

机械行业研究小组

分析师：徐敏锋

执业证书编号：S0730511080003

联系人：张宇 zhangyu00@ccnew.com

收入稳中有升 静待动车组招标启动

——中国南车（601766.SH）三季度点评

证券研究报告-公司点评

增持（首次）

发布日期：2012年10月30日

报告关键要素：

公司是国内机车产品龙头企业，主要受益于“十二五”期间我国二、三线城市地铁建设投资和城际轨道交通建设投资。此外，我国机车整车出口不断增长也为公司打开国际市场迎来机遇。另外，公司产品技术实力领先，伴随产品市场保有量持续增长，服务收入与配件收入将成为公司未来利润稳定来源之一。

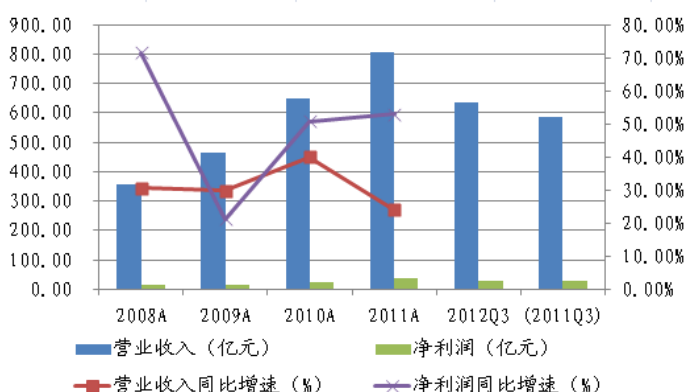
事件：

中国南车（601766.SH）公布2012年三季度报。公司实现营业收入635.22亿元，较2011年前三季度586.65亿元同比增长8.28%；实现净利润28.52亿元，较2011年前三季度28.17亿元同比增长1.25%。

点评：

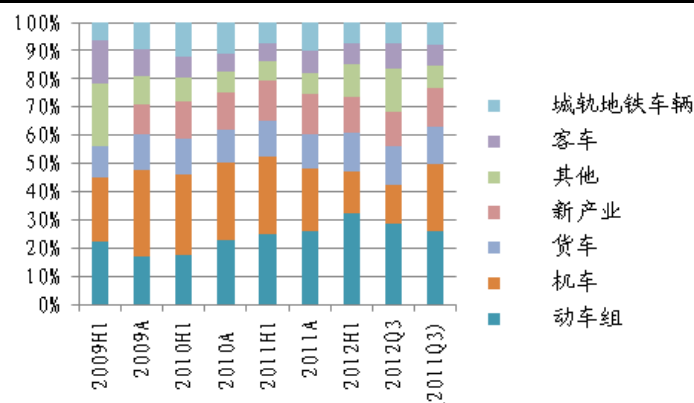
- 2012年前三季度动车组依旧强劲增长。前三季度公司销售收入635.22亿元，同比增长8.28%。公司动车组收入180.30亿元，同比增长18.29%，在各项业务收入中占比25.99%排名第一。另外，公司前三季度货车销售收入86.94亿元，同比增长13.69%。此外，公司上半年机车销售额同比下滑43.36%主要系机车结算账款延迟，其中三季度单季机车销售同比降幅已经收窄至3.95%。

图1：2008A-2012Q3公司营业收入和净利润



数据来源：WIND，中原证券研究所

图2：2009H1-2012Q3公司分项目营业收入



数据来源：WIND，中原证券研究所

- 盈利能力有上升趋势。2012年前三季度公司毛利率同比上升0.08个百分点，稳中有升。我们认为技术含量较高的动车组，受益于销售规模扩大产品售后性质收入是公司维持毛利率趋势向上的核心动力。另外，公司出口比重持续上升，由2010年3.60%上升到2012年上半年的11.33%，包括南亚、东欧和澳大利亚在内的60多个国家和地区已有南车产品投放市场。

图3: 2008A-2012Q3公司毛利率 (%)

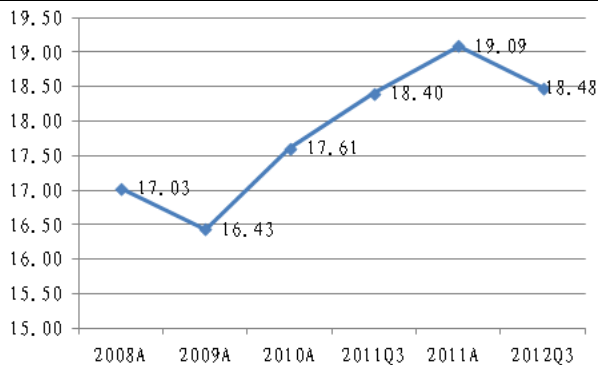
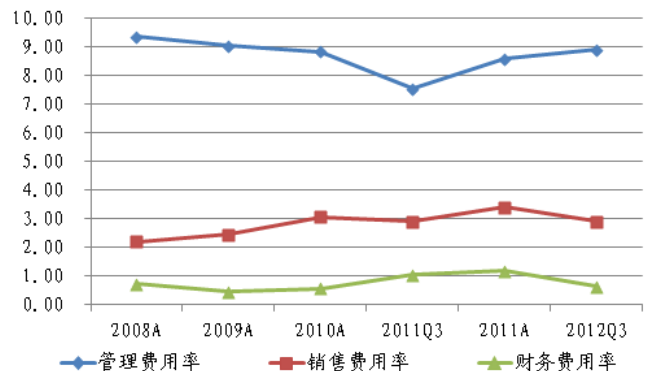


图4: 2008A-2012Q3公司三项费用率 (%)



数据来源: WIND, 中原证券研究所

数据来源: WIND, 中原证券研究所

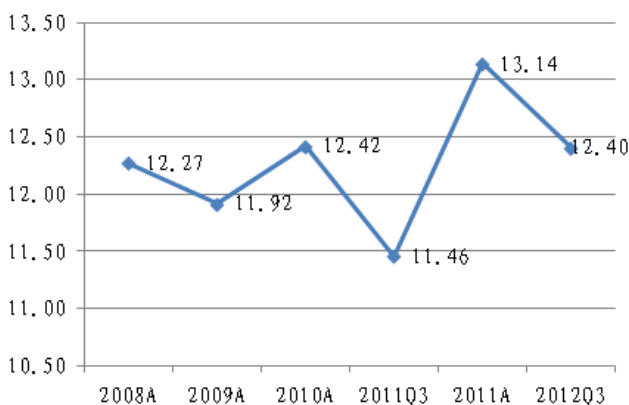
- **公司期间费用率有所上升。**2012年前三季度公司期间费用率12.40%，同比上升0.94个百分点。主要系公司管理费用上升所致。

2012年前三季度公司管理费用同比增加12.30亿元，同比增长27.81%。增长的主要原因是公司研发投入增加，以及公司在国内外建立大量机车4S服务中心造成人工支出等有所增加。

2012年前三季度公司销售费用同比增加1.42亿元，同比增长8.40%。销售规模扩大是造成销售费用增加的主要原因，而销售费用率并未出现显著变化。

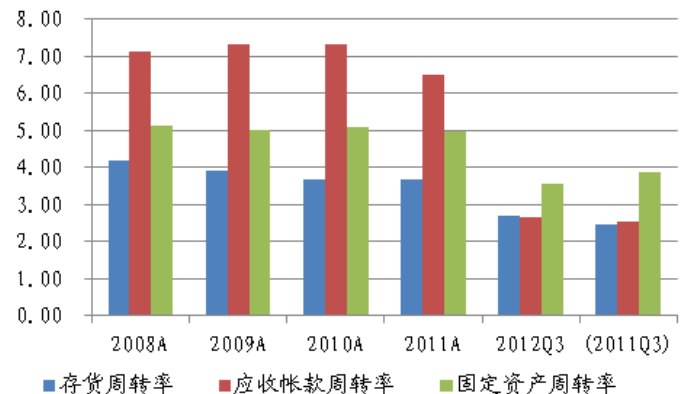
公司财务费用3.91亿元，同比下降35.40%，财务费用率同比下降0.41个百分点。汇兑收益增加以及利息收入增加是财务费用下降的主要原因。

图5: 2008A-2012Q3公司期间费用率 (%)



数据来源: WIND, 中原证券研究所

图6: 2008A-2012Q3公司营运能力

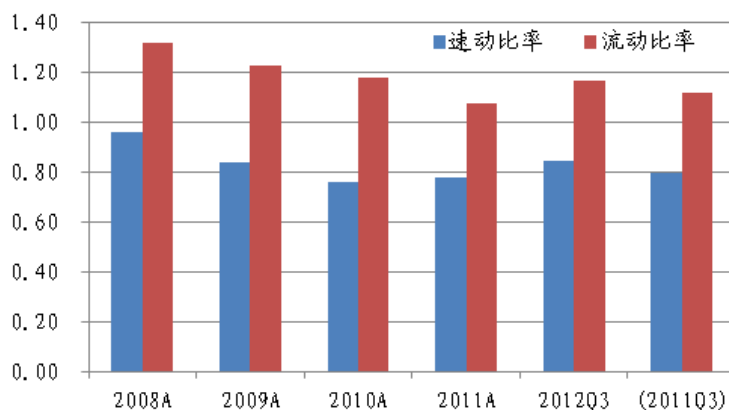


数据来源: WIND, 中原证券研究所

- **公司营运能力。**公司存货周转率，应收账款周转率和固定资产周转率分别为2.70，2.64和3.54。2012年前三季度公司应收账款余额345.19亿元，同比下降1.64%，应收账款处于高位系上半年各地铁路建设融资难，导致公司回款减少。但是，从下半年开始铁路建设融资渠道放开，投资逐月回升，第四季度应收账款可能会有较大幅度下降。此外，公司固定资产同比增加23.82亿元，同比增幅达到15.19%，导致公司固定资产周转率下降0.32。
- **公司偿债能力。**截至2012年第三季度，公司资产负债率为64.26%，同比下降8.83个百分点。资产负债率下降主要系上半年公司增发募集资金86.99亿元所致。从偿债能力来看，公司2012年第三季度

速动比率和流动比率分别为0.84和1.17，较2011年均有所回升。

图7：2008A-2012Q3公司偿债能力

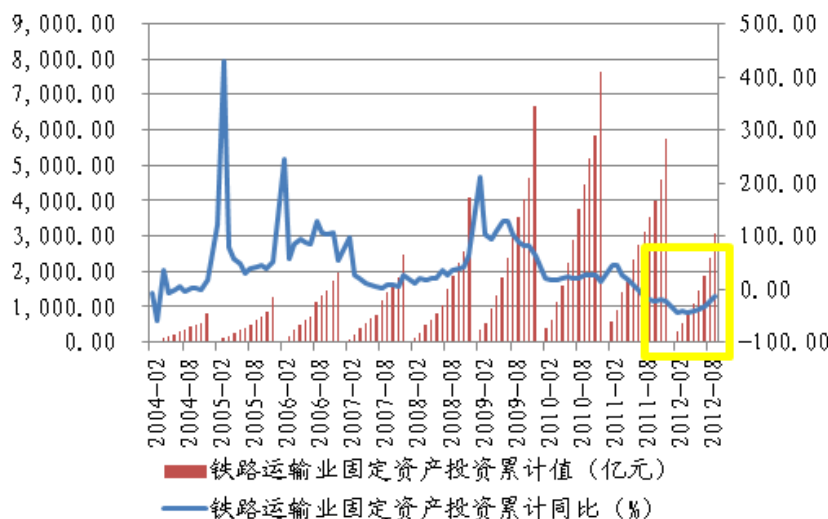


数据来源：WIND，中原证券研究所

- **我国将持续增加铁路投资。**公司销售收入中约90%来自国内，国内轨道交通固定资产投资依然是公司业绩增长主要推动因素。我国二、三线城市地铁轨道交通建设热潮以及纵贯全国的高铁“三纵三横”运输网建设创造了机车销售市场空间，为公司未来销售增长提供了市场保障。

前三季度我国铁路累计完成固定资产投资3084.96亿元，同比下降12.97%，下滑幅度逐月缩窄。9月份当月投资额达到708.78亿元，同比增长77.97%。

图8：铁路运输业固定资产投资累计值及同比增速



数据来源：WIND，中原证券研究所

- **管理层变动属于正常人事变动。**公司同期公告显示董事长赵小刚因年龄原因辞去原有职务，同时选举总裁郑昌泓为董事长，原副总裁刘化龙为总裁。我们认为此次人事变动不会影响公司近期经营状况和未来发展战略。
- **投资建议：**预计公司12年和13年每股收益分别为0.29元，0.34元。按照10月29日收盘价4.18元计算，

对应市盈率分别为14.52倍和12.38倍，给予“增持”评级。

- **风险提示：**公司销售受投资影响较大，周期性特征显著，投资放缓可能造成公司销售业绩下滑；公司产品涉及客货运输，安全属性较高，类似“7.23事件”可能对行业销售造成较大冲击。

盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(亿元)	649.09	807.11	884.29	1020.35
增长比率(%)	39.91%	24.34%	9.56%	15.39%
净利润(亿元)	25.31	38.64	39.73	46.59
增长比率(%)	50.85%	52.65%	2.81%	17.27%
全面摊薄每股收益(元)	0.18	0.28	0.29	0.34
市盈率(倍)	22.79	14.93	14.52	12.38

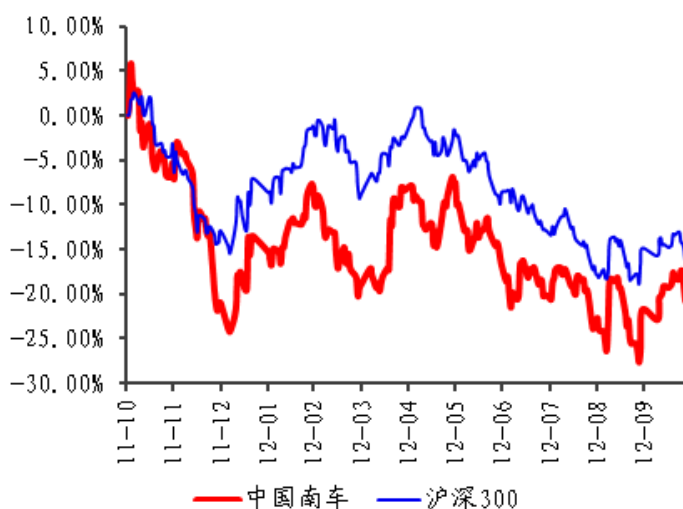
市场数据（2012年10月29日）

收盘价(元)	4.18
一年内最高/最低(元)	5.61/3.75
沪深300指数	2235.85
市净率(倍)	1.83
流通市值(亿元)	398

基础数据（2012年09月30日）

每股净资产(元)	2.28
每股经营现金流(元)	-0.44
毛利率(%)	18.06
净资产收益率-摊薄(%)	9.06
资产负债率(%)	64.26
总股本/流通股(亿股)	138.03/115.40
B股/H股(亿股)	0/20.24

个股相对沪深300指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。