

行业 铁路装备



吴华

中国北车（601299）

证书号：S0190209030143

手握巨额订单，成长清晰可见

021-38565924

wuhua@xyzq.com.cn

强烈推荐（首次）

2010年05月23日

投资要点

我们于5月21日拜访了公司管理层，就公司目前的生产经营情况和未来发展战略进行了沟通，调研信息如下：

- 公司目前在手订单约1500亿，其中机车300多亿，动车组700多亿，城轨地铁车辆200多亿，工程机械、电机等相关多元化产品订单100多亿，普通客车和货车各100亿不到，在手订单饱满，可满足未来两年的生产，并且在大功率机车、动车组和城轨地铁领域仍具备持续获得大单的潜力。
- **动车组是公司未来三年最大的增长引擎。**目前动车组业务形成了一技术两基地模式，共同研发支撑长春、唐山两个生产基地。唐客去年交付了20列CRH3C，而09年3月份获得的70大列CRH3D订单预计在今年10月份开始交付首批，目前唐客月产能达到3-4大列/月，6月份之后可以稳定在4大列/月；长客目前有时速250公里和350公里两个动车组平台，CRH5A的月产能目前在2.5标准列/月，而时速350公里动车组生产基地的主体厂房已于09年12月完工，今年1月份开始产品调试，预计10月份首批整车可以下线，该平台最终将形成5大列/月的生产能力，11年年中可以开始量产。CRH3C订单在第三批交付时国产化率已经达到80%以上，随着国产化率 and 自我配套率的进一步提升，动车组毛利率将稳步上升。根据目前的产能释放情况，预计今年全年动车组收入将达100亿左右，11年将突破200亿。
- **大功率机车未来有望继续获得大额订单。**铁道部计划到2012年之前招标7900台大功率机车，目前已招标3940台，已交付2520台，正在招标1200台。公司09年新造机车600多台，10年新造机车有望突破1000台。目前大连机车产能在500台/年，近期可以提升到600台/年，最终将形成新造机车1000台/年的规模。二七装备已形成年产100台六轴大功率交流传动电力机车的产能，而同车公司目前还处于技术消化吸收阶段，未来产能将达到300台。
- **城轨地铁车辆亦面临快速发展机遇。**城轨市场规模在2010年后将达到4000辆/年，高峰时段将达6000辆/年。公司目前具备1000辆/年的交货能力，其中长客目前600-700辆/年的规模，远期产能1400辆/年，大连机车目前100辆/年，一期将达700辆/年，远期产能1000辆/年，而唐客远期产能在600辆/年，最终三大基地将形成3000辆/年的生产规模。公司已经或正在上海、重庆、天津、长春、大连、泉州和昆明建立组装基地或检修基地，积极备战各大城市地铁建设高潮。
- **其它机械稳步发展。**二七装备的96磨头钢轨打磨列车已交付一列，目前0.5列/月的产能，路基处理车已于4月16日下线，目前0.5列/月，最终将提升到1列/月。永济电机是国内规模最大、型号最齐全的风电电机生产基地，目前市场占有率60%左右，为进一步满足市场需求，公司在西安成立了风电电机研发基地，未来整体电机业务将形成40-50亿的销售规模。风电齿轮箱项目进展顺利，预计今年6月份可以下线。此外济南装备已经建成风机总成基地，今年3月份首台整机下线，预计未来将形成1500套/年

的规模。

- **出口是公司未来发展的战略重点。**在全球铁路装备行业的大舞台上，公司具备四大比较优势：1.系统组织能力，在开拓海外市场时，公司可以与中铁建等组成联合体，实现勘探、建线路、设备到运营的一体化服务，这是其他国家所不具备的优势。2.综合成本优势，和国外竞争对手相比，公司在设计、原材料、生产等各方面都具有成本优势，综合成本优势超过 20%。3.交货周期，以动车组为例，欧洲的动车组厂商生产周期为 18 个月，而公司的产品在量产之后生产周期可以缩短到 8-10 个月。4.国家政策推动，我国外交政策中的对外援助项目历来偏好于基建输出，而随着国内铁路装备行业的全面现代化，实现铁路项目从设计、施工、设备到运营的全线服务输出已经成为国家战略的一部分。预计公司未来几年的出口占比将稳步提高，2011 年有望达到 10%，2015 年有望达到 30%。此外出口产品的毛利率比国内同类产品要高，这将推动出口业务的毛利占比更快增长，总而进一步提升公司的综合毛利率。
- 我们认为公司手握巨额订单已牢牢锁定未来两年业绩，且成长性清晰可见，出口市场的突破和核心零部件国产化带来的毛利率上升将进一步提升公司的盈利能力，我们预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.25 元，0.39 元和 0.50 元，对应 PE 为 19 倍，12 倍和 10 倍，首次给予“强烈推荐”评级。

表：公司机车和动车组毛利率变动的业绩敏感性分析

机车\动车	11.00%	12.00%	13.00%	14.00%	15.00%	16.00%	17.00%	18.00%	19.00%	20.00%
15.00%	0.20	0.20	0.21	0.22	0.23	0.23	0.24	0.25	0.26	0.26
16.00%	0.21	0.21	0.22	0.23	0.24	0.24	0.25	0.26	0.27	0.27
17.00%	0.22	0.22	0.23	0.24	0.25	0.25	0.26	0.27	0.28	0.28
18.00%	0.22	0.23	0.24	0.25	0.25	0.26	0.27	0.28	0.29	0.29
19.00%	0.23	0.24	0.25	0.26	0.26	0.27	0.28	0.29	0.29	0.30
20.00%	0.24	0.25	0.26	0.27	0.27	0.28	0.29	0.30	0.30	0.31
21.00%	0.25	0.26	0.27	0.28	0.28	0.29	0.30	0.31	0.31	0.32
22.00%	0.26	0.27	0.28	0.29	0.29	0.30	0.31	0.32	0.32	0.33
23.00%	0.27	0.28	0.29	0.29	0.30	0.31	0.32	0.32	0.33	0.34
24.00%	0.28	0.29	0.30	0.30	0.31	0.32	0.33	0.33	0.34	0.35
25.00%	0.29	0.30	0.31	0.31	0.32	0.33	0.34	0.34	0.35	0.36
机车\动车	11.00%	12.00%	13.00%	14.00%	15.00%	16.00%	17.00%	18.00%	19.00%	20.00%
15.00%	0.28	0.29	0.31	0.33	0.35	0.36	0.38	0.40	0.42	0.43
16.00%	0.29	0.31	0.32	0.34	0.36	0.38	0.39	0.41	0.43	0.45
17.00%	0.30	0.32	0.34	0.36	0.37	0.39	0.41	0.42	0.44	0.46
18.00%	0.32	0.33	0.35	0.37	0.39	0.40	0.42	0.44	0.46	0.47
19.00%	0.33	0.35	0.36	0.38	0.40	0.42	0.43	0.45	0.47	0.49
20.00%	0.34	0.36	0.38	0.39	0.41	0.43	0.45	0.46	0.48	0.50
21.00%	0.35	0.37	0.39	0.41	0.42	0.44	0.46	0.48	0.49	0.51
22.00%	0.37	0.39	0.40	0.42	0.44	0.46	0.47	0.49	0.51	0.52
23.00%	0.38	0.40	0.42	0.43	0.45	0.47	0.49	0.50	0.52	0.54
24.00%	0.39	0.41	0.43	0.45	0.46	0.48	0.50	0.52	0.53	0.55
25.00%	0.41	0.42	0.44	0.46	0.48	0.49	0.51	0.53	0.55	0.56

资料来源：兴业证券研发中心

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	43972	61937	91217	97389
货币资金	11363	9149	17412	18701
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	11765	17585	23648	26862
其他应收款	351	1036	1676	1846
存货	12935	21573	31516	30410
非流动资产	19369	20728	20286	19893
可供出售金融资产	75	230	200	250
长期股权投资	854	720	720	720
投资性房地产	81	95	95	95
固定资产	9335	10863	11430	11514
在建工程	2098	2049	1190	745
油气资产	0	0	0	0
无形资产	6064	5947	5847	5747
资产总计	63341	82665	111503	117281
流动负债	37913	57841	81441	82938
短期借款	3433	12276	10830	1983
应付票据	5121	6672	10397	12540
应付账款	11828	15123	22743	28215
其他	17532	23769	37470	40200
非流动负债	3796	1077	2724	2430
长期借款	920	920	920	920
其他	2876	157	1804	1510
负债合计	41710	58918	84165	85367
股本	8300	8300	8300	8300
资本公积	10938	10938	10938	10938
未分配利润	1751	3656	6917	11073
少数股东权益	547	756	1087	1507
股东权益合计	21632	23747	27338	31914
负债及权益合计	63341	82665	111503	117281

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1316	2072	3261	4156
折旧和摊销	164	649	710	759
资产减值准备	73	753	507	67
无形资产摊销	164	120	100	100
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	364	590	771	869
投资损失	-490	-520	-550	-570
少数股东损益	98	210	330	421
营运资金的变动	4008	9818	-3519	-5391
经营活动产生现金流量	-2336	-8779	10225	10786
投资活动产生现金流量	-2211	-1483	245	220
融资活动产生现金流量	13684	8047	-2207	-9717
现金净变动	9137	-2214	8263	1289
现金的期初余额	2527	11363	9149	17412
现金的期末余额	11664	9149	17412	18701

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	40516	51797	76186	92311
营业成本	35445	44481	64981	78376
营业税金及附加	109	129	190	231
销售费用	578	751	1067	1292
管理费用	3266	4144	6019	7293
财务费用	364	590	771	869
资产减值损失	5	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	490	520	550	570
营业利润	1238	2222	3707	4820
营业外收入	425	460	480	500
营业外支出	55	60	60	60
利润总额	1609	2622	4127	5260
所得税	195	341	537	684
净利润	1414	2281	3591	4576
少数股东损益	98	210	330	421
归属母公司净利润	1316	2072	3261	4156
EPS (元)	0.16	0.25	0.39	0.50

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长性				
营业收入增长率	16.7%	27.8%	47.1%	21.2%
营业利润增长率	2.8%	79.4%	66.8%	30.0%
净利润增长率	16.3%	57.5%	57.4%	27.5%
盈利能力				
毛利率	12.5%	14.1%	14.7%	15.1%
净利率	3.2%	4.0%	4.3%	4.5%
ROE	6.2%	9.0%	12.4%	13.7%

偿债能力

资产负债率	65.8%	71.3%	75.5%	72.8%
流动比率	1.16	1.07	1.12	1.17
速动比率	0.81	0.69	0.72	0.80

营运能力

资产周转率	77.4%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	422.7%	344.4%	358.4%	354.5%

每股资料 (元)

每股收益	0.16	0.25	0.39	0.50
每股经营现金	0.11	-1.06	1.23	1.30
每股净资产	2.54	2.77	3.16	3.66

估值比率 (倍)

PE	31.4	19.9	12.7	9.9
PB	2.0	1.8	1.6	1.4

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

盛英君

电话: 021-38565938

Email: shengyj@xyzq.com.cn

过 枫

电话: 021-38565966

Email: guofeng120@hotmail.com

姜 洋

电话: 021-38565910

Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

朱元戣

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列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。