

中国南车 (601766.sh)

业绩基本符合预期，静待高端业务业绩释放

惠毓伦 研究员

电话: 020-87555888-323

eMail: hyl6@gf.com.cn

王磊 研究助理

电话: 020-87555888-667

eMail: wl15@gf.com.cn

业绩符合预期，下游需求结构性变化

2009 年上半年实现营业收入 185.8 亿元、净利润 6.26 亿元，分别比去年同期增长 23.98% 和下降 22.58%。收入增长稳定，但业绩受货车业务下降拖累。未来产品需求变化趋势：大功率机车和动车组将随着客运专线的建成，陆续进入大规模交付阶段；客货运输量平稳回升支撑普通产品需求，货车和客车业务将得到回升；延伸产品将随着新项目和新产品的陆续推出继续保持较快的增长。

毛利率暂时下滑、出口发展势头良好

综合毛利率与去年同期相比有所下降，主要原因是公司上半年货车业务下降较多，上半年生产规模效应无法体现，固定支出分摊成本加大导致。金融危机影响下，海外市场收入仍较上年同期增长 3.70%，同时出口产品结构以地铁城轨、动车增长较多。

盈利预测与估值

我们预计公司 2009、2010、2011 年的营业收入分别为 451.63、609.94、805.78 亿元。EPS 分别为 0.143、0.204、0.284 元。2009、2010 年市盈率分别为 32.07、22.43 倍，给予买入评级。

风险提示

单一买家的风险；较差的议价能力。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	27,400.96	35,768.15	45,163.37	60,994.82	80,578.51
EBITDA(百万元)	2,160.84	2,993.24	3,574.32	4,695.54	5,918.52
净利润(百万元)	807.35	1,384.24	1,690.84	2,417.46	3,367.29
净利润增长率	0.00%	71.45%	22.15%	42.97%	39.29%
每股收益(元)	0.120	0.160	0.143	0.204	0.284
市盈率	0.00	26.94	32.07	22.43	16.10
市净率	0.00	3.17	3.14	2.86	2.54
EV/EBITDA	0.00	30.73	13.83	8.97	6.34
每股红利(元)	0.00	0.03	0.04	0.06	0.09
股息率(%)	0.00	0.74	0.94	1.34	1.86

来源: 中国南车股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	4.43
目标价格(元)	6.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-19.01%	-3.32%	14.87%
上证综指	-14.73%	5.06%	10.40%

股票数据

总股本(万股)	1,184,000.00
流通 A 股(万股)	502,400.00

主要股东:

中国南方机车车辆工业集团公司	
主要股东持股比例	56.75%
流通 A 股比例	42.43%

财务比率

ROE	8.62%
ROA	3.04%
资产负债率	58.94%
每股净资产(元)	1.36

2008 年报数据.

业绩符合预期，下游需求结构性变化

收入稳定增长，业绩受货车业务毛利贡献降低拖累

2009年上半年实现营业收入185.8亿元、净利润6.26亿元，分别比去年同期增长23.98%和下降22.58%。

业绩受货车业务下降拖累：公司的主营业务为铁路机车、客车、货车、动车组、地铁城轨车辆及相关重要零部件制造以及技术延伸产品等。2008年经济周期性的影响使货运量下降并进而导致铁道部货车采购量的下降，从而使在2008年收入和毛利贡献均为三分之一的货车业务下降较多，占比仅为10.94%，相应的毛利贡献也减少，同时货车生产规模的下降也使固定支出分摊成本加大，毛利率下降。动车组虽然上升较快，但部分交货车为青岛四方-庞巴迪生产，不能完全弥补货车业务下降导致的业绩下滑。

图 1：营业收入、利润、毛利率近年的变动状况

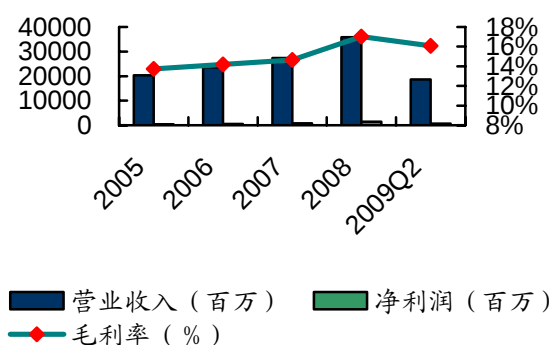
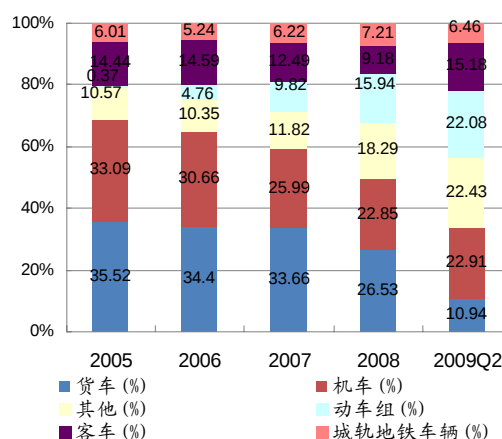


图 2：产品收入结构性变化



数据来源：公司招股说明书，公司公告，广发证券发展研究中心

产品结构随需求变化调整

产品收入有升有降：快速化、重载化、电气化是铁路运输发展的方向，技术升级带来的是铁路运输车辆需求结构转向动车组和大功率机车、地铁和城轨等高端产品。

表 1：2009 年地铁中标一览表

生产企业	时间	中标数量	交货期
青岛四方	2009 年 5 月	16.6 亿人民币	2011 年-2012 年
南车株机	2009 年 5 月	11 亿元	2011 年 12 月底
青岛四方	2009 年 7 月	24.6 亿元	2011 年
南车浦镇	2009 年 8 月	28 列 112 辆车	2010 年

数据来源：中国城市轨道交通网，广发证券发展研究中心

城轨增长态势良好：三家子公司分布在南京、青岛和株洲，地理位置方面有一定优势，随着地铁建设的大规模开展，地铁和城轨业务增长迅速。

动车组大幅增长，大功率机车未到交付高峰：从半年报中可以看出动车组迅速成为企业的主要收入来源，而大功率机车仍处于小批量试制阶段，仅有少量交付，收入未能在报告期内充分体现。

图 3：大功率机车未来交付量

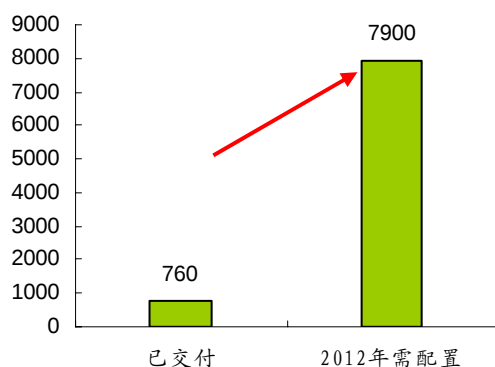
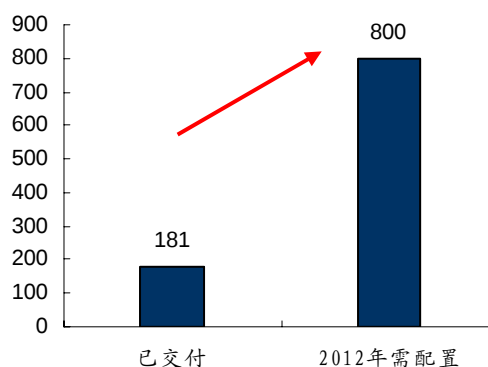


图 4：动车组未来交付量



数据来源：广发证券发展研究中心

客车得益于上半年集中交货：受国家拉动内需政策刺激，主要订单是浦镇车辆厂的 1200 余辆占招标总数 1500 辆的绝大部分，且交付期主要集中在上半年。

延伸产品已见成效：电动汽车、风力发电设备、汽车配件、船用曲轴和柴油机、大功率半导体元件、工程机械等业务已进入规模上升阶段。风力发电同比增幅超过 1000%，专用汽车同比增幅超过 300%，其他修理业务同比增幅超过 100%，非机车车辆配件及材料、养路机械同比增幅接近 50%。

未来趋势：大功率机车和动车组将随着客运专线的建成，陆续进入大规模交付阶段；客货运输量平稳回升支撑普通产品需求，货车和客车业务将得到回升；延伸产品将随着新项目和新产品的陆续推出继续保持较快的增长。

图 5：铁路客车、机车月度生产量（台）

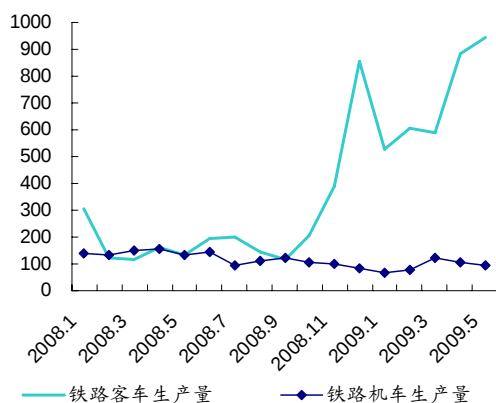
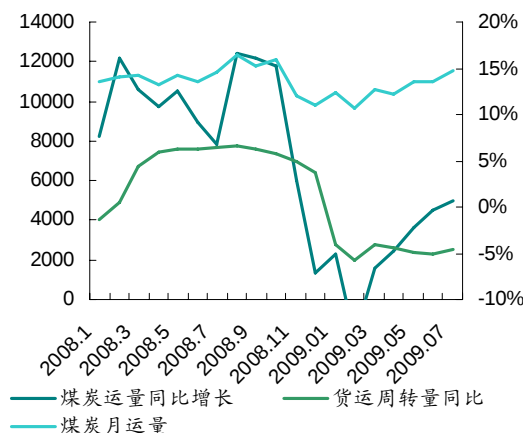


图 6：铁路货运初步恢复



数据来源：CEIC，铁道部，煤炭资源网，广发证券发展研究中心

毛利率暂时下降，出口趋势良好

产品毛利率暂时下降

综合毛利率与去年同期相比有所下降，主要原因是公司上半年货车业务下降较多，上半年生产规模效应无法体现，固定支出分摊成本加大导致。

图 7: 综合毛利率下降

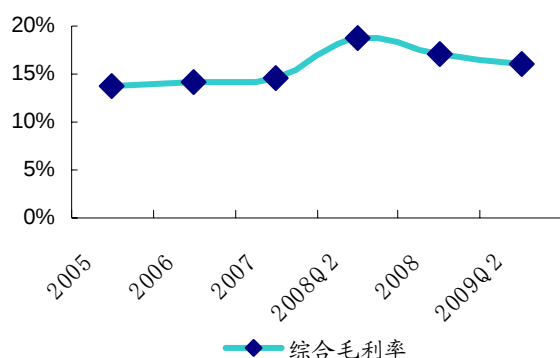
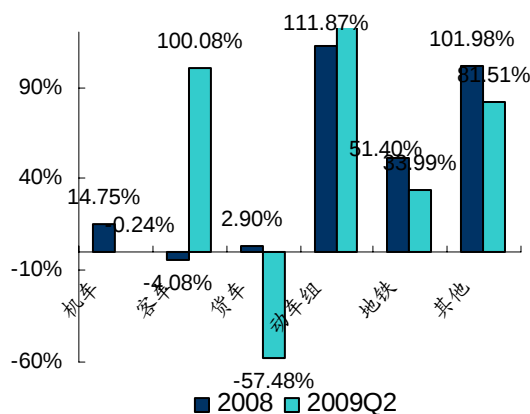


图 8: 各产品收入增长率



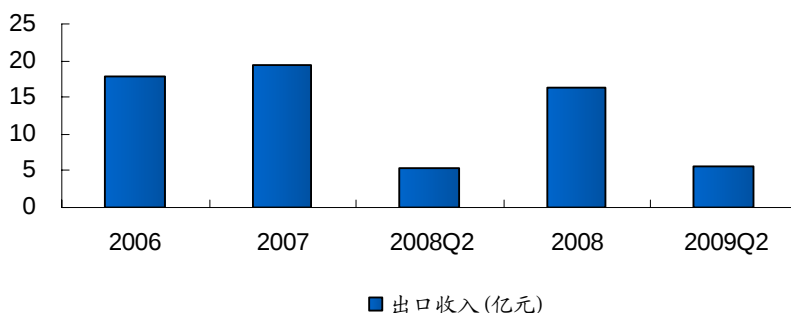
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

出口业务势头良好

出口小幅度增长：在国外受金融危机影响的较大的情况下，海外市场收入仍较上年同期增长3.70%，同时出口产品结构以地铁城轨、动车增长较多。

未来趋势：随着高端铁路机车、客车、货车、动车组等产品出口至发达国家以及城轨地铁车辆的出口突破，同时公司正在完善海外市场营销体系，丰富海外市场拓展手段，海外市场将越来越得到扩大。

图9: 出口业务变化情况



数据来源：wind资讯，公司公告，广发证券发展研究中心

盈利预测与估值

我们预计公司2009、2010、2011年的营业收入分别为451.63、609.94、805.78亿元。EPS分别为0.143、0.204、0.284元。2009、2010年市盈率分别为32.07、22.43倍，给予买入评级。

风险提示

（一）单一买家的风险

由于大多数运量是由铁道部下属的18个铁路局承运，路网管理和列车调度也是铁道部实行高效集中管理，铁路设备行业高度依赖于铁道部的装备采购计划，而车辆及配件的订单每年都有着比较大的变化，因其受铁道部更新采购及铁路线路建设扩张、铁路分局的装备报批计划等相关运输部门的控制。由于这些部门政府职能与企业职能不分，计划的波动给铁路设备行业公司的业绩也带来了比较大的波动，同时也对其业绩预测带来了较大的难度。

（二）较差的议价能力

铁道部同时负责铁路方面的政策、监管、以及通过其拥有的18个铁路局进行铁路运输服务运作，它控制着这个领域的准入许可、负责制定规则、担任仲裁者。它也是铁路设备的最大而且是唯一的买家，通常情况下铁路设备制造商与铁道部的合同中往往基本没有议价能力，这造成了大多数的铁路设备行业企业毛利率和利润偏低的客观事实。

表 2: 财务报表预测与业绩指标 (百万元)

利润表 (百万元)	2009E	2010E	2011E	现金流量表	2009E	2010E	2011E
营业收入	45163.37	60994.82	80578.51	净利润	1690.84	2417.46	3367.29
营业成本	37863.00	50964.51	67176.67	折旧摊销	0.00	0.00	0.00
营业税金及附加	200.65	270.99	358.00	净营运资金增加	(1159.63)	2746.64	4159.90
营业费用	1025.40	1363.75	1815.54	经营活动产生现			
管理费用	3920.18	5294.35	6994.21	金流净额	3287.76	9092.89	6142.69
财务费用	10360.36	7529.99	891.47	投资活动产生现			
资产减值损失	102.02	122.42	146.90	金流净额	(5223.55)	(1000.00)	(500.00)
投资收益	180.00	234.00	292.50	融资活动产生现			
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	金流净额	1503.86	(1764.05)	(1551.63)
营业利润	2128.52	3137.50	4370.76	现金净增加额	(431.93)	6328.83	4091.06
营业外收入	381.61	457.94	549.52	期初现金及现金			
营业外支出	60.00	60.00	60.00	等价物余额	11722.77	11290.84	17619.68
利润总额	2450.13	3535.44	4860.29	期末现金及现金			
所得税	36751.96	53031.54	72904.28	等价物余额	11290.84	17619.68	21710.74
少数股东权益	391.77	587.66	763.95	业绩表现	2009E	2010E	2011E
归属母公司净利润	1690.84	2417.46	3367.29	营业收入增长率	26.27%	35.05%	32.11%
资产负债表	2009E	2010E	2011E	净利润增长率	22.15%	42.97%	39.29%
货币资金	11290.84	17619.68	21710.74	EBIT 增长率	17.38%	43.93%	36.32%
短期投资	115.30	115.30	115.30	营业利润率	16.16%	16.44%	16.63%
应收帐款	7424.12	10026.55	13245.78	ROE	9.80%	12.76%	15.80%
其他应收款	706.63	954.33	1260.73	ROIC	13.05%	28.67%	46.40%
存货	9336.08	12566.59	16564.11	每股指标	2009E	2010E	2011E
流动资产	34282.27	43906.42	56605.50	EPS	0.14	0.20	0.28
长期投资	601.76	810.00	810.00	每股红利	0.04	0.06	0.09
固定资产	13976.78	13570.32	12607.75	每股经营现金流	0.28	0.77	0.52
无形资产	3356.13	3279.85	3203.57	每股净资产	1.46	1.60	1.80
资产总计	52486.88	61644.27	73304.51	价值比率	2009E	2010E	2011E
短期借款	4766.44	3802.92	3270.39	P/E	32.07	22.43	16.10
应付账款	9336.08	12566.59	16564.11	EV/收入	1.09	0.69	0.47
预收账款	9149.22	12086.78	16216.52	EV/EBITDA	13.83	8.97	6.34
长期借款	1715.88	1715.88	1715.88	EV/EBIT	22.14	13.11	8.56
负债合计	32215.22	39092.72	47631.90	EV/NOPLAT	26.05	15.43	10.07
少数股东权益	3013.22	3600.88	4364.83	EV/IC	3.40	4.42	4.67
股东权益	17258.44	18950.67	21307.77	P/B	3.14	2.86	2.54
负债和所有者权益	52486.88	61644.27	73304.51	股息率(%)	0.94%	1.34%	1.86%
				流动性	2009E	2010E	2011E
				净负债/权益	(0.28)	(0.64)	(0.78)
				资产负债率	61.38%	63.42%	64.98%
				流动比率	1.22	1.26	1.30
				速动比率	0.89	0.90	0.92

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

中国南车(601766)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。