

中国南车 (601766.SH) 铁路设备行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

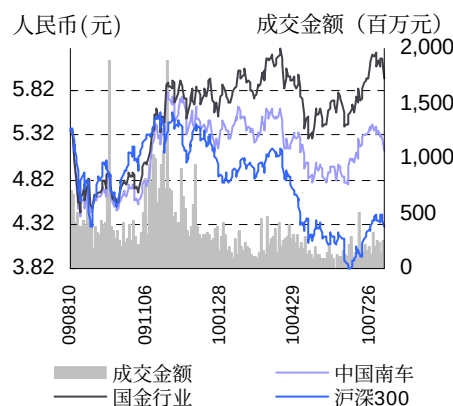
市价 (人民币) : 5.15 元

确定性高是最大的优势

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	3,000.00
流通港股(百万股)	2,024.00
总市值(百万元)	60,976.00
年内股价最高最低(元)	5.81/4.40
沪深 300 指数	2832.64
上证指数	2595.27



公司基本情况 (人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.117	0.142	0.240	0.350	0.467
每股净资产(元)	1.36	1.47	1.69	2.02	2.44
每股经营性现金流(元)	0.11	0.37	0.36	0.44	0.47
市盈率(倍)	36.87	40.15	21.73	14.87	11.17
行业优化市盈率(倍)	41.47	69.53	69.53	69.53	69.53
净利润增长率(%)	71.45%	21.23%	69.15%	46.12%	33.17%
净资产收益率(%)	8.62%	9.66%	14.21%	17.37%	19.09%
总股本(百万股)	11,840.00	11,840.00	11,840.00	11,840.00	11,840.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 中国南车今日发布中报，2010 年上半年公司实现销售收入 280.94 亿元，同比增长 51.2%；实现归属于母公司净利润 11.04 亿元，折合每股收益 0.09 元，同比增长 76.3%。

经营分析

- 毛利率有所提升：**公司上半年综合毛利率达到 16.81%，较去年同期的 16.53%有所提升。需强调较高毛利率的动车上半年交付较少，下半年公司的动车交付势头迅猛，毛利率达到我们预测的 17.14%问题不大。
- 管理费用率如期下降：**公司上半年管理费用率为 7.69%，较去年同期下滑 1 个百分点，是除销售收入以外对利润增长贡献最大的因素。为谨慎起见，我们对 2010 年管理费用率仍预测 8.9%。
- 半年度在手订单有所下滑，但 7 月新接订单势头迅猛：**截止 6 月底，公司在手订单 841 亿元，较去年年底下滑 140 亿，但公司 7 月公告的两项重大合同(不考虑合营四方 BSP 公司的 51.6 亿元动车订单)总计 126 亿元，在手订单依然饱满。我们预计 2010 年底，铁道部将下达 2012 年下半年动车订单，规模在数百亿以上。
- 动车上半年受交车计划影响，下半年将重归超高速增长：**动车上半年交付 50 亿元，同比增长 21%。我们强调的是，该增速不代表全年，上半年公司在研制新型动车时影响了零部件供应，公司调整了动车交付计划。基于 BSP 获得的 250 公里动车追加订单，我们预计南车四方也会获得追加订单，南车全年动车交付可望接近 100 标准列，折合 160 亿元左右。谨慎起见，我们仍维持 140 亿的动车交付预测，同比增长 75%。
- 机车符合预期，城轨全面开花：**机车继续高增长，同时合同市场份额获得显著提升，达到 50%；城轨国内、国外市场全面开花，国内中标 196 辆，合同车辆占比 60%，金额达到 70%，获马来西亚 40 亿出口订单。

盈利预测及投资建议

- 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 0.240、0.350 及 0.467 元，净利润同比增长 69.7%、46.4%及 33.3%，维持“买入”评级。

相关报告

- 《经营符合预期，估值有所低估》，2010.6.29
- 《高端产品大超预期，雄厚实力一览无余》，2010.4.23

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

图表1：中国南车在手订单情况(亿元)

	2009		2010H1	
	在手订单	占比	在手订单	占比
机车	156.5	16.0%	95.58	11.4%
客车	19.1	1.9%	9.61	1.1%
货车	10.3	1.0%	15.04	1.8%
动车组	552.2	56.3%	497.7	59.2%
成轨地铁车辆	174.3	17.8%	183.78	21.9%
新产业	67.9	6.9%	38.96	4.6%
合计	980.3	100.0%	840.7	100.0%

来源：国金证券研究所

图表2：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

图表3：分项盈利预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
机车						
销售收入 (百万元)	7,121.03	8,171.59	14,141.68	16,262.93	18,702.37	21,507.72
增长率 (YOY)	-1.30%	14.75%	73.06%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	15.60%	17.30%	14.88%	15.00%	16.00%	17.00%
销售成本 (百万元)	6,010.15	6,757.90	12,037.39	13,823.49	15,709.99	17,851.41
增长率 (YOY)	-1.53%	12.44%	78.12%	-12.76%	13.65%	13.63%
毛利 (百万元)	1,110.88	1,413.68	2,104.28	2,439.44	2,992.38	3,656.31
增长率 (YOY)	-0.01%	27.26%	48.85%	-24.84%	22.67%	22.19%
占总销售额比重	25.99%	22.85%	30.55%	27.02%	23.64%	22.42%
占主营业务利润比重	26.86%	23.21%	27.67%	23.64%	20.89%	20.23%
客车						
销售收入 (百万元)	3,422.99	3,283.20	4,534.38	3,400.78	3,400.78	3,400.78
增长率 (YOY)	-0.28%	-4.08%	38.11%	-25.00%	0.00%	0.00%
毛利率	10.00%	10.20%	11.00%	10.00%	10.00%	10.00%
销售成本 (百万元)	3,080.69	2,948.31	4,035.60	3,060.70	3,060.70	3,060.70
增长率 (YOY)	-0.28%	-4.30%	36.88%	-5.73%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	342.30	334.89	498.78	340.08	340.08	340.08
增长率 (YOY)	-0.28%	-2.17%	48.94%	-10.71%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	12.49%	9.18%	9.80%	5.65%	4.30%	3.55%
占主营业务利润比重	8.28%	5.50%	6.56%	3.30%	2.37%	1.88%
货车						
销售收入 (百万元)	9,222.74	9,489.83	5,823.99	9,027.18	10,381.26	11,419.38
增长率 (YOY)	13.93%	2.90%	-38.63%	55.00%	15.00%	10.00%
毛利率	14.00%	15.00%	13.00%	15.00%	15.00%	15.00%
销售成本 (百万元)	7,931.55	8,066.36	5,066.87	7,673.10	8,824.07	9,706.48
增长率 (YOY)	13.93%	1.70%	-37.19%	19.23%	15.00%	10.00%
毛利 (百万元)	1,291.18	1,423.47	757.12	1,354.08	1,557.19	1,712.91
增长率 (YOY)	13.93%	10.25%	-46.81%	19.23%	15.00%	10.00%
占总销售额比重	33.66%	26.53%	12.58%	15.00%	13.12%	11.91%
占主营业务利润比重	31.22%	23.37%	9.95%	13.12%	10.87%	9.48%
动车组						
销售收入 (百万元)	2,691.57	5,702.57	7,980.76	13,966.33	25,139.39	33,938.18
增长率 (YOY)	140.37%	111.87%	39.95%	75.00%	80.00%	35.00%
毛利率	18.00%	19.50%	19.50%	20.50%	21.50%	22.00%
销售成本 (百万元)	2,207.09	4,590.56	6,424.51	11,103.23	19,734.42	26,471.78
增长率 (YOY)	139.79%	107.99%	39.95%	-5.41%	77.74%	34.14%
毛利 (百万元)	484.48	1,112.00	1,556.25	2,863.10	5,404.97	7,466.40
增长率 (YOY)	143.07%	129.52%	39.95%	-5.41%	88.78%	38.14%
占总销售额比重	9.82%	15.94%	17.24%	23.20%	31.78%	35.38%
占主营业务利润比重	11.72%	18.26%	20.46%	27.75%	37.73%	41.30%
城市轨道交通车辆						
销售收入 (百万元)	1,704.38	2,580.37	4,400.80	5,941.08	7,723.40	9,268.08
增长率 (YOY)	38.35%	51.40%	70.55%	35.00%	30.00%	20.00%
毛利率	11.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	14.00%
销售成本 (百万元)	1,516.89	2,244.92	3,828.70	5,168.74	6,719.36	7,970.55
增长率 (YOY)	38.35%	47.99%	70.55%	-3.57%	30.00%	18.62%
毛利 (百万元)	187.48	335.45	572.10	772.34	1,004.04	1,297.53
增长率 (YOY)	38.35%	78.92%	70.55%	-3.57%	30.00%	29.23%
占总销售额比重	6.22%	7.21%	9.51%	9.87%	9.76%	9.66%
占主营业务利润比重	4.53%	5.51%	7.52%	7.48%	7.01%	7.18%
新产业						
销售收入 (百万元)		2,959.80	4,952.37	6,685.70	8,357.13	10,446.41
增长率 (YOY)			67.32%	35.00%	25.00%	25.00%
毛利率		22.50%	22.50%	22.00%	22.00%	22.00%
销售成本 (百万元)		2,293.84	3,838.09	5,214.85	6,518.56	8,148.20
增长率 (YOY)			67.32%	8.00%	25.00%	25.00%
毛利 (百万元)		665.95	1,114.28	1,470.86	1,838.57	2,298.21
增长率 (YOY)			67.32%	8.00%	25.00%	25.00%
占总销售额比重		8.27%	10.70%	11.11%	10.57%	10.89%
占主营业务利润比重		10.93%	14.65%	14.25%	12.84%	12.71%
其他延伸业务						
销售收入 (百万元)	3,238.27	3,580.80	4,458.69	4,904.56	5,395.02	5,934.52
增长率 (YOY)	32.95%	10.58%	24.52%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	22.20%	22.50%	22.50%	22.00%	22.00%	22.00%
销售成本 (百万元)	2,519.37	2,775.12	3,455.49	3,825.56	4,208.12	4,628.93
增长率 (YOY)	31.60%	10.15%	24.52%	-12.00%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	718.90	805.68	1,003.21	1,079.00	1,186.90	1,305.59
增长率 (YOY)	37.92%	12.07%	24.52%	-12.00%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	11.82%	10.01%	9.63%	8.15%	8.62%	6.19%
占主营业务利润比重	17.38%	13.23%	13.19%	10.46%	8.29%	7.22%
销售总收入 (百万元)	27400.97	35768.15	46292.67	60188.57	79099.35	95915.09
销售总成本 (百万元)	23265.74	29677.02	38686.64	49869.68	64775.22	77838.05
毛利 (百万元)	4135.22	6091.13	7606.02	10318.89	14324.13	18077.04
平均毛利率	15.09%	17.03%	16.43%	17.14%	18.11%	18.85%

来源：国金证券研究所