



2009 年 4 月 3 日

机械

业绩预览

王黎明

联系人

wanglm@cicc.com.cn

罗炜

分析师

luowei@cicc.com.cn

审慎推荐

中国南车(601766.CH/1766.HK)

预计一季度业绩不容乐观

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	27,401	34,282	44,235	51,695
(+/-)	16.5%	25.1%	29.0%	16.9%
毛利	4,018	5,652	7,414	8,856
(+/-)	20.4%	40.7%	31.2%	19.4%
归属于母公司股东净利润	807	1,400	1,794	2,277
(+/-)	52.9%	73.4%	28.1%	27.0%
每股盈利 (元)	0.068	0.118	0.151	0.192
EV/EBITDA	25.5	15.8	13.3	10.9
净资产收益率	18.6%	9.1%	10.7%	12.3%
ROCE	7.3%	6.3%	7.5%	8.6%
现金分红收益率	0.0%	0.7%	0.8%	1.1%
每股经营现金流 (元)	0.12	0.14	0.21	0.24
股价/经营现金流	37.2	31.5	21.6	18.5
市盈率 (A股)	66.6	38.4	30.0	23.6
市净率 (A股)	12.4	3.5	3.2	2.9
市盈率 (H股)	65.0	26.0	20.7	16.8
市净率 (H股)	9.2	2.4	2.3	2.2

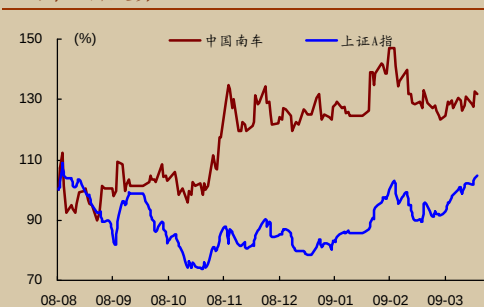
股票信息

H股	A股
1766.HK	601766.CH
港币 3.58	人民币 4.54
港币 3.4	目标价
21.1	日成交量 (百万股)
港币 4.46/1.86	52周最高价/最低价
50,953	市值 (百万元)
11,840	发行股数 (百万股)
4,424	其中:流通股 (百万股)
	主要股东 (持股比例)
	中国南方集团(56.75%)

最近股价走势

	近一周	1个月	3个月	年初至今
601766.CH	+0.44	+1.79	+5.34	+5.34
上证A指	+2.14	+15.83	+33.16	+33.16
A股机械指数	+3.80	+19.40	+51.20	+51.20

52 周股价走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

2009/04/23 2008 年年报及2009 年一季度业绩发布

08 年及 09 年 1 季度业绩预测:

中国南车将于 4 月 23 日公布 2008 年年报和 2009 年一季报。我们预计其 2008 年业绩基本符合市场预期, 预计实现每股收益约 0.115-0.118 元; 2009 年 1 季度盈利状况不容乐观, 预计实现每股收益约 0.015 元。

要点关注:

一季度是中国南车最艰难的时候, 预计实现每股收益约 0.015 元。业绩不容乐观的主要原因是货车、机车交付量的减少导致收入的同比下降。受铁路运输需求下降的影响, 铁道部一季度没有招标货车, 南车仅生产了部分去年年底遗留订单, 预计货车产量同比下降 50%以上。机车方面由于株机公司新的大功率机车春节前后才下线, 一季度处在起步阶段, 没有大批量生产, 预计机车业务同比下降 50%以上。

基于铁道部会采购货车的假定维持盈利预测不变。货车需求下滑等因素在我们的盈利预测中已有所反映。基于铁道部会在二季度按年初计划开始货车招标的假定, 维持中国南车 2009-2010 年 0.15、0.19 元的每股收益预测不变。

估值与建议:

维持长期看好、短期中性投资评级: 2009 年一季度是中国南车经营最困难的时候, 提醒投资者一季度业务风险。目前中国南车 A 股 2009、2010 年市盈率为 30 倍和 24 倍, H 股为 21 倍和 17 倍。我们认为长期而言, 铁路设备将受益于大规模铁路建设, 预计铁路设备交付的高峰期在 2011-2013 年, 对于长期投资者而言投资价值存在。维持对中国南车 A 股和 H 股长期看好、短期中性的投资评级。在一季度业绩风险释放后, 未来新签铁路车辆订单的公布将成为中国南车的股价催化剂。

风险提示

目前我们对中国南车的盈利预测是基于铁道部在二季度会按照年初计划额进行货车招标的假设。若铁路运输需求持续疲软, 铁道部取消或者减少货车招标, 将对中国南车 2009 年的盈利产生负面影响。

预计 2008 年业绩符合市场预期

预计中国南车 2008 年实现销售收入约 350 亿元，归属母公司净利润约 13.7-14 亿元，对应每股收益 0.116-0.118 元，符合市场预期。2008 年三季度中国南车受交付产品结构的影响毛利率较低，仅 13%。四季度动车组等高端产品集中交付，预计 2008 年四季度毛利率水平能够上升到全年平均水平，约 16%。

一季度业绩不容乐观

预计中国南车 2009 年一季度实现每股约 0.015 元，同比和环比均出现下降。一季度业绩下降主要的原因是货车、机车交付量的减少导致收入的同比下降。预计销售收入同比下降约 11%。

图表 1：分季度收入利润对比

(百万元)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08E	1Q09E
营业收入	6,725	8,261	9,493	9,803	6,013
YoY, (%)	10.9%	28.7%			-10.6%
QoQ, (%)		22.8%	14.9%	3.3%	-38.7%
毛利	1,219	1,581	1,238	1,617	n.a.
YoY, (%)	44.4%	61.2%			
QoQ, (%)		29.7%	-21.7%	30.7%	n.a.
净利润	368	441	252	339	178
YoY, (%)	262.1%	97.4%			-51.7%
QoQ, (%)		20.1%	-43.0%	34.8%	-47.7%
EPS (元)	0.031	0.037	0.021	0.029	0.015
YoY, (%)	262.1%	97.4%			-51.7%
QoQ, (%)		20.1%	-43.0%	34.8%	-47.7%

资料来源：公司资料、中金公司研究部

一季度是中国南车最艰难的时候。在宏观经济不景气的大环境下，铁路运输需求疲软，铁道部封存了数万辆货车。此外株机公司的新机车处在起步阶段，没有形成批量。公司一季度主要依赖动车组、客车以及城轨地铁车辆业务。

货车：2009 年一季度铁道部没有进行货车招标。中国南车一季度仅生产了一些去年年底没有做完的遗留订单，预计一季度货车产量同比下降 50%。

机车：一方面 2008 年一季度是大功率机车集中交付时期，基数大；另一方面株机公司新的大功率机车春节前后才下线，一季度处在起步阶段，没有大批量生产。预计一季度机车业务同比下降 53%。

动车组、客车：在货运需求疲软的情况下，铁道部实施以客补货战略，客车、动车组同比增长情况较好。

城轨地铁车辆：保持持续高速增长态势。

图表 2：2009 年一季度分业务板块收入预测

营业收入(百万元)	1Q08	1Q09E	YoY
	6,725	6,013	-11%
机车业务	1,731	813	-53%
客车业务	814	1,627	100%
货车业务	2,180	1,046	-52%
动车组业务	794	952	20%
城轨地铁车辆业务	246	516	110%
其他业务	962	1,058	10%

资料来源：公司资料、中金公司研究部

基于铁道部会采购货车的假定维持盈利预测不变

货车需求下滑、机车产品结构替代等因素在我们的盈利预测中已有所反映。我们预计 2009 年中国南车货车收入将同比下降 20%，机车毛利率全年也将下降 0.6 个百分点。基于铁道部会在二季度开始货车招标的假定，维持中国南车 2009-2010 年 0.15、0.19 元的每股收益预测不变。若铁路运输需求持续低迷，铁道部取消或者减少货车招标，将对中国南车的盈利产生负面影响。

维持长期看好、短期中性投资评级

2009 年一季度是中国南车经营最困难的时候，提醒投资者一季度业务风险。目前中国南车 A 股 2009、2010 年市盈率分别为 30 倍和 24 倍，H 股为 21 倍和 17 倍。我们认为长期而言，铁路设备将受益于大规模铁路建设，预计铁路设备交付的高峰期在 2011-2013 年，对于长期投资者而言长期投资价值存在。维持对中国南车 A 股和 H 股长期看好、短期中性的投资评级。在一季度业绩风险释放后，未来铁道部对铁路车辆的陆续招标将成为中国南车股价的催化剂。

风险提示

目前我们对中国南车的盈利预测是基于铁道部在二季度会按照年初计划额进行货车招标的假设。若铁路运输需求持续疲软，铁道部取消或者减少货车招标，将对中国南车 2009 年的盈利产生负面影响。

图表 3: 历史及预测主要财务数据

损益表(百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	27,401	34,282	44,235	51,695
营业成本	-23,266	-28,484	-36,633	-42,619
主营业务利润	4,018	5,652	7,414	8,856
销售费用	-641	-754	-1,062	-1,292
管理费用	-2,356	-2,931	-3,782	-4,420
财务费用	-240	-294	-329	-395
资产减值损失	-42	-24	-23	-29
投资收益	222	206	250	314
公允价值变动	0	20	0	0
营业利润	962	1,875	2,468	3,034
营业外收入	314	250	250	300
营业外支出	-82	-64	-56	-20
税前利润	1,194	2,061	2,662	3,314
所得税	-125	-371	-479	-596
净利润	1,069	1,690	2,183	2,717
归属于母公司股东的净利润	807	1,400	1,794	2,277
少数股东权益	262	290	389	440
现金流量表(百万元)				
经营活动现金流净额	1,443	1,706	2,494	2,898
投资活动现金流净额	-2,349	-6,002	-4,564	-1,583
融资活动现金流净额	2,503	7,041	1,223	536
货币资金增加额	1,597	2,745	-848	1,851
资产负债表(百万元)				
货币资金	8,272	11,016	10,168	12,020
应收帐款	4,020	5,166	6,969	8,498
预付帐款	2,344	2,932	3,783	4,421
存货	5,840	8,453	11,210	13,455
流动资产合计	21,791	29,017	34,001	40,579
长期股权投资	633	838	1,088	1,402
固定资产	6,298	5,954	7,724	10,034
在建工程	769	6,294	8,120	6,185
无形资产	3,090	3,056	2,960	2,919
非流动资产合计	10,934	16,279	20,030	20,682
资产总计	32,726	45,296	54,031	61,261
短期借款	5,437	3,158	5,158	6,158
应付短期融资券	795	795	795	795
应付票据	1,612	1,951	2,509	2,919
应付帐款	6,230	7,804	9,785	11,093
预收帐款	5,149	6,304	8,107	9,432
其他应付款	1,520	1,861	2,394	2,785
流动负债合计	21,683	23,039	30,109	34,762
长期借款	2,086	2,000	2,000	2,500
其他非流动负债	2,252	2,202	2,152	2,102
非流动负债合计	4,627	4,451	4,381	4,811
负债合计	26,310	27,490	34,490	39,573
股本	7,000	11,840	11,840	11,840
储备和未分配利润	-2,654	3,606	4,951	6,659
归属于母公司股东所有者权益合计	4,346	15,446	16,791	18,499
少数股东权益	2,070	2,360	2,749	3,189
所有者权益合计	6,416	17,806	19,541	21,689
负债和权益	32,726	45,296	54,031	61,262
财务指标				
毛利率	14.7%	16.5%	16.8%	17.1%
经营利润率	3.5%	5.5%	5.6%	5.9%
净利率	3.9%	4.9%	4.9%	5.3%
资产收益率	2.5%	3.1%	3.3%	3.7%
净资产收益率	18.6%	9.1%	10.7%	12.3%
资产负债率	80.4%	60.7%	63.8%	64.6%
净债务/净资产	-16.1%	-37.3%	-17.0%	-17.1%
每股盈利	0.07	0.12	0.15	0.19
每股分红	-	0.03	0.04	0.05
每股净资产	0.62	1.30	1.42	1.56

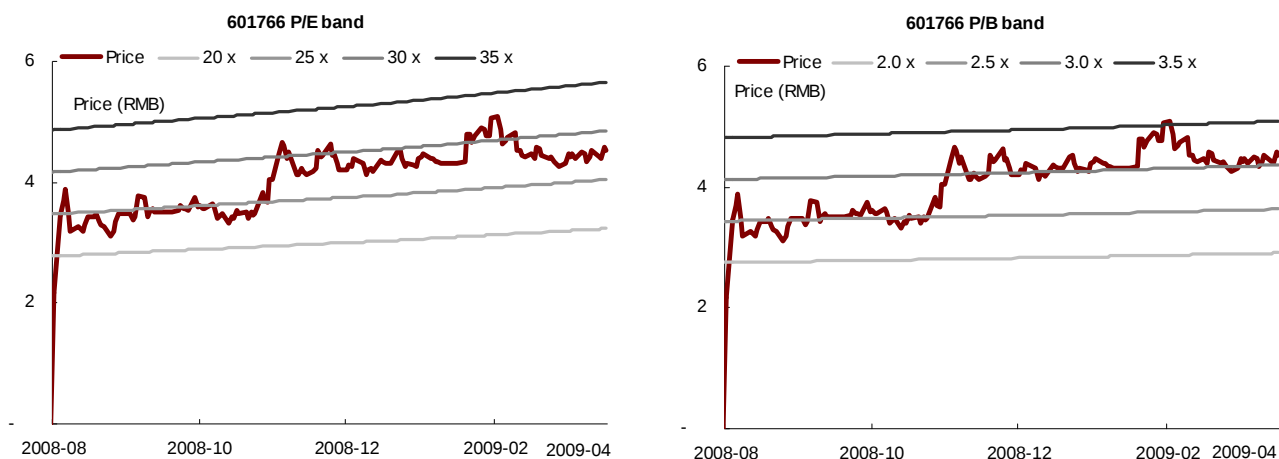
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：可比公司估值表

公司名称	股价 09-4-2	市值 (百万美元)	市盈率			市净率			EPS CAGR 08-10E	ROE			EV/EBITDA			Yield ratio		
			08E	09E	10E	08E	09E	10E		08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E
A股铁路运输设备相关上市公司																		
中国南车（A股）	4.54	7,457	38.4	30.0	23.6	3.5	3.2	2.9	28%	9.1%	10.7%	12.3%	15.65	13.22	10.85	0.66%	0.84%	1.07%
时代新材	14.19	424	52.9	31.0	22.9	6.5	5.6	4.6	52%	13.6%	17.9%	20.6%	28.39	19.05	15.37	0.53%	0.71%	1.13%
天马股份	34.48	2,997	18.1	11.8	10.6	4.5	2.3	1.9	31%	22.4%	25.4%	22.2%	25.42	17.80	14.95	0.46%	0.67%	0.90%
晋西车轴	20.35	500	27.6	31.5	25.7	3.9	2.3	2.1	4%	11.4%	12.9%	13.5%	19.35	14.91	12.30	0.93%	1.04%	1.19%
北方创业	10.94	277	38.7	31.2	23.4	2.2	2.1	2.0	29%	6.2%	7.9%	8.8%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
太原重工	25.45	1,664	25.1	21.1	19.1	4.5	3.7	3.1	15%	25.3%	24.9%	23.1%	16.58	12.71	10.61	0.69%	1.07%	1.23%
晋亿实业	7.16	774	42.8	23.6	20.7	3.2	2.9	2.6	44%	8.0%	11.2%	11.5%	19.60	17.12	16.65	1.00%	1.21%	N.A.
湘电股份	16.71	575	66.8	35.0	22.0	3.3	2.8	2.5	74%	4.6%	9.9%	12.8%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
平均值			38.8	26.9	21.0	3.9	3.1	2.7	34%	12.6%	15.1%	15.6%	20.83	15.80	13.46	0.71%	0.92%	1.10%
中值			38.6	30.5	22.4	3.7	2.9	2.5	30%	10.2%	12.0%	13.1%	19.48	16.01	13.63	0.67%	0.94%	1.13%
A股铁路建筑相关上市公司																		
中国中铁A	5.60	16,608	214.6	24.6	19.6	2.1	2.0	1.9	231%	4.2%	8.1%	9.4%	10.62	9.94	8.92	0.50%	1.03%	1.28%
中国铁建A	9.67	17,216	35.4	23.7	18.8	2.6	2.4	2.2	37%	8.2%	10.4%	11.7%	8.91	8.11	7.42	0.81%	1.11%	1.36%
平均值			125.0	24.2	19.2	2.3	2.2	2.0	134%	6.2%	9.2%	10.5%	9.76	9.03	8.17	0.66%	1.07%	1.32%
中值			125.0	24.2	19.2	2.3	2.2	2.0	134%	6.2%	9.2%	10.5%	9.76	9.03	8.17	0.66%	1.07%	1.32%
H股铁路运输设备相关上市公司																		
中国南车（H股）	3.58	7,457	26.0	20.7	16.8	2.4	2.3	2.2	24%	9.1%	11.1%	12.8%	14.47	12.48	10.15	0.83%	1.06%	1.35%
南车时代	8.35	1,168	23.3	18.6	14.5	2.7	2.4	2.2	27%	11.8%	13.9%	15.8%	13.23	10.16	7.91	2.10%	2.66%	3.41%
H股铁路建筑相关上市公司																		
中国中铁H	4.79	16,608	157.8	18.6	15.4	1.6	1.5	1.5	220%	4.2%	8.0%	9.4%	11.41	8.71	7.99	0.69%	1.35%	1.65%
中国铁建H	10.06	17,216	31.9	21.9	18.0	2.3	2.2	2.0	33%	8.2%	10.4%	11.7%	8.79	7.86	7.17	0.90%	1.21%	1.44%
平均值			94.8	20.2	16.7	1.9	1.8	1.7	127%	6.2%	9.2%	10.5%	10.10	8.29	7.58	0.79%	1.28%	1.55%
中值			94.8	20.2	16.7	1.9	1.8	1.7	127%	6.2%	9.2%	10.5%	10.10	8.29	7.58	0.79%	1.28%	1.55%
海外铁路运输设备相关上市公司																		
Alstom	41.63	15,962	14.4	10.6	9.4	5.1	3.8	2.9	24%	42.6%	36.7%	36.7%	5.25	4.65	4.65	2.67%	2.99%	2.99%
Siemens	44.99	54,921	8.6	9.0	9.2	1.3	1.3	1.2	-3%	17.0%	14.4%	13.7%	6.75	5.61	5.75	3.88%	3.70%	3.78%
Bombardier	3.04	4,273	13.9	5.7	6.5	1.8	1.8	1.6	46%	10.8%	33.6%	26.8%	3.73	2.78	3.06	0.00%	2.94%	3.15%
GE	10.17	107,487	5.3	9.5	10.4	0.8	1.0	1.0	-28%	15.5%	10.1%	10.6%	17.52	20.85	21.25	11.42%	9.33%	6.33%
Kawasaki	205.00	3,433	9.5	29.7	44.6	1.1	1.1	1.0	-54%	3.2%	0.8%	0.8%	10.07	10.11	10.11	1.01%	1.31%	1.31%
平均值			10.4	12.9	16.0	2.0	1.8	1.5	-3%	17.8%	19.1%	17.7%	8.66	8.80	8.96	3.80%	4.05%	3.51%
中值			9.5	9.5	9.4	1.3	1.3	1.2	-3%	15.5%	14.4%	13.7%	6.75	5.61	5.75	2.67%	2.99%	3.15%

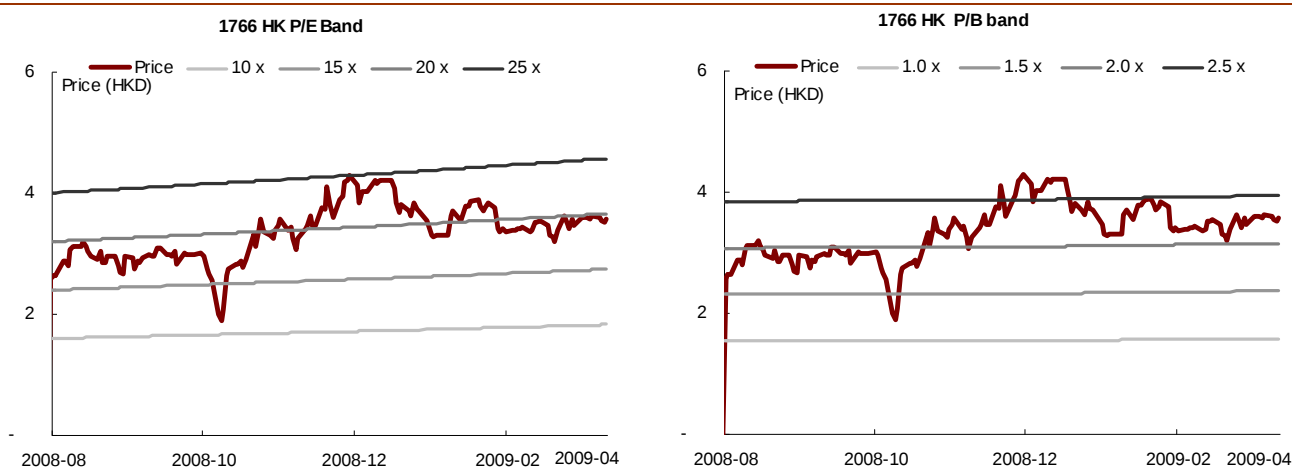
资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

图表 5：Historical P/E and P/B bands A share



资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

图表 6: Historical P/E and P/B bands H Share



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。