

中国南车 (601766)

高铁订单逐步兑现

——中国南车动车组大单点评

吴昊

0755-2397 6765

wuh@gtjas.com

本报告导读:

- 动车组景气加速上行，导致大订单提前交付，近两年收入将快速增长，但盈利能力下滑值得关注。

投资要点:

- 公司公告 9 月 28 日获得两笔动车组大订单。(1) 公司控股子公司南车青岛四方机车车辆股份有限公司与武汉铁路局签订了 350 公里速度级动车组销售合同，合同总金额为 450 亿元人民币。预计 2010 年上半年交付首批动车组，2011 年底全部交付完毕。(2) 公司合营企业青岛四方庞巴迪铁路运输设备有限公司(公司间接持股 50%)与上海铁路局签订了 350 公里速度级动车组销售合同，合同总金额为 274 亿元人民币。预计 2012 年 7 月交付首批动车组，2014 年 9 月全部交付完毕。
- 订单规模符合我们预期，交付时间略早于预期。早在今年 6 月 10 日，铁道部委托中技国际招标公司招标价值量 1000 亿元的时速 350 公里动车组。这次南车共获得 724 亿订单，北车则获得余下 280 亿，如考虑之前获得的 260 列 520 亿订单，北车累积订单为 800 亿，两者相当，符合我们预期。从交付时间来看有超预期因素，体现在高铁建设加速，动车组景气也将加速上行。
- 国产化率提升 VS 铁道部压价。近两年，公司动车组国产化率已经显著提升，继续上行空间有限，加上规模效益体现比较充分，动车组毛利率继续上行或面临压力。另外，铁道部可能的压价是潜在风险，铁路运输设备制造商毛利率今年上半年普遍下滑，如动车组电气系统制造商南车时代电气也在中报中表达了对毛利率趋势的谨慎态度，因此，建议投资者在关注订单加速上行的同时也要警惕毛利率的变化。
- 本次订单对公司明后两年收入有较大提振，我们小幅修正盈利预测，预计 09-2011 年 EPS 为 0.16 元、0.20 元及 0.26 元。对于成长性确定的铁路运输设备制造商，建议给予 2010 年 25 倍 PE，则对应合理股价为 5 元/股，给予“谨慎增持”的评级。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	27,401	35,768	46,503	71,504	92,854
(+/-)%	16.5%	30.5%	30.0%	53.8%	29.9%
经营利润 (EBIT)	1,201	1,902	2,370	2,961	3,908
(+/-)%	36.5%	58.3%	24.6%	24.9%	32.0%
净利润	807	1,384	1,864	2,313	3,022
(+/-)%	53.0%	71.5%	34.7%	24.1%	30.6%
每股净收益 (元)	0.07	0.12	0.16	0.20	0.26
每股股利 (元)	-	0.03	0.02	0.02	0.02

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	7.0%	7.6%	6.3%	5.3%	5.3%
净资产收益率 (%)	18.6%	8.6%	10.4%	11.4%	13.0%
投入资本回报率 (%)	14.4%	14.3%	13.3%	13.8%	15.8%
EV/EBITDA	25.3	18.1	16.6	12.9	9.9
市盈率	67.0	39.1	29.0	23.4	17.9
股息率 (%)	0.0%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 中性

目标价格: ¥5.00

上次预测: ¥3.33

当前价格: ¥4.64

2009.09.30

交易数据

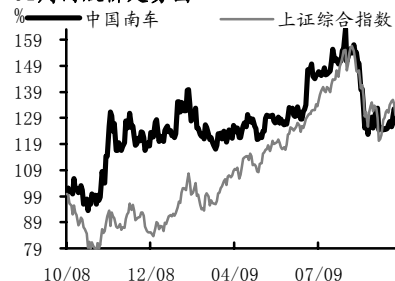
52 周内股价区间 (元)	3.20 ~ 5.99
总市值 (百万元)	54,938
总股本/流通 A 股 (百万股)	11,840/5,024
流通 B 股/H 股	0/2,024
流通股比例	0.42
日均成交量 (百万股)	160.7
日均成交值 (百万元)	745.7

资产负债表摘要 (03/09)

股东权益 (百万元)	16,056.07
每股净资产	1.36
市净率	3.4
资产负债率	58.94%

EPS (元)	2008A	2009E
Q1	0.03	0.02
Q2	0.04	0.03
Q3	0.03	0.05
Q4	0.02	0.06
全年	0.12	0.16

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-5.6	-13.1	26.7
相对指数	-4.9	-10.0	2.9

相关报告

技术领先、持续增长

(08.07.17)

模型更新时间: 2009.09.30

股票研究

运输设备业
运输设备制造业

中国南车(601766)

评级: 谨慎增持

上次评级: 中性

目标价格: ¥5.00

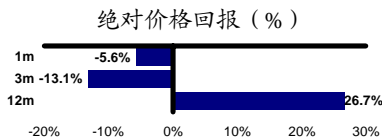
上次预测: ¥3.33

当前价格: ¥4.64

公司网址:
www.csrgc.com

公司简介

国内最大的轨道交通运输设备制造企业, 产品包括: 路机车车辆、城市轨道交通车辆、各类机电设备 & 零部件及电子电器及环保设备等产品。



52 周价格范围 3.20~5.99
市值 (百万) 54.938

财务预测 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表					
营业收入	27,401	35,768	46,503	71,504	92,854
营业成本	23,266	29,677	38,969	60,476	78,424
税金及附加	117	165	186	286	381
营业费用	641	787	1,024	1,591	2,055
管理费用	2,356	3,342	4,138	6,432	8,376
EBIT	1,201	1,902	2,370	2,961	3,908
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	222	232	253	321	383
财务费用	240	259	121	103	98
营业利润	962	1,643	2,249	2,858	3,810
所得税	125	245	284	362	477
少数股东损益	262	301	340	422	551
净利润	807	1,384	1,864	2,313	3,022
资产负债表					
货币资金、交易性金融	8,272	11,823	12,333	20,910	26,865
其他流动资产	13,520	19,202	20,418	34,480	44,325
长期投资	682	602	428	570	533
固定资产合计	7,068	10,242	14,232	17,489	19,753
无形及其他资产	3,131	3,576	3,561	3,649	3,776
资产合计	32,726	45,489	50,990	77,123	95,268
流动负债	21,683	23,590	27,739	50,571	65,235
长期负债	4,627	3,222	2,364	2,931	2,839
股东权益	6,416	18,678	20,887	23,621	27,194
投入资本(IC)	8,324	13,321	17,844	21,417	24,699
现金流量表					
NOPLAT	1,076	1,660	2,099	2,614	3,448
折旧与摊销	727	804	580	836	1,036
流动资金增量	(1,581)	1,394	246	534	908
资本支出	7,112	3,131	4,500	4,000	3,186
自由现金流	7,334	6,989	7,425	7,984	8,578
经营现金流	1,443	1,339	1,350	3,669	3,309
投资现金流	(2,349)	(3,049)	(4,082)	(4,013)	(2,994)
融资现金流	2,503	5,818	3,309	8,909	5,626
现金流净增加额	1,597	4,107	577	8,565	5,941
财务指标					
成长性					
收入增长率	16.5%	30.5%	30.0%	53.8%	29.9%
EBIT 增长率	36.5%	58.3%	24.6%	24.9%	32.0%
净利润增长率	53.0%	71.5%	34.7%	24.1%	30.6%
利润率					
毛利率	15.1%	17.0%	16.2%	15.4%	15.5%
EBIT 率	4.4%	5.3%	5.1%	4.1%	4.2%
净利润率	2.9%	3.9%	4.0%	3.2%	3.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	18.6%	8.6%	10.4%	11.4%	13.0%
总资产收益率(ROA)	2.5%	3.0%	3.7%	3.0%	3.2%
投入资本回报率	14.4%	14.3%	13.3%	13.8%	15.8%
运营能力					
存货周转天数	45	86	79	71	79
应收账款周转天数	28	53	50	44	49
总资产周转天数	218	399	379	327	339
净利润现金含量	1.79	0.97	0.72	1.59	1.09
资本支出/收入	25.95%	8.75%	9.68%	5.59%	3.43%
偿债能力					
资产负债率	80.4%	58.9%	59.0%	69.4%	71.5%
净负债率	-10.9%	-38.3%	-17.7%	-15.6%	-19.9%
估值比率					
PE	67.0	39.1	29.0	23.4	17.9
PB	12.5	3.4	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	25.3	18.1	16.6	12.9	9.9
P/S	1.97	1.51	1.16	0.76	0.58
股息率	0.0%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%

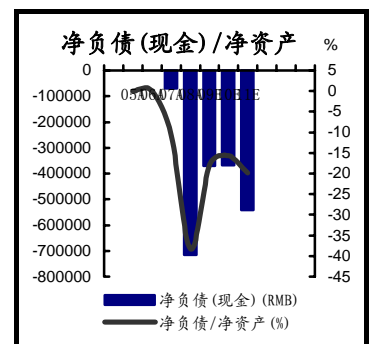
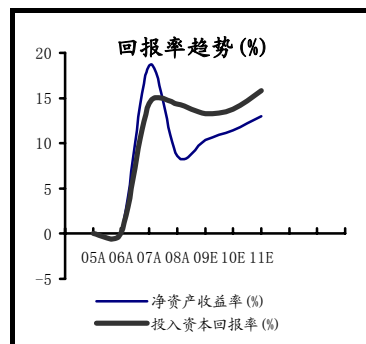
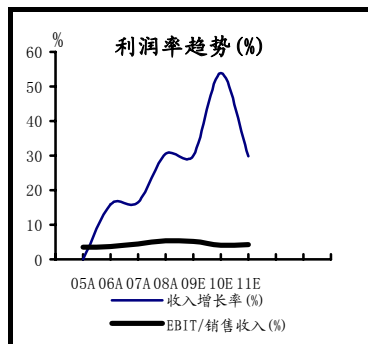
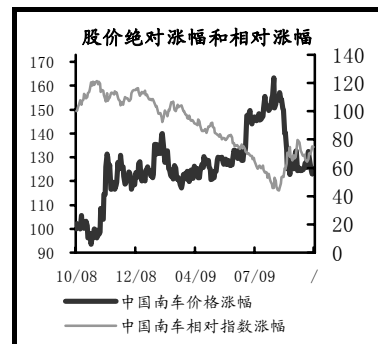


表 1: 国内外主要铁路运输设备公司估值对比

	总市值	08EPS	09EPS	2010EPS	08PE	09PE	2010PE	PB	PEG	EV/EBITDA
国内公司										
中国南车	537.12	0.16	0.16	0.21	27.45	29.00	21.99	3.43	0.72	16.45
中国南车 H	609.76	0.16	0.15	0.20	27.45	26.54	20.27	2.98	0.72	16.77
时代新材	28.20	0.23	0.43	0.57	42.61	32.24	24.34	5.96	0.50	18.96
北方创业	17.65	0.23	0.32	0.37	29.48	31.84	27.32	2.03	2.89	24.83
湘电股份	45.03	0.25	0.54	0.90	29.32	35.55	21.41	3.68	0.56	19.71
晋亿实业	43.64	0.13	0.26	0.31	41.26	22.47	19.19	2.73	0.49	19.52
晋西车轴	27.96	0.74	0.63	0.82	23.74	26.64	20.40	2.12	1.48	16.25
国外公司										
川崎重工	3706.58	21.08	2.16	7.80	10.53	102.41	23.51	1.28	-	13.89
通用电气	1781.06	1.72	0.97	0.88	8.39	17.23	19.00	1.59	1.95	20.39
西门子	605.93	6.41	4.85	4.61	34.66	13.67	14.39	2.23	0.71	7.96
阿尔斯通	148.56	3.02	4.30	3.81	22.77	11.97	13.52	5.19	-	6.38
庞巴迪	85.25	0.17	0.40	0.41	19.74	11.23	10.80	2.59	0.12	6.05

数据来源: Bloomberg。注: 各公司最新价格为当地货币单位。

作者简介:

吴昊: 华中科技大学工学硕士, 曾就职于联合证券研究所, 三年机械行业研究经历。2009年7月加入国泰君安证券, 现任国泰君安证券销售交易部机械行业研究员。2007年入围“新财富”最佳分析师。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

- 增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15% 以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5% 以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

- 增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海
上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层
邮政编码: 200120
电话: (021) 38676666

深圳
深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层
邮政编码: 518026
电话: (0755) 23976888

北京
北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮政编码: 100140
电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.com
E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com