

买入 维持

中国南车 (601766)

2011 年 08 月 08 日

上半年收入增长 85%，下半年利润将与上半年相近

6 个月目标价 7 元

机械行业首席分析师：龙华
SAC 执业证书编号：S0850207120499
longh@htsec.com
021-23219411

联系人：何继红
hejh@htsec.com
021-23219674

联系人：熊哲颖
xzy5559@htsec.com
021-23219407

事件：

中国南车 8 月 6 日发布 2011 年中期报告，公司今年 1-6 月实现总销售收入 401.27 亿元，较上年同期增长 42.39%；实现净利润 20.45 亿元，同比增 85.08%；今年上半年每股收益 0.17 元。中国南车本期非经常性损益仅为 0.89 亿元，占净利润比例不到 5%。

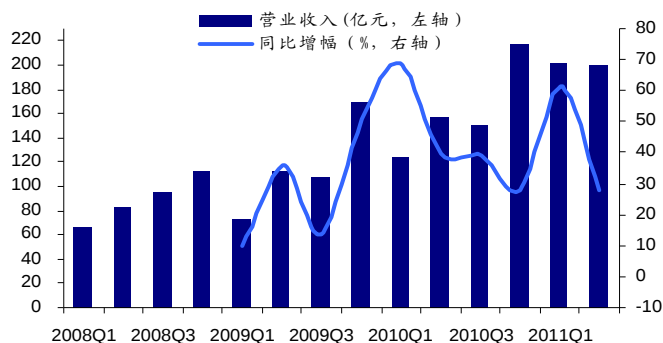
本期南车经营活动产生的现金流量净额-76.98 亿元，虽是中国南车上市以来各年上半年经营活动现金流最差的半年，但 2 季度有明显好转。中国南车 2011 年 6 月 30 日公司总资产达到 929 亿元，资产负债率已上升为 72%。

点评：

1. 中国南车 2011 年 1-2 季度收入及净利润保持较快增长

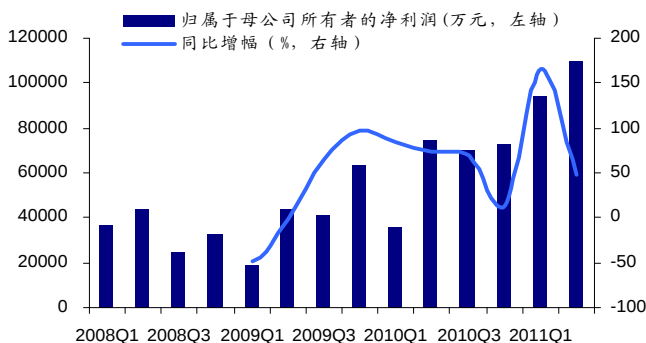
中国南车在 2011 年 1-2 季度的收入及净利润均保持较快增长，但受铁道部人事变动影响，2 季度的收入和净利润的增速均有所回落，但仍保持在同比 30%和 50%左右。中国南车上半年 EPS 是为 0.17 元，其中 1 季度为 0.08 元，2 季度略好为 0.09 元。

图 1 中国南车各季度营业收入及增速



资料来源：公司资料、海通证券研究所

图 2 中国南车各季度净利润及增速

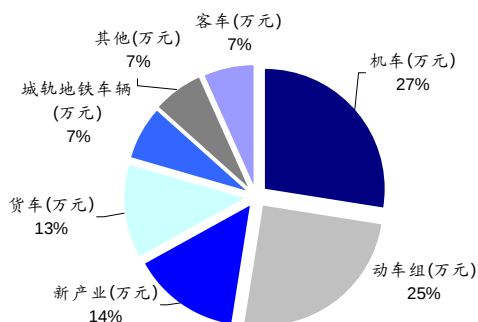


资料来源：公司资料、海通证券研究所

2. 公司各板块业务销售及收入情况分析

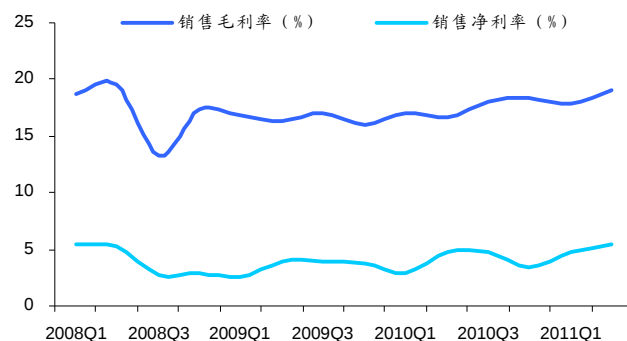
近年来，中国南车的销售毛利率和销售净利率呈现逐步上升的态势，我们认为这与公司产品结构向高端转化及各产品规模效应逐步体现有关。到 2011 年 2 季度，公司的销售毛利率和净利率达到了 18.99% 和 5.49%。

图 3 中国南车 2011 年上半年各业务收入比例



资料来源：公司资料、海通证券研究所

图 4 中国南车各季度综合毛利率及销售净利率



资料来源：公司资料、海通证券研究所

截至 2011 年 6 月 30 日，公司未完工订单约 1000 亿元，其中动车组订单约 500 亿元（含 BST 公司约 113 亿元），海外订单约 120 亿元人民币。2011 年上半年拉动中国南车销售大幅上升的业务主要有：动车组同比增长 102%，新产业同比增长 56%，货车同比增长 41%，机车同比增长 37%。另外，我们关注到中国南车在 2011 年上半年出口数量明显提升，出口金额达到 24.58 亿元，同比增长 138%。对 2012 年，我们预计中国南车将在城轨地铁、新产业、货车、和出口方面获得持续增长，尤其是城轨地铁，2011 年上半年销售金额有所下滑是因为 2009 年城轨地铁招标总量较少，但目前看地铁招标又处于活跃期，招标体量大，预计 2012 年城轨地铁将出现又一个快速增长期。

3. 中国南车资产质量短期有所下滑，再融资股东大会推迟

由于整体经济及其他原因，我们发现目前铁道部资金较为紧张，中国南车的存货周转率和应收账款周转率均值均有所趋缓，2011 年 1-6 月分别仅有 2.13 和 1.78，目前资产质量有所下滑，且公司公告再融资股东大会推迟。

4. 给予中国南车 2011-2012 年 0.34 和 0.40 元的盈利预测和买入评级

由于 7.23 事件将对我国铁路部门出现短期影响，我们对中国南车 2011 年和 2012 年的盈利预期作出微调，给予中国南车 2011-2012 年的盈利预测为 0.34 元和 0.40 元。由于中国南车 2011 年度内完成再融资的概率下降，不考虑股权摊薄，中国南车目前 2011 年 PE 仅为 15.85 倍，对 2012 年 PE 仅为 13.40 倍，估值明显偏低，维持对中国南车的买入评级，按 2011 年 20.5 倍 PE 给，6 个月目标价 7 元。

表 1 中国南车各产品年度营业收入及增长率预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(万元)						
机车	817158.70	1414167.60	1808627.60	1859482.33	1601381.08	1913658.55
动车组	570256.50	798076.00	1468431.00	2267424.16	2292371.89	2544301.03
新产业	0.00	495237.40	862972.50	1318916.75	1875409.97	2479976.42
货车	948983.00	582398.80	728674.60	1005063.36	1256329.20	1507595.04
城轨地铁车辆	258036.60	440079.90	719061.00	689888.56	965843.99	1303889.38
其他	654060.20	455869.40	479513.00	565477.46	622025.21	684227.73
客车	328319.70	453437.70	423612.10	510091.91	676375.96	845469.95
主营业务收入（万元）	3576814.70	4639266.80	6490891.80	8216344.52	9289737.30	11279118.09
营业收入 YOY (%)						
机车	14.75	73.06	27.89	2.81	-13.88	19.50
动车组	111.87	39.95	84.00	54.41	1.10	10.99
新产业			74.25	52.83	42.19	32.24
货车	2.90	-38.63	25.12	37.93	25.00	20.00
城轨地铁车辆	51.40	70.55	63.39	-4.06	40.00	35.00
其他	101.98	-30.30	5.19	17.93	10.00	10.00
客车	-4.08	38.11	-6.58	20.41	32.60	25.00
合计	30.54	29.70	39.91	26.58	13.06	21.41

资料来源：公司资料、海通证券研究所

表 2 中国南车盈利预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
毛利率（%）	17.03	16.48	17.08	18.05	17.76	18.07
营业税金及附加/营业收入(%)	0.46	0.45	0.45	0.43	0.30	0.30
销售费用/营业收入	2.20	2.14	2.11	3.00	2.94	2.88
管理费用/营业收入	9.34	8.97	8.25	7.79	7.79	7.63
财务费用/营业收入	0.72	0.42	0.33	0.82	0.76	0.74
所得税/利润总额	12.69	12.48	12.92	11.30	10.96	10.97
少数股东损益/净利润	15.61	17.95	18.85	21.51	21.78	21.78
销售净利率（%）	3.87	3.62	4.42	4.93	5.10	5.32
南车全面摊薄 EPS	0.117	0.142	0.242	0.342	0.400	0.506
一、营业总收入(万元)	3576814.71	4639266.80	6472300.48	8216344.48	9289737.25	11279118.04
其中：营业收入(万元)	3576814.71	4639266.80	6472300.48	8216344.48	9289737.25	11279118.04
其他营业收入(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业总成本(万元)	3435708.52	4441681.27	6104871.48	7749338.80	8762391.23	10571403.73
营业成本(万元)	2967691.82	3874867.97	5366560.04	6733094.64	7640060.05	9241195.93
销售费用(万元)	78735.02	99058.69	136816.07	246279.63	272899.09	246279.63
管理费用(万元)	334164.13	416086.83	534049.01	640009.88	723595.48	640009.88
财务费用(万元)	25890.95	19507.96	21458.75	67085.39	70148.67	67085.39
营业税费营业税金及附加(万元)	16474.45	20940.64	29214.55	35050.52	27869.21	33837.35
资产减值损失(万元)	12752.15	11219.18	16773.06	27818.73	27818.73	27818.73
加：公允价值变动收益(万元)		-964.41	-673.63	-231.33	-231.33	-231.33
其他营业成本(万元)	0.00					
投资收益(万元)	23164.40	21794.27	23139.33	76540.74	114811.10	114811.10
其中：对联营合营企业的投资收益(万元)	17837.41	16467.29	17812.35	75891.52	113837.28	113837.28
二、营业利润(万元)	164270.59	219379.80	390568.33	543315.08	641925.80	822294.09
加：营业外收入(万元)	34692.05	34692.05	34692.05	49329.12	49329.12	49329.12
减：营业外支出(万元)	5909.40	5909.40	5909.40	10517.21	10517.21	10517.21
其中：非流动资产处置净损失(万元)	3860.52	4160.93	7919.83	441.63		
三、利润总额(万元)	193053.24	248162.46	419350.98	240133.73	366545.23	582126.99
减：所得税(万元)	24492.94	30961.36	54165.04	28515.54	41548.21	65761.66
四、净利润(万元)	168560.30	211618.19	324997.02	516365.34	606102.01	766610.22
少数股东损益(万元)	30136.27	43802.90	71853.36	111066.75	132004.33	166976.21
归属于母公司所有者的净利润(万元)	138424.03	167815.28	253143.66	405298.58	474097.68	599634.01

资料来源：公司资料、海通证券研究所

5. 风险提示

（1）铁道部后续高端车辆招标时间点不确定；（2）国内铁路建设进度或进一步放缓。

信息披露

分析师声明

龙华：机械行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：时代新材、天马股份、晋亿实业、中国南车、中国北车、中集集团、杰瑞股份、东力传动、华东数控、昆明机床、三一重工、中联重科。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。