

下半年业绩恢复增长，股价将摆脱滞涨

中国南车动态分析

报告关键点：

- 今年一季度业绩明显下降，主要是毛利率下降2个百分点左右
- 我们预计今年二季度开始业绩回升，下半年再现高增长
- 维持目标价5.2元，但调高评级至买入-B

报告摘要：

- 一、**一季度业绩下降主要是因为毛利率下降近2个百分点。**去年第一季度公司因集中交货了一批国产化率较高的机车产品，因此综合毛利率首次达到18.8%，但今年一季度机车产品结构发生变化(9600千瓦向7200千瓦转变)，同时新型6轴电力机车尚未形成批量交货，因此机车产品的毛利率有所降低。此外，由于铁道部招标的延后，使得公司货车产品产量大幅下滑(幅度超过60%)。今年一季度我国货车的总产量也不超过5500辆，低于去年最高的单月(3月份)的产量。由于生产货车的公司固定成本较高，生产规模的下降对毛利率的负面影响也相对较大。而下半年这一现象将明显好转。
- 二、**预计今年二季度开始恢复，下半年再次高增长。**随着6月份铁道部招标的进行，虽然大部分招标产品要未来两年交货，但其中货车将全部在今年交货，我们认为货车产品的产量将于三季度开始将明显反弹，但全年来看，货车产量的降幅将在20%左右；机车产品下半年开始将进入批量交货，包括大功率内燃机车和新型电力机车，预计全年仍可增长近10%；广州、上海等城轨合同均从年中开始交货，因此下半年开始城轨产量将迅速放大，预计全年增幅在80%左右；客车去年底就紧急招标了1500辆，公司中标900辆，预计近期将再招1500辆，因此全年客车高增长则毫无悬念；动车组去年收入57亿，预计今年增幅也将超过40%。
- 三、**调高评级至买入-B。**我们预计公司未来三年的每股收益分别为0.16元、0.21元和0.25元。按2010年25倍的动态市盈率估算，公司6个月内的目标价为5.2元左右。我们认为公司目前在铁路设备板块中唯一估值偏低的，下半年板块估值整体不再偏高，预计股价滞涨现象将降低，因此调高评级至买入-B。

评级：
买入-B

上次评级： 增持-A

目标价格：
5.20 元

期限： 6 个月 上次预测： 5.20 元

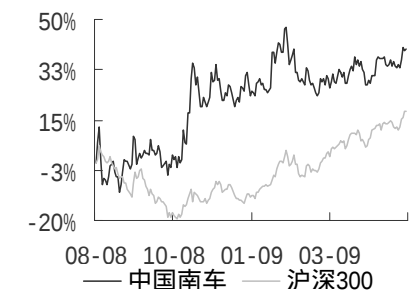
现价： 4.60 元

报告日期：
2009-05-27

市场数据

总市值(百万元)	57,068.80
流通市值(百万元)	14,460.00
总股本(百万股)	11,840.00
流通股本(百万股)	3,000.00
12 个月最高/最低	3.05/5.15 元
十大流通股东(%)	4.92%
股东户数	336,016

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(1.20)	(22.22)	55.61
绝对收益	7.11	5.93	39.71

研究员

林晟
行业分析师

0755-82558022 linsheng@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	27,401.0	35,768.1	45,300.3	51,976.8	61,095.6
Growth(%)	16.5%	30.5%	26.6%	14.7%	17.5%
净利润	807.4	1,384.2	1,922.8	2,447.8	2,980.7
Growth(%)	53.0%	71.5%	38.9%	27.3%	21.8%
毛利率(%)	15.1%	17.0%	16.7%	17.2%	17.7%
净利润率(%)	2.9%	3.9%	4.2%	4.7%	4.9%
每股收益(元)	0.07	0.12	0.16	0.21	0.25
每股净资产(元)	0.54	1.58	1.74	1.95	2.20
市盈率	67.5	39.3	28.3	22.3	18.3
市净率	8.5	2.9	2.6	2.4	2.1
净资产收益率(%)	16.7%	9.0%	11.2%	12.8%	13.8%
ROIC(%)		34.4%	21.0%	14.0%	13.6%
EV/EBITDA	18.1	19.4	15.9	12.9	10.9
股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	0.9%	1.1%

前期研究成果

中国南车：业绩短期回落，中长期增长趋势不变

2009-04-23

中国南车：行业寡头，充分受益于行业景气上升

2008-12-22

中国南车：三季度毛利率下滑，业绩增长预期不变

2008-10-27

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-5-27**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	27,401.0	35,768.1	45,300.3	51,976.8	61,095.6	成长性					
减: 营业成本	23,266.0	29,676.9	37,723.1	43,019.0	50,311.8	营业收入增长率	16.5%	30.5%	26.6%	14.7%	17.5%
营业税费	117.3	164.7	194.8	223.5	262.7	营业利润增长率	53.2%	70.8%	56.8%	27.0%	23.1%
销售费用	641.1	787.4	906.0	1,039.5	1,221.9	净利润增长率	53.0%	71.5%	38.9%	27.3%	21.8%
管理费用	2,355.7	3,341.6	3,895.8	4,314.1	5,070.9	EBITDA 增长率	110.8%	38.4%	44.3%	31.5%	23.8%
财务费用	239.5	258.9	88.5	159.3	237.9	EBIT 增长率	36.5%	58.3%	40.1%	28.7%	24.3%
资产减值损失	41.5	127.5	66.6	101.7	115.5	NOPLAT 增长率	50.0%	48.6%	23.0%	29.0%	23.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率		101.4%	92.7%	26.9%	18.2%
投资和汇兑收益	222.1	231.6	150.0	150.0	150.0	净资产增长率		191.1%	10.3%	11.9%	13.0%
营业利润	961.9	1,642.7	2,575.5	3,269.6	4,024.9	利润率					
加: 营业外净收支	232.0	287.8	150.0	200.0	200.0	毛利率	15.1%	17.0%	16.7%	17.2%	17.7%
利润总额	1,194.0	1,930.5	2,725.5	3,469.6	4,224.9	营业利润率	3.5%	4.6%	5.7%	6.3%	6.6%
减: 所得税	124.9	244.9	408.8	520.4	633.7	净利率	2.9%	3.9%	4.2%	4.7%	4.9%
净利润	807.4	1,384.2	1,922.8	2,447.8	2,980.7	EBITDA/营业收入	6.8%	7.2%	8.2%	9.4%	9.9%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	4.4%	5.3%	5.9%	6.6%	7.0%
货币资金	8,271.5	11,722.8	6,503.4	4,158.1	4,887.7	运营效率					
交易性金融资产	-	100.0	100.0	100.0	100.0	固定资产周转天数	41	70	86	115	124
应收帐款	4,803.6	6,555.2	8,687.7	9,968.1	11,717.0	流动营业资本周转天数	-18	-16	19	41	44
应收票据	487.3	399.6	620.6	712.0	836.9	流动资产周转天数	143	266	248	225	218
预付帐款	2,343.5	3,555.8	5,064.7	6,785.5	8,798.0	应收帐款周转天数	28	52	53	55	55
存货	5,839.6	8,389.5	9,870.0	11,255.7	13,163.8	存货周转天数	44	76	76	77	75
其他流动资产	45.9	302.3	492.9	626.5	808.8	总资产周转天数	215	394	382	375	368
可供出售金融资产	49.2	7.7	-	-	-	投资资本周转天数	37	86	133	173	179
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	632.6	594.0	659.3	659.3	659.3	ROE	16.7%	9.0%	11.2%	12.8%	13.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.3%	3.7%	4.6%	5.1%	5.3%
固定资产	6,298.1	7,694.2	13,860.7	19,202.7	22,971.2	ROIC		34.4%	21.0%	14.0%	13.6%
在建工程	769.5	2,547.9	1,527.5	915.7	549.0	费用率					
无形资产	3,090.0	3,432.4	3,183.1	2,961.4	2,755.2	销售费用率	2.3%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	84.5	144.3	82.4	82.2	82.1	管理费用率	8.6%	9.3%	8.6%	8.3%	8.3%
资产总额	32,725.9	45,488.7	50,692.3	57,467.3	67,368.9	财务费用率	0.9%	0.7%	0.2%	0.3%	0.4%
短期债务	5,437.1	3,713.6	3,698.0	4,277.7	6,354.4	三费/营业收入	11.8%	12.3%	10.8%	10.6%	10.7%
应付帐款	7,750.3	9,836.0	12,402.1	14,143.2	16,540.9	偿债能力					
应付票据	1,612.2	3,127.1	3,100.5	3,535.8	4,135.2	资产负债率	80.4%	58.9%	59.3%	59.9%	61.3%
其他流动负债	5,807.6	6,656.0	7,676.1	9,235.4	11,068.3	负债权益比	410.1%	143.5%	146.0%	149.1%	158.5%
长期借款	2,086.4	665.0	665.0	665.0	665.0	流动比率	1.01	1.32	1.17	1.08	1.06
其他非流动负债	2,541.0	2,556.5	2,546.5	2,546.5	2,546.5	速动比率	0.72	0.94	0.78	0.70	0.70
负债总额	26,310.0	26,811.2	30,082.7	34,398.1	41,304.6	利息保障倍数	5.02	7.34	30.10	21.52	17.92
少数股东权益	2,069.9	2,621.4	3,015.3	3,516.6	4,127.1	分红指标					
股本	7,000.0	11,840.0	11,840.0	11,840.0	11,840.0	DPS(元)	-	-	0.03	0.04	0.05
留存收益	-2,654.0	4,223.9	5,754.4	7,712.6	10,097.2	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	6,415.9	18,677.5	20,609.7	23,069.2	26,064.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	0.9%	1.1%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1,069.0	1,685.6	1,922.8	2,447.8	2,980.7	EPS(元)	0.07	0.12	0.16	0.21	0.25
加: 折旧和摊销	727.4	803.8	1,041.6	1,444.4	1,769.4	BVPS(元)	0.54	1.58	1.74	1.95	2.20
资产减值准备	41.5	127.5	66.6	101.7	115.5	PE(X)	67.5	39.3	28.3	22.3	18.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.5	2.9	2.6	2.4	2.1
财务费用	-	340.8	333.1	88.5	159.3	P/FCF	20.0	-7.4	-6.1	-18.8	-3,791.5
投资收益	-222.1	-231.6	-150.0	-150.0	-150.0	P/S	2.0	1.5	1.2	1.0	0.9
少数股东损益	261.7	301.4	393.8	501.4	610.5	EV/EBITDA	18.1	19.4	15.9	12.9	10.9
营运资金的变动	2,984.7	-2,608.1	-1,958.6	-941.4	-1,236.7	CAGR(%)	40.2%	28.7%	19.5%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	1,443.2	1,338.7	1,404.7	3,563.2	4,327.3	PEG	1.7	1.4	1.5	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-2,349.3	-3,049.4	-5,907.2	-5,850.1	-4,850.1	ROIC/WACC		3.6	2.2	1.5	1.4
融资活动产生现金流量	2,502.6	5,817.6	-693.9	-69.2	1,242.7	REP		1.2	1.2	1.5	1.4

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

林晟，CFA，机械行业分析师，负责铁路设备制造及机床行业研究，毕业于厦门大学，经济学硕士。
 2006.12 加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王昊文	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558069	wanghw@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人		
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰国际中心 10 层