

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司深度报告

中国南车 (601766)

强烈推荐 (上调)

2010 年动车组开始密集交付

2009 年 11 月 6 日

现价 4.83 元

鲍无可 联络员 机械行业研究员

+86 21 6207 8961

baowk@pasc.com.cn

王合绪 分析师 机械行业研究员

独到见解

四方股份动车组交付超预期，我们预计 2010-2011 年公司动车组收入增幅分别为 87%和 136%，而市场一致预期分别为 34%和 82%。客运专线投产后，各路局将利用空余运能增加货运，这将拉动大功率机车需求。此外，南车以总包商身份积极参与海外高铁项目，未来海外收入前景广阔。

投资要点

- 2010 年四方股份将交付 70 列 300-350 公里级短编组动车组，2011 年将交付约 85 列长大编组，动车组收入 2010 年和 2011 年增长率分别达到 87%和 136%，大幅超出市场平均预测。
- 各个路局对动车组需求极大，特别是明年将投产近 1,000 公里的 200-250 公里级客运专线，而现有 250 公里级动车组无法满足需求，南车将在 350 公里级动车组生产间隙安排生产 250 公里级产品。
- 随着客运专线大规模投产，既有干线的旅客运输任务将大为减轻，各路局为了增加收入有加大货运能力的刚性需求，从而拉动大功率机车的需求。考虑性价比，铁道部将以采购 7200KW 的大功率机车为主。目前南车和北车该型机车订单将在明年年初完成，故我们可以预见未来铁道部还将招标大功率机车。
- 海外市场前景广阔，使得我们对公司长远发展更为看好。公司目前正在积极参与沙特、美国、俄罗斯等高速铁路项目。作为总包商，南车提供基建、设备安装、车辆供应以及维护运营等各个阶段的服务及产品。预计这些项目单个金额都在百亿人民币，广阔的出口前景使得我们更加看好公司的长远发展。
- 预计 2010-2011 年公司业绩分别为 0.21 元和 0.35 元，给予 2010 年业绩 30 倍估值，盈利预测由“推荐”上调至“强烈推荐”。和基本面同样优秀的时代新材相比，南车 2010 年估值较时代低估 15%。
- 风险提示：一、新产品研发进度落后，可能导致产品交付低于预期；二、铁道部采购计划有所波动，这也将影响公司产品交付。

主要数据

行业	交通运输设
公司代码	601766
公司网址	www.csrgc.c
总股本(万股)	1184000.00
流通股(万股)	502400.00
流通市值(百万)	27330.56
每股净资产(元)	1.37
净资产收益率(%)	1.19
总资产负债率(%)	59.69

相关研究报告

行情走势图



S 请务必参阅文后免责条款

12 月 31 日	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万)	23529.3	27,400.	35,768.	41,805.	53,177.	80,075.
净利润(百万)	527.63	807.35	1,384.2	1,678.4	2,473.4	4,125.1
净利润增长率(%)	N/A	72.45	57.67	16.27	47.37	66.78
每股盈利(元)	N/A	0.12	0.12	0.14	0.21	0.35
市盈率(倍)	N/A	37.37	36.87	30.40	20.63	12.37
股息(元)	0.00	0.00	0.04	0.03	0.05	0.08
股息率(%)	0.00	0.00	0.90	0.77	1.13	1.89

目 录

一、	中国南车投资概要	4
1.1	动车组交付超预期，海外市场前景广阔	4
1.2	估值相对便宜	4
1.3	收入和毛利率预测	5
1.4	投资风险	7
二、	中国南车概述：轨道交通行业的龙头	8
2.1	公司概要和主要运营资产	8
2.2	铁路车辆制造行业分析	8
三、	动车组供不应求，交付计划超预期	10
3.1	截至目前已完成招标各型动车组 770 列	10
3.2	南车动车组是高铁运营主力	11
3.3	各个路局对动车组需求迫切	11
3.4	2010-2011 年四方股份动车组大批量交付	12
四、	新增运能带动大功率机车采购	14
4.1	客运专线建成将带动机车需求	14
4.2	大功率机车配属以 7200KW 产品为主	14
4.3	大功率机车交付任务繁重	15
五、	2010 年货车业务恢复性增长	15
5.1	2009 年货车全行业总需求为 35,000 辆	15
5.2	2010 年货车以更新需求为主，全行业总需求为 4 万辆	16
六、	客车业务 2010 年回复至 2008 年水平	17
6.1	“以客补货”订单上半年基本完成	17
6.2	2010 年客车收入将回复到 2008 年的水平	17
七、	城轨车辆将快速成长	18
7.1	2015 年城轨运营里程为现在的 4 倍	18
7.2	国内厂商大多停留在系统集成层面	19
7.3	城轨车辆在手订单充足	19
八、	延伸产业亮点突出	19

图表目录

图表 1	与时代新材比较，中国南车估值便宜	4
图表 2	2010 年和 2011 年中国南车收入和毛利将大幅增长	5
图表 3	中国南车 2009 年和 2010 年各产品收入分布	5
图表 4	中国南车各项业务收入预测简表	6
图表 5	中国南车 2009 年和 2010 年各产品毛利分布	6
图表 6	中国南车盈利预测简表	7
图表 7	南车股权结构及主要车辆生产企业概况	8
图表 8	国内铁路车辆的需求高峰即将到来	9
图表 9	南车和北车主要产品市场份额对比	9
图表 10	2004 年至今已完成动车组招标 770 列	10
图表 11	各年度动车组招标概况	11
图表 12	截至 2009 年 10 月底，各型号动车组配属情况	11
图表 13	明年预计新投产 250 公里级线路近 1,000 公里	12
图表 14	南车动车组订单执行情况分析预测	13
图表 15	各型号大功率机车概况	14
图表 16	各年度大功率机车订单执行情况	15
图表 17	货运周转量降幅收窄，日均装车数稳步提高	16
图表 18	三季度货车产量达到年内高峰	16
图表 19	预计 2010 年货运量将小幅增长，货车需求以更新需求为主	17
图表 20	进入 2009 年下半年客车产量迅速下降	17
图表 21	2015 年前国内将投产城市轨道交通 2718 公里	18
图表 22	城轨核心部件大多由国外专业厂商生产	19

一、中国南车投资概要

1.1 动车组交付超预期，海外市场前景广阔

- 四方股份动车组交付超预期。此次新一代350公里级动车组招标中，四方股份获得了100列长大编组和40列短编组动车组订单，其中部分产品将在2010年交货。根据我们的预测，40列短编组将于2010年全部交付，而2011年将交付约85列长大编组，2010-2011年公司的动车组收入增速将达到87%和136%，而市场一致预期为34%和82%。
- 各个路局对动车组的需求超预期，未来还将有批量的动车组招标。目前已完成动车组招标770列，接近铁道部2012年动车组800列保有量计划，市场预期短期内将无更多订单。但根据我们的调研，各个路局对动车组需求极大，特别是明年将投产近1,000公里的200-250公里级客运专线，而现有250公里级动车组无法满足需求。故我们判断南车在生产350公里级动车组的间隙将安排生产部分250公里级动车组。
- 大功率机车的需求超出预期。我们认为随着客运专线大规模投产，既有线路的旅客运输任务将大为减轻，各路局为了增加收入有加大货运能力的刚性要求。目前干线货运以7200KW大功率机车为主，南车和北车该型机车订单将在明年上半年完成，故我们可以预见未来铁道部还将招标大功率机车。
- 海外市场前景超预期，使得我们对公司长远发展更为看好。根据我们的了解，公司目前正在积极参与沙特、美国、俄罗斯等国的高速铁路项目。与单纯出口整车不同，南车作为总包商提供包括高铁基建、信号电力设备安装、车辆装备供应以及后期维护运营等一整套的服务及产品。预计这些项目单个金额都在数百亿人民币，广阔的出口前景使得我们更加看好公司的长远发展。

1.2 估值相对便宜

时值年末，市场估值更加看重上市公司2010年的业绩。对于中国南车等拥有巨额订单的企业，其业绩确定性更强，市场将更早的以2010年业绩为估值基础。

动车组的大幅增长推动了公司2010年-2011年的高速增长，在2011年业绩仍将高速增长的情况下，我们认为按2010年业绩计算30倍估值是合理的。

图表 1 与时代新材比较，中国南车估值便宜

单位：元

股票名称	代码	每股收益			市盈率			收盘价 (元)	投资 评级
		2008 年	2009 年	2010 年	2008 年	2009 年	2010 年		
中国南车	601766	0.12	0.14	0.21	40.25	34.50	23.00	4.83	强烈推荐
时代新材	600458	0.23	0.38	0.65	42.61	45.50	26.60	17.29	推荐
晋亿实业	601002	0.12	0.20	0.30	54.25	32.55	21.70	6.51	推荐
晋西车轴	600495	0.34	0.39	0.50	53.15	46.33	36.14	18.07	中性
北方创业	600967	0.20	0.25	0.29	58.40	46.72	40.28	11.68	中性

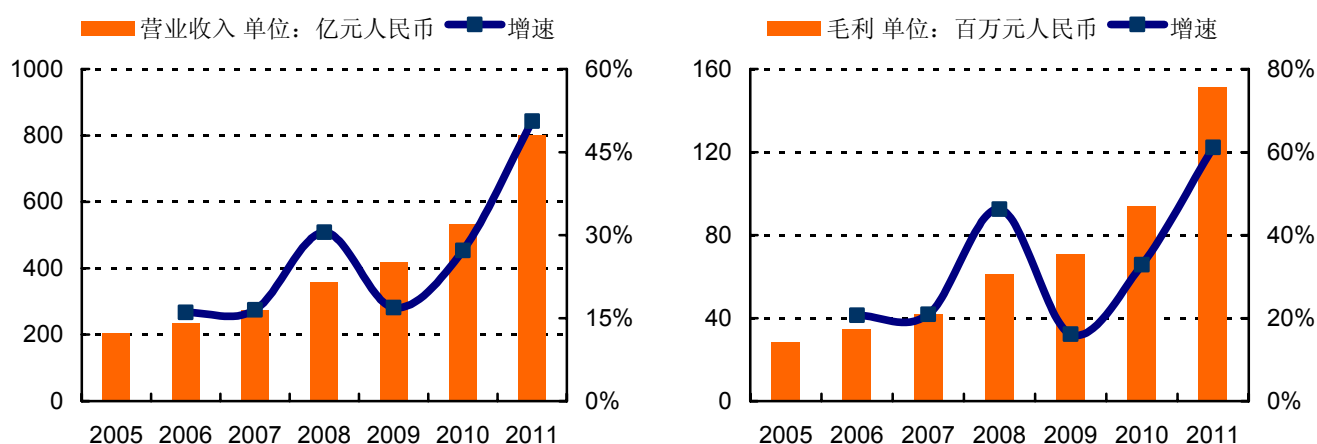
资料来源：平安证券研究所

和其他基本面良好的铁路公司相比，南车2010年的估值也具有优势。根据我们的盈利预测，时代新材按2010年业绩的估值已达到26.6倍，其市盈率已较南车超出15%。

我们预计中国南车2009-2011年的每股收益分别为0.14元、0.21元和0.35元，给予2010年业绩30倍的估值，投资评级由“推荐”上调至“强烈推荐”。

1.3 收入和毛利率预测

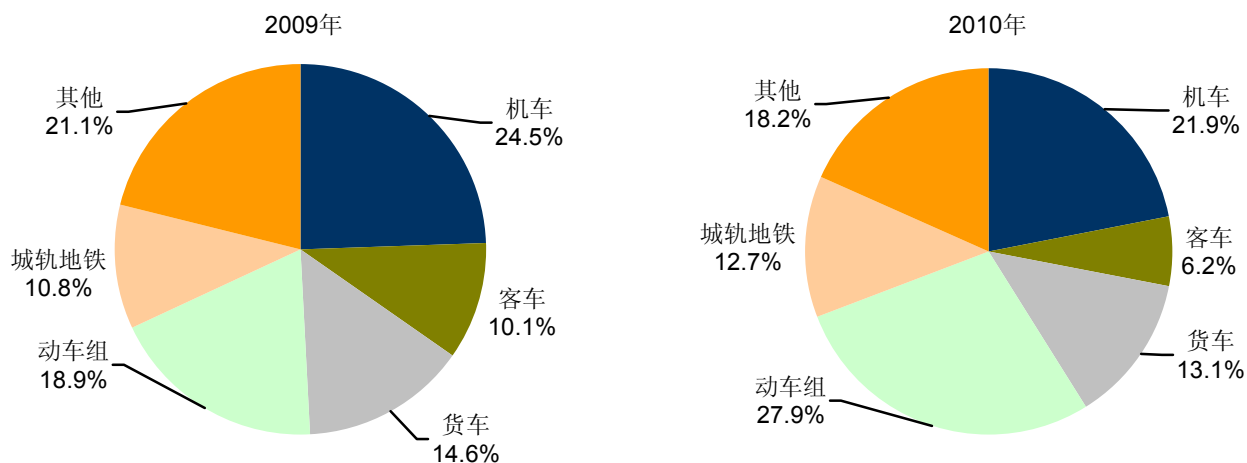
图表 2 2010 年和 2011 年中国南车收入和毛利将大幅增长



资料来源: 平安证券研究所

根据我们的预测，2010年和2011年公司的收入增幅将达到27.20%和50.58%。动车组业务贡献了绝大部分增长，其2010年和2011年对公司收入增长度贡献度达到60.84%和75.17%。

图表 3 中国南车 2009 年和 2010 年各产品收入分布



资料来源: 平安证券研究所

图表 4 中国南车各项业务收入预测简表

单位：亿元人民币

	2007	2008 1H	2008 2H	2008	2009 1H	2009 2H	2009	2010	2011
机车	71.21	42.66	39.06	81.72	42.56	60.00	102.56	116.55	147.62
增长率	-1.30%	N/A	N/A	14.75%	-0.23%	53.63%	25.51%	13.64%	26.67%
客车	34.23	14.10	18.73	32.83	28.21	14.10	42.31	32.83	32.83
增长率	-0.28%	N/A	N/A	-4.08%	100.07%	-24.73%	28.87%	-22.40%	0.00%
货车	92.23	47.81	47.09	94.90	20.33	40.63	60.96	69.67	78.38
增长率	13.93%	N/A	N/A	2.90%	-57.48%	-13.71%	-35.76%	14.29%	12.50%
动车组	26.92	13.36	43.67	57.03	41.01	38.15	79.16	148.35	350.53
增长率	140.37%	N/A	N/A	111.87%	206.96%	-12.64%	38.81%	87.41%	136.29%
城轨	17.04	8.96	16.84	25.80	12.01	33.00	45.01	67.52	94.52
增长率	38.35%	N/A	N/A	51.40%	34.04%	95.92%	74.43%	50.00%	40.00%
其他	32.38	22.95	42.46	65.41	41.66	46.40	88.06	96.87	96.87
增长率	32.95%	N/A	N/A	101.98%	81.53%	9.29%	34.64%	10.00%	0.00%
合计	274.01	149.84	207.84	357.68	185.78	232.28	418.06	531.78	800.76
增长率	16.45%	N/A	N/A	30.54%	23.99%	11.76%	16.88%	27.20%	50.58%

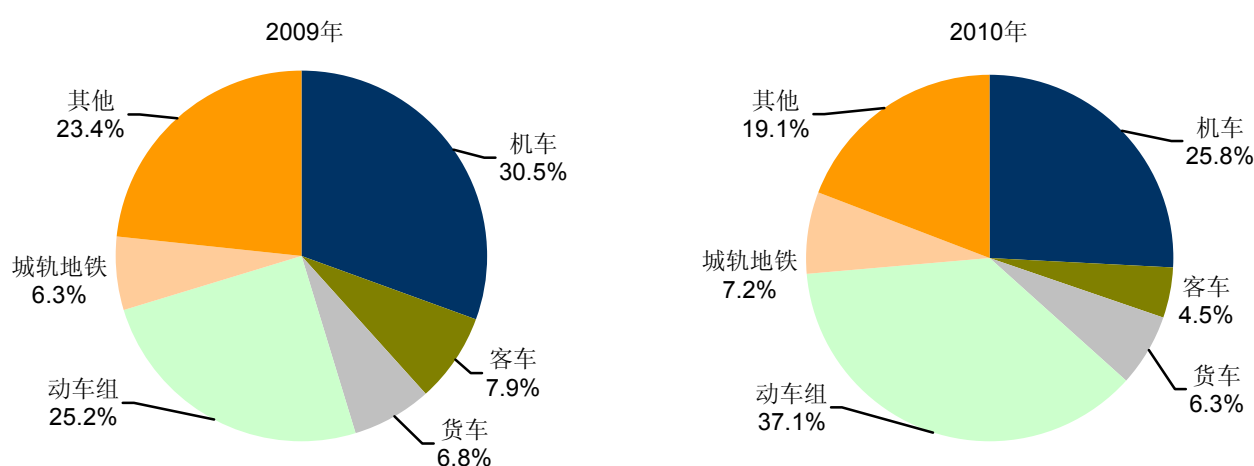
资料来源：平安证券研究所

动车组收入占比提高使得公司综合毛利率有所提升，公司2010年和2011年的毛利增幅超过收入增幅，分别达到32.86%和61.11%。其中动车组业务是增长的主要动力，其分别贡献了毛利增长的73.33%和82.73%。

未来各业务板块毛利率基本保持稳定。近年来，大功率机车、动车组等产品国产化率逐步提高，产品型号、单价和毛利已经趋于稳定。

公司综合毛利率的波动主要因为各业务板块交货期不一致造成的。铁路产品多为集中批量交货，每个业务板块有各自的交付期，故每个季度之间毛利率波动幅度可能较大。

图表 5 中国南车 2009 年和 2010 年各产品毛利分布



资料来源：平安证券研究所

1.4 投资风险

新产品研发进度落后，可能导致产品交付低于预期。新一代350公里级动车组的研制工作将在2010年二季度完成第一列样车，之后进行线路实验。由于研发中可能遇到的不可预见因素，可能拖后新产品的大批量生产。

铁道部采购计划有所波动，这将影响公司产品交付。铁道部采购计划影响因素较多，不排除出现特殊情况，导致部分产品不按时交付。

图表 6 中国南车盈利预测简表

单位：百万元人民币

会计年度	2007	2008	2009	2010	2011
营业收入	27,400.97	35,768.15	41,805.83	53,177.57	80,075.55
营业成本	23,266.00	29,676.92	34,731.89	43,779.08	64,933.75
营业税金及附加	117.27	164.74	192.55	244.93	368.82
主营业务利润	4,017.70	5,926.48	6,881.39	9,153.56	14,772.98
营业费用	641.07	787.35	967.90	1,231.19	1,853.94
管理费用	2,355.72	3,341.64	3,692.49	4,696.90	7,072.66
财务费用	239.51	258.91	276.98	240.90	464.21
投资收益	222.09	231.64	226.87	229.26	228.06
资产减值损失	41.54	127.52	125.00	89.69	210.00
营业利润	961.95	1,642.71	2,045.88	3,124.14	5,400.24
营业外收入	313.79	346.92	330.35	338.64	334.50
营业外支出	81.79	59.09	70.44	64.77	67.60
利润总额	1,193.95	1,930.53	2,305.79	3,398.01	5,667.13
所得税	124.91	244.93	345.87	509.70	850.07
净利润	1,069.05	1,685.60	1,959.92	2,888.31	4,817.06
少数股东损益	261.69	301.36	281.53	414.88	691.93
归属于母公司的净利润	807.35	1,384.24	1,678.40	2,473.43	4,125.13
EBITDA	1,207.86	2,695.11	2,322.86	3,365.04	5,864.44
EPS（元）	0.115	0.117	0.142	0.209	0.348

资料来源：平安证券研究所

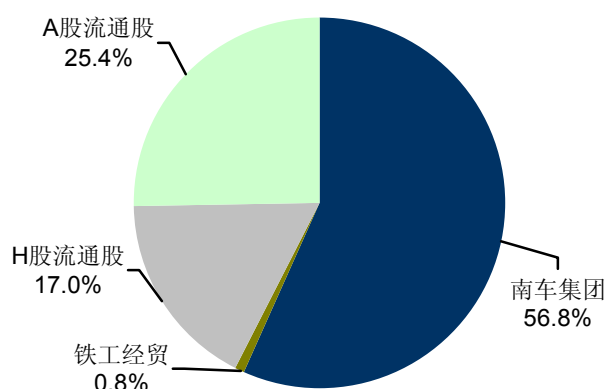
二、 中国南车概述：轨道交通行业的龙头

2.1 公司概况和主要运营资产

中国南车股份有限公司成立于2007年12月28日，由南车集团作为主要发起人联合铁工经贸发起设立的股份有限公司。其大股东中国南方机车车辆工业集团公司成立于2002年，是经国务院批准，从原中国铁路机车车辆工业总公司分立重组的国有独资大型集团公司，由国务院国资委直接管理。

公司是全球最大的轨道交通装备制造商和解决方案供应商之一，现有16家二级全资及控股子公司，主要生产基地为四方股份、株洲电力机车厂、资阳机车厂、戚墅堰机车厂、浦镇客车厂和长江车辆厂等公司。

图表 7 南车股权结构及主要车辆生产企业概况



厂名	机车	货车	客车	动车组	城轨
株机公司	●				●
资阳机车公司	●				
戚墅堰机车公司	●				
四方股份			●	●	●
浦镇车辆公司			●		●
长江车辆公司		●			
眉山车辆公司		●			
二七车辆厂		●			

资料来源：平安证券研究所

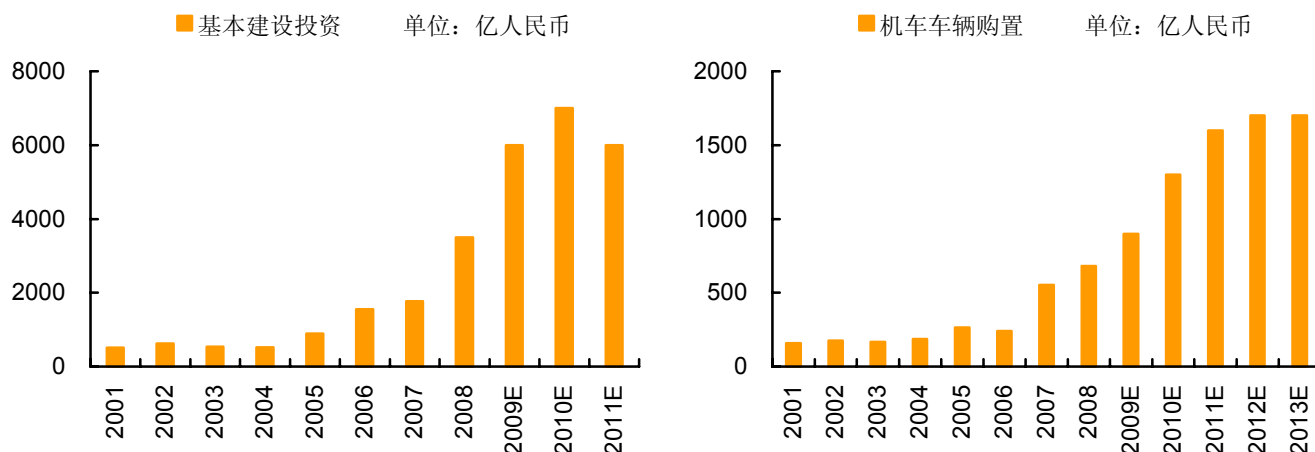
2.2 铁路车辆制造行业分析

■ 下游需求分析：车辆需求高峰即将到来

2010年将是国内客运专线大规模投产的第一年，其中武广线和郑西线将在2009年底至2010年初投产，此外，还有将近1000公里的250公里级客运专线投产。这些线路的投产将直接拉动铁路车辆的需求。

海外需求是行业的长期看点，美国、俄罗斯、沙特等海外多个国家正在筹备高速铁路项目，国内企业凭借体系优势和成本优势将冲击国外市场。南车将作为总包商，为客户提供基建、信号电气设备安装、车辆提供及运营维护等各个方面的产品和服务。

图表 8 国内铁路车辆的需求高峰即将到来



资料来源：平安证券研究所

■ 竞争分析：双寡头垄断，竞争相对稳定

国内轨道交通设备行业呈双寡头垄断的局面，南车和北车占据了90%以上的市场，铁道部在分配订单时也大多采取均匀分配的方法，市场份额较为稳定。

图表 9 南车和北车主要产品市场份额对比

	南车	南车占比	北车	北车占比
动车组订单（列）	450	58.44%	320	41.56%
--300 公里以上（列）	280	51.85%	260	48.15%
大功率机车订单（辆）	2520	64.62%	1380	35.38%
客车收入（亿元）				
--2008 年	32.83	35.76%	58.97	64.24%
--2007 年	34.22	40.68%	49.91	59.32%
货车收入（亿元）				
--2008 年	94.89	51.65%	88.84	48.35%
--2007 年	92.22	56.40%	71.30	43.60%

资料来源：平安证券研究所

■ 上游分析：原材料敏感度较低

原材料占产品成本的15%左右，公司对原材料价格敏感度较低。铁路车辆制造中，中板、铝板等原材料主要用于车体的制作，车体内部的动力系统和控制系统有零部件供应商提供，故原材料在总成本中占比较低，约为15%。

公司将承受原材料涨价的风险，公司大多数产品都向铁道部供货，其产品价格已经在订单中明确。若原材料大幅涨价，公司将被动接受涨价的压力。

三、 动车组供不应求，交付计划超预期

3.1 截至目前已完成招标各型动车组770列

动车组从2004年开始招标以来，已经完成招标450列，2009年6月铁道部委托中技公司招标的320列动车组。至此，铁道部共招标动车组770列，距动车组800列保有量目标仅差30列。

图表 10 2004 年至今已完成动车组招标 770 列

型号	时速等级 (公里)	编组 (节)	数量 (列)	制造商
CRH1A	200	8	40	南车 BSP
CRH1B	250	16	20	南车 BSP
CRH1E	250	16	20	南车 BSP
CRH1-350 长大编组	350	16	60	南车 BSP
CRH1-350	350	8	20	南车 BSP
CRH2A	200	8	60	南车 四方股份
CRH2B	200	16	10	南车 四方股份
CRH2C 第一阶段	300	8	30	南车 四方股份
CRH2C 第二阶段	350	8	30	南车 四方股份
CRH2E	250	16	20	南车 四方股份
CRH2-350 长大编组	350	16	100	南车 四方股份
CRH2-350	350	8	40	南车 四方股份
CRH3C	350	8	60	北车 唐山
CRH3D	350	16	100	北车 唐山和长春
CRH3-350 长大编组	350	16	40	北车 长春
CRH3-350	350	16	60	北车 唐山和长春
CRH5A	250	8	60	北车 长春

资料来源：平安证券研究所

国内生产动车组的厂家共有4家，分别是南车的BSP和四方股份，北车的唐客和长客，其动车组型号序列依次为1, 2, 3, 5。需要说明的是，CRH1-350、CRH2-350和CRH3-350是新一代时速350公里级动车组的型号。

南车集团的BSP公司和南车四方分别获得订单160列和290列，共计450列；北车集团下属的唐客和长客分别获得订单150列和170列，共计320列。总的来看，南车的动车组订单总列数大幅超过北车。

时速300公里级以上的产品，南车（包括BSP）共获得280列订单（合计3200节车），北车获得260列订单（合计3200节车）。从节数来说，南车和北车大致相当，南车在列数上略微超过北车。

图表 11 各年度动车组招标概况

年份	南车		北车	
	BSP	四方	唐客	长客
2004	20 列×8 节编组	60 列×8 节编组	0	60 列×8 节编组
2005	20 列×8 节编组	60 列×8 节编组	60 列×8 节编组	0
2006	0	0	0	0
2007	40 列×16 节编组	16 列×16 节编组	0	0
2008	0	14 列×16 节编组	0	0
2009	0	0	70 列×16 节编组	30 列×16 节编组
2009	60 列×8 节编组	40 列×8 节编组	20 列×8 节编组	40 列×8 节编组
2009	20 列×16 节编组	100 列×16 节编组		40 列×16 节编组
合计	450 列, 共计 5460 节		320 列, 共计 3680 节	

资料来源：平安证券研究所

3.2 南车动车组是高铁运营主力

在已配属的动车组中，有168列由南车（包括BSP）生产，占比达到67%。南车之所以能在200-250公里级产品中占比较大，其原因是四方股份技术吸收能力较强，且制造能力突出。此外，四方股份的2型车可靠性也得到各路局的肯定。

从动车组配属情况分析，动车组配属最多的是北京铁路局和上海铁路局。北车生产的350公里级产品大部分配属了京津城际运营，少量配属广州局；南车生产的CRH2C型300公里级动车组分布在京津城际、胶济线和武广线执行各类任务。

图表 12 截至 2009 年 10 月底，各型号动车组配属情况

单位：列

	哈	沈	京	太	郑	武	西	济	上	南	广	成	专	合计
CRH1A									10	5	21	4		40
CRH1B									12	3				15
CRH1E									3					3
CRH2A		2	8		2	13		15	18				2	60
CRH2B									10					10
CRH2C			1			10		9						20
CRH2E			11			2			7					20
CRH3C			20								5			25
CRH5A	6	20	13	4	12		1							56
合计	6	22	53	4	14	25	1	24	60	8	26	4	2	249
折合单组	6	22	64	4	14	27	1	24	92	11	26	4	2	297

资料来源：平安证券研究所

3.3 各个路局对动车组需求迫切

截至2009年上半年，南车四方、北车长客的200-250公里级动车组订单都基本交付完毕，目前只有南车BSP尚有30余列长大编组订单正在交付。考虑到BSP的产能规划，我们预计2010年BSP只能提供约15列长大编组动车组。

一方面，新的客运专线不断投产需求要更多的动车组，另一方面，整车企业的动车组供货却一直偏缓，这使得各个路局对动车组的需求非常迫切。目前南车、北车正全力生产350公里级动车组，确保年底武广线和郑西线的投产，而其他新开通的250公里级线路只能向其他线路借调动车组。举例来说，胶济线设计时速250公里，但由于缺少车底，只能临时借调时速300公里的CRH2C型车；川渝线开行动车组，只能通过向上海局借调动车组来满足开行。

明年全国将新投产250公里级客运专线5条，运营里程总计近1,000公里。而各路局现有250公里级动车组都处于满负荷运营。

2010-2011年，南车和北车将全力生产350公里级动车组，但不排除在生产安排的间隙提供部分250公里级动车组。

图表 13 明年预计新投产 250 公里级线路近 1,000 公里

序号	项目名称	开工日期	设计时速 (公里)	项目状态	建筑长度 (公里)	运营长度 (公里)	投产时间
1	温福铁路	2004-12-24	250	开通运营	295	302	已投产
2	石太客专	2005-06-11	250	开通运营	190	190	已投产
3	京津城际	2005-07-04	350	开通运营	117	120	已投产
4	宁合客专	2005-07-21	250	开通运营	131	135	已投产
5	合武客专	2005-10-18	250	开通运营	359	359	已投产
6	甬台温铁路	2005-10-27	250	开通运营	282	275	已投产
7	胶济四线	2007-01-08	250	开通运营	263	362	已投产
8	武广客专	2005-06-23	350	在建	968	964	2009 年投产
9	郑西客专	2005-09-26	350	在建	487	517	2009 年投产
10	福厦铁路	2005-09-30	250	在建	264	273	2009 年投产
12	广珠城际	2005-12-28	250	在建	141	142	2010 年投产
13	长吉城际	2007-05-13	250	在建	96	109	2010 年投产
14	昌九城际	2007-06-28	250	在建	97	131	2010 年投产
15	海南东环	2007-09-29	250	在建	308	308	2010 年投产

资料来源：平安证券研究所

随着动车组的公众接受度越来越高，已建成客运专线有增购车辆的需求。举例来说，京津城际最初配属运营的是北车14列350公里级动车组，目前为了满足客运需求，京津城际配属量已经增加至20列。此外，为投产的郑西线和武广线也提出了增购动车组的计划。随着时间推移，动车组作为新的出行方式将越来越得到认可，动车组后续的增购需求非常可观。

3.4 2010-2011年四方股份动车组大批量交付

下面我们通过分析南车现有订单，来预测今明两年的动车组交付情况。根据我们的跟踪，铁道部在各个生产厂都驻有专门验收人员，新造车辆经过验收后交付，收入的确认以是否交付为标准，故可以通过预测交付量大致判断动车组收入。

需要提示的是，我们所列的仅是现有订单执行情况预测，不包括后续将签订的各类动车组订单。

图表 14 南车动车组订单执行情况分析预测

南车 BSP 动车组订单各年度执行情况：										
型号	编组 (节)	数量 (列)	2007 年 以前	2007	2008 1H	2008 2H	2009 1H	2009 2H	2010	2011
CRH1A	8	40	8	18	8	4	2			
CRH1B	16	20	0	0	0	4	5	4	8	
CRH1E	16	20						3	8	9
CRH1-350 长大编组	16	60								
CRH1-350	8	20								
总节数			64	144	64	96	96	112	256	144
南车四方动车组订单各年度执行情况：										
型号	编组 (节)	数量 (列)	2007 年 以前	2007	2008 1H	2008 2H	2009 1H	2009 2H	2010	2011
CRH2A	8	60	19	41	0	0	0	0	0	
CRH2B	16	10			4	6	1	0	0	
CRH2C 第一阶段	8	30			5	5	2	18	0	
CRH2C 第二阶段	8	30					0	0	30	
CRH2E	16	20			3	3	14	0	0	
CRH2-350 长大编组	16								0	85
CRH2-350	8								40	
总节数			152	328	152	184	256	144	560	1360

资料来源：平安证券研究所

注：此图表中数据综合了各方面信息，可能与实际情况有少量出入，但仍能反映产品的基本趋势

四、 新增运能带动大功率机车采购

4.1 客运专线建成将带动机车需求

随着客运专线大规模投产，既有线路的旅客运输任务将大为减轻，各路局为了增加收入有加大货运能力的刚性需求，由此大功率机车的需求将大幅增长。

干线货运是未来铁道部采购大功率机车的主要需求。明年将是客运专线大量投产的第一年，其中350公里级客运专线武广线和郑西线是国家铁路“八纵八横”的组成部分。客运专线开通之后，铁路线上“客货混运”的现象将极大改观，既有线路将腾出运能满足货运的需要。

4.2 大功率机车配属以7200KW产品为主

目前全国共招标了大功率机车（包含内燃机车）共3900台，据铁道部2012年7900台的保有量目标尚有4000台的差距。

在已经招标的大功率机车中，北车和南车分别获得2520台和1380台订单，其中北车大连机车厂获得订单最多，共计1840台。

干线货运以7200KW为主，对9600KW的需求较少。9600KW的大功率机车主要使用在大秦线等煤炭运输线路上，在干线运输中，各路局倾向于性价比更高的7200KW产品，预计未来招标大功率电力机车将以7200KW产品为主。

南车、北车目前在手7200KW的大功率机车订单预计将于2010年初结束，而2010年各路局还将有大功率机车需求，未来还将有大功率机车招标。

此外，大功率内燃机车的订单也将在明年初执行完毕，考虑到大量为实现电气化运行的线路，我们认为铁道部还将配属更多的大功率内燃机车。

图表 15 各型号大功率机车概况

型号	输出功率	单轴功率	总订单数 (台)	轴数 (个)	技术来源	车辆建设
HXD1	9600KW	1200KW	180	8	西门子	南车 株机
HXD1B	9600KW	1600KW	500	6	西门子	南车 株机
HXD1C	7200KW	1200KW	400	6	西门子	南车 株机
HXD2	10000KW	1200KW	180	8	阿尔斯通	北车 大同
HXD2B	9600KW	1600KW	500	6	阿尔斯通	北车 大同
HXD3	7200KW	1200KW	1040	6	东芝	北车 大连
HXD3B	9600KW	1600KW	500	6	庞巴迪	北车 大连
HXN5	6000hp	N/A	300	N/A	GE	南车 戚墅堰
HXN3	6000hp	N/A	300	N/A	EMD	北车 大连

资料来源：平安证券研究所

4.3 大功率机车交付任务繁重

综合各方面信息，我们汇总了大功率机车各年度订单的执行情况。预计2009年底，全国共配属各型号大功率机车2220台，距7900台目标差距5680台。假定铁道部能够在2012年完成目标，则未来每年交付的大功率机车数量在1900台左右。

下面的订单预测中，我们只给出了已知订单的执行预测，没有计算未来新接订单带来的增量。

图表 16 各年度大功率机车订单执行情况

签订时间	型号	数量 (台)	总价 (亿元)	单价 (百万元)	2007 年 以前	2008	2009	2010
2004 年	HXD3	60	8.73	14.56	60			
2004 年	HXD1	180	72.00	40.00	60	80		
2004 年	HXD2	180	72.00	40.00	90	90		
2005 年	HXN3	300	57.00	19.00	0	90	210	
2005 年	HXN5	300	57.00	19.00	0	10	240	50
2006 年	HXD3	180	26.20	14.56	140	40		
2007 年	HXD2B	500	113.00	22.60	0	0	80	120
2007 年	HXD1B	500	113.00	22.60	0	0	180	200
2007 年	HXD3B	500	113.00	22.60	0	0	200	150
2008 年	HXD3	400	58.22	14.56	0	240	160	
2009 年	HXD3	400	58.22	14.56	0	0	50	350
2009 年	HXD1C	400	58.22	14.56	0	0	200	200

资料来源：平安证券研究所

注：此图表中数据综合了各方面信息，可能与实际情况有少量出入，但仍能反映产品的基本趋势

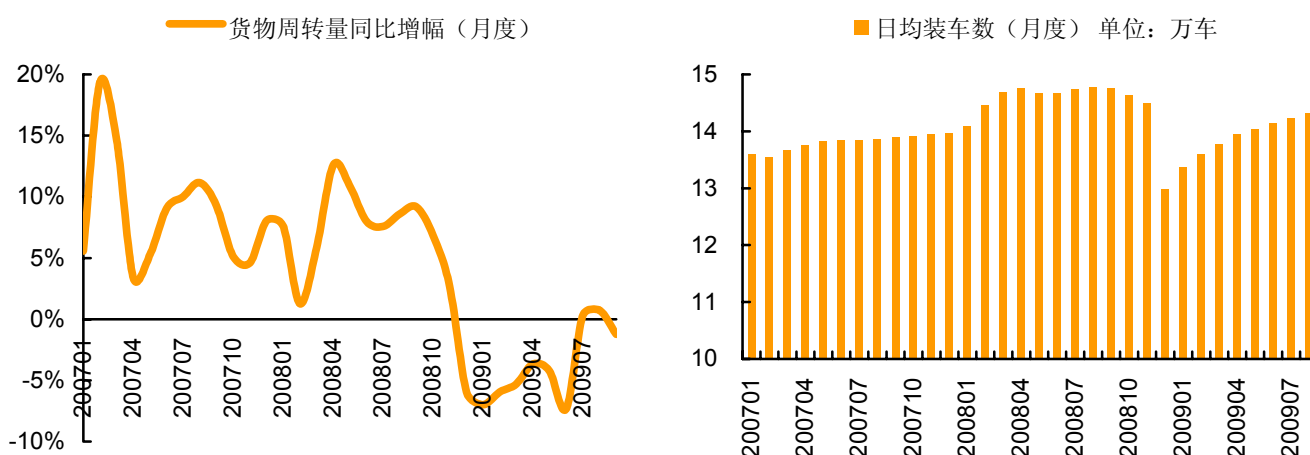
五、 2010年货车业务恢复性增长

5.1 2009年货车全行业总需求为35,000辆

今年5月铁道部招标了15,000辆货车，9月又完成10,000辆招标。加上神华招标的5000辆货车，以及其他路外和出口需求，我们预计全年的货车需求量在35,000辆，同比下滑约42.39%。

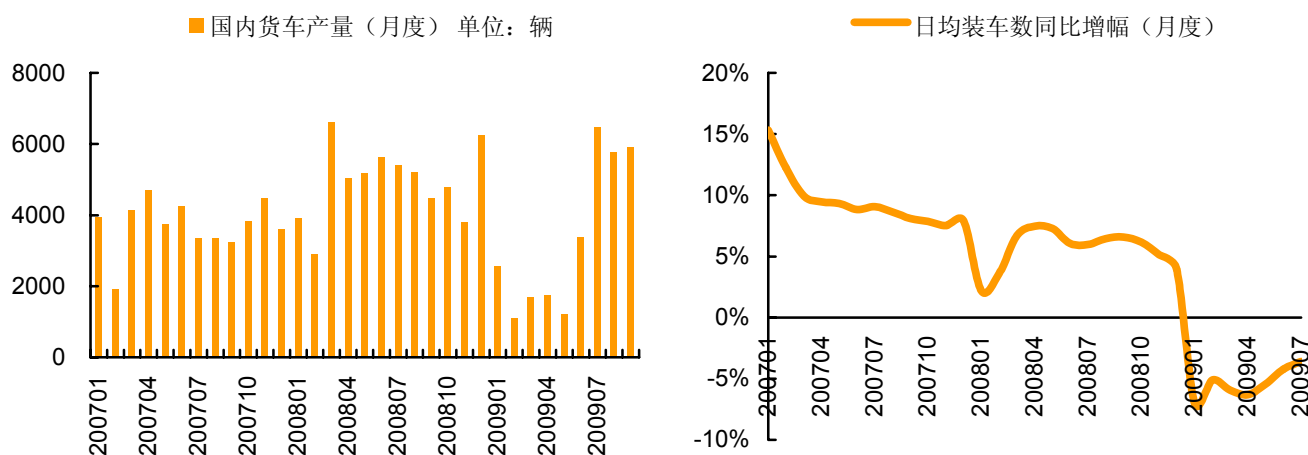
2009年前三季度完成货车产量18000辆，接近去年水平。在新接订单后，7月份货车产量恢复至6,478辆，达到去年水平，三季度共完成货车18000辆。由于剩余订单较少，预计四季度货车剩余订单仅约为5000辆，货车生产可能再次回到较低水平。

图表 17 货运周转量降幅收窄，日均装车数稳步提高



资料来源：铁道部，平安证券研究所

图表 18 三季度货车产量达到年内高峰



资料来源：CEIC，平安证券研究所

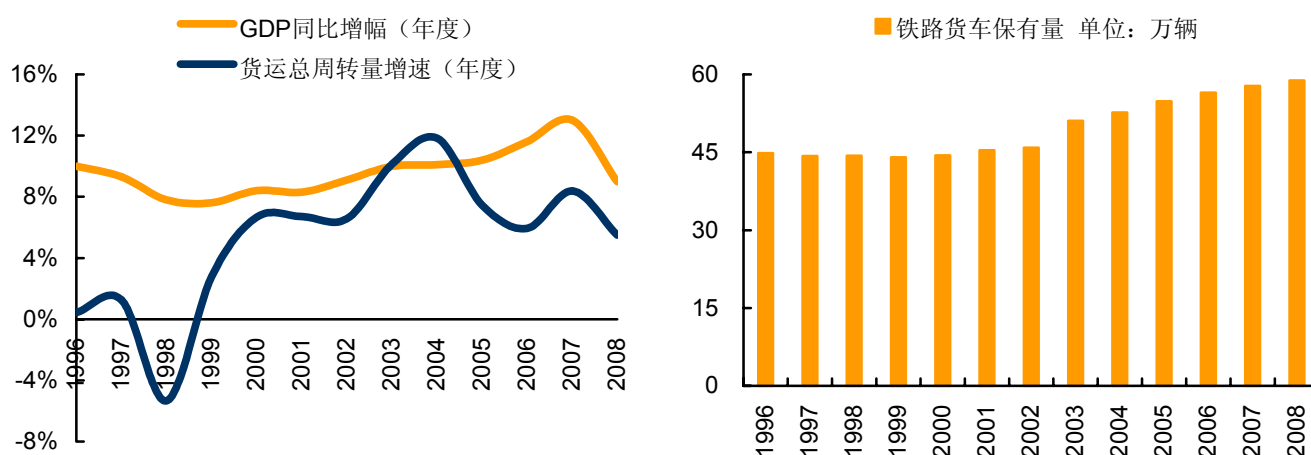
5.2 2010年货车以更新需求为主，全行业总需求为4万辆

2010年的货运周转量将小幅增长。通过比较GDP增速和货运总周转量增速，我们可以发现在大多数情况下，两者之间的变化方向是一致的。根据GDP增速的一致预期，2010年中国GDP较2009年略有增长，据此我们判断2010年国内货运周转量较2009年也仅为小幅增长。

2010年货车需求仍然以更新需求为主。铁路日均装车量在2008年5月达到高点，假设当时的货车保有量能够保证铁路货运需求，那么2008年5月-2008年12月生产的35,000辆货车形成了富余产能。由于铁路系统存在如此大的产能闲置，我们判断2010年货车的需求还是以更新需求为主。

预计2010年全行业货车需求为40,000辆。国内货车总保有量约为75万辆，其中路内拥有约60万辆货车。按20年使用寿命，每年更新需求将达到37,000辆。此外，国内每年还出口数千辆货车，故我们预测2010年货车全行业需求为40,000辆，同比增长11.4%。

图表 19 预计 2010 年货运量将小幅增长，货车需求以更新需求为主



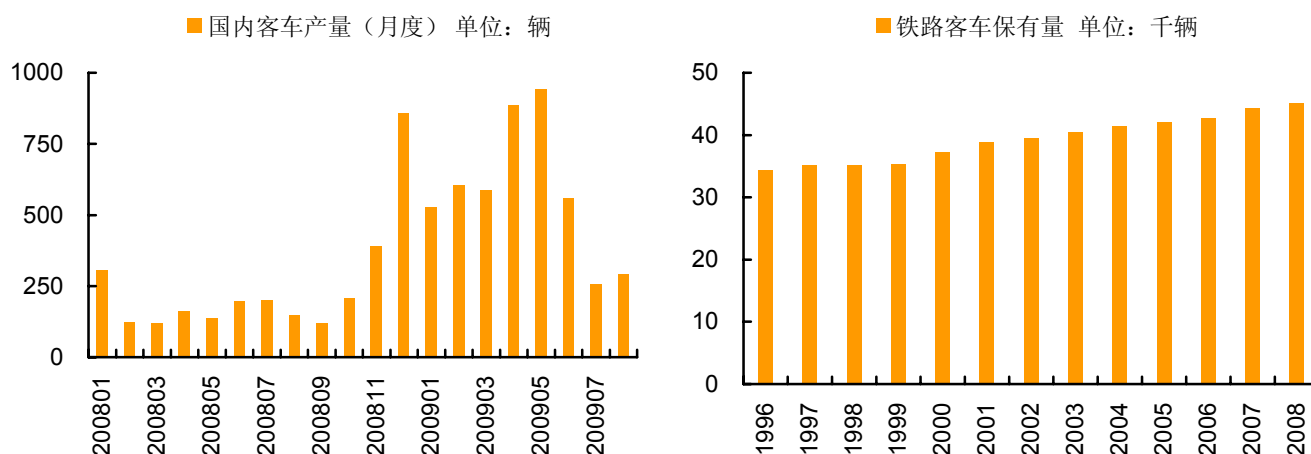
资料来源：铁道部，平安证券研究所

六、 客车业务2010年回复至2008年水平

6.1 “以客补货” 订单上半年基本完成

客车订单大部分集中在上半年完成交付，下半年交付量较少。2008年底，南车获得铁道部16亿元的客车订单，其中绝大部分在2009年6月之前交付，目前公司在手订单所剩不多，我们判断2009年下半年公司的客车销量将和2008年上半年基本持平。

图表 20 进入 2009 年下半年客车产量迅速下降



资料来源：CEIC，平安证券研究所，该数据可能包含动车组的产量，但数据仍能反映客车生产趋势。

6.2 2010年客车收入将回复到2008年的水平

2009年上半年的铁道部“以客补货”的策略也是不得已而为之，相信这样的采购是不可持续的。从2008年下半年，铁路货运量迅速回落，各个路局为了增收都以提高客运收入来弥补货运的下滑，从而带动了客车的需求。但是随着经济的好转，货运量逐步回升，各路局的运输重点又会转到更为赚钱的货运。故我们判断“以客补货”的措施将停止。

尽管现在铁道部没有开始新的客车招标，但是未来的招标肯定是不可避免的。考虑到动车组的不断投入运行，铁路实际客流量将给动车组分流，故今后客车新增需求较少，主要以更新需求为主。

预计2010年铁路普通客车产量约为2500辆，与2008年水平相当。国内2008年铁路客车保有量为45,076辆，按照20年的使用寿命推算，每年的更新需求大约为2300辆。再考虑到出口和少量的新增需求，我们判断2010年的普通客车产量为2500辆，基本与2008年持平。

七、城轨车辆将快速成长

国内城市轨道交通的建设如火如荼，其对城轨车辆的需求也日益高涨。虽然巨大的城轨车辆需求给国内生产商带来商机，但国内企业大都停留在系统集成的层面，牵引和制动系统等关键部件仍由外国专业厂商控制，整体国产化率有待提高。

7.1 2015年城轨运营里程为现在的4倍

预计2015年国内城市轨道交通运营里程将增长超过三倍。截至2009年10月，全国城市轨道交通运营里程达到867公里。根据我们的统计，2015年前全国还将有2718公里的城轨线路投入运营。这些城轨线路分布在23个城市，届时国内城轨运营总里程将达到3565公里，是目前运营总里程的4倍有余。

图表 21 2015 年前国内将投产城市轨道交通 2718 公里 单位：公里

城市	是否已运营地铁	运营里程	2015 年规划	运营里程占比	城市	是否已运营地铁	运营里程	2015 年规划	运营里程占比
上海	是	252	739	34.1%	成都	否	0	106	0.0%
北京	是	227	561	40.5%	哈尔滨	否	0	24	0.0%
广州	是	123	390	31.5%	杭州	否	0	127	0.0%
大连	是	63	122	52.2%	昆明	否	0	63	0.0%
长春	是	35	72	48.8%	南昌	否	0	51	0.0%
天津	是	34	185	18.1%	宁波	否	0	72	0.0%
重庆	是	34	142	23.7%	青岛	否	0	55	0.0%
深圳	是	25	212	11.9%	苏州	否	0	52	0.0%
沈阳	是	22	162	13.7%	无锡	否	0	56	0.0%
南京	是	22	142	15.3%	西安	否	0	69	0.0%
武汉	是	10	73	14.0%	郑州	否	0	45	0.0%
长沙	否	0	46	0.0%					

资料来源：平安证券研究所

预计2015年全国城轨车辆保有量将增长至27,000辆，年均生产量约为3,500辆。据统计，上海地铁目前拥有311列共1,955节车，按运营里程估算，全国城轨共拥有车辆约6,500辆。以2015年全国城轨运营里程3565公里计算，2015年全国城轨车辆保有量为27,000辆，2010-2015年间平均每年将生产3500辆。

7.2 国内厂商大多停留在系统集成层面

按目前招标习惯，城轨车辆招标一般分为三个部分，分别是车体、牵引系统和制动系统。其中技术含量最高的是牵引系统和制动系统，约占整车成本的30%。现在这两个部分国产化仅处于初级阶段，与国外企业有较大差距。

多数情况下，国内城轨车辆的生产以系统集成为主，鲜有牵引系统和制动系统的业绩。城轨生产中，国内厂家主要负责生产车体，并完成外购部件的组装。无法研制核心部件，是城轨业务毛利水平较低的主要原因。以2009年上半年北京城轨车辆招标为例，牵引和制动系统多为国外专业厂商生产。

图表 22 城轨核心部件大多由国外专业厂商生产

线路名称	招标时间	开通时间	编组	车辆数量	车体	牵引	制动
大兴线	2009 上半年	2010 年	6 节	34 列	南车四方	庞巴迪	德国 KNOLL
10 号线二期	2009 上半年	2011 年	6 节	41 列	北车长客	日本东洋	德国 KNOLL
8 号线二期	2009 上半年	2013 年	6 节	33 列	四方/北京车辆厂	日本三菱	德国 KNOLL
9 号线	2009 上半年	2011 年	6 节	24 列	北车长客	日本东洋	日本 Nabtesco
15 号线	2009 上半年	2015 年	6 节	30 列	北车长客	阿尔斯通	德国 KNOLL

资料来源：平安证券研究所

7.3 城轨车辆在手订单充足

中国南车拥有三家城轨车辆生产商：浦镇车辆厂、四方股份和株机厂。三家厂商同时竞标国内的城轨车辆项目，但在南车总部的协调下，三家企业又各有侧重。按照地域划分，四方股份、浦镇车辆厂和株机厂分别重点覆盖华北、华东和华南地区的项目。

浦镇车辆厂：2008年中标的杭州地铁项目于2009年签订合同，未来将提供288辆地铁；此外，2009年公司还中标苏州城轨和深圳地铁4号线项目，分别获得96辆和112辆订单。

株洲电力机车厂：公司现有产能已扩充至1,000辆/年，目前在手订单分布在深圳（336辆）、上海（348辆）、武汉（84辆）和广州（312辆），共计1080辆。

四方股份：四方股份以B型车为主，主要供应北方市场，预计2009年城轨业务收入20亿元，2010年的收入目标是25-30亿元。

八、 延伸产业亮点突出

2009年上半年，延伸业务大幅增长81.51%，其中风力发电、电动汽车和柴油机等业务是增长的重点。需要承认，延伸业务种类众多且分散复杂，我们无法精确的预测其收入的增长，这也是研究大公司的一大难点。

我们相信从较为宏观的层面来预测延伸业务其准确率更高，公司的延伸业务主要由风力发电、电动汽车、齿轮传动系统、汽车增压器等业务构成。下半年宏观经济还将处于复苏阶段，公司的延伸业务下半年收入超过上半年也是一个大概率事件。另外，还需考虑到风电业务下半年交付量较上半年将环比提高超过**100%**，我们判断公司下半年延伸业务的收入将达到**46.4**亿元，全年收入将达到**88**亿元，同比增长**35%**。

下面我们重点介绍延伸产业是的重点产品风电和电动汽车业务。

■ 风电业务：超常规发展

公司的风电业务主要由株洲电力机车研究所及其子公司时代电气和时代新材提供，主要产品包括风电整机、风电叶片、风电电机等。

风电整机：由研究所本部生产，主要产品为**1.65MW**的风电主机。凭借研究所过硬的技术实力和市场开拓能力，研究所的风电整机取得超常规发展。上半年，研究所共交付风电整机约**18**套，由于风电整机大部分交货将安排至下半年，故我们判断风电整机销售可能突破**60**套，年内产量将达到**100**套。研究所订单主要集中在湖南、内蒙古和辽宁几个要的风场，按照目前订单跟踪情况，有望实现**200**套的销量。

风电叶片：主要有研究所下属公司时代新材提供，时代新材的风电叶片主要的客户有大股东研究所和浙江运达等风电整机厂。公司的叶片起点较高，风电叶片模具长度为**40.3**米，在国内处于较领先的水平。目前叶片产能有限，大部分产品供应大股东研究所，该业务的产能提升可为公司带来增长。

风电电机：时代电气是生产风电电机的生产商，主要为研究所内部配套，其收入与研究所的风电整机增速同步。

■ 电动汽车

公司的电动汽车在国内起步较早，积累了国家**863**项目等研发经验，拥有该领域一系列的核心技术。**2008**年北京奥运会使用的部分电动汽车、地面充电机等都由公司提高，为公司电动汽车带来了极大的品牌效应。凭借自身独到的技术积累，公司在湖南省长株潭电动汽车项目中具有极大的竞争力。随着国家对新能源汽车的支持力度逐步扩大，我们预计南车的电动汽车将有长足的发展。

近期相关报告

2009 年 10 月 29 日 中国南车（601766）三季报点评：业绩同比增速大幅提升
2009 年 10 月 19 日 中国南车（601766）调研简报：动车组供不应求，产品开发顺利
2009 年 8 月 21 日 中国南车（601766）半年报点评——客运车辆和延伸产品拉动收入增长

作者简介：

鲍无可：平安证券机械行业研究员，上海交通大学工学硕士，2007年底进入平安证券综合研究所。

机械行业小组：

王合绪	021-6248 3458	wanghexu@pasc.com.cn
叶国际	0755-2262 7084	yegj@pasc.com.cn
鲍无可	021-6207 8961	baowk@pasc.com.cn

附：财务报表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009	2010	2011	会计年度	2008	2009	2010	2011
流动资产	30,925.18	26,176.98	31,069.82	46,387.13	营业收入	35,768.15	41,805.83	53,177.57	80,075.55
货币资金	11,722.77	3,714.89	2,658.88	4,003.78	营业成本	29,676.92	34,731.89	43,779.08	64,933.75
应收账款	6,395.23	7,474.75	9,507.98	14,317.26	营业税金及附加	164.74	192.55	244.93	368.82
预付账款	3,555.79	4,161.46	5,245.47	7,780.15	主营业务利润	5,926.48	6,881.39	9,153.56	14,772.98
存货	8,389.45	9,818.46	12,376.03	18,356.31	营业费用	787.35	967.90	1,231.19	1,853.94
待摊费用和其他	861.93	1,007.42	1,281.45	1,929.63	管理费用	3,341.64	3,692.49	4,696.90	7,072.66
非流动资产	14463.50	20464.25	26056.44	31224.97	财务费用	258.91	276.98	240.90	464.21
长期股权投资	594.01	619.71	615.43	609.71	投资收益	231.64	226.87	229.26	228.06
固定资产	10,242.10	16,035.11	21,410.06	26,360.90	资产减值损失	127.52	125.00	89.69	210.00
无形资产	3,432.40	3,648.28	3,864.16	4,080.04	营业利润	1,642.71	2,045.88	3,124.14	5,400.24
其他	194.99	161.15	166.79	174.31	营业外收入	346.92	330.35	338.64	334.50
资产总计	45388.67	46641.23	57126.26	77612.09	营业外支出	59.09	70.44	64.77	67.60
流动负债	23,589.64	23,252.03	31,256.00	47,522.80	利润总额	1,930.53	2,305.79	3,398.01	5,667.13
短期借款	3,713.58	0.00	1,862.90	3,716.46	所得税	244.93	345.87	509.70	850.07
应付账款	11,542.17	13,508.19	17,026.90	25,254.53	净利润	1,685.60	1,959.92	2,888.31	4,817.06
预收款项	6,252.08	7,307.43	9,295.15	13,996.77	少数股东损益	301.36	281.53	414.88	691.93
预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司的净利润	1,384.24	1,678.40	2,473.43	4,125.13
其他	2,081.81	2,436.41	3,071.06	4,555.04	EBITDA	2,695.11	2,322.86	3,365.04	5,864.44
长期负债	3221.52	3307.91	3293.51	3274.31	EPS（元）	0.117	0.142	0.209	0.348
长期借款	665.00	665.00	665.00	665.00	重要财务指标				
其他	2,556.52	2,642.92	2,628.52	2,609.32	主营收入	35,768.15	41,805.83	53,177.57	80,075.55
负债合计	26,811.16	26,559.94	34,549.52	50,797.11	同比(%)	30.54	16.88	27.20	50.58
少数股东权益	2,621.45	2,902.98	3,317.86	4,009.80	净利润	1,685.60	1,959.92	2,888.31	4,817.06
股本	11,840.00	11,840.00	11,840.00	11,840.00	同比(%)	57.67	16.27	47.37	66.78
资本公积	2,839.64	2,839.64	2,839.64	2,839.64	毛利率(%)	17.03	16.92	17.67	18.91
留存收益	1,376.43	2,598.67	4,679.24	8,225.55	净利率(%)	4.71	4.69	5.43	6.02
归属于母公司	16,056.07	17,278.31	19,358.88	22,905.19	ROE(%)	13.57	10.07	13.50	19.52
负债和股东权益	45,488.67	46,741.23	57,226.26	77,712.09	资产负债率(%)	58.94	56.82	60.37	65.37
现金流量表					每股收益(元)	0.12	0.14	0.21	0.35
会计年度					每股净资产（元）	0.37	1.36	1.46	1.64
经营活动现金流	1,338.70	2,535.16	3,811.19	6,405.69	P/E	36.87	30.40	20.63	12.37
投资活动现金流	(3,049.43)	(6,368.10)	(6,338.12)	(6,336.69)	P/B	11.74	3.18	2.95	2.64
筹资活动现金流	5,817.56	(4,174.95)	1,470.92	1,275.89	EV/EBITDA	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!
现金净增加额	4,106.83	(8,007.89)	(1,056.01)	1,344.90					

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

风险提示：

- 证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。
- 市场有风险，投资需谨慎。

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257