

上半年毛利率下降，股价下跌带来机会

中国南车 2009 年中报点评

报告关键点：

- 上半年毛利率下降，导致增收不增利，下半年将改善
- 机车、动车组增长趋势明显；客车今年高增长无忧；下半年货车需求将回升
- 股价超跌，大额订单、北车上市均可能成为催化剂，维持买入-B的投资评级

报告摘要：

- 上半年公司收入上升，但利润减少。2009年上半年公司实现收入185.8亿元，同比增长24%；实现归属于母公司的净利润6.26亿元，同比减少23%；实现每股收益0.05元，略低于市场预期。
- 毛利率下降是上半年增收不增利的主要原因，下半年毛利率将回升。2009年上半年公司毛利率下降2.7个百分点左右，与净利润率的降幅相近，因此这是公司上半年增收不增利的主要原因。由于上半年公司交货的部分机车还只是在散件组装阶段，毛利率相对较低，而去年同期交货的机车大部分已是国产化率到达第三阶段的车型(毛利率接近20%)；铁路货车上半年因铁道部订单推迟，新造货车月均不足1000辆，产能利用率低导致货车毛利率较低。由于下半年机车、动车组等国产化率逐步提高，再加上机车、地铁车辆、货车产能利用率的提高，我们预计公司的毛利率将回升，继续稳中有升。
- 机车、动车组增长趋势明显；客车今年高增长无忧；下半年货车需求将回升。2009年上半年公司动车组收入增长207%，客车增长100%，城轨增长34%，机车基本持平，货车则下降57%。下半年新型机车将开始批量生产，动车组的产能也将进一步释放，因此我们认为机车、动车组的增长趋势明显且持续性强；客车今年高增长无忧，但明年可能回落；随着货车招标的完成，预计三季度开始公司货车月产量将接近2000辆，全年来看货车的降幅预计将减少至20%左右。
- 股价下跌带来投资价值，维持买入-B的投资评级。预计公司未来三年的每股盈利分别为0.15元、0.20元和0.26元。公司未来三年的平均利润增长率在30%左右，并且持续性较强，可以给予其2010年25-30倍的动态市盈率，对应的股价范围在5-6元之间。近期公司股价随着市场出现较大下跌，我们认为原先的业绩透支得到纠正，当前股价已具有明显的安全边际，我们维持公司买入-B的投资评级，6个月的目标价为5.5元。三季度动车组大额订单以及北车上市均有可能成为公司的股价催化剂。

评级：
买入-B

上次评级： 买入-B

目标价格： **5.5 元**

期限： 6 个月 上次预测： 5.20 元

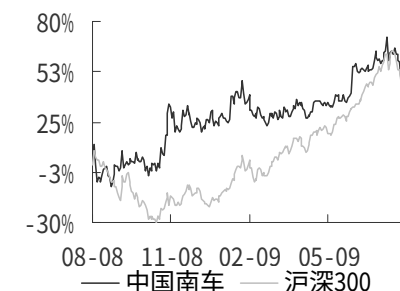
现价： 4.52 元

报告日期： **2009-08-18**

市场数据

总市值(百万元)	53,516.80
流通市值(百万元)	13,560.00
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	3.05/5.99 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	(6.19)	(13.67)	(3.86)
绝对收益	(16.97)	(1.94)	31.88

研究员

林晟
行业分析师

0755-82558022 linseng@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	43,371.9	51,996.3	63,525.1
Growth(%)	16.5%	30.5%	21.3%	19.9%	22.2%
净利润	807.4	1,384.2	1,720.7	2,383.4	3,055.4
Growth(%)	53.0%	71.5%	24.3%	38.5%	28.2%
毛利率(%)	15.1%	17.0%	16.6%	17.4%	17.9%
净利润率(%)	2.9%	3.9%	4.0%	4.6%	4.8%
每股收益(元)	0.07	0.12	0.15	0.20	0.26
每股净资产(元)	0.54	1.58	1.72	1.93	2.19
市盈率	67.2	39.2	31.5	22.8	17.7
市净率	8.5	2.9	2.7	2.4	2.1
净资产收益率(%)	16.7%	9.0%	10.2%	12.6%	14.2%
ROIC(%)		34.4%	19.1%	13.9%	14.0%
EV/EBITDA	18.0	19.3	17.2	13.2	10.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.9%	1.1%

前期研究成果

中国南车：下半年业绩恢复增长，股价将摆脱滞涨

2009-06-17

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

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-8-20**

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	43,371.9	51,996.3	63,525.1	成长性					
减: 营业成本	23,266.0	29,676.9	36,158.2	42,944.3	52,125.4	营业收入增长率	16.5%	30.5%	21.3%	19.9%	22.2%
营业税费	117.3	164.7	186.5	223.6	273.2	营业利润增长率	53.2%	70.8%	36.3%	39.7%	30.5%
销售费用	641.1	787.4	954.2	1,143.9	1,397.6	净利润增长率	53.0%	71.5%	24.3%	38.5%	28.2%
管理费用	2,355.7	3,341.6	3,816.7	4,419.7	5,399.6	EBITDA 增长率	110.8%	38.4%	32.4%	39.4%	28.9%
财务费用	239.5	258.9	120.0	166.5	259.7	EBIT 增长率	36.5%	58.3%	24.1%	39.7%	31.7%
资产减值损失	41.5	127.5	47.3	120.1	138.8	NOPLAT 增长率	50.0%	48.6%	11.9%	38.5%	29.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率		101.4%	89.6%	29.1%	19.8%
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%	9.3%	11.7%	13.5%
营业利润	961.9	1,642.7	2,239.0	3,128.3	4,080.8	利润率					
加: 营业外净收支	232.0	287.8	200.0	250.0	250.0	毛利率	15.1%	17.0%	16.6%	17.4%	17.9%
利润总额	1,194.0	1,930.5	2,439.0	3,378.3	4,330.8	营业利润率	3.5%	4.6%	5.2%	6.0%	6.4%
减: 所得税	124.9	244.9	365.9	506.7	649.6	净利率	2.9%	3.9%	4.0%	4.6%	4.8%
净利润	807.4	1,384.2	1,720.7	2,383.4	3,055.4	EBITDA/营业收入	6.8%	7.2%	7.8%	9.1%	9.6%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	4.4%	5.3%	5.4%	6.3%	6.8%
货币资金	8,271.5	11,722.8	6,521.8	4,159.7	5,082.0	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	89	114	120
应收帐款	4,803.6	6,555.2	8,317.9	9,971.9	12,182.9	流动营业资本周转天数	-18	-16	18	40	44
应收票据	487.3	399.6	594.1	712.3	870.2	流动资产周转天数	143	266	255	221	213
预付帐款	2,343.5	3,555.8	5,002.1	6,719.9	8,804.9	应收帐款周转天数	28	52	54	54	54
存货	5,839.6	8,389.5	9,460.6	11,236.1	13,638.3	存货周转天数	44	76	78	75	74
其他流动资产	45.9	302.3	454.4	626.9	857.4	总资产周转天数	215	394	395	371	357
可供出售金融资产	49.2	7.7	-	-	-	投资资本周转天数	37	86	137	171	174
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%	10.2%	12.6%	14.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.3%	3.7%	4.2%	5.0%	5.4%
固定资产	6,298.1	7,694.2	13,860.7	19,202.7	22,971.2	ROIC		34.4%	19.1%	13.9%	14.0%
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%	2.2%	2.2%	2.2%
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%	8.8%	8.5%	8.5%
资产总额	32,725.9	45,488.7	49,803.9	57,388.2	68,592.6	财务费用率	0.9%	0.7%	0.3%	0.3%	0.4%
短期债务	5,437.1	3,713.6	3,713.6	4,554.3	7,009.8	三费/营业收入	11.8%	12.3%	11.3%	11.0%	11.1%
应付帐款	7,750.3	9,836.0	11,887.6	14,118.7	17,137.1	偿债能力					
应付票据	1,612.2	3,127.1	2,971.9	3,529.7	4,284.3	资产负债率	80.4%	58.9%	59.0%	60.3%	62.3%
其他流动负债	5,807.6	6,656.0	7,618.2	9,178.1	11,083.9	负债权益比	410.1%	143.5%	144.1%	151.7%	165.1%
长期借款	2,086.4	665.0	665.0	665.0	665.0	流动比率	1.01	1.32	1.16	1.07	1.05
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	0.69	0.69
负债总额	26,310.0	26,811.2	29,397.2	34,586.7	42,721.0	利息保障倍数	5.02	7.34	19.66	19.79	16.71
少数股东权益	2,069.9	2,621.4	2,973.9	3,462.0	4,087.9	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	5,592.7	7,499.4	9,943.7	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	6,415.9	18,677.5	20,406.6	22,801.5	25,871.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	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	1,720.7	2,383.4	3,055.4	EPS(元)	0.07	0.12	0.15	0.20	0.26
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	1.72	1.93	2.19
资产减值准备	41.5	127.5	47.3	120.1	138.8	PE(X)	67.2	39.2	31.5	22.8	17.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.5	2.9	2.7	2.4	2.1
财务费用	-	340.8	333.1	120.0	166.5	P/FCF	19.9	-7.4	-6.2	-17.7	-3,682.6
投资收益	-222.1	-231.6	-150.0	-150.0	-150.0	P/S	2.0	1.5	1.3	1.0	0.9
少数股东损益	261.7	301.4	352.4	488.2	625.8	EV/EBITDA	18.0	19.3	17.2	13.2	10.8
营运资金的变动	2,984.7	-2,608.1	-1,733.5	-1,172.9	-1,521.1	CAGR(%)	39.0%	29.7%	27.8%		
经营活动产生现金流量	1,443.2	1,338.7	1,398.6	3,279.6	4,178.0	PEG	1.7	1.3	1.1	-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	2.0	1.5	1.5
融资活动产生现金流量	2,502.6	5,817.6	-669.4	197.6	1,584.7	REP		1.2	1.4	1.5	1.3

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。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, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 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 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn	张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn
李瑾 0755-82558084	深圳联系人 lijin@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 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034