

审慎推荐-A (维持)

中国南车 601766.SH

目标估值: 5.00 元

当前股价: 4.60 元

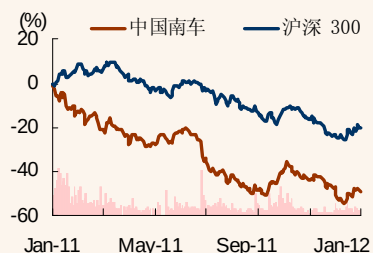
2012 年 2 月 1 日

基础数据

上证综指	2293
总股本(万股)	1184000
已上市流通股(万股)	300000
总市值(亿元)	545
流通市值(亿元)	138
每股净资产(MRQ)	1.8
ROE(TTM)	16.5
资产负债率	73.1%
主要股东	中国南车集团公司
主要股东持股比例	54.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	-22	-47
相对表现	2	-5	-28



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《中国南车(601766)-四季度动车组加快》2010.11
- 2、《中国南车(601766)-非公开发行方案增强市场信心》2011.6
- 3、《中国南车(601766)-资金压力较大 静待阴霾散去》2011.8

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理

管孟

0755-82908619
guanmeng@cmschina.com.cn

业绩稳中有增，股价反映悲观预期

节前中国南车非公开发行 A 股申请获得中国证监会批准，本次非公开发行价格 4.46 元，发行数量不超过 19.63 亿股，控股股东南车集团承诺拟认购本次非公开发行 A 股股票的金额不低于 60 亿元。中国南车作为中国轨道交通的龙头，未来两年业绩稳中有增，目前估值已反映悲观预期，增发建议机构适当参加。

- **铁路中长期规划并未因高铁事故而改变。**虽然从“十二五”铁路总投资规划来看，2012 年并无增长，但是 2012 年我国铁路竣工里程较 2011 年增长 3 倍，实际投资额可能超规划。2008 年调整过的《铁路中长期规划》是经过国务院批准的，规划到 2020 年的目标不会轻易调整。2011 年铁路建设放缓，竣工推迟，有几方面原因：铁道部资金短缺、反腐整顿、7·23 事故后铁道部对在建设项目进行梳理，风险评估、工程质量检查和建设标准的论证。预计完成论证后，2012 年铁路建设将按照“保在建、上必需、重配套”的原则，逐步恢复正常。
- **客运专线动车组需求保持平稳，城际高铁动车有望高增长。**我国高铁网络贯通后，动车运营密度有望进一步提高。2012 年是竣工高峰，也是动车的需求高峰，未来新增需求将集中在 200 公里以上快速路和城际铁路，预计铁道部将启动 250 公里的动车组招标。中国南车此次增发将重点提高 200 公里以上动车组的产能，目前新造产能为 100 列/年，计划提高到 180 列/年。
- **预计 2012 年地铁车辆爆发式增长。**中国南车 2011 年共中标地铁车辆 1333 辆，占国内地铁招标总辆数的 68.5%。目前中国南车手持地铁车辆订单约 240 亿元，预计 2012 年城轨车辆收入将有爆发式增长。
- **2011 年中国南车海外业务大幅度增长。**预计出口占比从 2010 年的 3.6% 提高到 10%，目前公司手持出口订单 140 亿。
- **维持“审慎推荐-A”投资评级：**我们预计中国南车 2011-2013 年 EPS0.32、0.38、0.45 元，2012 年动态 PE12 倍，假设增发后总股本增加 15%，2012 年动态 PE14 倍，估值处于历史的低点。我们认为股价已反映市场对高铁的悲观预期，未来两年车辆需求不会负增长，目前股价已具有投资价值。
- **风险提示：**铁路投资增速放缓，铁道部招标存在不确定性。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	46393	64909	85399	106185	124877
同比增长	30%	40%	32%	24%	18%
营业利润(百万元)	1982	3300	5139	6192	7311
同比增长	21%	66%	56%	20%	18%
净利润(百万元)	1678	2531	3780	4525	5318
同比增长	21%	51%	49%	20%	18%
每股收益(元)	0.14	0.21	0.32	0.38	0.45
PE	32.2	21.3	14.3	11.9	10.2
PB	3.1	2.8	2.4	2.1	1.8

资料来源: 公司数据、招商证券; 注: 未考虑增发后总股本变化。

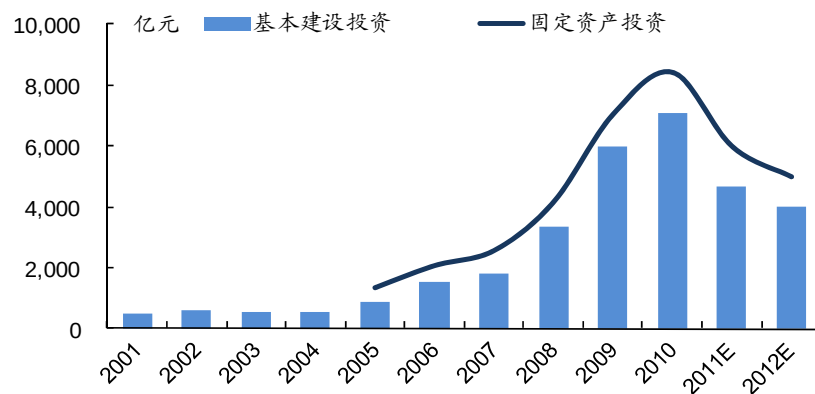
节前中国南车非公开发行 A 股申请获得中国证监会批准,本次非公开发行价格 4.46 元,发行数量不超过 19.63 亿股,控股东南车集团承诺拟认购本次非公开发行 A 股股票的金额不低于 60 亿元。虽然 7·23 高铁事故后铁路投资暂缓,铁路投资等级下调,但是中国铁路的中长期规划并未调整。中国南车作为中国轨道交通的龙头,技术水平领先,未来两年业绩稳中有增,目前估值已反映悲观预期,增发建议适当参加。

一、铁路中长期规划并未因高铁事故而改变

2011 年回顾: 2011 年中国铁路预计完成基本建设投资 4690 亿元,完成新线铺轨 3176 公里、复线铺轨 2468 公里,投产新线 2022 公里、复线 1752 公里、电气化铁路 2647 公里。目前已开工的铁路项目剩余投资还有 2 万多亿,多数将在“十二五”期间竣工,未来三年我国铁路投资依然庞大,在 5000 亿左右。2012 年我国铁路计划安排固定资产投资 5000 亿元人民币,其中基本建设投资 4000 亿元,新线投产 6366 公里。

2012 年铁路投资将按照“保在建、上必需、重配套”的原则,组织好工程建设。“保在建”是指保证 2012 年竣工的建设工程项目,保证如期建成开通;“上必需”就是对完善路网主骨架、煤运大通道和经济社会发展亟需的项目;“重配套”就是做好已建成项目的综合配套,以提高点线通过能力、固定设备和移动设备配套能力为重点,提高路网综合运输能力。

图1: 铁路固定资产投资及预测示意图



资料来源:铁道部、招商证券

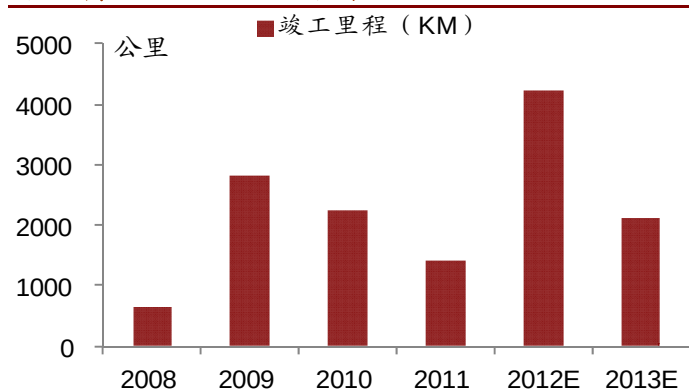
虽然从“十二五”铁路总投资规划来看,2012年并无增长,但是2012年我国铁路竣工里程较2011年增长3倍,实际投资额可能超规划。由于原计划在2011年竣工的项目推迟到2012年竣工,主要包括京石、石武、哈大、西宝等,由于在建项目庞大,预期无新开工项目。2012年后的建设项目主要包括“四横”的建设:沪-汉-荣、沪-长-昆等。截止2011年末我国铁路运营里程约9.4万公里,2012年将达到10万公里。

去年的铁道部事件及7·23事故是否会影响我国的铁路投资? 2008年调整过的《铁路中长期规划》是经过国务院批准的,规划到2020年的目标不会轻易调整。2011年铁路建设放缓,竣工推迟,有几方面原因:铁道部资金短缺、反腐整顿、7·23事故后铁道部对在建项目进行梳理,风险评估、工程质量检查和建设标准的论证。预计完成论证后,2012年铁路建设将逐步恢复至正常水平。

客运专线与城际建设进程分析: 按照国家《中长期铁路网规划》,到2020年,客运专

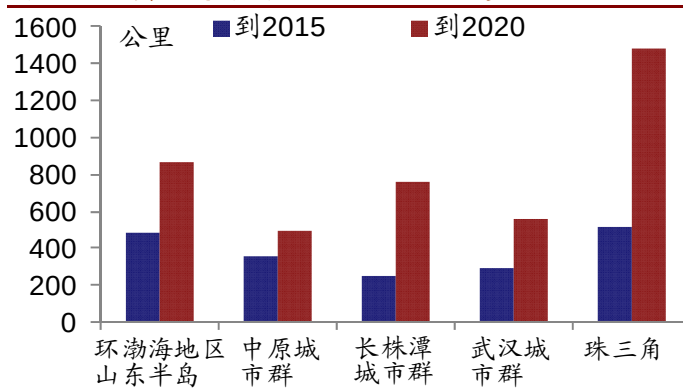
线（不包括既有线路提速和城际高铁）将达到 1.6 万公里以上，同时在环渤海、长江三角洲、珠江三角洲、长株潭、成渝以及中原城市群、武汉城市圈、关中城镇群、海峡西岸城镇群等经济发达和人口稠密地区建设城际客运系统。从目前公布的情况看，除去关中城镇群和海峡西岸城镇，其他 7 个城际项目规划到 2020 年的建设里程达到 6200 公里，近期到 2015 年建成约 3000 公里。盘点 2012 年之前客运专线的建设进程（不包括城际铁路及其他时速达到 200 公里以上的铁路）：2010 年底，我国建设客运专线里程达到 5758 公里（不含既有线路提速的 2600 多公里），2011 年竣工 1423 公里，2012 年预计竣工约 3000 公里，共计 1 万公里，完成《中长期铁路网规划》中的 1.6 万公里还有 40%。

图2：高铁竣工里程及预期情况



资料来源：《中长期铁路网规划》、网络，招商证券

图3：发改委批复的城际交通项目规划建设总里程示意图



资料来源：发改委，招商证券

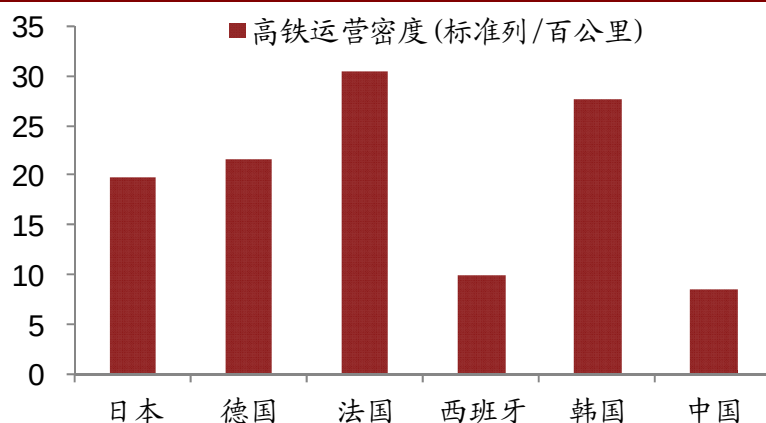
二、中国南车未来三年收入稳中有增

1、客运专线动车组需求平稳，城际高铁动车持续增长

目前中国的高铁发展及发车密度相对发达国家仍有很大差距，2015 年高铁网络贯通，但动车的配置较铁路网络的形成有一定的滞后，因此中国的高铁行业尚有 5-10 年发展期。高铁网络的建成将解决中国的“五流”（民工流、学生流、商务流、旅游流及探亲流）出行问题，并且网络的形成将令出行人数爆发式增长，极大地推动内需消费。

我国高铁网络贯通后，动车运营密度有望进一步提高。我们测算到 2011 年末，我国动车组保有量约 850 标准列，已竣工高铁里程约 1 万公里，折合每百公里动车组数量仅 8.5 列，远低于国外平均水平：日本 20 标准列/百公里、德国 21 标准列/百公里、法国 30 标准列/百公里。国内最繁忙的京沪线动车保有量为 170 标准列（包括备用车），相当于 14 标准列/每百公里，也未达到其它国家高铁成熟期的配置水平。未来随着我国高铁运营经验的增加，以及伴随人们生活水平提高对出行速度和舒适度的追求意愿增强，高铁的运营密度有望进一步提高，尤其是铁路网络贯通后，1000 公里之内（4 小时之内）对开的车辆将明显增加。我们预计 2012 年动车组交付将增长 10% 左右。

图4: 世界各国高铁运营密度比较



资料来源: UIC、招商证券

注: 中国采用的是 2011 年末估计值, 其余为 2010 年末值

城际铁路车辆需求将有持续增长。未来城际铁路建设将由铁道部出预算出标准, 地方政策与铁道部沟通, 由地方政府投资, 虽然受房地产的影响地方政府负债率较高, 但是地方政府投资铁路可以带动地方经济, 尤其是房地产投资低迷之时。已公布的城际轨道交通规划 6000 公里左右。中国南车此次增发将重点提高 200 公里以上动车组的产能, 主要也是针对城际铁路市场, 目前新造产能为 100 列/年, 计划提高到 180 列/年。

预计 2012 年 250 公里的动车组招标将占主导。从 2004 年至今铁道部已招标动车组约 1400 标准列左右, 未交付的动车组订单约 550 标准列, 以 350 公里时速的动车为主, 预计 1.5 年内交付完毕。2012 年是竣工高峰, 也是动车的需求高峰, 未来需求将集中在快速路和城际铁路, 预计铁道部将启动 250 公里的动车组招标。

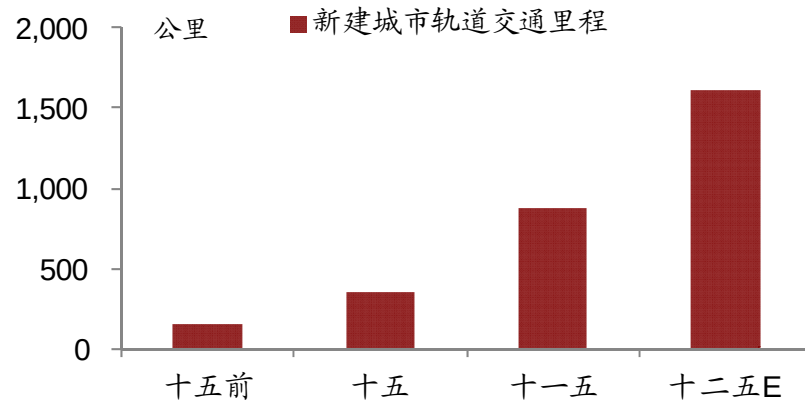
2、预计 2012 年城市轨道车辆大增

中国南车 2011 年全年共中标地铁车辆 1333 辆, 占国内地铁招标总辆数的 68.5%。目前中国南车手持地铁车辆订单约 240 亿元, 预计 2012 年收入将有爆发式增长。

2011 年国内共有广州、无锡、成都、北京、青岛、南京、重庆、苏州等 8 个城市, 共计 13 个整车招议标项目, 车辆总数达 1945 辆。中国南车中标其中 9 个项目, 中标 1333 辆, 占比达 68.5%, 并首次进入青岛、无锡两个城市。截至目前, 中国南车地铁产品已经进入国内 17 个城市 44 条线路。

中国南车依托株机、四方股份、浦镇三家具备地铁整车生产资质企业和株洲所、戚墅堰所等核心部件企业, 以自主研发见长, 形成了年产 2000 辆以上的地铁车辆制造基地。中国南车能够生产具有国际先进水平的铝合金、不锈钢、碳钢等车体的 A 型、B 型地铁车辆, 以及采用直线电机驱动方式的地铁车辆和时速达 120 公里的中国最快地铁列车。由于“十二五”地铁投资规划新建成里程约 1615 公里, 较“十一五”增加 83.6%, 因此目前中国南车的地铁生产能力紧张, 此次增发将扩大地铁产能至 3000 辆/年。

图5：我国新建城市轨道交通里程及预测情况示意图



资料来源：统计局、交通部，招商证券

3、2011 年中国南车出口大幅增长

2011 年中国南车海外业务大幅度增长，预计出口占比从 2010 年的 3.6% 提高到 10%，目前公司手持出口订单 140 亿。出口大幅增长主要是因为高技术产品出口发挥了很好的带动作用，首次实现了高端地铁出口欧盟，动车组批量出口马来西亚和交流传动内燃机车出口澳大利亚。2011 年中国南车在国际市场上开始与跨国巨头同台竞技，并实现突破，澳大利亚交流传动内燃机车项目是中国内燃机车首次进入发达国家；出口阿联酋货车，其中要求在 ECP 系统中集成脱轨检测及轴温报警等功能。

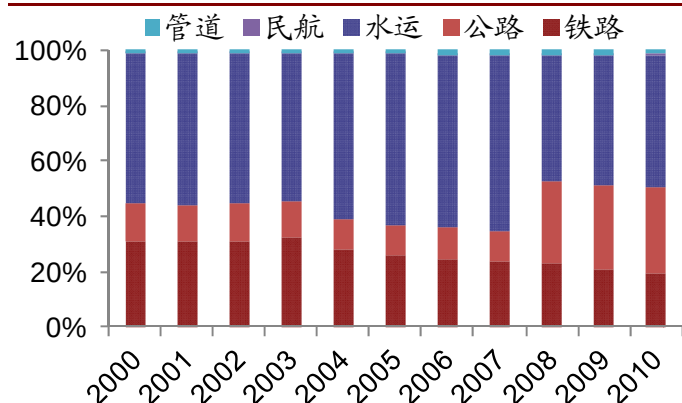
4、货车与机车受益于中国铁路货运稳步发展

由于之前我国铁路建设缓慢，铁路货运能力增长一直低于其他运输方式，从货物周转量来看，铁路占比从 2000 年的 31.1% 下降到了 2010 年的 19.5%，呈明显下降趋势。但由于我国资源、工业的分布特点，北煤南运、西煤东运、南粮北运的基本运输格局将长期存在，而铁路相对较低的运输成本使得铁路货运需求一直处于被压抑状态。

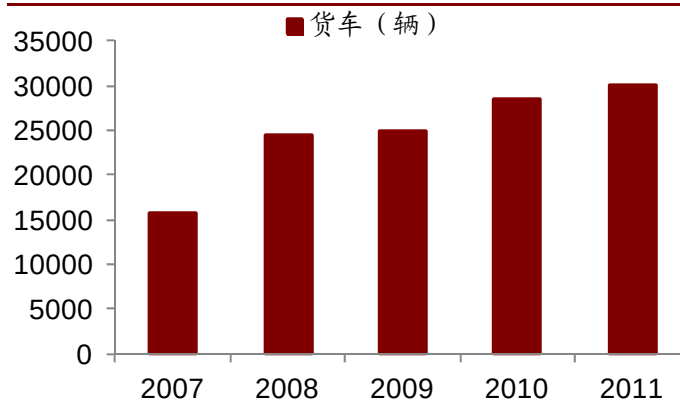
随着高铁竣工后的客运分流以及新的货运铁路的建成，未来铁路货运能力将有很大的提升潜力。预计未来货运能力释放是一个较为长期过程，主要是因为：1、由于之前铁路建设重通道、轻配套，部分重要节点的货运处理能力制约了运能释放，节点改造需要一定时间；2、客货分离和新的货运铁路贯通后形成的路网效应也需要时间体现。随着货运能力的增长，对货车将形成新增需求。从车辆来看，重载和快速是发展趋势，以 2010 年货车保有量来看载重 60 吨以下仍占 40%，存在较大的更新需求。从货车招标情况看，2011 年共招标 6 万辆，同比增长 50%，创历史新高，其中铁道部招标共 30000 万辆。

去年铁道部领导换届后，企业自备车采购权下放。根据南车公布的合同公告，2011 年中标金额总共 61.4 亿，其中铁道部占 54.6%，企业自备车占 38.9%，11 年仅神华就招标了 7000 辆，中国南车中标 2200 辆，由于企业自备车的招标价格要明显高于铁道部招标价格，以 C70E 型通用敞车为例，神华招标为 44 万/辆，较铁道部高约 17%，自备车比例提升将有助于改善货车的毛利率。

2011 年铁道部暂停机车招标，9 月后中国南车电力机车产能闲置，但是货运的发展离不开大功率机车，预计招标将启动。目前中国南车机车的产能为 1700 台/年，暂不计划扩产。

图6：不同运输方式货物周转量占比情况


资料来源：统计年鉴、招商证券

图7：铁道部货车近年招标情况


资料来源：铁道部、招商证券

表 1：部分货运铁路建设情况

项目	里程 (KM)	开工日期	竣工日期	运输性质
朔州至准格尔铁路	218	2007	2012	运煤专线
准格尔至神木铁路	60	2008	2012	运煤专线
邯邢黄铁路	369	2010	2012	货运为主
西安至平凉	266	2008	2012	煤炭货运为主
黔渝铁路重庆至贵阳段	345	2010	2013	客运为主
兰渝铁路	820	2008	2014	客货兼具
山西中南部铁路通道	1,260	2009	2014	运煤专线
张唐铁路	662	2010	2015	货运为主
云桂铁路	710	2009	2015 年后	客货兼具

资料来源：《中长期铁路网规划》、百度、招商证券

三、业绩预测及投资建议

1、主要的业绩预测假设

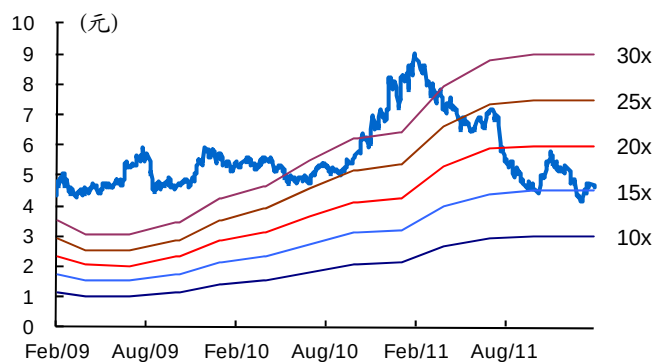
- (1) 预计 2011 年动车组交付 120 台，2012 年高铁竣工里程大增，动车交付保守估计 130 台左右。
- (2) 预计 2012、2013 年轨道交通车辆收入增长 60%、30%。
- (3) 机车恢复招标，未来两年复合增长率 20%左右。
- (3) 预计 2012 年财务费用同比大幅下降。

2011 年三季度，中国南车应收帐款高达 350 亿，不过 10 月末中国南车收到了自铁道部的首笔还款约 60 亿元，11 月又收到了来自铁道部的第二笔还款 106 亿元，预计 2012 年铁路恢复建设，货币相对宽松，财务费用将大幅下降。

2、投资建议

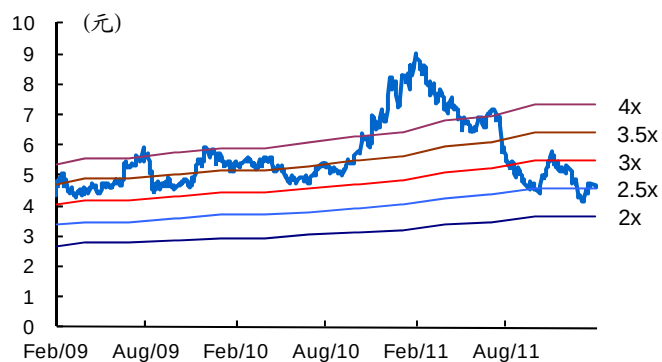
维持“审慎推荐-A”评级。我们预计中国南车 2011-2013 年 EPS0.32、0.38、0.45 元，2012 年动态 PE12 倍，假设增发后总股本增加 15%，2012 年动态 PE14 倍，估值处于历史的低点。我们认为股价已反映市场对高铁的悲观预期，未来两年车辆需求不会负增长，目前股价已具有投资价值。

图 8: 中国南车历史 PE Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

图 9: 中国南车历史 PB Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	36403	50124	65833	74689	88101
现金	12892	14526	8540	11610	13866
交易性投资	24	18	20	20	20
应收票据	999	1710	2562	2124	2498
应收款项	6638	11124	18660	20175	23727
其它应收款	674	1016	1708	2124	2498
存货	11415	17733	26648	29050	34207
其他	3761	3997	7696	9586	11287
非流动资产	18586	23441	21560	20322	19295
长期股权投资	889	1132	1132	1132	1132
固定资产	10847	14697	13655	12915	12245
无形资产	3894	4374	3937	3543	3189
其他	2957	3238	2835	2732	2729
资产总计	54989	73566	87393	95011	107397
流动负债	29783	42662	52952	58133	66663
短期借款	3190	5261	12302	8000	8000
应付账款	13676	17972	21038	26211	30864
预收账款	5175	8164	10519	13105	15432
其他	7741	11266	9093	10817	12368
长期负债	4851	7063	6514	4014	2014
长期借款	172	204	504	504	504
其他	4679	6859	6010	3510	1510
负债合计	34633	49725	59465	62147	68677
股本	11840	11840	11840	11840	11840
资本公积金	2845	2686	2686	2686	2686
留存收益	2680	4719	7861	11666	16192
少数股东权益	2991	4597	5542	6673	8002
母公司所有者权益	17365	19244	22386	26192	30717
负债及权益合计	54989	73566	87393	95011	107397

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	4405	3716	(10807)	11029	5449
净利润	1678	2531	3780	4525	5318
折旧摊销	0	0	1877	1753	1641
财务费用	0	0	747	437	300
投资收益	0	0	(600)	(500)	(500)
营运资金变动	0	0	(19214)	3492	(3084)
其它	2727	1185	2603	1322	1774
投资活动现金流	(4541)	(5628)	(442)	(500)	(600)
资本支出	0	0	(600)	(600)	(600)
其他投资	(4541)	(5628)	158	100	0
筹资活动现金流	104	4661	5262	(7459)	(2593)
借款变动	0	0	6894	(4302)	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(638)	(720)	(792)
其他	104	4661	(993)	(2437)	(1800)
现金净增加额	(32)	2749	(5986)	3070	2256

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	46393	64909	85399	106185	124877
营业成本	38769	53478	70126	87369	102879
营业税金及附加	184	240	393	489	575
营业费用	1133	1980	2391	2973	3497
管理费用	4195	5726	7003	9026	10615
财务费用	201	355	747	437	300
资产减值损失	276	469	200	200	200
公允价值变动收益	(10)	(7)	0	0	0
投资收益	357	645	600	500	500
营业利润	1982	3300	5139	6192	7311
营业外收入	507	469	300	300	300
营业外支出	88	103	100	100	100
利润总额	2401	3665	5339	6392	7511
所得税	285	415	614	735	864
净利润	2116	3250	4725	5657	6647
少数股东损益	438	719	945	1131	1329
母公司所有者净利润	1678	2531	3780	4525	5318
EPS (元)	0.14	0.21	0.32	0.38	0.45

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	30%	40%	32%	24%	18%
营业利润	21%	66%	56%	20%	18%
净利润	21%	51%	49%	20%	18%
获利能力					
毛利率	16.4%	17.6%	17.9%	17.7%	17.6%
净利率	3.6%	3.9%	4.4%	4.3%	4.3%
ROE	9.7%	13.2%	16.9%	17.3%	17.3%
ROIC	8.0%	10.9%	12.8%	14.2%	14.3%
偿债能力					
资产负债率	63.0%	67.6%	68.0%	65.4%	63.9%
净负债比率	6.6%	8.0%	14.7%	9.0%	7.9%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8
营运能力					
资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
存货周转率	3.9	3.7	3.2	3.1	3.3
应收帐款周转率	7.3	7.3	5.7	5.5	5.7
应付帐款周转率	3.5	3.4	3.6	3.7	3.6
每股资料(元)					
每股收益	0.14	0.21	0.32	0.38	0.45
每股经营现金	0.37	0.31	-0.91	0.93	0.46
每股净资产	1.47	1.63	1.89	2.21	2.59
每股股利	0.02	0.04	0.05	0.06	0.07
估值比率					
PE	32.2	21.3	14.3	11.9	10.2
PB	3.1	2.8	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	25.9	16.5	10.1	9.4	8.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心研究董事。连续 5 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，两年第二名。连续三年水晶球卖方最佳分析师机械行业第一名。

管孟，北京大学和香港大学管理学和金融学双硕士，2011 年 7 月加盟招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。