

由“北”推“南”



东方证券
ORIENT SECURITIES

公司评级

买入 增持 中性 减持 (维持)

周凤武、安倩、张帆

机械行业资深分析师

报告日期

2009 年 3 月 17 日 星期二

021-63325888-6100

zhoufw@orientsec.com.cn

事件：

据新浪网报道，2009 年 3 月 16 日，铁道部与中国北车股份有限公司旗下的唐山轨道客车公司和长客股份公司签署协议，用于京沪高速铁路的 100 列新一代动车组全部由中国北车制造，合同价值 392 亿元，唐客和长客分别有 60 辆和 40 辆。新一代高速动车组采取 16 辆长编组形式，由四个牵引动力单元组成“八动八拖”结构，动车组牵引功率达 18.4MW，最高试验时速将超过 400 公里，在运营时速、牵引功率、网络控制和旅客界面设计等方面全面接轨世界一流水平。目前中国北车具备了月产 12 列 350km/h 等级高速动车组的世界最大产能。

另据报道，铁道部副总工程师张曙光昨天表示，铁道部今年还将采购更大批量的国产动车组，进一步拉动内需。

我们的观点：

- 根据铁道部历次动车组放单的惯例，中国南车、中国北车两家的份额大致相当，因此我们推断中国南车未来至少有 100 列的订单。南车新一代 350 公里动车组计划于 2010 年下线投产，技术平台是在之前 200 公里、300 公里动车基础上通过自主研发而成，虽然其下线时间晚于北车，但仍能满足此次铁路大开发的进程。
- 此次北车承接的 100 列动车组用于京沪高铁，未来还有京沈、哈大、郑西等数条高速铁路，均须配置时速 350 公里动车组，我们预计未来 350 公里动车组的整体市场规模大于 200 列。此次只是新型动车组的第一批订单。
- 从单价来看，350 公里动车组单价高达 3.92 亿元（含税），远高于之前 200 公里、300 公里动车组的单价。由于南北车 350 公里动车组技术平台不同，因此单价上会有所区别，但基本在 4 亿元左右。
- 目前南车在手订单包括 49 列 300 公里动车组及 30 亿长大卧铺编组动车组，预计将在 2009、2010 年间交付，随着动车组量的上升，其收入占比会不断增加，且由于动车毛利率水平在南车各车型中最高，将有效提高公司整体毛利水平，提高公司盈利能力。
- 中国南车 200 公里动车组相比北车更加成熟，2004 年签订的 60 列 200 公里动车组订单已经全部交付，北车目前只交付了小批量的 200 公里动车组。在一些既有线路质量较好的地区，如长三角、珠三角、环渤海湾等人口密集地区，既有线加以改造便可以运行 200 公里的动车组，因此我们认为未来 200 公里动车组需求前景将更加广阔。
- 我们继续维持中国南车的盈利预测，2009、2010、2011 年 EPS 分别为 0.19 元、0.29 元、0.48 元，未来三年归属母公司净利润年均复合增长率为 58.24%。维持南车买入投资评级。

附表：财务报表预测与比率分析
损益表（人民币百万元）

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
营业总收入	27400.96	33105.64	47293.45	62702.86	90329.36
营业成本	23266.00	27528.98	39078.50	51311.47	73160.42
主营业务税金及附加	117.27	140.11	203.49	268.08	385.00
销售费用	641.07	629.01	898.58	1191.35	1716.26
管理费用	2355.72	2813.98	3925.36	5016.23	7045.69
财务费用	239.51	330.21	161.14	102.58	18.76
营业利润	781.40	1663.35	3026.39	4813.15	8003.23
非经常性损益	412.55	338.59	48.33	30.24	(70.85)
税前利润	1193.95	2001.94	3074.71	4843.39	7932.38
所得税	124.91	300.29	461.21	726.51	1189.86
净利润	1069.05	1701.65	2613.51	4116.88	6742.53
少数股东损益	261.69	260.25	399.71	629.64	1031.21
归属母公司净利润	807.35	1441.40	2213.79	3487.24	5711.32
EPS（元/股）	0.12	0.12	0.19	0.29	0.48

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
货币资金	8271.52	14135.81	16531.13	21397.01	29404.41
应收账款票据	5336.84	7509.62	10030.62	12504.73	16725.03
存货	5839.56	7514.62	10380.92	13180.45	18128.73
交易性金融资产	0.00	115.30	115.30	115.30	115.30
流动资产合计	21791.42	33234.93	42250.97	53467.49	72528.10
长期投资	632.56	739.34	739.34	739.34	739.34
固定资产	6298.14	6054.70	6809.44	6892.77	6414.88
在建工程	813.41	2161.36	1430.94	784.86	355.65
可供出售金融资产	49.16	9.42	9.42	9.42	9.42
非流动资产合计	10934.44	11998.04	11971.44	11348.25	10387.89
资产总计	32725.86	45232.97	54222.41	64815.74	82915.99
循环借款	5486.16	3973.21	3973.21	3973.21	3973.21
应付账款	7842.05	10464.61	14380.62	18287.50	25205.25
预收账款	5148.88	5959.01	8039.89	10032.46	13549.40
其他应付款	99.93	22.02	26.59	29.84	31.50
流动负债合计	21682.67	22098.90	28731.52	35676.01	47909.04
非流动负债合计	4627.32	4513.00	4513.00	4513.00	4513.00
负债合计	26309.99	26611.90	33244.52	40189.01	52422.04
股本	7000.00	11840.00	11840.00	11840.00	11840.00
资本公积	(2654.04)	3281.65	3724.41	4421.86	5564.12
未分配利润	0.00	1081.05	2484.71	4632.09	8040.28
股东权益	6415.87	18621.07	20977.89	24626.73	30493.95
负债和股东权益	32725.86	45232.97	54222.41	64815.74	82915.99

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
税后利润	807.35	1441.40	2213.79	3487.24	5711.32
经常性现金支出	1109.69	1437.57	1382.28	1415.21	1513.39
非经常性现金支出	(137.35)	(116.25)	(46.12)	8.83	46.39
营运资金变动	(598.22)	(3845.83)	(312.65)	94.05	186.90
少数股东损益	261.69	260.25	399.71	629.64	1031.21
经营活动现金净流	1443.17	(822.86)	3637.01	5634.96	8489.20
资本开支	1536.29	2020.90	907.45	391.22	81.01
其他投资	0.00	(26.48)	(15.44)	(15.44)	(15.44)
投资活动现金净流	(2349.29)	(1962.80)	(782.98)	(308.73)	(27.89)
贷款增加	3834.41	(114.32)	0.00	0.00	0.00
支付股利利息	(319.07)	(243.06)	(348.97)	(364.42)	(352.31)
其他融资	2648.85	32.87	(109.76)	(95.93)	(101.60)
筹资活动现金净流	2498.26	8649.95	(458.72)	(460.35)	(453.91)
现金净流量	1592.13	5864.29	2395.31	4865.88	8007.40
现金期初余额	0.00	8271.52	14135.81	16531.13	21397.01
现金期末余额	1592.13	14135.81	16531.13	21397.01	29404.41

比率分析

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
增长能力					
营收增长率(%)	16.45%	20.82%	42.86%	32.58%	44.06%
EBITDA 增长率(%)	81.39%	60.68%	46.53%	43.68%	35.65%
EBIT 增长率(%)	5.92%	95.27%	59.89%	54.22%	63.19%
净利润增长率(%)	72.45%	59.17%	53.59%	57.52%	63.78%
盈利能力					
毛利率(%)	15.09%	16.85%	17.37%	18.17%	19.01%
净利率(%)	3.90%	5.14%	5.53%	6.57%	7.46%
EBITDA 利润率(%)	6.38%	8.49%	8.70%	9.43%	8.88%
ROA(%)	3.27%	3.76%	4.82%	6.35%	8.13%
ROE(%)	16.66%	9.14%	12.46%	16.72%	22.11%
ROIC(%)	16.81%	14.08%	17.26%	23.38%	32.08%
偿债能力					
资产负债率(%)	80.40%	58.83%	61.31%	62.01%	63.22%
流动比率(倍)	1.01	1.50	1.47	1.50	1.51
速动比率(倍)	0.63	0.98	0.93	0.95	0.97
价值评估					
P/B(倍)	6.93	3.21	2.86	2.46	2.00
P/E(倍)	63.06	36.22	23.59	14.97	9.14
EV/收入(倍)	(0.03)	1.32	0.87	0.58	0.31
EV/EBITDA(倍)	(0.40)	15.54	10.02	6.15	3.54
EV/EBIT(倍)	(0.68)	21.90	12.94	7.40	3.54

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

周凤武：机械行业资深分析师

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接收到任何形式的报酬。

安倩：机械行业助理分析师

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接收到任何形式的报酬。

张帆：机械行业助理分析师

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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。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。

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。

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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn