

中国南车 (601766.SH) 铁路设备行业

评级：买入 维持评级

公司点评

张昊
 分析师 SAC 执业编号：S1130210010310
 (8621)61038223
 zhangh@gjzq.com.cn

董亚光
 分析师 SAC 执业编号：S1130206110212
 (8621)61038289
 dongyaguang@gjzq.com.cn

经营符合预期，估值有所低估

事件

近日我们拜访了中国南车公司高管，与管理层就铁路装备行业和公司近期的运营情况进行了深入广泛的交流。

评论

高铁营运里程存在上调的可能：08 年公布的《铁路中长期发展规划》中，客运专线 2020 年实现通车 16000 公里，该目标较为保守。目前铁道部正在着手制定铁路《十二五规划》，有望于 2010 年底公布，届时客运专线通车里程存在上调的可能。

动车组后续订单或出现在 2010 年底：通常铁道部提前 18 个月下发动车组后续订单，而中国南车目前在手的动车组订单持续到 2012 年上半年，根据时间节点推算，2010 年底铁道部将下发给南车 2012 年下半年之后的动车订单，订单的规模则取决于 380 公里/小时的动车在目前线路上的运行情况。

250 公里/小时的动车组或追加订单：由于目前公司 250 公里/小时的订单运行情况良好，且存在缺车现象，我们预计铁道部可能会追加 250 公里/小时的动车订单。

大功率交流传动机车订单有望于近期下达：根据铁道部规划，2012 年时大功率交流传动机车的保有量将达到 7900 辆，目前铁道部已下达订单 3940 辆，截至 2009 年底中国南、北车共交付 1792 辆，大功率交流传动机车尚存在很大的缺口。此外，南车目前在手的机车订单仅够维持 1 年左右的生产，铁道部近期有望下达大功率交流传动机车的大单。我们预计南车将获取此次订单的 50%，改变以往 1/3 份额的局面。

2012 年后南车的增长仍然可期：市场普遍的观点认为南车在 2012 年后的收入增长乏力，而南车制定的远景规划中 2012 年、2015 年将分别实现 1000、1500 亿的销售收入。我们就公司 2015 年的目标可行性与管理层进行了沟通，管理层认为届时公司从铁道部获得的收入为 800~900 亿元，轨道交通业务有望实现 200 亿元，新产业 200 亿元以上，出口 100 亿元以上，2015 年 1500 亿元的收入目标还是很有可能实现的，因此南车在 2012 年后仍然会保持增长。

投资建议

我们维持此前的盈利预测，即公司 2010~2012 年分别实现销售收入 602、791 及 959 亿元，分别实现归属于母公司净利润 28、42 及 56 亿元，折合每股收益 0.241、0.352 及 0.469 元，净利润同比增长 69.7%、46.4%及 33.3%，维持“买入”评级。

从长期角度看，我们认为即使以 2010 年为基数的收入，南车仍有望实现翻番增长。且公司的净利润率仅为 4%~5%，净利润率处于低位，未来增长的可能性远大于下滑的可能性，南车中长期的每股收益有望翻番增长，目前公司的动态估值为 20 倍左右，存在一定程度的低估。

风险提示

公司对铁道部的溢价能力偏弱。由于公司绝大部分产品由铁道部进行采购，铁道部对公司产品价格拥有极强的控制力，而铁道部目前处于亏损状态，短期公司难以获得较高的利润率。但从反面理解，一旦铁道部对公司产品进行了一定程度的放开，则公司将享受收入与利润率的双向提升。

图表1：中国南车主要子公司经营状况(百万元)

	2008		2009	
	收入	净利润	收入	净利润
株洲电力机车	4150	194	10575	335
四方股份	7308	257	10142	461
株洲所	3844	231	6117	325
长江公司	4553	144	2400	-201
戚墅堰	2054	49	3506	107
南车BSP	2137	263	5857	654
株洲时菱	149	17	154	32

来源：国金证券研究所

图表2：中国南车新车交付情况(辆)

	2008	2009
机车	363	769
客车	863	1843
货车	18404	12229
动车组	304	392
成轨地铁车辆	552	862

来源：国金证券研究所

图表3：中国南车09年底在手订单(亿元)

	在手订单	占比
机车	156.5	16.0%
客车	19.1	1.9%
货车	10.3	1.0%
动车组	552.2	56.3%
成轨地铁车辆	174.3	17.8%
新产业	67.9	6.9%
合计	980.3	100.0%

来源：国金证券研究所

图表4：中国南车动车组交付计划

	编组(辆)	数量(列)	总辆数	2007年以前	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
南车四方BSP										
CRH1A	8	40	320	8	18	12	2			
CRH1B	16	20	320			4	9	7		
CRH1E	16	20	320				3	8	9	
CRH1-350 长大编组	16	60	960							15
CRH1-350	8	20	160							20
总计				64	144	160	208	240	144	400
南车四方										
CRH2A	8	60	480	19	41					
CRH2B	16	10	160			10				
CRH2C 第一阶段	8	30	240			10	20			
CRH2C 第二阶段	8	30	240				1	29		
CRH2E	16	20	320			6	14			
CRH2-350 长大编组	16	100	1600					5	70	35
CRH2-350	8	40	320					40		
总计				152	328	336	384	632	1120	560

来源：国金证券研究所