



增持

公司名称	股票代码	目标价	评级
中国南车	601766.CH	人民币 5.44	买入
中国北车	601299.CH	人民币 4.76	买入
北方创业	600967.CH	人民币 19.38	买入
晋西车轴	600495.CH	人民币 15.12	买入
时代新材	600458.CH	人民币 12.88	持有
中国南车	1766.HK	港币 7.60	买入
南车时代电气	3898.HK	港币 23.51	持有

我们的观点有何不同？

- 深度城镇化的建设，拉近城市间距离，同时解决城市交通出行问题是推动本轮轨道交通装备行业发展的原因。

本报告要点

- 城镇化带动铁路网及城轨地铁的发展。
- 快速铁路网的发展客观上释放货运运力，带动货车及机车增长。

主要催化剂/事件

- 铁路投资增速提高。
- 动车组招标重启。

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 机械

许民乐, CFA*

(8621) 2032 8589

minle.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120009

胡文洲, CFA

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120004

*张君平为本报告重要贡献者

轨道交通装备行业

深度城镇化，轨交先行

在城镇化的进程中，城市外延不断扩展，相邻城市逐渐形成各具特色的城市群。城市之间、城市群之间的人才交流、贸易往来逐步增加，要求方便快捷的交通方式将城市与城市、城市群与城市群链接在一起。我国的快速铁路网适应这一潮流的发展，以节能、环保的方式方便了人们的出行。在城市内人口的集聚效应明显，城市拥堵及污染日益严重，发展公共交通特别是轨道交通成为解决这一问题的一剂良方。快速铁路网的修建从客观上释放了我国的货运瓶颈，积压已久的货运需求得到满足，铁路货运的增长也将非常可观。因此在深度城镇化的背景下，我们看好快速铁路及城轨地铁带来的轨道交通行业增长，以及由货运发展带来的铁路货车和机车的投资机会。

支撑评级的要点

- 快速铁路缩短城市时空距离，是深度城镇化进程的基础设施保障。我国快速铁路网的规划到 2015 年将建成 4 万公里快速铁路网，其中包括 1.5 万公里高速铁路及 2,000 公里以上的城际铁路。由此带来“十二五”期间 2,000 亿元的动车组市场，2013-2015 年预计将释放 1,200 亿元。
- 快速铁路网建成后带来客货分流的契机，货运能力的释放为机车及货车的发展提供的广阔市场。同时重载化的趋势要求现有 60 吨级货车全部换成 70 吨或以上的新型号货车，2013-2015 年重载列车的开行将带来 720 亿元货车市场及近 600 亿元机车市场。
- 我国城市轨道交通尚有 4,000 公里以上的线路正在或等待修建，2013 年开始将进入线路交付高峰期。根据我们统计的数据，2013-2015 年有超过 1,200 公里城轨地铁线路投入使用，以每公里保有 6 辆地铁车辆的密度计算，将有 7200 辆左右的地铁车辆需求，合计约 420 亿元。
- “十二五”铁路固定资产投资将达到 2.8 万亿元，其中基础建设 2.3 万亿元，机车车辆采购及更新改造 0.5 万亿元。由于去年及今年上半年均处于投资低谷期，未来三年预计将维持高位。
- 对于即将到来的铁路改革，我们认为铁路装备公司获得的营业收入提升与毛利率的改善趋势要强于市场开拓的费用增长趋势。同时长期来看，融资体系的逐步完善有助于公司现金流情况的改善，铁路改革将利好铁路装备公司。

评级面临的主要风险

- 铁路投资放缓及投资承诺不兑现的风险。
- 铁路招标周期不确定，影响上市公司收入确认。

重点推荐

- 业务范围覆盖广泛，拥有自主核心技术，3 季度以来经营恢复明显的中国南车。
- 近年来动车组及机车业务发展迅速，具有后发优势的轨道交通龙头企业中国北车。
- 受益于铁路货运发展，产能瓶颈得到释放，路外规模最大的铁路货车生产商北方创业。
- 技改逐渐完成，产能扩充充分，成功实现产业链延伸的零部件生产厂家晋西车轴。

目录

投资摘要.....	3
快速铁路建设拉近城市距离	5
客货分线，货车空间更大.....	11
路网规划不断更新，投资仍将维持高位	18
深度城镇化推动城市轨道交通发展	23
铁路改革方向探讨	27
中国南车	32
中国北车	39
北方创业	44
晋西车轴	50
时代新材	59
南车时代电气.....	67
研究报告中所提及的有关上市公司	74

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

投资摘要

铁路是国民经济的交通大动脉，城市轨道交通是大中城市的基础性公共交通设施。轨道交通装备是铁路和城市轨道交通运输所需各类装备的总称，主要涵盖了机车车辆、工程及养路机械、通信信号、牵引供电、安全保障、运营管理等各种机电装备。

改革开放以来，我国城镇化快速发展，2011 年城镇化率已达到 51.27%，拥有城镇人口 6.9 亿，我们预计未来的新型城镇化建设将以城市群的兴起为代表，以大城市为依托、以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中城市和小城镇协调发展。随着城镇化水平提高以及城市群发展，人口和产业集聚的中心城市之间、城市群内部的客运需求强劲。

根据铁路“十二五规划”，我国正在建设的快速铁路网将能覆盖省会及 50 万人口以上的大中城市，为城市间客流提供了方便快捷的出行方式。到 2015 年总长 1.5 万公里的我国“四纵四横”高速铁路骨架将基本建设完成，同时在人口稠密、经济发达地区的城际铁路也将有 2,000 公里以上的线路交付使用。再加上大量提速改造后的既有线路，我国快速铁路网总里程将达到 4 万公里，有力的推动深度城镇化进程。

在快速铁路网线路交付使用的同时，相关的轨道交通装备也将迎来需求高峰。根据我们的测算，未来三年高速铁路及城际铁路带来的动车组需求将达到 1,200 亿元以上，为轨道交通装备企业带来了良好的发展机遇。

随着快速铁路网的逐步完善，高速铁路和城际铁路吸引客流的能力也将显现。既有线上的客流转移将带来货运能力的释放，一般停开 1 列客车，将能开行 3 列货车。快速客运网的建设间接导致的客货分线运输为货车业务提供了发展的契机。同时我国铁路货运重载化进程正在稳步推进，将带动大功率机车及新型货车的普及和应用。货运需求的增长及重载运输的推广在未来三年创造出 720 亿元货车及近 600 亿元机车的市场空间。

从路网密度的角度看，我国的水平仅为美国的 40%，在货运量和客运量均处于世界第一的背景下，我们的铁路网仍有较大的发展空间。从“十一五”规划，到“中长期路网规划”，又经调整后到最近的“十二五”规划，我国对于铁路建设的规划不断刷新着记录。根据最近发布的铁路“十二五”规划，到 2015 年铁路营业里程将达到 12 万公里，复线化率和电气化率分别达到 50%、60%，将提前完成调整后的中长期路网规划的主要指标。“十二五”铁路固定资产投资将达到 2.8 万亿元，其中基础建设 2.3 万亿元，机车车辆采购及更新改造 0.5 万亿元。由于去年及今年上半年均处于投资低谷期，未来三年铁路投资预计将维持高位。

在深度城镇化的背景下，城市趋于集约化发展，带来对土地利用的综合考量，以前的放任式发展则不再被推崇。大力发展以城轨地铁为代表的公共交通，是高效利用土地的唯一选择。也将避免城市拥堵的日益恶化。我国城市轨道交通目前有 4,000 公里以上的线路等待修建，轨道交通线网建设处于高速增长阶段，网线供给呈现快速增加趋势，未来几年将进入线路交付高峰期。根据我们的统计，未来三年将有超过 420 亿元的城轨地铁车辆市场等待开发。

去年动车事故以来，铁道部的改革呼声再次响起，目标直指政企不分的体制核心。我们总结了国外铁路改革的种种措施，在考虑铁路现状的背景下，我们认为对于铁路装备公司，铁路改革后的营业收入提升与毛利率的改善趋势要强于市场开拓的费用增长趋势。同时长期来看，融资体系的逐步完善有助于公司现金流情况的改善，因此铁路改革利好铁路装备公司。

在城镇化的进程中，城市外延不断扩展，相邻城市逐渐形成各具特色的城市群。城市之间、城市群之间的人才交流、贸易往来逐步增加，要求方便快捷的交通方式将城市与城市、城市群与城市群链接在一起。我国的快速铁路网适应这一潮流的发展，以节能、环保的方式方便了人们的出行。在城市内人口的集聚效应明显，城市拥堵及污染日益严重，发展公共交通特别是轨道交通成为解决这一问题的一剂良方。快速铁路网的修建从客观上释放了我国的货运瓶颈，积压已久的货运需求得到满足，铁路货运的增长也将非常可观。因此在深度城镇化的背景下，我们看好快速铁路及城轨地铁带来的轨道交通行业增长，以及由货运发展带来的铁路货车和机车的投资机会。因此，我们推荐：

业务范围覆盖广泛，拥有自主核心技术，3季度以来经营恢复明显的**中国南车**；近年来动车组及机车业务发展迅速，具有后发优势的轨道交通龙头企业**中国北车**；

受益于铁路货运发展，产能瓶颈得到释放，路外规模最大的铁路货车生产商**北方创业**；

技改逐渐完成，产能扩充充分，成功实现产业链延伸的零部件生产厂家**晋西车轴**。

图表 1.估值表

公司名称	股票代码	评级	货币	市值 (当地货币, 亿元)	收盘价 (当地货币)	每股收益 (当地货币)			市盈率 (倍)		净利润增长 (%)		净资产收益率 (%)	
						2011	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E
全球同业公司														
阿尔斯通	ALO.FP	未有评级	欧元	82.42	26.76	2.11	3.10	3.26	8.6	8.2	58.4	5.1	17.5	19.6
西门子	SIE.GR	未有评级	欧元	681.72	77.38	7.83	5.77	6.23	13.4	12.4	(27.5)	8.0	14.3	15.8
川崎重工	7012.JT	未有评级	日元	3,059.56	183.00	15.55	13.95	17.67	13.1	10.4	(10.2)	26.6	7.8	9.1
东芝	6502.JP	未有评级	日元	12,077.17	285.00	32.55	17.40	25.45	16.4	11.2	(46.5)	46.3	8.5	11.3
庞巴迪	BBD/B.CN	未有评级	加元	54.25	3.07	0.43	0.43	0.48	7.2	6.4	(1.5)	13.6	64.2	60.4
通用电气	GE.US	未有评级	美元	2,162.28	20.62	1.37	1.51	1.69	13.6	12.2	8.8	11.8	12.5	13.3
平均				3,019.57	99.31	9.97	7.03	9.13	12.1	10.1	(3.1)	18.6	20.8	21.6
A股同业公司														
中国南车	601766.CH	买入	人民币	636.32	4.61	0.33	0.29	0.32	15.9	14.4	3.8	9.4	13.9	11.9
中国北车	601299.CH	买入	人民币	424.15	4.11	0.36	0.31	0.34	13.3	12.1	5.8	10.8	11.5	11.1
北方创业	600967.CH	买入	人民币	28.81	16.63	0.67	0.90	1.14	18.5	14.6	34.3	27.6	14.4	16.2
晋西车轴	600495.CH	买入	人民币	40.92	13.54	0.33	0.40	0.54	33.9	25.1	20.7	34.7	7.8	9.9
时代新材	600458.CH	持有	人民币	63.43	12.26	0.45	0.38	0.56	32.3	21.9	(16.7)	48.5	11.0	14.7
永贵电器	300351.CH	未有评级	人民币	20.28	25.80	1.26	1.08	1.40	24.0	18.4	14.6	30.2		
晋亿实业	601002.CH	未有评级	人民币	77.10	10.44	0.09	0.02	0.31	506.8	34.2	(77.9)	1381.3	1.8	12.4
平均				184.43	12.48	0.50	0.48	0.66	92.1	20.1	(2.2)	220.4	10.1	12.7
H股同业公司														
南车时代电气	3898.HK	持有	港币	236.91	21.85	1.09	0.80	0.99	21.9	17.7	(26.6)	22.8	15.2	16.2
中国南车-H	1766.HK	买入	港币	880.63	6.38	0.33	0.29	0.32	17.6	16.0	3.8	9.4	13.9	11.9
平均				558.77	14.115	0.708	0.545	0.66	19.7	16.8	(11.4)	16.1	14.6	14.1

资料来源:中银国际研究

快速铁路建设拉近城市距离

改革开放以来,我国城镇化快速发展,2011 年城镇化率已达到 51.27%,拥有城镇人口 6.9 亿人,我们预计未来的新型城镇化建设将以城市群的兴起为代表。以大城市为依托、以中小城市为重点,逐步形成辐射作用大的城市群,促进大中城市和小城镇协调发展。随着城镇化水平提高以及城市群发展,人口和产业集聚的中心城市之间、城市群内部的客运需求强劲,对交通基础设施承载能力提出更高要求。

我国的快速铁路主要包括三个部分,一是以“四纵四横”为骨架的高速铁路网;二是在经济发达和人口稠密地区建设的城际客运系统;三是既有线通过提速改造后的线路。快速铁路建设成网后将成为连接城市与城市、城市群与城市群的纽带,拉近城市时空距离。铁路十二五规划中确定到 2015 年将建成 4 万公里的快速铁路网,较 2010 年 2 万公里的水平增长 100%。快速铁路网中的骨干是高速铁路和城际铁路,他们的建设开通将带动我国动车组列车市场的发展。

快速铁路拉近城市时空距离, 缩短旅行时间 50%以上

以京沪、武广客运专线为例,新开通的京沪高铁最小旅行时间仅 5 个小时,较普通快速列车缩短了 15 个小时,而票价仅为机票的一半。武广高铁则将武汉和广州之间的旅行时间从 13 个小时缩短至 4 个小时。由于之前的客运列车最高时速为 120-160 公里/小时,只有部分动车组列车能达到 200 公里/小时,而高速铁路的最高时速普遍达到了 300 公里/小时,速度的提高使两地间列车旅行时速缩短一半以上,拉近了城市间的时空距离,极大的方便了沿线城市与中心城市之间的人才交流。快速铁路网的建设适应了我国城镇化发展需要,将能满足大流量、高密度、快速便捷的客运需求,为拓展区域发展空间、促进产业合理布局 and 城市群健康发展提供基础保障,同时也为广大城乡居民提供大众化、全天候、便捷舒适的基本公共服务。

图表 2. 高速铁路大幅缩短旅行时间

起止站	铁路全长 (公里)	列车等级	旅行时间 (小时)	票价 (元)	飞机航行时 间(小时)	票价(元)
北京-上海	1,318	高铁	5	555	2	1,130
		动卧车	11.5	617		
		动座车	8.5	410		
		特快硬座	15	179		
		普快硬座	20	158		
武汉-广州	995	高铁	4	465	1.5	930
		动车	6.5	315		
		特快硬座	10.5	140		
		普快硬座	12.5	140		

资料来源:国家统计局、中银国际研究

2015 年快速铁路将达 4 万公里

按照铁路“十二五”规划，快速铁路网将连接所有省会及 50 万人口以上的大城市，覆盖全国 90% 以上的人口，大大缩短了城市间时空的距离。届时北京、上海、郑州、武汉、广州、西安、成都等中心城市与临近省会城市将形成 1 至 2 小时的交通圈，与周边城市形成半小时至 1 小时交通圈，北京到全国绝大部分的省会城市将形成 8 小时以内交通圈。到 2015 年我国新建的高铁将会达到 1.6 万公里以上，加上城际铁路和既有线提速线路，届时将有快速铁路网 4 万公里以上。

2015 年“四纵四横”高速铁路基本完工

“四纵四横”高速铁路是我国快速铁路网的骨干，其连接了我国中东部地区大部分省会城市，成为我国不同地域城市群间沟通的桥梁。从铁路中长期规划提出“四纵四横”高速铁路网以来，这一国内铁路客运骨干网络得到了迅速的发展，至 2012 年底，预计将能完成 8,000 公里以上。由于去年底高铁施工大规模停滞，原计划的工期有不同程度的延缓。未来三年将是线路交付的高峰期，2013-2015 年预计共将交付 6,000 公里左右的线路。到 2015 年，以“四纵四横”为骨架的高速铁路将能完工 1.4 万公里以上，快速铁路网的骨架基本完工。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

图表 3. “四纵四横”铁路网 2015 年以前基本建成

		线路起始	设计时速(km/h)	全长(km)	投资(亿元)	开工时间	完工时间
四纵	京沪	北京-上海	350	1,318	2,209	2008.4.18	2011.6.30
		北京-石家庄	350	281	439	2008.10.7	2012.12.31E
	京港	石家庄-武汉	350	841	1,168	2008.10.15	2012.12.31E
		武汉-广州	350	995	930	2005.6.23	2009.12.26
	广深	广深	350	105	167	2005.12.18	2011.12.26
		深港	200	26	484	2010.04	2015E
	京哈	北京-沈阳	350	705	962	待定	2016E
		哈尔滨-大连	350	904	923	2007.8.23	2012 年底 E
	东南沿海	上海-杭州	350	160	297	2009.2.26	2010.10.26
		杭州-宁波	350	150	212	2009.4.1	2012.10E
		宁波-温州	200	268	170	2005.10.27	2009.9.28
		温州-福州	250	298	175	2005.8	2009.7.1
		福州-厦门	250	275	153	2005.9.30	2010.04.26
		厦门-深圳	250	512	417	2007.11.23	2013.6 月底 E
四横	徐兰	徐州-郑州	350	362	486	2011.3.15	2015 年底 E
		郑州-西安	350	485	547	2005.9.25	2009.7.30
	杭昆	西安-宝鸡	250	138	180	2009.12	2013.6
		宝鸡-兰州	250	401	565	2012.10	2015E
	青太	杭州-长沙	350	921	1,309	2009.12	2014E
		长沙-昆明	350	1,167	1,616	2010.03	2013.7.1E
	沪汉蓉	青岛-济南(改造)	250	363	96	2007.1.8	2008.12.21
		济南-石家庄	250	319	436	2012E	2015.12E
	连接线	石家庄-太原	250	189	126	2005.6.11	2008.12.25
		南京-合肥	200	166	43	2005.7	2008.4.18
		合肥-武汉	250	359	168	2005.10	2008.10
		武汉-宜昌	200	292	238	2008.9	2012.7.1
		宜昌-万州/重庆	200	377	226	2004.1	2010.12.22
		重庆-利川	200	264	262	2008.12	2012E
连接线	天津-秦皇岛	重庆-成都	350	309	399	2010.04	2015E
		天津-秦皇岛	350	261	338	2008.11	2013E
	哈尔滨-齐齐哈尔	哈尔滨-齐齐哈尔	250	282	355	2009.07	2013E
		吉林-晖春	250	359	416	2010.10.30	2014.10E
	合肥-蚌埠	合肥-蚌埠	350	131	136	2009.1.8	2012.10E
		成都-西安	250	660	688	2010.12.24	2015E
	柳州-南宁	柳州-南宁	250	226	211	2009.1	2013.10E
		张家口-呼和浩特	250	286	328	2011.2.28	2014E
	合计			15,154	17,873		
	2013-2015 年交付合计			6,091	8,048		
	2015 年以后交付合计			705	962		

资料来源：公司数据

2015 年以前 2,600 公里城际铁路等待交付

城际铁路是指在人口稠密的都市圈或者城市带规划和修建的高速铁路客运专线系统，特点是相对短距离、公交化。我国城镇化的建设带动城市群与城市群，及城市群中各个城市之间的客流交往。方便、快捷的城际铁路完全贴合于这种需求。

铁道部“十二五”规划在长江三角洲、珠江三角洲、环渤海地区、长株潭城市群、中原城市群、武汉城市圈、成渝经济区、关中城市群、海峡西岸经济区以及呼包鄂地区、北部湾地区、鄱阳湖生态经济区、滇中地区等经济发达和人口稠密地区建设城际客运系统，覆盖区域内主要城镇。根据铁道部的规划，未来三年将有 2,600 公里左右的城际铁路建成通车，2016 到 2020 年将另有 2,000 公里左右的线路交付通车。随着区域路网的逐渐形成，将给各城市带来更为便捷的出行条件，促进城市群的发展，及城市间的交流。

图表 4. 2015 年超过 2,000 公里城际铁路等待交付

线路起始	设计时速(km/h)	全长(km)	投资(亿元)	开工时间	完工时间
天津-保定	250	158	240	2010.03	2013E
青岛-烟台-威海-荣成	250	299	371	2010.03	2013.9.30E
天津-滨海新区	350	45	114	2009.10	2012E
南京-杭州	350	249	314	2008.12	2012.12.31E
南京-安庆	350	257	257	2008.12	2012.06E
东莞-惠州	200	97	253	2009.05.08	2012.10E
广州-佛山-肇庆	200	83	195	2011.年内	2013E
广州-清远	200	47	127	2011.年内	2015E
成都-绵阳-乐山	200	323	330	2008.12.30	2013E
重庆-万州	250	248	261	2010.12.22	2014E
武汉-黄石	200	97	170	2009.03.22	2013E
武汉-孝感	200	62	106	2009.03.22	2012.12.31E
武汉-咸宁	200	90	98	2009.03.22	2013.10E
武汉-黄冈	200	66	93	2009.03.22	2012E
长沙-株洲-湘潭	200	96	233	2010.6	2014E
长株潭 3+5 城际铁路	200	1,200	1,500	待定	2030E
海南西环快速铁路	200	342	268	2010.12.30	2014.年底
沈阳-丹东	250	224	269	2010.3.17	2013.年底
哈尔滨-牡丹江	300	293	413	待定	待定
合计		4,276	5,610		
2013-2015 年交付合计		2,611	3,258		
2015 年以后交付合计		2,030	2,749		

资料来源:国家统计局、中银国际研究

未来三年 1,200 亿元的高铁车辆需求尚未满足

我国快速铁路客运网包括高速铁路、城际铁路和速度较高的既有线。铁路“十二五”规划中确定到 2015 年将建成 4 万公里快速铁路网，较 2010 年 2 万公里的水平增长 100%。快速铁路网中的骨干是高速铁路和城际铁路，他们的建设开通将带动我国动车组列车市场的发展。

动车是把动力装置分散安装在每节车厢上，使其既具有牵引动力，又可以载客的客车车辆。而动车组就是几节自带动力的车辆加几节不带动力的车辆编成一组，就是动车组。带动力的车辆叫动车，不带动力的车辆叫拖车。我国动车组列车是经过引进消化吸收再创新后在国外先进动车组技术的基础上研发而来的具有自主知识产权的技术体系。主要由南车四方、南车浦镇、南车BST、北车长客、北车唐山等几家企业设计生产。

图表 5. 我国动车组列车谱系

速度等级	型号	描述	生产公司	主要运用线路
200-250km/h	CRH1A	250km/h 短编组座车动车组 (8 辆)	BST (南车)	广深、成渝、杭深、东环、成灌
	CRH1B	250km/h 长编组座车动车组 (16 辆)		杭深
	CRH1E	200km/h 长编组卧车动车组 (16 辆)		杭深
	CRH2A	250km/h 短编组座车动车组 (8 辆)	南车四方	京沪、杭深、宁蓉、浙赣、昌九
	CRH2B	250km/h 长编组座车动车组 (16 辆)		宁蓉
	CRH2E	200km/h 长编组卧车动车组 (16 辆)		京沪
	CRH5A	250km/h 短编组座车动车组 (8 辆)		京哈、胶济、京沪、石太、京广
	CIT001	0 号综合检验车	北车长客	-
	CRH6	200km/h 短编组座车动车组 (8 辆)	南车浦镇	-
	CRH2C-I	350km/h 短编组座车动车组 (8 辆)	南车四方	沪宁
300-350km/h	CRH2C-II	350km/h 短编组座车动车组 (8 辆)	南车四方	郑西、武广
	CRH3C	350km/h 短编组座车动车组 (8 辆)	北车唐厂	京津、武广、广深
	CRH380A	380km/h 短编组座车动车组 (8 辆)	南车四方	京沪、胶济、沪杭
350-380km/h	CRH380AL	380km/h 长编组座车动车组 (16 辆)		京沪、武广
	CRH380B	380km/h 短编组座车动车组 (8 辆)	北车长客	-
	CRH380BL	380km/h 长编组座车动车组 (16 辆)	北车唐厂	京沪、沪杭
		380km/h 长编组座车动车组 (16 辆)	北车长客	-
	CRH380CL	380km/h 长编组座车动车组 (16 辆)	北车长客	-
	CRH380D	380km/h 短编组座车动车组 (8 辆)	BST (南车)	-
380-400km/h	CIT400A	400km/h 综合检测车 (8 辆)	南车四方	-
	CIT400B	400km/h 综合检测车 (8 辆)	北车长客	-
500km/h	CIT500	更高速度试验列车 (6 辆)	南车四方	-

资料来源:中银国际研究

动车组的需求主要来自三个方面，一是新线的建设要配备相应的车底，二是随着线路的开通，吸引客流逐渐增多，需要更多的车底加密班次；三是动车组的四级修和五级修价格较高，随着存量的提升，维修费用也将逐步增加。根据高速铁路和城际铁路的施工规划，未来三年将有近 9,000 公里的高速铁路或城际铁路开通运营。以每公里需求动车组 0.5 辆的密度推算，新线投产带来新增动车组需求 4,300 辆左右。假设新线开通一年后保有量密度以每年 0.05 辆每公里的速度增加两年，则班次加密带来的动车组需求共有 1,100 辆左右。假设新购动车组 2-3 年大修一次，每次的价格在整车价格的五分之一左右，则未来三年维修市场将有 1,000 辆左右。我国动车组编组规则一般是 8 辆编组或 16 辆编组，每组价格从最初的 1 亿元上升至 2 亿元左右。以平均每辆车 1,900 万的价格推算，“十二五”期间我国动车组市场将有近 2,000 亿元，其中未来三年将有 1,200 亿元的市场等待开发。

图表 6. 动车组需求推测

	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
新线投产长度(公里)		1,194	2,046	1,731	1,601	3,173	3,844	2,733	2,124	705
新线投产密度(辆/公里)		0.6	0.4	1.1	1.1	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
新增动车组需求量(辆)	720	688	872	1,884	1,761	1,587	1,922	1,367	1,062	353
动车组保有量(组)	90	176	285	447	652					
保有量折算(辆)	720	1,408	2,280	4,470	6,520	8,107	10,029	11,395	12,457	12,810
线路加密(辆/公里)		0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
每年加密需求(辆)		60	102	87	80	159	192	137	106	35
每年新增加密需求(辆)				162	189	167	239	431	488	435
动车组大修价格(辆)	144	138	174	377	352	317	384	273	212	71
大修需求(辆)				144	138	174	377	352	317	384
动车组总需求(辆)	720	688	872	2,190	2,087	1,928	2,537	2,150	1,867	1,172
动车组单价(亿元)		0.15	0.15	0.15	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19
动车组需求(亿元)		103	131	329	397	366	482	408	355	223

资料来源:中银国际研究

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

客货分线，货车空间更大

我国铁路现阶段大部分线路实行的是客货混跑的方式，同一条线路上既跑客车又跑货车，货车速度在 80-120 公里/小时，客车在 120-200 公里/小时，由于慢速车占用线路区段时间较长，速度的差别越大线路的通过能力越低。同时由于货物列车与客运车辆的轴重不同，对线路要求的差异很大，所以一般高铁与城际列车会单独建设线路。高速铁路与城际铁路建成后对客流的吸引能力较强，同一通道内既有铁路的客运负担减小，货物运输将得以发展，客观上实现了客货分线运输。客货分线后既有线的货运能力得到释放，2011 年京沪线旅客运输量为 8,700 万人次左右，普通快速列车一般为 16 节编组，定员 1,000-1,200 人，假设车底每年工作 300 天，则需要 290 列车底周转。京沪高铁开通后，其设计能力为双向年输送旅客 1.6 亿人次，如全部承担原京沪线运输能力，按照下线 1 列客车可以增加 3 列货车的比例计算，可以多开 870 列货运列车。以 4,000 吨的载重量计算可以增加 348 万吨运输能力，在 2011 年京沪线货运量 5,733 万吨的基础上提高 6.1%。客货分线为提高运输能力创造了条件，而重载运输为运输能力的提高提供了设备基础。

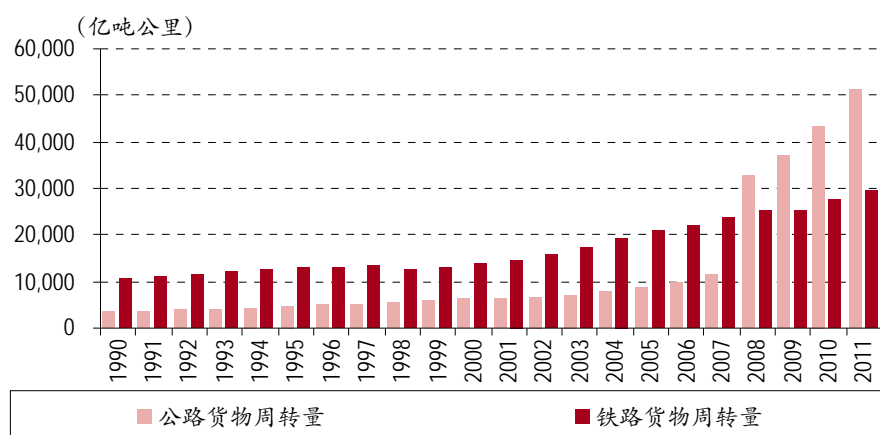
重载运输为铁路货运带来新的生机

我国公路货运量在全部货运量中一直保持主导地位，近十年复合增长率在 10% 左右，铁路只有 7%。而货运周转量这一指标更能体现铁路在我国交通运输体系中的地位。我国 2011 年铁路货物周转量为 2.9 万亿吨公里，1990 至 2011 年复合增长率仅为 4.98%。而公路货物周转量为 5.1 万亿吨公里，同期复合增长率为 13.87%，铁路货运的增速远低于公路。在 2008 年以前，虽然铁路货运量只是公路的十分之一左右，但从周转量的角度来看，铁路一直是远远超过公路的。主要由于铁路是长距离干线运输的主力，在高速公路建设之前铁路一直是贯穿我国东西南北的大动脉。近年来随着高速公路网的建设，长距离运输有了第二选择，铁路运输的瓶颈凸显，在铁路运力不足的情况下更多的货物选择了公路运输。

重载运输将迅速提高铁路的运输能力。在重载化以前，我国铁路货车平均载重为 60 吨，以 50 辆满轴列车计算，一列货车的载重量为 3,000 吨，目前国内繁忙干线普遍开行 5,000-6,000 吨重载列车，其载重量一般为 4,000 吨，货运能力大幅增长 33%。世界各国的重载运输实践也已证明，重载运输在提高铁路劳动生产率，降低铁路运输成本，提高铁路运输经济效益方面发挥着重要的作用。

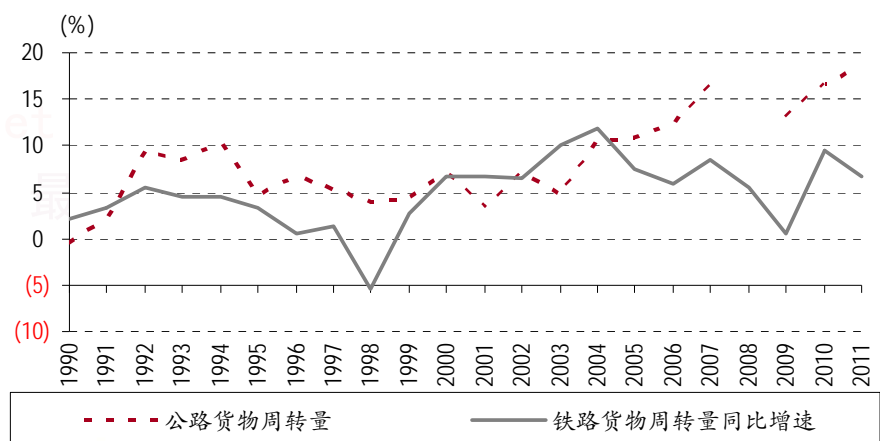
1994 年 6 月在国际重载牵引协会 (IHHA) 年会上，对铁路重载运输的定义做了规定，铁路重载运输必须至少符合下列条件中的两条：（1）单元或组合列车重量不低于 5,000 吨；（2）铁路线路年运量在 2,000 万吨以上，运距在 150 公里以上；（3）设施的轴重在 25 吨以上（包括从 21 吨提高到 25 吨）。我国重载运输起步于 20 世纪 80 年代，并于 1992 年底建成我国第一条双线重载运煤专线大秦铁路。至 2011 年底，大秦线年运输能力达到 4 亿吨，极大提高了铁路煤炭运输能力，重载运输为铁路货运带来新的生机。

图表 7. 公路货运周转量已超过铁路



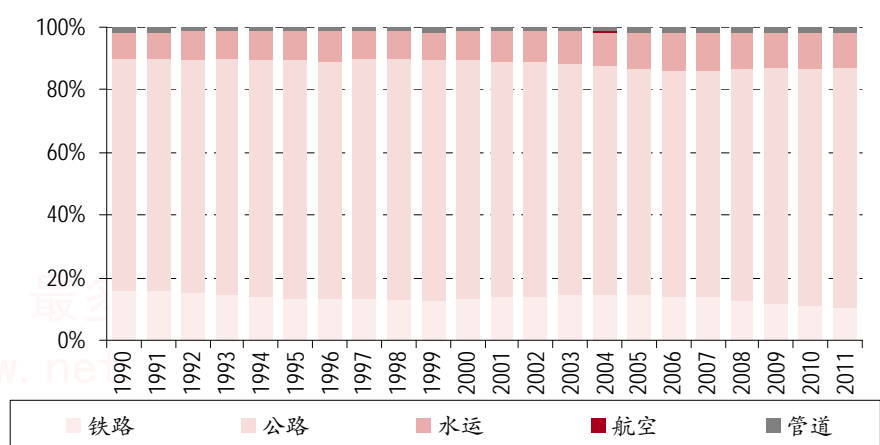
资料来源:中银国际研究

图表 8. 公路货运周转量增速超过铁路



资料来源:中银国际研究

图表 9. 铁路货运量占比逐年下降



资料来源:中银国际研究

机车市场：未来三年 580-680 亿元

重载运输的发展得益于国产大功率机车的应用。我国和谐型大功率机车分为电力（HXD）和内燃（HXN）两类。和谐电（HXD）型号分为 HXD1/1B/1C/1D、HXD2/2B/2C、HXD3/3B/3C/3D，和谐内（HXN）型号分为 HXN3、HXN5，其中数字表示对应的生产公司。我国铁路从 2006 年起逐步配置和谐型大功率机车，2008 年初具规模，达到 744 辆，到 2011 年这一数量已增至 5052 辆。其中大部分为电力机车。

在重载化的趋势下，电力机车以马力大、节能环保等诸多优点正在逐步替代内燃机车。从统计数据上可以看到，我国国铁电力机车占比呈逐年上升趋势，到 2011 年已接近 50%。目前铁路新购机车均以电力机车为主，型号选择上也以和谐型大功率电力机车为主。

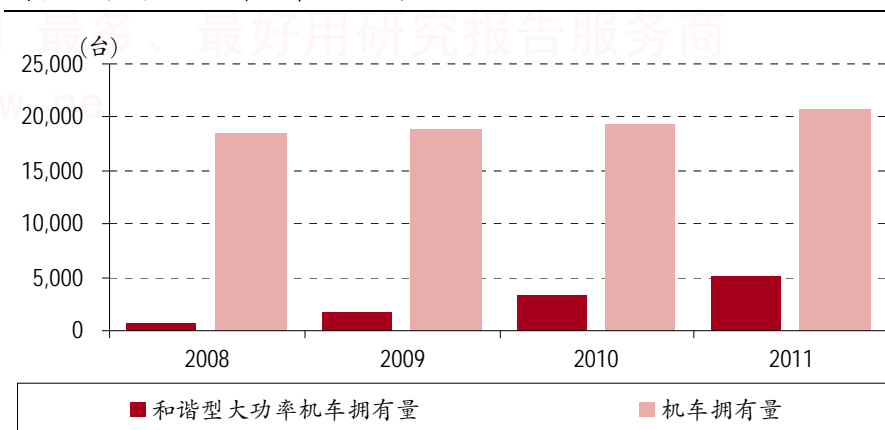
由于电力机车保有量与电气化里程有极强的相关性，我国铁路“十二五”规划中确定到 2015 年达到营业里程 12 万公里，电气化率达到 60%，则电气化里程为 7.2 万公里。除去其中包含的高铁及城际铁路约 1.8 万公里，则 2015 年我国普通铁路电气化里程将达到 5.4 万公里。2012 年我国普通铁路电气化里程预计将达到 4.2 万公里左右，则 2013-2015 年将增加 1.2 万公里普通铁路电气化里程，以每公里保有 0.25 辆电力机车的保有量密度来计算，未来三年将有 3,400 辆左右的机车需求，以平均单价 1,700-2,000 万元计算，将有 580-680 亿元的市场。

图表 10. 和谐型大功率机车谱系

生产厂商	型号	技术平台	功率 (kw)	最高速度 (公里/小时)	轴式	定位
1-南车株洲	HXD1	西门子	9,600	120	8 轴	干线货运
	HXD1B	西门子	9,600	120	6 轴	干线货运
	HXD1C	HXD1、HXD1B	7,200	120	6 轴	干线货运
	HXD1D	HXD1C	7,200	160	6 轴	干线客运
2-北车大同	HXD2	阿尔斯通	10,000	120	8 轴	干线货运
	HXD2B	阿尔斯通	9,600	120	6 轴	干线货运
	HXD2C	HXD2	7,200	120	6 轴	干线货运
3-北车大连	HXD3	东芝	7,200	120	6 轴	干线货运
	HXD3B	庞巴迪	9,600	120	6 轴	干线货运
	HXD3C	HXD3	7,200	120	6 轴	干线客货运通用
	HXD3D	HXD3	7,200	200	6 轴	干线准高速客运
	HXD3N	易安迪 (EMD)	4,660	120	6 轴	干线货运
5-南车戚墅堰	HXD5	通用 (GE)	4,661	120	7 轴	干线货运

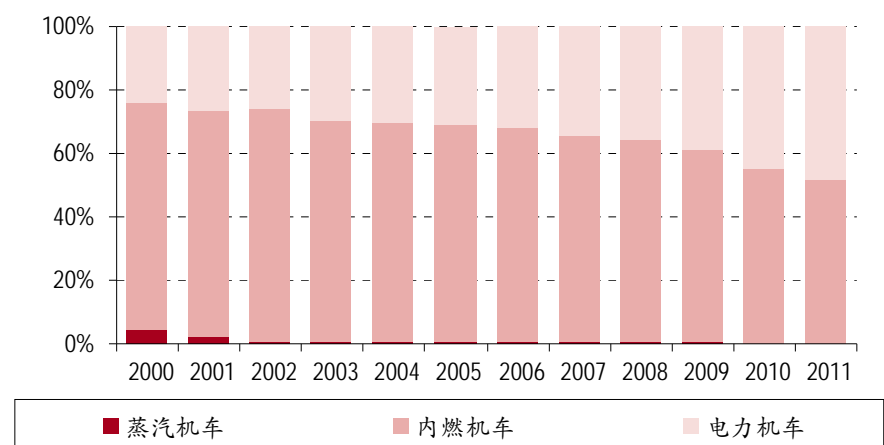
资料来源：铁道部、中银国际研究

图表 11. 和谐型大功率机车迅速发展



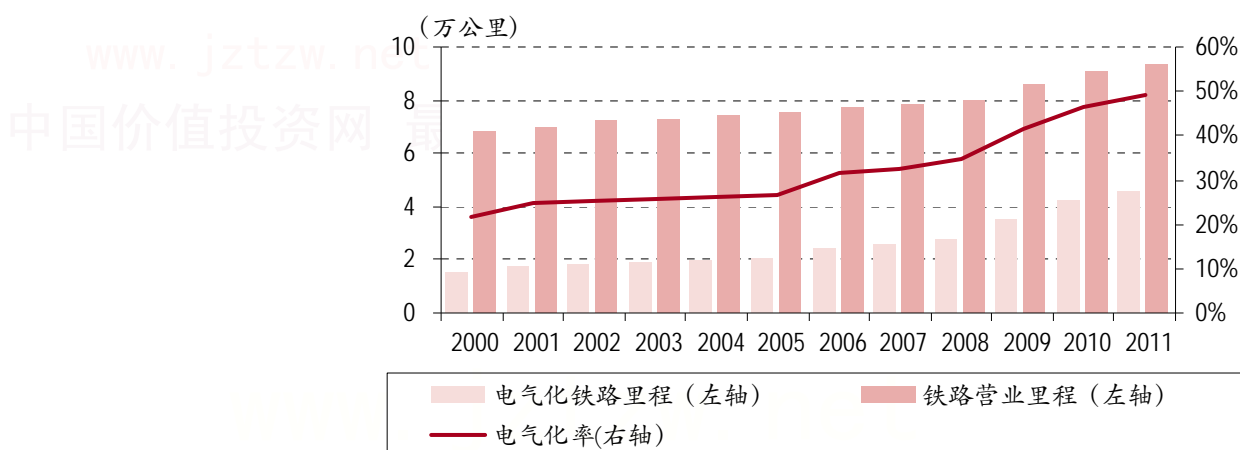
资料来源：铁道部、中银国际研究

图表 12. 电力机车占比逐年上升



资料来源：铁道部、中银国际研究

图表 13. 我国铁路电气化率逐年提高



资料来源：铁道部、中银国际研究

图表 14. 大功率机车需求预测

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
铁路营业里程 (万公里)	7.97	8.55	9.12	9.32	9.96	10.66	11.36	12.06
新增营业里程(万公里)	0.17	0.58	0.57	0.21	0.64	0.7	0.7	0.7
电气化率(%)	34.6	41.7	46.6	49.4	52	54	58	60
电气化铁路里程 (万公里)	2.76	3.57	4.25	4.61	5.18	5.76	6.59	7.24
新增电气化里程(万公里)	0.21	0.81	0.68	0.36	0.58	0.58	0.83	0.65
高铁及城际铁路里程(万公里)	0.12	0.32	0.50	0.66	0.97	1.36	1.63	1.84
新增高铁及城际铁路里程(万公里)	0.12	0.20	0.17	0.16	0.32	0.38	0.27	0.21
普通铁路电气化里程(万公里)	2.64	3.24	3.75	3.95	4.21	4.40	4.96	5.39
新增普通铁路电气化里程(万公里)		0.61	0.51	0.20	0.26	0.19	0.56	0.43
电力机车保有量(辆)	6,206	6,898	8,257	9,495	10,098	11,001	12,399	13,486
新增电力机车(辆)	213	692	1,359	1,238	603	903	1,398	1,087
电力机车密度(辆/公里)	0.24	0.21	0.22	0.24	0.24	0.25	0.25	0.25
机车单价(万元)					1,700	1,700	1,700	1,700
电力机车市场(亿元)					102.43	153.51	237.68	184.82

资料来源：中银国际研究

货运能力释放推动货车需求增长

在客货分线、重载运输的趋势下，我国铁路货车水平也在逐步提高，70吨级的货车保有比例正在迅速上升。2011年我国铁路货车保有量64.5万辆，其中70吨及以上载重的货车为19.6万辆，占比30.3%。从2006年大规模招标70吨级货车以来，其保有量复合增长率达到41.5%，增长迅速。

目前我国70吨及以下载重量的货车保有量仍占总保有量的70%，但低载重量货车不能适应重载化运输的趋势。我们知道受到发线有效长等限制，单纯依靠增加编组数量提高载重的方法并不可行，提高轴重和单车载重才是未来的发展方向。以C70为例，其载重70吨、比C64型敞车增加10吨、载重量提高16.7%，按每天10万辆车计算，可增加运能100万吨，年增加运能3.6亿吨。以单机牵引5,000吨列车计算，车辆总长度为715米，比C64敞车减少64米，到发线利用率大幅提高，在运能上升的前提下，可以节省大量的站场和线桥改造费用。

图表 15.不同载重量货车重载编组对比

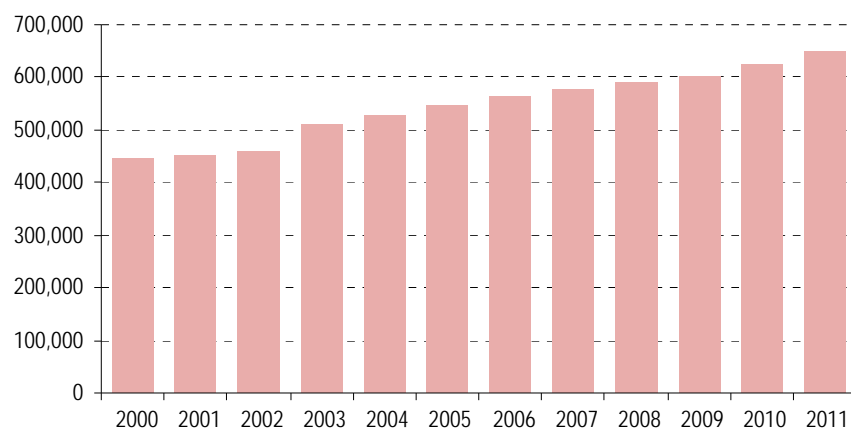
	C64	C70	C80
载重量 (吨)	60	70	80
自重 (吨)	22.5	23.8	20.2
单车长度 (米)	12.49	13	10.6
牵引 5000 吨车体数 (辆)	61	53	50
牵引 5000 吨编组长度 (米)	757	693	529
牵引 5000 吨列车长度 (米)	779	715	551
牵引 10000 吨车体数 (辆)	121	107	100
牵引 10000 编组长度 (米)	1,514	1,386	1,058
牵引 10000 列车长度 (米)	1,558	1,430	1,102

资料来源：铁道部、中银国际研究

目前我国铁路货车新招全部采购70吨以上级别的车辆，全路45万辆70吨以下的车辆正逐步被70吨车替换。70吨及以上的车辆以每年30,000辆左右的速度增加，而70吨及以下的车辆以10,000辆的速度下降。未来几年铁路货车市场由两方面构成，一是满足货运需求增加量的增量市场，二是弥补淘汰70吨及以下车辆造成的产能真空而形成的替换市场。对于增量市场，我们假设今年过后货运逐步恢复，未来三年铁路货运量保持7%的速度增长，则每年将有3亿吨左右的新增货运量。以货车周转时间4.1天计算，每年将有4.7万辆左右的货车需求。对于替换市场，我们测算出70吨及以下的货车载重量平均为61吨，以每年替换1.5万辆的速度，未来三年每年将带来1.3万辆的货车市场。以每辆车40万元计算，未来三年将有720亿元的市场等待开发。

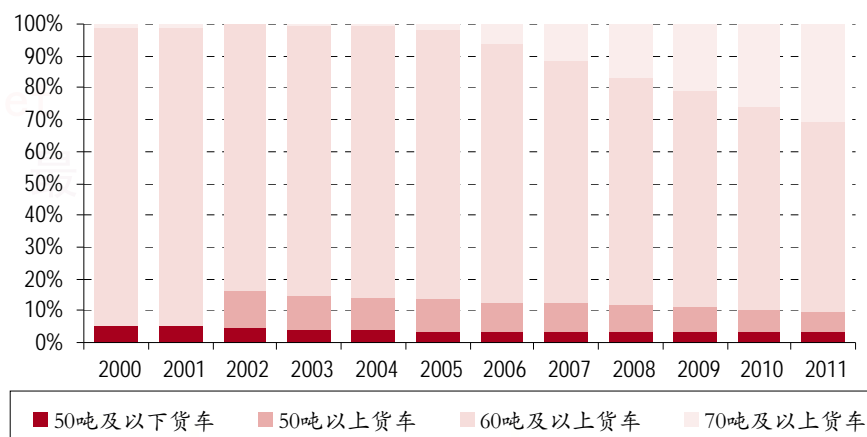
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
 www.jztzw.net

图表 16.我国铁路货车拥有量逐年提高



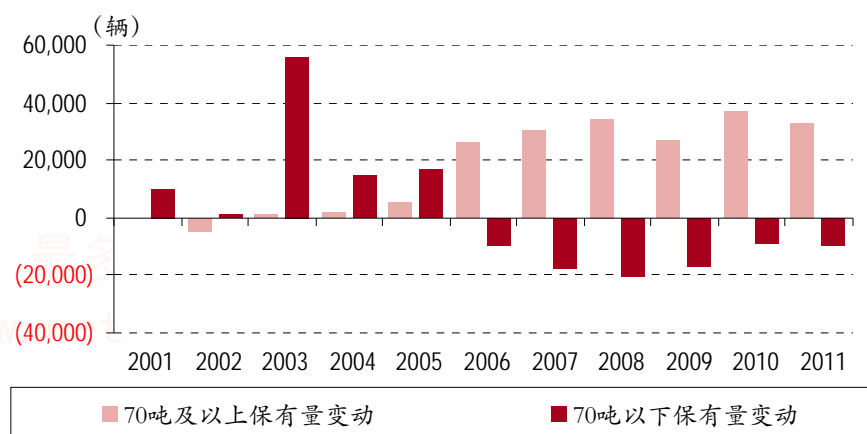
资料来源：铁道部、中银国际研究

图表 17.70 吨及以上的货车占比逐步提高



资料来源：铁道部、中银国际研究

图表 18.70 吨及以上的货车保持每年 3 万辆左右的增长



资料来源：铁道部、中银国际研究

图表 19.铁路货车需求测算

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
铁路货运量 (亿吨)	33.3	36.4	39.3	40.9	43.8	46.8	50.1
铁路货运量增速 (%)	0.9	9.3	8.0	4.0	7.0	7.0	7.0
铁路货运量增长 (亿吨)	0.3	3.1	2.9	1.6	2.9	3.1	3.3
货车周转时间 (天)	4.68	4.48	4.45	4.40	4.20	4.10	4.00
增量市场 货车载重 (吨)				70	70	70	70
增量市场需求 (辆)				27,090	46,399	47,792	49,207
70 吨以下车辆保有量 (辆)	468,623	459,623	449,859	434,859	419,859	404,859	389,859
替换市场 70 吨以下保有量变动 (辆)	(17,350)	(9,000)	(9,764)	(15,000)	(15,000)	(15,000)	(15,000)
70 吨以下车辆平均载重 (吨)	60.8	60.8	60.8	61	61	61	61
替换市场需求 (辆)	14,642	7,600	8,244	12,708	12,708	12,708	12,708
货车市场 (辆)	26,777	36,896	32,973	39,798	59,108	60,500	61,915
货车单价 (万元)				40	40	40	40
货车需求(亿元)				159	236	242	248

资料来源：中银国际研究

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

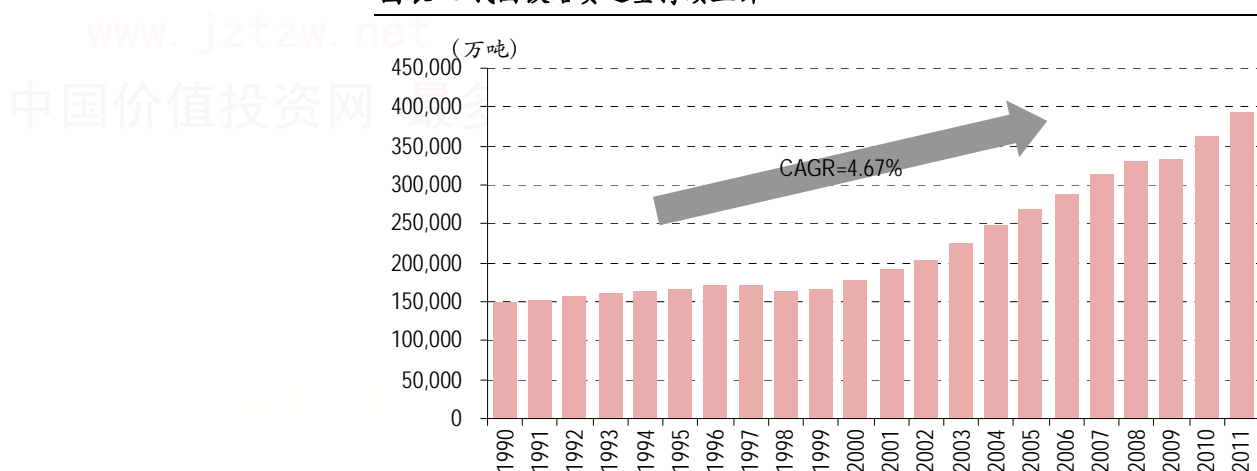
路网规划不断更新，投资仍将维持高位

我国路网密度仅为美国的 40%

铁路作为国民经济的大动脉、国家重要基础设施和大众化交通工具，在国民经济社会发展中具有重要作用。目前，我国铁路的旅客周转量、货物发送量、货运密度和换算周转量均为世界第一。2011 年全国铁路完成旅客发送量 18.62 亿人，同比增长 11.1%；1990 至 2011 年复合增长率为 3.22%。货物发送量 39.19 亿吨，同比增长 8.0%，1990 至 2011 年货运量复合增长率为 4.67%。

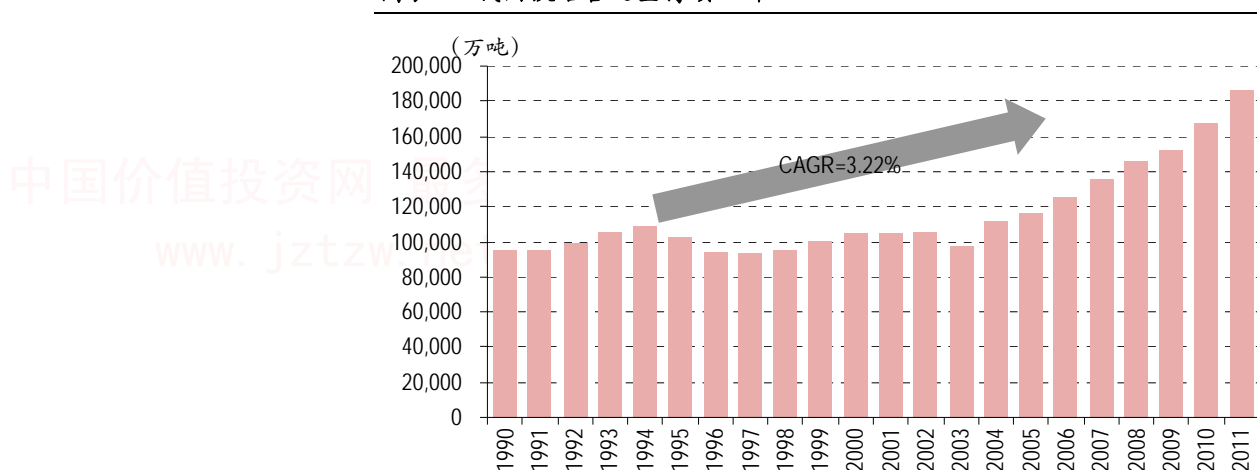
在铁路客货运量不断增长的同时，铁路路网面临着巨大的压力。我国铁路路网密度在 2011 年达到历史最高的 97.1 公里/万平方公里，而国土面积与美国相当，其拥有的铁路在经历了很长时间的拆除后只有高峰时期的一半，即使这样仍然有 23 万公里的营业里程，对应路网密度为 237.3 公里/万平方公里。我国路网密度仅为美国的 40% 左右，相较国外发达铁路系统我国铁路发展空间仍然很大。

图表 20. 我国铁路货运量持续上升



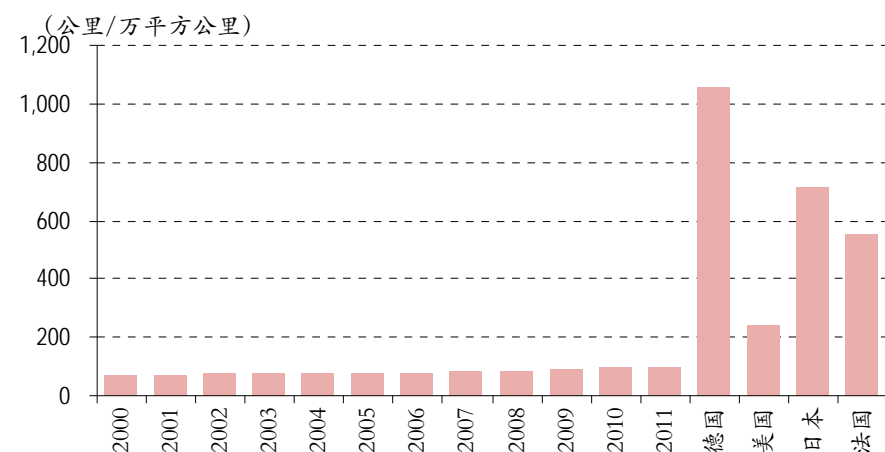
资料来源:国家统计局、中银国际研究

图表 21. 我国铁路客运量持续上升



资料来源:国家统计局、中银国际研究

图表 22. 我国铁路网密度仍然很低



资料来源:中银国际研究

我国铁路尚未满足客货运需求

图表 23.我国铁路在世界占比

(%)	中国	俄罗斯	日本	美国	德国	法国
线路长度占比	6.51	8.46	1.99	22.47	3.35	3.36
客运周转量占比	29.35	5.72	9.44	0.35	2.86	3.27
货运周转量占比	29.74	21.98	0.26	28.64	1.11	0.31

资料来源:同花顺、国家统计局、中银国际研究

根据我们的统计,我国铁路线路长度在全世界 110 个国家中占比 6.51%,而客运周转量占全世界的 29.35%,货运周转量占 29.74%。也就是说我国用不到全世界 10%的铁路线路承担了将近三分之一的客货运量。在感叹我国铁路运输效率的同时我们也应注意到这种内部挖潜的模式是否已经走到了尽头,中国铁路亟需更多的线路来缓解紧缺状况。

对比其他国家可以发现,欧美及日本各国的铁路系统有明显的偏向性,以欧洲及日本为代表的铁路系统重点发展高速客运铁路,客运周转量与线路长度呈正向相关,尤其日本更是以全世界 1.99%的铁路线路完成了 9.44%的客运周转量,这与其始终保持发展高速客运专线分不开。而美国及俄罗斯则显示出了另一种发展模式,两个国家的地域都很辽阔,航空及公路运输发达,旅客出行选择铁路的较少。两国铁路系统重载趋势明显,货车轴重一般在 30 吨以上。

我国铁路发展水平始终不足,客货需求却高速增长。从 2000 年至 2011 年营业里程复合增长率仅为 2.8%,货运周转量年均增长率在 7.16%,客运增长率为 7.07%。显示出我国铁路的边际效应明显,社会货运及客运需求被抑制。对比这十年间我国 GDP 增速保持在 8%以上,并有连续 5 年在 10%以上。我国铁路的发展水平尚未满足社会经济的发展,不断增长的客货需求呼唤铁路的运输能力提高。

铁路运输能力的提高通常有两种方式,一是外援生产,即新建线路,实现繁忙干线的客货运分线,二是内部扩大再生产,在既有路网上提高运输效率,提高列车运行速度,加密班次和加大牵引重量。经过 6 次大面积提速,我国铁路既有线路列车最高速度达到 160 公里每小时,一些干线开行了时速 200-250 公里的动车组列车。货运列车最高时速达到 120 公里,最大载重 5,000 吨。这些列车时速已达到既有线路最高承载能力。也就是说既有线运行效率基本达到最高,未来需要通过新建线路缓解不断增加的客货运压力。

图表 24.我国铁路既有线大提速

(公里/小时)	1997	1998	2000	2001	2004	2007
最高运行时速	140	160	160	160	200	250
列车旅行速度	54.9	55.2	60.3	61.6	65.7	70.18

资料来源:中银国际研究

不断更新的铁路网规划

我国政府陆续出台了一系列铁路规划,为未来铁路的发展指出了方向。2004年1月7日,国务院审议通过了《中长期铁路网规划》,明确了我国铁路网中长期建设目标和任务。根据规划,到2020年,全国铁路营业里程达到10万公里,复线率和电气化率均达到50%。2008年10月,《中长期铁路网规划(2008年调整)》经国家批准正式颁布实施,将2020年中国铁路营业里程规划目标由10万公里调整为12万公里以上,其中客运专线由1.2万公里调整为1.6万公里,电气化率由50%调整为60%。

图表 25.不断更新的铁路网规划

		2010 规划 (2010)	“十一五” 规划 (2010)	2011 规划 (2015)	“十二五” 规划 (2015)	调整后中长期规划 (2020)
营业里程	万公里	9.1	9	9.3	12	12
复线化率	%	41.1	45	42.4	50	50
复线里程	万公里	3.7	4.05	3.9	6	6
电气化里程	万公里	4.2	4.05	4.6	7.2	7.2
电气化率	%	46.6	45	49.4	60	60
西部地区营业里程	万公里	3.6	3.5	3.6	4.8	
快速铁路	万公里	2	2		4	
新线	万公里		1.7			4.1
其中客运专线	万公里		0.7			1.6
既有线复线	万公里		0.8			1.9
既有线电气化改造	万公里		1.5			2.5

资料来源:中银国际研究

铁路“十二五”规划将提前完成中长期规划目标

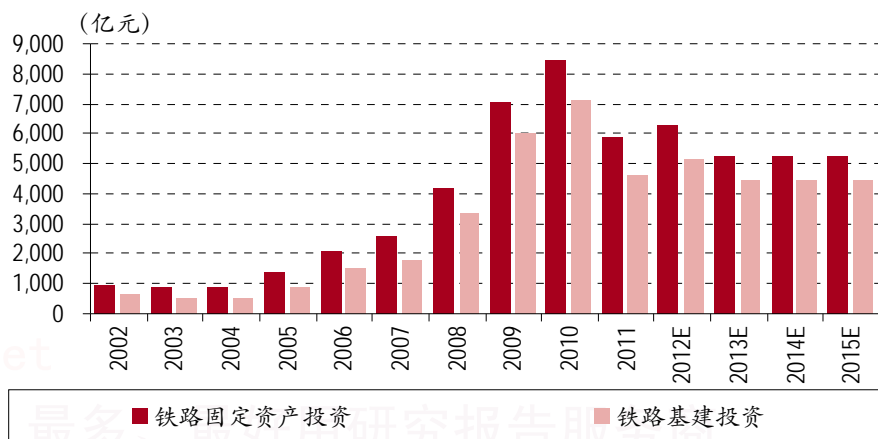
“十一五”期间,铁路完成基本建设投资1.98万亿元,新增营业里程1.6万公里,复线投产1.1万公里,电气化投产2.1万公里。铁路复线、电气化率分别达到41.9%、47%,路网规模和质量大幅提升。

按照铁路“十二五”规划纲要,在“十二五”期间,以客运专线、区际干线及煤运通道建设为重点,基本建成快速铁路网,基本覆盖省会及50万人口以上城市;大能力区际干线和煤运通道进一步优化完善,煤炭运输能力达30亿吨以上。到2015年,全国铁路营业里程预计达到12万公里左右,其中西部地区铁路4.8万公里,复线率和电化率分别达到50%和60%以上。

铁路“十二五”规划将中长期路网规划的主要目标实现期限提前至2015年,将带动铁路投资爆发式增长。据铁道部披露,“十二五”期间铁路固定资产投资将达到2.8万亿元,其中基础建设投资2.3万亿元,更新改造投资及机车车辆购置费用0.5万亿元,平均每年1,000亿元左右。

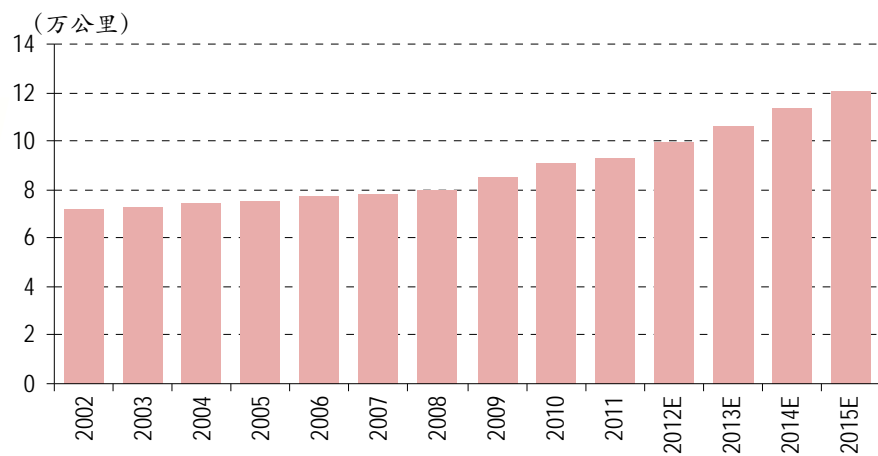
2011 年我国铁路固定资产投资完成 5,906 亿元，其中基础建设投资 4,611 亿元，机车车辆购置 1,049 亿元，更新改造投资 246 亿元。同时根据铁道部公开信息来看，2012 年全年固定资产投资额度提升至 6,300 亿元，基础建设投资提升至 5,160 亿元。较年初规划提升了 1,000 亿元以上。在国内经济形势下行的背景下，今年铁路新开工项目由 9 个提升到了 19 个，大幅拉动固定资产投资及基础建设投资增长。预计未来三年每年将完成固定资产投资 5,200 亿元左右，基础建设投资 4,400 亿元左右。

图表 26. 我国铁路投资保持稳定



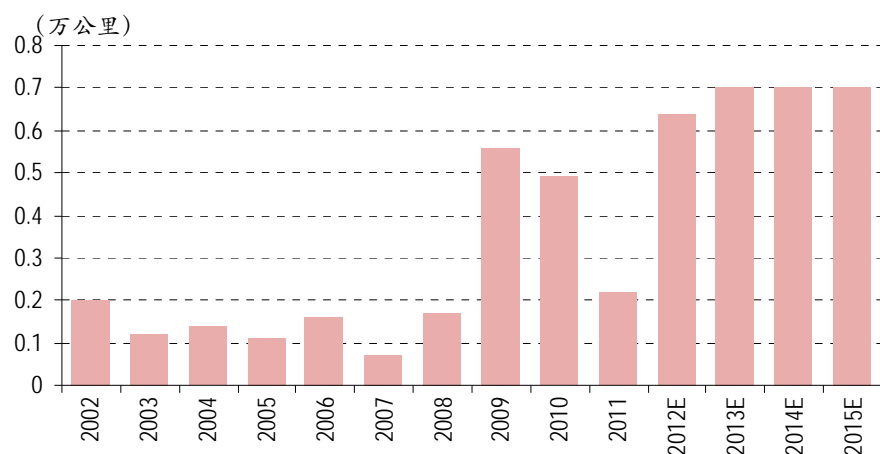
资料来源: 中银国际研究

图表 27. 我国铁路营业里程



资料来源: 中银国际研究

图表 28.我国铁路新增营业里程保持高位



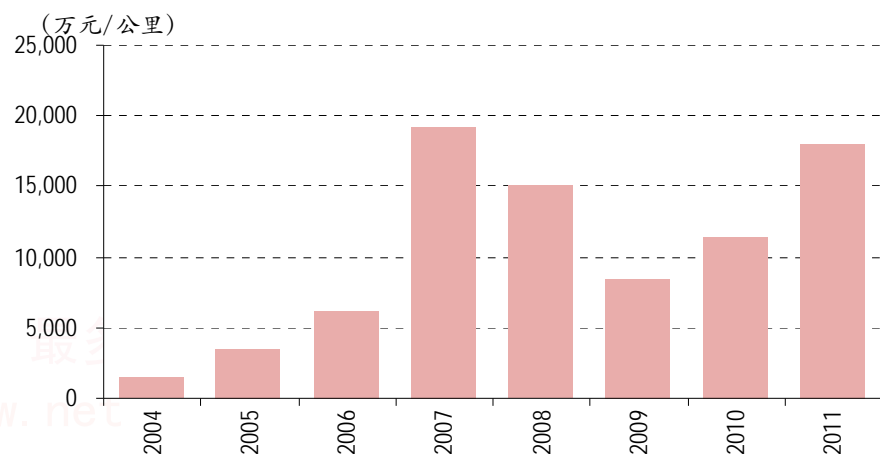
资料来源:中银国际研究

“十二五”期间铁路投资仍维持高位

根据铁路“十二五”规划,到2015年我国铁路营业里程将达到12万公里,较2010年的9.1万公里增加2.9万公里。2011年新增0.2万公里,预计2012年将新增0.6万公里。未来三年每年将新增0.7万公里的铁路营业里程。从这个数据看未来三年我国铁路每公里新建线路投资额仅有6,300万元。

我国高速铁路里程逐年增加,从2007年开始的高速铁路建设使新线建设的单位投资大幅增加,每公里投资在1亿元以上。未来这一趋势并未改变,每年开拓的新线中高速铁路将占据大部分。因此每公里6,300万元的投资预计将很难覆盖未来新线建设的需要,由此可以推测为了达到“十二五”规划的12万公里营业里程的目标,未来可能将会追加部分投资。。

图表 29. 我国铁路单位投资额逐步上涨



资料来源:中银国际研究

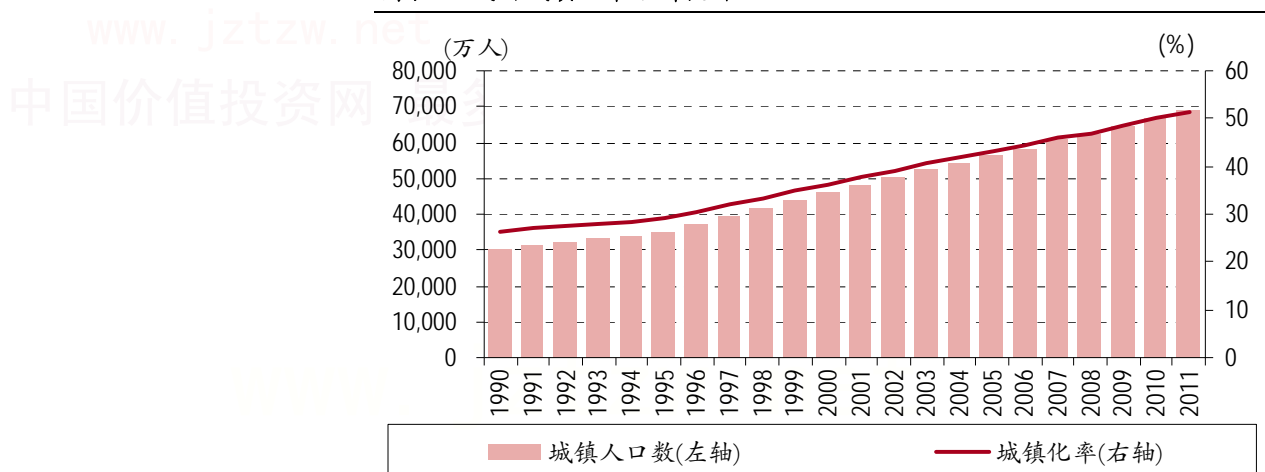
深度城镇化推动城市轨道交通发展

城镇化进程带动城市轨道交通发展

我国城市人口不断增加，由此带来的交通问题日益严重。数据显示，在我国主要大中城市中，北京的交通拥堵状况最严重，道路畅通时北京市居民平均每天上下班在路上的时间为 40.1 分钟，道路拥堵时为 62.3 分钟，每月北京居民由于道路拥堵产生的经济成本高达 335.6 元。其次是广州和上海。随着二线、三线城市的开放发展，越来越多的城市进入交通拥堵的行列。

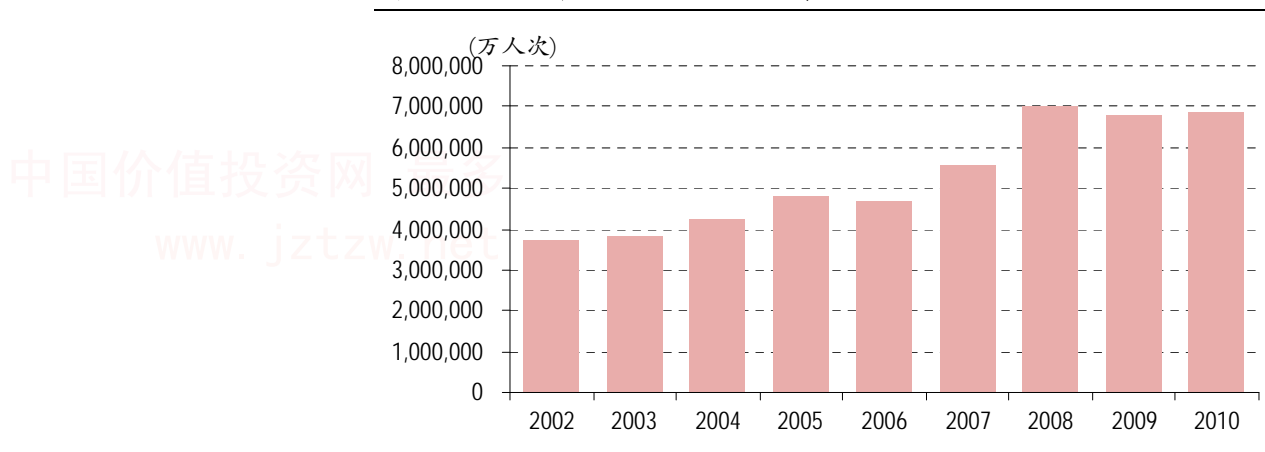
为了缓解我国城市的拥堵情况，各地政府出台了一系列治堵措施，引导城镇居民选择公共交通出行。“十一五”期间我国城市公共交通客运总量以平均每年 10% 左右的速度递增，反映出了对公共交通体系的强烈需求。公共交通系统主要包括城轨地铁为代表的快速轨道交通系统以及公共汽车为代表的常规公共交通方式。轨道交通系统虽然初次投资较大，但其有运力强大、对道路交通影响较小等优点，在大中型城市是公共交通系统的首选。

图表 30. 我国城镇化率不断提升



资料来源：统计局、中银国际研究

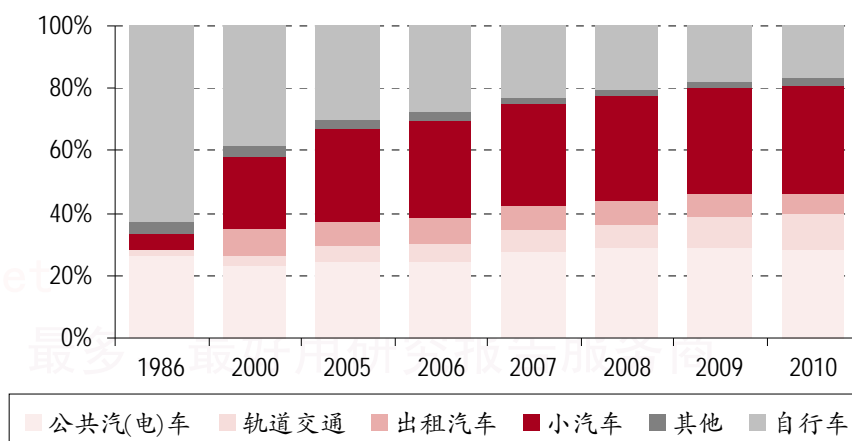
图表 31. 我国城市公共交通客运总量持续增长



资料来源：统计局、中银国际研究

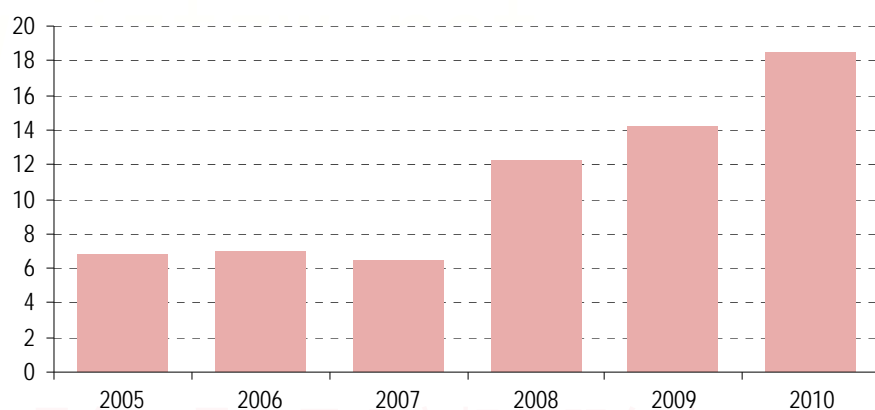
以北京为例，从统计数据上我们可以看出，由于北京市的公共交通发展，北京市出行结构在过去 20 多年间发生了根本性变化。从过去的以自行车为主，到现在以小汽车和公共交通方式为主。随着城镇化的进程加速，北京的轨道交通由 2005 年的 114 公里发展到 2010 年 336 公里，年客运量从 6.8 亿人次增长到 18.5 亿人次，复合增长率为 22%。出行方式选择上轨道交通出行占比逐年提高，2010 年北京市公共交通分担了近 40% 的出行量，轨道交通分担比例从 2005 年的 5.7% 增长到 11.5%，年客运量从 6.8 亿人次增长至 2010 年的 18.5 亿人次，5 年平均复合增长率为 22.16%。北京的轨道交通正在分担越来越多的出行客流。

图表 32.北京市出行结构



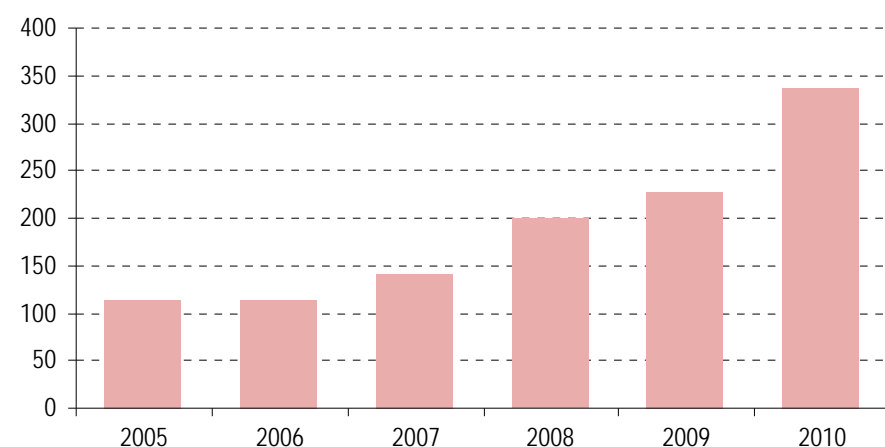
资料来源：北京交通发展研究中心、中银国际研究

图表 33.北京轨道交通客运量逐年增加



资料来源：北京交通发展研究中心、中银国际研究

图表 34. 北京轨道交通运营线路逐年增长



资料来源：北京交通发展研究中心、中银国际研究

一线城市轨道交通仍有待发展

但即使像北京、上海这样的大城市轨道交通仍然短缺，我国一线城市城市轨道交通路网密度远低于世界其他大型城市。以北京、上海为例，路网密度分别为 0.265 和 0.290 公里每平方公里。与伦敦、东京、纽约等国外主要城市相差巨大。从人均拥有量上来看，北京、上海的市区人口是巴黎的 2 倍以上，但轨道交通路网长度仅为其一半。我国一线城市轨道交通尚需建设，各二线、三线城市在深度城镇化的背景下，将面对或正在面对人口的爆发，需要建设大量轨道交通设施。

图表 35. 我国城市轨道交通拥有量对比

城市	市区面积 (km ²)	路网长度 (km)	路网密度 (km/km ²)	市区人口 (万人)	拥有长度 (km/万人)
伦敦	1,578	1,160	0.735	707	1.641
莫斯科	375	275	0.733	862	0.319
巴黎	2,060	849	0.412	879	0.966
东京	617	488	0.791	797	0.612
旧金山	119	152	1.277	77.7	1.956
纽约	757	577	0.762	753	0.766
芝加哥	590	173	0.293	278	0.622
慕尼黑	311	93	0.299	120	0.775
北京	1,268	336	0.265	2,019	0.166
上海	1,563	453	0.290	2,347	0.193

资料来源：中银国际研究

2015 年以前将有 1,200 公里以上地铁新线投入使用

在深度城镇化的背景下，城市趋于集约化发展，带来对土地利用的综合考量，以前的放任式发展则不再被推崇。大力发展以地铁为代表的公共交通，是高效利用土地的唯一选择。也将能避免城市拥堵的日益恶化。根据我们统计的 26 个正在修建城轨地铁的城市数据，2013-2015 年有超过 1,200 公里城轨地铁线路投入使用，以每公里保有 6 辆地铁车辆的密度计算，将有 7200 辆左右的地铁车辆需求，合计约 420 亿元。根据我们的统计，全国目前有 32 个城市的地铁规划得到发改委批准，其中大部分为二线、三线城市，总规模超过 2,500 公里，这些地铁项目将于 2015-2020 年陆续交付使用，带来近 1.5 万辆的地铁车辆需求，价值约 1,000 亿元。由于地铁规划还在不断更新中，随着深度城镇化进程的加快，以及交通压力的增大，预计城轨地铁车辆的实际需求将比我们的预测值还高。

图表 36.我国城轨地铁市场预测

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
新开通里程 (公里)	299.66	261.94	582.43	374.72	146.8	155.63
保有量密度 (辆/公里)	6	6	6	6	6	6
新增需求 (辆)	1,798	1,572	3,495	2,248	881	934
单价 (万元)	500	500	600	600	600	700
城轨地铁市场 (亿元)	89.9	78.6	209.7	134.9	52.8	65.4

资料来源：中银国际研究

图表 37.我国城市已批复地铁项目

城市	规划里程(公里)	城市	规划里程(公里)	城市	规划里程(公里)	城市	规划里程(公里)
成都	25.4	长春	36.8	常州	53.9	南宁	51.0
青岛	84.4	石家庄	59.6	武汉	61.3	福州	55.7
苏州	68.7	太原	49.2	贵阳	56.0	北京	101.4
深圳	242.8	兰州	36.0	合肥	56.0	长沙	45.9
广州	285.1	上海	199.4	重庆	165.6	郑州	45.4
宁波	52.0	哈尔滨	75.3	南京	33.5	南昌	50.6
天津	89.7	沈阳	118.0	昆明	82.1	东莞	37.4
西安	42.6	厦门	75.3	无锡	57.1	大连	58.1

资料来源：中银国际研究

铁路改革方向探讨

我国铁路改革历史

今年以来铁道部出台一系列政策，包括对民间资本开放铁路市场，下放招标权至路局，提高货运价格等，近期有报道称铁路法院已全部签署移交协议。种种政策表明呼唤已久的铁路改革即将浮出水面。

我国铁路改革的思路基本可以分为“网运分离”和“网运合一”两种。“网运分离”是指成立国家铁路路网公司和数家客运、货运经营公司，将国家铁路路网基础设施与铁路客货运输运营分离开来，以市场化手段打破铁道部“政企不分”的格局。“网运合一”是指将全国铁路系统按地理位置划分为若干铁路公司，各公司独立建设、运营、采购。考虑到我国铁路正处于建设完善期，全国路网需要统一规划，我们认为路网的建设管理不适于“网运合一”，统一路网的基础上设立若干分地区的客货运输公司更适于目前的国情。

我国铁路历史上曾经进行过多次改革尝试，从“网运分离”到“网运合一”各种改革方式都曾尝试，但由于种种原因，均未成功。随后进行的“主辅分离”及精简机构虽然获得成功，但并未触及体制的实质。

图表 38. 我国铁路的历次改革

年份	时任铁道部长	改革主题	改革内容	是否推行
1986 年	丁关根	“大包干”	1986 年，时任铁道部部长的丁关根提出铁路系统内部“大包干”的方针，将原本收归于铁道部的财务、劳资、人事等权力直接下放到各地路局，试行铁路行业的经济责任大包干。	失败
2000 年	傅志寰	“网运分离”	铁路经济规划院受时任铁道部部长傅志寰指派，拟定一份《铁路体制改革方案》。报告阶段明确提出了“网运分离”的改革方案。此外，该报告还提出了铁路财政自主权和引入民间资本投资铁路等设想。	仅停留在指派
2003 年	刘志军	“网运合一、区域竞争”	由铁道部相关部门组建国家铁路总公司，接受管理部门的授权，代表国家行使铁路经营职能。在此之下，组建多个铁路运输集团公司及铁路建设投资公司开展区域竞争。	失败
2003 年	刘志军	主辅分离	剥离非运输业务，专注运输业务	成功
2005 年	刘志军	精简机构	撤销铁路分局，建立“铁道部-铁路局-站段”三级管理制度	成功

资料来源：中银国际研究

2011 年以来铁道部管理层的变动及“723”铁路事故将铁路系统这一计划经济最后的堡垒又一次推到了公众面前。在反思高铁激进建设及铁道部巨额负债的同时，对铁路改革的呼声高涨。

国外铁路借鉴

无论采取什么方式，铁路改革的核心是重新调整各方身份，以及筹资、建设、运营、定价等几方面的责任归属。我们总结了国外铁路改革的各种方式，以便从中总结出一些经验和教训。

改革前的累计债务一般由国家财政补贴。国外铁路在建设期募集了大量贷款和债券，在以政府主导建设铁路的国家，如德国、法国、日本，当铁路进行改革时均进行了债务的剥离，将全部或大部分债务由国有企业承担，并以国家财政还本付息。新成立的铁路运营公司则可以轻装上阵，为实现迅速盈利创造了机会。

图表 39. 其他国家铁路债务的处理

累计债务处理	
德国	德国成立联邦铁路资产管理局（BEV）承接原联邦铁路的长期债务，及公务员的收入和福利补差责任，使新成立的德国铁路股份公司以零债务启动。国家财政每年支付 BEV 一定补贴，用于还本付息，后 BEV 将债务已转联邦政府。
法国	法国改革由 RFF、SNCF 和中央政府分担历史债务，RFF 接管基础设施建设负债和所有财政欠款，由中央政府在预算中安排还本付息
日本	日本铁路的历史债务由 JR 公司、新干线控股公司、铁路建设公团及清算事业团分担，JR 公司以经营利润偿债，新干线公司用新干线租赁费用偿还，清算事业团通过土地销售，及 JR 公司的股票收益偿还，其变现所有资产后剩余债务转由政府承担

资料来源：中银国际研究

铁路的筹资建设以国有企业为主。欧洲大部分国家铁路改革以网运分离为主，改革后的路网建设与管理均以代表国家意志的国有企业承担。铁路运输企业租赁路网，并向路网公司支付租赁费用。这些收入由路网公司统一管理并投入新的线路建设中。由于铁路运营的统一性和复杂性，路网的质量是运输安全的重要前提，其公益性质强于商业性质，因此不适合私有资本参与。历史上英国曾将路网公司完全市场化运营，并将其全部股权上市流通，在平衡股东权益和路网维护成本过程中出现了矛盾，最终由于路网的老化故障，导致多起影响严重的交通事故。最终英国政府收回了全部股权重新回到国有体制下。

图表 40. 其他国家铁路筹资主体情况

筹资主体	
德国	德国实行路网分离改革，但改革后的路网公司与运输公司同属于 DBAG 的子公司
法国	法国由路网公司 RFF 负责融资和建设，SNCF 缴纳使用费
日本	日本通过运输设施整備基金筹集建设基金，日本铁道建设公团实现建设、拥有和委托经营，客运公司租赁线路从事运输
英国	英国实行路网分离与私有化改革，成立路网公司 Railtrack，和众多客货运输公司，将建设投资全部推向市场，由于私有资本的逐利性与路网公益性冲突，导致事故不断，最终 Railtrack 被强制破产，收归国有

资料来源：中银国际研究

铁路筹资注重多种方式协同。铁路建设的筹资途径除了中央政府的规划投资外，更注重多种方式的协同合作。包括并不限于面向资本市场、地方政府、私人资本融资，对路网使用者收取费用，建立投资基金帮助铁路企业与公路运输竞争，以及通过租赁等方式缓解铁路运营公司的资本开支压力。

图表 41. 其他国家铁路筹资方式

资本市场	地方投资	私人资本	对基础设施使用者收取线路费用	运输投资基金	创新途径
美国铁路建设以铁路公司股权、债权融资为主	德国地方政府承担建设费用的 50%		对铁路基础设施所有权与使用权分离的国家，均采用此种方式，包括日本、德国、法国	德国在燃料税中提取固定比例用于城市轨道交通	美国成立专门的租赁机构，提供机车车辆给运营公司
法国高速铁路靠债券和借贷完成	法国地方政府可以征收公共运输税			法国在高速公路收费中提取一定比例	
日本新干线债权融资占比 30-50%	日本新干线投资中，国家与地方共同承担 50%，其中线路项目地方承担 10%，车站项目地方承担 25%				
印度允许贷款		对盈利性投资项目，印度政府允许私人资本采用 BOT 方式参与			印度成立印度铁路金融有限公司，面向投资者及货主筹集资金，代为购置、保养车辆

资料来源：中银国际研究

对铁路运输企业给予税收优惠及财政补贴。国外铁路改革注重市场化的手段，但同时也将铁路作为特殊单位处理。在税收方面，一般会给予不同程度的税收优惠，降低铁路企业的负担，鼓励其与公路等其他运输方式竞争。在财政补贴方面，一般客运公司会得到政府直接补贴，对国家需要的线路和运输服务一般财政也会给予补贴。

图表 42. 其他国家铁路财政补贴及税收情况

	税收	财政补贴
美国	美国对属于国家需要的不盈利线路采取免税政策	美国将客运业务收归国有，成立 Amtrak，联邦政府给予一定补贴，州政府对于不愿关闭的一些线路给予补贴
德国	德国铁路没有明显税收优惠	德国对承担城区、市郊的公益性短途客运进行补贴
法国	法国对铁路实行部分优惠税率	法国通过地方政府对客运公司进行补贴，主要针对平衡铁路与其他方式竞争，退休职工养老保证金，对公益性运输及国家安全运输
印度	印度免征部分营业税和所得税	政府不提供补贴，依靠客货交叉补贴，为此不断提高货运价格
日本	日本铁路企业需缴纳国税和地方税，对不同公司实行不同税率	补贴很少
英国	英国铁路企业正常纳税，但享受政府补贴，实际税负为零	英国政府主要针对客运补贴
俄罗斯		俄罗斯对因政策原因造成的损失进行补贴

资料来源：中银国际研究

定价方式——市场化与政府指导兼顾。由于铁路运输在商业化的同时还有公益性的特点，国外铁路改革中对此保持兼顾的态度。铁路定价在较大范围内实行政府的审批或指导价，保障铁路能够维持基础运输服务。同时对于铁路的增值服务及与其他运输方式产生直接竞争的领域，鼓励铁路企业自主定价，以维护竞争的公平性。

图表 43. 其他国家铁路定价方式

	定价方式
法国	审批制
美国	成本法+自主合同定价
日本	认可制
苏联	对垄断性部门实施统一定价，对竞争性部门开放自主定价
印度	政府主导等级运价

资料来源：中银国际研究

铁路改革的方向及对铁路装备的影响

在综合我国铁路改革的历史和其他国家的经验后，我们认为即将进行的铁路改革有如下几个方向。

- 第一， 成立类似铁路资产管理公司的国有企业，接手铁道部负债和路网资产；成立若干铁路运输公司，将客运公司与货运公司独立，客运专线公司与普通铁路客运公司分离；
- 第二， 对于接手的负债可以主要由财政每年还本付息，或在运输企业有能力承担时分配部分负债，以其盈利还本付息。
- 第三， 对于路网公司补贴用于新建、改扩建的资金以及对承接的债务还本付息；对于铁路运输企业给予税收优惠，对于客运公司尤其是普通铁路客运公司给予财政补贴，对于国家意志的货物运输或者线路给予补贴；
- 第四， 融资方式方面，由于路网公司的公益性强于商业性，对资本市场及私人资本的吸引力较小，可以以政府投资为主，同时在燃油税的分配上支持节能环保的铁路运输，对铁路基础设施的使用者收费，出租部分铁路装备；对于铁路运输企业其商业性普遍大于公益性，以资本市场为主，或者以资产抵押贷款等创新型融资，对于部分非盈利的线路和运输需求由中央政府或当地政府给予财政补贴。
- 第五， 定价方面给铁路运输企业充分的自由定价权利，尤其对于与其他运输方式的竞争领域。

铁路系统是轨道交通装备企业最大的客户。在当前情况下，铁路招标中铁道部一家独大，拥有定价权，对运输主体的设备购置申请进行审批和调整，影响铁路装备技术发展方向。

随着铁道部招标权利的下放，作为运输主体的各铁路局拥有更多的自主权，若未来改革成功，将形成若干个拥有自主招标权的运输公司，或建设公司及车辆租赁公司，铁路装备市场参与者增加。对铁路装备公司来说，更多的参与者意味着销售及营销工作将会增加，相应费用也会提高。同时由于招标主体自主权利增加，以前受到铁道部压制的需求可能得到释放，需求的增长将带动产品价格的上涨和公司毛利率的提高。我们认为对于铁路装备公司，铁路改革后的营业收入提升与毛利率的改善趋势要强于市场开拓的费用增长趋势。同时长期来看，融资体系的逐步完善有助于公司现金流情况的改善，因此铁路改革利好铁路装备公司。

图表 44. 铁路改革后对铁路装备公司影响推测

行业标准制定	投融资体系	采购招标方	定价
铁道部	地方政府、民营资本等多方参与	基建企业、运输企业或车辆租赁公司	市场定价
铁道部在改革后回归行业监管的位置，现行铁道部技术规范预计将不会改变，轨道车辆产品的设计生产资质继续有效	铁路的建设资金将由多方解决，在市场规则清晰了之后，民营资本将会被吸引至铁路投资领域	由于招标方增多，铁路装备公司的市场营销工作量增加，相应销售费用将会增加	由于招标主体增加，对铁路装备的需求有望得到释放，产品价格将能得到提升，企业毛利率有望改善

资料来源：中银国际研究

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net



股票代码	601766.CH	1766.HK
评级	买入	买入
原先评级	买入	持有
收盘价	人民币4.61	港币6.38
目标价	人民币5.44	港币7.60
原先目标价	人民币5.22	港币5.57
上/下浮比例	18%	19%
目标价格基础	17倍13年市盈率	19倍13年市盈率
板块评级	增持	增持

中国南车

招标重启，经营恢复

作为国内轨道交通设备行业龙头，公司业务保持快速增长，以动车组为代表的先进设备在过去的几年得到了充分的发展，未来将是公司稳定增长的基础，海外业务在公司技术成熟的背景下，将成为新兴增长点。考虑到年底前铁路招标重启将在今年贡献业绩，我们维持2012、2013年每股收益0.29、0.32元人民币，根据A股17倍2013年市盈率，我们将目标价格由5.22元上调至5.44元，维持买入评级，根据H股19倍2013年市盈率，我们将H股目标价格由5.57港币上调至7.60港币，将持有评级上调至买入。

支撑评级的要点

- 作为国内轨道交通设备行业龙头，公司业务保持快速增长，以动车组为代表的先进设备在过去几年得到了充分的发展，未来将是公司稳定增长的基础，海外业务在公司技术成熟的背景下，将成为新兴增长点。
- 公司动车组及城轨地铁业务受订单交付节奏影响，在报告期内持续走低，动车组业务前三季度收入同比增长18.29%，增速放缓，3季度单季度下滑18.94%。城轨地铁业务前三季度收入同比下降2.21%，3季度单季度下滑18.02%。货车业务增速平稳，前三季度收入增长13.68%。
- 市场对机车及动车组业务今年增长并不理想已有充分预期，但机车短期下滑幅度得到控制，且之前媒体关于年内新增动车交付量的报道略超预期，出口业务的增长及动车组的加单促进公司经营状况有所改善。
- 铁道部日前发布数据1-10月份固定资产投资完成4,251.69亿元，其中基建投资3,618.26亿元，同比分别下降0.9%和1.5%。10月单月固定资产投资完成810.13亿元，同比增长141.4%，基建投资完成697.75亿元，同比增长240.8%。9-10月份投资大幅上升，符合之前预期。

评级面临的主要风险

- 铁路投资放缓的风险。

估值

- 考虑到年底前铁路招标重启将在今年贡献业绩，我们维持2012、2013年每股收益0.29、0.32元人民币，根据A股17倍2013年市盈率，我们将目标价格由5.22元上调至5.44元，维持买入评级，根据H股19倍2013年市盈率，我们将H股目标价格由5.57港币上调至7.60港币，将持有评级上调至买入。

投资摘要—A股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	64,909	80,711	83,568	93,351	106,960
变动(%)	40	24	4	12	15
净利润(人民币 百万)	2,531	3,864	4,011	4,388	4,911
全面摊薄每股收益(人民币)	0.183	0.280	0.291	0.318	0.356
变动(%)	50.8	52.6	3.8	9.4	11.9
市场预期每股收益(人民币)			0.304	0.352	0.417
核心每股收益(人民币)	0.190	0.257	0.268	0.296	0.334
变动(%)	68.5	35.0	4.0	10.7	12.8
全面摊薄市盈率(倍)	25.1	16.5	15.9	14.5	13.0
核心市盈率(倍)	24.2	17.9	17.2	15.6	13.8
每股现金流量(人民币)	0.31	0.59	0.23	0.72	0.80
价格/每股现金流量(倍)	14.7	7.9	20.5	6.4	5.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.5	8.3	8.1	6.0	4.4
每股股息(人民币)	0.003	0.003	0.073	0.079	0.089
股息率(%)	0.1	0.1	1.6	1.7	1.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	11	7	7	(12)
相对新华富时A50指数	15	12	11	(1)

发行股数(百万)	13,803
流通股(%)	29
流通股市值(人民币 百万)	18,377
3个月日均交易额(人民币 百万)	138
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
中国南车集团公司	56

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2012年11月21日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业：机械

许民乐, CFA

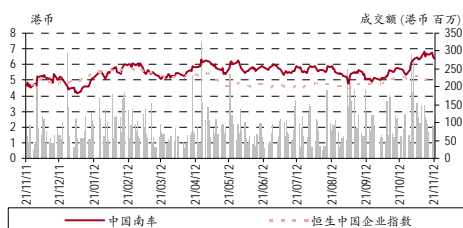
(8621) 2032 8589

minle.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120009

*张君平为本报告重要贡献者

股价表现—H股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	42	11	9	37
相对恒生中国企业指数	40	13	3	30

发行股数(百万)	13,803
流通股(%)	15
流通股市值(港币 百万)	12,945
3个月日均交易额(港币 百万)	90
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
中国南车集团公司	56

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2012年11月21日收市价为标准

投资摘要—H股

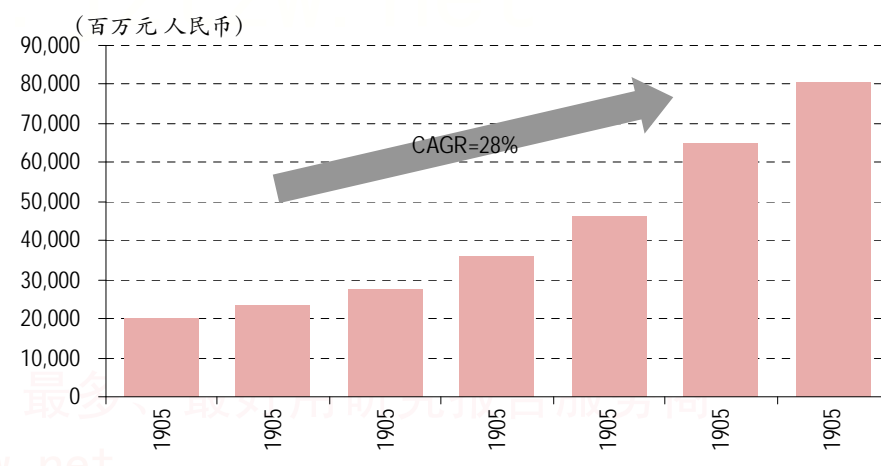
年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	64,909	80,711	83,568	93,351	106,960
变动(%)	40	24	4	12	15
净利润(人民币 百万)	2,531	3,864	4,011	4,388	4,911
全面摊薄每股收益(人民币)	0.183	0.280	0.291	0.318	0.356
变动(%)	50.8	52.6	3.8	9.4	11.9
市场预期每股收益(人民币)			0.306	0.360	0.421
核心每股收益(人民币)	0.190	0.257	0.268	0.296	0.334
变动(%)	68.5	35.0	4.0	10.7	12.8
全面摊薄市盈率(倍)	28.0	18.3	17.7	16.1	14.4
核心市盈率(倍)	26.9	19.9	19.2	17.3	15.4
每股现金流量(人民币)	0.31	0.59	0.23	0.72	0.80
价格/每股现金流量(倍)	16.3	8.8	22.8	7.1	6.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.8	9.2	9.1	6.9	5.2
每股股息(人民币)	0.003	0.003	0.073	0.079	0.089
股息率(%)	0.1	0.1	1.4	1.5	1.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

国内领先的轨道交通生产商

公司主要产品为轨道交通装备，包括动车组、机车、客车、货车、城轨地铁等。受益于过去几年我国高速铁路的发展及城轨地铁的建设，公司2006-2011年动车组及城轨地铁车辆业务收入复合增速分别达到79.9%、46.3%，同时我国大功率机车的应用也带动过去五年公司机车业务复合增长率达到19.9%。在轨道交通业务大发展的背景下，公司2006-2011年营业收入复合增长率达到28%，净利润复合增长率达到48.9%。公司在我国轨道交通装备市场占据半壁江山的领先地位。

图表1. 公司动车组业务增长迅速



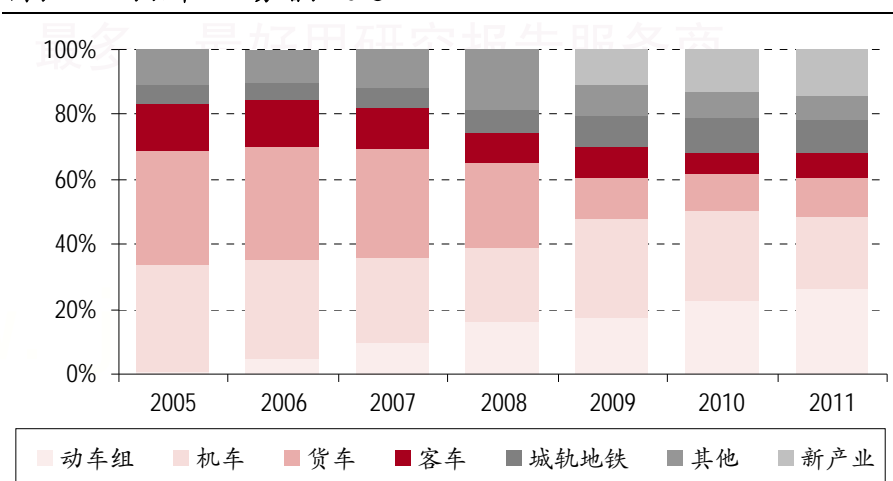
资料来源：公司资料、中银国际研究

动车组业务支撑稳定增长

公司 2005 年开始开展“和谐号”动车组业务，作为铁道部指定接收国外先进技术的轨道交通厂商，公司在动车组技术的引进吸收再创新方面做出了优异的成绩。动车组业务从最初仅占营业收入 0.37%，到目前占据 26.15%，成为核心业务，这一过程仅用了 6 年时间。最近三年更是以每年 50 亿元以上的速度快速增长，带动公司营业收入以平均每年 28% 的速度增长。

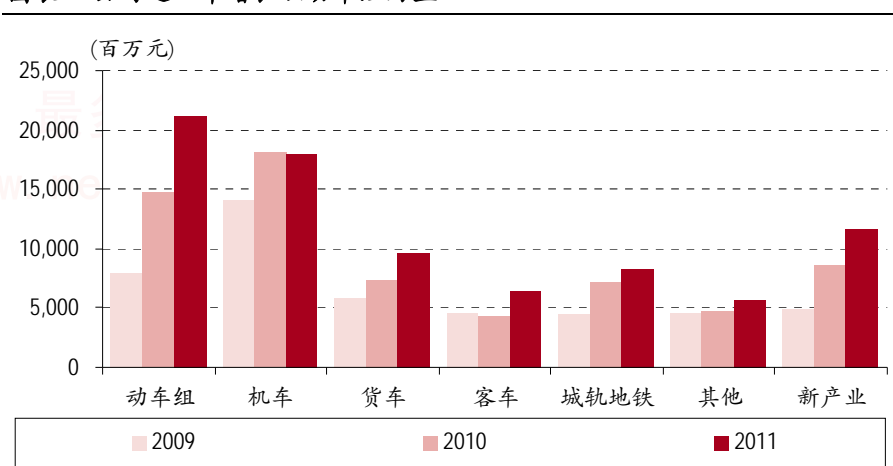
动车组业务的高增长主要由于我国高速铁路的大规模投产，从 2008 年京津城际投入运营后，我国高速铁路以每年 1,500 公里以上的速度增长，带来动车组需求量从最初的 720 辆增长至 6,790 辆。随着我国快速客运网的建设，保守估计，未来新线的开通还将带动每年 1,200 辆左右的新增需求，以每辆车 2,000 万元计算，将有 240 亿元左右的新增市场蛋糕等待分享。随着高速铁路网络的形成，吸引的客流将逐渐增长，行车密度将有所增加，这也将带来补充动车组的需求，预计每年将有 400 辆左右。此外，随着先期投入动车组逐步进入大修范围，维修业务的增长也将带来相当于每年 360 辆的市场。由此可以看出，未来三年我国动车组市场需求在 2,000 辆左右，预计将有 400 亿元。公司将能分享一半份额，动车组依然是支持公司业务稳定增长的核心业务。

图表 2. 公司动车组业务增长迅速



资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 3. 公司近三年增长以动车组为主

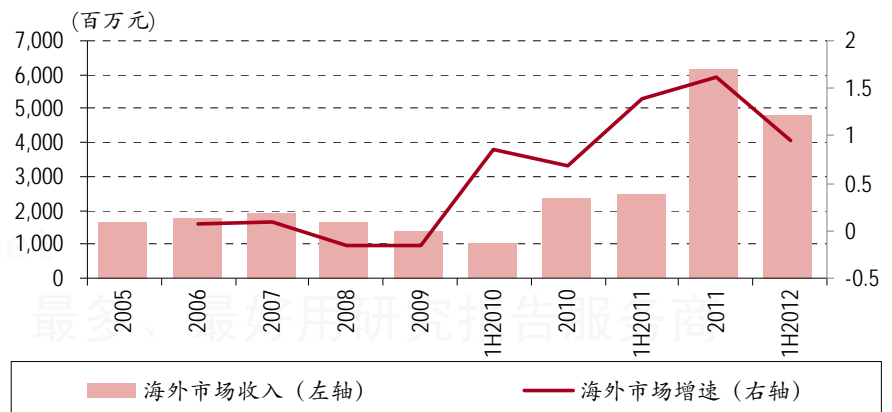


资料来源：公司资料、中银国际研究

出口业务成为新兴增长点

公司海外市场收入近年来增长迅速，2011 年实现收入 21.3 亿元，同比增长达到 161.8%。今年中期报告中，公司海外业务收入已占据总收入的 11.33%，首次超过 10%，成为公司业绩增长的驱动力。主要由于公司高速动车组技术逐渐成熟，带动牵引技术发展，动车组、机车、城轨地铁等高价值量、高端产品出口增多。10 月公司与南非 Transnet 公司签订 4 亿美元四轴窄轨货运电力机车出口合同，成为我国最大的海外机车订单。同时公司选择技术输出的方式占领国外市场，表明公司在技术上已可以与国外厂商媲美，在国内市场增长高峰过去的时候，未来将成为公司新兴的业务增长点。

图表 4. 公司海外业务增速保持高位



资料来源：公司资料、中银国际研究

历时一年，三季度经营状况终有改善

去年铁道部人事变动及 723 铁路事故以后，我国高铁建设受到严重影响，进入冰冻期，线路建设停滞，动车交付推迟。受此影响，公司应收账款一度达到 350 亿元，由于铁道部的资金吃紧，其支付能力一度受到质疑。今年以来在政府保在建的政策指导下，铁路建设逐步恢复，公司经营状况也有所改善。

公司今年前三季度机车业务收入同比下降 35.09%，虽然仍低于去年同期水平但降幅收窄，第三季度同比仅下降 3.95%，主要由于出口业务增长明显。公司客车业务前三季度增长 39.7%，第三季度增长 80.16%，主要受国内客车更新影响，需求旺盛。

公司动车组及城轨地铁业务受订单交付节奏影响，在报告期内持续走低，动车组业务前三季度收入同比增长 18.29%，增速放缓，3 季度单季度下滑 18.94%。城轨地铁业务前三季度收入同比下降 2.21%，3 季度单季度下滑 18.02%。货车业务增速平稳，前三季度收入增长 13.68%。

市场对机车及动车组业务今年增长并不理想已有充分预期。但机车短期下滑幅度得到控制，及之前媒体关于年内新增动车交付量的报道略超预期，出口业务的增长及动车组的加单促进公司的经营状况有所改善。

货车、客车招标重启，部分订单今年交付

根据中国铁投公告的资料，年内第二批铁路货车招标已重新启动，这次招标包括 10,000 辆 C70E 型通用敞车和 5,000 辆 P70 通用棚车，共计 1.5 万辆。我们预计公司将拿到近 50% 的订单，除少数订单明年年初交付外，大部分将于今年确认收入。同时 2013 年第一批铁路客车招标也已经开始，此次招标包括 1,200 辆 25G 型客车，以每辆车 250 万计算，将达到 30 亿元，这些订单将大部分在明年交付。虽然并未超出预期，但将促进公司经营情况持续向好。有媒体报道指出铁道部可能会增加南北车动车交付量，分别为 20 列左右，这部分意外的订单将直接贡献今年业绩。

铁路投资数据向好

铁道部日前发布数据 1-10 月份固定资产投资完成 4251.69 亿元，其中基建投资 3618.26 亿元，同比分别下降 0.9% 和 1.5%。10 月单月固定资产投资完成 810.13 亿元，同比增长 141.4%，基建投资完成 697.75 亿元，同比增长 240.8%。9-10 月份投资大幅上升，符合之前预期。

同时根据铁道部公开信息来看，全年固定资产投资额度提升至 6,300 亿元，基础建设投资提升至 5,160 亿元，较年初规划提升了 1,000 亿元以上。在国内经济形势下行的背景下，今年铁路新开工项目由 9 个提升到了 22 个，大幅拉动固定资产投资及基础建设投资增长。今年 4 季度预计每个月铁路投资在千亿元左右。这些投资将在未来几年转变为对铁路机车车辆设备的需求。

估值

考虑到年底前铁路招标重启将在今年贡献业绩，我们维持 2012、2013 年每股收益 0.29、0.32 元人民币，根据 A 股 17 倍 2013 年市盈率，我们将目标价格由 5.22 元上调至 5.44 元，维持 **买入** 评级，根据 H 股 19 倍 2013 年市盈率，我们将 H 股目标价格由 5.57 港币上调至 7.60 港币，将持有评级上调至 **买入**。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

损益表-A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	64,909	80,711	83,568	93,351	106,960
销售成本	(53,478)	(65,305)	(68,745)	(76,860)	(88,387)
经营费用	(6,664)	(8,531)	(7,975)	(8,576)	(9,719)
息税折旧前利润	3,485	5,337	5,296	5,998	6,912
折旧及摊销	(1,282)	(1,538)	(1,553)	(1,917)	(1,941)
经营利润(息税前利润)	4,767	6,874	6,848	7,915	8,853
净利息收入/(费用)	(355)	(946)	(510)	(450)	(450)
其他收益/(损失)	535	1,052	1,174	1,103	1,103
税前利润	3,665	5,442	5,960	6,651	7,565
所得税	(415)	(699)	(894)	(998)	(1,135)
少数股东权益	(719)	(879)	(1,055)	(1,266)	(1,519)
净利润	2,531	3,864	4,011	4,388	4,911
核心净利润	2,629	3,550	3,693	4,087	4,611
每股收益(人民币)	0.183	0.280	0.291	0.318	0.356
核心每股收益(人民币)	0.190	0.257	0.268	0.296	0.334
每股股息(人民币)	0.003	0.003	0.073	0.079	0.089
收入增长(%)	40	24	4	12	15
息税前利润增长(%)	65	53	(1)	13	15
息税折旧前利润增长(%)	53	44	0	16	12
每股收益增长(%)	51	53	4	9	12
核心每股收益增长(%)	68	35	4	11	13

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表-A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	3,665	5,442	5,960	6,651	7,565
折旧与摊销	1,282	1,538	1,553	1,917	1,941
净利息费用	355	946	510	450	450
运营资本变动	(1,032)	150	(3,442)	2,493	2,687
税金	(415)	(699)	(894)	(998)	(1,135)
其他经营现金流	(139)	(435)	(580)	(509)	(509)
经营活动产生的现金流	3,716	6,941	3,106	10,004	10,999
购买固定资产净值	(5,844)	(6,197)	(346)	(251)	(251)
投资减少/增加	162	144	(3)	0	0
其他投资现金流	54	(1,488)	2,832	750	747
投资活动产生的现金流	(5,627)	(7,541)	2,483	499	496
净增权益	1,047	289	8,755	0	0
净增债务	2,120	4,305	20	(50)	(50)
支付股息	(31)	(31)	(31)	(1,003)	(1,097)
其他融资现金流	1,525	4,334	(506)	(446)	(446)
融资活动产生的现金流	4,661	8,898	8,238	(1,499)	(1,593)
现金变动	2,750	8,298	13,827	9,004	9,902
期初现金	10,998	13,719	21,976	35,803	44,807
公司自由现金流	(1,953)	(687)	5,589	10,503	11,495
权益自由现金流	(188)	2,672	5,099	10,003	10,995

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表-A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	13,726	22,024	35,851	44,855	54,757
应收帐款	13,850	18,880	23,606	23,579	24,312
库存	17,733	17,842	18,782	20,999	24,148
其他流动资产	4,815	4,861	5,086	5,387	5,814
流动资产总计	50,124	63,607	83,325	94,819	109,031
固定资产	17,066	21,375	19,948	18,041	16,110
无形资产	4,423	4,868	4,871	4,871	4,871
其他长期资产	1,952	2,936	922	922	925
长期资产总计	23,441	29,179	25,741	23,834	21,906
总资产	73,566	92,786	109,066	118,654	130,937
应付帐款	33,048	35,264	36,993	41,353	47,519
短期债务	6,209	18,711	18,711	18,661	18,611
其他流动负债	3,405	5,210	5,662	6,288	7,121
流动负债总计	42,662	59,185	61,366	66,302	73,251
长期借款	4,204	2,325	2,345	2,345	2,345
其他长期负债	2,859	3,188	3,477	3,478	3,479
股本	11,840	11,840	13,803	13,803	13,803
储备	7,404	10,722	21,494	24,879	28,693
股东权益	19,244	22,562	35,297	38,682	42,496
少数股东权益	4,597	5,526	6,581	7,847	9,366
总负债及权益	73,566	92,786	109,066	118,654	130,937
每股帐面价值(人民币)	1.63	1.91	2.56	2.80	3.08
每股有形资产(人民币)	1.25	1.49	2.20	2.45	2.73
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.28)	(0.08)	(1.07)	(1.72)	(2.45)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率-A股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	7.3	8.5	8.2	8.5	8.3
息税前利润率(%)	5.4	6.6	6.3	6.4	6.5
税前利润率(%)	5.6	6.7	7.1	7.1	7.1
净利率(%)	3.9	4.8	4.8	4.7	4.6
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.1	1.4	1.4	1.5
利息覆盖率(倍)	9.8	5.6	10.4	13.3	15.4
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.8	1.1	1.1	1.2
估值					
市盈率(倍)	25.1	16.5	15.9	14.5	13.0
核心业务市盈率(倍)	24.2	17.9	17.2	15.6	13.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	58.3	43.2	41.5	37.5	33.2
市净率(倍)	2.8	2.4	1.8	1.6	1.5
价格/现金流(倍)	14.7	7.9	20.5	6.4	5.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.5	8.3	8.1	6.0	4.4
周转率					
存货周转天数	99.5	99.4	97.2	94.5	93.2
应收帐款周转天数	62.3	74.0	92.8	92.2	81.7
应付帐款周转天数	159.9	154.5	157.8	153.2	151.6
回报率					
股息支付率(%)	1.2	0.8	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	13.8	18.5	13.9	11.9	12.1
资产收益率(%)	4.8	5.6	4.5	4.5	4.7
已运用资本收益率(%)	11.6	12.8	9.5	9.2	9.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表-H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	64,909	80,711	83,568	93,351	106,960
销售成本	(53,478)	(65,305)	(68,745)	(76,860)	(88,387)
经营费用	(6,664)	(8,531)	(7,975)	(8,576)	(9,719)
息税折旧前利润	3,485	5,337	5,296	5,998	6,912
折旧及摊销	(1,282)	(1,538)	(1,553)	(1,917)	(1,941)
经营利润(息税前利润)	4,767	6,874	6,848	7,915	8,853
净利息收入/(费用)	(355)	(946)	(510)	(450)	(450)
其他收益/(损失)	535	1,052	1,174	1,103	1,103
税前利润	3,665	5,442	5,960	6,651	7,565
所得税	(415)	(699)	(894)	(998)	(1,135)
少数股东权益	(719)	(879)	(1,055)	(1,266)	(1,519)
净利润	2,531	3,864	4,011	4,388	4,911
核心净利润	2,629	3,550	3,693	4,087	4,611
每股收益(人民币)	0.183	0.280	0.291	0.318	0.356
核心每股收益(人民币)	0.190	0.257	0.268	0.296	0.334
每股股息(人民币)	0.003	0.003	0.073	0.079	0.089
收入增长(%)	40	24	4	12	15
息税前利润增长(%)	65	53	(1)	13	15
息税折旧前利润增长(%)	53	44	0	16	12
每股收益增长(%)	51	53	4	9	12
核心每股收益增长(%)	68	35	4	11	13

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表-H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	3,665	5,442	5,960	6,651	7,565
折旧与摊销	1,282	1,538	1,553	1,917	1,941
净利息费用	355	946	510	450	450
运营资本变动	(1,032)	150	(3,442)	2,493	2,687
税金	(415)	(699)	(894)	(998)	(1,135)
其他经营现金流	(139)	(435)	(580)	(509)	(509)
经营活动产生的现金流	3,716	6,941	3,106	10,004	10,999
购买固定资产净值	(5,844)	(6,197)	(346)	(251)	(251)
投资减少/增加	162	144	(3)	0	0
其他投资现金流	54	(1,488)	2,832	750	747
投资活动产生的现金流	(5,627)	(7,541)	2,483	499	496
净增权益	1,047	289	8,755	0	0
净增债务	2,120	4,305	20	(50)	(50)
支付股息	(31)	(31)	(31)	(1,003)	(1,097)
其他融资现金流	1,525	4,334	(506)	(446)	(446)
融资活动产生的现金流	4,661	8,898	8,238	(1,499)	(1,593)
现金变动	2,750	8,298	13,827	9,004	9,902
期初现金	10,998	13,719	21,976	35,803	44,807
公司自由现金流	(1,953)	(687)	5,589	10,503	11,495
权益自由现金流	(188)	2,672	5,099	10,003	10,995

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表-H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	13,726	22,024	35,851	44,855	54,757
应收帐款	13,850	18,880	23,606	23,579	24,312
库存	17,733	17,842	18,782	20,999	24,148
其他流动资产	4,815	4,861	5,086	5,387	5,814
流动资产总计	50,124	63,607	83,325	94,819	109,031
固定资产	17,066	21,375	19,948	18,041	16,110
无形资产	4,423	4,868	4,871	4,871	4,871
其他长期资产	1,952	2,936	922	922	925
长期资产总计	23,441	29,179	25,741	23,834	21,906
总资产	73,566	92,786	109,066	118,654	130,937
应付帐款	33,048	35,264	36,993	41,353	47,519
短期债务	6,209	18,711	18,711	18,661	18,611
其他流动负债	3,405	5,210	5,662	6,288	7,121
流动负债总计	42,662	59,185	61,366	66,302	73,251
长期借款	4,204	2,325	2,345	2,345	2,345
其他长期负债	2,859	3,188	3,477	3,478	3,479
股本	11,840	11,840	13,803	13,803	13,803
储备	7,404	10,722	21,494	24,879	28,693
股东权益	19,244	22,562	35,297	38,682	42,496
少数股东权益	4,597	5,526	6,581	7,847	9,366
总负债及权益	73,566	92,786	109,066	118,654	130,937
每股帐面价值(人民币)	1.63	1.91	2.56	2.80	3.08
每股有形资产(人民币)	1.25	1.49	2.20	2.45	2.73
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.28)	(0.08)	(1.07)	(1.72)	(2.45)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率-H股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	7.3	8.5	8.2	8.5	8.3
息税前利润率(%)	5.4	6.6	6.3	6.4	6.5
税前利润率(%)	5.6	6.7	7.1	7.1	7.1
净利率(%)	3.9	4.8	4.8	4.7	4.6
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.1	1.4	1.4	1.5
利息覆盖率(倍)	9.8	5.6	10.4	13.3	15.4
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.8	1.1	1.1	1.2
估值					
市盈率(倍)	28.0	18.3	17.7	16.1	14.4
核心业务市盈率(倍)	26.9	19.9	19.2	17.3	15.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	46.9	34.7	33.4	30.1	26.7
盈率(倍)					
市净率(倍)	3.2	2.7	2.0	1.8	1.7
价格/现金流(倍)	16.3	8.8	22.8	7.1	6.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.8	9.2	9.1	6.9	5.2
周转率					
存货周转天数	99.5	99.4	97.2	94.5	93.2
应收帐款周转天数	62.3	74.0	92.8	92.2	81.7
应付帐款周转天数	159.9	154.5	157.8	153.2	151.6
回报率					
股息支付率(%)	1.2	0.8	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	13.8	18.5	13.9	11.9	12.1
资产收益率(%)	4.8	5.6	4.5	4.5	4.7
已运用资本收益率(%)	11.6	12.8	9.5	9.2	9.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



买入

16% ↑

目标价格: 人民币 4.76

原目标价格: 人民币 4.20

601299.CH

价格: 人民币 4.11

目标价格基础: 14 倍 2013 年市盈率

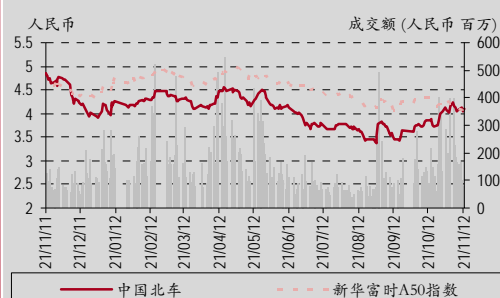
板块评级: 增持

中国北车

具有后发优势的轨道交通装备龙头

公司 2006-2011 年营业收入复合增长率为 33.6%, 净利润复合增长 86.7%, 公司的高增长主要来自业务结构的调整, 包括动车组、机车、货车等业务的高速增长。同时公司期间费用率逐年下降, 内部挖潜效果明显。受哈大线高寒动车组交付影响, 公司今年动车组业务预计将表现良好, 同时海外市场逐步打开, 公司今年业绩压力有所减轻, 我们将 2012、2013 年每股收益由 0.30 元、0.31 元分别上调至 0.31、0.34 元, 根据 14 倍 2013 年市盈率, 我们将目标价由 4.20 元上调至 4.76 元, 维持买入评级。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	5	6	12	(15)
相对新华富时 A50 指数	9	12	16	(4)

发行股数(百万)	10,320
流通股(%)	30
流通股市值(人民币 百万)	12,725
3 个月日均交易额(人民币 百万)	143
净负债比率(%) (2012E)	2
主要股东(%)	
北方机车车辆工业集团公司	61

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 11 月 21 日收市价为标准

支撑评级的要点

- 公司 2006-2011 年营业收入复合增长率为 33.6%, 净利润复合增长 86.7%, 公司的高增长主要来自业务结构的调整, 包括动车组、机车、货车等业务的高速增长。同时公司期间费用率逐年下降, 内部挖潜效果明显。
- 公司毛利率较去年有所增长, 1-9 月毛利率为 14.1%, 较上年同期增长 1.8 个百分点, 3 季度经营改善明显, 单季度毛利率同比增长 2.3 个百分点, 达到 14.1%。主要由于去年 3 季度动车召回, 并停止交付, 直到 4 季度才开始恢复出厂, 造成去年 3 季度利润水平较低。
- 从环比上来看, 公司前三个季度单季度业绩环比基本保持稳定, 主要由于年初公司在手大功率机车订单较多, 使毛利率保持较高水平, 到 3 季度, 机车交付有所下降, 动车组订单开始交付, 帮助公司保持利润水平的稳定。

评级面临的主要风险

- 铁路投资放缓的风险。

估值

- 受哈大线高寒动车组交付影响, 公司今年动车组业务预计将表现良好, 同时海外市场逐步打开, 公司今年业绩压力有所减轻, 我们将 2012、2013 年每股收益由 0.30 元、0.31 元分别上调至 0.31、0.34 元, 根据 14 倍 2013 年市盈率, 我们将目标价由 4.20 元上调至 4.76 元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	62,184	89,353	91,809	104,144	118,994
变动(%)	53	44	3	13	14
净利润(人民币 百万)	1,991	2,985	3,158	3,500	3,912
全面摊薄每股收益(人民币)	0.240	0.360	0.306	0.339	0.379
变动(%)	51.4	49.9	(14.9)	10.8	11.8
先前预测每股收益(人民币)			0.300	0.312	0.338
调整幅度(%)			2.0	8.7	12.1
核心每股收益(人民币)	0.205	0.338	0.280	0.314	0.353
变动(%)	71.5	64.6	(17.0)	11.8	12.7
全面摊薄市盈率(倍)	17.1	11.4	13.4	12.1	10.8
核心市盈率(倍)	20.0	12.2	14.7	13.1	11.6
每股现金流量(人民币)	0.11	(0.30)	0.07	0.26	0.16
价格/每股现金流量(倍)	37.7	(13.6)	61.9	15.9	25.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.7	6.5	7.3	6.3	5.9
每股股息(人民币)	0.004	0.004	0.076	0.085	0.095
股息率(%)	0.1	0.1	1.9	2.1	2.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 机械

许民乐, CFA

(8621) 2032 8589

minle.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120009

*张君平为本报告重要贡献者

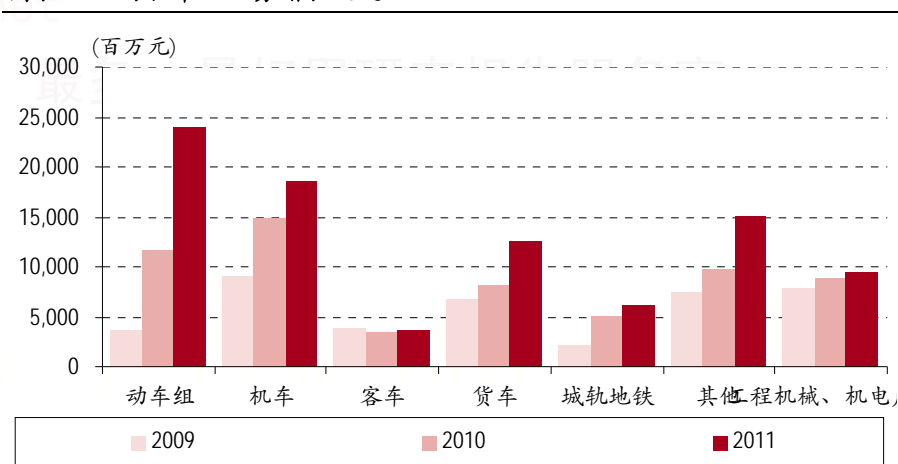
具有后发优势的轨道交通装备龙头

公司主要业务为轨道交通装备，包括动车组、机车、客车、货车、城轨地铁车辆及工程机械等。公司在机车和动车组领域由于历史原因，发展落后于竞争对手，但在经过国外技术的引进消化吸收再创新之后，在这些业务领域公司已具有主动权。2006-2011 年公司动车组业务及机车业务的复合增长率分别为 144.6%、36.2%，增速为行业领先。

公司动车组业务发展较晚，近几年才进入快速增长期。之前由于产能配置等方面的原因，在铁道部第一、二次 200 公里等级动车组招标中公司仅拿到了较少的份额，2009 年由于 200 公里动车订单交付完毕，350 公里动车组尚未开始交付，公司动车组业务甚至出现了同比下滑。但在 350 公里动车组的招标中，公司获取了主动，2010、2011 年动车组业务同比增速分别为 228.6%和 105.1%。

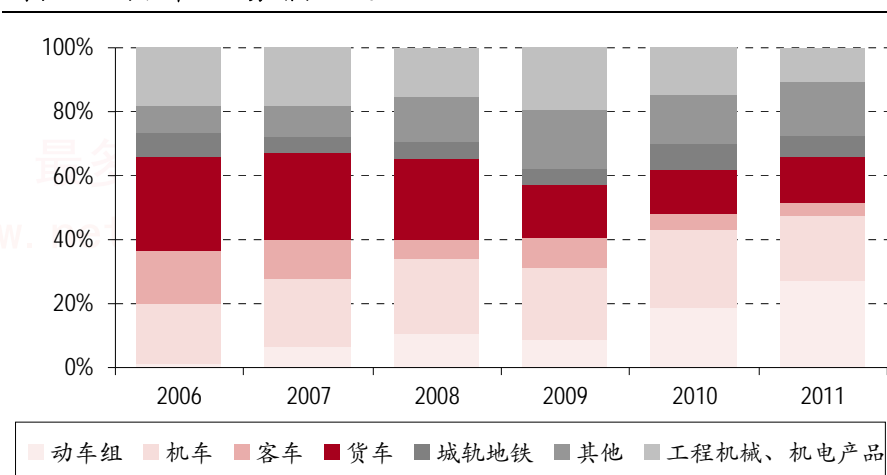
公司机车业务经过 5 年的发展，已开始领导我国大功率电力机车技术的方向。先后投产的 HXD2 系列及 HXD3 系列，分别达到了国内功率最大，生产量最多的记录。由于公司“北车芯”技术逐步成熟，未来自主配套牵引供电控制系统后，毛利率将能大幅提高，将继续改善公司盈利水平。

图表 1. 公司动车组业务增长迅速



资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 2. 公司动车组业务增长迅速

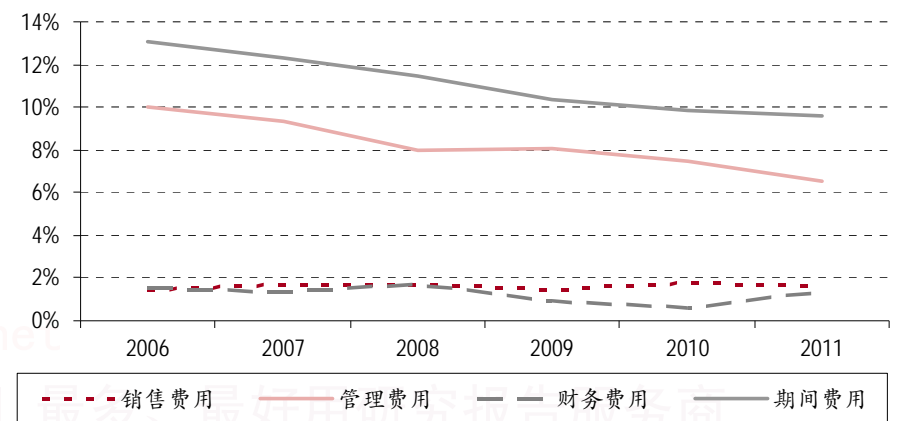


资料来源：公司资料、中银国际研究

管理得力，期间费用率持续下降

2006-2011 年公司期间费用率持续下降，由 13% 降至 9.6%。主要由于管理费用率由 10% 降至 6.5%，表明公司管理得力。销售费用基本保持不变，2012 年上半年销售费用较去年同期增长 33.3%，主要是报告期内出口产品业务增长，使相应的运输费增加所致。公司在 2009 年上市募集资金后财务费用有所下降，目前恢复上市前水平，主要由于公司业务扩展，铁道部回款周期较长所致。总体来看，公司对期间费用的控制十分有效。

图表 3. 公司期间费用率持续下降



资料来源：公司资料、中银国际研究

高寒动车组交付帮助利润水平保持稳定

今年 10 月哈尔滨到大连的客运专线进入试运行阶段，预计年底前正式通车，交付使用。从生产周期上来推测，3 季度哈大线上的高寒动车组已经开始交付。这也使得公司毛利率较去年同期有所增长。从环比上来看，公司前三个季度单季度环比基本保持稳定，主要由于年初公司在手大功率机车订单较多，使毛利率保持较高水平，到 3 季度，机车交付有所下降，动车组订单开始交付，帮助公司保持利润水平的稳定。

在手订单 650 亿元，奠定未来增长

截至 2012 年 9 月 30 日，公司拥有在手订单 650 亿元，其中机车产品 45 亿元，动车组 270 亿元，城轨地铁 150 亿元。其中动车组订单中主要为 CRH380 及部分配件和动车组修理的订单，城轨地铁订单交付期大部分在 2012-2013 年。公司 11 月公告签订 72 亿元订单，其中包括近 40 亿元电力机车订单，预计这批订单将对明年业绩有所贡献。因此，公司三大主力产品——机车、动车组、城轨地铁生产排期均能达到明年中期，对未来营收增长有所帮助。由于公司自主研发的牵引系统已趋于成熟，未来产品的毛利率还将提高。

海外市场逐步打开

公司同时公告全资子公司长春轨道客车股份有限公司与巴西里约热内卢州政府签署了总金额约为人民币 23 亿元的地上电动车组销售合同。这是今年以来公司公告的最大一笔海外订单，也是继 8 月份签订动车组大部件出口合同以来，城轨地铁业务的一次海外扩展。今年公司已累计签约 45 亿元出口订单，海外市场正逐步打开，未来将是平缓国内订单波动及弥补增速不足的增长点。

铁路招标重启，促进经营状况持续向好

根据中铁建投公告的资料，年内第二批铁路货车招标已重新启动，这次招标包括 10,000 辆 C70E 型通用敞车和 5,000 辆 P70 通用棚车，共计 1.5 万辆。我们预计公司将拿到近 50% 的订单，除少数订单明年年初交付外，大部分将于今年确认收入。同时 2013 年第一批铁路客车招标也已经开始，此次招标包括 1,200 辆 25G 型客车，以每辆车 250 万计算，将达到 30 亿元，这些订单将大部分在明年交付。虽然并未超出预期，但将促进公司经营状况持续向好。有媒体报道指出铁道部可能会增加南北车动车交付量，分别为 20 列左右，这部分意外的订单将直接贡献今年业绩。

估值

受哈大线高寒动车组交付影响，公司今年动车组业务预计将表现良好，同时海外市场逐步打开，公司今年业绩压力有所减轻，我们将 2012、2013 年每股收益由 0.30 元、0.31 元分别上调至 0.31、0.34 元，根据 14 倍 2013 年市盈率，我们将目标价由 4.20 元上调至 4.76 元，维持**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	62,184	89,353	91,809	104,144	118,994
销售成本	(53,943)	(77,349)	(78,496)	(89,327)	(102,365)
经营费用	(4,762)	(6,163)	(7,195)	(7,786)	(8,955)
息税折旧前利润	3,479	5,841	6,118	7,032	7,673
折旧及摊销	(1,145)	(1,451)	(1,339)	(1,712)	(1,729)
经营利润 (息税前利润)	2,334	4,391	4,779	5,319	5,944
净利息收入/(费用)	(384)	(1,225)	(1,349)	(1,464)	(1,580)
其他收益/(损失)	465	448	511	511	511
税前利润	2,415	3,614	3,940	4,366	4,875
所得税	(303)	(509)	(591)	(655)	(731)
少数股东权益	(121)	(120)	(192)	(211)	(232)
净利润	1,991	2,985	3,158	3,500	3,912
核心净利润	1,705	2,805	2,894	3,236	3,648
每股收益(人民币)	0.240	0.360	0.306	0.339	0.379
核心每股收益(人民币)	0.205	0.338	0.280	0.314	0.353
每股股息(人民币)	0.004	0.004	0.076	0.085	0.095
收入增长(%)	53	44	3	13	14
息税前利润增长(%)	109	88	9	11	12
息税折旧前利润增长(%)	67	68	5	15	9
每股收益增长(%)	51	50	(15)	11	12
核心每股收益增长(%)	71	65	(17)	12	13

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	2,415	3,614	3,940	4,366	4,875
折旧与摊销	1,145	1,451	1,339	1,712	1,729
净利息费用	384	1,225	1,349	1,464	1,580
运营资本变动	(2,440)	(7,975)	(5,232)	(4,107)	(5,653)
税金	(303)	(509)	(591)	(655)	(731)
其他经营现金流	(296)	(321)	(120)	(120)	(120)
经营活动产生的现金流	905	(2,515)	686	2,660	1,680
购买固定资产净值	(7,279)	(7,568)	(350)	(150)	(150)
投资减少/增加	50	(957)	0	0	0
其他投资现金流	81	(246)	2,885	200	197
投资活动产生的现金流	(7,148)	(8,771)	2,535	50	47
净资产增加	31	56	2,020	0	0
净增债务	(3,322)	4,519	(105)	(51)	(51)
支付股息	(31)	(31)	(32)	(789)	(875)
其他融资现金流	3,520	7,420	(1,342)	(1,456)	(1,571)
融资活动产生的现金流	198	11,965	541	(2,296)	(2,497)
现金变动	(6,046)	679	3,761	414	(770)
期初现金	11,197	5,238	5,888	9,650	10,064
公司自由现金流	(6,030)	(10,978)	3,220	2,710	1,727
权益自由现金流	(9,736)	(7,684)	1,766	1,195	96

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	5,206	5,919	9,682	10,096	9,326
应收帐款	11,537	17,442	22,666	28,850	37,002
库存	24,161	31,054	31,515	35,863	41,098
其他流动资产	10,464	8,723	8,877	9,938	11,216
流动资产总计	51,369	63,139	72,739	84,748	98,642
固定资产	16,366	21,925	20,856	19,213	17,554
无形资产	6,716	8,033	8,033	8,033	8,033
其他长期资产	2,711	4,163	1,528	1,528	1,531
长期资产总计	25,793	34,121	30,416	28,774	27,118
总资产	77,162	97,260	103,156	113,522	125,760
应付帐款	40,950	42,126	42,894	48,771	55,845
短期债务	1,298	10,236	10,112	10,062	10,012
其他流动负债	7,816	12,892	13,317	14,931	16,871
流动负债总计	50,064	65,254	66,323	73,763	82,727
长期借款	22	220	239	238	237
其他长期负债	2,941	5,494	4,964	4,970	4,976
股本	8,300	8,300	10,320	10,320	10,320
储备	14,611	16,669	19,795	22,505	25,542
股东权益	22,911	24,969	30,115	32,825	35,862
少数股东权益	1,223	1,323	1,515	1,726	1,958
总负债及权益	77,162	97,260	103,156	113,522	125,760
每股帐面价值(人民币)	2.76	3.01	2.92	3.18	3.48
每股有形资产(人民币)	1.95	2.04	2.14	2.40	2.70
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.46)	0.55	0.07	0.02	0.09

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.6	6.5	6.7	6.8	6.4
息税前利润率(%)	3.8	4.9	5.2	5.1	5.0
税前利润率(%)	3.9	4.0	4.3	4.2	4.1
净利率(%)	3.2	3.3	3.4	3.4	3.3
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2
利息覆盖率(倍)	6.1	3.6	3.5	3.6	3.8
净权益负债率(%)	净现金	17.4	2.2	0.7	2.5
速动比率(倍)	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
估值					
市盈率	17.1	11.4	13.4	12.1	10.8
核心业务市盈率	20.0	12.2	14.7	13.1	11.6
目标价对应核心业务市盈率	54.0	32.8	39.6	35.4	31.4
市净率	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2
价格/现金流	37.7	(13.6)	61.9	15.9	25.3
企业价值/息税折旧前利润	8.7	6.5	7.3	6.3	5.9
周转率					
存货周转天数	125.5	130.3	145.5	137.7	137.2
应收帐款周转天数	70.8	59.2	79.7	90.3	101.0
应付帐款周转天数	212.2	169.7	169.0	160.6	160.4
回报率					
股息支付率(%)	1.5	1.1	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	9.1	12.5	11.5	11.1	11.4
资产收益率(%)	2.9	4.3	4.1	4.2	4.2
已运用资本收益率(%)	9.1	14.1	12.1	12.3	12.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



买入 **17% ↑**
目标价格: 人民币 19.38

600967.CH

价格: 人民币 16.63

目标价格基础: 17 倍 2013 年市盈率

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	0	(4)	(5)	(10)
相对新华富时 A50 指数	5	1	(2)	1

发行股数(百万)	173
流通股(%)	77
流通股市值(人民币 百万)	2,223
3 个月日均交易额(人民币 百万)	37
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
内蒙古第一机械集团有限公司	23

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 11 月 21 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 机械

许民乐, CFA

(8621) 2032 8589

minle.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120009

*张君平为本报告重要贡献者

北方创业

快速成长的路外货车龙头

公司主营业务包括铁路货车、结构件、弹簧及曲轴锻件。核心业务是铁路货车, 目前可生产五大系列四十多个型号的整车产品。公司 2006 年至 2011 年营业收入从 12.49 亿元增长至 29.57 亿元, 复合增长率为 18.82%, 净利润从 1,018 万增长至 1.15 亿元, 复合增长率达到 62.5%。公司作为规模最大的铁路货车路外生产企业, 受益于我国铁路货车行业的发展。随着我国高速铁路网的逐渐建成, 货运需求将得到释放, 带来货车行业新的增长机遇, 同时公司接到的海外订单将在未来两年交付, 高毛利的产品占比将逐渐提高, 有利于公司业绩的增长。我们预计 2012、2013 年公司每股收益分别为 0.90、1.14 元, 给予 17 倍 2013 年市盈率, 对应目标价为 19.38 元, 首次给予买入评级。

支撑评级的要点

- 公司毛利率从 2006 年的 7.55% 增长至 2011 年的 13.02%, 2012 年前三季度毛利率更是达到了 16.2%, 这主要由于公司核心产品铁路货车毛利率不断提高。近年来国内企业自备车市场逐步打开, 同时铁路设备出口发展迅速, 由于自备车及出口车的毛利率高于路内招标的车辆, 公司货车毛利率得以不断提高。
- 随着铁路运营里程不断增加和铁路货运持续增长, 我国铁路货车的需求量也呈现不断上升的趋势。高速铁路网的逐步建成将带来我国铁路客货分流, 货运能力快速增长, 从而带动货车需求逐步放出。
- 目前我国铁路货车新招全部采购 70 吨以上级别的车辆, 全路 70 吨以下的车辆仍有 46 万辆, 这些车辆正逐步被 70 吨车替换。
- 公司签订出口俄罗斯的 1.2 亿美元货车订单预计将于明年开始交付, 出口市场的打开将有助于公司净利润的增长。

评级面临的主要风险

- 铁道部每次招标数量的不均衡性可能导致公司生产经营和业绩产生一定的周期性波动。

估值

- 公司作为规模最大的铁路货车路外生产企业, 受益于我国铁路货车行业的发展。随着我国高速铁路网的逐渐建成, 货运需求将得到释放, 带来货车行业新的增长机遇, 同时公司接到的海外订单将在未来两年交付, 高毛利的产品占比将逐渐提高, 有利于公司业绩的增长。我们预计 2012、2013 年公司每股收益分别为 0.90、1.14 元, 给予 17 倍 2013 年市盈率, 对应目标价为 19.38 元, 首次给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	2,891	2,957	3,241	3,654	4,125
变动(%)	20	2	10	13	13
净利润(人民币 百万)	57	115	155	198	240
全面摊薄每股收益(人民币)	0.332	0.667	0.895	1.142	1.385
变动(%)	28.8	100.8	34.3	27.6	21.3
市场预期每股收益(人民币)			0.414	0.550	0.715
全面摊薄市盈率(倍)	50.1	25.0	18.6	14.6	12.0
核心市盈率(倍)	45.2	26.2	17.8	14.1	11.7
每股现金流量(人民币)	1.95	2.24	1.78	1.79	1.82
价格/每股现金流量(倍)	8.5	7.4	9.3	9.3	9.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.0	11.0	7.2	5.6	4.4
每股股息(人民币)	0.178	0.184	0.224	0.286	0.346
股息率(%)	1.1	1.1	1.3	1.7	2.1

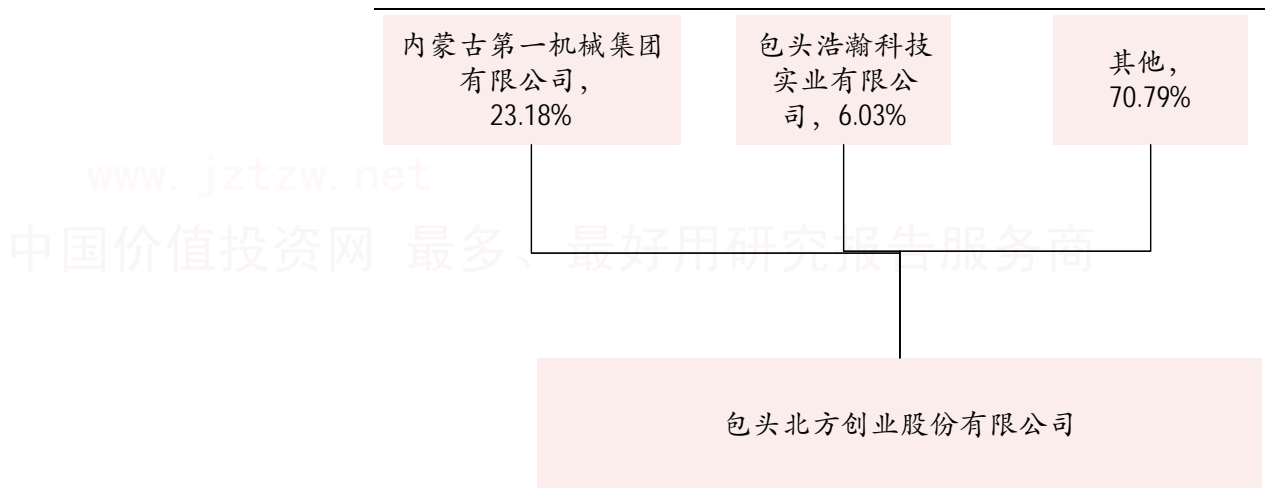
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

公司为最大的路外货车生产企业

公司主营业务包括铁路货车、结构件、弹簧及曲轴锻件。核心业务是铁路货车，目前可生产敞车、罐车、平车、棚车、漏斗车五大系列四十多个型号的整车产品，具备年产各式铁路货车 4,000 辆的生产能力，在路外生产企业中产能最高。

公司在 2008 年与母公司内蒙古一机集团进行了资产重组，以专用汽车及专用设备业务资产与一机集团第三分公司进行了资产置换，将亏损或者微利的资产置出，换回盈利能力较强的零部件制造资产。由此奠定了公司以铁路货车为主要产品，配套发展零部件的产品结构。公司目前核心产品仍是铁路货车，占比不断增长，这一业务主要由公司本部生产。下属四家控股子公司除钢结构公司在 2009 年停产外，分别生产不同的零部件。

图表 1. 公司股权结构



资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 2. 公司控股子公司情况

	控股比例	主要产品	2011 年净利润
大成装备	85.52%	车辆结构件	233.63 万元
富成锻造	66.82%	曲轴锻件	905.57 万元
路通弹簧	39.04%	车辆弹簧	1158.29 万元
钢结构	41.18%	停产	-

资料来源：公司资料、中银国际研究

净利润复合增长率高达 62.5%

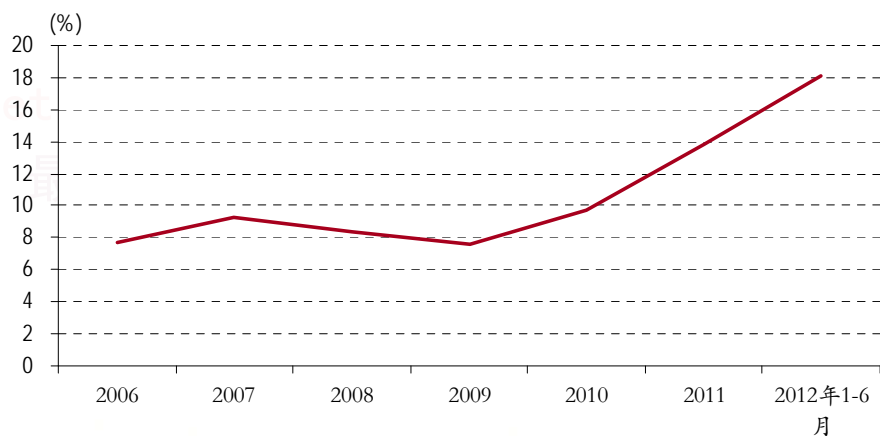
公司 2006 年至 2011 年营业收入从 12.49 亿元增长至 29.57 亿元，复合增长率为 18.82%，净利润从 1,018 万增长至 1.15 亿元，复合增长率达到 62.5%，主要由于公司进行自查置换后，亏损及微利业务置出，整体盈利水平得到提高。毛利率从 2006 年的 7.55% 增长至 2011 年的 13.02%，2012 年前三季度毛利率更是达到了 16.2%。主要由于公司核心产品铁路货车毛利率不断提高，从 2006 年的 7.74% 提高至 2011 年的 13.84%。近年来国内企业自备车市场逐步打开，同时铁路设备出口发展迅速，由于自备车及出口车的毛利率高于路内招标的车辆，公司货车毛利率得以不断提高。

图表 3.公司毛利率逐年上升



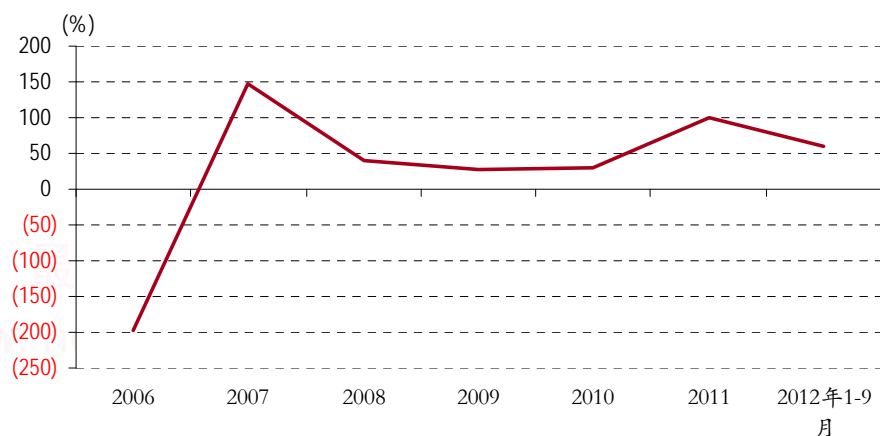
资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 4.铁路货车毛利率逐年上升



资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 5.公司净利润增长率保持高位



资料来源：公司资料、中银国际研究

铁路货车亟需发展

“十二五”是中国铁路现代化建设的关键阶段,根据铁道部的规划,到2015年,全国铁路营业里程将达到12万公里以上,我国铁路运输能力将大幅度提升。预计到2015年,全国铁路客运量将达到30亿人,货运量达到48亿吨,与2010年相比,分别增长78.6%和32.2%。我国铁路“十二五”规划的发展目标是:铁路新线投产总规模控制在3万公里,“十二五”末全国铁路运营里程将由现在的9.1万公里增加到12万公里,复线率和电化率分别达到50%和60%以上。随着铁路营运里程不断增加和铁路货运持续增长,我国铁路货车的需求量也呈不断上升的趋势。高速铁路网的逐步建成将带来我国铁路客货分流,货运能力快速增长,从而带动货车需求逐步放出。

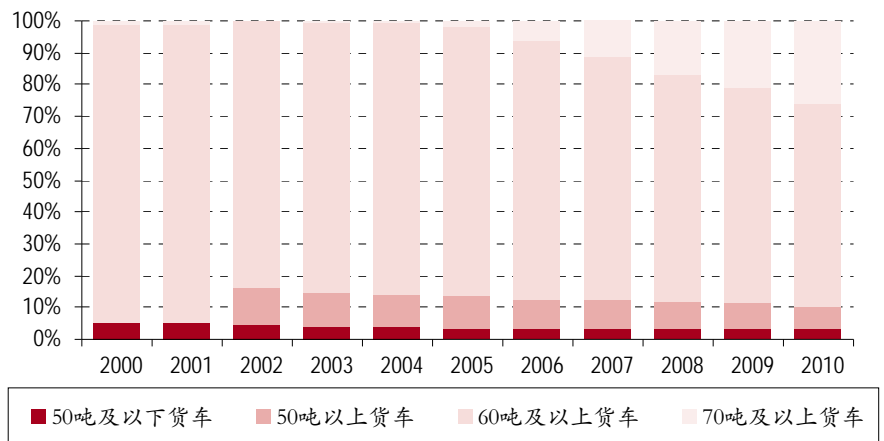
受益于铁路货车结构更新

由于路外市场尚未完全成熟,未来三到五年铁道部的招标车辆预计仍将是铁路货车的主要需求方。铁路重载化是我国铁路的发展方向,铁道部目前正面临货车更新的核心需求。由于我国铁路货车水平不高,虽然70吨以上载重货车近年来增长迅速,但我国大部分货车还停留在60吨级的水平。受到发线有效长等限制,依靠增加长度提高载重的方法并不可行,提高轴重和单车载重是未来的发展方向。以C70为例,其载重70吨、比C64型敞车增加10吨、载重量提高16.7%,按每天10万辆车计算,可增加运能100万吨,年增加运能3.6亿吨。以单机牵引5,000吨列车计算,车辆总长度为715米,比C64敞车减少64米,到发线利用率大幅提高,在运能上升的前提下,可以节省大量的站场和线桥改造资金。目前我国铁路货车新招全部采购70吨以上级别的车辆,全路70吨以下的车辆仍有46万辆,这些车辆正逐步被70吨车替换。

市场竞争格局稳定

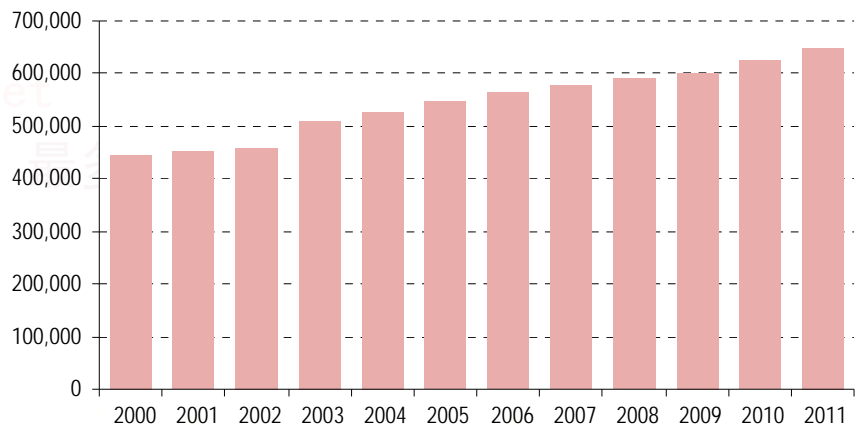
公司所处铁路设备行业是一个相对较封闭的行业,历史上铁道系统是一个自给自足、拥有独立司法权力的封闭系统,铁路设备的制造、应用、维修均由路内公司完成。随着铁路系统的逐步打开,一批军工企业及极少数的民营企业进入铁路装备生产的领域。铁路货车作为铁路运输的基础装备生产资质受到严格的管控,目前通过铁道部批准的货车生产企业以南北车集团旗下的路内车辆公司为主,路外的企业仅包括北方创业、晋西车轴、重庆长征重工等军工企业及济南东方新兴为代表的民营企业。由于铁道部招标车辆是货车的主要需求方,在其控制下货车行业竞争格局相对稳定。从2011年开始铁道部放开了企业自备车的市场招标,再加上出口货车的增长,使得部招车辆在行业中的占比逐渐下降,未来技术及资金壁垒将取代行政壁垒成为货车行业的主要制约因素。

图表 6. 70 吨及以上的货车占比逐步提高



资料来源：铁道部、中银国际研究

图表 7. 我国铁路货车拥有量逐年提高



资料来源：铁道部、中银国际研究

非公开发行募集资金扩充产能

由于铁路货车行业竞争格局稳定，新进入者很难打开市场。行业的需求受企业自备车及出口车的影响逐渐增长，未来公司的发展瓶颈主要是生产能力。公司已决定非公开发行不超过 5,600 万股（大股东承诺认购不低于 25%），拟募集资金 8.3 亿元，用于技术改造及产能扩充。以满足重载、快速专用车及小批量、多品种出口车等的市场需求。预计募投项目达产后将能年产铁路货车 8,000 辆，较现有产能增长近 100%，有助于巩固和增强公司在铁路货车市场的地位。

估值

公司作为规模最大的铁路货车路外生产企业，受益于我国铁路货车行业的发展。随着我国高铁网路的逐渐建成，货运需求将得到释放，带来货车行业新的增长机遇，同时公司接到的海外订单将在未来两年交付，高毛利的产品占比将逐渐提高，有利于公司业绩的增长。我们预计 2012、2013 年公司每股收益分别为 0.90、1.14 元，给予 17 倍 2013 年市盈率，对应目标价为 19.38 元，首次给予 **买入** 评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	2,891	2,957	3,241	3,654	4,125
销售成本	(2,597)	(2,572)	(2,747)	(3,096)	(3,463)
经营费用	(148)	(185)	(222)	(237)	(293)
息税折旧前利润	147	200	272	322	369
折旧及摊销	(57)	(63)	(61)	(58)	(54)
经营利润 (息税前利润)	90	137	211	264	316
净利息收入/(费用)	(5)	0	(1)	(2)	(2)
其他收益/(损失)	(7)	7	(8)	(8)	(8)
税前利润	78	143	202	254	306
所得税	(9)	(17)	(30)	(38)	(46)
少数股东权益	(12)	(10)	(17)	(18)	(20)
净利润	57	115	155	198	240
核心净利润	64	110	162	204	246
每股收益(人民币)	0.332	0.667	0.895	1.142	1.385
核心每股收益(人民币)	0.368	0.634	0.933	1.179	1.422
每股股息(人民币)	0.178	0.184	0.224	0.286	0.346
收入增长(%)	20	2	10	13	13
息税前利润增长(%)	37	52	54	25	20
息税折旧前利润增长(%)	28	36	36	19	15
每股收益增长(%)	29	101	34	28	21
核心每股收益增长(%)	41	72	47	26	21

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	78	143	202	254	306
折旧与摊销	57	63	61	58	54
净利息费用	5	0	1	2	2
运营资本变动	186	199	65	23	(11)
税金	(9)	(17)	(30)	(38)	(46)
其他经营现金流	20	0	10	10	10
经营活动产生的现金流	338	387	309	309	315
购买固定资产净值	(32)	(19)	(10)	(110)	(60)
投资减少/增加	2	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	(52)	0	(3)
投资活动产生的现金流	(29)	(18)	(62)	(110)	(63)
净资产增加	0	0	0	0	0
净增债务	(3)	17	17	(51)	(51)
支付股息	(31)	(31)	(32)	(39)	(49)
其他融资现金流	12	(42)	(1)	(1)	(2)
融资活动产生的现金流	(21)	(55)	(15)	(91)	(102)
现金变动	287	314	232	108	150
期初现金	379	666	980	1,212	1,320
公司自由现金流	303	363	247	199	252
权益自由现金流	296	380	263	147	199

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	666	980	1,212	1,320	1,470
应收帐款	389	500	668	836	1,050
库存	349	360	384	433	484
其他流动资产	113	205	214	217	219
流动资产总计	1,516	2,045	2,478	2,806	3,224
固定资产	829	770	710	751	747
无形资产	3	3	3	3	3
其他长期资产	30	34	87	87	90
长期资产总计	862	807	799	841	840
总资产	2,378	2,852	3,277	3,647	4,064
应付帐款	976	1,352	1,454	1,638	1,838
短期债务	68	98	96	46	(4)
其他流动负债	179	172	237	296	354
流动负债总计	1,223	1,621	1,787	1,980	2,188
长期借款	5	3	22	21	20
其他长期负债	0	0	100	100	101
股本	173	173	173	173	173
储备	764	845	968	1,127	1,318
股东权益	937	1,018	1,141	1,300	1,491
少数股东权益	213	210	227	245	265
总负债及权益	2,378	2,852	3,277	3,647	4,064
每股帐面价值(人民币)	5.41	5.88	6.59	7.51	8.61
每股有形资产(人民币)	5.39	5.86	6.57	7.49	8.59
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.42)	(5.08)	(6.32)	(7.24)	(8.40)

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.1	6.8	8.4	8.8	9.0
息税前利润率(%)	3.1	4.6	6.5	7.2	7.7
税前利润率(%)	2.7	4.8	6.2	7.0	7.4
净利率(%)	2.0	3.9	4.8	5.4	5.8
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5
利息覆盖率(倍)	19.0	719.2	163.4	155.8	150.7
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.0	1.2	1.2	1.3
估值					
市盈率	50.1	25.0	18.6	14.6	12.0
核心业务市盈率	45.2	26.2	17.8	14.1	11.7
目标价对应核心业务市盈率	30.1	17.5	11.9	9.4	7.8
回报率					
市净率	3.1	2.8	2.5	2.2	1.9
价格/现金流	8.5	7.4	9.3	9.3	9.1
企业价值/息税折旧前利润	17.0	11.0	7.2	5.6	4.4
周转率					
存货周转天数	57.4	50.3	49.4	48.2	48.3
应收帐款周转天数	43.9	54.9	65.8	75.1	83.5
应付帐款周转天数	111.9	143.6	158.0	154.4	153.8
回报率					
股息支付率(%)	53.6	27.5	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	6.3	11.8	14.4	16.2	17.2
资产收益率(%)	3.5	4.6	5.9	6.5	7.0
已运用资本收益率(%)	7.5	10.7	15.0	17.0	18.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



买入 **12% ↑**
目标价格: 人民币 15.12

600495.CH 原目标价格: 人民币 13.80

价格: 人民币 13.54

目标价格基础: 28 倍 2013 年市盈率

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	28	16	27	(3)
相对新华富时 A50 指数	32	21	31	8

发行股数(百万)	302
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	4,092
3 个月日均交易额(人民币 百万)	96
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
晋西工业集团有限责任公司	31

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 11 月 21 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 机械

许民乐, CFA

(8621) 2032 8589

minle.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120009

*张君平为本报告重要贡献者

晋西车轴

产业链延伸, 推动业绩增长

公司主营业务包括铁路货车、车轴、轮对、转向架。公司从车轴业务开始进入铁路装备市场, 随着今年罐车产能的释放, 公司产业链延伸逐步完成, 形成了以零件为基础, 部件及整车同时扩展的生产结构。考虑到现阶段铁路投资逐步恢复, 未来铁路产品需求将有所恢复, 前次募投项目逐渐达产, 公司产能瓶颈逐步消除, 公司收入和利润也将显著增长。我们将公司 2012、2013 年每股收益从 0.46 元、0.55 元分别调至 0.40、0.54 元, 根据 28 倍 2013 年市盈率, 我们将目标价由 13.80 元上调至 15.12 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 目前对太原生产线的技术改造正在进行, 预计今年产能 14 万根。去年年底北方锻造的车轴生产线技术改造完毕, 今年逐步投产, 预计产能将达到 4 万根。
- 车轴的短板正在改善, 从中期披露的数据来看车轴业务毛利率基本恢复至收购以前的水平。同时今年以来货车厂商订单密集交付, 使得上半年车轴涨价成功, 也带动了公司毛利率的增长。
- 公司拥有年产 3,000 辆铁路货车的生产能力, 去年拿到罐车和平车的生产资质, 今年罐车生产线正式交付使用, 由于罐车毛利率较平车高, 今年车辆业务将贡献较大利润。
- 去年下半年自备车市场开放招标, 公司拿到大量神华 C80B 订单, 今年上半年铁道部招标中公司中标 1,250 辆, 铁道部第二次招标也已开始, 预计公司将能分得 750 辆左右的订单。再加上今年新接的企业自备车订单, 公司今年车辆产能基本排满, 由于罐车比例提高, 贡献毛利将有所增加。

评级面临的主要风险

- 由于铁道部每次招标数量的不均衡性可能导致公司生产经营和业绩产生一定的周期性波动。

估值

- 考虑到现阶段铁路投资逐步恢复, 未来铁路产品需求将有所恢复, 前次募投项目逐渐达产, 公司产能瓶颈逐步消除, 公司收入和利润也将显著增长。我们将公司 2012、2013 年每股收益从 0.46 元、0.55 元分别调至 0.40、0.54 元, 根据 28 倍 2013 年市盈率, 我们将目标价由 13.80 元上调至 15.12 元, 维持买入评级。

投资摘要

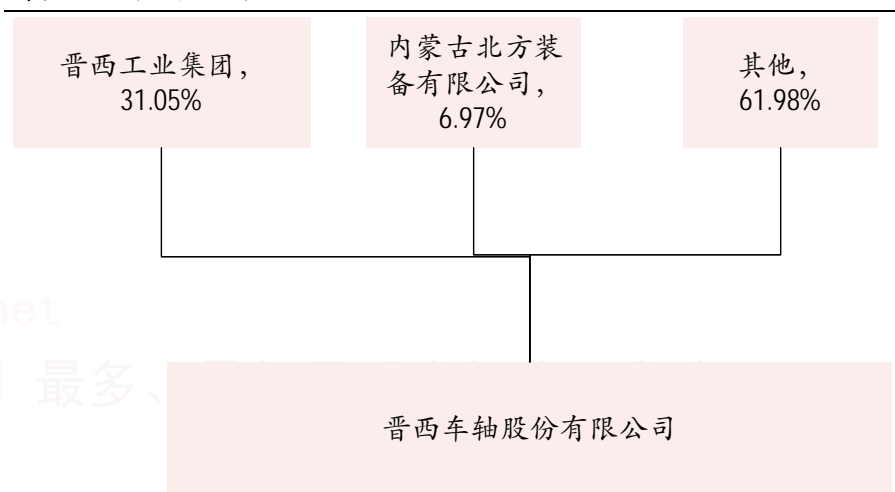
年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	1,737	2,162	2,803	3,438	4,419
变动(%)	15	24	30	23	29
净利润(人民币 百万)	44	100	120	162	241
全面摊薄每股收益(人民币)	0.145	0.330	0.398	0.536	0.797
变动(%)	(33.2)	128.2	20.7	34.7	48.5
先前预测每股收益(人民币)			0.461	0.553	0.762
调整幅度(%)			(13.7)	(3.1)	4.6
核心每股收益(人民币)	0.113	0.306	0.364	0.506	0.767
变动(%)	(8.3)	170.2	18.6	39.2	51.5
全面摊薄市盈率(倍)	93.6	41.0	34.0	25.2	17.0
核心市盈率(倍)	119.4	44.2	37.2	26.8	17.7
每股现金流量(人民币)	0.30	1.12	(0.12)	0.57	0.69
价格/每股现金流量(倍)	44.5	12.1	(112.7)	23.9	19.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.0	24.4	20.7	14.5	10.3
每股股息(人民币)	0.102	0.102	0.100	0.134	0.199
股息率(%)	0.8	0.8	0.7	1.0	1.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

产业链延伸，推动业绩增长

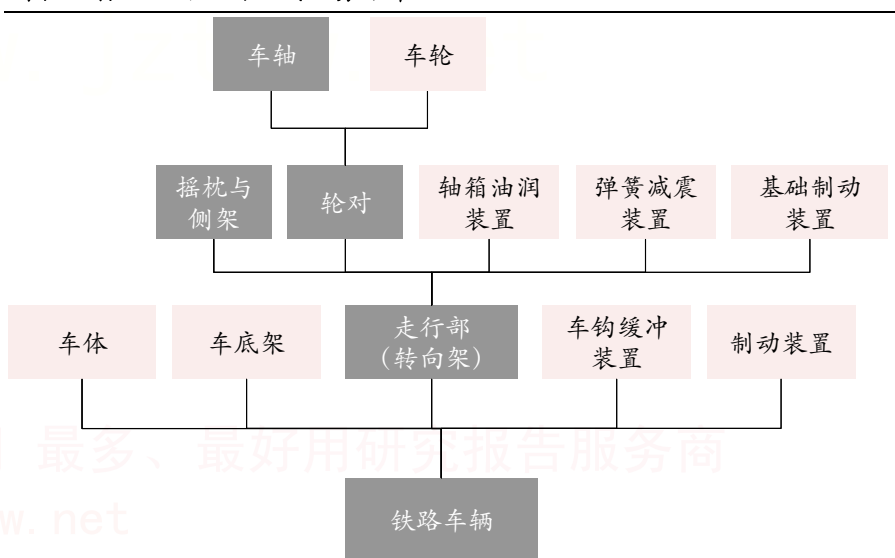
公司主营业务包括铁路货车、车轴、轮对、转向架。公司从车轴业务开始进入铁路装备市场，随着今年罐车产能的释放，公司产业链延伸逐步完成，形成了以零件为基础，部件及整车同时扩展的生产结构。逐步完成产业链条，目前已具备铁路车轴 18 万根、铁路货车 5,000 辆、铁路轮对 3 万套、摇枕侧架 3,000 辆（份）的生产能力。公司全资拥有晋西铁路车辆有限责任公司和包头北方锻造有限责任公司。晋西车辆公司主要产品为铁路货车，包头北方锻造公司主要产品为铁路车轴及锻件。

图表 1. 公司股权结构

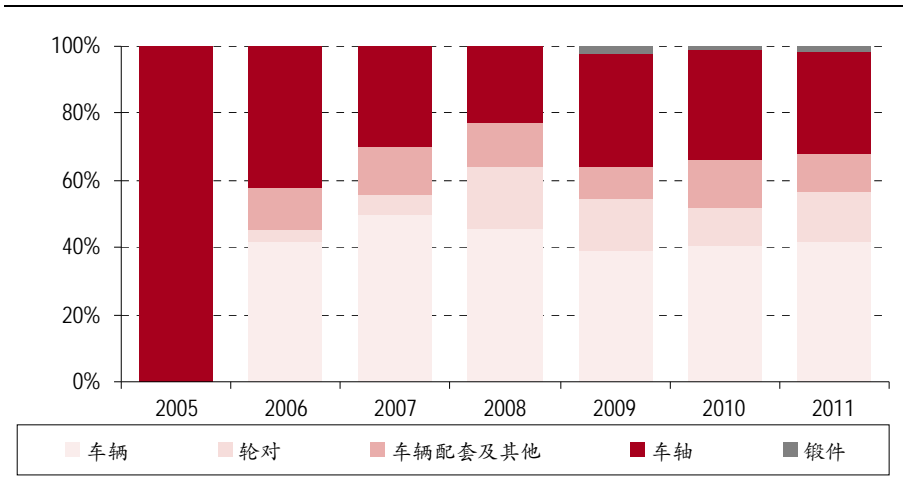


资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 2. 粉红色为公司主要业务分布



资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 3. 公司主营业务构成


资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 4. 公司控股子公司情况

	持股比例(%)	主营业务	2011 年净利润
晋西铁路车辆有限责任公司	100	铁路车辆和铁路工程机械及其配套产品、零部件的设计、生产和销售	1.04 亿元
包头北方锻造有限责任公司	100	锻件、火车轴、机械加工等铁路产品的生产销售	于 2011 年 9 月注销清算，其全资子公司包头北方铁路产品有限责任公司对其进行吸收合并
包头北方铁路产品有限责任公司	100	锻件、热处理、火车轴、机加等铁路产品的生产销售	-2,290 万元

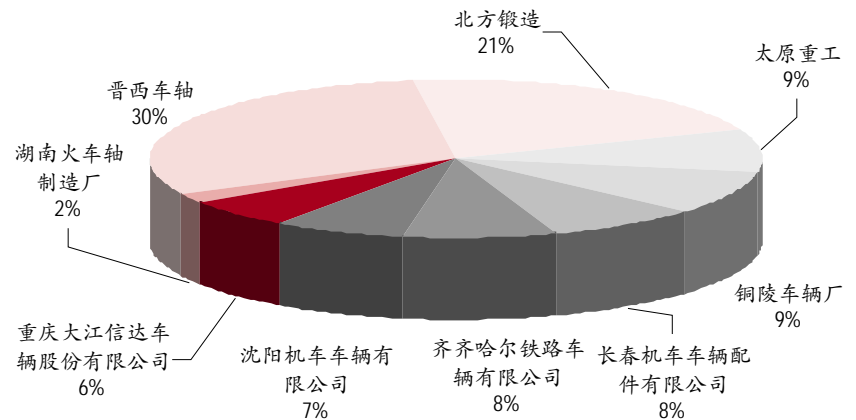
资料来源：公司资料、中银国际研究

车轴业务行业领先

公司车轴业务从军品转型而来，自 1979 年第一根车轴下线，到现在货车车轴与国际水平接轨，在国内最先达到 AAR 标准，在国内市场始终处于领先地位。公司实现了 34.5 吨 G 型和 31.3 吨 K 型车轴批量出口，重载货车车轴走在国内前列。客车车轴方面，最先采用欧盟技术，开发出了青藏铁路 200 公里超低温专用客车车轴，同时开发生产动车组列车车轴，批量用于和谐号、先锋号系列动车组在役检测。目前公司正致力于动车组车轴国产化进程。由于铁路系统的相对封闭性，铁路配件行业竞争相对稳定，公司车轴产品市场占有率一直保持领先，2009 年收购北方锻造后，公司国内第一的行业龙头地位更加巩固。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
 www.jztzw.net

图表 5. 车轴行业竞争态势



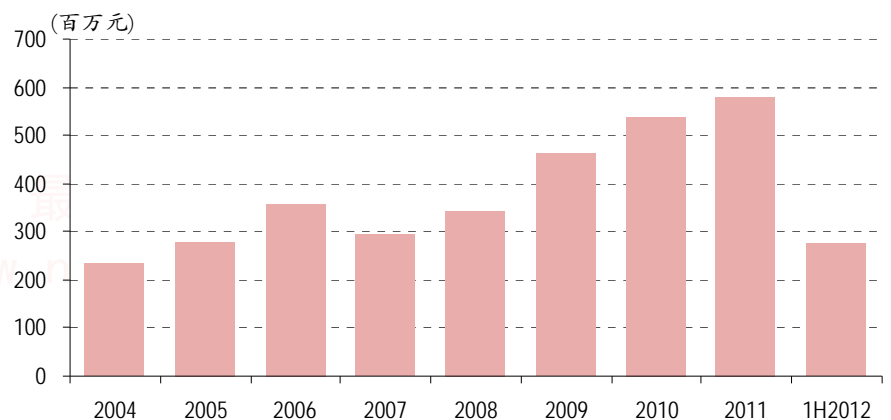
资料来源：公司资料、中银国际研究

生产基地分工合作，产能逐渐释放

公司本部在太原设有生产基地，车轴产能 12 万根，目前对太原生产线的技术改造正在进行，预计今年产能 14 万根。这一生产线的车轴毛利一直保持较高水平，在 2006-2008 年车轴高景气度的时候毛利率在 20% 以上。2009 年公司收购北方锻造，由于其采用快锻技术，对原材料利用率较低，浪费严重，毛利较低，并表后拉低了公司的整体毛利率。公司着手对北方锻造进行技术改造，同时在 2011 年注销北方锻造公司，由其子公司北方铁路产品有限公司吸收合并，重新梳理管理体系。去年年底北方锻造的车轴生产线技术改造完毕，今年逐步投产，预计产能将达到 4 万根。车轴的短板正在改善，从中期披露的数据来看车轴业务毛利率基本恢复至收购以前的水平。同时今年以来货车厂商订单密集交付，使得上半年车轴涨价成功，也带动了公司毛利率的增长。

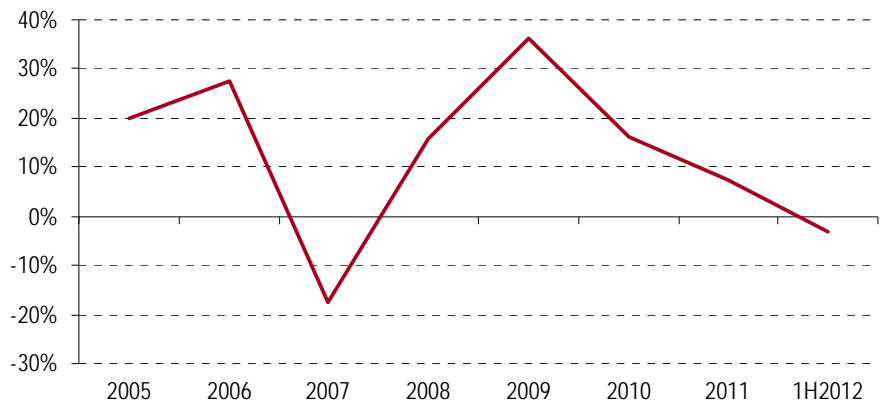
太原本部高端车轴生产线也将在今年年底投产，未来太原基地定位于专用车轴、高端车轴，包头基地定位于通用车轴，产能释放后公司车轴业务预计将同时实现高毛利和高增长。

图表 6. 车轴业务持续增长



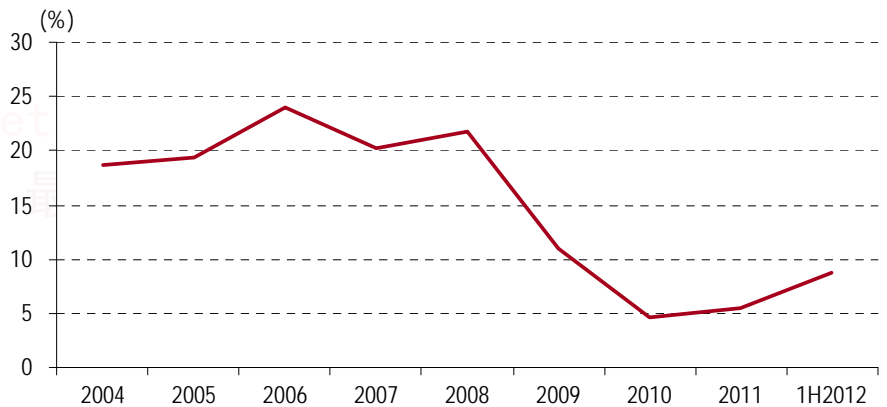
资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 7. 受产能限制，车轴业务增速有所下降



资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 8. 车轴毛利率回升



资料来源：公司资料、中银国际研究

期待动车组车轴国产化

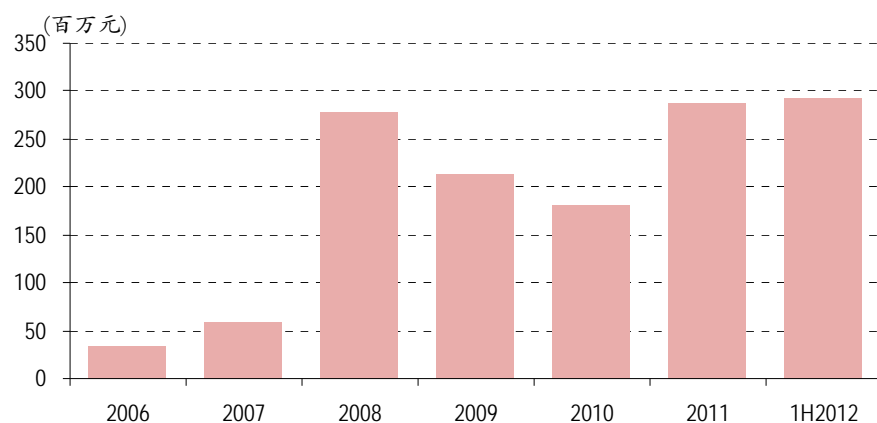
公司在精锻技术上处于国内领先，目前已经具备生产高速动车车轴的能力，但是由于安全考虑，铁道部目前还没有把国产化车轴标准制定出来，因此公司高铁车轴产品迟迟难以配套国产动车组。高铁是未来我国铁路客运发展的方向，而铁道部也将动车制造的国产化率提高作为促进我国高铁产业发展的重要手段，公司的高铁车轴产品已经有小批量的供货给西门子，产品质量已经得到了海外客户的认可，因此我们认为公司未来非常有可能获得国产高铁车轴的订单。

强强合作，轮对业务快速增长

今年公司轮对业务处于开拓阶段，收入增长迅速，但毛利率较低，与马钢合作项目明年年底投产，届时轮对产能将大幅增长至 7 万对。同时目前由于公司处于业务开拓的需要，主动降价，随着市占率的提高，未来毛利率将有所改善。

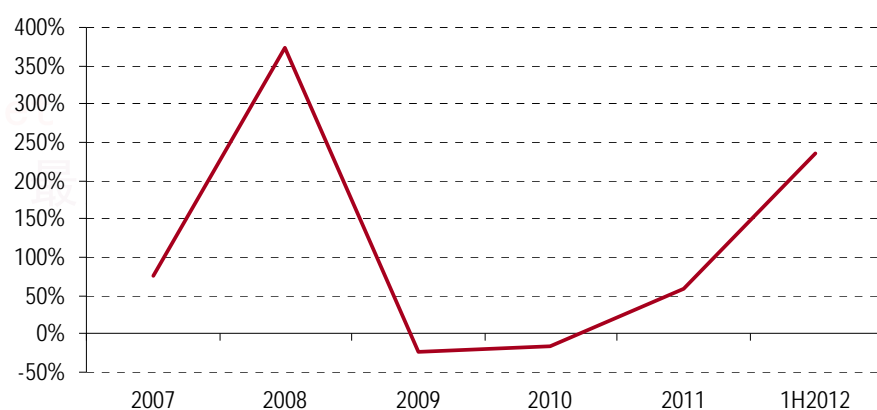
由于马鞍山周围有南车浦镇、株洲电力、四方股份、上海电气等高速动车组及轨道车辆生产的骨干工厂，有武广、郑武、京沪、沪杭等高铁线路，有上海、南京、苏州、杭州、武汉等城市地铁，还有大量在建的城际铁路等市场，对包括轮轴产品在内的轨道交通装备有较大的市场需求。我们认为此项目能丰富公司产品线，为公司带来持续收益。

图表 9. 轮对业务保持增长



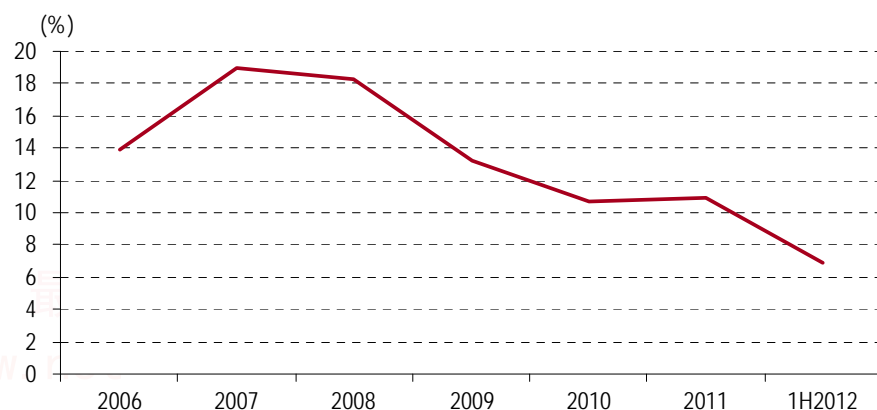
资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 10. 轮对业务增速回升



资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 11. 轮对毛利持续下降



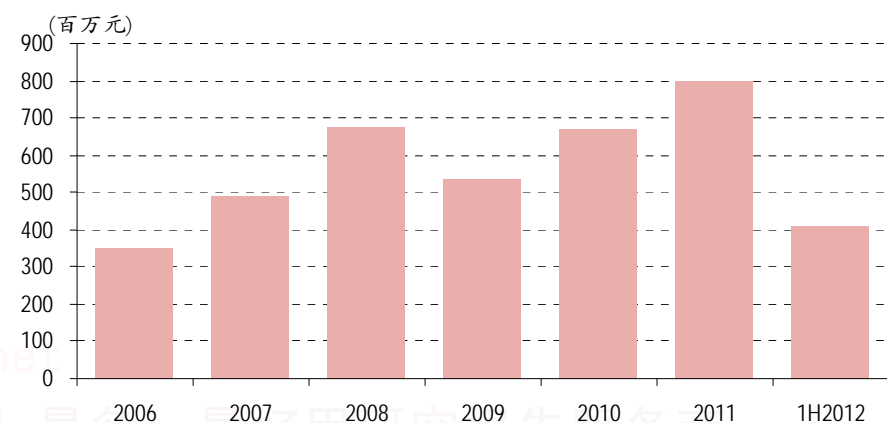
资料来源：公司资料、中银国际研究

车辆订单交付带动业绩增长

公司车辆业务主要来自子公司晋西车辆公司，目前拥有年产 3,000 辆铁路货车的生产能力，去年拿到罐车和平车的生产资质，今年罐车生产线正式交付使用，由于罐车毛利率较平车高，今年车辆业务将贡献较大利润。

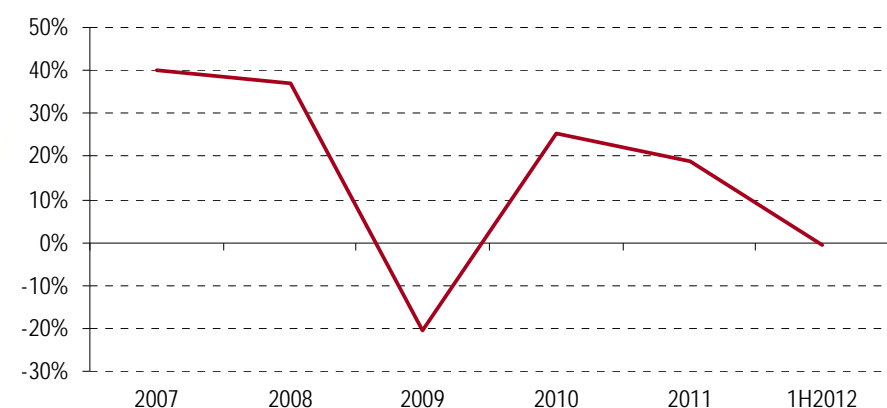
去年下半年自备车市场开放招标，公司拿到大量神华 C80B 订单，今年上半年铁道部招标中公司中标 1,250 辆，这些车前三季度交付完毕。公司自去年拿到罐车生产资质后，今年罐车的生产线也已投产，毛利率较高的罐车产能瓶颈解除，在车辆业务中占比有所提升。今年铁道部第二次招标也已开始，共计 15,000 辆，预计公司将能分得 750 左右的订单。再加上今年新接的企业自备车订单，公司今年车辆产能基本排满，由于罐车比例提高，贡献毛利将有所增加。

图表 12. 车辆业务持续增长



资料来源：公司资料、中银国际研究

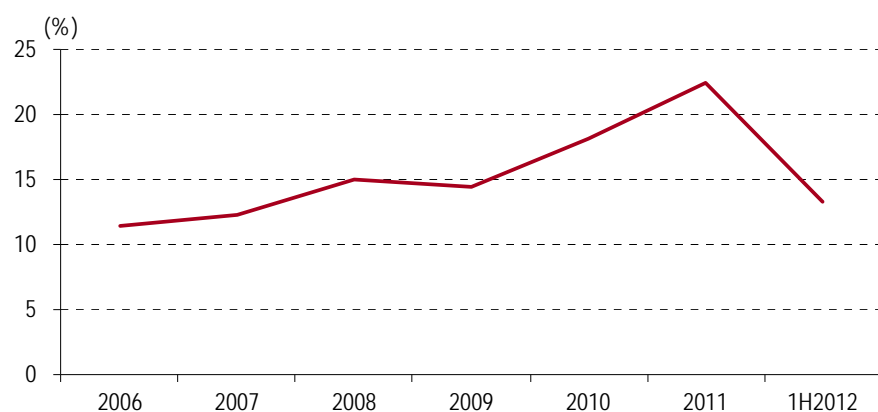
图表 13. 受产能限制，车辆业务增速有所下降



资料来源：公司资料、中银国际研究

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表 14. 车辆毛利率逐年提升



资料来源：公司资料、中银国际研究

估值

考虑到现阶段铁路投资逐步恢复，未来铁路产品需求将有所恢复，前次募投项目逐渐达产，公司产能瓶颈逐步消除，公司收入和利润也将显著增长。我们将公司 2012、2013 年每股收益从 0.46 元、0.55 元分别调至 0.40、0.54 元，根据 28 倍 2013 年市盈率，我们将目标价由 13.80 元上调至 15.12 元，维持 **买入** 评级。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	1,737	2,162	2,803	3,438	4,419
销售成本	(1,537)	(1,881)	(2,443)	(2,953)	(3,760)
经营费用	(120)	(138)	(178)	(222)	(291)
息税折旧前利润	80	143	183	264	368
折旧及摊销	(34)	(35)	(34)	(58)	(58)
经营利润 (息税前利润)	46	108	149	206	310
净利息收入/(费用)	(2)	(1)	(2)	(2)	(1)
其他收益/(损失)	12	8	14	12	12
税前利润	56	115	160	216	321
所得税	(11)	(16)	(40)	(54)	(80)
少数股东权益	(2)	0	0	0	0
净利润	44	100	120	162	241
核心净利润	34	93	110	153	232
每股收益(人民币)	0.145	0.330	0.398	0.536	0.797
核心每股收益(人民币)	0.113	0.306	0.364	0.506	0.767
每股股息(人民币)	0.102	0.102	0.100	0.134	0.199
收入增长(%)	15	24	30	23	29
息税前利润增长(%)	24	132	38	38	51
息税折旧前利润增长(%)	13	77	28	44	40
每股收益增长(%)	(33)	128	21	35	49
核心每股收益增长(%)	(8)	170	19	39	51

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	56	115	160	216	321
折旧与摊销	34	35	34	58	58
净利息费用	2	1	2	2	1
运营资本变动	(1)	197	(193)	(51)	(93)
税金	(11)	(16)	(40)	(54)	(80)
其他经营现金流	12	7	0	0	0
经营活动产生的现金流	92	340	(36)	171	207
购买固定资产净值	(127)	(210)	(219)	(200)	(120)
投资减少/增加	1	0	0	0	0
其他投资现金流	(6)	(75)	75	0	0
投资活动产生的现金流	(132)	(285)	(144)	(200)	(120)
净资产增加	0	0	0	0	0
净增债务	(45)	10	0	0	0
支付股息	(52)	(31)	(31)	(30)	(41)
其他融资现金流	32	34	(2)	(2)	(1)
融资活动产生的现金流	(65)	13	(33)	(32)	(42)
现金变动	(105)	68	(213)	(61)	45
期初现金	713	607	675	461	401
公司自由现金流	(51)	59	(181)	(29)	87
权益自由现金流	(98)	68	(183)	(31)	86

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	607	675	461	401	446
应收帐款	428	393	598	661	773
库存	388	429	557	673	857
其他流动资产	134	266	339	405	509
流动资产总计	1,558	1,762	1,955	2,140	2,585
固定资产	508	565	751	892	954
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	6	83	8	8	8
长期资产总计	514	648	758	900	962
总资产	2,072	2,410	2,713	3,040	3,547
应付帐款	458	698	907	1,099	1,401
短期债务	60	70	70	70	70
其他流动负债	63	52	55	58	62
流动负债总计	581	820	1,032	1,227	1,533
长期借款	70	70	70	70	70
其他长期负债	31	31	33	33	34
股本	302	302	302	302	302
储备	1,087	1,187	1,276	1,408	1,608
股东权益	1,389	1,489	1,578	1,710	1,911
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	2,072	2,410	2,713	3,040	3,547
每股帐面价值(人民币)	4.60	4.93	5.22	5.66	6.32
每股有形资产(人民币)	4.60	4.91	5.22	5.66	6.32
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.58)	(1.77)	(1.06)	(0.86)	(1.01)

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	4.6	6.6	6.5	7.7	8.3
息税前利润率(%)	2.7	5.0	5.3	6.0	7.0
税前利润率(%)	3.2	5.3	5.7	6.3	7.3
净利率(%)	2.5	4.6	4.3	4.7	5.4
流动性					
流动比率(倍)	2.7	2.1	1.9	1.7	1.7
利息覆盖率(倍)	25.5	130.1	74.3	132.6	212.6
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.0	1.6	1.4	1.2	1.1
估值					
市盈率	93.6	41.0	34.0	25.2	17.0
核心业务市盈率	119.4	44.2	37.2	26.8	17.7
目标价对应核心业务市盈率	97.9	36.2	30.5	21.9	14.5
率					
市净率	2.9	2.7	2.6	2.4	2.1
价格/现金流	44.5	12.1	(112.7)	23.9	19.8
企业价值/息税折旧前利润	45.0	24.4	20.7	14.5	10.3
周转率					
存货周转天数	92.5	79.2	73.6	76.0	74.2
应收帐款周转天数	82.6	69.3	64.5	66.8	59.2
应付帐款周转天数	90.3	97.7	104.5	106.5	103.2
回报率					
股息支付率(%)	70.5	30.9	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	3.2	6.9	7.8	9.9	13.3
资产收益率(%)	1.8	4.2	4.3	5.4	7.1
已运用资本收益率(%)	3.1	6.9	8.9	11.5	15.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



持有

5% ↑

目标价格: 人民币 12.88

600458.CH

价格: 人民币 12.26

目标价格基础: 23 倍 2013 年市盈率

板块评级: 增持

时代新材

快速成长的高分子复合材料供应商

公司产品主要应用于铁路线路建设及机车车辆制造, 未来铁路投资保持高位, 铁路及地铁建设市场巨大, 给公司带来充分的增长空间。过去 5 年公司营业收入由 5.75 亿元增长至 34.28 亿元, 增长迅速, 未来也将在投资的刺激下快速发展。目前铁路投资逐步回升, 对明年公司业绩带来利好。我们预计 2012、2013 年公司每股收益分别为 0.38、0.56 元, 给予 23 倍 2013 年市盈率, 对应目标价为 12.88 元, 首次给予**持有**评级。

支撑评级的要点

- 公司成长迅速, 2006 至 2011 年营业收入年均复合增长率为 42.93%, 净利润复合增长率达到 57.89%。
- 受去年高铁事故影响, 我国铁路投资进入冰冻期, 今年以在建项目为主, 公司订单交付受到影响。2012 年 1-9 月份公司实现收入 26.15 亿元, 同比下降 3.83%, 实现归属于母公司所有者净利润 1.34 亿元, 同比下降 33.82%。
- 我国铁路投资正逐步恢复, 铁路“十二五”期间计划完成投资 2.8 万亿, 未来三年将有 1.3 万亿基础建设投资及 3,000 亿元车辆采购及更新投资, 将带动公司轨道交通板块业务增长。
- 公司汽车业务主要定位于长株潭地区汽车产业集群, 主打汽车内饰及减震材料, 未来这一市场规模将达到 50-60 亿元, 汽车板块将成为公司新的增长点。

评级面临的主要风险

- 铁道部每次招标数量的不均衡性可能导致公司生产经营和业绩产生一定的周期性波动。

估值

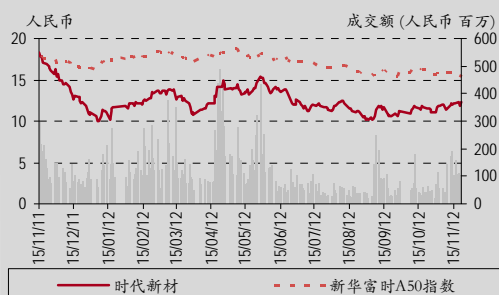
- 公司是我国领先的高分子复合材料供应商, 长期来看, 风电及汽车业务份额将逐步上升, 但短期来看, 风电行业处于低谷, 汽车业务的市场尚未形成, 公司业务增长主要受益于我国铁路投资及城轨地铁的建设。目前铁路投资逐步回升, 对明年公司业绩带来利好。我们预计 2012、2013 年公司每股收益分别为 0.38、0.56 元, 给予 23 倍 2013 年市盈率, 对应目标价为 12.88 元, 首次给予**持有**评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	2,321	3,428	3,373	4,369	5,688
变动(%)	52	48	(2)	30	30
净利润(人民币 百万)	199	233	194	288	413
全面摊薄每股收益(人民币)	0.848	0.451	0.376	0.556	0.798
变动(%)	81.5	(46.9)	(16.6)	48.0	43.5
市场预期每股收益(人民币)			0.414	0.550	0.715
全面摊薄市盈率(倍)	14.5	27.2	32.6	22.0	15.4
核心市盈率(倍)	14.3	29.6	32.0	21.8	15.2
每股现金流量(人民币)	0.74	(0.35)	0.43	0.12	(0.08)
价格/每股现金流量(倍)	16.6	(35.3)	28.2	100.5	(158.7)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.3	21.1	21.7	16.4	12.8
每股股息(人民币)	0.131	0.061	0.094	0.139	0.200
股息率(%)	1.1	0.5	0.8	1.1	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	15	5	9	(27)
相对新华富时 A50 指数	20	10	12	(16)

发行股数(百万)	517
流通股(%)	30
流通股市值(人民币 百万)	1,092
3 个月日均交易额(人民币 百万)	109
净负债比率(%) (2012E)	44
主要股东(%)	
南车株洲电力机车研究所有限公司	20

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 11 月 21 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 机械

许民乐, CFA

(8621) 2032 8589

minle.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120009

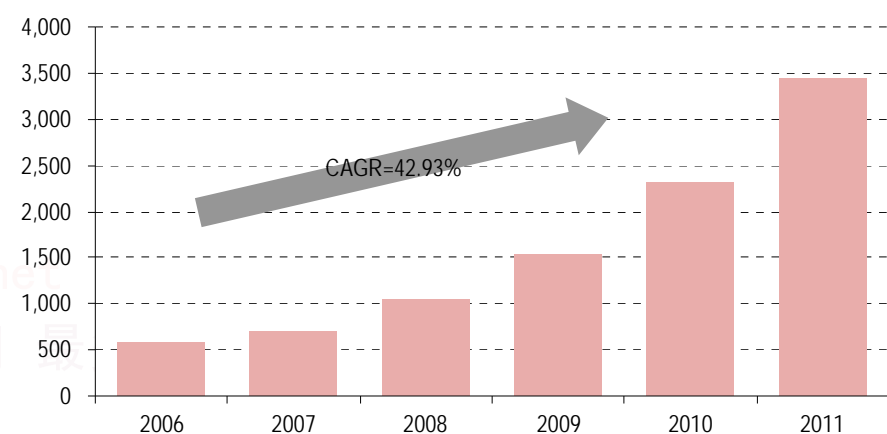
*张君平为本报告重要贡献者

快速成长的高分子复合材料供应商

目前公司的业务主要涉及五类产品，分别是高分子减振降噪弹性元件、复合材料制品、电磁线、绝缘制品及涂料、特种工程塑料制品。公司以高分子复合材料研究及工程化应用为核心，产品主要面向轨道交通、风力发电、汽车和海外市场。

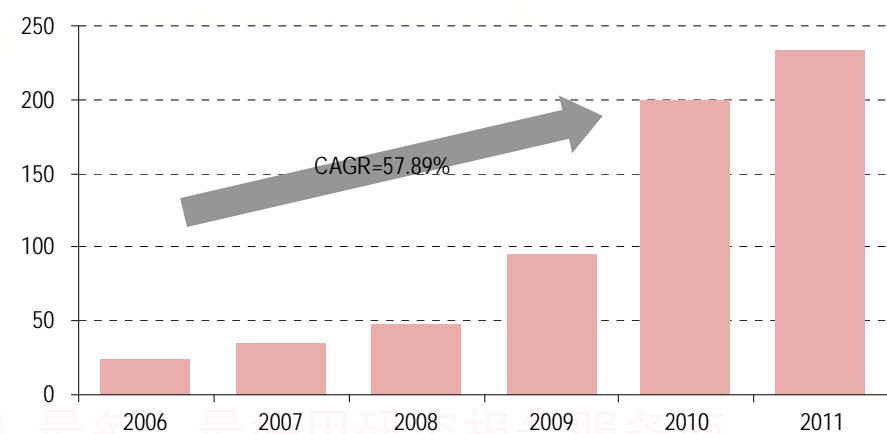
2011 年公司实现收入 34.28 亿元，同比增长 47.7%，实现归属于母公司所有者净利润 2.33 亿元，同比增长 16.9%，2006 至 2011 年营业收入年均复合增长率为 42.93%，净利润复合增长率达到 57.89%，公司成长迅速。

图表 1.公司营业收入复合增长率 43%



资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 2.公司净利润复合增长率 58%

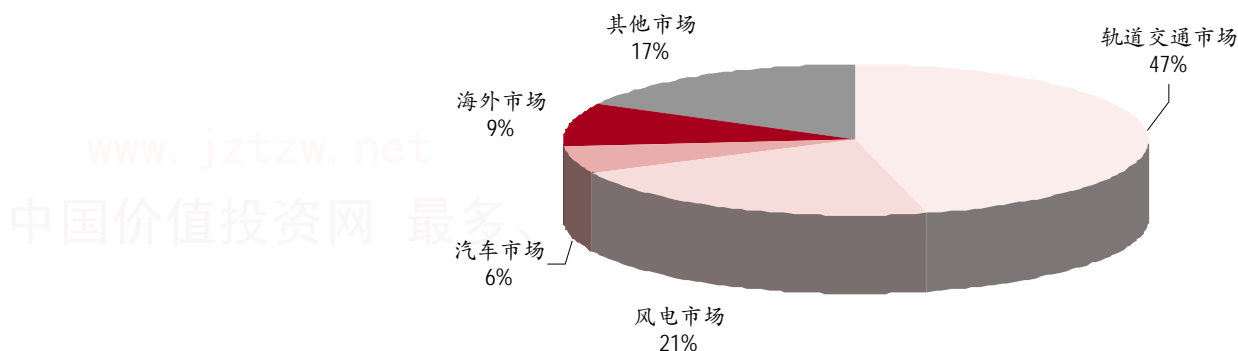


资料来源：公司资料、中银国际研究

汽车及海外市场增长明显

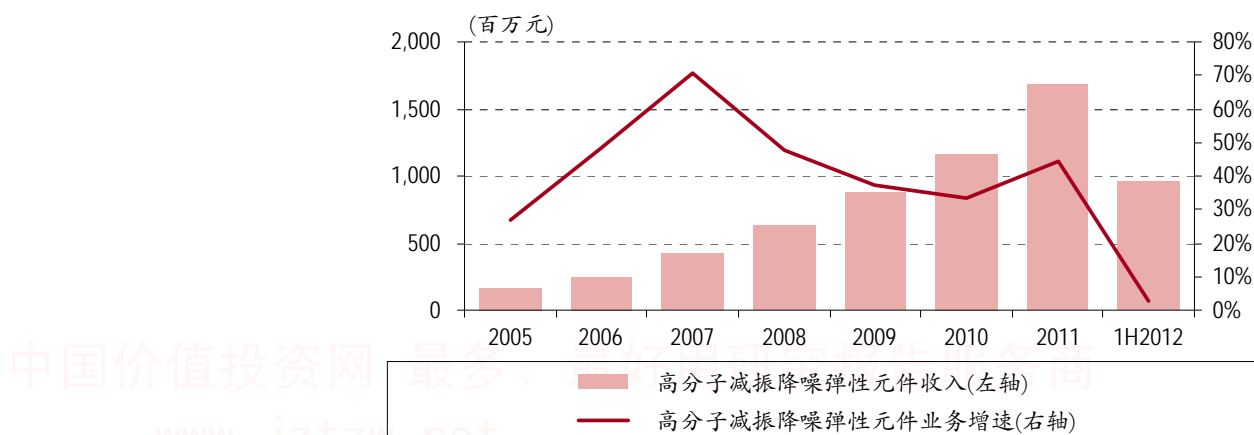
2012 年上半年公司轨道交通市场完成销售收入 7.90 亿元，较上年同期下降 1.00%，主要受高铁新建线路减少，桥梁支座等线路减振产品需求下降的影响；风电市场完成销售收入 3.67 亿元，较上年同期下降 30.49%，主要是下游客户对风电电磁线需求减少的缘故；汽车市场完成销售收入 1.03 亿元，较上年同期增长 88.58%，主要为大力开拓新客户，汽车减振降噪弹性元件和工程塑料内外饰件销售扩大所致；海外市场完成销售收入 1.57 亿元，较上年同期增长 59.41%，主要是公司轨道交通线路及车辆减振降噪弹性元件技术含量和产品质量不断提升、国际市场份额不断扩大的缘故；其他市场完成销售收入 2.93 亿元，较上年同期减少 29.06%，主要受客运专线产品 CA 砂浆需求减少的影响。

图表 3.公司业务按下游可以分为四个主要市场



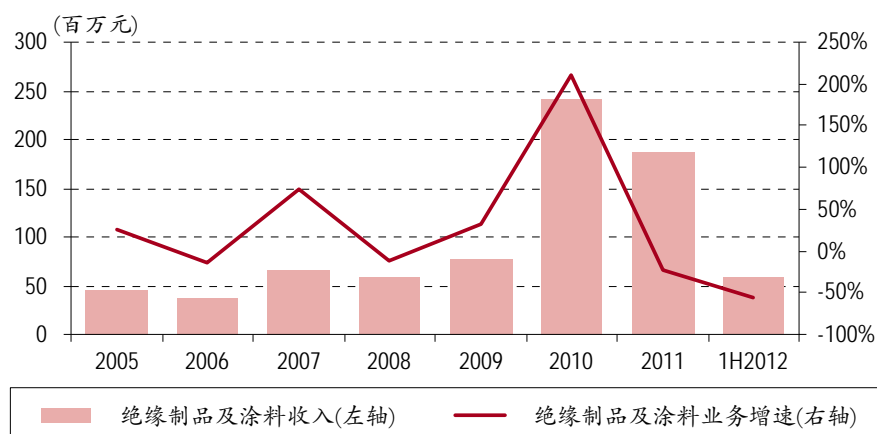
资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 4.高分子减震降噪弹性元件业务增速



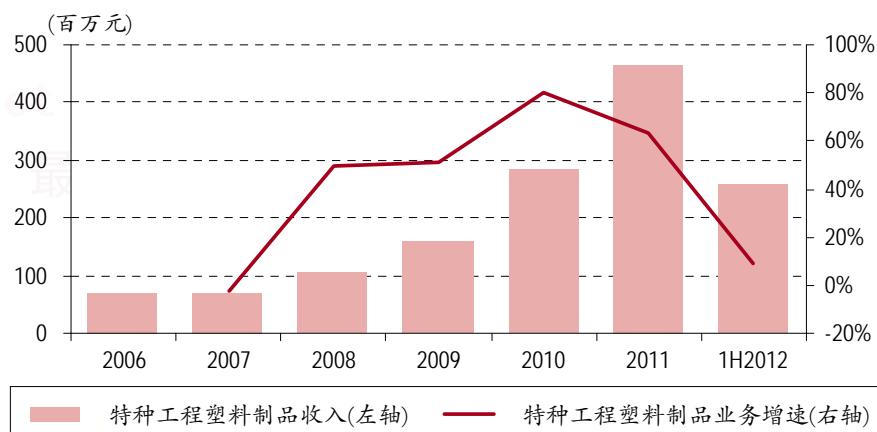
资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 5. 绝缘制品及涂料业务增速



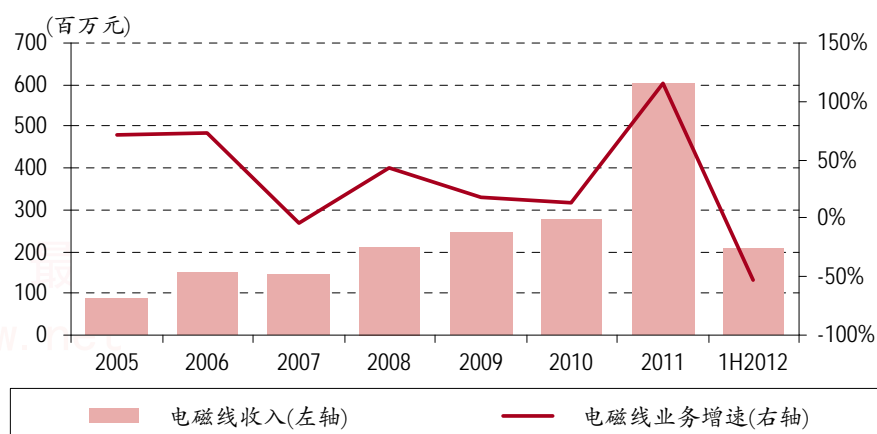
资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 6. 特种工程塑料制品业务增速



资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 7. 电磁线业务增速



资料来源：公司资料、中银国际研究

轨道板块产品处于领先地位

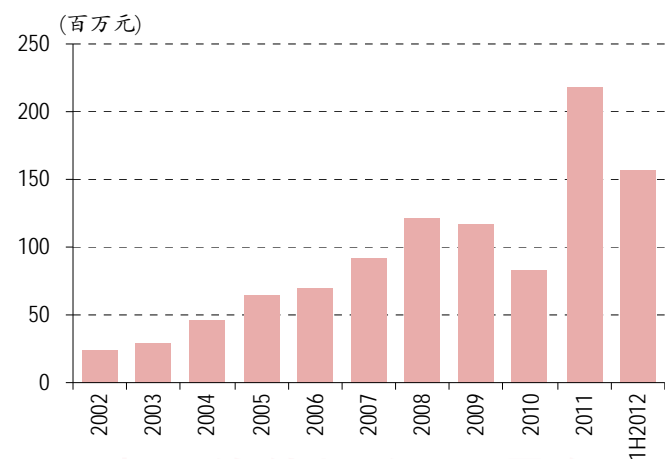
公司轨道板块产品按应用主要分为车辆和线路两部分，车辆产品包括弹性元件及空气弹簧等，线路产品包括桥梁支座、道岔垫板及部分特种工程塑料等。车辆产品一般提前3-6个月下订单，线路产品一般提前1年下订单。由于公司单一订单价值量不高，一般几百万到一个亿，这些对于南北车等客户来说价值量不大，所以一般不会出现拖欠的情况，在上一轮铁路企业应收账款周转困难时影响较小。

在轨道板块公司的竞争对手不多，国内主要是北车的四方所，其业务以空气弹簧为主，收入为1个亿左右。还有部分民营企业，收入规模在4,000-5,000万元，处于公司上市之前的规模，公司上市后坚持减震降噪材料业务，注重新产品研发，现已将其远远落在后面。

公司目前在国内已具有较大的知名度和品牌优势，在国内市场处于领先地位，随着国家对轨道交通的持续建设和支持，公司的轨道产业仍将保持良好的发展势态。

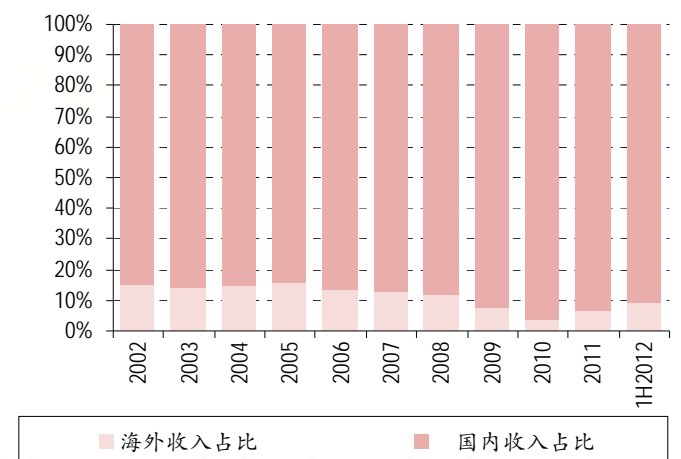
同时公司轨道板块出口增长较快，2011年增速超过100%。目前公司在全球轨道交通减震降噪材料领域同样处于领先地位。公司列属于庞巴迪、阿尔斯通、通用等公司的优质供应商名录，海外认可度较高。公司海外收入主要来自这一板块，在2008年经济危机以前，公司海外业务收入占比在15%左右，占比较高。经过2009-2010年的短暂调整后，公司海外收入规模大幅增长，占比逐步恢复。

图表8. 海外收入恢复高速增长



资料来源：中国指数研究院，中银国际研究

图表9. 海外收入占比逐步恢复



资料来源：中国指数研究院及中银国际研究

四大方向支撑未来轨道板块收入增长

公司未来收入增长的主要依靠四个增量，一是铁路货车重载化的进程，由此带来对现有车辆弹性元件的升级改造，及新车型采购带来的增量市场。二是动车组弹性元件国产化，这一方向还需要等待政策放开。目前国产化的动车组上尚未使用公司产品，而进口的原装车上却在应用。主要由于公司已进入国外厂商的采购目录。但国内思想相对保守，对公司产品的认可需要时间。三是出口业务，主要为弹性元件的出口，今年预计将有5个亿的收入，明年预计将有超过50%的增长。国外轨交装备市场增量并不明显，公司的增长主要来源于市场份额的提高，随着海外市场对公司产品的认可，目前除了川崎外几大铁路装备厂商均有采购。四是动车组维修市场，随着国内动车组逐步进入保养期，动车组维修的频率和等级在逐步提高。过去几年动车组采购量处于持续增长状态，预计维修市场也将迎来爆发期。

区位优势助力汽车板块发展

“十一五”期间，国家出台了一系列促进汽车消费的政策，加速了汽车行业的蓬勃发展。2011年中国汽车产销量超过1,842万辆，跃升为世界第一汽车生产和消费国。据汽车工业协会分析，预计到2015年，我国汽车年产量将达到3,000万辆，对各类减振降噪制品的需求将达到每年30亿元，“十二五”期间，汽车非金属零部件需求年增幅达20%，公司汽车板块产品将迎来高速发展的5年。

根据《湖南省汽车工业“十二五”发展规划》，预计“十二五”末，长株潭乘用车总产量将达到200万辆/年，实现产值3,000亿，成为我国第七大汽车生产基地，长株潭地区汽车非金属零部件市场容量需求巨大，湖南省对汽车工业的支持直接给公司汽车板块的发展提供了契机。

公司汽车板块主要是减震元件和工程塑料两大类产品。工程塑料主要用在汽车的内外装饰上，减震元件主要用在大巴、重卡等空气悬挂系统上。短期内公司以内饰市场为主，长株潭汽车产业集群的建立将带来50-60亿元的市场空间。以公司覆盖10%的市场份额计算，预计将有5-6亿元的空间。长期来看，国内重卡和大巴等车辆采用空气悬挂系统的还很少，仅占产量的5%，而国外这一比例已达到80%，随着重卡、大巴等的工作环境的改善，未来汽车弹性元件的发展空间很大。

风电板块技术领先，等待市场机会

公司风电叶片业务主要包括风电叶片、电磁线和风电减震器等。风电叶片业务2009年开始建设，2011年底全部投产，今年将达到1,500套产能；风电电磁线项目快速发展，2011年销售额突破4亿元，并成功打入庞巴迪、GE等海外市场；新开发风电调谐质量阻尼器和噪声控制装置，解决了长期困扰客户的难题，并为公司创造新的市场机会。

随着过去两年国内风电行业爆发式增长，大批大型装备企业纷纷涌入风电行业，造成风力发电机产能过剩，厂商之间竞争激烈，导致风机价格下跌，风机及零部件企业毛利率下滑，风电叶片销量在增长，但是价格在下降，2011年价格较2009年下跌近一半，目前价格仍然在底部徘徊。但公司凭借中国南车的风电下游开拓及领先的技术优势，目前状况良好，去年实现2,000-3,000万净利润。目前公司在风电市场占有率在80%，毛利率在40%。

风能作为节能环保的新能源，作为国家战略性新兴产业的重要组成部分，其发展前景依然广阔。根据全球风能理事会 2011 年发布的最新预测，到 2015 年全球风电市场规模将增至 449 吉瓦，亚洲、北美洲和欧洲将成为未来 5 年风电发展较快的地区。我国的可再生能源“十二五”规划也明确了至 2015 年底，海上风电装机容量为 500 万千瓦，市场容量巨大。随着风电市场的进一步整合，规模较小、技术薄弱的企业必然会被价格战和激烈的竞争淘汰，风电行业将步入良性发展轨道，公司市场、规模及技术上优势将日益显现，长期来看，公司风电产业收入及利润下滑的风险将会扭转。

估值

公司是我国领先的高分子复合材料供应商，长期来看，风电及汽车业务份额将逐步上升，但短期来看，风电行业处于低谷，汽车业务的市场尚未形成，公司业务增长主要受益于我国铁路投资及城轨地铁的建设。目前铁路投资逐步回升，对明年公司业绩带来利好。我们预计 2012、2013 年公司每股收益分别为 0.38、0.56 元，给予 23 倍 2013 年市盈率，对应目标价为 12.88 元，首次给予**持有**评级。

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	2,321	3,428	3,373	4,369	5,688
销售成本	(1,750)	(2,744)	(2,722)	(3,453)	(4,498)
经营费用	(300)	(366)	(321)	(469)	(590)
息税折旧前利润	272	318	330	447	599
折旧及摊销	(22)	(26)	(49)	(59)	(64)
经营利润(息税前利润)	249	293	281	388	536
净利息收入/(费用)	(16)	(47)	(47)	(44)	(44)
其他收益/(损失)	(2)	22	(3)	(3)	(3)
税前利润	231	268	231	341	488
所得税	(31)	(33)	(35)	(51)	(73)
少数股东权益	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
净利润	199	233	194	288	413
核心净利润	202	214	198	291	416
每股收益(人民币)	0.848	0.451	0.376	0.556	0.798
核心每股收益(人民币)	0.860	0.415	0.383	0.563	0.805
每股股息(人民币)	0.131	0.061	0.094	0.139	0.200
收入增长(%)	52	48	(2)	30	30
息税前利润增长(%)	81	17	(4)	38	38
息税折旧前利润增长(%)	70	17	4	36	34
每股收益增长(%)	82	(47)	(17)	48	44
核心每股收益增长(%)	58	(52)	(8)	47	43

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	231	268	231	341	488
折旧与摊销	22	26	49	59	64
净利息费用	16	47	47	44	44
运营资本变动	(98)	(510)	(90)	(355)	(508)
税金	(31)	(33)	(35)	(51)	(73)
其他经营现金流	34	22	23	24	(55)
经营活动产生的现金流	174	(180)	225	63	(40)
购买固定资产净值	(347)	(419)	(600)	(150)	(150)
投资减少/增加	13	(8)	0	0	0
其他投资现金流	(6)	0	(46)	1	1
投资活动产生的现金流	(341)	(427)	(646)	(149)	(149)
净资产增加	800	0	0	0	0
净增债务	(231)	75	10	(51)	(1)
支付股息	(31)	(31)	(32)	(49)	(72)
其他融资现金流	(29)	482	(46)	(45)	(44)
融资活动产生的现金流	509	526	(68)	(145)	(117)
现金变动	343	(81)	(489)	(231)	(306)
期初现金	139	480	399	(90)	(321)
公司自由现金流	(164)	(605)	(421)	(86)	(189)
权益自由现金流	(411)	(577)	(458)	(181)	(234)

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	480	399	(90)	(321)	(627)
应收帐款	427	1,234	1,393	1,918	2,661
库存	939	647	642	814	1,061
其他流动资产	142	54	55	64	77
流动资产总计	1,988	2,334	1,999	2,475	3,173
固定资产	649	1,116	1,643	1,708	1,848
无形资产	212	233	233	233	233
其他长期资产	20	26	73	73	73
长期资产总计	881	1,374	1,948	2,013	2,153
总资产	2,869	3,709	3,947	4,489	5,326
应付帐款	1,118	982	974	1,236	1,611
短期债务	145	735	726	676	676
其他流动负债	119	237	208	297	418
流动负债总计	1,382	1,954	1,908	2,209	2,705
长期借款	0	0	19	18	17
其他长期负债	14	26	127	127	127
股本	235	517	517	517	517
储备	1,237	1,164	1,326	1,565	1,906
股东权益	1,472	1,681	1,844	2,083	2,424
少数股东权益	2	48	50	52	54
总负债及权益	2,869	3,709	3,947	4,489	5,326
每股帐面价值(人民币)	6.26	3.25	3.56	4.03	4.69
每股有形资产(人民币)	5.36	2.80	3.11	3.58	4.23
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.43)	0.65	1.61	1.96	2.55

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.7	9.3	9.8	10.2	10.5
息税前利润率(%)	10.7	8.5	8.3	8.9	9.4
税前利润率(%)	10.0	7.8	6.8	7.8	8.6
净利率(%)	8.6	6.8	5.8	6.6	7.3
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.2	1.0	1.1	1.2
利息覆盖率(倍)	15.9	6.2	6.0	8.8	12.1
净权益负债率(%)	净现金	19.4	44.1	47.5	53.2
速动比率(倍)	0.8	0.9	0.7	0.8	0.8
估值					
市盈率	14.5	27.2	32.6	22.0	15.4
核心业务市盈率	14.3	29.6	32.0	21.8	15.2
目标价对应核心业务市盈率	12.9	26.8	29.0	19.7	13.8
率					
市净率	2.0	3.8	3.4	3.0	2.6
价格/现金流	16.6	(35.3)	28.2	100.5	(158.7)
企业价值/息税折旧前利润	9.3	21.1	21.7	16.4	12.8
周转率					
存货周转天数	147.2	105.5	86.4	77.0	76.1
应收帐款周转天数	61.3	88.4	142.1	138.3	146.9
应付帐款周转天数	141.6	111.8	105.8	92.3	91.4
回报率					
股息支付率(%)	15.4	13.6	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	20.0	14.8	11.0	14.7	18.3
资产收益率(%)	9.5	7.8	6.2	7.8	9.3
已运用资本收益率(%)	19.8	14.3	11.0	14.2	17.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



持有

8% ↑

目标价格: 港币 23.51

3898.HK

价格: 港币 21.85

目标价格基础: 19 倍 2013 年市盈率

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	29	(6)	5	27
相对恒生中国企业指数	27	(3)	(1)	20

发行股数(百万)	1,084
流通股(%)	42
流通股市值(港币 百万)	9,950
3 个月日均交易额(港币 百万)	64
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
南车株洲电力机车研究所有限公司	54

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 11 月 21 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 机械

许民乐, CFA

(8621) 2032 8589

minle.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120009

*张君平为本报告重要贡献者

南车时代电气

牵引龙头, 静待时机

公司是我国轨道牵引行业的领导者, 拥有自主知识产权的机车、动车组及城轨地铁车辆的牵引系统, 受益于我国动车组国产化进程。主要产品包括车载电气系统和电气元件两部分, 其中车载电气系统收入占总收入的比例维持在 80% 以上, 2011 年这一板块的收入达到 62.84 亿元, 占营业收入 88%, 同比增长 22.92%。2012 年由于大功率机车招标大幅下滑, 上半年车载电气系统业务收入下滑 29.18%。电气元件业务在营业收入中的比例较小, 2011 年此业务实现收入 8.41 亿元, 同比增长 8.54%, 2012 年上半年实现收入 5.02 亿元, 同比增长 6.51%。我们预计 2012、2013 年每股收益为 0.80、0.99 元, 给予 19 倍 2013 年市盈率, 对应目标价 23.51 港币, 给予持有评级。

支撑评级的要点

- 2011 年公司主营业务收入达到 70.28 亿元, 归属于母公司所有者净利润达到 11.84 亿元, 2006-2011 年公司主营业务复合增长率达到 41%, 归属于母公司所有者净利润复合增长率达到 32%。公司成长迅速。
- 公司列车牵引变流器、辅助供电设备以及控制系统板块增长最为迅速, 2006-2011 年复合增长率达到 60%, 这一板块占营业收入比例也从 39.4% 增长至 73.6%。主要由于从 2006 年开始我国大规模采购动车组及大功率机车, 给公司发展带来了机遇。
- 公司作为中国南车集团下研制铁路牵引系统的核心单位, 一直保持着国内电力牵引领域的领先地位。未来动车组国产化进程的加快将刺激公司业绩保持高增长。
- 去年动车事故以来, 我国动车组招标一度陷入停滞, 大功率机车也面临转型, 两大业务板块订单减少, 将影响公司今明两年的收入及利润增速。未来我国铁路运输的发展离不开自主知识产权的牵引动力系统, 作为这一行业龙头公司需静待时机。

评级面临的主要风险

- 由于铁道部每次招标数量的不均衡性可能导致公司生产经营和业绩产生一定的周期性波动。

估值

- 由于今年铁道部机车招标较少, 动车组尚未招标, 预计公司今年动车组及机车产品交货量将较去年下降 30%-50%, 同时公司城轨地铁车辆订单饱满, 预计全年增速为 60%。我们预计 2012、2013 年每股收益为 0.80、0.99 元, 给予 19 倍 2013 年市盈率, 对应目标价 23.51 港币, 给予持有评级。

投资摘要

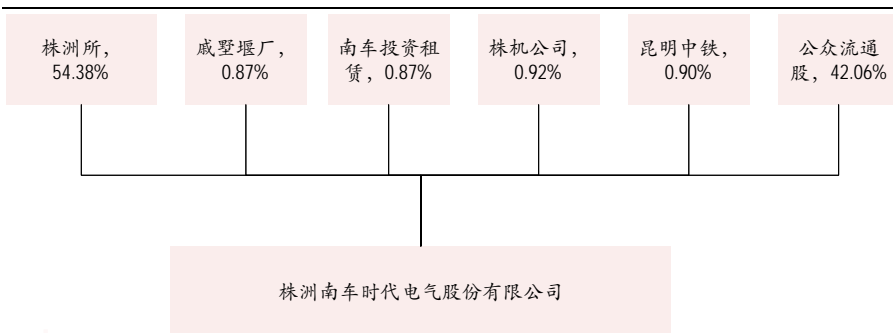
年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	5,887	7,125	6,247	7,567	8,853
变动(%)	75	21	(12)	21	17
净利润(人民币 百万)	851	1,184	869	1,068	1,286
全面摊薄每股收益(人民币)	0.784	1.092	0.802	0.985	1.186
变动(%)	61.7	39.3	(26.6)	22.8	20.4
核心每股收益(人民币)	0.881	1.059	0.779	0.962	1.163
变动(%)	89.5	20.2	(26.4)	23.5	20.9
全面摊薄市盈率(倍)	22.4	16.1	21.9	17.8	14.8
核心市盈率(倍)	19.9	16.6	22.5	18.3	15.1
每股现金流量(人民币)	0.70	1.15	0.88	0.57	0.69
价格/每股现金流量(倍)	25.2	15.3	19.9	30.8	25.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.2	12.2	15.1	12.4	10.4
每股股息(人民币)	0.028	0.029	0.200	0.246	0.296
股息率(%)	0.2	0.2	1.1	1.4	1.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

公司核心业务为列车牵引系统

集团主要业务为研究、开发、制造及销售铁路机车车辆变流器与控制系统以及其它车载电气系统，并从事开发、制造及销售城轨车辆电气系统。产品主要应用于高速动车组、电力机车、内燃机车、客车、地铁及轻轨车辆、大型养路机械、城轨交通等众多行业和领域。中国南车旗下的株洲电力机车研究所是公司的控股股东，公司同时承担了中国南车在牵引系统领域的研究工作，为中国南车的动车组及大功率机车牵引供电系统国产化配套作出贡献。

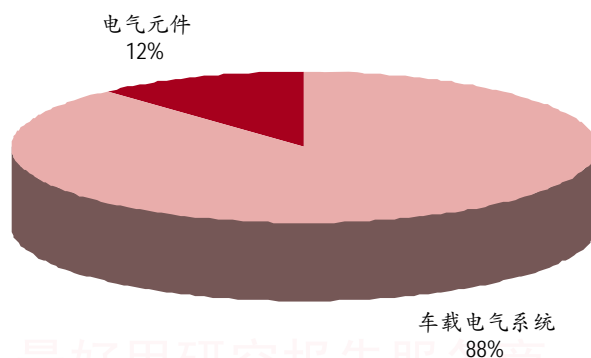
图表 1. 公司股权结构



资料来源：公司资料、中银国际研究

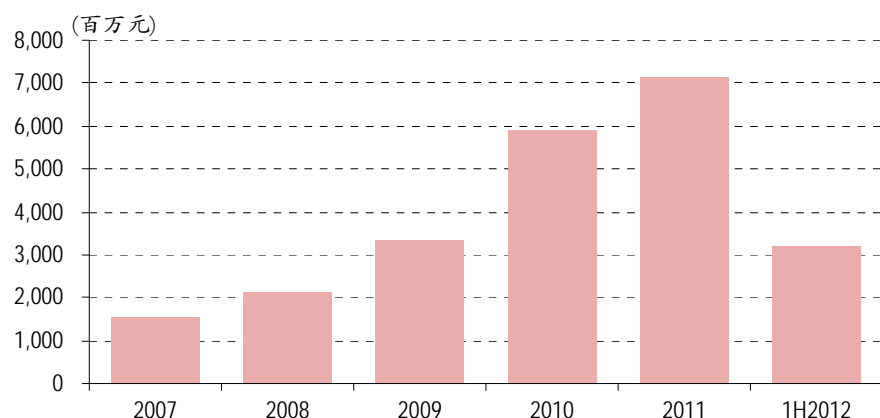
公司主要产品包括车载电气系统和电气元件两部分，其中车载电气系统收入占总收入的比例维持在 80% 以上，2011 年这一板块的收入达到 62.84 亿元，占营业收入 88%，同比增长 22.92%。2012 年由于大功率机车招标大幅下滑，上半年车载电气系统业务收入下滑 29.18%。

图表 2. 公司业务分类



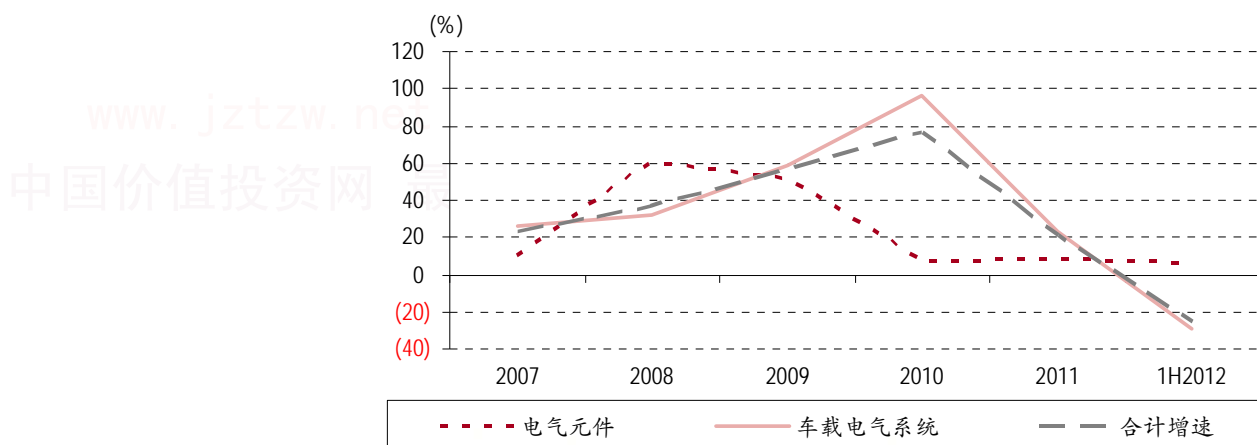
资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 3.公司主营业务收入



资料来源：公司资料、中银国际研究

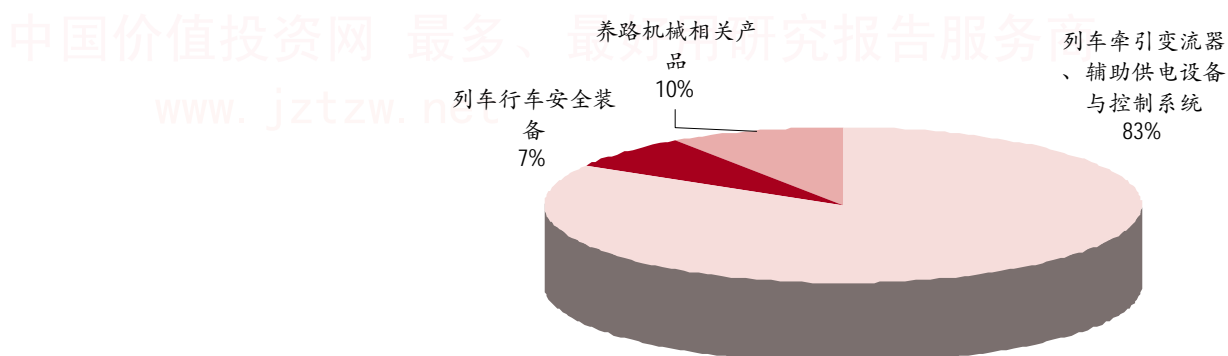
图表 4.公司主要业务增速



资料来源：公司资料、中银国际研究

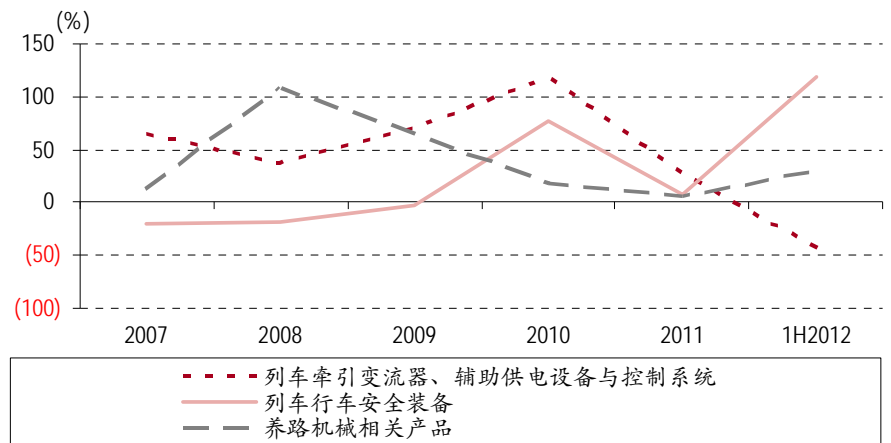
车载电气系统主要分为三部分：列车牵引变流器、辅助供电设备及控制系统，主要为机车、动车组和城轨车辆提供牵引动力以及进行列车运行控制操作；列车行车安全装备，主要包括列车运行监控系统及行车自动防护系统，可以监控列车运行状态，维护列车运行安全；养路机械相关产品，主要配套铁路养护机械，实现牵引及操控。

图表 5.车载电气系统主要构成



资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 6.车载电气系统增速

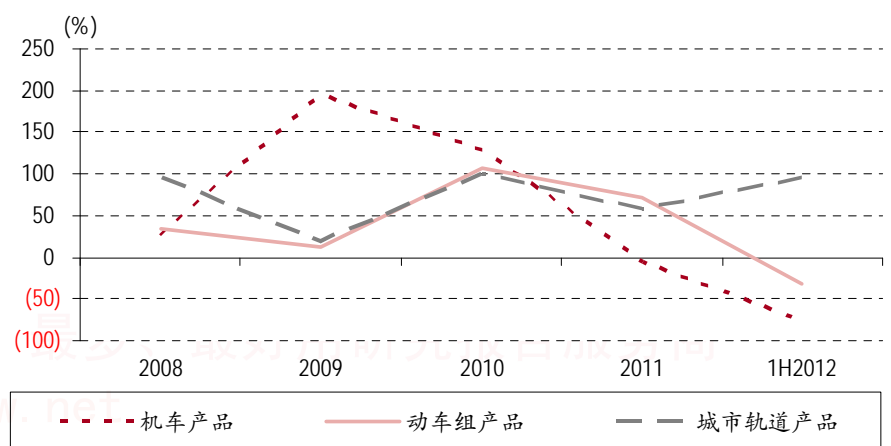


资料来源：公司资料、中银国际研究

动车组及机车产品下降明显，城轨车辆产品增速较快

公司动车组及机车产品订单主要来自中国南车，城轨地铁的牵引、控制及信号系统由于已经全部国产化，在某些地区会配给中国北车的城轨车辆。去年高速铁路建设和交付的放缓，导致今年南车手中动车组及机车的订单匮乏，在手订单由于交货时间延后，较去年同期增速下滑明显。2012 年上半年公司机车产品同比下滑 76.21%，动车组产品下滑 32.18%。机车下滑较大是因为今年铁道部招标时间较晚、且在数量上大幅减少，同时中国南车年初在手订单较少，公司上半年机车产品交付量下滑。今年下半年新产品 8 轴 9,600kw 的大功率货运机车、以及 6 轴 7,200kw 大功率客运机车开始试生产，预计全年降幅将有所收窄。城轨车辆产品由于今年招标量较大，上半年实现了 95.98% 的增速。预计全年将保持较高增长。

图表 7.列车牵引变流器、辅助供电设备与控制系统分拆增速

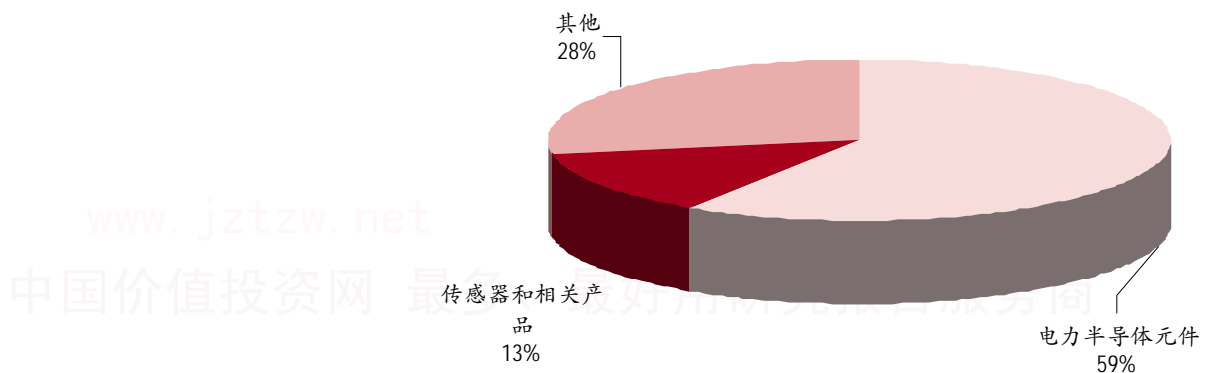


资料来源：公司资料、中银国际研究

电气元件增速稳定

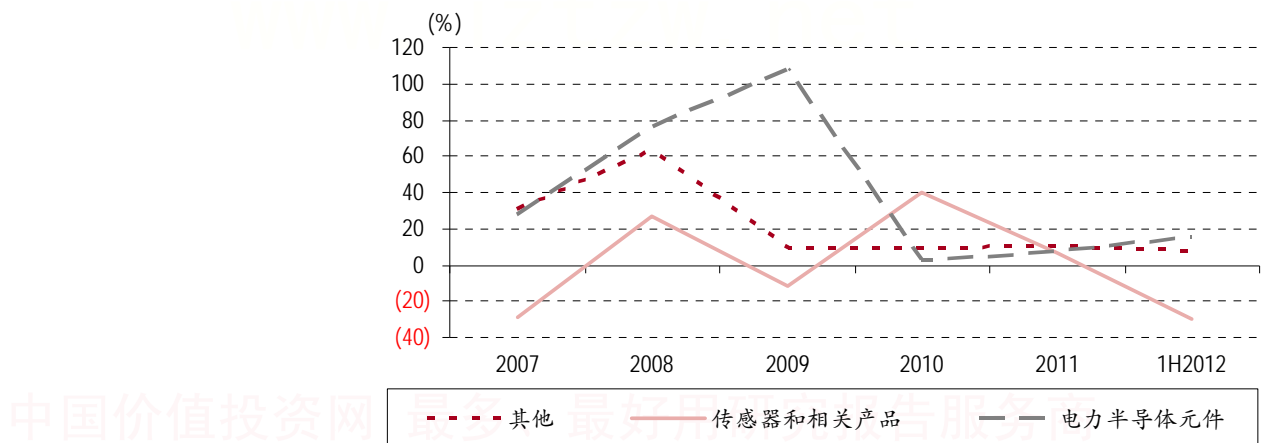
电气元件业务包括电力半导体元件和传感器等，电力半导体元件是车载电气系统的核心元件，主要为大功率绝缘栅双极型晶体管（IGBT）。传感器包括检测列车运行过程中电流、电压、温度等关键因素的元件。这一业务在营业收入中的比例较小，2011年此业务实现收入8.41亿元，同比增长8.54%，2012年上半年实现收入5.02亿元，同比增长6.51%。主要由于这一产品在国内生产厂家较多，竞争激烈，增速较车载电气系统低。与去年同期相比，公司这一板块增长稳定，未来IGBT产业园建成后，电气元件产能将得到释放，将贡献更多利润。

图表 8. 电气元件业务主要构成



资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 9. 电气元件增速



资料来源：公司资料、中银国际研究

受机车车辆交付影响，3 季度业绩有所好转

2012 年前三季度公司实现营业收入 43.96 亿元，同比下降 18.8%，归属于母公司所有者净利润实现 6.29 亿元，同比下降 39.3%。降幅较前两季度有所缩窄，主要由于 3 季度南车交付机车和动车组增加，毛利率有所提升。由于公司可以提供城轨地铁车辆的全部牵引、信号和制动系统，这部分毛利率较高，未来将能为公司带来新的增长点。

估值

公司是我国轨道牵引行业的领导者，拥有自主知识产权的机车、动车组及城轨地铁车辆的牵引系统，受益于我国动车组国产化进程。由于今年铁道部机车招标较少，动车组尚未招标，预计公司今年动车组及机车产品交货量将较去年下降 30%-50%，同时公司城轨地铁车辆订单饱满，预计全年增速为 60%。我们预计 2012、2013 年每股收益为 0.80、0.99 元，给予 19 倍 2013 年市盈率，对应目标价 23.51 港币，给予**持有**评级。

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	5,887	7,125	6,247	7,567	8,853
销售成本	(3,708)	(4,599)	(4,163)	(4,994)	(5,831)
经营费用	(994)	(1,075)	(935)	(1,196)	(1,406)
息税折旧前利润	1,184	1,451	1,149	1,378	1,616
折旧及摊销	(116)	(135)	(169)	(166)	(147)
经营利润 (息税前利润)	1,069	1,315	980	1,211	1,468
净利息收入/(费用)	(18)	(27)	(33)	(30)	(30)
其他收益/(损失)	(64)	93	79	79	79
税前利润	987	1,381	1,026	1,260	1,517
所得税	(135)	(194)	(154)	(189)	(228)
少数股东权益	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)
净利润	851	1,184	869	1,068	1,286
核心净利润	955	1,148	845	1,043	1,261
每股收益(人民币)	0.784	1.092	0.802	0.985	1.186
核心每股收益(人民币)	0.881	1.059	0.779	0.962	1.163
每股股息(人民币)	0.028	0.029	0.200	0.246	0.296
收入增长(%)	75	21	(12)	21	17
息税前利润增长(%)	86	23	(25)	24	21
息税折旧前利润增长(%)	80	22	(21)	20	17
每股收益增长(%)	62	39	(27)	23	20
核心每股收益增长(%)	89	20	(26)	23	21

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	987	1,381	1,026	1,260	1,517
折旧与摊销	116	135	169	166	147
净利息费用	18	27	33	30	30
运营资本变动	(372)	(130)	(74)	(622)	(708)
税金	(135)	(194)	(154)	(189)	(228)
其他经营现金流	141	22	(42)	(27)	(10)
经营活动产生的现金流	754	1,242	958	619	749
购买固定资产净值	(409)	(352)	(600)	(150)	(150)
投资减少/增加	4	28	(4)	0	0
其他投资现金流	15	(294)	193	50	50
投资活动产生的现金流	(389)	(618)	(410)	(100)	(100)
净资产增加	0	24	0	0	0
净增债务	(120)	196	(105)	(51)	(1)
支付股息	(31)	(31)	(32)	(217)	(267)
其他融资现金流	306	(329)	(34)	(31)	(30)
融资活动产生的现金流	156	(139)	(171)	(300)	(298)
现金变动	521	484	376	219	351
期初现金	1,048	1,569	2,054	2,430	2,649
公司自由现金流	375	616	548	519	649
权益自由现金流	238	785	410	438	618

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1,569	2,054	2,430	2,649	3,000
应收帐款	1,719	2,274	2,325	3,009	3,784
库存	1,590	1,669	1,511	1,812	2,116
其他流动资产	300	542	548	568	588
流动资产总计	5,179	6,538	6,814	8,039	9,489
固定资产	1,404	1,503	1,926	1,887	1,849
无形资产	243	259	263	263	263
其他长期资产	262	354	215	215	215
长期资产总计	1,909	2,116	2,403	2,364	2,327
总资产	7,088	8,654	9,217	10,403	11,815
应付帐款	1,452	1,706	1,535	1,845	2,155
短期债务	635	764	640	590	590
其他流动负债	290	449	338	411	492
流动负债总计	2,376	2,920	2,513	2,846	3,237
长期借款	2	57	76	75	74
其他长期负债	140	240	350	350	350
股本	1,084	1,084	1,084	1,084	1,084
储备	3,389	4,232	5,070	5,921	6,939
股东权益	4,473	5,317	6,154	7,005	8,024
少数股东权益	97	121	124	127	130
总负债及权益	7,088	8,654	9,217	10,403	11,815
每股帐面价值(人民币)	4.13	4.90	5.68	6.46	7.40
每股有形资产(人民币)	3.90	4.66	5.43	6.22	7.16
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.86)	(1.14)	(1.58)	(1.83)	(2.15)

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	20.1	20.4	18.4	18.2	18.2
息税前利润率(%)	18.2	18.5	15.7	16.0	16.6
税前利润率(%)	16.8	19.4	16.4	16.7	17.1
净利率(%)	14.4	16.6	13.9	14.1	14.5
流动性					
流动比率(倍)	2.2	2.2	2.7	2.8	2.9
利息覆盖率(倍)	59.1	48.1	29.9	39.8	48.4
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.5	1.7	2.1	2.2	2.3
估值					
市盈率	22.4	16.1	21.9	17.8	14.8
核心业务市盈率	19.9	16.6	22.5	18.3	15.1
目标价对应核心业务市盈率	21.2	17.7	24.0	19.4	16.1
市净率	4.3	3.6	3.1	2.7	2.4
价格/现金流	25.2	15.3	19.9	30.8	25.4
企业价值/息税折旧前利润	15.2	12.2	15.1	12.4	10.4
周转率					
存货周转天数	122.0	129.3	139.4	121.4	122.9
应收帐款周转天数	98.8	102.3	134.4	128.6	140.1
应付帐款周转天数	79.2	80.9	94.7	81.5	82.4
回报率					
股息支付率(%)	3.6	2.7	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	20.4	24.2	15.2	16.2	17.1
资产收益率(%)	14.7	14.4	9.3	10.5	11.2
已运用资本收益率(%)	22.8	22.9	14.8	16.4	17.7

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

阿尔斯通(ALO.FP/欧元 26.76, 未有评级)

西门子(SIE.GR/欧元 77.38, 未有评级)

川崎重工(7012.JT/日元 183, 未有评级)

东芝(6502.JP/日元 285, 未有评级)

庞巴迪(BBD/B.CN/加元 3.07, 未有评级)

通用电气(GE.US/美元 20.62, 未有评级)

中国南车(601766.CH/人民币 4.61, 买入)

中国北车(601299.CH/人民币 4.11, 买入)

北方创业(600967.CH/人民币 16.63, 买入)

晋西车轴(600495.CH/人民币 13.54, 买入)

时代新材(600458.CH/人民币 12.26, 持有)

永贵电器(300351.CH/人民币 25.8, 未有评级)

晋亿实业(601002.CH/人民币 10.44, 未有评级)

南车时代电气(3898.HK/港币 21.85, 持有)

中国南车-H(1766.HK/港币 6.38, 买入)

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

以 2011 年 11 月 21 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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