)



数据来源: 世界高速铁路技术 2003, 安信证券研究中心

我们预计，动车组的需求将在未来三年放量增长，年均增幅在 100%以上。

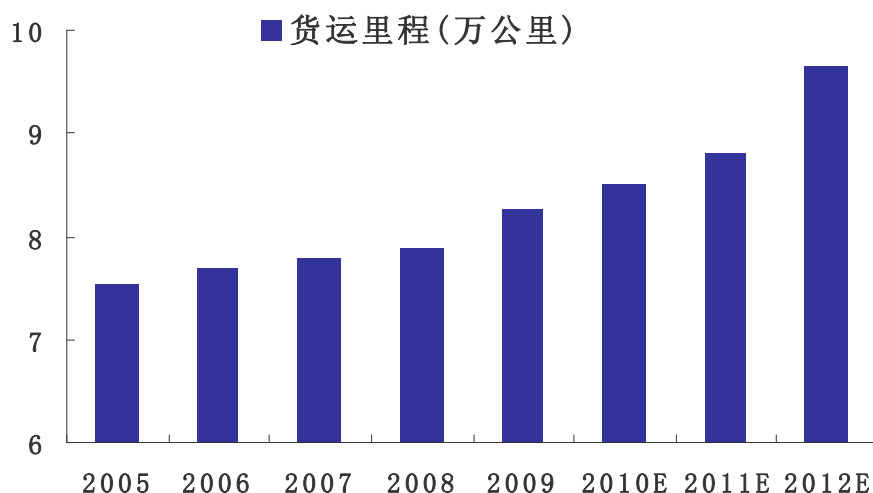
1.3. 货运线路增加及客货分离改造带来货车市场稳定增长

货车未来几年均将稳定增长，尤其是 2012 年后新货运线路完工较多，加上客货分离带来的新增需求，预计其增速将加快。

1.3.1. 货运线路稳定增长

至 212 年，我国货运线路将小幅增长(其中 2012 年增加较快)，预计货运里程增量在 1.4 万公里左右，按目前线路的保有量估算，其年均需求在 3.2 万辆左右，考虑到原有车辆的更新改造需求，未来三年的货车年均需求将在 4.5-5 万辆之间。

图 6 铁路货运线路稳定增长



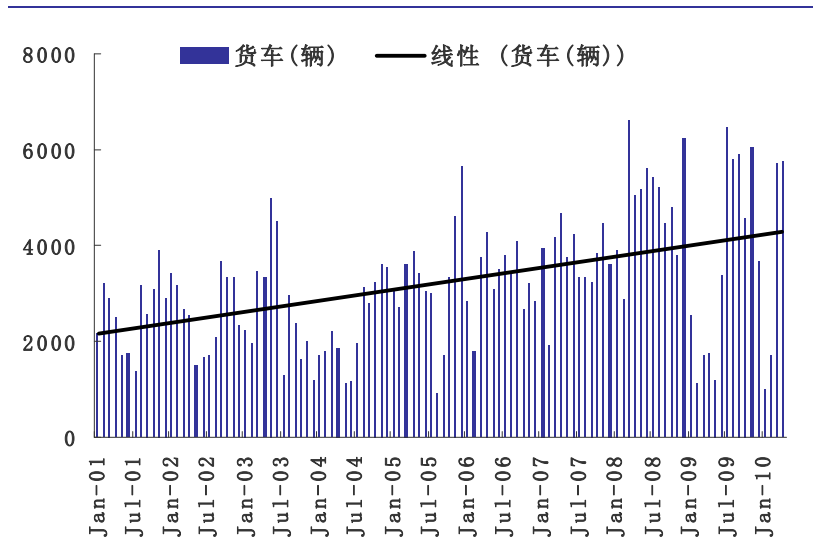
数据来源：铁道部，安信证券研究中心

1.3.2. 客货分离带来新增需求

按历史经验来看，停一对客车将增加 1.3 对普通货车，目前客车存量接近 5 万辆，从路网规划来看，主要干线将基本实现客货分离，预计开始客货分离后，从时间安排来看，40%的客车将由货车替代，由此带来的新增货车需求将在 2.6 万辆左右。假设用三年时间来逐步完成这一更替，则未来年新增货车需求超过 8000 辆。

目前货车的年产量在 4 万辆左右，因此预计 2011 年以后由客货分离带来的增量货车需求将在 20%左右。去年受经济危机影响，货车需求出现较大下滑，我们预计未来 3-5 年内货车的需求将呈持续上升阶段。

图 7 铁路货车的需求开始恢复



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

我们预计, 由于去年受危机影响基数较低, 今年货车的增长将在 25%左右, 2011-2012 年的增幅在 10%左右, 随着客货分离, 这一增速将提升至 20%。

1.4. 电气化改造以及城轨的建设将贯穿其中

在未来 5-10 年内, 铁路电气化改造以及各地方城市轨道交通的建设的推进将始终贯穿其中, 这使得电力机车和地铁车辆的需求将逐年递增。

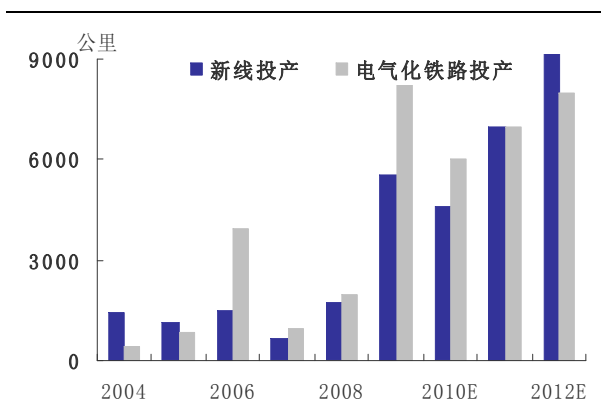
1.4.1. 电气化改造提升电力机车的需求

按电气化改造目标, 预计 2012 年我国电气化里程将达 5.5 万公里, 比 2009 年底新增 1.8 万公里以上。按目前每公里 0.22 台机车的存量来看, 扣除客专线路, 我国电力机车的存量需求在 2012 年将达 9100 辆。

而 2009 年我国电力机车的存量大概在 7000 辆左右, 因此预计未来三年我国电力机车的潜在新增需求也将为 2100 辆左右, 与铁道部目前每年采购 400-500 辆机车对比, 其增长速度将较快。

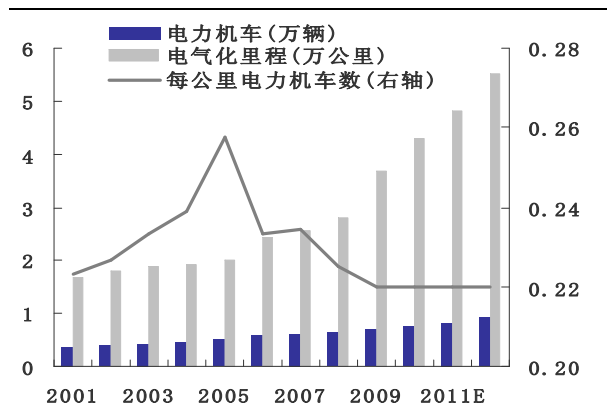
但受新型机车正在试生产及小批量生产阶段, 加上部分线路电气化改造完成后仍有部分内燃机车运行, 因此这部分潜在需求在初期体现不会太明显, 更多的表现为后续的持续性增长。

图 8 每年投产铁路新线及电气化铁路长度



数据来源: 铁道部, 安信证券研究中心

图 9 电力机车的需求将随电气化上升



数据来源: 铁道部, 安信证券研究中心

铁道部预计到 2012 年和谐号大功率机车(包括内燃和电力)的保有辆要达到 7900 辆,

目前已经下达的订单有 3940 辆，也就是说未来仍有较大数量的机车需要招标。

我们预计机车的增长会相对较快，尤其是去年电气化铁路投产较多，今年的需求增长将十分明显，后续几年的增长仍将保持在 20% 以上。

1.4.2. 城轨的需求也将相对稳定

目前我国人口城市化比率在 42% 左右，预计到 2015 年将超过 50%。人口城镇化趋势将持续下去。而目前我国人口超过 100 万的城市数目已经超过 100 个，人口城镇化无疑将使大城市越来越多、越来越大，从而推动城轨铁路需求进一步上升。

图 10 大城市的增加使得铁路需求上升

数据来源：UITP，安信证券研究中心

从国外发展情况来看，城轨系统已经成为城市交通的支柱，然而与发达国家对比，我国的大城市城轨系统的发展还十分落后，发展空间巨大。

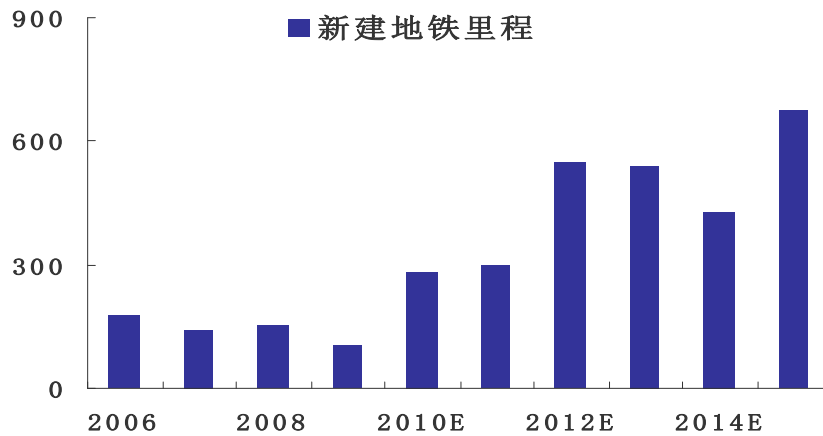
表 3 十一五计划初期我国大城市城轨规模与发达国家上世纪 80 年代中对比

| 城市 | 人口（百万） | 城轨长度（公里） | 城轨客流占比 |
|-----|--------|----------|--------|
| 东京 | 27 | 230 | 94% |
| 伦敦 | 7 | 408 | 89% |
| 纽约 | 7 | 443 | 68% |
| 巴黎 | 10 | 315 | 65% |
| 柏林 | 4 | 142 | 54% |
| 莫斯科 | 9 | 244 | 49% |
| 上海 | 18 | 129 | 13% |
| 北京 | 15 | 114 | 11% |

数据来源：铁道部，安信证券研究中心

截至 2008 年底，我国 40 余城市在建或筹建地铁和轻轨等城市轨道交通设施，已获批的 15 个城市规划在 2015 年之前，建成 1700 公里的城市轨道交通，总投资超过 6000 亿元。但目前各城市参与热情较高，预计 2012 年城轨就将超过 2000 公里，2015 年将超过 3500 公里，这比原来的计划至少增长一倍。而 2020 年预计将超过 6000 公里，也就是说，十三五时期仍能保持十二五的建设量，这使得地铁车辆的高需求至少可能保持 10 年左右。

图 11 今年开始各地完工地铁里程将大幅上升



数据来源: 各城市规划, 安信证券研究中心

城轨的快速建设将给地铁车辆需求带来明显增长, 我们预计未来三年地铁车辆的平均增幅在 40%以上。

2. 全球铁路建设的趋势才刚开始, 我国产商将受益

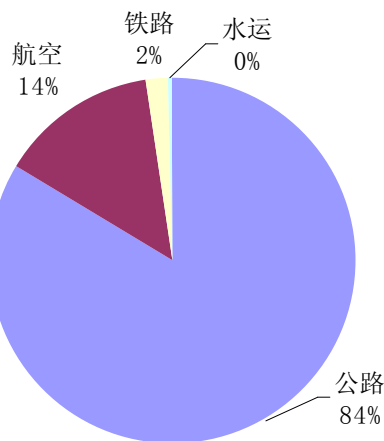
我国设备行业目前是寡头垄断, 外资企业暂时无法直接进入整车市场, 因此我国产商将受益于国内铁路大发展。此外, 随着全球经济的发展, 对环保的重视程度也明显上升。加上高铁技术在我国的成功推广, 我们认为高速铁路建设带来的效益将在全球得到重视。而我国无疑在这一市场中抢得先机。

2.1. 对环境的重视程度上升, 铁路将是解决碳减排的重要举措之一

交通运输产生的二氧化碳大约占全部二氧化碳排放量的 25%左右。而铁路运输相比之下排放的二氧化碳量要显著低于其它主要运输方式。特别是电气化铁路, 对大气环境基本没有污染。如果是高速铁路, 其有害气体排放量比常规铁路还低 70%。

因此就我国情况来看, 要想减少碳排放, 在交通运输方式上的可行性方案就是调整运输方式的结构, 大幅提高铁路运输的比重, 减少公路、航空等方式所占比重。

图 12 西欧各交通运输方式外部成本

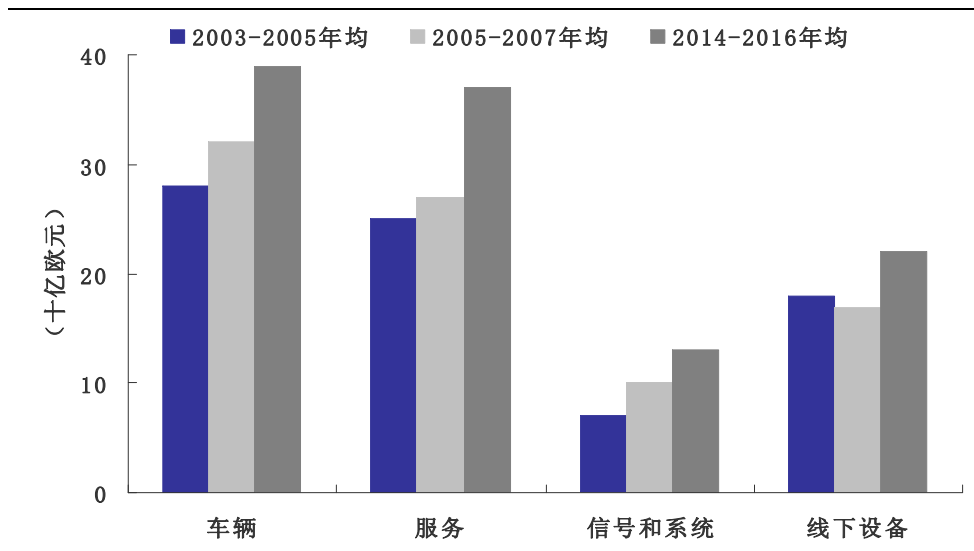


数据来源: INFRAS, 安信证券研究中心

根据欧洲铁路工业联盟 (UNIFE) 所诉, 今年全球在火车、轨道和相关设备的投入总额将达到 1220 亿欧元。这个数字与去年持平, 但是比 2004 年增长 18%。欧洲铁路工业联盟称, 在刺激项目和环境问题的推动下, 2016 年世界各国在高速列车方面的投入将升

至 1500 亿欧元。

图 13 国际铁路设备行业将稳步增长



数据来源: UNIFE, 安信证券研究中心

2.2. 我国产商将充分分享国内市场增长

我国铁路设备行业目前是双寡头竞争格局—中国南车和中国北车占据了国内 90%以上的市场份额。从目前的管理体制来看,我们预计三年内这一竞争格局不会改变,而这有利于北车借此机会加快技术引进吸收,借国内铁路建设的契机扩大营业规模。

2.2.1. 国内双寡头竞争,市场份额难以突变

目前国内铁路装备制造市场的竞争格局是寡头垄断,北车集团和南车集团瓜分了大部分的市场,二者各自的市场占有率均在 45%以上。但是,与一般的寡头垄断不同,两大集团面临的最终客户主要只有一个铁道部,后者在这种格局中处于绝对优势地位。

铁路车辆和零部件在运营过程中,安全性是最重要的指标,因此铁道部对生产厂家实行产品质量认证体系,不允许行业内出现因为过度的价格竞争而影响到产品质量的情况。加上由于铁路车辆制造行业由于政策和投资的限制,进入壁垒较高,所以在整车制造以及传统配件市场,新入者有限。以货车市场为例,虽然有 15 家企业参与竞争,但实际上仍是南、北集团之争,民营企业几乎没有什么威胁。此外,铁道部在进行相关产品的招标时也都考虑到了以前年度的份额情况,市场份额的划分行政色彩较浓,难以出现突变。

表 4 国内车辆制造企业

| 单位 | 北车集团 | 南车集团 | 军工企业 | 其它 |
|--------|---|---|--------------------------------|--------------|
| 机车 | 大连机车厂 北京二七机车厂 大同机车厂 | 株洲电力机车厂 资阳机车厂 戚墅堰机车厂 | | |
| 客车 | 长春客车厂 唐山机车厂 | 四方车辆厂 南京浦镇车辆厂 | | |
| 货车 | 齐齐哈尔车辆厂 西安车辆厂 济南机车厂 沈阳车辆厂 大连机车厂 太原机车厂 哈尔滨车辆公司 | 长江车辆有限公司 眉山车辆厂 北京二七车辆厂 柳州机车车辆厂 | 内蒙古一机集团 晋西机器工业集团 重庆重型铸锻厂 | 济南东方新兴车辆有限公司 |
| 轨道交通车辆 | 长客车厂 大连机车厂 | 株洲电力机车厂 南京浦镇车辆厂 | | |

数据来源: 北车集团, 南车集团, 安信证券研究中心

加上国外先进企业暂时不能直接参与国内市场招标，因此可以说在铁道部的限制之下，行业竞争较为有序，新入者有限，现有厂商份额也不会有太大变化。但从趋势上看，竞争会缓慢加剧。

图 14 中国南车子公司主要分布在长江以南

图 15 中国北车子公司主要分布在长江以北



数据来源：公司网站，安信证券研究中心

数据来源：公司网站，安信证券研究中心

2.2.2. 这一竞争格局有助于国内产商充分分享较高的行业景气度

我们认为，至少未来三年内这一双寡头竞争格局不会改变，而这也正是我国高铁完工最多的三年。也就是说中国南车和中国北车可以充分利用这一时期提升产品技术成熟度，分享行业景气度。

2.3. 未来出口竞争优势明显，出口拉动可期

阿根廷计划斥资逾 10 亿美元引进中国铁路技术，希望中国承建铁路并提供电气化等技术，美国等国也在与我国就高铁技术引进问题接洽。我们认为普通铁路车辆上我国已经开始进入发达国家市场，已具备竞争力，而在高速铁路技术上，未来也将具有明显竞争力，预计在新增铁路设备市场中我国企业能占据 20-25% 的市场份额。

2.3.1. 我国竞争优势明显

我们认为我国在货车等传统产品上已经具有明显优势，产品打入发达国家。目前在高速铁路上也具有一定竞争优势，随着技术的消化吸收，这一优势也将越来越大。

➤ 性价比优势

我国高铁技术层次丰富，有两个技术平台——250 公里时速的既有线改造技术和 350 公里时速的高铁技术都有。因此对迫切想发展铁路事业但基础薄弱的发展中国家来讲更具有吸引力。此外，我国高铁技术设计、建造成本优势突出，能比其他国家低 20% - 30%。

➤ 已有运行数据

京津城际铁路是我国第一条具有完全自主知识产权、运营速度世界最快的高速铁路。我国铁路在此基础上，通过自主创新建立了一套具有完全自主知识产权的高速铁路技术体系，形成了具有中国特色的高速铁路运营管理模式。经过一年运营实践证明，这一整套高铁技术是安全可靠、舒适高效的，这标志着我国高速铁路技术进入了世界先进行列，也完全具有了走出国门的实力。

目前京津线已经与日本新干线一样成为我国的一个标志，随着时间的推移，其品牌效也将逐步体现。

➤ 成套（从基建到服务，还可提供信贷配套）

因为我国高铁技术是在铁道部统一领导下进行引进、吸收再创新的，如果需要出口就可以发挥集成优势，“从工务工程、通信信号、牵引供电到客车制造等方面，我们可以一揽子出口。而且在国家的支持下，我国还可对海外项目提供信贷配套支持，这也

是国外引进技术时会考虑的重要因素之一。

2.3.2. 未来出口比重将明显上升

就市场规模来看，受益于我国铁路大发展，目前两在产商已经把全球三大巨头中的西门子从第三位挤到了第五，庞巴迪和阿尔斯通仍然排名前列。

GE 公司和中国铁道部十七日在北京签署备忘录，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。另外巴西和印度也对中国高铁技术很感兴趣，在印度总理考察完京津城际铁路后，印方多次极力希望中国能提供技术、设备、人才等支持，帮助印度兴建像中国京津城际一样的高速铁路。目前双方也正在积极进行磋商，预计不久就会有新的进展。

基于以上对车辆行业竞争力变化的分析，随着全球铁路建设的持续推进，三年左右的时间市场增量会开始明显释放，保守的估计，在这一部分的新增量中我国的企业将占到 20-25% 的市场份额。

我们认为 3-5 年内我国出口竞争力提升较快的应该是车辆，信号系统、服务等会相对弱些，参照 UNIEF 对全球市场的预测来看，3 年后全球车辆需求的增量将超过 700 亿元，我国企业将争取其中 150 亿元左右的市场份额。目前我国全行业的收入规模不足 1000 亿，因此三年左右时间，出口比重将从目前的 5-10% 上升至 20%-25%，上升幅度明显。而且长远来看，我们认为未来全球竞争市场的格局将是日本、我国、欧美三分天下，预计我国行业收入中出口的比重还将进一步上升。

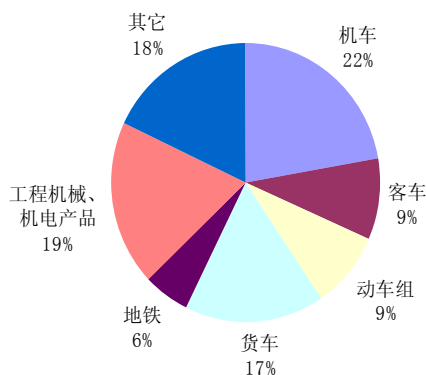
3. 北车优势明显，盈利能力有较大的改善空间

在当前市场环境下，我们认为公司技术领先、是双寡头之一、市场占有率高、在手订单充足、多元化战略才刚起步，未来市场空间巨大并且盈利能力有较大的改善空间。

3.1. 未来三年北车收入结构将发生变化

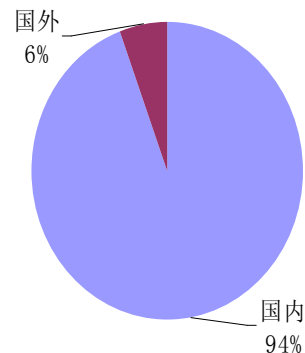
公司 2009 年收入占比在 20% 左右的分别为机车、工程机械和机电产品、货车（其它产品虽然占比也接近 20%，但其中材料销售占大部分，盈利能力不强），海外出口产品在收入的占比仅为 6%。

图 16 中国北车 2009 年产品收入结构



数据来源：公司定期报告，安信证券研究中心

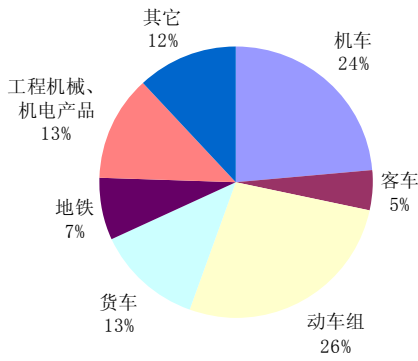
图 17 中国北车 2009 年出口比重



数据来源：公司定期报告，安信证券研究中心

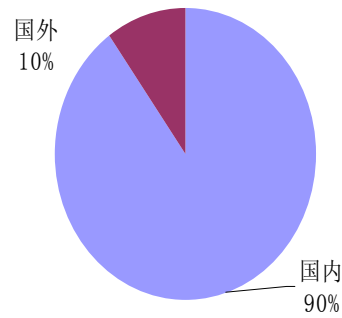
我们预计至 2012 年，公司的收入结构将发生变化，其中动车组、机车的占比将上升至 25% 左右，出口的比重也将上升至 10% 左右。

图 18 公司 2012 年高端产品收入占比上升



数据来源：公司定期报告，安信证券研究中心

图 19 公司 2012 年出口比重将上升



数据来源：公司定期报告，安信证券研究中心

3.2. 北车快速发展存在优势

公司高端产品动车组等占比提升以及出口比重的上升均源自其较强的竞争实力，公司将借国内大力发展铁路的良好时机快速发展，充分分享行业较高的景气度。我们认为公司优势主要体现在以下几个方面：

3.2.1. 技术领先

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；本公司下属长客股份公司、唐山客车公司作为行业内仅有的两家企业进入国家首批 91 家创新型企业行列；此外，公司还拥有高速列车系统集成国家工程实验室（北方）。公司下属企业均拥有各自的研发部门，拥有完备的研发组织和试验、检测、研发设施，能够完成不同档次、不同用途和不同速度等级轨道交通运输装备产品和关键零部件的开发，满足不同用户的需求。

此次我国高铁技术的引进吸收，公司作为主要生产企业是主要受益者，新技术的消化吸收不仅使得其在国内的寡头地位得到巩固，也大大缩短了追赶世界先进水平的差距。

表 5 北车动车组的技术引进起点高

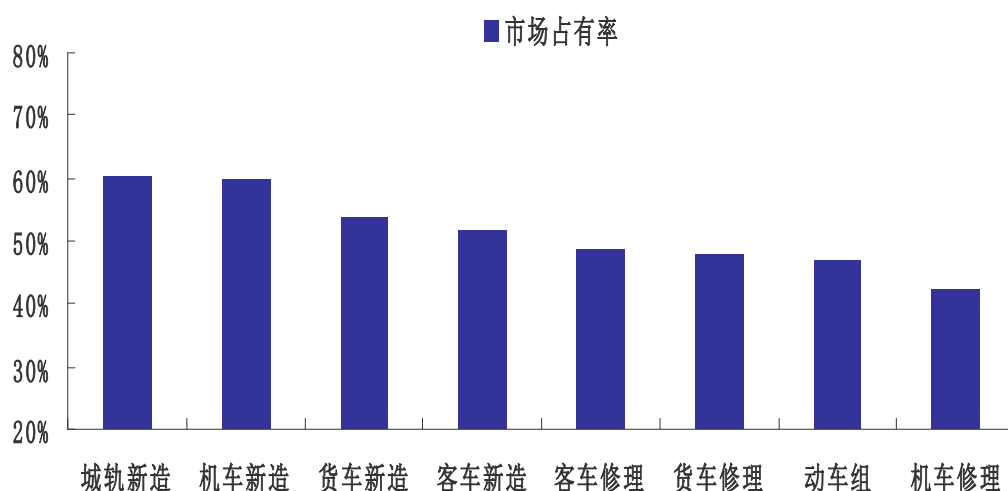
| 公司名称 | 技术来源 | 设计时速 |
|---------|------|---------|
| 北车长客 | 阿尔斯通 | 200-250 |
| 北车唐车 | 西门子 | 300-350 |
| 南车四方 | 川崎重工 | 200-250 |
| 南青岛 BSP | 庞巴迪 | 200-250 |

数据来源：安信证券研究中心

3.2.2. 市场占有率高

国内轨道交通装备制造业包括中国北车、中国南车以及一些小规模企业，其中中国北车、中国南车的市场占有率达 95%，处在绝对领先地位。在动车组领域，中国北车在时速 200 公里动车组市场份额落后于中国南车，但在时速 350 公里以上动车组领域，中国北车具有领先的技术优势和市场地位，目前 350 公里动车组累计签单量的市场占有率达到 47.2%；机车方面，历史上南北车的机车新造市场份额基本相当，但在六轴 7200kW 大功率电力机车领域中国北车领先一步，截至 2009 年 6 月底大功率机车累计签单量占我国铁路市场采购总量的 60.6%；虽然，在城轨地铁车辆市场中国北车的市场份额受到挤压，但 2008 年产量依然占到国内市场的 52.2%。在货车修理、机车修理、客车修理领域，中国北车的市场份额略低于中国南车。

图 20 北车各产品市场占有率均在 40%以上



数据来源：相关公司定期报告，安信证券研究中心

3.2.3. 公司的多元化经营尚处于起步阶段

我们对全球铁路运输设备相关代表性上市公司的业务结构进行了分析，主业最为集中的是庞巴迪、再者是阿尔斯通，川崎重工主要集中在交运设备及能源环保领域，而西门子严格意义上不算以交运设备为主业的公司。不过有一点值得关注：4 家企业没有一家是只生产铁路机车车辆，显然适当的多元化是这类企业的必由之路。

而北车正处于多元化经营的起步阶段，未来三年内其工程机械及机电产品是其轨道交通业务的主要扩展衍生产品市场。公司可以利用其在轨道交通车辆市场的地位的技术开拓相关衍生产品市场，多元化后其面临的市场空间将更大，搞风险能力也将明显提升。

➤ 工程机械行业

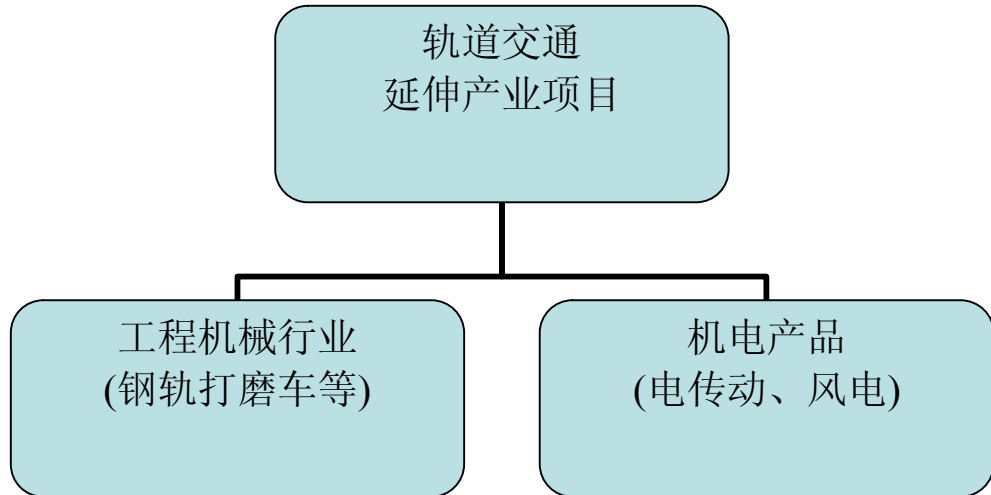
随着中国铁路建设大范围扩张以及对原有铁路改造需求不断增长，铁路工程机械装备的销售市场亦逐步扩大。今后 3-4 个五年计划内大型养路机械每年都有较稳定的采购需求。按照铁路中长期规划发展目标，预计到 2020 年，全路应配备约 240 台 160-200 吨铁路液压伸缩臂救援起重机，其中用于新线路的约为 90-110 台，用于原有 160 吨固定臂改造或 160 吨以下吨位更换约为 130 台。同时，伴随国民经济相关行业的持续发展，工矿机车产品市场需求也将持续增长。

中国北车是国内铁路工程机械的重要供应商，拥有齐齐哈尔装备公司、太原装备公司、永济电机公司、兰州装备公司、二七装备公司 5 家子公司，起重机、工矿机车等产品技术水平和市场占有率国内领先。公司制造的工矿机车系列产品和铁路起重机系列产品 2008 年的国内市场占有率分别达到 42.3% 和 78.4%。

➤ 机电产品

随着国民经济的迅速发展，国内机电产品的需求整体表现旺盛。尤其是伴随着节能减排环保的要求，风电设备市场迅猛增长。公司拥有风力发电电机用户 20 家，产品功率等级覆盖 600 千瓦至 3 兆瓦系列，基本满足了我国风电设备制造业的需求。过往两年，公司生产的风力发电电机和油田电机的市场占有率国内领先，占比超过 50%。预计我国新增风电装机容量将保持每年 30% 的增速。作为国产风电电机龙头企业的中国北车，其风电电机业务将充分受益于行业的发展。此外，依托在铁路机车行业的系统控制和变流技术的优势，中国北车自主研发了 750 千瓦风电控制系统，目前在张北风电场并网发电。此外风电齿轮箱已经开始小批量生产。除了风电电机以外，其他风电设备领域的拓展将成为其新的业务增长点。

图 21 公司轨道交通延伸产业有利于多元化的实现



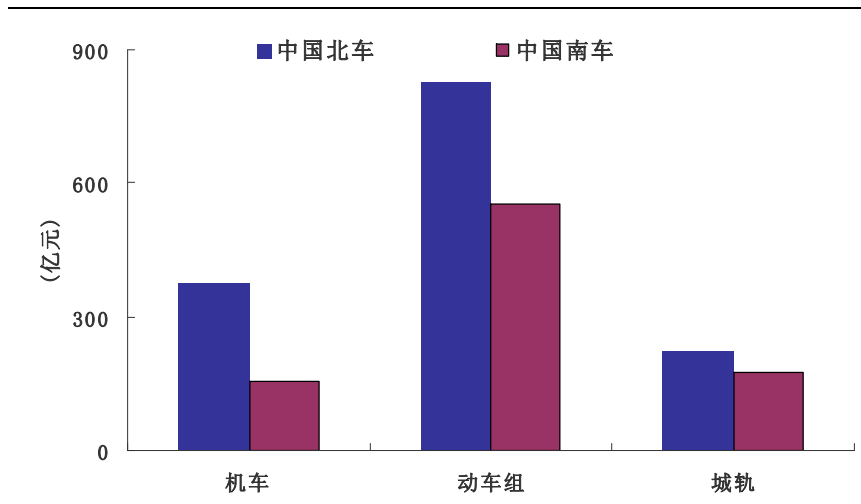
数据来源：安信证券研究中心

3.2.4. 在手订单充足

截止到 2009 年底，公司在手订单 1434 亿元，是 2009 年营业总收入的 3.54 倍，在手订单充足是其未来三年高速发展的根本保证。而且就目前建设进度来看，我们认为下半年我国动车组和机车均有可能再次招标形成新订单。

与南车相比，公司因技术引进类型及交货时间差的原因，其交货进度比南车要慢，这也是其在手订单明显高于南车的主要原因。我们认为随着技术的成熟，公司主要产品的销量将逐步减小与南车的差距，个别产品甚至有可能超过中国南车。也就是说公司未来三年的年均收入增长率要高于中国南车。

图 22 北车 2009 年末在手订单相对较多



数据来源：相关公司定期报告，安信证券研究中心

3.2.5. 改善空间大

与中国南车相比，中国北车的毛利率相对较低，这主要是以下几个原因：

➢ 零部件自给能力相对低

以 7200KW 电力机车为例，中国北车的技术引进和生产远走在南车之前，但是中国南车 2009 年首台车的国产化率已经达到 90%，我们估计中国北车的国产化率在 80% 左右；目前公司第一批低毛利率动车组订单 2010 年上半年将交付完毕，其国产化率从 70% 提升到 80% 左右。随后将逐步交付 2009 年签的第二批和第三批动车组订单，预计国产化率将提升至 85% 以上，其毛利率将会明显提高。

➤ 技术引进来源不同

公司动车组引进 300 公里以上，其难度大，国产化进程相对较慢，加上欧洲技术与日本技术的差异性使得其毛利率较低。

➤ 材料销售盈利能力低

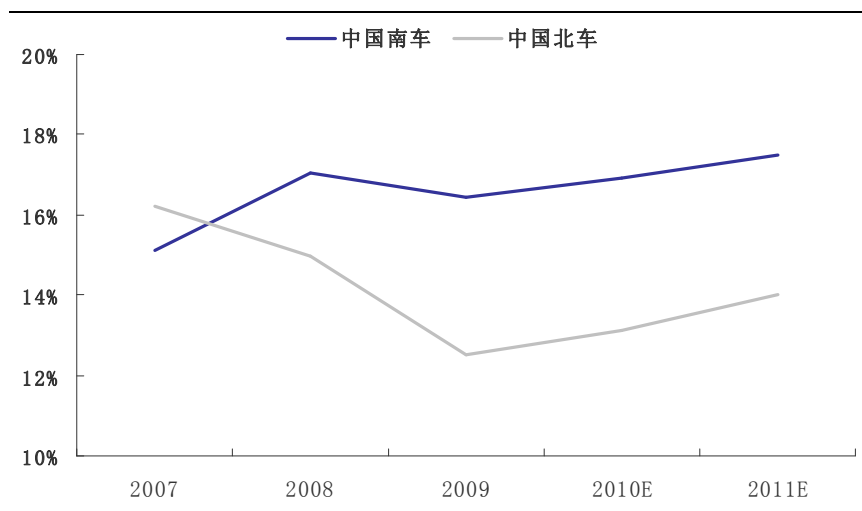
公司多元化进程比南车慢，目前其它业务收入中有较高比例的材料销售，而这部分毛利率相对较低

➤ 主要生产企业地处北方，相对负担较重

比如，公司经营规模目前小于南车，但员工数却较多，这与公司主要生产企业地处北方有一定关系。

我们认为如果暂不考虑其衍生产品大幅增长的可能性，中国北车的毛利率也将在量产及国产化率进一步提升下呈明显的上升态势，但技术的差异使得其毛利率低于南车的现象在产品以动车组为主的市场中并不会改变，只是二者的毛利率差异将有较大的缩小空间。

图 23 中国北车毛利率改善空间较大



数据来源：相关公司定期报告，安信证券研究中心

4. 盈利预测及估值

4.1. 盈利预测

➤ 收入预测

动车组业务：预计未来 3 年动车组的销量和销售收入将继续保持高速增长(行业增速在 100%以上)，是公司未来最主要的增长点。随着 2011 年开始完工线路的迅速增加，其产量应接近产能上限，因此我们预计公司未来三年的动车组交付量分别为 78 列、180 列和 200 列；

城轨地铁车辆业务：公司的销量增长与行业基本一致，未来三年的平均增速在 40%左右，其中今年的增速会相对较快一些；

机车业务：预计未来三年大功率机车，尤其是 9600KW 六轴电力机车将会实现销量和收入的大幅增长，每年的增长均在 20%以上，其中去年因交货时间差的影响基数较低，今年的增速会接近 50%；

客车业务：2009 年在货运需求疲软的情况下，铁道部提出“以客补货”的战略，因此增长较快，预计未来三年受动车组替代效应的影响，客车业务以稳定为主；

货车业务：2009 年上半年货车业务基本处在停滞状态，2010 年有望实现 20%-25%的增

长，2011 年增速降至 10%，2012 以后受客货分离需求影响，增速回升至 15%左右；
工程机械、机电、配件及其他业务：保守估计，公司这块业务的增长在 10%左右。

表 6 公司未来三年分项业务收入预测表(单位：百万元)

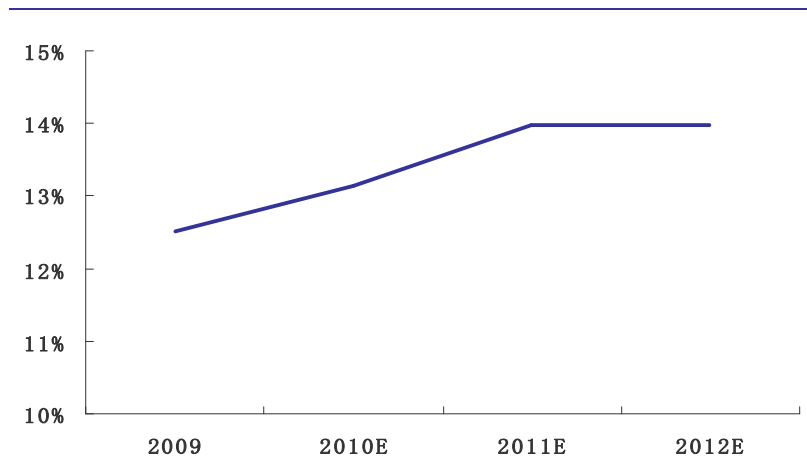
| | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 机车收入 | 9,045.4 | 13,568.1 | 16,281.7 | 19,538.0 |
| 收入增速 | 12.4% | 50.0% | 20.0% | 20.0% |
| 收入占比 | 22.3% | 24.9% | 22.4% | 23.7% |
| 客车 | 3,824.9 | 3,824.9 | 3,824.9 | 3,824.9 |
| 收入增速 | 88.7% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 收入占比 | 9.4% | 7.0% | 5.3% | 4.6% |
| 动车组收入 | 3,553.8 | 8,884.5 | 20,434.3 | 22,477.7 |
| 收入增速 | -5.8% | 150.0% | 130.0% | 10.0% |
| 收入占比 | 8.8% | 16.3% | 28.1% | 27.2% |
| 货车收入 | 6,709.7 | 8,219.4 | 9,041.4 | 10,397.6 |
| 收入增速 | -24.5% | 22.5% | 10.0% | 15.0% |
| 收入占比 | 16.6% | 15.1% | 12.5% | 12.6% |
| 城轨地铁车辆收入 | 2,265.0 | 3,363.5 | 4,708.9 | 6,121.6 |
| 收入增速 | 33.7% | 48.5% | 40.0% | 30.0% |
| 收入占比 | 5.6% | 6.2% | 6.5% | 7.4% |
| 工程机械、机电收入 | 7,770.4 | 8,547.4 | 9,402.2 | 10,342.4 |
| 收入增速 | 47.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 收入占比 | 19.2% | 15.7% | 13.0% | 12.5% |
| 其它收入 | 7,354.6 | 8,090.0 | 8,899.0 | 9,788.9 |
| 收入增速 | 47.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 收入占比 | 18.1% | 14.8% | 12.3% | 11.9% |
| 总收入 | 40,515.9 | 54,497.9 | 72,592.4 | 82,491.2 |
| 收入增速 | 16.7% | 34.5% | 33.2% | 13.6% |

数据来源：安信证券研究中心

➤ 毛利率将上升

随着国产化率的进一步提升以及量产带来的规模效应，我们认为公司未来三年的毛利率将稳中有升，预计其 2012 年与 2009 年相比，提升幅度在 1.5 个百分点左右。

图 24 公司毛利率将稳定上升

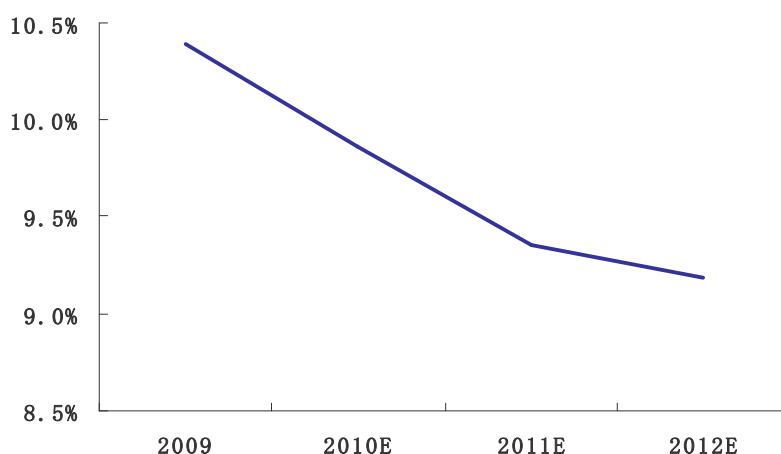


数据来源：公司定期报告，安信证券研究中心

➤ 期间费用率将下降

由于公司未来两年仍以国内市场为主，产品类型没有太大变化，因此其收入虽然上升较快，但生产熟练度的提升以及管理费用的稳定将使得其期间费用率的下降趋势仍将延续，预计其下降空间仍有 1 个百分点以上。

图 25 公司期间费用率仍有下降空间



数据来源：公司定期报告，安信证券研究中心

按上述假设计算，我们预计公司未来三年的每股收益分别为 0.24 元、0.39 元和 0.44 元

4.2. 估值

国内以铁路设备制造业为主业的相关上市公司除公司外，还包括中国南车、时代新材、晋西车轴、北方创业和晋亿实业。以 7 月 7 日的收盘价计算，其 2010 年的平均动态市盈率在 30 倍左右，我们认为公司作为大盘股的估值折价和作为龙头企业的估值溢价可以抵消，按 2010 年 30 倍的动态市盈率计算，公司合理股价在 7.2 元左右。

表 7 可比公司估值

| 证券代码 | 公司名称 | 每股收益(元) | | 市盈率(X) | | ROE(%) | |
|---------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-----------|------------|
| | | 2010E | 2011E | 2010E | 2011E | 2010E | 2011E |
| 601766 | 中国南车 | 0.23 | 0.35 | 22.82 | 14.51 | 14% | 18% |
| 601299 | 中国北车 | 0.24 | 0.39 | 21.18 | 13.13 | 9% | 13% |
| 600495 | 晋西车轴 | 0.22 | 0.32 | 35.84 | 24.51 | 5% | 7% |
| 600458 | 时代新材 | 0.87 | 1.20 | 33.71 | 24.44 | 13% | 16% |
| 600967 | 北方创业 | 0.35 | 0.45 | 35.51 | 28.00 | 6% | 7% |
| 601002 | 晋亿实业 | 0.30 | 0.39 | 25.68 | 19.61 | 11% | 13% |
| 行业平均 | | | | 29.11 | 20.70 | | |

数据来源：wind，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-7-5

| 利润表 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 财务指标 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 34,710.7 | 40,515.9 | 54,497.9 | 72,592.4 | 82,491.2 | 成长性 | | | | | |
| 减: 营业成本 | 29,507.3 | 35,445.1 | 47,334.8 | 62,437.3 | 70,955.2 | 营业收入增长率 | 31.6% | 16.7% | 34.5% | 33.2% | 13.6% |
| 营业税费 | 132.9 | 109.4 | 163.5 | 217.8 | 247.5 | 营业利润增长率 | 29.9% | 2.8% | 70.6% | 71.5% | 14.9% |
| 销售费用 | 598.6 | 577.6 | 763.0 | 943.7 | 1,072.4 | 净利润增长率 | 52.3% | 16.3% | 51.3% | 61.3% | 13.5% |
| 管理费用 | 2,775.3 | 3,266.5 | 4,250.8 | 5,444.4 | 6,104.3 | EBITDA 增长率 | 40.5% | 33.6% | 57.1% | 49.6% | 12.8% |
| 财务费用 | 595.3 | 363.9 | 363.0 | 400.0 | 400.0 | EBIT 增长率 | 40.5% | -11.0% | 54.5% | 62.5% | 13.4% |
| 资产减值损失 | 60.9 | 4.5 | 10.3 | 26.5 | 50.8 | NOPLAT 增长率 | 48.1% | -4.9% | 36.7% | 54.8% | 12.3% |
| 加: 公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | - | 77.6% | 51.3% | 10.5% | -12.1% |
| 投资和汇兑收益 | 164.9 | 489.5 | 500.0 | 500.0 | 500.0 | 净资产增长率 | - | 195.6% | 7.9% | 11.9% | 12.1% |
| 营业利润 | 1,205.2 | 1,238.5 | 2,112.5 | 3,622.7 | 4,160.9 | 利润率 | | | | | |
| 加: 营业外净收支 | 224.7 | 370.2 | 350.0 | 350.0 | 350.0 | 毛利率 | 15.0% | 12.5% | 13.1% | 14.0% | 14.0% |
| 利润总额 | 1,429.9 | 1,608.7 | 2,462.5 | 3,972.7 | 4,510.9 | 营业利润率 | 3.5% | 3.1% | 3.9% | 5.0% | 5.0% |
| 减: 所得税 | 155.3 | 195.2 | 344.8 | 556.2 | 631.5 | 净利润率 | 3.3% | 3.2% | 3.7% | 4.4% | 4.4% |
| 净利润 | 1,130.7 | 1,315.6 | 1,990.7 | 3,211.5 | 3,646.6 | EBITDA/营业收入 | 5.2% | 5.9% | 6.9% | 7.8% | 7.7% |
| 资产负债表 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | EBIT/营业收入 | 5.2% | 4.0% | 4.5% | 5.5% | 5.5% |
| 货币资金 | 2,526.9 | 11,363.0 | 10,164.7 | 12,104.1 | 18,955.1 | 运营效率 | | | | | |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 固定资产周转天数 | 42 | 78 | 82 | 87 | 90 |
| 应收帐款 | 7,494.6 | 12,116.0 | 15,677.5 | 20,882.7 | 23,730.3 | 流动营业资本周转天数 | -31 | -35 | -3 | 3 | -9 |
| 应收票据 | 549.3 | 469.9 | 746.5 | 994.4 | 1,130.0 | 流动资产周转天数 | 126 | 304 | 319 | 303 | 343 |
| 预付帐款 | 4,187.9 | 6,647.8 | 9,961.3 | 14,331.9 | 19,298.7 | 应收帐款周转天数 | 36 | 83 | 88 | 86 | 93 |
| 存货 | 9,345.9 | 12,934.5 | 15,437.6 | 20,363.1 | 23,141.1 | 存货周转天数 | 52 | 102 | 95 | 89 | 96 |
| 其他流动资产 | 279.3 | 440.5 | 662.3 | 1,024.2 | 1,222.1 | 总资产周转天数 | 214 | 465 | 462 | 430 | 464 |
| 可供出售金融资产 | 167.5 | 75.4 | 75.0 | 75.0 | 75.0 | 投资资本周转天数 | 42 | 100 | 119 | 113 | 98 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | 投资回报率 | | | | | |
| 长期股权投资 | 710.3 | 854.2 | 750.0 | 750.0 | 750.0 | ROE | 17.4% | 6.5% | 9.1% | 13.1% | 13.3% |
| 投资性房地产 | 93.8 | 81.0 | 80.0 | 80.0 | 80.0 | ROA | 3.1% | 2.2% | 2.8% | 3.5% | 3.3% |
| 固定资产 | 8,109.2 | 9,335.2 | 15,400.4 | 19,786.4 | 21,664.7 | ROIC | - | 22.0% | 16.9% | 17.3% | 17.6% |
| 在建工程 | 1,346.2 | 2,098.2 | 1,258.9 | 755.3 | 453.2 | 费用率 | | | | | |
| 无形资产 | 6,005.9 | 6,064.5 | 5,654.2 | 5,274.5 | 4,920.3 | 销售费用率 | 1.7% | 1.4% | 1.4% | 1.3% | 1.3% |
| 其他非流动资产 | 525.6 | 854.2 | 615.0 | 488.1 | 411.9 | 管理费用率 | 8.0% | 8.1% | 7.8% | 7.5% | 7.4% |
| 资产总额 | 41,348.6 | 63,341.1 | 76,489.4 | 96,915.8 | 111,111.1 | 财务费用率 | 1.7% | 0.9% | 0.7% | 0.6% | 0.5% |
| 短期债务 | 463.4 | 3,432.5 | 3,432.5 | 3,432.5 | 3,432.5 | 三费/营业收入 | 11.4% | 10.4% | 9.9% | 9.4% | 9.2% |
| 应付帐款 | 11,330.5 | 13,283.3 | 17,637.1 | 23,264.3 | 26,438.1 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付票据 | 3,163.9 | 5,120.9 | 5,835.8 | 7,697.7 | 8,747.9 | 资产负债率 | 82.3% | 65.8% | 69.5% | 73.0% | 74.7% |
| 其他流动负债 | 10,282.8 | 15,688.5 | 23,418.9 | 33,581.8 | 45,130.6 | 负债权益比 | 465.0% | 192.8% | 227.6% | 271.0% | 295.7% |
| 长期借款 | 2,974.8 | 920.1 | 920.1 | 920.1 | 920.1 | 流动比率 | 0.86 | 1.16 | 1.07 | 1.04 | 1.06 |
| 其他非流动负债 | 2,674.5 | 2,876.0 | 2,891.0 | 2,891.0 | 2,891.0 | 速动比率 | 0.52 | 0.81 | 0.75 | 0.73 | 0.78 |
| 负债总额 | 34,029.7 | 41,709.5 | 53,138.6 | 70,790.7 | 86,563.5 | 利息保障倍数 | 3.02 | 4.40 | 6.82 | 10.06 | 11.40 |
| 少数股东权益 | 499.6 | 546.5 | 673.6 | 878.6 | 1,111.4 | 分红指标 | | | | | |
| 股本 | 5,800.0 | 8,300.0 | 8,300.0 | 8,300.0 | 8,300.0 | DPS(元) | - | 0.03 | 0.05 | 0.08 | 0.09 |
| 留存收益 | 1,019.3 | 12,785.0 | 14,377.2 | 16,946.4 | 19,863.8 | 分红比率 | 0.0% | 18.7% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 股东权益 | 7,318.8 | 21,631.6 | 23,350.8 | 26,125.0 | 29,275.1 | 股息收益率 | 0.0% | 0.6% | 0.9% | 1.5% | 1.7% |
| 现金流量表 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 业绩和估值指标 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 净利润 | 1,274.6 | 1,413.5 | 1,990.7 | 3,211.5 | 3,646.6 | EPS(元) | 0.14 | 0.16 | 0.24 | 0.39 | 0.44 |
| 加: 折旧和摊销 | 158.2 | 967.8 | 1,305.2 | 1,634.6 | 1,823.3 | BVPS(元) | 0.88 | 2.61 | 2.81 | 3.15 | 3.53 |
| 资产减值准备 | 60.9 | 4.5 | 10.3 | 26.5 | 50.8 | PE(X) | 37.1 | 31.9 | 21.1 | 13.1 | 11.5 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 5.7 | 1.9 | 1.8 | 1.6 | 1.4 |
| 财务费用 | - | 634.8 | 362.5 | 363.0 | 400.0 | P/FCF | -12.4 | -10.3 | -7.8 | 45.1 | 6.4 |
| 投资收益 | -164.9 | -489.5 | -500.0 | -500.0 | -500.0 | P/S | 1.2 | 1.0 | 0.8 | 0.6 | 0.5 |
| 少数股东损益 | 143.8 | 98.0 | 127.1 | 205.0 | 232.8 | EV/EBITDA | 17.0 | 14.6 | 10.8 | 7.2 | 5.5 |
| 营运资金的变动 | 6,537.8 | -4,111.1 | 2,981.8 | 2,501.3 | 4,824.3 | CAGR(%) | 38.9% | 40.0% | 31.2% | -100.0% | -100.0% |
| 经营活动产生现金流量 | 3,728.3 | 925.0 | 6,278.0 | 7,479.0 | 10,477.8 | PEG | 1.0 | 0.8 | 0.7 | -0.1 | -0.1 |
| 投资活动产生现金流量 | -2,099.4 | -3,144.4 | -5,337.7 | -4,500.1 | -2,500.1 | ROIC/WACC | - | 2.3 | 1.8 | 1.8 | 1.9 |
| 融资活动产生现金流量 | -2,741.4 | 11,115.4 | -746.5 | -1,042.3 | -1,129.3 | REP | - | 1.1 | 1.1 | 0.9 | 0.9 |

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

林晟，CFA，机械行业分析师。毕业于厦门大学，经济学硕士。2006.12 加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

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；

销售联系人

| | | | |
|---------------|-------------------------|---------------|-------------------------|
| 黄方祥 | 上海联系人 | 南方 | 上海联系人 |
| 021-68765913 | huangfc@essence.com.cn | 010-59113572 | nanfang@essence.com.cn |
| 凌洁 | 上海联系人 | 张勤 | 上海联系人 |
| 021-68765237 | lingjie@essence.com.cn | 021-68763879 | zhangqin@essence.com.cn |
| 梁涛 | 上海联系人 | 朱贤 | 上海联系人 |
| 021-68766067 | liangtao@essence.com.cn | 021-68765293 | zhuxian@essence.com.cn |
| 周蓉 | 北京联系人 | 潘冬亮 | 北京联系人 |
| 010-59113563 | zhourong@essence.com.cn | 010-59113590 | pandl@essence.com.cn |
| 李昕 | 北京联系人 | 马正南 | 北京联系人 |
| 010-59113565 | lixin@essence.com.cn | 010-59113593 | mazn@essence.com.cn |
| 潘琳 | 深圳联系人 | 李国瑞 | 深圳联系人 |
| 0755-82558268 | panlin@essence.com.cn | 0755-82558084 | ligr@essence.com.cn |
| 王远洋 | 深圳联系人 | 刘欢 | 深圳联系人 |
| 0755-82558087 | wangyy3@essence.com.cn | 0755-82558069 | liuhuan@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳

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

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：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编：100034