

上市公司简评报告

铁路设备制造业

现在是最困难的时候

事件

公司公布 08 年年报及 09 年一季报

08 年实现收入 357.68 亿元，比上年增长 30.54%；实现归属于上市公司股东的净利润 13.84 亿元，比上年增长 71.45%，基本每股收益 0.16 元，按年底总股本摊薄每股收益 0.117 元，与我们预期的基本一致。分配预案为 10 派 0.32 元。

09 年 1 季度实现收入 73.75 亿元，同比增长 9.67%；净利润 1.93 亿元，同比下降 47.53%，每股收益为 0.016 元。

简评

08 年各系列产品收入有升有降，09 年 1 季度货车、机车表现差

08 年公司各系列产品的收入与上年同期相比有升有降。其中，机车业务、城轨地铁业务、动车组业务和延伸产业收入分别增长 14.75%、51.4%、111.87%和 101.98%；货车业务实现微幅增长 2.9%；而客车业务收入减少 4.1%。

机车业务收入增长原因是 08 年第一季度电力机车销量上升和产品单价提升，收入增长超出我们预期，带动全年机车收入增长。

城轨地铁业务收入增长原因是受益于行业景气而导致的产品交货量增加。

动车组业务 08 年收入与上年相比增幅较大，主要原因是随着部分高铁项目的投产，市场需求持续上升，此外产品单价也因为国产化的推进有所提升，带动了动车组业务收入的显著增长。

延伸产业收入增长原因是豪华公交车、汽车配件、船舶柴油机等销量明显增加。

货车业务收入占主营业务收入的比重也由以前的 35%左右下降到 26.5%，主要原因是货车修理量大幅下降，而 08 年货车的新造业务收入反而有所上涨。

客车业务的下滑则主要是因为动车组的产品替代。

一季度收入增长不理想。09 年 1 季度实现收入 73.75 亿元，同比仅增长 9.67%。主要原因有二：一是货车业务下滑。铁道部取消了传统的 1 季度货车招标，主要原因是今年货车招标的滞后直接导致公司没有获得新的国内货车生产订单。二是机车处于换型阶段，1 季度新型机车尚未实现交付，而去年 1 季度由于南方雪灾机车交付量较大。

中国南车（601766）

调升

增持

冯福章

fengfuzhang@csc.com.cn
010-85,130,969

高晓春

gaoxiaochun@csc.com.cn
10-85,130,639

分析日期：2009 年 04 月 23 日

当前股价：4.67 元

目标价格 6 个月：5.25 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
5.2/-2.7	6.7/-16.1	0.0/21.8
12 月最高/最低价 (元)		5.15/0
总股本 (万股)		1,184,000
流通 A 股 (万股)		300,000
总市值 (亿元)		553
流通市值 (亿元)		140
近 3 月日均成交量 (万)		17,660
主要股东		
HKSCC NOMINEES LIMITED		17.02%

股价表现



相关研究报告

08.08.01	我国最大的铁路设备制造商
08.09.17	城轨地铁业务是未来重要增长点
08.12.08	铁路设备 2009 年投资策略报告：资金来源有保障，行业迎来高增长

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

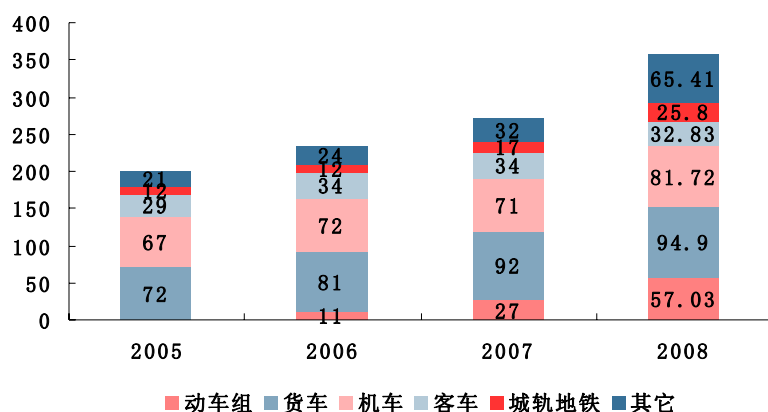
表 1: 08 年各业务收入及其增长情况

收入 (亿元)	2008 年	占比 (%)	2007	占比	收入增长率 (%)
机车	81.72	22.85	71.21	25.99	14.75
客车	32.83	9.18	34.23	12.49	-4.08
货车	94.90	26.53	92.23	33.66	2.9
动车组	57.03	15.94	26.92	9.82	111.87
城轨地铁车辆	25.80	7.21	17.04	6.22	51.4
其它	65.41	18.29	32.38	11.82	101.98
合计	357.68	100.00	274.01	100.00	30.54

资料来源: 中信建投研究发展部

图 1: 历年来各项业务收入

单位: 亿元



资料来源: 中信建投研究发展部

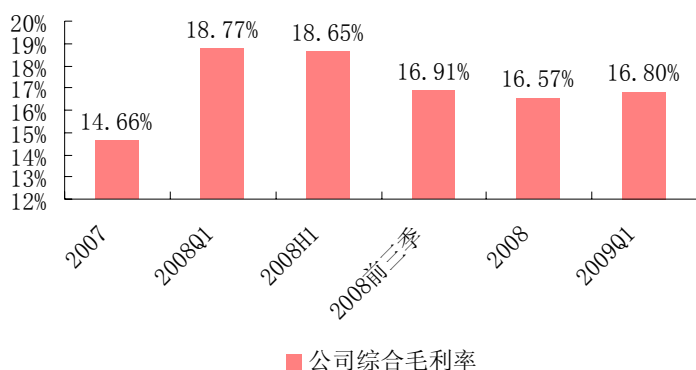
08 年净利润增速高于收入增速, 主因是毛利率提升

由于公司产品国有化比例的提高、产品价格提升和有效的成本控制, 08 年综合毛利率提高 1.91 个百分点至 16.57%, 全年毛利率呈现前高后低的局面。

2009 年一季度毛利率为 16.8%, 同比下降 2 个百分点, 环比下降 0.48 个百分点, 但比去年全年的综合毛利率略有提升 (去年三季度综合毛利率最低)。主要原因是公司刚研制出六轴大功率电力机车, 新型机车处于批量前期, 尚未大量交付, 交付的大多是毛利率较低的机车车型。另外, 铁道部采取的以客补货策略也相应地增加了公司的客车订单, 但客车毛利率低于公司的综合毛利率。

未来货车招标后, 虽然会继续拉低毛利率水平, 但高毛利率的机车的大规模交付会抵消这一影响。再加上原材料价格下跌的影响, 我们认为公司综合毛利率未来将有小幅度的提升。

图 1：公司综合毛利率探底回升



资料来源：中信建投研究发展部

未来看点在于动车组和城轨地铁业务

按照产品系列来看，我们预计下半年动车组和城轨地铁的交付有望快于上半年，机车收入在新型号交付后会有较大幅度提升，客车在铁道部以客补货策略支持下会有爆发性增长，但货车的招标时间仍存在不确定性。

公司主要面向铁路设备行业，尽管当前遇到一些问题，但未来仍可保持确定性增长，随着铁道部货车的招标和新型机车的交付，公司的收入增长有望加快。

公司未来看点在于动车组和城轨地铁业务。公司动车组产能约为 55 列，该业务近三年收入的年复合增长率为 502.08%。按照铁道部测算，至 2010 年我国投入使用的动车组为 800 列~1000 列，未来三年将是动车组需求的高峰。城轨及地铁业务未来也进入快速发展期，公司是我国最大的城轨地铁车辆制造商，近三年该业务收入的年复合增长率为 18.29%，未来三年我国城轨及地铁车辆的年均需求量超过 1200 辆，公司计划将该业务打造成未来新的支柱产业，使公司成为国内一流、国际知名的城轨车辆研制企业。预计 09 年可实现销售 480 辆，毛利率可维持在 11.5% 左右。

估值和投资建议

我们预测公司 09、10 年营业收入分别为 432 亿、540 亿；净利润分别为 17.29 亿、23.26 亿，EPS 分别为 0.15 元、0.20 元。我们认为现在是公司最困难的时候，未来随着货车和机车业务的好转，以及动车组和城轨地铁业务的持续高增长，09 年业绩增长仍有保证。评级由中性提高至增持，目标价提高至 5.25 元。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	35768.15	43193.69	54000.21	68958.31
主营收入增长率	30.54%	20.76%	25.02%	27.70%
净利润（百万）	1384.24	1728.77	2325.77	3125.78
净利润增长率	71%	25%	35%	34%
EPS（元）	0.117	0.146	0.196	0.264
P/E	39.94	31.98	23.77	17.69

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告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、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

高晓春、冯福章，机械行业分析师。

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010