

2010-12-21

建筑、农业机械与重型卡车

中国北车 601299-SH

北车制造高铁“中国芯”，估值待提升

◇ 事件：国内首批最先进 IGBT 产品在中国北车成功封装生产下线

◆ 北车大功率 IGBT 成功下线，具有战略性意义，维持“买入”评级：

12月14日，具有世界最先进水平的首批最大功率 IGBT 产品在中国北车永济电机公司成功下线，使企业成为世界第四个、国内第一个能够封装 6500V 以上电压等级 IGBT 的厂家。这标志着我国与世界发达国家站在同一技术平台，自主研发 IGBT 芯片产业化步伐进一步加快。

在轨道交通领域，IGBT 器件是现代轨道交通技术装备交流传动系统的关键技术的核心器件。当前，我国轨道装备行业处于快速发展的重要战略机遇期，特别是高铁将快速发展，客运专线、城际铁路将大规模运营，提速线路上将大密度开行高速动车组列车，快捷重载新一代大功率机车、地铁轻轨等城轨车辆也将大批量投入运营。大功率 IGBT 器件作为核心部件将得到大量应用。

◆ 北车作为国内装备制造业领军企业，订单饱满有业绩保证

中国北车是我国轨道交通制造业领军企业，和南车形成双巨头。公司通过引进吸收外国先进动车组技术，自己创新研发出高端产品。动车组和大功率机车以及城轨地铁是未来的明星产品；目前公司在手订单 1500 亿元，其中动车组 800 亿，未来几年高增长态势确立。

◆ 随着 IGBT 器件等关键零部件国产化，北车和南车毛利率有望提升

IGBT 是自动控制和功率变换的关键核心器件，被广泛应用在以高铁为代表的轨道交通装备行业、电力系统、工业变频、风电、太阳能、电动汽车、家电等产业中。

未来我们认为随着国内几大企业逐步引进、消化吸收外国先进的机车及关键零部件技术，而在电力电子和控制方面定价比较市场化，我们认为随着这些关键零部件国产将提升北车和南车的毛利率和估值水平。

◆ 高铁投资超预期加零部件国产化，北车估值水平仍待提升

2020 年高铁投资可能由 1.6 万公里上调到 2.4 万公里，而地方城轨建设也是方兴未艾，出口也稳步推进，北车 2012 年以后成长性很好，此次北车 IGBT 获得突破，我们认为北车的估值水平有望提升至 2011 年 30 倍。给予 10 元目标价。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	34,711	40,516	53,717	74,627	88,819
营业收入增长率	31.62%	16.72%	32.58%	38.93%	19.02%
净利润（百万元）	1,131	1,316	2,251	3,045	3,791
净利润增长率	52.34%	16.34%	71.13%	35.27%	24.47%
EPS（元）	0.14	0.16	0.27	0.37	0.46
P/E	54	46	27	20	16
P/B	9	3	3	2	2
EV/EBITDA	7	31	15	13	10

维持

买入

当前价格	7.32 元
目标价格	10 元
目标期限	6 个月

分析师：王海生（执业证书编号：S0930210070003）

联系人：邹润芳

021-22169041

zourf@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	8,300
总市值(百万元)	41,915
流通比例(%)	30.12%
12 个月最高/最低(元)	7.57/4.60
近 3 月日均成交量(百万股)	68.60
主要股东	中国北方机车车辆工业集团公司

股价表现(12 个月)

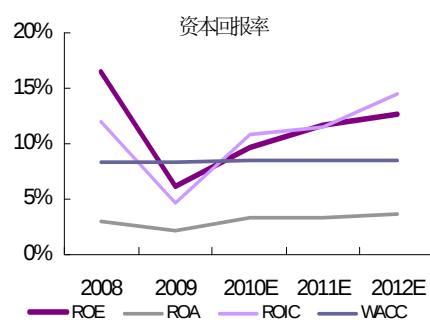
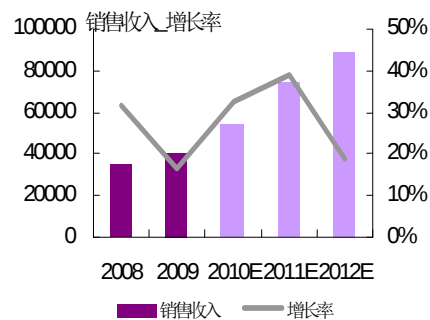
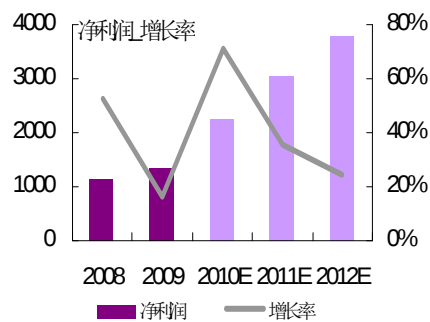
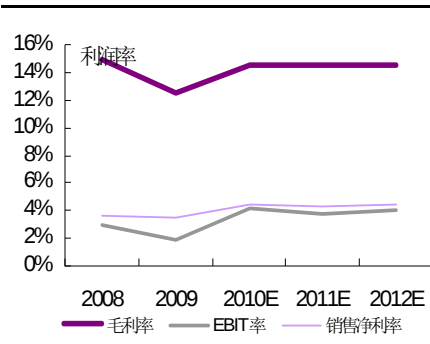


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	13.71	26.24	0.00
绝对收益	15.93	40.27	0.00

相关报告：

毛利率见底，长期向好
..... 2010-08-27
北车启航-面向未来，面向国际
..... 2010-05-24

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	34,711	40,516	53,717	74,627	88,819
营业成本	29,507	35,445	45,930	63,784	75,930
折旧和摊销	5,697	817	1,383	1,397	1,405
营业税费	133	109	194	270	321
销售费用	599	578	844	1,190	1,403
管理费用	2,775	3,266	4,750	6,384	7,429
财务费用	595	364	-64	-150	-165
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	165	490	190	231	269
营业利润	1,205	1,238	2,491	3,233	4,072
利润总额	1,430	1,609	2,691	3,617	4,456
少数股东损益	144	98	144	138	131
归属母公司净利润	1,130.74	1,315.56	2,251.33	3,045.47	3,790.80

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	41,349	63,341	70,993	93,705	108,621
流动资产	24,384	43,972	53,034	77,069	93,334
货币资金	2,527	11,363	13,928	16,966	22,618
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	6,981	11,765	18,425	25,597	30,465
应收票据	549	470	1,074	1,493	1,776
其他应收款	514	351	288	384	341
存货	9,346	12,935	10,915	19,930	23,301
可供出售投资	167	75	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	710	854	873	896	923
固定资产	8,109	9,335	9,050	8,376	7,567
无形资产	6,006	6,064	5,764	5,476	5,202
总负债	34,030	41,710	47,133	66,661	77,655
无息负债	30,478	37,257	46,213	65,741	76,735
有息负债	3,552	4,453	920	920	920
股东权益	7,319	21,632	23,861	27,044	30,966
股本	5,800	8,300	8,300	8,300	8,300
公积金	300	11,034	11,393	11,871	12,459
未分配利润	720	1,751	3,477	6,045	9,247
少数股东权益	500	547	690	828	959

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	3,728	925	4,785	870	4,125
净利润	1,131	1,316	2,251	3,045	3,791
折旧摊销	5,697	817	1,383	1,397	1,405
净营运资金增加	-4,695	5,045	842	6,697	3,166
其他	1,596	-6,252	309	-10,270	-4,236
投资活动产生现金流	-2,099	-3,144	94	-73	-57
净资本支出	-6,012	-6,071	43	50	30
长期投资变化	710	854	-19	-23	-27
其他资产变化	3,202	2,073	70	-100	-60
融资活动现金流	-2,741	11,115	-2,315	2,241	1,584
股本变化	5,800	2,500	0	0	0
债务净变化	3,552	900	-3,533	0	0
无息负债变化	30,478	6,779	8,956	19,528	10,995
净现金流	-1,112	8,896	2,565	3,038	5,652

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	31.62%	16.72%	32.58%	38.93%	19.02%
净利润增长率	52.34%	16.34%	71.13%	35.27%	24.47%
EBITDA 增长率	692.47%	-76.76%	87.60%	17.38%	18.68%
EBIT 增长率	22.38%	-28.01%	101.01%	27.49%	27.57%
估值指标					
PE	54	46	27	20	16
PB	9	3	3	2	2
EV/EBITDA	7	31	15	13	10
EV/EBIT	30	54	25	20	14
EV/NOPLAT	32	65	28	23	17
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	4	3	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	14.99%	12.52%	14.50%	14.53%	14.51%
EBITDA 率	19.41%	3.86%	6.74%	5.69%	5.68%
EBIT 率	3.00%	1.85%	4.16%	3.82%	4.10%
税前净利润率	4.12%	3.97%	5.01%	4.85%	5.02%
税后净利润率 (归属母公司)	3.26%	3.25%	4.19%	4.08%	4.27%
ROA	3.08%	2.23%	3.37%	3.40%	3.61%
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.58%	6.24%	9.72%	11.62%	12.63%
经营性 ROIC	11.94%	4.64%	10.88%	11.57%	14.53%
偿债能力					
流动比率	0.86	1.16	1.26	1.30	1.35
速动比率	52.99%	81.86%	100.24%	96.11%	101.45%
归属母公司权益/有息债务	1.92	4.74	25.18	28.49	32.61
有形资产/有息债务	9.91	12.82	70.89	95.88	112.39
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.14	0.16	0.27	0.37	0.46
每股红利	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.45	0.11	0.58	0.10	0.50
每股自由现金流(FCFF)	1.51	0.35	0.27	-0.33	0.18
每股净资产	0.82	2.54	2.79	3.16	3.62
每股销售收入	4.18	4.88	6.47	8.99	10.70

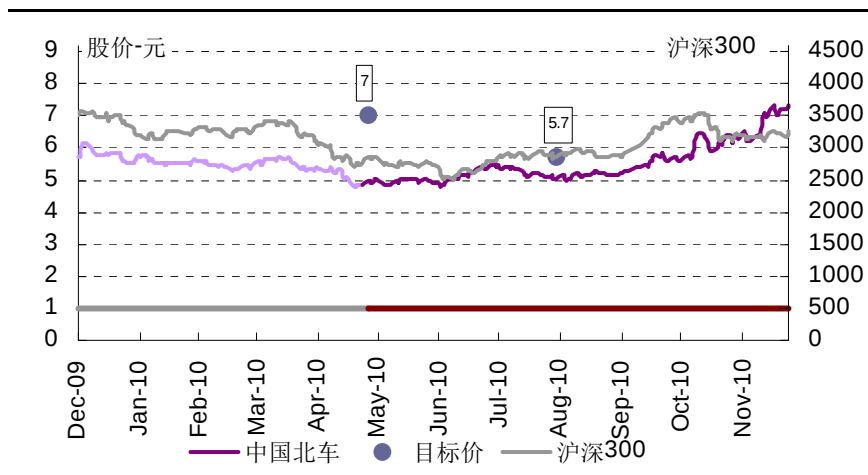
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

中国北车（601299）



日期	股价	目标	评级
2010-05-24	4.84	7.00	买入
2010-08-27	5.05	5.70	买入

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。