



中国北车（601299）2010 年报点评

继续保持快速的增长态势

轨道交通主题研究报告

合理估值：9.8 元

维持评级：买入

分析师

孙林 执业编号：S0350210090006

电话：0755-83716909

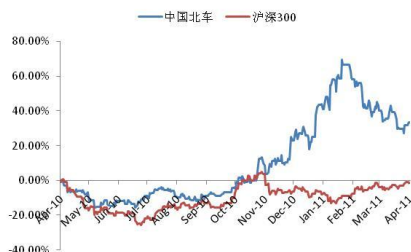
邮件：sunl@ghzq.com.cn

合规申明

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%？

☐ 是☒ 否

相对沪深 300 表现



市场数据

2011-4-13

当前价格（元）	7.55
52 周价格区间（元）	4.6-9.69
总市值（百万）	62665.00
流通市值（百万）	19310.34
总股本（万股）	830000.00
流通股（万股）	255766.08
日均成交额（百万）	463.07

财务数据

FYE

毛利率	13.3
净利率	3.1
净资产收益率	8.3
总资产收益率	2.7
资产负债率	68.7
现金分红收益率	0.0
市盈率	47.6
市净率	3.0

投资要点

2010 年业绩表现突出。中国北车 2010 年实现营业收入 621.84 亿元，较上年增长 53.48%；实现营业利润 19.61 亿元，同比增长 58.40%；实现归属于母公司净利润 19.09 亿元，较上年增长 45.12%；基本每股收益 0.23 元，符合预期。

点评

动车组和城轨地铁仍是增长最快的部分

动车组和城轨地铁分别增长了 104.66% 和 131.55%，是增长最快的部分，占总营收的比重为 24.2% 和 8.3%，从南车的年报中，我们大致也可以看出，动车组和城轨也是最大的营收贡献部分，同比增长 87% 和 63.4%。京沪、京武、哈大高铁线的年内完成，以及各个城市轨道交通基础建设的逐步完工，随着这两大主机产品的集中交付，预计今后的 3 年中，仍将是动车组和城轨地铁产品放量增长的阶段，预计高铁“四纵四横”布局的完成，“客货分离，货运重载”实行之后，大功率机车和货车产品也将开始加快增长，整体上看，未来北车的营收增长仍将保持快速增长。预计 2011 年机车交付 1000 台，动车组 180 列，城轨地铁车辆 1200 列，货车 25000 辆。

图1 中国北车2010年各类产品增长

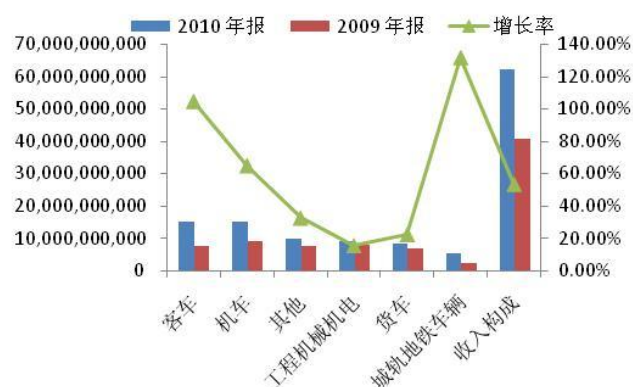
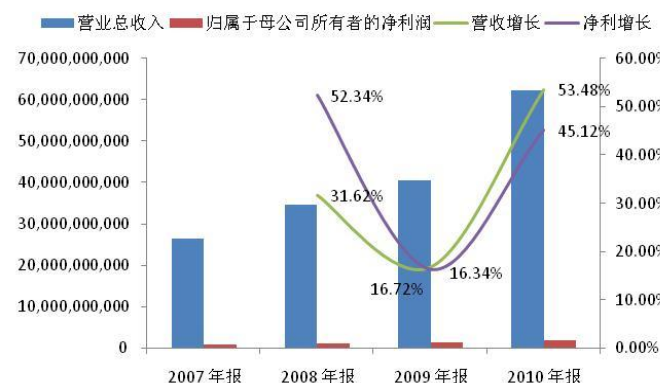


图2 中国北车营收净利快速增长

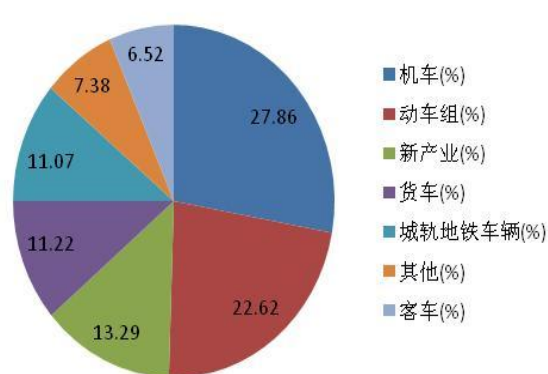


资料来源: wind 国海证券研究所

图3 中国北车各个业务占比



图4 中国南车各个业务占比



资料来源: wind 国海证券研究所

根据铁道部规划, 2011 年完成铁路投资 8500 亿, 基本建设投资 7000 亿元, 机车车辆投资 1260 亿, 更新改造投资 240 亿元, 快速铁路网要覆盖省会城市及 90% 的 50 万以上人口的城市。2011 年动车组达到 290 组, 招标 300 组, 预计到 2015 年, 铁路里程达到 12 万公里, 高铁 1.6 万公里, 西部铁路 5 万公里, 复线及电气化率达到 50% 和 60%。以高速铁路为骨架、总规模 5 万公里的快速铁路网基本建成, 投运动车组 1500 列, 年均 250-300 列, 大功率机车 13000 台, 新型空调客车达到 3.6 万辆, 占客车保有量的 80%; 货车车辆达到时速 120 公里技术标准, 70 吨级及以上通用货车占货车保有量的 30%。未来 5 年将有超过 1000 列动车和 8000 台大功率机车的需求。

而且, 2011 年-2014 年我国高铁竣工投产里程为 22577.34 公里。我们测算, 2010 年以前开通的高速铁路仅占目前全部高铁规划长度的 17%; 2011 年-2014 年期间竣工运营的高速铁路占比将达到 50% 以上。按照目前的投资计划, 铁路部门每年将安排机车车辆购置费 1300 多亿元, 未来铁路装备需求仍将保持一个快速增长期。

出口业务持续增长 预计未来能达到 20% 的比重

2010 年, 北车出口产品占比达到了 7.21%, 较 09 年提高了 1.5 个百分点, 保持了良好的增长态势。

比南车的出口化率要高出 1 倍。目前我国轨道交通产品仍然是以优先满足我国的铁路跨越发展的需要, 预计到 14 年前后仍旧是以国内市场为主体, 解决我国铁路长期存在的“一票难求, 一车难求”的问题, 在此之后, 我国高铁设备将加快实施“走出去”战略, 积极参与周边国家和世界各国建设, 推动我国在铁路承包、高新装备技术产品取得突破。我们认为随着北车的未来国际化战略的深入, 全面进入的轨道设备国际舞台并打响中国高铁制造品牌是愈来愈近的事情。

图 5 中国北车出口业务占比

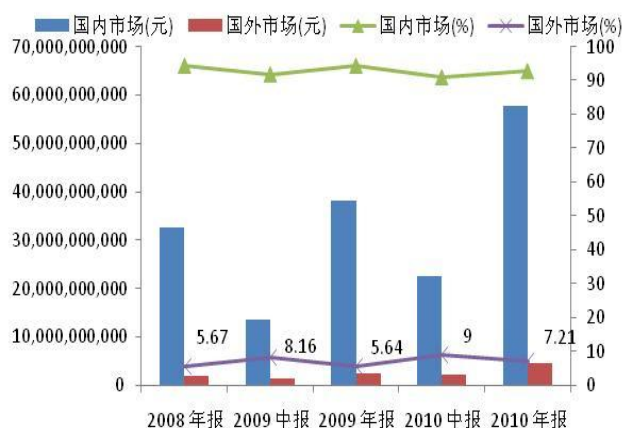
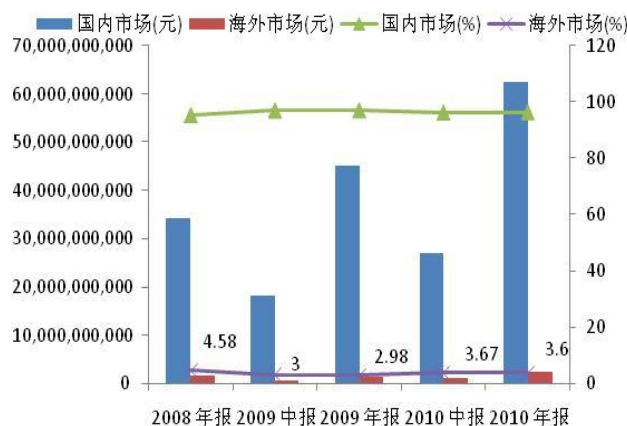


图 6 中国南车出口业务占比



资料来源: wind 国海证券研究所

盈利能力上升 并仍有较大提升空间

2010 年毛利率水平较 2009 年上升了一个百分点, 总体上较中国南车偏低, 我们认为主要是产品结构的不同造成的。由于南车在我国进行轨道设备引进吸收消化再创新的几年里, 平台引进和技术掌握的过程较早, 产品的国产化和吸收成熟度较快, 使得产品的毛利率较高, 随着北车产能的逐步提升和消化吸收的深入, 关键技术和核心零部件的国产化提升, 规模化效应等因素将使得毛利率仍有增长的空间。

此外, 由于南北车都是国家央企, 员工冗余方面仍旧是个较大的负担, 在同行业中人均相比就显得比较落后, 我们认为未来在管理水平单位效益的提升上还有大文章可做, 未来盈利仍有改善空间。

图 7 营收增长率

证券简称	ROE(摊薄)	销售净利率		销售毛利率		员工总数	营业总收入	净利润	人均营收	人均净利
		2010	2009	2010	2009					
中国南车	13.15	5.01	4.56	17.61	16.43	82833	6.49E+10	2531436557	783611.8	30560.7
中国北车	8.33	3.26	3.49	13.25	12.52	82292	6.22E+10	1909089000	755654.5	23199
晋西车轴	3.15	2.61	2.83	11.54	12.57	2114	1.74E+09	43706787.53	821708.1	20674.9
太原重工	12.15	6.75	6.86	15.40	14.10	7598	9.65E+09	651775878.9	1270563	85782.6
晋亿实业	13.01	8.04	-1.57	24.29	16.97	2527	3.02E+09	231215414.2	1196872	91498
时代新材	13.55	8.64	6.18	24.62	26.21	2162	2.32E+09	199416530.2	1073475	92237.1

资料来源: 公司年报

在手订单充足 对未来收入构成良好支撑

截止 3 月份底, 公司手持订单为 1210 亿元, 分布于机车, 动车组, 城轨地铁, 货车, 相关多元产品, 各部分为 250 亿, 600 亿, 220 亿, 40 亿, 100 亿元。预期订单主要释放周期在 11 年及 12 年, 对将来 2 年业绩增长有强力支撑。预计今年 2 季度或下半年仍有大订单的招标, 订单总量仍将保持高储备状态。

二级市场投资建议

不考虑增发股本摊薄, 预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.38 元、0.49 元和 0.60 元, 按最新股价计算, 2011 年和 2012 年对应的动态市盈率分别为 20 倍、16 倍。

我们认为铁路设备行业未来国内和国际市场空间巨大, 中国北车作为行业龙头, 未来业绩快速成长明确, 目前仍有良好的投资价值。按 2012 年 20 倍 PE 给予估值, 合理价位在 9.8 元, 我们维持公司“买入”的投资评级。

图 8 行业平均估值

证券代码	证券简称	收盘价		EPS		BPS		P/E			PB	评级
		2011-4-12	2010A	2011E	2012E			2010A	2011E	2012E		
601299	中国北车	7.55	0.23	0.38	0.49	2.76	32.83	19.88	15.52	2.74	买入	
601766	中国南车	7.46	0.21	0.33	0.45	1.63	34.89	22.61	16.43	4.59	买入	
601002	晋亿实业	21.96	0.31	0.49	0.74	2.41	70.14	45.05	29.59	9.11		
600495	晋西车轴	18.28	0.14	0.24	0.32	4.60	126.42	75.69	56.38	3.98		
600169	太原重工	25.38	0.81	1.05	1.36	6.64	31.46	24.10	18.61	3.82	买入	
	平均						59.15	37.47	27.31	4.85		

资料来源: 国海证券研究所

图 9 近年 P/E 估值

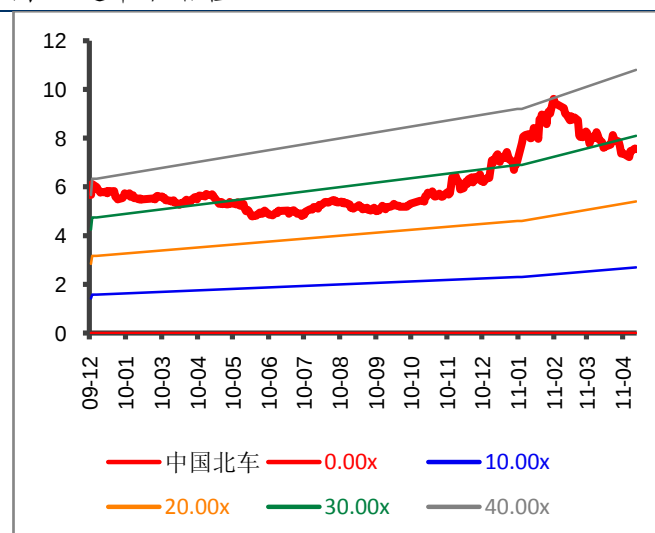
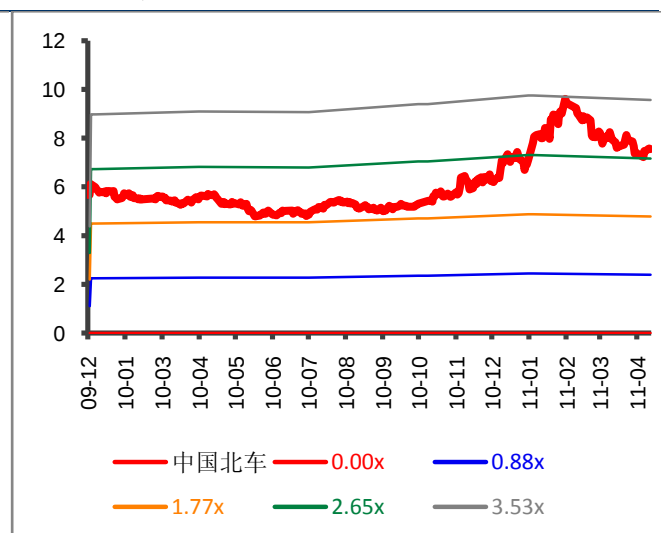


图 10 近年 P/B 估值



资料来源: wind 国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国海证券所有。