

海内外齐发力，动车组不言顶

——高铁设备行业深度研究之一

看好

相关研究

投资要点：

- **结论与投资建议：**在国内高铁规划上调和海外市场开拓出现实质性进展的前提下，我们认为，以中国南车和中国北车为主的高铁设备公司将迎来预期上调的行情，建议买入中国南车、中国北车。
- **关键假设点：**1、国内快速客运铁路网络规划里程达到 5 万公里；2、美国等海外市场开拓进展顺利。
- **有别于大众的认识：**市场认为，动车组需求预期非常明确和稳定，南北车股票缺乏弹性。但我们认为：
- **国内快速客运铁路网络规划里程将大幅度超预期。**我们预计国内的快速客运铁路网络规划里程将达到 5 万公里，其中干线高铁达到 2 万公里，城际铁路达到 2.4 万公里，改造提速达到 0.6 万公里，与之前 1.6 万公里的规划比起来，市场空间扩大了数倍。
- **海外市场拓展已经有了实质性进展。**南车与 GE 在美国国内合资建厂是标志性的时间，意味着中国的高铁技术已经得到世界最发达国家主要公司的认可，即将进入最大的发达国家市场，有助于中国的高铁产品进入其他国家，参与国际竞争。国际市场的高铁规划至少将达到 4.4 万公里，也为中国的设备厂商提供了更加广阔的发展空间。
- **维修市场的重要性逐渐显现。**随着国内外新置需求增长，动车组保有量不断扩大，我们预计 2020 年时，动车组的维修收入将占动车组总收入的 20%，成为不能被忽略的重要市场。
- **股价表现催化剂：**1、国内规划上调的预期逐渐兑现；2、海外市场开始大规模招标。
- **核心假设风险：**国内规划不达预期，海外市场开拓受阻

分析师

黄夔 A0230210010497
huangkui@swsresearch.com

李晓光 A0230206040424
lixg@swsresearch.com

联系人

王喆
(8621)23297818×7249
wangzhe@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

目 录

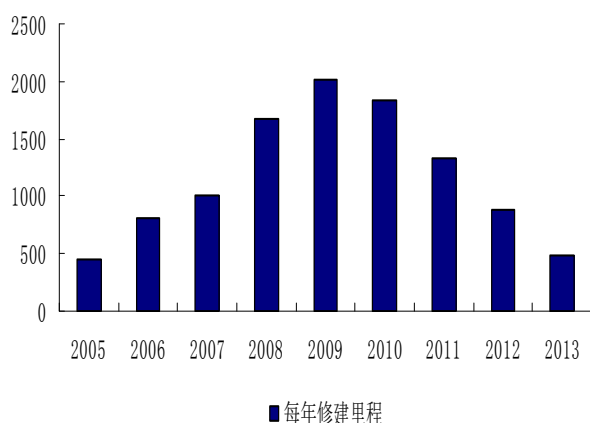
1. 国内高速铁路规划上调超预期	3
1.1 干线高铁规划里程仍有扩张空间	4
1.2 城际铁路市场前景广阔	5
1.3 国内高铁市场不要轻言顶部	8
2. 全世界都准备建高铁	8
2.1 海外高铁规划里程 4.4 万公里以上	8
2.2 南车进军美国市场具有示范效应	9
2.3 我国在东盟、南非、委内瑞拉等市场具有较强掌控力	11
2.4 欧盟、日本、俄罗斯和越南等市场亟待开拓	11
2.5 动车组出口将稳步增长	12
3. 维修市场不容忽视	12
4. 重点公司推荐与估值	13
4.1 中国南车	15
4.2 中国北车	16

图表目录

图 1：1.6 万公里规划下的高铁建设进度.....	3
图 2：新规划下的需求测算.....	3
图 1：国内高速铁路里程将达 5 万公里.....	4
图 2：珠江三角洲城际铁路网规划图.....	6
图 3：2011-2020 年干线高铁和城际铁路通车里程.....	8
图 4：2011-2020 年国内动车组新置需求.....	8
图 5：11 个国家和地区有高铁修建规划.....	9
图 6：11 个国家和地区的高铁规划里程超 4.4 万公里.....	9
图 7：高速公路、航空客运占比.....	9
图 8：高速公路、航空投资占比.....	9
图 9：美国高铁规划图.....	10
图 10：三地区高铁规划里程占比.....	11
图 11：各国高铁规划里程.....	11
图 12：我国动车组出口稳步增长.....	12
图 13：2020 年维修需求占比.....	13
图 14：2011-2020 年维修需求.....	13
图 15：规划上调前预期行业 2013 年见顶.....	14
图 16：动车组需求持续增长.....	14
图 17：海外动车组公司 04-06 年相对估值.....	14
图 18：南车 2010 年收入结构.....	15
图 19：南车 2010 年订单结构.....	15
图 20：南车动车组收入快速增长.....	16
图 21：北车 2010 年收入结构.....	16
图 22：北车 2010 年订单结构.....	16
图 23：北车动车组收入快速增长.....	17

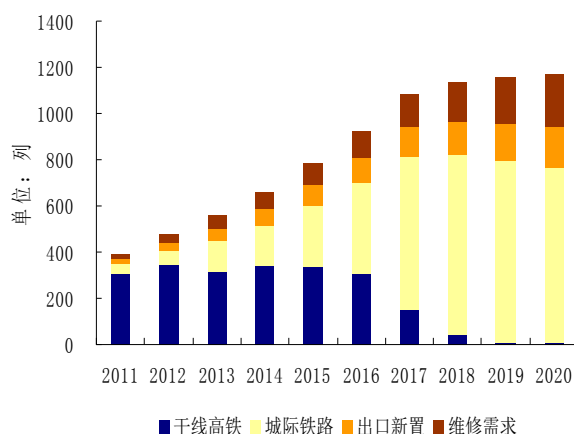
高速铁路行业出现了新的发展动力。2010 年 12 月之前的高铁行业一直风平浪静，在 2020 年 1.6 万公里高铁规划的约束下，投资者都认为行业顶点将在 2013 年前后出现，动车组的市场空间也被限定在 400 列/年的水平。然而，通过调研我们认为，国内的高铁规划即将上调，国际市场开拓也有了实质性进展。根据我们的最新测算，在干线高铁规划上调、城际铁路开工建设、出口市场稳步推进和维修市场占比提升的共同作用下，高铁行业不能轻言顶部，2018 年全行业动车组需求可能接近 1200 列/年，是之前预期的 3 倍，相关上市公司的弹性才刚刚显现。具体分析，详见下文。

图 1：1.6 万公里规划下的高铁建设进度



资料来源：申万研究

图 2：新规划下的需求测算

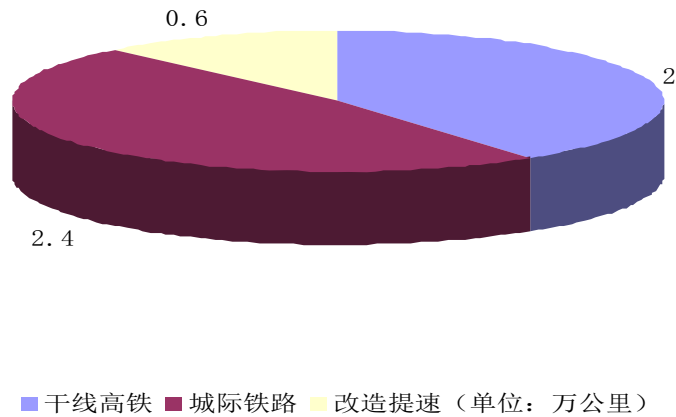


资料来源：申万研究

1. 国内高速铁路规划上调超预期

国内高速铁路规划里程预期达 5 万公里。未来中国城镇化的格局是，形成多个城市群，在城市群之间通过跨省的干线高铁连接，在城市群内部通过省内的城际铁路来连接。干线高铁、城际铁路和改造提速都有很大的增长空间。2010 年 12 月世界高铁大会期间，铁道部官员表态，2020 年我国铁路快速客运网络通车里程将达到 5 万公里以上。我们做了具体测算，干线高铁里程将达到 2 万公里、城际铁路里程将达到 2.4 万公里、改造提速里程将达到 0.6 万公里。

图 1：国内高速铁路里程将达 5 万公里



资料来源：申万研究

1.1 干线高铁规划里程仍有扩张空间

干线高铁 2020 年可能达到 2 万公里。我国的干线高铁规划里程经历了数次上调，根据《中长期路网规划》，2013 年我国将实现京沪、京港、京哈和杭福深这四条纵向客运快线的贯通，以及徐兰、沪昆、清太和沪汉蓉这四条横向客运快线的贯通。根据我们调研了解的情况，2013 年我国省级高速铁路网的累积通车里程将达到 1.25 万公里，规划上调是大概率事件。根据 2008-2012 年高铁平均通车里程 2053 公里测算，2015 年我国高铁累计通车里程将达到 1.6 万公里以上，保守预计 2020 年可能达到 2 万公里。

表 1：2008-2013 跨省城际铁路的通车里程

竣工时间	线路名称	性质	总长 (公里)
2008	京津	跨省城际	116.55
2008	胶济	四横	394.00
2008	合宁	二横	166.00
2008 年通车里程			676.55
2009	宜万	二横	377.00
2009	石太	四横	190.00
2009	合武	二横	250.00
2009	甬台温	四纵	282.00
2009	温福	四纵	298.00
2009	武广	三纵	995.00
2009 年通车里程			2392.00
2010	郑州西安	三横	484.00
2010	福州厦门	四纵	273.00

2010	沪宁	二横	269.00
2010 年通车里程			1026.00
2011	石家庄武汉	三纵	838.00
2011	厦门深圳	四纵	511.81
2011	京沪	二纵	1318.00
2011	汉宜	二横	291.00
2011	北京石家庄	三纵	281.00
2011 年通车里程			3239.81
2012	宁杭	跨省城际	248.00
2012	哈大	一纵	904.00
2012	杭州长沙	一横	883.00
2012	齐哈	城际	286.00
2012	青烟荣	城际	295.00
2012	石济	四横	319.00
2012 年通车里程			2935.00
2013	长沙昆明	一横	1183.00
2013	渝蓉	二横	307.00
2013	宝兰	三横	401.00
2013	郑州-徐州	三横	356.00
2013 年通车里程			2247.00
合计通车里程			12516.36
年均通车里程			2053.00

资料来源：铁道部，申万研究

1.2 城际铁路市场前景广阔

珠三角城际铁路规划很有代表性。广东省 2010 年 8 月发布了《珠江三角洲产业布局一体化规划》，根据该规划，到 2020 年，珠江三角洲所有的地级市将实现与广州的连通，大部分主要城市间还将通过环线实现互联。规划中一半的建设项目目前已经开工，余下的项目已将在 2011-2013 年陆续开工。我们预计，2015 年广东省内城际铁路通车里程将达到 825 公里。

图 2：珠江三角洲城际铁路网规划图



资料来源：广东省政府网站，申万研究

表 2：珠三角地区城际轨道建设规模

项目名称	总里程 (公里)	建设起止 年限	“十二 五”期间 建设里程	“十三 五”期间 建设里程	2011-2020 建 设里程
广珠城际轨道交通	144	2005-2010	0	0	0
广佛城际轨道交通	38	2007-2012	13	0	13
穗莞深城际轨道交通	94	2008-2013	47	0	47
佛山至肇庆城际轨道交通	79.6	2009-2013	48	0	48
东莞至惠州城际轨道交通	99	2009-2012	50	0	50
广州至清远城际轨道交通	50	2010-2013	38	0	38
中山—南沙—虎门城际轨道	54	2013-2020	20	34	54
佛山—东莞城际轨道	75.7	2010-2013	57	0	57
广州—佛山—江门—珠海城际轨道	172	2011-2020	86	86	172
珠海市区—珠海机场城际轨道	35	2013-2020	13	22	35
广佛环线	129	2010-2020	59	59	117
深圳—惠州城际轨道	113	n. a.	94	19	113
肇庆—南沙城际轨道	89	n. a.	74	15	89
江门—开平—恩平城际轨道	152	n. a.	127	25	152
广州—增城—惠州城际轨道	121	n. a.	101	20	121
珠三角地区城际轨道交通合计	1445.3		825	279	1104

资料来源：申万研究

注：建设起止年限为“n. a.”的轨交均假设建设期为 6 年，并在 2011 年开工

2020 年城际铁路通车里程将达到 2.4 万公里。我国《中长期铁路网规划》中提出，“在 2020 年，所有省会城市和 50 万人口以上城市将连通，覆盖全国 90%以上人口”。

从珠三角的城际铁路网规划中可以看出，十二五期间计划修建的城际铁路总里程是各地级市距离省会距离加总后的 135%（修建了地级市之间的环线），这些地级市的人口在 150 万以上，GDP 在 850 亿人民币以上，都高于国家规划的要求。我们以此为标准来测算全国其他省份 2020 年前能修建的城际铁路里程。根据我们的测算，2020 年全国通车的城际铁路里程将达到 19752 公里，如果放宽人口和 GDP 约束，通车里程可能达到 2.4 万公里。

表 3：“十二五”期间预计将修建的省内城际铁路里程

区域	省份	GDP 在 850 亿以上并且人口在 150 万以上的地级市	距离省会公路距离加总（公里）①	预计十二五期间修建城际铁路的里程（公里）②
东部	福建	3	822	822.00
	广东③	7	612	825.05
	河北	7	2005	2005.00
	江苏	11	2321	2321.00
	辽宁	2	508	508.00
	山东	15	3859	3859.00
	浙江	7	1519	1519.00
	东部合计	52	11646	11859.05
中部	安徽	1	135	135.00
	河南	11	1924	1924.00
	黑龙江	1	173	173.00
	湖北	2	670	670.00
	湖南	4	571	571.00
	吉林	1	106	106.00
	江西	1	421	421.00
	中部合计	21	4000	4000.00
西部	广西	2	678	678.00
	内蒙古	3	2407	2407.00
	陕西	2	676	676.00
	云南	1	132	132.00
	西部合计	8	3893	3893.00
全国合计		81	19539	19752.05

资料来源：CEIC, 全国高速公路地图集，广东省政府网站，申万研究

注：① 本表全部用现有公路距离测算铁路拟距离

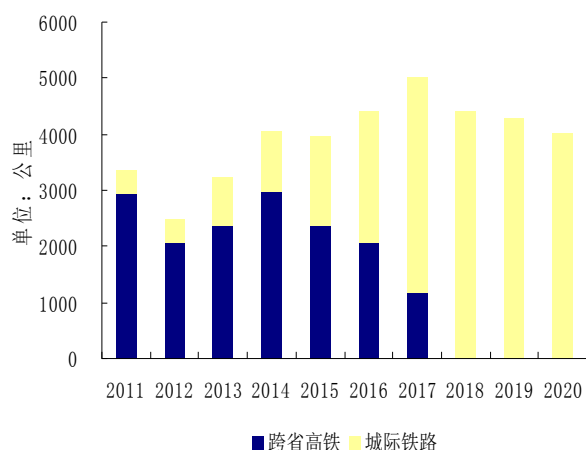
② 除广东省十二五期间修建的省内城际铁路里程已确定外，其他省份预计十二五期间修建的里程都假设为各地级市到省会的距离加总，原因请见③。

③ 广东省为珠三角地区数据，其十二五期间拟修建的省内城际铁路总里程为各地级市距离省会距离加总的 1.35 倍（部分地级市之间修建了环线）。考虑到其他省份的财力与广东有一定差距，因此保守假设他省份预计十二五期间修建的里程直接等于各地级市到省会的距离加总。

1.3 国内高铁市场不要轻言顶部

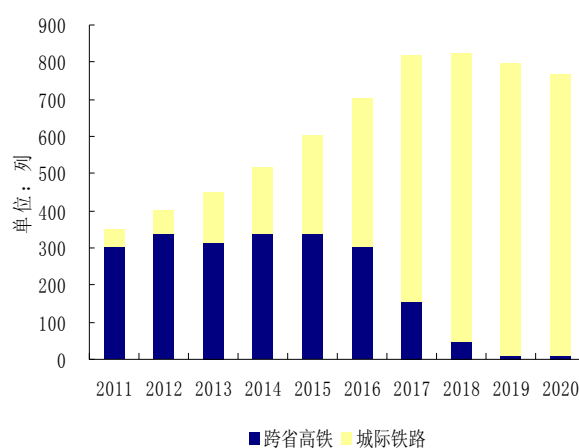
干线高铁规划上调和城际铁路大规模建设将缓解投资者对高铁相关行业前景的担忧。市场担心的是，在 2020 年 12 万公里铁路运营里程、1.6 万公里高铁里程的约束下，高铁相关设备行业都将在 2013-2014 年见到收入的顶点，因此不敢给予相关公司过高估值。根据我们的测算，在 2 万公里干线高铁和 2.4 万公里城际铁路的假设下，高铁相关行业的国内市场规模将持续增长，2017 年国内动车组市场将达到 800 列以上，高铁相关行业不能轻言顶部。

图 3：2011-2020 年干线高铁和城际铁路通车里程



资料来源：申万研究

图 4：2011-2020 年国内动车组新置需求



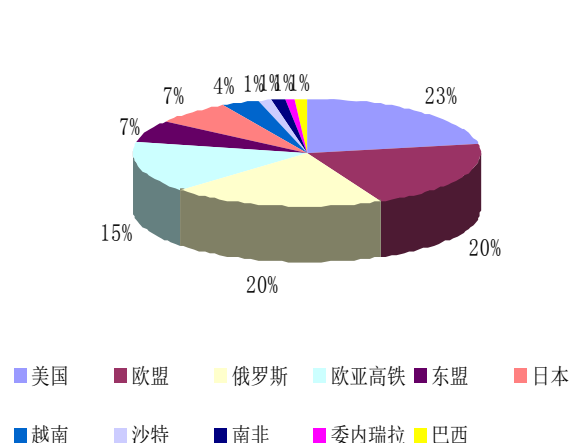
资料来源：申万研究

2. 全世界都准备建高铁

2.1 海外高铁规划里程 4.4 万公里以上

世界的传统铁路经历了大建设，也经历了建设的低潮。随着能源危机和环保等问题的凸显，高速铁路为铁路这个产业带来了新的生机。据我们跟踪，全世界有明确规划要修建高铁的有美国、俄罗斯、欧盟、日本等 11 个国家和地区，这些国家和地区的规划总里程已超过 4.4 万公里。

图 5：11 个国家和地区有高铁修建规划



资料来源：申万研究

图 6：11 个国家和地区的高铁规划里程超 4.4 万公里

规划里程		规划里程	
美国	10000	越南	1700
欧盟	9000	沙特	500
俄罗斯	8874	南非	500
东亚高铁	6566	委内瑞拉	472
东盟	3136	巴西	440
日本	3000	合计	44188公里

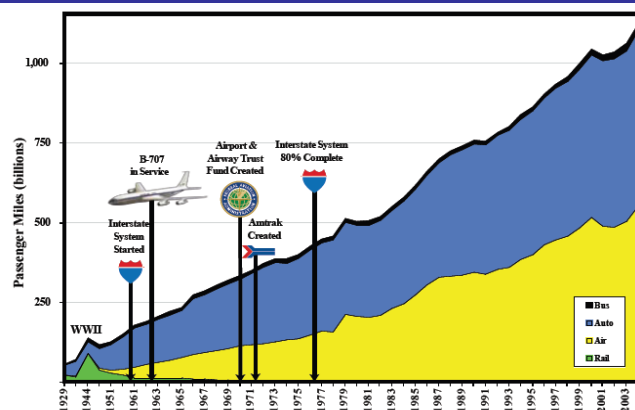
资料来源：申万研究

2.2 南车进军美国市场具有示范效应

南车与 GE 合资竞标美国高铁项目是我国动车组技术出口的标志性事件。南车与 GE 将采取合资的方式（各占 50% 的股权），在美国国内设立工厂，南车向合资厂输出动车组专利技术，共同竞标美国国内高铁项目。如果竞标成功，将意味着中国的动车组顺利进入最大的发达市场，同时也意味着中国的动车组出口不存在专利技术的障碍。

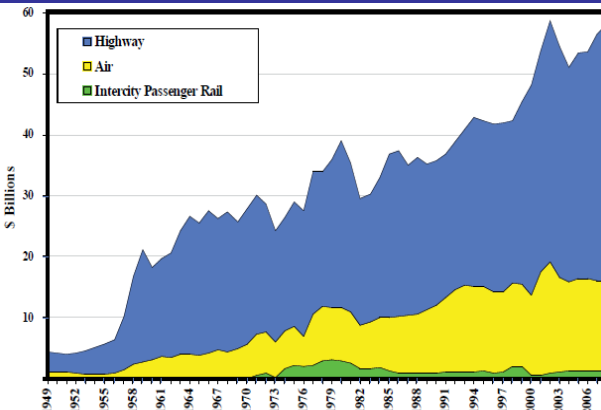
美国的客运结构和交运投资极不平衡。历经 60 多年的建设，投入了超过 1.8 万亿美元，美国拥有了世界上最先进、效率最高的高速公路+航空的网络。美国国内 95% 以上的客运量是通过高速公路和航空客运完成的，过去数十年间的交运投资中 90% 以上投向了高速公路网和航空网络的建设。铁路的客运量和投向铁路网络建设的投资少之又少。

图 7：高速公路、航空客运占比



资料来源：美国复兴和再投资法案，申万研究

图 8：高速公路、航空投资占比



资料来源：美国复兴和再投资法案，申万研究

美国将建立高速公路+高速铁路+航空的立体交通网络。美国现有的以高速公路和航空为主的交通网络消耗了其国内 70% 的原油需求,大大提高了其原油的进口依存度,同时贡献了 28% 以上的温室气体排放。在能源和环保的双重约束下,美国提出建立高速公路+高速铁路+航空的立体交通网络的设想。在 100-600 英里的范围内,人口密度适中和稠密的区域间将以高速铁路作为主要的通勤工具。

表 4: 美国规划的交通网络

人口密度	城市间距离 (单位: 英里)		
	0-100	100-600	600-3000
稀疏	1) 高速公路	1) 高速公路; 2) 传统火车	1) 高速公路; 2) 航空
适中	1) 高速公路; 2) 市郊火车	1) 高速铁路; 2) 高速公路	1) 高速公路; 2) 航空
稠密	1) 高速公路; 3) 市郊火车	1) 高速铁路; 2) 航空	1) 航空

资料来源: 美国复兴和再投资法案, 申万研究

美国的高铁规划里程将达到 1 万公里。根据美国的再投资法案,美国将在 6 个大区中指定的 11 个区域,一共修建 11 条高速铁路,总的规划里程将达 1 万公里以上,其中加利福利亚的高速铁路规划里程就达 1609 公里,我们预期,其首期工程即将于 2011 年开始招标。

图 9: 美国高铁规划图



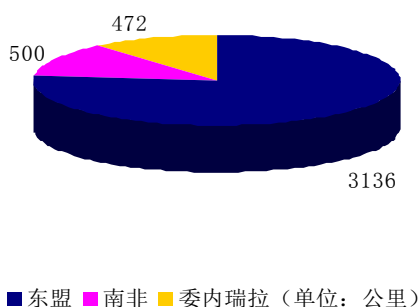
资料来源: 美国复兴和再投资法案, 申万研究

2.3 我国在东盟、南非、委内瑞拉等市场具有较强掌控力

我国的高铁设备制造商在东盟、南非和委内瑞拉等国家和地区能够获得较高的市场占有率。东盟诸国，如泰国、老挝和缅甸，都是与我国接壤的邻邦，引入中国的高铁技术和设备，有利于两国之间的经济贸易往来，有助于帮助本国产品开拓中国市场。因此，我国在开拓东盟市场时具有天然的优势。南非和委内瑞拉等国的高铁项目大多由我国的铁路建设公司承建，铁路贯通后采用我国的动车组技术的可能性也很大。

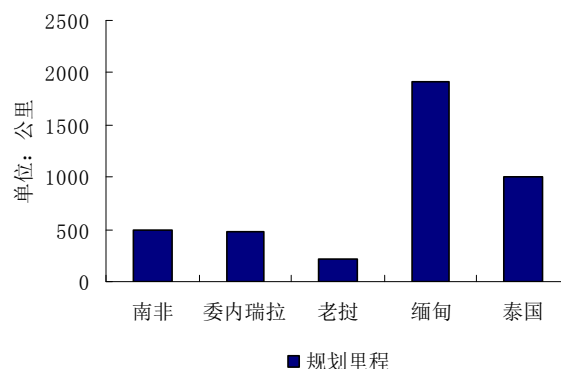
以上三个国家和地区的高铁规划里程达到 4108 公里，其中东盟的规划里程达到 3136 公里，泰国和缅甸是东盟中占比最大的国家。泰国制定了一个 20 年修建 2000 公里高铁的规划，包括了曼谷至廊开、曼谷至罗勇等四条线路，我们预计，2020 年前将有 1000 公里高铁线路贯通。缅甸也规划了一个 1920 公里的高铁项目，连接我国的昆明。

图 10：三地区高铁规划里程占比



资料来源：申万研究

图 11：各国高铁规划里程



资料来源：申万研究

2.4 欧盟、日本、俄罗斯和越南等市场亟待开拓

我国高铁设备商进入欧盟和日本的难度较大。虽然欧盟和日本的高铁需求很大（欧盟高铁的新增规划有 9000 公里，日本高铁的新增规划有 3000 公里），市场空间很广阔，但由于这两个市场存在强大的竞争对手（欧盟市场阿尔斯通等厂商主导，日本市场新干线技术主导），我国高铁设备上直接进入的可能性较小。

越南的高铁规划里程达到了 1700 公里，但其首期的高铁招标已经选定了日本的新干线技术，我国设备商想要后来居上，抢占日本厂商的市场份额难度不小。

俄罗斯是我国设备商需要重视的市场。2009 年 10 月，国务院总理温家宝和俄罗斯总理普京共同签署了《中俄总理第十四次定期会晤联合公报》，其中，中国铁道部

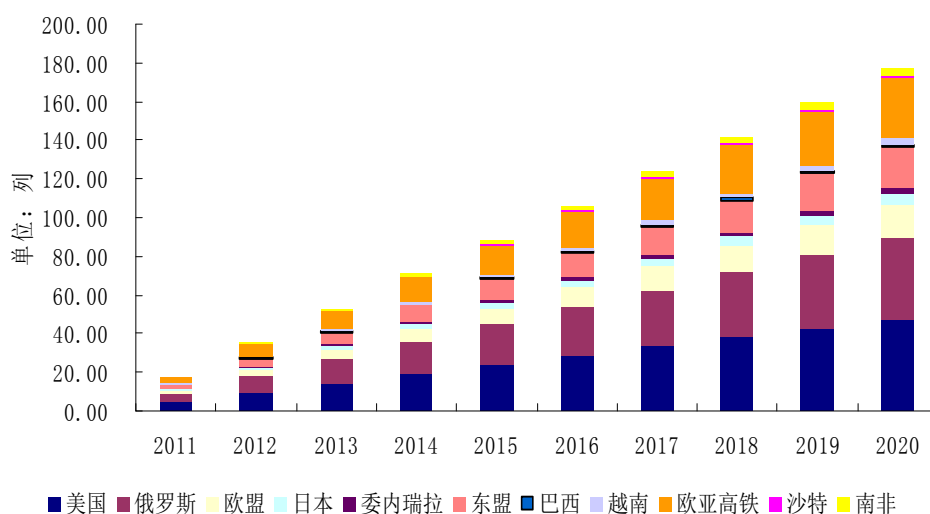
和俄罗斯运输部、铁路股份公司签署了关于在俄罗斯境内组织和发展快速和高速铁路运输的谅解备忘录。

2008 年 12 月，俄罗斯制定了本国的《俄联邦至 2030 年交通发展战略》。到 2015 年以前，新建第二线铁路里程 2407.9 公里，其中干线铁路 1478.6 公里；新建第三、四线干线铁路里程 348.5 公里；建设圣彼得堡、克拉斯诺达尔、欧姆斯克、萨拉托夫、赤塔、雅罗斯拉夫尔绕城铁路枢纽，铁路电气化改造 3918 公里等项目。2016 年至 2030 年，新建第二线铁路里程 3055.6 公里；建设伊尔库斯克、彼尔母、新西伯利亚绕城铁路枢纽；电气化改造 3580 公里等项目。到 2030 年以前，俄新建高速铁路里程将达到 10000 公里以上。

2.5 动车组出口将稳步增长

根据各个海外市场的具体情况，我们对中国设备商在各个市场的市场占有率和各个国家的高铁建设进度做了保守的假设。在此假设的基础上，我们估算了我国设备商 2011-2020 年出口设备的量，如下图所示。

图 12：我国动车组出口稳步增长



资料来源：申万研究

3. 维修市场不容忽视

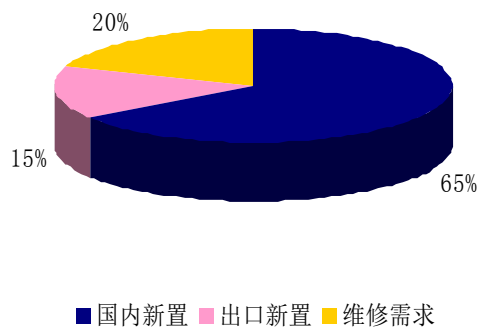
维修收入将占动车组收入的 20%。根据我们对南车、北车的调研，一列动车组的使用寿命为 25 年，25 年间用于设备维修的支出将达到设备价格的 1.5 倍，每年用于维修的支出将占设备价格的 0.06。我们保守假设，维修支出中 50% 能被南北车这样的设备上占据，剩余 50% 将被路局等分散的修理厂占据，2020 年，维修收入将占到南北车动车组收入的 20%，成为不能被忽视的一块贡献。

表 5：维修收入测算

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
2009	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
2010		6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
2011			11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
2012				13	13	13	13	13	13	13	13	13
2013					15	15	15	15	15	15	15	15
2014						18	18	18	18	18	18	18
2015							21	21	21	21	21	21
2016								24	24	24	24	24
2017									28	28	28	28
2018										29	29	29
2019											29	29
2020												28
维修需求（列）	8	14	26	39	54	71	92	116	145	174	202	230

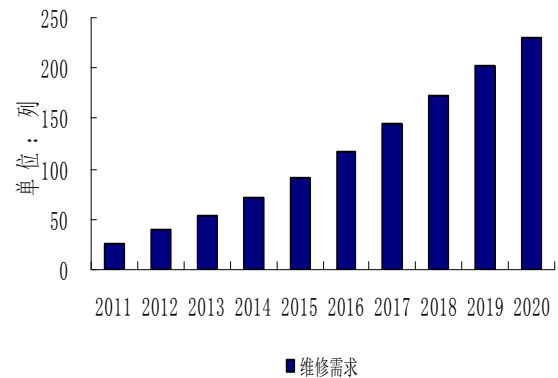
资料来源：申万研究

图 13：2020 年维修需求占比



资料来源：申万研究

图 14：2011-2020 年维修需求

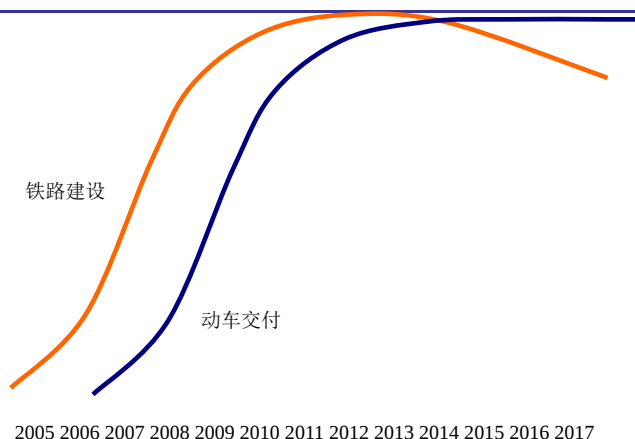


资料来源：申万研究

4. 重点公司推荐与估值

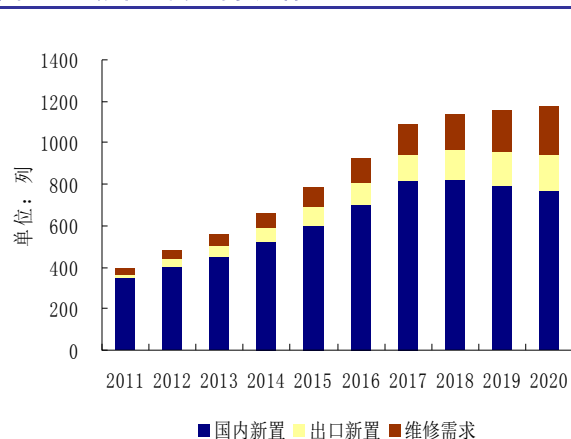
在规划没有上调的情况下，投资者预期南北车 2011 年动车组交付量将在 350 列左右，2012 年交付量将在 400 列左右，市场容量在 2013、2014 年接近顶点。在国内高铁规划上调和出口、维修市场多重推动下，我们测算，中国动车组的市场空间将持续增长，2018 年前后市场容量将达到 1200 列/年的水平，市场规模将是 2012 年的 3 倍，其中国内高铁和城际铁路的新置需求超过 800 列，出口需求接近 200 列，维修需求略超 200 列。

图 15：规划上调前预期行业 2013 年见顶



资料来源：申万研究

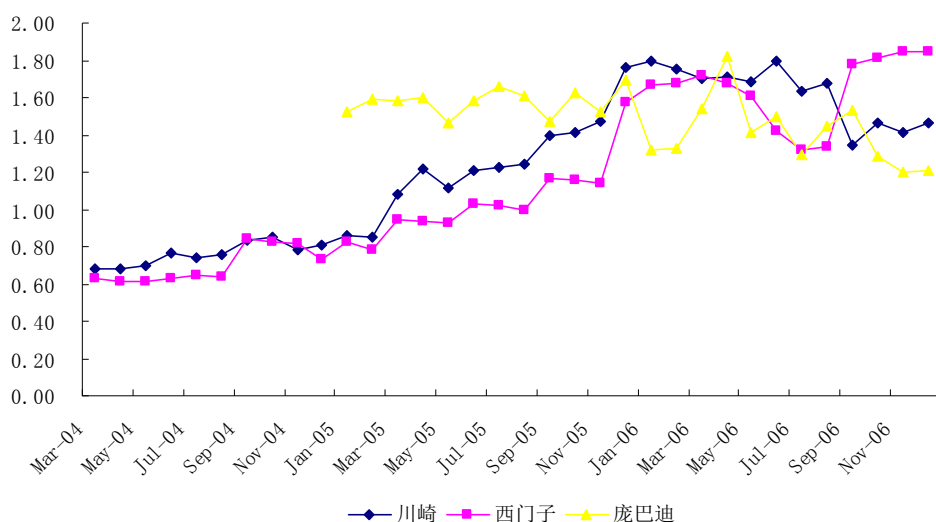
图 16：动车组需求持续增长



资料来源：申万研究

国内规划上调和海外市场开拓能否推动南北车股价上涨？我们的看法是肯定的。我们选取了川崎重工、西门子和庞巴迪三家公司，详细看了三家公司 2004 年 3 月至 2006 年 12 月的估值数据。三家公司在进入中国市场，并向中国输出动车组技术后，国际投资者看好三家公司未来的收入前景，都愿意给予公司超越大盘的溢价。特别是川崎和西门子，估值从相对大盘折价近 40% 的水平，上涨到相对大盘溢价 60%-80%。因此我们认为，国内规划上调和国际市场开拓都有利于提升南北车的估值，我们建议给予中国南车和中国北车 2012 年 PE25 倍，相对申万重点公司制造业溢价 50%。建议买入中国南车，6-12 个月目标价 12.5 元，建议买入中国北车，6-12 个月目标价 12 元。

图 17：海外动车组公司 04-06 年相对估值



资料来源：申万研究

表 6：全市场估值水平

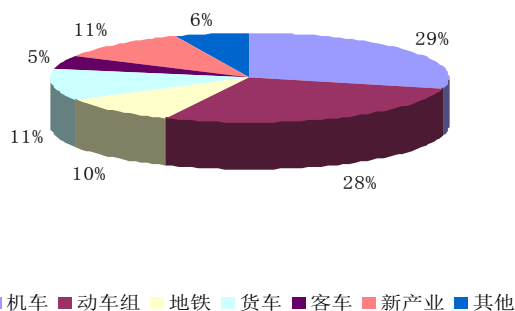
自上而下	2009A	2010E	2011E	2012E	2009PE	2010PE	2011PE	2012PE
重点公司整体	18.5%	30.2%	19.3%	17.5%	26.20	19.03	15.95	13.57
重点公司整体剔除石油化工、石油开采、电力	14.0%	33.3%	20.4%	18.5%	26.43	19.05	15.82	13.35
重点公司剔除金融、石油化工、石油开采、电力	-0.3%	56.1%	20.7%	18.7%	35.11	23.27	19.29	16.24
重点公司制造业	24.5%	33.7%	17.6%	15.9%	31.83	22.47	19.10	16.47
重点公司制造业剔除石油化工、石油开采、电力	12.4%	48.1%	20.0%	18.1%	32.92	22.83	19.03	16.11
重点公司剔除金融服务业	22.9%	40.0%	18.4%	16.7%	33.96	22.93	19.36	16.59

资料来源：申万研究

4.1 中国南车

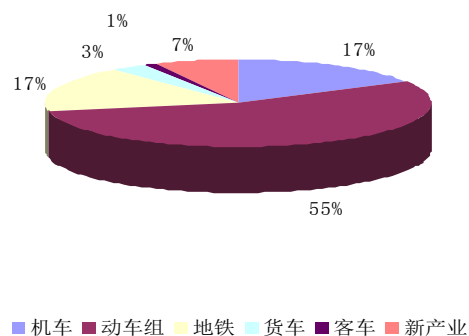
公司目前在手订单 900 多亿（不包括 BST），其中动车组 500 亿，占比 50%以上，机车 150 亿，城轨地铁 150 亿，新产业 60 亿，货车和客车 40 亿。我们预计，2010 年公司收入将达到 540 亿，其中动车组交付 94 列，结算收入 150 亿，动车组收入占比达到 28%。

图 18：南车 2010 年收入结构



资料来源：申万研究

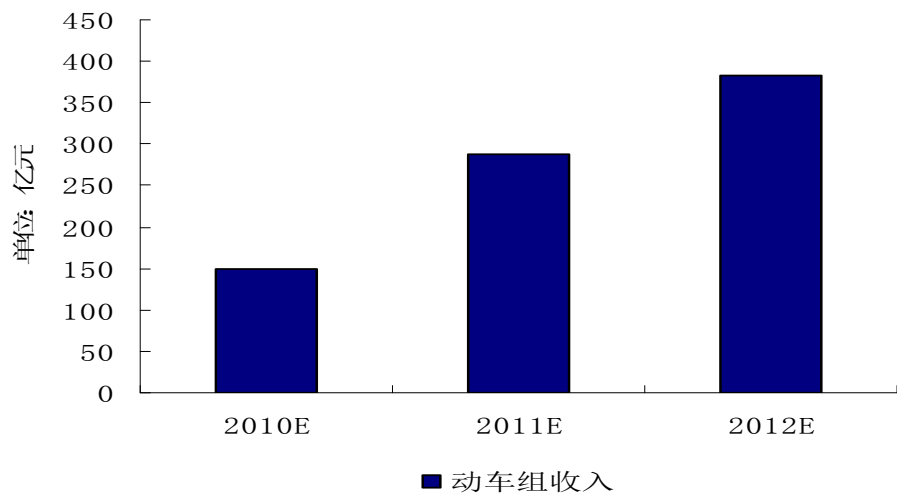
图 19：南车 2010 年订单结构



资料来源：申万研究

根据我们对动车组市场需求的测算，我们认为南车将充分享受行业快速增长的收益。我们预计，2010-2015 年，南车动车组收入分别为 150 亿、288 亿和 384 亿，两年复合增速为 60%。

图 20：南车动车组收入快速增长



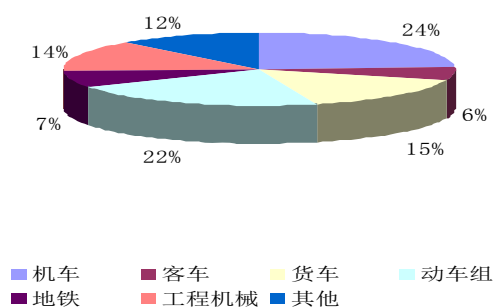
资料来源：申万研究

我们预计，公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.24、0.36 和 0.5。我们认为，在国内规划上调和海外市场开拓有实质性进展这两个强催化剂下，可以给予公司 2012PE25 倍，目标价 12.5 元，建议买入。

4.2 中国北车

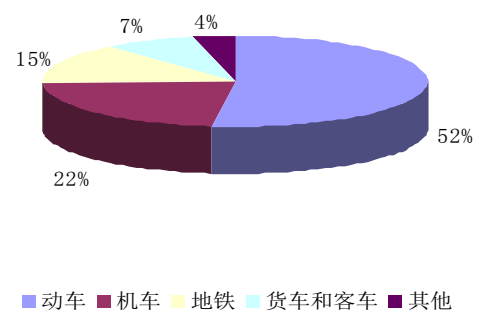
公司目前在手订单 1350 亿，其中动车组 700 亿，占比 50%以上，机车 300 亿，城轨地铁 200 亿，新产业 60 亿，货车和客车 100 亿。我们预计，2010 年公司收入将达到 530 亿，其中动车组交付 80 列，结算收入 115 亿，动车组收入占比达到 22%。

图 21：北车 2010 年收入结构



资料来源：申万研究

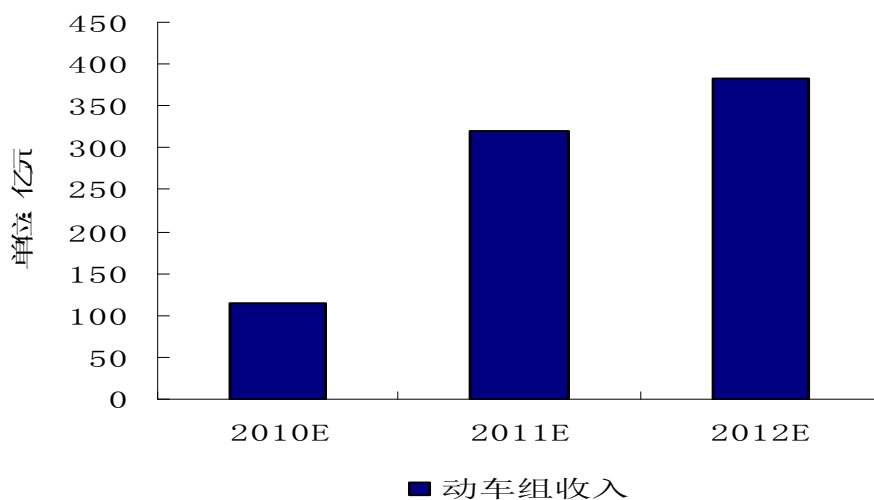
图 22：北车 2010 年订单结构



资料来源：申万研究

根据我们对动车组市场需求的测算,我们认为北车将充分享受行业快速增长的收益。我们预计,2010-2012 年,北车动车组收入分别为 115 亿、320 亿和 384 亿,两年复合增速为 83%。

图 23: 北车动车组收入快速增长



资料来源: 申万研究

我们预计,公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.24、0.34 和 0.48。我们认为,在国内规划上调和海外市场开拓有实质性进展这两个强催化剂下,可以给予公司 2012PE25 倍,目标价 12 元,建议买入。

信息披露

分析师承诺

黄夔, 李晓光: 机械。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。

股票投资评级说明

证券的投资评级:

以报告日后的 6 个月内, 证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

- | | |
|-------------------|-------------------------|
| 买入 (Buy) | : 相对强于市场表现 20% 以上; |
| 增持 (Outperform) | : 相对强于市场表现 5%~20%; |
| 中性 (Neutral) | : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动; |
| 减持 (Underperform) | : 相对弱于市场表现 5% 以下。 |

行业的投资评级:

以报告日后的 6 个月内, 行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

- | | |
|------------------|------------------|
| 看好 (Overweight) | : 行业超越整体市场表现; |
| 中性 (Neutral) | : 行业与整体市场表现基本持平; |
| 看淡 (Underweight) | : 行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您, 不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系, 表示投资的相对比重建议; 投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况, 比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告, 以获取比较完整的观点与信息, 不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系, 如果您对我们的行业分类有兴趣, 可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司 (以下简称 “本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准, 本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。

市场有风险, 投资需谨慎。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。