

中国南车 (601766.sh)

时在中春，阳和方起

惠毓伦 首席研究员
 电话: 020-87555888-323
 Email: hyl6@gf.com.cn

王磊 机械/电力设备行业研究员
 电话: 020-87555888-667
 Email: wl15@gf.com.cn

受益于铁路装备的需求转向高端

快速化、重载化、电气化是铁路运输发展的方向，技术升级带来的是铁路运输车辆需求结构转向高端产品。大功率机车未来交付量大幅增加，预计 2009 年南车将交付 HXD 型电力机车 160 台，HXN5 型内燃机车为 200 台；动车组方面南车及其合营公司预计交付 96 列；这将极大的提升中国南车的业绩。未来在于北车的竞争中，南车将保持略微领先的优势。

地铁业务：需求与规模效应同步提升

筹备轨道交通的城市总计达到 40 个，根据各城市地铁建设情况我们预计 2009、2010 年地铁车辆需求分别为 3000、6000 辆。根据统计南车 2007、2008 年分别中标 1566 辆、1000 辆，市场占有率达到 60%。2008 年三个子公司共计交付地铁车辆 500 辆左右，2009 年交付量将大幅上升，预计为 900 辆左右。各子公司地铁业务各具特点，内部竞争有序，外部与长客的竞争有规模及团队优势，未来地铁业务增长空间巨大。

客车和货车暂时保持平稳

客车受动车组影响较大，目前主要是更新需求。目前在手的主要订单是浦镇车辆厂的 1241 辆，2009 年上半年交付。2009 年货车业务存在一定的风险性，货车业务 2008 年占收入比接近 30%。2008 年四季度开始货运量同比开始下后新订单还没有明确。

装备延伸业务发展势头良好

积极扩展延伸产品市场，包括电动汽车、风力发电设备、汽车配件、船用曲轴和柴油机、大功率半导体元件、工程机械等。公司的目标是到 2010 年延伸产品收入占到总收入的 20%，达到 100 亿元，形成若干的 5 至 15 亿元产值的产业群。风电业务 2009 年开始见到成效，电动汽车等延伸项目进入规模上升阶段。

盈利预测与估值

我们预计公司 2008、2009、2010 年的营业收入分别为 354.43 亿元、397.79 亿元、538.90 亿元。EPS 分别为 0.116、0.165、0.223 元。给予 2009 年 35 倍市盈率，合理估值 5.8 元。

风险提示

1、单一买家的风险；2、较差的议价能力；3、铁道部采购资金来源风险；4、技术风险；5、业绩波动风险

公司评级

买入

当前价格(元)	4.38
目标价格(元)	5.80
前次评级	无评级

股价走势

中国南车(601766)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-10.25%	-1.79%	26.96%
上证综指	-6.46%	1.91%	-48.90%

股票数据

总股本(万股)	1,184,000.
	00
流通 A 股(万股)	502,400.0
	0

主要股东:

中国南方机车车辆工业集团公司	
主要股东持股比例	58.28%
流通 A 股比例	42.43%

财务比率

ROE	18.58%
ROA	2.47%
资产负债率	80.40%
每股净资产(元)	0.62

2007 年报数据。

受益于铁路装备的需求转向高端

快速化、重载化、电气化是铁路运输发展的方向，技术升级带来的是铁路运输车辆需求结构转向高端产品。快速客运使需求向动车组全面倾斜；重载化加大了大功率牵引机车的需求。另外目前扩大投资拉动经济的大背景下，筹备轨道交通的城市总计达到40多个，使城市对轨道车辆的需求剧增。南车的三大业务大功率机车、动车组和地铁城轨车辆受益于铁路装备的需求转向高端，带来了业绩迅速提升。

大功率机车：爆发式增长可期

随着近几年新一轮铁路技术引进，大功率机车成为我国铁路干线货运的主力机车。南车集团株洲电力机车公司受让德国西门子公司技术，生产和谐2Z型大功率电力机车；戚墅堰机车车辆厂受让美国GE公司的技术，生产和谐型大功率内燃机车，另外受让了先进的牵引电机、牵引和辅助变流器、牵引控制系统等关键技术。目前在手订单仍为铁道部与南车株机公司签订了其中500台的购销合同。

表 1：南北车大功率机车订单及交付情况一览表

	外资合作方	订单量	型号	功率	交货期	已交货	价格（万元）
大功率内燃机车：							
南车戚墅堰	GE	300	HXN5	6000hp	2009	1	1800
北车大连	EMD	300	HXN3	6000hp	2009	25	1800
大功率电力机车：							
北车大连	日本东芝	640	HXD3	7200kW	2009	240	1500
北车大同	法国阿尔斯通	180	HXD2	9600kW	2008	180	4000
北车大同	法国阿尔斯通	500	HXD2B	9600kW	2009-2011	-	2260
北车大连	庞巴迪	500	HXD3B	9600kW	2009-2010	1	2260
南车株机	德国西门子	180	HXD1	9600kW	2008	180	4000
南车株机	GE	500	HXD1B	9600kW	2009-2011	1	2260

数据来源：南车集团，北车集团，广发证券发展研究中心

与北车竞争态势：在大功率电力机车方面株洲电力机车厂历史悠久，而北车各种机车产品下线较早而且占有率很高。目前与铁道部签订大功率9600KW的大功率机车中，南车有意向性协议1200台，北车有协议1000台。未来发展趋势看，中国南车也正在积极适应铁道部机车采购政策的调整，预计2009年下半年株机公司将推出六轴7200千瓦的电力机车。

机车交付量有望增加：大功率机车的交货按照合同计划大概是2009年交付70台，随着引进技术的吸收、消化、再创造，目前南车的生产能力有所上升。由于外资合作方西门子的相关配件供货能力是160台，另外考虑到铁道部对大功率机车的迫切需求，预计今年9600KW的机车交货应该在100-160台之间。内燃机车方面，戚墅堰机车厂HXN5型要完成2/3的订单量，预计为200台。预计2009年6月开始大批量交货。

产能扩张按部就班：我国的铁路设备主要以中低端为主，从目前主要产品的需求及产能情况来看，整车制造存在明显的产能过剩，平均的产能利用率不足60%。从高端需求来看，随着南车高端产品产能的扩建，高端

产品暂时也不存在产能瓶颈。

表 2: 机车产能充足

产品	生产企业	现有产能	扩产后
电力机车	株洲电力机车厂	300 台(普通机车)	300 台大功率机车
	南车资阳公司		300 台
内燃机车	戚墅堰		200 台大功率机车

数据来源: 广发证券发展研究中心

未来订单充足: 从铁道部的设定的机车配置目标来看, 在2012年大功率机车要形成配置7900台, 截至2008年底南车、北车共交付760台, 也就是说在未来的4年内有近7200台大功率机车要配置完成。与目前的产能和铁道部采购量来对比, 未来的订单量非常有保证, 但是具体的订单交付情况要看铁道部的采购计划和大功率机车技术引进、消化、吸收情况。另外对于货运量的同比下降是否会影响到大功率机车的换代计划, 公司认为铁道部的大功率机车采购计划并不会受此影响。

动车组: 交付量会有较大增长

动车组方面南车占据优势: 到目前为止, 铁道部已招标420列动车, 订单分别由南车四方股份、北车长春客车厂、北车唐山机车厂、南车青岛四方-庞巴迪获得。中国的制造企业已与川崎重工、阿尔斯通、西门子和庞巴迪等外资签订了技术转移协议, 国产化率将达到70%。

目前铁道部已对330列和谐号动车组进行了招标, 共计3360辆动车。南车四方获得了其中的150列订单, 计1440辆动车。南车青岛BSP获得了其中80列订单, 计960辆动车。南车合计中标230列, 共计2400辆动车, 在已招标合同中市占率为72%。青岛四方首批60列200km/h动车组已于2007年内全部下线, 后续签订的60列300km/h动车组已批量下线, 2008年8月1日正式运行的京津线初期运营的9列动车组中有6列由青岛四方提供, 3列由北车唐山提供。从目前的市场占有率及交货情况看, 动车组方面南车占优势地位。

表 3: 动力车组订单及交付情况一览表

生产企业	国外合作者	订单量	速度	交货期	已交货
南车四方	日本川崎重工	60 列/480 辆	200 公里	2007	60
南车四方	日本川崎重工	30 列/480 辆	200-250 公里	2009	16
南车四方	日本川崎重工	60 列/480 辆	300 公里	2008	10
青岛四方-庞巴迪	庞巴迪	80 列/960 辆	250 公里	2008-2010	40
北车长客	阿尔斯通	60 列/480 辆	200 公里	2009	60
北车唐山	西门子	60 列/480 辆	350 公里	2008-2009	5

数据来源: 南车集团, 北车集团, 广发证券发展研究中心

未来交付情况: 铁道部预计2012年底配置动车组800列(并非完全标准列), 截至2008底, 南北车共交付181列, 预计还要交付619列。公司对交付的预计是2009、2010年分别为110列。2011、2012分别为200列左右。根据在手订单情况, 北车200-250公里与阿尔斯通合作项目已经结束。而北车唐山公司与西门子350公里合作项目目前只交付了20%。四方股份还有14列长大编组没有交付, 350公里项目还有50列需要交付。另外公司预计京津未来可能还会有合同, 长大编组还会有追加。BSP今年40

列长大编组开始交货。

与北车竞争态势：动车组的引进消化吸收项目由南车的四方股份和BSP以及北车的长客和唐客车分别承担。第一批的200公里左右的动车基本都已经交货。在动车组第二批技术引进项目中，北车唐客公司联合西门子设计和生产CRH3型时速350公里等级动车组，而四方股份依靠外方技术支持，自主研发350公里等级动车组。原来我们的判断是动车组南车集团处于领先状态，200-250公里时速高速动车组优势已十分明显。北车集团会在后续350公里时速的动车组逐渐赶上。但是鉴于目前的情况，唐山客车厂由长客重组，目前企业仍在重组的整合中，并没有形成真正的有效的规模效应。而根据京津高速的交货情况看，四方的300公里动车组运行情况良好。综上预计，虽然北车的350公里动车下线较早，但南车在未来的350公里的动车组并不一定比北车落后。

地铁业务：需求与规模效应同步提升

城市轨道交通发展规模上升

按照国外的做法，人口100万以上的特大城市都要修建地铁、轻轨，2008年底，我国建成并通车使用的城市只有北京、上海、广州、等10个城市。城镇化速度不断加快，人口不断增长，城市市区规模越来越大，加大城市轨道交通需求。第一批得到国家批准建设轨道交通项目的有15个城市，有的城市已接近完成，有些城市线网已开始修编，而修编的轨道交通线网线路长度通常会增加。2007年，又有南宁等10个城市在制定规划或报批之中。在目前扩大投资拉动经济的大背景下，第二批报批城市获得通过的可能性变大。此外，还有合肥、青岛、济南、厦门、太原、大同和兰州等一批城市也在筹备轨道交通，筹备轨道交通的城市总计达到40多个。加上这些筹备建设的城市，中国轨道交通建设线路将达到3400公里以上。

表 4: 部分城市在建、拟建项目一览表

城市	在建项目	拟建项目	在建规模	远期规划
北京	4、6 号线一期、8、9、10 号线二期、亦庄线、大兴线。2 号东延、西延、7、8 号线二期、9 号线二期、10、11、12、13、14 号线	房山线、昌平线、15 号线一期、7、14 号线、西郊线、4 号线北延 9 号线 3 期、崇明支线、15、16、17、18、20、22 号线	建设里程 317 公里，车站 206 座	2015 年，运营里程 561 公里，
上海	2、3、9 号线	4、5、6、7、8 号线	270 公里，140 座车站	970 公里，524 座车站
天津	2、3、4、5 延段，6、8 号罗宝、蛇口、龙岗、龙华线及环中线	5、6、8 二期，9-14 号线	57.35 公里	227 公里
广州	1 号线南延、2 号线及东延	6-12 号线	84 公里	600 公里
深圳	1 号线二期，2、4 号线	3、6 号线，2 线西延段	245.4 公里	585 公里，站 357 座
南京	1、2、4 号线	3 号，5-12 号线	60 公里	433 公里
武汉	1 号线	2-7 号线	61 公里	540 公里
杭州			69 公里	278 公里
成都			31.6 公里	274 公里

数据来源：中国城市轨道交通网，广发证券发展研究中心

地铁建设带动车辆需求

根据各城市地铁建设情况我们预计2009、2010年地铁车辆需求分别为3000、6000辆。

南车市场占有率提升：目前有五家企业生产地铁城轨车辆，分别是南车的南京浦镇、株机厂、青岛四方以及北车的长客和大连车辆厂，2007年之前中国北车城轨地铁订单占比较大，但2007年之后中国南车的三家公司后来居上，订单量大幅增加，根据粗略统计2007、2008年分别中标1566辆、1000辆，市场占有率达到60%。

各子公司地铁业务情况：

(1) 浦镇公司：以A型车为主，主要市场集中在长三角区域。2007年中标780辆地铁订单，市场份额为35%；2008年中标杭州地铁等4个项目，共计570辆，市场占有率40%。本次IPO项目所建新厂区投产后，预计产能将达到新造客车500辆、修理600辆，城轨800辆（焊接车体400，铆接200；不锈钢200辆），1000辆转向架等的生产能力。采取差异化战略，积极开展海外市场很大收获，22辆香港的不锈钢订单（轻轨），印度孟买108辆A型车。另有非洲、东南亚、其他地区地铁项目正在洽谈。

(2) 株机公司：目前A型车为主，目标市场在珠三角领域。2007年先后中标广州地铁1、2、8号线延长段以及上海地铁11号线四个项目，共计684辆地铁订单；2008年先后中标武汉地铁1号线二期和广州地铁3号线北延线两个项目，共计234辆地铁订单。进入地铁市场以来共计中标1400辆地铁，目前还有近1000辆没有交货。预计2009年将有400辆地铁交付。未来市场主要还是广州，上海、深圳。2009年的优势项目：深圳4号线：112辆、5号线180辆。广州：4号线及1、2、8号线增购项目（各120辆）。上海11号南延段、12、13新线、增购4号线。每个采购量150辆。

(3) 四方公司：以B型车为主，目标定位在北方市场和以B型车为主的中型城市。2007年和2008年分别中标成都地铁1号线和沈阳地铁2号线天津地铁3号线3个项目，订单数量分别为102辆和120辆、162辆。目前尚有北京四号线100辆，广州五号线180辆，成都的一号线112辆，沈阳的2号线102辆，天津3号线100辆车辆尚未交付。目前的产能是350辆，2008年交付量约为300辆。

预计交付情况：2008年三个子公司共计交付地铁车辆500辆左右，2009年交付量将大幅上升，预计为900辆左右。

内部竞争与外部竞争格局

地铁业务各具特点，内部竞争有序：南车总部在各公司参与竞争的基础上进行协调。目前各公司在地铁轻轨方面各有侧重，A型车由南京浦镇（主要业务在南京一带）和株机（主要业务在广州、深圳和上海）主导，并且株机只生产铝合金的车体，浦镇车辆厂铝合金和不锈钢车体都有做，B型车由青岛四方主导。

外部竞争有规模及团队优势：我们认为在地铁轻轨业务方面，中国南车虽然是后进入者，但三家子公司分布在南京、青岛和株洲，地理位置方面有一定优势，这在上海、南京、广州、深圳的地铁中标情况可以得到印证，因此我们认为南车地铁业务的未来成长空间巨大。

客车和货车暂时保持平稳

客车受动车组影响较大

目前主要是更新需求：铁道部的客运策略是在高铁大面积竣工前，在已提速至200公里时速的客货混跑路段（约6000公里运营里程）利用大量25T型车等传统160km/h时速客车和少量200km/h铁路动车组运送旅客。主要的客车新增需求被200km/h等级动车组取代。新增动车组替换下的客车向中西部地区转移，目前的少量需求是改善旅行的条件的一些更新需求。上述情况导致近两年公司的客车产品处于低迷调整期，这一状况在高铁大规模竣工前会有一定持续，但由于国家拉动内需的需要，不排除运行时速200公里客车项目于2009年启动。

订单及交付情况：目前在手的主要订单是浦镇车辆厂的1241辆，今年上半年交付，其他还有青岛四方部分公务车订单。

货车业务未来存在不确定性

2009年货车业务存在一定的风险性：2008年货车业务情况比较乐观，货车业务2008年占收入比接近30%，大概100亿左右。货车的需求和货运增长量存在一定的相关性，由于2008年金融危机导致的经济增长减速给铁路货运带来了一定的冲击，去年四季度开始货运量同比开始下降。目前铁道部各路局受此影响封存了数万辆的货车，这直接导致了2009年货车订单的减少。目前2009年订单还没有明确，这主要取决于经济回暖的情况和铁道部货车的更新计划。

图 1：铁路运输重要物资份额

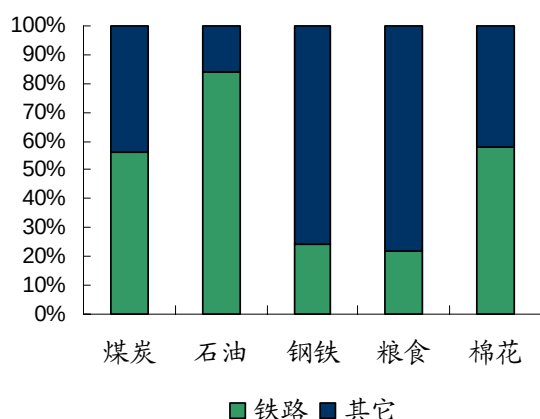
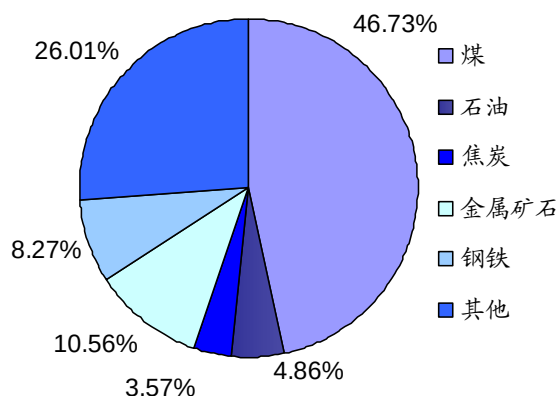


图 2：大宗物品占铁路货运的绝大部分



数据来源：铁道年鉴，交通部，物流资源网，广发证券发展研究中心

长期增长没有问题：从货物运输方面来看，中国经济严重依赖煤炭、焦炭、金属矿石、钢铁、石化制品、粮食、化肥和其它大宗货物。铁路货运量与国民经济发展呈正相关的关系，在过去的7年间复合增长率分别为7.8%。2009年国家制定的经济增长目标是8%，那么如果这个目标能够达到的话，2009年的货运量还是能保持一定的增长。对应货车需求并不能萎缩很多。

图 3: 煤炭库存量对铁路货运产生重大影响

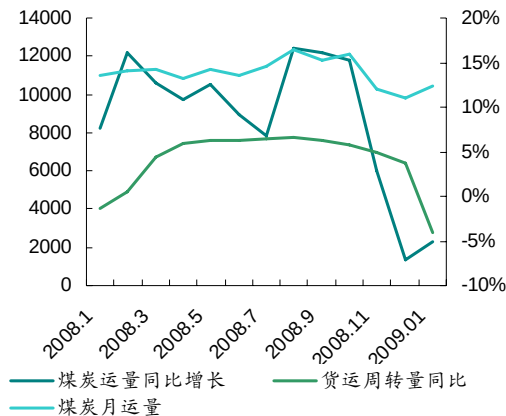
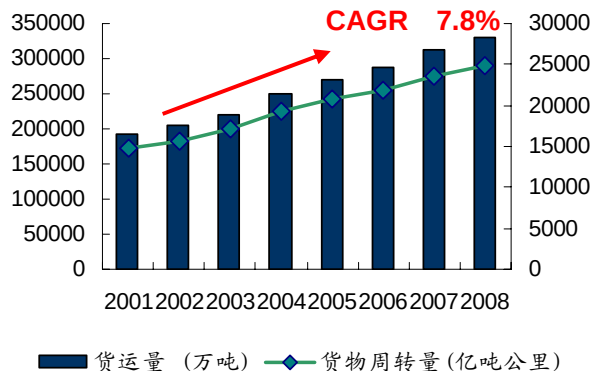


图 4: 过去 7 年货运周转量增长



数据来源：铁道年鉴，交通部，物流资源网，广发证券发展研究中心

装备延伸业务发展势头良好

南车利用轨道交通装备专有技术，积极开发并成功扩展延伸产品市场，包括电动汽车、风力发电设备、汽车配件、船用曲轴和柴油机、大功率半导体元件、工程机械等。公司的目标是到2010年延伸产品收入占到总收入的20%，达到100亿元，形成若干的5至15亿元产值的产业群。

风电业务2009年开始见到成效

南车株机所已经与华电集团签订14亿元的风电机组合同签署了意向性协议，南车株洲所在株洲市田心高科技园区兴建的风电制造基地年产能可达200台兆瓦级风电机组。南车株洲电力机车还与国内最大的风电企业新疆金风科技股份有限公司签订了19亿元的风电设备合同。株洲电力机车研究所与2003年开始介入发电机、逆变器等风机部件的研制，南车株洲所长期从事机车电传动的电气和控制技术应用研究和工程化研究，形成了交传系统集成、大功率变流、网络与电子控制等多项核心技术，为风电发展奠定了坚实的基础。

株机所风电事业部在2008年内蒙古库伦贝尔大草原风场实现销售5台风机销售，2009年已确定销售33台，目前企业预计2009年生产110台1.65兆瓦的风机，预计销售半数以上，收入达到7-8亿元。

电动汽车等延伸项目进入规模上升阶段

电动汽车：2002年初，株洲所将自己在轨道交通领域长期积累的核心技术（电机及其控制技术、变流技术、网络控制技术），拓展到电动汽车领域，先后承担了国家863电动汽车重大专项课题十余项，并面向市场将科研成果转化为产品，从而逐步形成了较强大的电动汽车研发、工程化和产业化能力。从2006年1月份开始，公司先后向北京奥运市场提供了315套适用于不同类型的电动汽车的电传动系统、80套电池管理系统和240套地面充电机。借国家支持新能源汽车直接，目前整车产品也在进入规模生

产阶段，2009年有望在湖南省财政支持用于长株潭电动汽车的采购项目中中标，预计收入为3亿元。如果未来国家支持新能源汽车的政策进一步加强，公司的电动汽车收入将有显著的增长。

柴油机：2008年，南车资阳公司对机车柴油机进行改进设计并顺利通过中国船级社的船检认可，60台船用柴油机成功进入工程船领域。2009年，南车资阳公司将按照与MAN Diesel的约定，采用CKD方式完成20台MAN32/40、27/38船机的生产与销售。

工业电机等：南车电机产品包括供铁路车辆使用的牵引电动机、变压器、风力发电机、工业特种电机及变压器等。目前风力发电机、动车组和工业电机、电力机车和地铁变压器三大块业务各占收入的三分之一。目前风电业务规模6亿元。

盈利预测与估值

（一）基本假设

1、各产品毛利率假设：动车组和大功率机车的毛利率20%；城轨地铁和货车及普通客车在12-15%之间；其他延伸业务的毛利率20%。

2、动车组、地铁车辆、大功率机车按预计交付确认收入，货车受经济危机影响较大，暂时预计2009年有大幅下滑，预计为70亿元。

3、出口以目前在手订单7.5亿美元分别在2009、2010年确认收入。

4、固定资产投资分别为2008、2009年50亿元。

我们预计公司2008、2009、2010年的主营业务收入分别为354.43亿元、397.79亿元、538.90亿元。EPS分别为**0.116**、**0.165**、**0.223**元。

表5：利润预测表（单位：万元）

项 目	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	2,352,935.24	2,740,096.47	3,544,317.26	3,977,872.51	5,389,084.16
营业成本	2,008,430.59	2,326,599.64	2,993,747.51	3,309,605.06	4,479,140.17
营业税金及附加	10,729.10	11,727.05	15,665.30	17,581.55	23,818.87
营业费用	45,303.45	64,106.67	70,886.35	79,557.45	107,781.68
管理费用	192,090.48	235,571.71	297,032.77	333,367.02	451,634.11
财务费用	25,219.65	31,481.53	27,802.70	18,933.87	21,794.21
营业利润	62,800.42	96,194.99	177,118.47	265,807.02	364,501.68
营业外收入	9,507.43	31,378.86	30,000.00	30,000.00	30,000.00
营业外支出	3,729.92	8,178.57	6,000.00	6,000.00	6,000.00
利润总额	68,577.93	119,395.29	201,118.47	289,807.02	388,501.68
所得税	6,586.87	12,490.72	30,167.77	43,471.05	58,275.25
少数股东损益	9,228.45	26,169.43	34,020.26	51,030.39	66,339.51
净利润	52,762.60	80,735.14	136,930.44	195,305.58	263,886.92
总股本（万股）	1,184,000.00	1,184,000.00	1,184,000.00	1,184,000.00	1,184,000.00
每股收益（元）	0.045	0.068	0.116	0.165	0.223
净利润增长率（%）	34.2%	53.0%	69.6%	42.6%	35.1%

数据来源：广发证券发展研究中心

表 6：产品分项收入及毛利率预测

	2007	2008E	2009E	2010E
分产品收入/合并报表（万元）				
货车收入	922,273.60	1,014,500.96	710,150.67	923,195.87
机车收入	712,100.00	783,310.00	939,972.00	1,315,960.80
延伸产品收入	323,826.80	356,209.48	391,830.43	431,013.47
客车收入	342,298.70	376,528.57	380,293.86	418,323.24
动车组收入	269,157.30	672,893.25	942,050.55	1,318,870.77
地铁城轨收入	170,437.50	340,875.00	613,575.00	981,720.00
分产品毛利率				
货车	12.00%	11.00%	11.00%	11.00%
机车	16.50%	17.00%	18.00%	19.00%
延伸产品	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
客车	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%
动车组	21.00%	21.00%	22.00%	22.00%
地铁城轨	12.00%	13.00%	14.00%	13.00%

数据来源：广发证券发展研究中心

（二）相对估值

PE法：在需求高度景气的周期，铁路设备行业的投资策略是寻找行业中的龙头公司、技术领先、市场占有率高、产品更新换代带来毛利率的提升的公司。由于独特的市场竞争结构，中国南车将全面受益于铁路装备跨越式发展。鉴于所处细分行业的成长性、以及其产品结构调整带来可能超过预期的盈利能力，我们认为给予2009年35倍市盈率是合适的，合理的估值5.8元。

表 7：铁路建设相关受益上市公司

代码	简称	营业收入 (百万元)	铁路相 关 (%)	2007 毛利率	EPS		PE		相关产品
					08E	09E	08E	09E	
600169	太原重工	4725.08	14%	15.49%	0.999	1.289	21.62	16.75	车轮
600967	北方创业	1698.13	96%	7.85%	0.194	0.283	45.10	30.93	货车
600495	晋西车轴	1050.24	100%	13.24%	0.690	0.645	26.30	28.02	车轴&货车
600458	时代新材	712.75	50%	25.05%	0.268	0.457	49.25	28.89	弹性元件
601002	晋亿实业	1276.92	70%	12.12%	0.179	0.288	32.20	20.03	紧固件

数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

风险提示

（一）单一买家的风险

由于大多数运量是由铁道部下属的18个铁路局承运，路网管理和列车调度也是铁道部实行高效集中管理，铁路设备行业高度依赖于铁道部的装备采购计划，而车辆及配件的订单每年都有着比较大的变化，因其受铁道部更新采购及铁路线路建设扩张、铁路分局的装备报批计划等相关运输部

门的控制。由于这些部门政府职能与企业职能不分，计划的波动给铁路设备行业公司的业绩也带来了比较大的波动，同时也对其业绩预测带来了较大的难度。

（二）较差的议价能力

铁道部同时负责铁路方面的政策、监管、以及通过其拥有的18个铁路局进行铁路运输服务运作，它控制着这个领域的准入许可、负责制定规则、担任仲裁者。它也是铁路设备的最大而且是唯一的买家，通常情况下铁路设备制造商与铁道部的合同中往往基本没有议价能力，这造成了大多数的铁路设备行业企业毛利率和利润偏低的客观事实。

（三）铁路建设资金来源风险

从1990年以来，中国铁路发展所需资金的传统来源主要是铁路建设基金以及国内贷款及债券。与地方政府的合资企业也是吸引其他资金的一种有效渠道。但是要成功实施12万公里宏伟的铁路发展规划，也需要非传统的资金来源，包括私营企业的投资和资本市场的融资。虽然铁路部门正在积极吸引新的参与者，但这些私人投资相对于铁路建设投资的缺口显得微乎其微。如果要吸引大量的社会资金进入铁路建设投资，铁路部门必须进行基于市场原则的分散化和多元化体制改革。政府采取措施把政府的决策职能与铁路的商业化职能区分开来似乎不可避免的。而从目前的情况看，铁道部缺乏改革的动力，并且改革的具有一定的敏感性和缺乏符合各方利益的一个周密的计划，这使得铁路建设投资的来源存在一定的风险。

（四）技术风险

2004年，铁道部根据国务院推进铁路技术装备现代化“引进先进技术、联合设计生产、打造中国品牌”的总体方针，确定了具体的实施方案，引进消化吸收再创新当今国际上最先进、最成熟、最可靠的技术，以铁道部为主导，以国内企业为主体，以掌握核心技术为目标，实现先进技术的引进和转让；坚持原始创新、集成创新和引进消化吸收再创新相结合。因此铁路设备行业的发展将依赖于国内企业消化吸收国外先进技术的能力上，目前国内企业只是停留在车辆的机械制造上，高速列车的核心部分自动控制系统、网络操纵系统等核心技术仍然没有掌握。

（五）业绩波动风险

交货及销售收入确认受铁路建设的项目进展程度和铁道部采购计划的因素影响较多，可能带来业绩波动的风险。

表 8: 财务报表预测与业绩指标

利润表 (百万元)	2008E	2009E	2010E	现金流量表	2008E	2009E	2010E
营业收入	35443.17	39778.73	53890.84	净利润	1369.30	1953.06	2638.87
营业成本	29937.48	33096.05	44791.40	折旧摊销	0.00	0.00	0.00
营业税金及附加	156.65	175.82	238.19	净营运资金增加	7122.12	(1686.30)	3087.76
营业费用	708.86	795.57	1077.82	经营活动产生现			
管理费用	2970.33	3333.67	4516.34	金流净额	89.37	7342.16	4277.40
财务费用	16238.38	5543.81	4819.40	投资活动产生现	(5243.59		
资产减值损失	25.00	25.00	25.00	金流净额	)	(5004.70)	(1000.00)
				融资活动产生现			
投资收益	288.72	360.89	451.12	金流净额	5743.49	(221.92)	(82.20)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	现金净增加额	589.27	2115.54	3195.20
营业利润	1771.18	2658.07	3645.02	期初现金及现金			
营业外收入	300.00	300.00	300.00	等价物余额	8271.52	8860.79	1,0976.33
营业外支出	60.00	60.00	60.00	期末现金及现金			
利润总额	2011.18	2898.07	3885.02	等价物余额	8860.79	10976.34	14171.54
所得税	30167.77	43471.05	58275.25	业绩表现	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	340.20	510.30	663.40	营业收入增长率	29.35%	12.23%	35.48%
归属母公司净利润	1369.30	1953.06	2638.87	净利润增长率	69.60%	42.63%	35.11%
资产负债表	2008E	2009E	2010E	EBIT 增长率	60.93%	40.34%	36.10%
货币资金	8860.79	10976.34	14171.54	营业利润率	15.53%	16.80%	16.88%
短期投资	115.30	120.00	120.00	ROE	8.75%	11.48%	13.99%
应收帐款	5826.27	6538.97	8858.77	ROIC	13.97%	19.31%	26.12%
其他应收款	1013.09	1137.01	1540.39	每股指标	2008E	2009E	2010E
存货	7381.84	8160.67	11044.46	EPS	0.12	0.16	0.22
流动资产	26544.91	28232.07	37421.60	每股红利	0.03	0.05	0.07
长期投资	681.71	810.00	810.00	每股经营现金流	0.01	0.62	0.36
固定资产	11072.60	14689.04	14180.54	每股净资产	1.32	1.44	1.59
无形资产	3021.33	2952.67	2884.00	价值比率	2008E	2009E	2010E
资产总计	41500.02	46750.91	55363.29	P/E	37.87	26.55	19.65
短期借款	1779.61	2199.04	2956.70	EV/收入	1.31	1.13	0.79
应付账款	7381.84	8160.67	11044.46	EV/EBITDA	15.29	10.75	8.04
预收账款	5966.81	8083.63	9700.35	EV/EBIT	24.05	16.51	11.47
长期借款	1715.88	1715.88	1715.88	EV/NOPLAT	28.29	19.42	13.49
负债合计	23440.78	26814.23	32916.00	EV/IC	3.95	3.75	3.52
少数股东权益	2410.11	2920.41	3583.81	P/B	3.31	3.05	2.75
股东权益	15649.13	17016.27	18863.48	股息率(%)	0.79%	1.13%	1.53%
负债和所有者权益	41500.02	46750.91	55363.29	流动性	2008E	2009E	2010E
				净负债/权益	(0.34)	(0.41)	(0.50)
				资产负债率	56.48%	57.36%	59.45%
				流动比率	1.37	1.24	1.30
				速动比率	0.99	0.88	0.92

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

中国南车(601766)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。