



2009 年 04 月 23 日

机械行业

业绩回顾

王黎明

联系人

wanglm@cicc.com.cn

罗炜

分析员

luowei@cicc.com.cn

审慎推荐

中国南车(601766.CH/1766.HK)

一季度业绩略好于预期

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	27,401	35,768	44,372	51,936
(+/-)	16.5%	30.5%	24.1%	17.0%
毛利	4,018	5,926	7,343	8,884
(+/-)	20.4%	47.5%	23.9%	21.0%
归属于母公司股东净利润	807	1,384	1,784	2,287
(+/-)	52.9%	71.5%	28.9%	28.2%
每股盈利(元)	0.068	0.117	0.151	0.193
EV/EBITDA	26.2	17.0	13.3	10.8
净资产收益率	18.6%	8.6%	10.3%	12.0%
ROCE	7.3%	6.3%	7.5%	8.7%
现金分红收益率	0.0%	0.7%	0.8%	1.0%
每股经营现金流(元)	0.12	0.11	0.25	0.24
股价/经营现金流	38.3	41.3	18.6	19.1
市盈率(A股)	68.5	39.9	31.0	24.2
市净率(A股)	12.7	3.4	3.2	2.9
市盈率(H股)	67.2	27.2	21.6	17.4
市净率(H股)	9.6	2.4	2.2	2.1

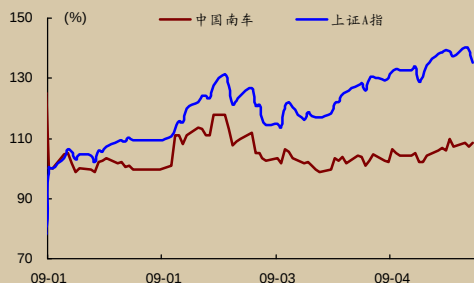
股票信息

H股	A股
1766.HK	601766.CH
港币3.70	人民币4.67
港币3.8	目标价
40.3	日成交量(百万股)
港币4.46/1.86	52周最高价/最低价
52,440	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%)

最近估值走势

	近一周	1个月	3个月	年初至今
601766.CH	+0.86	+6.38	+7.60	+8.35
上证A指	-1.70	+7.90	+22.73	+35.14
A股机械指数	+0.70	+13.00	+29.54	+65.60

52周估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

日期待定 2008 年度股东大会

08 年及 09 年 1 季度业绩回顾:

中国南车公布 2008 年年报和 2009 年一季报。2008 年业绩符合预期, 实现每股收益 0.117 元; 2009 年 1 季度实现每股收益 0.016 元, 略高于我们此前预期的 0.015 元, 对应同比下降 47%, 好于我们此前预期的同比下降 52%。利润分配方案: 每 10 股派发 0.32 元(含税)。

正面:

- 2008 年收入保持持续增长, 主要业务板块均实现增长态势。毛利率方面, 三季度受交付产品结构的影响毛利率较低, 仅 13%。四季度高端产品集中交付, 毛利率回升到 16.7%的水平。2008 年全年毛利率达 16.6%, 符合预期。

负面:

- 一季度货车同比下降较大。大功率机车春节才下线, 一季度在起步阶段, 没有大批量生产, 机车业务同比也下降。机车、货车拖累一季度收入同比仅增长 9.7%, 环比下降 34.7%。由于 1Q08 大功率机车的批量下线导致毛利率高达 18.1%, 而 1Q09 大功率机车交付少, 毛利率水平仅 16.3%, 与 2008 年全年 16.6%的水平大体一致。08 年一季度毛利率基数过高也导致 09 年一季度利润出现同比下降。

发展趋势:

货车业务方面, 3 月份以来铁路货运需求有所回暖, 预计 2 季度货车业务将出现转机。机车进入 2 季度也将持续转好。客车、动车组等将保持增长态势。预计二季度盈利将环比上升, 由于产品交付的波动性, 08 年的业绩前高后低, 预计 09 年是前低后高。预计 09 年下半年南车业绩同比增幅较大。

盈利预测调整:

整体上一季度业务的同比下降在预期之内, 下降幅度虽然略高于我们此前预期, 但仅增加了 0.001 元。维持 2009、2010 年 0.15 元和 0.19 元的每股收益不变。

估值与建议:

目前中国南车 A 股 2009、2010 年市盈率为 31 倍和 24 倍, H 股为 22 倍和 17 倍。中国南车一季度经营最艰难的情况已过去, 二季度将好转, 新签订单也将招标。此外长期而言, 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。我们看好中国南车 A 股和 H 股的长期表现。

风险提示: 一季度业绩同比大幅下降的短期风险

图表 1: 2008 年年度及 2009 年一季度业绩分析

损益表(人民币百万)	2007	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	2008	1Q09	CICC comments
营业收入	27,401	6,725	8,261	9,493	11,289	35,768	7,375	
YoY, (%)		10.9%	28.7%			30.5%	9.7%	1Q 货车、机车拖累收入，同比增速小
QoQ, (%)			22.8%	14.9%	18.9%		-34.7%	动车组、客车、城轨地铁是收入主力
营业成本	-23,266	-5,463	-6,642	-8,235	-9,338	-29,677	-6,136	
营业税金及附加	-117	-43	-38	-20	-63	-165	-34	
毛利	4,018	1,219	1,581	1,238	1,888	5,926	1,205	
YoY, (%)		44.4%	61.2%			47.5%	-1.1%	
QoQ, (%)			29.7%	-21.7%	52.6%		-36.2%	
销售费用	-641	-148	-169	-156	-315	-787	-163	
YoY, (%)		36.4%	28.1%			22.8%	10.4%	
管理费用	-2,356	-582	-726	-788	-1,246	-3,342	-687	
YoY, (%)		6.8%	26.4%			41.9%	18.1%	08 年主要是研发费用投入加大
财务费用	-240	-135	-94	-9	-21	-259	-22	
YoY, (%)		91.9%	1.9%			8.1%	-84.0%	
资产减值损失	-42	-23	-45	0	-60	-128	-7	08 年主要是存货跌价准备
投资收益	250	67	66	49	50	232	12	
公允价值变动	0	84	-10	-58	-15	-		
营业利润	962	482	604	276	281	1,643	339	
YoY, (%)		217.0%	66.5%			70.8%	-29.6%	
QoQ, (%)			25.1%	-54.2%	1.6%		20.9%	
营业外收入	314	77	85	71	113	347	25	
营业外支出	-82	-10	-20	-16	-12	-59	-6	
税前利润	1,194	550	669	331	381	1,931	357	
YoY, (%)		261.4%	84.4%			61.7%	-35.0%	
QoQ, (%)			21.6%	-50.5%	15.1%		-6.2%	
所得税	-125	-143	-143	1	39	-245	-74	
净利润	1,069	407	526	333	420	1,686	283	
YoY, (%)		253.7%	54.2%			57.7%	-30.4%	
QoQ, (%)			29.1%	-36.8%	26.2%		-32.5%	
归属于母公司股东的净利润	807	368	441	252	324	1,384	193	
少数股东权益	262	40	85	81	96	301	91	
总股本(百万股)	7,000	7,000	7,000	11,840	11,840	11,840	11,840	
每股收益(人民币元)	0.068	0.031	0.037	0.021	0.027	0.117	0.016	
YoY, (%)		262.1%	97.4%			71.5%	-47.5%	
QoQ, (%)			20.1%	-43.0%	28.5%		-40.4%	
毛利率	14.7%	18.1%	19.1%	13.0%	16.7%	16.6%	16.3%	大功率机车交付少，毛利率同比下降
销售费用率	2.3%	2.2%	2.0%	1.6%	2.8%	2.2%	2.2%	
管理费用率	8.6%	8.6%	8.8%	8.3%	11.0%	9.3%	9.3%	研发费用投入大
财务费用率	0.9%	2.0%	1.1%	0.1%	0.2%	0.7%	0.3%	
营业利润率	3.5%	7.2%	7.3%	2.9%	2.5%	4.6%	4.6%	
净利润率	2.9%	5.5%	5.3%	2.7%	2.9%	3.9%	2.6%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

08 年业绩符合预期

中国南车 2008 年实现销售收入 357.68 亿元，同比增长 30.54%，归属母公司净利润 13.84 亿元，对应每股收益 0.117 元，同比增长 71.45%，2008 年业绩符合市场预期。

动车组、城轨地铁增速最大，同比增长 112%和 51%，机车由于大功率机车替代传统机车，也实现了 14.8%的同比增速。货车虽然新造需求较 2008 年增加较大，但由于 K2 修理改造结束，同比仅增长 2.9%。客车受到动车组替代影响，同比下降了 4.1%。其他业务受到风电、铁路工程机械、电动汽车、齿轮、汽车增压器的增长带动实现

了 102%的同比增长。各板块收入的增长趋势情况与预期基本符合。

图表 2: 2008 年分业务板块收入分析

(百万元)	1H07	2H07	2007	1H08	2H08	2008	YoY
机车	2,864	4,257	7,121	4,245	3,927	8,172	14.8%
客车	1,622	1,801	3,423	1,401	1,882	3,283	-4.1%
货车	4,665	4,558	9,223	4,754	4,736	9,490	2.9%
动车组	1,483	1,209	2,692	1,328	4,375	5,703	111.9%
城轨地铁车辆	688	1,016	1,704	892	1,688	2,580	51.4%
其他	1,164	2,074	3,238	2,047	4,494	6,541	102.0%
合计	12,486	14,915	27,401	14,667	21,101	35,768	30.5%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

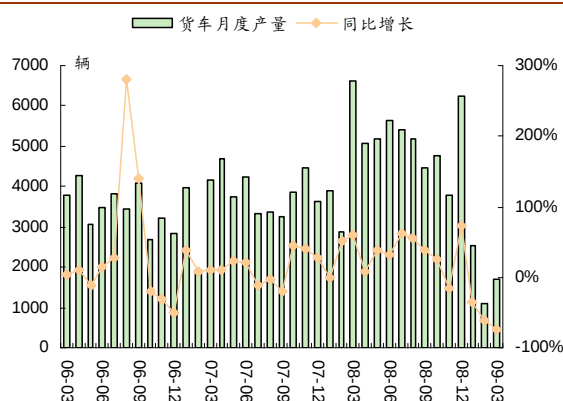
毛利率方面，三季度受交付产品结构的影响毛利率较低，仅 13%。四季度高端产品集中交付，毛利率回升到 16.7% 的水平。全年平均毛利率实现 16.6%，高于 2007 年 14.7% 的毛利率 1.9 个百分点。动车组、大功率机车等高毛利产品收入占比的提升带动了综合毛利率的提升，毛利率的情况符合预期。

一季度业绩略好于预期

2009 年一季度实现销售收入 73.8 亿元，同比增长 9.7%，归属母公司净利润约 1.93 亿元，对应每股收益 0.016 元，同比下降 47.5%，略高于我们此前预期的 0.015 元，好于我们此前预期的同比下降 52%。

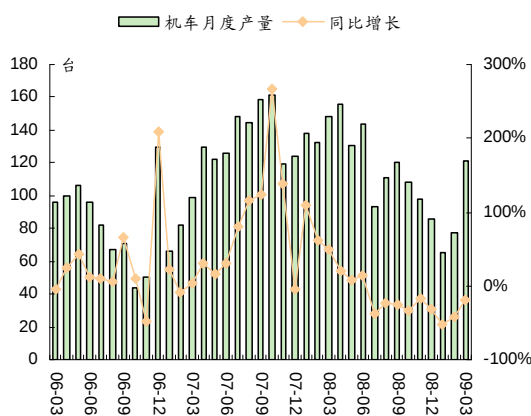
虽然一季度不公布分产品的销售收入，但从公司调研以及行业统计数据来看，客车、动车组、城轨地铁车辆业务保持持续增长。货车产量受货运需求不足影响，同比出现下降。机车一季度处在起步阶段，没有大批量生产，同比下降。货车、机车业务拖累收入增速是导致南车一季度业绩同比下降的主要因素。此外，由于 1Q08 大功率机车的批量下线导致毛利率高达 18.1%，而 1Q09 大功率机车交付少，毛利率水平仅 16.3%，与 2008 年全年 16.6% 的水平大体一致。毛利率同比下降也造成利润的下降。

图表 3：2009 年一季度全国货车产量同比下降 60%



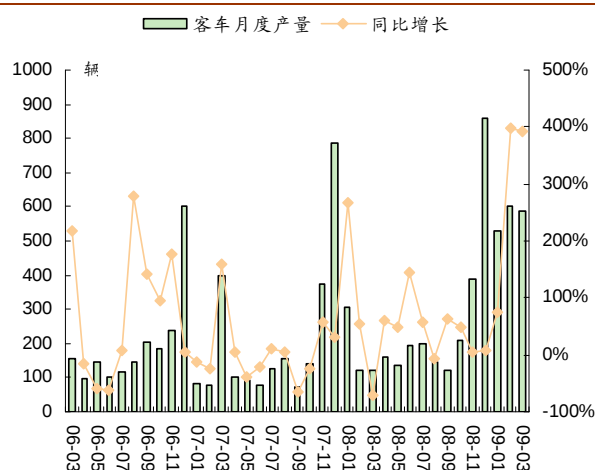
资料来源：CEIC

图表 4：2009 年一季度全国机车产量同比下降 31%



资料来源：CEIC

图表 5：2009 年一季度全国客车产量同比上升 216%

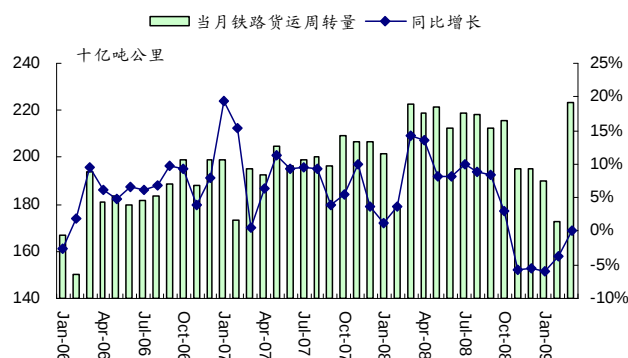


资料来源：CEIC

2009-2010 年盈利预测

自 2009 年 3 月份以来，铁路货运出现好转迹象。货运周转量近 5 个月以来出现首次正增长。经济逐渐转暖的大环境下，预计铁道部将在 2 季度重新开始货车采购。

图表 6：3 月份铁路货运周转量出现好转迹象



资料来源：CEIC

货车需求下滑在我们的盈利预测中已有所反映，维持中国南车 2009-2010 年 0.15、0.19 元的每股收益预测不变。由于 2009 年一季度盈利超出预期幅度很小，并不因此而上调全年盈利预测

长期看好中国南车

目前中国南车 A 股 2009、2010 年市盈率为 31 倍和 24 倍，H 股为 22 倍和 17 倍。中国南车一季度经营最艰难的情况已过去，二季度将好转，新签订单能也将招标。此外长期而言，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。我们看好中国南车 A 股和 H 股的长期表现

风险提示

一季度业绩同比大幅下降的短期风险

图表 7: 主要财务数据

损益表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	27,401	35,768	44,372	51,936
营业成本	-23,266	-29,677	-36,839	-42,830
主营业务利润	4,018	5,926	7,343	8,884
销售费用	-641	-787	-1,065	-1,298
管理费用	-2,356	-3,342	-3,794	-4,441
财务费用	-240	-259	-265	-327
资产减值损失	-42	-128	-25	-28
投资收益	222	232	250	314
公允价值变动	0	0	0	0
营业利润	962	1,643	2,445	3,105
营业外收入	314	347	250	300
营业外支出	-82	-59	-56	-20
税前利润	1,194	1,931	2,639	3,385
所得税	-125	-245	-422	-609
净利润	1,069	1,686	2,216	2,775
归属于母公司股东的净利润	807	1,384	1,784	2,287
少数股东权益	262	301	433	489
现金流量表 (百万元)				
经营活动现金流净额	1,443	1,339	2,975	2,887
投资活动现金流净额	-2,349	-3,049	-4,564	-1,583
融资活动现金流净额	2,503	5,818	1,289	602
货币资金增加额	1,597	4,107	-300	1,907
资产负债表 (百万元)				
货币资金	8,272	11,723	11,422	13,329
应收帐款	4,020	5,996	6,990	8,537
预付帐款	2,344	3,556	3,795	4,442
存货	5,840	8,389	11,245	13,518
流动资产合计	21,791	31,025	35,428	42,122
长期股权投资	633	594	844	1,158
固定资产	6,298	7,694	7,897	9,323
在建工程	769	2,548	5,873	4,836
无形资产	3,090	3,432	3,318	3,242
非流动资产合计	10,934	14,463	18,129	18,754
资产总计	32,726	45,489	53,557	60,875
短期借款	5,437	3,714	5,714	6,714
应付短期融资券	795	0	0	0
应付票据	1,612	3,127	2,523	2,934
应付帐款	6,230	8,415	9,841	11,148
预收帐款	5,149	6,252	8,153	9,479
其他应付款	1,520	1,421	2,407	2,799
流动负债合计	21,683	23,590	29,928	34,582
长期借款	2,086	665	665	1,165
其他非流动负债	2,252	2,459	2,409	2,359
非流动负债合计	4,627	3,222	3,182	3,642
负债合计	26,310	26,811	33,109	38,224
股本	7,000	11,840	11,840	11,840
储备和未分配利润	-2,654	4,216	5,554	7,269
归属于母公司股东所有者权益合计	4,346	16,056	17,394	19,109
少数股东权益	2,070	2,621	3,054	3,543
所有者权益合计	6,416	18,678	20,448	22,652
负债和权益	32,726	45,489	53,558	60,876
财务指标				
毛利率	14.7%	16.6%	16.5%	17.1%
经营利润率	3.5%	4.6%	5.5%	6.0%
净利率	3.9%	4.7%	5.0%	5.3%
资产收益率	2.5%	3.0%	3.3%	3.8%
净资产收益率	18.6%	8.6%	10.3%	12.0%
资产负债率	80.4%	58.9%	61.8%	62.8%
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	1.36	1.47	1.61

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 8: 可比公司估值表

公司名称	Price 09-4-22	Market Cap (USD mn)	PE			PB			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)	4.67	7,678	39.9	31.0	24.2	3.4	3.2	2.9	29%	8.6%	10.3%	12.0%	17.01	13.30	10.83	0.69%	0.81%	1.07%
时代新材	13.53	405	50.4	29.6	21.8	6.2	5.3	4.4	52%	13.6%	17.9%	20.6%	28.39	19.05	15.37	0.53%	0.71%	1.03%
天马股份	33.86	2,945	17.8	11.6	10.4	4.4	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	19.36	476	26.3	30.0	24.5	3.7	2.2	2.0	4%	11.4%	12.9%	13.5%	19.35	14.91	12.30	0.93%	1.04%	1.19%
北方创业	10.15	257	35.9	29.0	21.7	2.0	2.0	1.9	29%	6.2%	7.9%	8.8%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
太原重工	23.78	1,556	23.5	19.8	17.8	4.2	3.5	2.9	15%	25.3%	24.9%	23.1%	16.58	12.71	10.61	0.69%	1.07%	1.23%
晋亿实业	7.60	822	45.4	25.0	22.0	3.4	3.1	2.7	44%	8.0%	11.2%	11.5%	19.60	17.12	16.65	1.00%	1.21%	N.A.
湘电股份	18.02	620	72.0	37.7	23.8	3.6	3.1	2.7	74%	4.6%	9.9%	12.8%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
平均值			38.9	26.7	20.8	3.9	3.1	2.7	35%	12.5%	15.0%	15.6%	21.06	15.82	13.45	0.72%	0.92%	1.08%
中值			37.9	29.3	21.9	3.6	3.1	2.7	30%	10.0%	12.0%	13.1%	19.48	16.01	13.63	0.69%	0.92%	1.07%
A股铁路建筑相关上市公司																		
中国中铁A	5.73	17,055	219.5	25.2	20.1	2.2	2.1	1.9	231%	4.2%	8.1%	9.4%	10.87	10.15	9.10	0.49%	1.00%	1.25%
中国铁建A	9.67	17,250	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			127.4	24.5	19.5	2.4	2.2	2.0	134%	6.2%	9.2%	10.5%	9.89	9.13	8.26	0.65%	1.06%	1.31%
中值			127.4	24.5	19.5	2.4	2.2	2.0	134%	6.2%	9.2%	10.5%	9.89	9.13	8.26	0.65%	1.06%	1.31%
H股铁路运输设备相关上市公司																		
中国南车 (H股)	3.7	7,678	27.3	21.6	17.4	2.4	2.2	2.1	25%	8.6%	10.3%	12.0%	17.01	13.30	10.83	0.69%	0.81%	1.07%
南车时代	8.83	1,235	24.7	19.6	15.4	2.8	2.6	2.3	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	5.00	17,055	164.7	19.4	16.1	1.6	1.6	1.5	220%	4.2%	8.0%	9.4%	11.91	9.04	8.27	0.66%	1.29%	1.58%
中国铁建H	10.16	17,250	32.2	22.1	18.2	2.3	2.2	2.1	33%	8.2%	10.4%	11.7%	8.90	7.95	7.24	0.89%	1.20%	1.43%
平均值			98.5	20.7	17.1	2.0	1.9	1.8	127%	6.2%	9.2%	10.5%	10.41	8.50	7.75	0.78%	1.24%	1.50%
中值			98.5	20.7	17.1	2.0	1.9	1.8	127%	6.2%	9.2%	10.5%	10.41	8.50	7.75	0.78%	1.24%	1.50%
海外铁路运输设备相关上市公司																		
Alstom	45.77	16,990	15.9	11.6	10.3	5.6	4.2	3.2	24%	42.6%	36.7%	36.7%	5.25	4.65	4.65	2.67%	2.99%	2.99%
Siemens	46.51	55,049	8.9	9.3	9.5	1.4	1.3	1.2	-3%	17.0%	14.4%	13.7%	6.75	5.61	5.75	3.88%	3.70%	3.78%
Bombardier	3.47	4,918	15.9	6.5	7.4	2.0	2.0	1.8	46%	10.8%	33.6%	26.8%	3.73	2.78	3.06	0.00%	2.94%	3.15%
GE	11.70	123,657	6.1	10.9	11.9	0.9	1.2	1.1	-28%	15.5%	10.1%	10.6%	17.52	20.85	21.25	11.42%	9.33%	6.33%
Kawasaki	207.00	3,517	9.6	30.0	45.1	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			11.3	13.7	16.9	2.2	2.0	1.7	-3%	17.8%	19.1%	17.7%	8.66	8.80	8.96	3.80%	4.05%	3.51%
中值			9.6	10.9	10.3	1.4	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: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 9: 历史 PE, PB Band



资料来源: 彭博资讯, 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。