

买入 维持
中国南车（601766）
2010 年 8 月 11 日

 机械行业核心分析师：龙华
 SAC 执业证书编号：S0850207120499
 longh@htsec.com
 021-23219411

业绩符合预期，全年利润有望增长 70%

中国南车 8 月 10 日发布 2010 年中期报告，公司今年 1-6 月实现总销售收入 280.94 亿元，较上年同期增长 51.20%；实现营业利润 16.58 亿元，同比增长 91.05%；实现净利润 11.04 亿元，同比增长 76.27%；今年上半年每股收益 0.093 元，同比增长 76.27%。公司的综合毛利率从 2009 年上半年的 16.07% 上升为 2010 年上半年的 16.43%。

点评：

1、公司各板块业务销售及收入情况分析

2010 年上半年中国南车各板块业务销售金额及同比增长率情况对比如下：

表 1 2010 年中期中国南车各板块业务收入情况及增速

	2010H1		2009H1		同比增长 (%)
	收入 (万元)	收入占比 (%)	收入 (万元)	收入占比 (%)	
机车	797114.50	28.40	425637.20	22.90	87.28
客车	210601.40	7.50	282131.60	15.20	-25.35
货车	358419.00	12.80	203335.50	10.90	76.27
动车组	498689.80	17.80	410197.80	22.10	21.57
城轨地铁车辆	342388.70	12.20	120107.50	6.50	185.07
新产业	369381.60	13.10	199669.10	10.70	85.00
其他	232779.20	8.20	216952.90	11.70	7.29
合计	2809374.20	100.00	1858031.60	100.00	51.20

资料来源：公司资料、海通证券研究所

客车和动车组方面：2010 年上半年中国南车在客车方面的收入同比下降 25%，但在动车组方面同比上升 22%，符合我们此前了解的市场需求情况。由于 2008 年下半年金融危机，2008 年底至 2009 年上半年国有铁路出现货运需求不足现象，2009 年上半年铁道部未进行货车招标，但通过以客补货方式提升整体运量，因此 2008 年底到 2009 年上半年客车招标量和购买量明显提升。2010 年上半年客车销售收入的下滑应理解为需求的适当回归。另外由于动车组交货并不均匀，虽然上半年中国南车仅销售动车组 49.87 亿元，但根据铁道部的招标交货要求，我们认为 2010 年全年中国南车仍能完成 90 标准列动车组交货，完成约 147 亿元销售收入。

表2 历史上中国南、北车动车组历次招标情况

制造商	型号	时速等级(公里)	编组(节)	中标数量(列)	折算标准列(列)
南车 BST	CRH1A	200	8	40	40
南车 BST	CRH1B	250	16	20	40
南车 BST	CRH1E	250	16	20	40
南车 BST	CRH1-350 长大编组	350	16	60	120
南车 BST	CRH1-350	350	8	20	20
南车 BST		250	8	40	40
南车 四方	CRH2A	200	8	60	60
南车 四方	CRH2B	200	16	10	20
	CRH2C 第一阶段	300	8	30	30
	CRH2C 第二阶段	350	8	30	30
南车 四方	CRH2E	250	16	20	40
南车四方	CRH2-350 长大编组	350	16	100	200
南车	CRH2-350	350	8	40	40
		350	8	60	60
北车 唐山	CRH3C	350	16	100	200
	CRH3D	350	16	40	80
北车 长客	CRH3-350 长大编组	350	16	60	120
	CRH3-350	250	8	90	90
北车 长客	CRH5A			350	550
北车合计				490	720
南车合计				840	1270
全国合计					

资料来源: 各公司资料、海通证券研究所整理

城轨地铁方面: 2010 年上半年中国城轨地铁车辆市场集中在广州、重庆二市, 南车中标 196 辆车, 合同总金额 17.25 亿元, 合同车辆数占比 62%, 合同金额占比 70.2%。从历史上城轨地铁的招标情况看, 2010 年上半年不属于招标密集期, 由于招标市场集中在南车较有优势的南方, 因此我们看到公司市场占有率保持高位。另外, 我们看到尽管作为城轨地铁车辆业务的后进入者, 中国南车在 2009 年后的中标均价已高于国内均价, 该情况在 2010 年上半年表现得尤为突出。从该情况判断, 中国南车在城轨地铁方面的获利能力已逐步提升。

表3 2007 年-2010 年中期中国南车城轨地铁招标情况

	2007	2008	2009	2010H1
总招标额(亿元)	191.20	88.10	203.20	24.57
总招标数量(辆)			2820	316
总招标均价(万元/辆)			720.67	777.30
南车中标额(亿元)	120.80	65.50	108.39	17.25
南车中标数量(辆)			1438	196.00
南车中标均价(万元/辆)			753.74	880.10
南车中标额比例(%)	63.18	74.35	53.35	70.20
南车中标数量比例(%)			51.00	62.00

资料来源: 公司各年报、海通证券研究所整理

机车方面: 2010 年上半年公司向客户顺利交付了 400 台 HXD1C (7,200KW 大功率电力机车) 和 300 台 HXN5 (6,000 马力大功率内燃机车) 的后续全部产品。公司下属子公司南车株洲电力机车有限公司于 7 月份中标铁道部招标的 590 台大功率交流传动六轴 7200KW 电力机车, 总价值约 86 亿元人民币。本次铁道部合计招标 1200 台大功率交流传动六轴 7200KW 电力机车, 其中北车中标 610 台, 北车市场占有率略高于南车。历史上由于北车在 7200KW 大功率电力机车方面早于南车承接铁道部订单, 累计市场占有率南车低于北车, 但从 2010 年上半年大功率电力机车中标情况看, 目前铁道部 7200KW 电力机车市场对分的格局已基本成立。

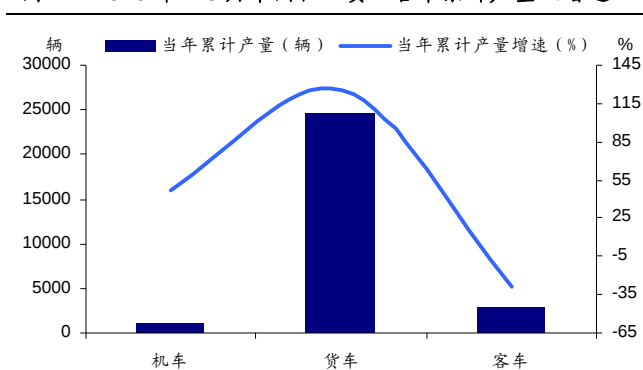
表 4 历史上中国南、北车大功率机车历次招标情况

	签订时间	型号	数量 (台)	总价 (亿元)	估计单价 (百万元)
北车 大连	2004 年	HXD3	60	58.22	97.04
南车 株机	2004 年	HXD1	180	72.00	40.00
北车 大同	2004 年	HXD2	180	72.00	40.00
北车 大连	2005 年	HXN3	300	57.00	19.00
南车 戚墅堰	2005 年	HXN5	300	57.00	19.00
北车 大连	2006 年	HXD3	180	58.22	32.35
北车 大同	2007 年	HXD2B	500	113.00	22.60
南车 株机	2007 年	HXD1B	500	113.00	22.60
北车 大连	2007 年	HXD3B	500	113.00	22.60
北车 大连	2008 年	HXD3	400	58.22	14.56
北车 大连	2009 年	HXD3	400	58.22	14.56
南车 株机	2009 年	HXD1C	400	58.22	14.56
北车 大连	2010 年 7 月	HXD3	390	56.78	14.56
北车 大同	2010 年 7 月	HXD3	220	32.03	14.56
南车 株机	2010 年 7 月	HXD1C	590	86.00	14.56
北车合计			3130	676.70	
南车合计			1970	386.22	
全国合计			5100	1062.92	

资料来源：各公司资料、海通证券研究所

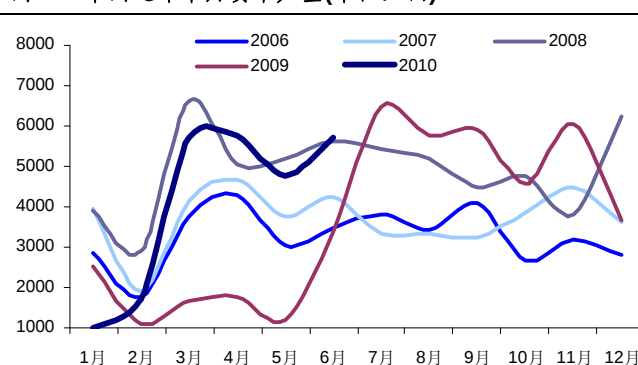
货车方面：2010 年我国货车生产预计将呈现前高后低的走势，机车和客车将相对平稳。2010 年 1-6 月生产货车 24651 辆，同比增长 111.20%，6 月份单月生产 5710 辆，同比增长 69.34%。上述情况与中国南车 2010 年上半年货车销售收入实现 76% 的高速增长相吻合，预计下半年中国南车货车收入将比上半年有所下滑。

图 1 2010 年 1-6 月中国机、货、客车累计产量及增速



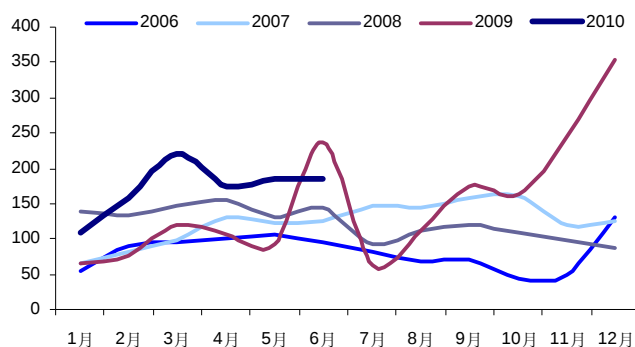
资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 2 中国近年单月货车产量(单位：辆)



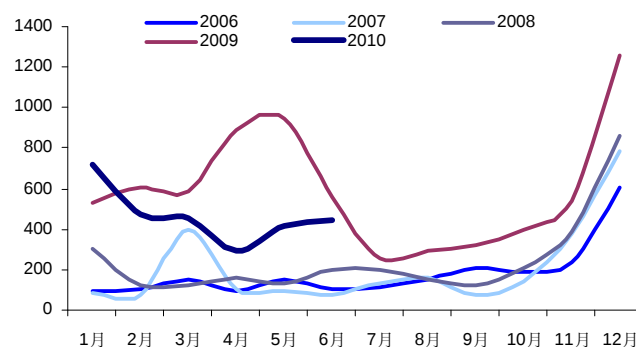
资料来源：CEIC、海通证券研究所预估

图 3 中国近年单月机车产量(单位: 辆)



资料来源: CEIC、海通证券研究所

图 4 中国近年单月客车产量(单位: 辆)



资料来源: CEIC、海通证券研究所预估

新产业方面: 中国南车 2010 年上半年新产业收入同比增速高达 85%, 比 2009 年新产业收入同比增速 67.32% 增长更快。我们认为在未来 5 年以后, 新产业将成为支持中国南车持续增长的重要力量。公司在电动汽车和大功率半导体器件方面技术优势明显, 上半年新增电动汽车逾 300 台。我们认为大功率半导体未来应用前景广阔, 具有极好的发展前景。我们对于中国南车在轨道车辆方面的核心技术在其他市场的应用前景及推广能力较为乐观, 并因此给予其较北车更高的市盈率。

2、2010 年上半年中国南车出口业务增长迅猛

2010 年上半年中国南车海外市场销售收入同比增长 85%, 系机车、客车交付订单实现收入增多。公司 2009 年海外订单签约 12 亿美元在 2010 年已开始体现。

表 5 2010 年中期中国南车出口业务收入增速高达 85%

	2008H1		2009H1		2010H1	
	收入 (万元)	收入 (万元)	收入占比 (%)	收入 (万元)	收入占比 (%)	同比增长 (%)
国内市场	1413006.40	1802237.90	97.00	2706160.20	96.33	50.16
海外市场	53700.00	55793.70	3.00	103214.00	3.67	84.99
合计	1466706.40	1858031.60	100.00	2809374.20	100.00	51.20

资料来源: 公司资料、海通证券研究所

3、中国南车 2010 年中期资产和营运质量属于正常范围

表 6 2010 年中期中国南车资产和营运质量属于正常范围

	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
应收帐款/营业收入 (季度)	0.71	0.53	0.94	0.71	0.84	0.39	1.07	0.92
存货/营业成本 (季度)	0.99	0.90	1.60	1.14	1.39	0.80	1.21	1.04
经营性现金流/归属母公司净利润	4.82	6.01	-6.60	-1.03	0.56	9.23	-11.60	4.83

资料来源: 公司资料、海通证券研究所

4、中国南车募集资金已基本使用完毕

2008 年中国南车募集 A 股资金 64.8 亿元, 扣除除相关发行费用后, 实际到账金额为 63.69 亿元。截至 2010 年 6 月 30 日, 公司累计使用 A 股募集资金约合 59.69 亿元。截止 2010 年 6 月 30 日, 公司 A 股募集资金账户余额共计约 4.21 亿元。

2008 年公司发行 H 股共募集资金港币 47.84 亿元, 扣除相关发行费用后, 实际到账金额为港币 46.47 亿元。截至 2010 年 6 月 30 日, 公司累计使用 H 股募集资金约合港币 39.34 亿元。截至 2010 年 6 月 30 日, 公司 H 股募集资金账户余额共计约合港币 7.78 亿元 (含银行利息), 其中: 港币 3.61 亿元, 美元 0.54 亿元。

2010 年公司计划安排固定资产投资 60.23 亿元，除 IPO 募集资金余额尚余数亿可继续投入外，尚有大量缺口，且公司规划未来将大力开拓海外市场需大量资金投入。我们预计除银行借款和发行债券外，在证券市场再融资应不失为一种解决方案。

表 7 中国南车 IPO 募集资金使用情况

	募集资金总额	实际到账金额	已累计使用金额	募集资金账户余额	剩余项目建成投产日期
A 股 (亿元)	64.80	63.69	59.69	4.21	2011 年 11 月底前
H 股 (亿港元)	47.84	46.47	39.34	7.78	

资料来源：公司资料、海通证券研究所

5、维持对中国南车 2010-2012 年 0.24、0.36 和 0.46 元的盈利预测和买入评级

公司 2010 年上半年销售收入 280.94 亿元，较上年同期增长 51.20%；实现营业利润 16.58 亿元，同比增长 91.05%；实现净利润 11.04 亿元，同比增长 76.27%；今年上半年每股收益 0.093 元，同比增长 76.27%。中国南车上述增长情况良好，我们预期中国南车在下半年除了货车销售收入将比上半年下滑外，其他业务将维持上半年良好增长势头，预期全年净利润同比增速约能保持在 70%左右，我们维持对中国南车 2010-2012 年的盈利预测为 0.24、0.36 和 0.46 元，维持对中国南车的买入评级。

表 8 中国南车各产品未来年度营业收入及增长率预测

	2008	2009	2010H1	2010H2E	2010E	2011E	2012E
营业收入							
机车	817158.70	1414167.60	797114.50	1112011.76	1909126.26	2481864.14	3350516.59
客车	328319.70	453437.70	210601.40	133843.95	344445.35	344445.35	361667.62
货车	948983.00	582398.80	358419.00	228293.06	586712.06	648884.45	719626.43
动车组	570256.50	798076.00	498689.80	970871.23	1469561.03	2928668.72	3705609.23
城轨地铁	258036.60	440079.90	342388.70	317731.15	660119.85	891161.80	1203068.43
新产业	295979.90	495237.40	369381.60	447760.11	817141.71	1184855.48	1658797.67
其他	358080.30	455869.40	232779.20	424294.63	657073.83	805335.50	1027960.15
南车合计	3576814.70	4639266.80	2809374.20	3634805.89	6444180.09	9285215.43	12027246.11
营业收入 YOY (%)							
机车	14.75	73.06	87.28	12.49	35.00	30.00	35.00
客车	-4.08	38.11	-25.35	-21.87	-24.04	0.00	5.00
货车	2.90	-38.63	76.27	-39.77	0.74	10.60	10.90
动车组	111.87	39.95	21.57	150.30	84.14	99.29	26.53
城轨地铁	51.40	70.55	185.07	-0.70	50.00	35.00	35.00
新产业	!	67.32	85.00	51.49	65.00	45.00	40.00
其他	10.58	27.31	-44.13	-20.62	44.14	22.56	27.64
合计	30.54	29.70	51.20	17.13	38.91	44.09	29.53

资料来源：公司资料、海通证券研究所预估

表9 中国南车盈利预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
毛利率(%)	15.09	17.03	16.48	16.89	17.01	17.07
营业税金及附加/营业收入(%)	0.43	0.46	0.45	0.45	0.45	0.45
销售费用/营业收入	2.34	2.20	2.14	2.11	2.09	2.07
管理费用/营业收入	8.60	9.34	8.97	8.25	8.00	7.84
财务费用/营业收入	0.87	0.72	0.42	0.34	0.26	0.23
所得税/利润总额	10.46	12.69	12.48	12.91	12.98	12.96
少数股东损益/净利润	21.92	15.61	17.95	18.85	18.85	18.85
销售净利率(%)	2.95	3.87	3.62	4.41	4.56	4.52
南车全面摊薄 EPS	0.068	0.117	0.142	0.240	0.357	0.459
对比: 北车全面摊薄 EPS	0.136	0.112	0.159	0.222	0.331	0.430
一、营业总收入(万元)	2740096.47	3576814.71	4639266.80	6444180.09	9285215.43	12027246.11
其中: 营业收入(万元)	2740096.47	3576814.71	4639266.80	6444180.09	9285215.43	12027246.11
其他营业收入(万元)		0.00				
营业总成本(万元)	2666110.34	3435708.52	4441681.27	6091427.27	8735491.49	11273066.25
营业成本(万元)	2326599.64	2967691.82	3874867.97	5355698.71	7706224.56	9974204.09
销售费用(万元)	64106.67	78735.02	99058.69	136221.64	194314.68	249181.06
管理费用(万元)	235571.71	334164.13	416086.83	531728.71	743166.57	943379.54
财务费用(万元)	23951.14	25890.95	19507.96	22123.85	24336.23	27986.66
营业税费营业税金及附加(万元)	11727.05	16474.45	20940.64	29087.62	41911.44	54288.37
资产减值损失(万元)	4154.13	12752.15	11219.18	16566.74	25538.01	24026.53
加: 公允价值变动收益(万元)			0.00	0.00	0.00	0.00
其他营业成本(万元)		0.00				
投资收益(万元)	22208.86	23164.40	21794.27	22207.00	29253.57	1319.82
其中: 对联营合营企业的投资收益(万元)	19231.76	17837.41	16467.29	6444180.09	9285215.43	12027246.11
二、营业利润(万元)	96194.99	164270.59	219379.80	374959.82	578977.52	755499.69
加: 营业外收入(万元)	31378.86	34692.05	34692.05	50679.90	50679.90	50679.90
减: 营业外支出(万元)	8178.57	5909.40	5909.40	8769.47	8769.47	8769.47
其中: 非流动资产处置净损失(万元)	6053.92	3860.52				
三、利润总额(万元)	119395.29	193053.24	248162.46	416870.24	620887.94	797410.12
减: 所得税(万元)	12490.72	24492.94	30961.36	53830.89	80598.15	103374.73
四、净利润(万元)	106904.57	168560.30	217201.10	363039.35	540289.79	694035.38
归属于母公司所有者的净利润(万元)	80735.14	138424.03	167815.30	284461.44	423255.59	543727.65
少数股东损益(万元)	26169.43	30136.27	44549.86	78577.91	117034.20	150307.73

资料来源: 公司资料、海通证券研究所预估

信息披露

分析师负责的股票研究范围

龙 华：机械行业核心分析师

重点研究上市公司：中国南车、时代新材、天马股份、华东数控、三一重工、中联重科、徐工机械、东力传动、晋西车轴、昆明机床、晋亿实业、陕鼓动力。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。