

周勇
 021-68407302
 zhouy@cmschina.com.cn

2009年3月17日

中国南车 (601766.SH)/4.30 元

第二批 350 公里等级动车组中标情况点评

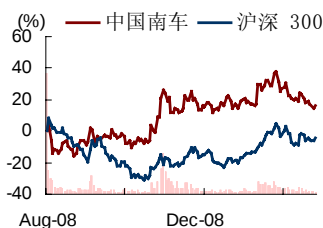
投资评级: 审慎推荐-A
评级调整: 维持
目标估值: 4.8-5.6 元

基础数据

总股本 (万股) 1184000
 流通股本 (万股) 300000
 总市值 (亿元) 509
 流通市值 (亿元) 129
 52 周股价

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	30	32
相对表现	-14	30	80



相关报告

1、《中国南车 (601766) -需求拉动和技术升级驱动五年高速增长》2009/03/04

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在京正式签署。根据合同要求,用于京沪高速铁路的、价值约400亿元的这100列新一代动车组将由中国北车制造,并在2011年驶上京沪高铁。

点评:

- **中国南车没有中标只因研发进度稍晚。**此次第二代350公里动车组招标中,中国北车旗下长客和唐客分别中标30和70列,每列采取16辆编组,单列合同金额达到3.92亿。中国南车没有中标的原因主要在于,中国南车以自主研发为主,项目进度上稍晚于中国北车。
- **中国南车第二代动车组国产化率更高。**中国北车的第二代动车组是由唐客直接引进西门子技术,此100列作为第二批订单,预计国产化率会比第一批有所提升,但仍将低于中国南车。中国南车的第二代动车组由旗下四方股份承担,主要依靠自主研发,外方提供技术支持,国产化率将超过北车,预计在75%以上。

表 1: 中国南车旗下四方股份不同等级动车组业务的关键指标跟踪

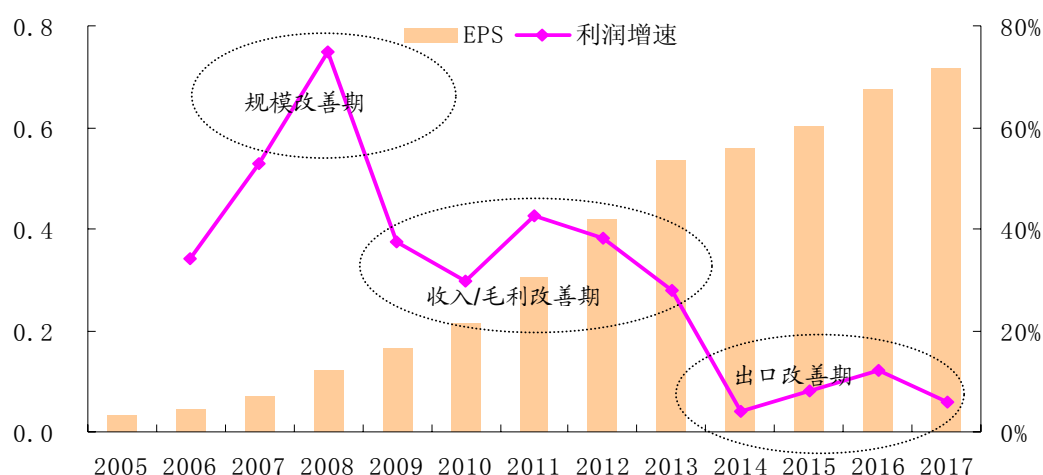
	第一代 250 公里等级	第二代 350 公里等级
技术引进费	技术引进费已经铁道部统一支付,后续除部分零部件(空心轴、轮柄、铝型材)外,全部实现国产化,并具备完全自主知识产权。	企业仍需要支付一定技术引进费,四方自主解决高速制动、控制和集成系统,外方主要负责技术评审,提供技术支持。
外购比例	外购比例: 10-15%	外购比例: 20-25%
国产化率	国产化率: 超过 85%	国产化率: 超过 75%
标准列价格	标准列价格: 1.5 亿	标准列价格: 3.5 亿
需求情况	生产周期缩短至 4-6 个月,不排除新增需求,但可能产生结构性生产空缺	京津线已基本饱和,09 年的新增需求在武广和郑西客运专线

资料来源: 招商证券研发中心

□ 第二代动车组需求陆续进入释放期, 南车可能在随后赢取大单。

- 在此次北车中标 100 列之前,南北车公司合计手持订单为 101 列,其中南车为 51 列,北车为 50 列,主要是用来满足 09 年竣工的郑西和武广客运专线的投入运营。目前运营里程仅 125 公里的京津线上运行的第二代动车组有近 40 列,随着年底郑西和武广客运专线的投入运营,我们预计后续还有新增订单的需求。
 - 在此次北车中标 100 列之后,南北车公司在第二代动车组上的合计在手订单规模为 201 列,北车目前稍占优势,但我们认为高速动车组领域一定是两强相争,预计中国南车在第三批的 350 公里等级动车组中将获得类似级别的大额订单。
- **维持中国南车盈利预测不变, 给予“审慎推荐-A”评级。**盈利改善模型显示公司未来 5 年净利润复合增长率超过 30%,市场将给予其一定的估值溢价,09 合理动态 PE 可达 30-35 倍,预计公司 09 年 EPS 为 0.16 元,目标价格为 4.8-5.6 元。

图 1: 中国南车的盈利改善曲线



资料来源：招商证券研发中心

表 2: 中国南车主营业务分析

单位: 百万	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售收入合计	20282	23529	27401	34679	43202	52087
货车(百万元)	7203	8095	9223	9670	7920	8473
机车(百万元)	6711	7215	7121	7800	12600	15600
其他(百万元)	2148	2436	3238	4210	5052	6214
客车(百万元)	2928	3433	3423	3200	3430	3700
动车组(百万元)	74	1120	2692	6800	9800	11500
城轨地铁车辆(百万元)	1218	1232	1704	3000	4400	6600
合计收入增长率		16.01	16.45	26.56	24.58	20.57
货车		12.38	13.93	4.85	-18.09	6.98
机车		7.51	-1.30	9.53	61.54	23.81
其他		13.41	32.95	30.00	20.00	23.00
客车		17.24	-0.28	-6.51	7.19	7.87
动车组		1408.09	140.37	152.64	44.12	17.35
城轨地铁车辆		1.13	38.35	76.02	46.67	50.00
合计毛利率(%)	14.08	14.64	15.09	16.61	16.91	17.27
货车	13.00	13.00	13.00	14.00	13.50	14.00
机车	13.20	14.00	15.50	18.00	17.60	18.00
其他	24.00	23.50	20.70	19.00	18.00	18.50
客车	13.00	13.00	13.00	14.00	13.80	14.00
动车组	21.00	21.00	20.00	20.50	21.50	21.80
城轨地铁车辆	10.00	10.50	10.50	12.00	12.00	12.50
销售成本合计	17426	20084	23266	28920	35898	43093
货车	6267	7043	8024	8316	6851	7287
机车	5825	6205	6017	6396	10382	12792
其他	1632	1863	2568	3410	4142	5064
客车	2547	2986	2978	2752	2957	3182
动车组	59	885	2153	5406	7693	8993
城轨地铁车辆	1096	1103	1525	2640	3872	5775

资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

1、《需求拉动和技术升级驱动五年高增长》03/04/2006:

通过构建一个三阶段的盈利改善模型，系统阐述中国南车未来的盈利改善空间及其投资价值。

分析师简介

周勇，复旦大学经济学硕士，曾先后在长江证券和招商证券从事行业比较与资产配置方面的专题研究，2008 年底从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。