

中国南车 (601766.SH) 铁路设备行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

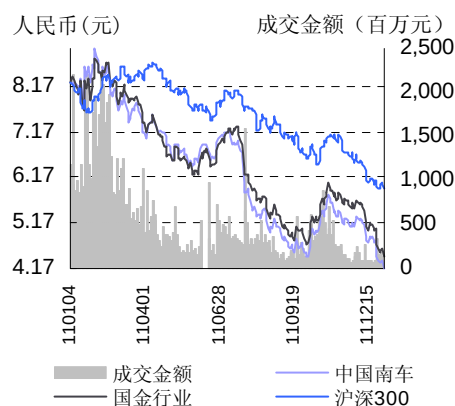
市价 (人民币): 4.17 元

2011 年全年业绩预计增长 50%以上

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)	9,516.00
流通港股(百万股)	2,024.00
总市值(百万元)	49,372.80
年内股价最高最低(元)	8.99/4.17
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

1. 《应收账款增加较多》，2011.10.31
2. 《收入快速增长, 订单保持平稳》，2011.8.8
3. 《新签合同 68.9 亿元》，2011.7.28

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130511030005
(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

罗立波 联系人
(8621)61038326
luolib@gjzq.com.cn

公司基本情况 (人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.142	0.214	0.328	0.353	0.423
每股净资产(元)	1.47	1.63	1.92	2.23	2.61
每股经营性现金流(元)	0.37	0.31	-0.38	1.33	1.06
市盈率(倍)	40.15	35.31	12.71	11.82	9.87
行业优化市盈率(倍)	71.57	143.38	64.12	64.12	64.12
净利润增长率(%)	21.23%	50.85%	53.43%	7.58%	19.74%
净资产收益率(%)	9.66%	13.15%	17.13%	15.84%	16.19%
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

- 中国南车发布业绩预告, 初步测算 2011 年归属母公司股东的净利润较上年同期增长 50%以上。据此测算, 公司 2011 年净利润为 37.97 亿元 (对应 EPS 为 0.32 元) 以上, 好于市场预期。

经营分析

- **2011 年分项业务情况:** 公司 2011 年业绩增长明显, 主要是按订单完成的交付量有较大提高, 我们估计 2011 年全年收入同比增速在 20%左右, 其中, 增长较快的业务分部主要有动车组、货车和普通客车, 而机车、城轨地铁车辆收入分别受到招标减少、在手订单交付安排的影响。
- **2012 年分项需求展望:** (1) 国内铁路: 根据 2011 年底铁路工作会议的安排, 2012 年安排车辆购置 860 亿左右, 较 2011 年 1,260 亿元的计划下滑较多, 考虑不计入投资额的维修等 250 亿元左右, 2012 年来自国内铁路的收入较 2011 年下滑 25%左右; (2) 城轨地铁车辆, 根据在手订单和交付安排, 预计 2012 年增长幅度在 40%左右; (3) 海外市场: 2011 年公司海外业务收入占公司营业收入比重超过 10%, 预计 2012 年仍将有可观的增长; (4) 新产业和其他业务, 预计 2012 年将保持适当的水平。
- **铁路作为运输方式的巨大优势 vs. 铁路融资和制度改革难题:** 目前, 动车追尾事故对中国铁路发展的冲击基本结束, 铁路“十二五”规划确定的 2.8 万亿的基本建设投资目标得以延续。中长期看, 铁路特别是高铁自身的吸引力、企业在铁路装备领域的技术进步, 将推动行业继续向前发展, 但其发展节奏更侧重于稳健, 同时, 资金的制约仍是难以绕开的问题。2012 是铁路设备行业的调整之年, 也是观察这两方面因素变化的重要时间。

盈利预测和投资建议

- 我们小幅调整公司盈利预测, 2011-2013 年预计实现营业收入分别为 77,712 百万元、76,313 百万元、87,677 百万元, 归属母公司股东的净利润分别为 3,884 百万元、4,178 百万元、5,003 百万元, 对应 EPS 分别为 0.328 元、0.353 元、0.423 元。公司目前股价对应 2011 年 12.7 倍 PE, 维持“买入”评级。

图表1：分项业务预测

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
机车					
销售收入（百万元）	14,141.68	18,086.28	16,277.65	10,092.14	12,110.57
增长率（YOY）	73.06%	27.89%	-10.00%	-38.00%	20.00%
毛利率	14.85%	16.32%	15.50%	15.40%	15.50%
毛利（百万元）	2,100.04	2,951.68	2,523.04	1,554.19	1,877.14
增长率（YOY）	48.55%	40.55%	-14.52%	-38.40%	20.78%
客车					
销售收入（百万元）	4,534.38	4,236.12	5,718.76	5,718.76	5,718.76
增长率（YOY）	38.11%	-6.58%	35.00%	0.00%	0.00%
毛利率	11.00%	10.50%	10.50%	10.40%	10.30%
毛利（百万元）	498.78	444.79	600.47	594.75	589.03
增长率（YOY）	48.94%	-10.82%	35.00%	-0.95%	-0.96%
货车					
销售收入（百万元）	5,823.99	7,286.75	9,837.11	11,312.67	12,670.19
增长率（YOY）	-38.63%	25.12%	35.00%	15.00%	12.00%
毛利率	13.00%	15.00%	16.00%	16.00%	16.00%
毛利（百万元）	757.12	1,093.01	1,573.94	1,810.03	2,027.23
增长率（YOY）	-46.81%	44.36%	44.00%	15.00%	12.00%
动车组					
销售收入（百万元）	7,980.76	14,684.31	22,026.47	19,823.82	21,806.20
增长率（YOY）	39.95%	84.00%	50.00%	-10.00%	10.00%
毛利率	19.50%	20.50%	23.00%	22.50%	22.50%
毛利（百万元）	1,556.25	3,010.28	5,066.09	4,460.36	4,906.40
增长率（YOY）	39.95%	93.43%	68.29%	-11.96%	10.00%
城轨地铁车辆					
销售收入（百万元）	4,400.80	7,190.61	6,831.08	9,563.51	12,432.56
增长率（YOY）	70.55%	63.39%	-5.00%	40.00%	30.00%
毛利率	13.00%	13.00%	14.00%	15.50%	16.00%
毛利（百万元）	572.10	934.78	956.35	1,482.34	1,989.21
增长率（YOY）	70.55%	63.39%	2.31%	55.00%	34.19%
新产业					
销售收入（百万元）	4,952.37	8,629.73	10,787.16	12,944.59	15,533.51
增长率（YOY）	#DIV/0!	74.25%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利率	22.50%	22.50%	22.50%	22.50%	22.50%
毛利（百万元）	1,114.28	1,941.69	2,427.11	2,912.53	3,495.04
增长率（YOY）	#DIV/0!	74.25%	25.00%	20.00%	20.00%
其他					
销售收入（百万元）	4,558.69	4,795.13	6,233.67	6,857.04	7,405.60
增长率（YOY）	-30.30%	5.19%	30.00%	10.00%	8.00%
毛利率	22.50%	22.00%	21.20%	21.20%	21.20%
毛利（百万元）	1,025.71	1,054.93	1,321.54	1,453.69	1,569.99
增长率（YOY）	-30.30%	2.85%	25.27%	10.00%	8.00%
销售总收入（百万元）	46392.67	64908.92	77711.89	76312.53	87677.40
销售总成本（百万元）	38768.39	53477.75	63243.36	62044.64	71223.36
毛利（百万元）	7624.28	11431.16	14468.53	14267.90	16454.03
平均毛利率	16.43%	17.61%	18.62%	18.70%	18.77%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：三张报表摘要
损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	35,768	46,393	64,909	77,712	76,313	87,677
增长率		29.7%	39.9%	19.7%	-1.8%	14.9%
主营业务成本	-29,677	-38,769	-53,478	-63,243	-62,045	-71,223
% 销售收入	83.0%	83.6%	82.4%	81.4%	81.3%	81.2%
毛利	6,091	7,624	11,431	14,469	14,268	16,454
% 销售收入	17.0%	16.4%	17.6%	18.6%	18.7%	18.8%
营业税金及附加	-165	-184	-240	-350	-343	-395
% 销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-787	-1,133	-1,980	-2,331	-2,289	-2,630
% 销售收入	2.2%	2.4%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	-3,342	-4,195	-5,726	-6,139	-5,952	-6,839
% 销售收入	9.3%	9.0%	8.8%	7.9%	7.8%	7.8%
息税前利润（EBIT）	1,797	2,112	3,485	5,648	5,683	6,590
% 销售收入	5.0%	4.6%	5.4%	7.3%	7.4%	7.5%
财务费用	-259	-201	-355	-1,019	-728	-551
% 销售收入	0.7%	0.4%	0.5%	1.3%	1.0%	0.6%
资产减值损失	-128	-276	-469	-160	-108	-119
公允价值变动收益	0	-10	-7	0	0	0
投资收益	232	357	645	650	750	850
% 税前利润	12.0%	14.9%	17.6%	11.6%	12.3%	11.7%
营业利润	1,643	1,982	3,300	5,120	5,597	6,771
营业利润率	4.6%	4.3%	5.1%	6.6%	7.3%	7.7%
营业外收支	288	419	365	480	480	480
税前利润	1,931	2,401	3,665	5,600	6,077	7,251
利润率	5.4%	5.2%	5.6%	7.2%	8.0%	8.3%
所得税	-245	-285	-415	-616	-668	-798
所得税率	12.7%	11.9%	11.3%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	1,686	2,116	3,250	4,984	5,408	6,453
少数股东损益	301	438	719	1,100	1,230	1,450
归属于母公司的净利润	1,384	1,678	2,531	3,884	4,178	5,003
净利率	3.9%	3.6%	3.9%	5.0%	5.5%	5.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1,686	2,116	3,250	4,984	5,408	6,453
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	931	1,228	1,687	1,696	1,885	2,060
非经营收益	85	-185	-288	457	-191	-334
营运资金变动	-1,363	1,244	-936	-11,658	8,637	4,391
经营活动现金净流	1,339	4,403	3,713	-4,522	15,738	12,570
资本开支	-3,747	-4,614	-5,681	-3,686	-1,429	-530
投资	613	11	-179	-1	0	0
其他	85	61	232	650	750	850
投资活动现金净流	-3,049	-4,541	-5,628	-3,037	-679	320
股权募资	10,812	44	1,047	0	0	0
债权募资	-4,022	934	4,620	8,392	-11,547	-421
其他	-933	-800	-1,044	-1,360	-1,512	-1,469
筹资活动现金净流	5,856	178	4,622	7,032	-13,059	-1,890
现金净流量	4,146	39	2,707	-526	2,000	11,000

来源：公司公告，国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	11,723	12,892	14,526	14,000	16,000	27,000
应收款项	6,955	8,311	13,850	29,073	19,030	19,383
存货	8,389	11,415	17,733	15,594	16,999	19,513
其他流动资产	3,958	3,785	4,015	3,814	3,742	4,293
流动资产	31,025	36,403	50,124	62,481	55,771	70,189
% 总资产	68.2%	66.2%	68.6%	71.2%	68.7%	74.1%
长期投资	602	897	1,143	1,144	1,143	1,143
固定资产	10,243	13,512	17,066	19,641	19,874	19,039
% 总资产	22.5%	24.6%	23.4%	22.4%	24.5%	20.1%
无形资产	3,559	3,994	4,452	4,504	4,405	4,308
非流动资产	14,463	18,586	22,948	25,292	25,424	24,493
% 总资产	31.8%	33.8%	31.4%	28.8%	31.3%	25.9%
资产总计	45,489	54,989	73,072	87,773	81,195	94,682
短期借款	3,911	3,481	5,709	16,042	4,495	4,073
应付款项	19,215	25,488	34,884	37,144	37,207	44,911
其他流动负债	546	958	2,481	2,010	1,981	2,205
流动负债	23,672	29,927	43,074	55,195	43,683	51,189
长期贷款	665	172	204	204	204	205
其他长期负债	2,474	4,534	5,954	4,000	4,000	4,000
负债	26,811	34,633	49,232	59,399	47,887	55,394
普通股股东权益	16,056	17,365	19,244	22,677	26,382	30,911
少数股东权益	2,621	2,991	4,597	5,697	6,927	8,377
负债股东权益合计	45,489	54,989	73,072	87,773	81,195	94,682

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.117	0.142	0.214	0.328	0.353	0.423
每股净资产	1.356	1.467	1.625	1.915	2.228	2.611
每股经营现金净流	0.113	0.372	0.314	-0.382	1.329	1.062
每股股利	0.032	0.040	0.040	0.040	0.040	0.040
回报率						
净资产收益率	8.62%	9.66%	13.15%	17.13%	15.84%	16.19%
总资产收益率	3.04%	3.05%	3.46%	4.42%	5.15%	5.28%
投入资本收益率	6.75%	7.15%	9.15%	10.34%	12.04%	12.33%
增长率						
主营业务收入增长率	30.54%	29.70%	39.91%	19.72%	-1.80%	14.89%
EBIT增长率	76.07%	17.51%	65.01%	62.06%	0.61%	15.97%
净利润增长率	71.45%	21.23%	50.85%	53.43%	7.58%	19.74%
总资产增长率	44.63%	20.89%	32.88%	20.12%	-7.49%	16.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	51.1	49.7	49.9	125.0	80.0	70.0
存货周转天数	87.5	93.2	99.5	90.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	90.1	104.0	108.0	110.0	110.0	110.0
固定资产周转天数	78.5	85.3	82.6	76.4	81.8	69.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.80%	-35.68%	-19.42%	21.95%	-21.97%	-47.70%
EBIT利息保障倍数	6.9	10.5	9.8	5.5	7.8	12.0
资产负债率	58.94%	62.98%	67.37%	67.67%	58.98%	58.51%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	11	11	15	27
买入	0	4	5	6	9
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.27	1.29	1.29	1.27

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路
1006 号诺德金融中心 34B