

明年动车产能上升，维修随存量增加

中国北车中标公告点评

报告关键点:

- 合计金额52亿元左右，其中新造动车组27亿元、动车维修5.4亿元
- 公司今年以来新增重大订单已300亿元左右，未来两年高增长已有保障
- 维持买入-A的投资评级以及7.2元的合理股价判断

报告摘要:

- 公告中标新造动车组27亿元，占在手订单比重较小，影响较小。公司控股子公司长春轨道客车股份有限公司与北京铁路局签订了价值27亿元人民币的动车组销售合同，在2010年12月至2011年6月完成交付。由于目前在手动车组订单已经超过800亿元，此次增量占比较小，随着募集项目的投产，今年底开始动车组的产能将释放，明年京沪线交货高峰，预计公司动车组的产量将继续大幅增长，收入金额可能超过300亿元，占比将接近40%。
- 公告签订动车维修5.4亿元，未来将随存量增加而大幅上升。公司分别与北京铁路局、哈尔滨铁路局、沈阳铁路局和郑州铁路局签订了动车组检修合同，检修合同总金额约为5.4亿元人民币。我们认为作为新产品，中大型检修将以厂修形式为主，小型检修可由动车组运用所负责，而中大型检修一般要检测系统、更换轮及转向架等，费用较高，以广深线动车组为例，单列平均检修费在1300万元左右。按规定动车组每跑120万公里需三级检修一次，但目前部分车辆不足60万公里就开始三级检修（这与我国运行速度较快、新产品有待改进有关），也就是说未来可能平均2-3年就需要大检修一次，按此计算自2012年开始仅维修市场就将在60亿元左右，而且未来还有较大上升空间。
- 公司今年以来新增重大订单300亿元左右，未来两年高增长已有保障。此次公司公告各类产品订单合计52亿元左右，加上原有订单，今年以来新增重大订单在300亿元左右，因此我们预计年底在手订单接近1300亿元，加上后续短周期产品的订单，完全可以满足公司未来两年的生产需求，我们预计未来两年公司的平均收入可能在800亿元以上。
- 维持买入-A的投资评级以及7.2元的合理股价判断。此次公告基本在预期之内，我们维持对公司的盈利预测（未来三年的每股收益分别为0.24元、0.39元和0.44元）、投资评级（买入-A）和合理股价判断（7.2元）。

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

7.20 元

期限: 12 个月 上次预测: 7.20 元

现价: 5.39 元

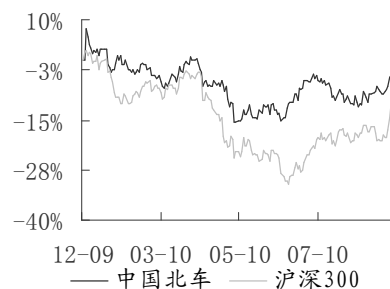
报告日期:

2010-10-13

市场数据

总市值(百万元)	44,737.00
流通市值(百万元)	13,475.00
总股本(百万股)	8,300.00
流通股本(百万股)	2,500.00
12个月最高/最低	4.60/6.26 元
十大流通股东(%)	16.86%
股东户数	217,934

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(3.06)	(14.77)	(4.11)
绝对收益	4.04	5.66	(4.92)

研究员

林晟

行业分析师

0755-82558022 linsheng@essence.com.cn
证书编号 S1450209090270

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	34,710.7	40,515.9	55,351.5	83,913.9	93,662.3
Growth(%)	31.6%	16.7%	36.6%	51.6%	11.6%
净利润	1,130.7	1,315.6	1,952.2	3,253.5	3,657.1
Growth(%)	52.3%	16.3%	48.4%	66.7%	12.4%
毛利率(%)	15.0%	12.5%	12.9%	13.5%	13.4%
净利润率(%)	3.3%	3.2%	3.5%	3.9%	3.9%
每股收益(元)	0.14	0.16	0.24	0.39	0.44
每股净资产(元)	0.88	2.61	2.81	3.15	3.53
市盈率	40.0	34.4	23.2	13.9	12.4
市净率	6.2	2.1	1.9	1.7	1.5
净资产收益率(%)	17.4%	6.5%	8.9%	13.2%	13.3%
ROIC(%)		22.0%	16.0%	17.5%	16.6%
EV/EBITDA	18.3	16.0	11.9	7.9	6.0
股息收益率	0.0%	0.5%	0.9%	1.4%	1.6%

前期研究成果

中国北车: 业绩高增长，规模效应值得期待	2010-08-27
中国北车: 中标符合预期，增长更加明确	2010-07-14
中国北车: 国内市场份额稳定，收入增长较快	2010-07-14

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-10-11

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	34,710.7	40,515.9	55,351.5	83,913.9	93,662.3	成长性					
减: 营业成本	29,507.3	35,445.1	48,203.2	72,621.7	81,076.5	营业收入增长率	31.6%	16.7%	36.6%	51.6%	11.6%
营业税费	132.9	109.4	166.1	251.7	281.0	营业利润增长率	29.9%	2.8%	74.8%	74.4%	13.2%
销售费用	598.6	577.6	774.9	1,174.8	1,217.6	净利润增长率	52.3%	16.3%	48.4%	66.7%	12.4%
管理费用	2,775.3	3,266.5	3,930.0	5,790.1	6,462.7	EBITDA 增长率	40.5%	33.6%	54.6%	56.2%	12.7%
财务费用	595.3	363.9	250.0	400.0	450.0	EBIT 增长率	40.5%	-11.0%	50.7%	72.9%	13.2%
资产减值损失	60.9	4.5	12.5	51.0	50.7	NOPLAT 增长率	48.1%	-4.9%	28.9%	66.0%	12.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率		77.6%	52.2%	18.5%	-14.7%
投资和汇兑收益	164.9	489.5	150.0	150.0	150.0	净资产增长率		195.6%	8.1%	12.0%	12.1%
营业利润	1,205.2	1,238.5	2,164.9	3,774.6	4,273.8	利润率					
加: 营业外净收支	224.7	370.2	250.0	250.0	250.0	毛利率	15.0%	12.5%	12.9%	13.5%	13.4%
利润总额	1,429.9	1,608.7	2,414.9	4,024.6	4,523.8	营业利润率	3.5%	3.1%	3.9%	4.5%	4.6%
减: 所得税	155.3	195.2	338.1	563.4	633.3	净利率	3.3%	3.2%	3.5%	3.9%	3.9%
净利润	1,130.7	1,315.6	1,952.2	3,253.5	3,657.1	EBITDA/营业收入	5.2%	5.9%	6.7%	6.9%	7.0%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	5.2%	4.0%	4.4%	5.0%	5.0%
货币资金	2,526.9	11,363.0	10,138.6	11,203.7	18,956.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	42	78	80	75	80
应收帐款	7,494.6	12,116.0	15,923.0	24,139.6	26,943.9	流动营业资本周转天数	-31	-35	-2	7	-2
应收票据	549.3	469.9	758.2	1,149.5	1,283.0	流动资产周转天数	126	304	316	278	331
预付帐款	4,187.9	6,647.8	10,022.0	15,105.6	20,780.9	应收帐款周转天数	36	83	88	82	93
存货	9,345.9	12,934.5	15,720.8	23,684.6	26,442.0	存货周转天数	52	102	94	85	97
其他流动资产	279.3	440.5	679.3	1,250.6	1,445.6	总资产周转天数	214	465	457	388	438
可供出售金融资产	167.5	75.4	75.0	75.0	75.0	投资资本周转天数	42	100	118	102	92
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	710.3	854.2	750.0	750.0	750.0	ROE	17.4%	6.5%	8.9%	13.2%	13.2%
投资性房地产	93.8	81.0	80.0	80.0	80.0	ROA	3.1%	2.2%	2.7%	3.3%	3.1%
固定资产	8,109.2	9,335.2	15,400.4	19,786.4	21,664.7	ROIC		22.0%	16.0%	17.4%	16.5%
在建工程	1,346.2	2,098.2	1,258.9	755.3	453.2	费用率					
无形资产	6,005.9	6,064.5	5,654.2	5,274.5	4,920.3	销售费用率	1.7%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%
其他非流动资产	525.6	854.2	615.0	488.1	411.9	管理费用率	8.0%	8.1%	7.1%	6.9%	6.9%
资产总额	41,348.6	63,341.1	77,081.7	100,000.0	100,000.0	财务费用率	1.7%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%
短期债务	463.4	3,432.5	3,432.5	3,432.5	3,432.5	三费/营业收入	11.4%	10.4%	9.0%	8.8%	8.7%
应付帐款	11,330.5	13,283.3	17,960.6	27,059.1	30,209.3	偿债能力					
应付票据	3,163.9	5,120.9	5,942.9	8,953.4	9,995.7	资产负债率	82.3%	65.8%	69.7%	74.7%	76.4%
其他流动负债	10,282.8	15,688.5	23,538.4	35,286.3	48,399.0	负债权益比	465.0%	192.8%	229.5%	295.9%	323.0%
长期借款	2,974.8	920.1	920.1	920.1	920.1	流动比率	0.86	1.16	1.07	1.04	1.05
其他非流动负债	2,674.5	2,876.0	2,891.0	2,891.0	2,891.0	速动比率	0.52	0.81	0.75	0.71	0.76
负债总额	34,029.7	41,709.5	53,688.7	77,545.6	94,851.0	利息保障倍数	3.02	4.40	9.66	10.44	10.50
少数股东权益	499.6	546.5	671.2	878.8	1,112.2	分红指标					
股本	5,800.0	8,300.0	8,300.0	8,300.0	8,300.0	DPS(元)			0.05	0.08	0.09
留存收益	1,019.3	12,785.0	14,421.8	17,024.5	19,950.2	分红比率	0.0%	18.7%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	7,318.8	21,631.6	23,392.9	26,203.4	29,362.4	股息收益率					
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1,274.6	1,413.5	1,952.2	3,253.5	3,657.1	EPS(元)			0.24	0.39	0.44
加: 折旧和摊销	158.2	967.8	1,305.2	1,634.6	1,823.3	BVPS(元)			2.82	3.16	3.54
资产减值准备	60.9	4.5	12.5	51.0	50.7	PE(X)			23.2	13.9	12.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.2	2.1	1.9	1.7	1.5
财务费用	-	634.8	362.5	250.0	400.0	P/FCF	-13.3	-11.2	-8.2	-58.2	6.1
投资收益	-164.9	-489.5	-150.0	-150.0	-150.0	P/S	1.3	1.1	0.8	0.5	0.5
少数股东损益	143.8	98.0	124.6	207.7	233.4	EV/EBITDA	18.3	16.0	11.9	7.9	6.0
营运资金的变动	6,537.8	-4,111.1	2,911.3	1,566.2	5,717.5	CAGR(%)	39.5%	40.1%	32.1%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	3,728.3	925.0	6,405.8	6,963.0	11,781.9	PEG	1.0	0.9	0.7	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-2,099.4	-3,144.4	-5,687.7	-4,850.1	-2,850.1	ROIC/WACC		2.3	1.7	1.8	1.7
融资活动产生现金流量	-2,741.4	11,115.4	-625.8	-1,050.7	-1,181.4	REP		1.2	1.2	1.0	1.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

林晟，CFA，机械行业分析师。毕业于厦门大学，经济学硕士。2006.12 加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lvye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编：100034