

买入 维持

中国北车（601299）

2011 年 8 月 10 日

长客 CRH380BL 型动车组暂停出厂影响分析

机械行业首席分析师：龙华

SAC 执业证书编号：S0850207120499

longh@htsec.com

021-23219411

联系人：何继红

Hejh@htsec.com

021-23219674

联系人：熊哲颖

Xzy5559@htsec.com

021-23219407

中国北车今日公告：京沪高铁开通以来，中国北车下属长客股份生产的 CRH380BL 型动车组存在由于自动保护系统误报而导致列车延误的情况，且发生频率高于其他厂家所生产的同型车。中国北车控股子公司长春轨道客车股份有限公司收到了铁道部运输局发出的《关于对长客股份 CRH380BL 型动车组暂停出厂的通知》。

目前，长客股份本年度交付计划中尚有 17 大列 CRH380BL 型动车组未予交付，所涉合同金额约为 67 亿元人民币；长客股份将尽快完成源头质量整改工作，其年度经营目标不变。与此同时，唐车公司所生产 CRH380BL 的交付不受该事件影响。

点评：

因京沪高铁动车组列车多次故障延误，且在铁道部温州南站 7.23 特重大事故引发全路安全大检查，中国北车下属长客公司收到了铁道部运输局发出的《关于对长客股份 CRH380BL 型动车组暂停出厂的通知》。目前我们尚未获知其他动车组制造商收到类似通知。根据与公司沟通，中国北车希望能在半月左右时间内完成对该型车的检查，并重新出厂交车。根据我们对铁道部历史办事流程的合理推断，重新恢复北车 CRH380BL 型动车组出厂供货应该需要铁道部对北车相关车辆验收合格。

目前中国北车的 CRH380BL 型动车组由长客股份和唐山股份共同承做，在 2009 年长客和唐山均从铁道部各获得了 70 列长大编组的 CRH380BL 型动车组订单，目前长客和唐山两公司均在交货期。本事件出现前，我们判断中国北车将在 2011 年出厂交货约 170 标准列动车组。如果做出最坏预测，则 2011 年中国北车出厂交货的动车组将下降为 136 标准列，若延续到 2012 年还未完成质量整改，则将影响到后续铁道部 CRH380 时速动车组订单的获得。但若中国北车长客股份能尽快完成源头质量整改工作，保证 2011 年度经营目标不变，则公司利润仅是在 3-4 季度之间转移。

下面我们就 17 大列 CRH380BL 型动车组在 2011 年下半年有未交付来判断该事件对中国北车的影响。

若 2011 年可以交付这 17 大列 CRH380BL 型动车组，则中国北车将不受该事件的直接影响，仅在前期长客交送京沪高铁的 24 列动车组的后期维修调试等方面成本有所提高。公司未来 3 年 EPS 仍将保持为 0.38、0.44、0.55 元，对应于 2011 年动态市盈率仅为 13.21 倍。（未考虑中国北车本次定向增发摊薄股本的影响。）

表 1 中国北车未受此事件影响的盈利预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
毛利率(%)	16.23	14.99	12.52	13.25	14.86	14.52	14.32
营业税金及附加/营业收入(%)	0.35	0.38	0.27	0.29	0.30	0.30	0.30
销售费用/营业收入	1.66	1.72	1.43	1.78	1.75	1.66	1.58
管理费用/营业收入	9.32	8.00	8.06	7.43	7.52	7.17	6.89
财务费用/营业收入	17.90	10.86	12.13	12.99	14.35	13.94	13.78
所得税/利润总额	18.30	11.29	6.93	5.94	7.10	6.91	6.84
少数股东损益/净利润	463.80	52.34	16.34	45.12	62.99	17.19	25.04
销售净利率(%)	2.81	3.26	3.25	3.07	3.65	3.66	3.84
总股本(万)	830000	830000	830000	830000	830000	830000	830000
全面摊薄 EPS	0.089	0.136	0.159	0.230	0.375	0.439	0.549
一、营业总收入	2637120.50	3471072.00	4051592.20	6218432.10	8522896.34	9964574.57	11870785.54
营业收入	2637120.50	3471072.00	4051592.20	6218432.10	8522896.34	9964574.57	11870785.54
二、营业总成本	2552109.70	3367038.80	3976696.90	6031866.90	8148381.16	9525897.31	11319613.12
营业成本	2209173.60	2950727.00	3544512.30	5394300.60	7256457.07	8517569.11	10171314.42
营业税金及附加	9258.50	13292.40	10939.10	17906.20	25568.69	29893.72	35612.36
销售费用	43728.60	59864.50	57760.20	110946.90	148759.64	165652.90	187485.06
管理费用	245750.40	277534.00	326646.10	461841.90	640932.19	714194.10	817859.43
财务费用	35427.80	59530.20	36388.40	38417.80	70663.57	88587.47	97341.85
资产减值损失	8770.80	6090.70	450.80	8453.50	6000.00	10000.00	10000.00
三、其他经营收益							
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	-4113.20	-1413.40	-1413.40	-1413.40
投资净收益	7756.00	16490.10	48954.60	13727.30	0.00	0.00	0.00
其中：对联营和合营企业投资收益	0.00	0.00	25256.20	27165.10	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	92766.80	120523.30	123849.90	196179.30	373101.78	437263.86	549759.02
加：营业外收入	26392.20	26618.00	42472.00	46782.30	30511.25	30511.25	30511.25
减：营业外支出	8503.00	4149.30	5451.30	9686.00	12557.10	12557.10	12557.10
五、利润总额	110656.00	142992.00	160870.60	233275.60	391055.93	455218.01	567713.17
减：所得税	19805.40	15534.20	19519.60	30308.50	56103.24	63454.54	78238.84
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	90850.60	127457.80	141351.00	202967.10	334952.69	391763.47	489474.33
减：少数股东损益	16623.60	14383.70	9795.00	12058.20	23783.36	27088.68	33494.16
归属于母公司所有者的净利润	74227.00	113074.10	131556.00	190908.90	311169.34	364674.79	455980.16

资料来源：海通证券研究所预估

若中国北车受此影响，2011 年未能交付这 17 大列 CRH380BL 型动车组，并转为 2012 年交付，则中国北车将除受该事件的直接影响外，另在前期长客交送京沪高铁的 24 列动车组的后后期维修调试等方面成本有所提高。**公司未来 3 年 EPS 调整为 0.32、0.46、0.51 元，对应于 2011 年动态市盈率为 15.69 倍。**（未考虑中国北车本次定向增发摊薄股本的影响。）

表 2 中国北车受此事件直接影响的盈利预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
毛利率(%)	16.23	14.99	12.52	13.25	14.42	14.64	14.14
营业税金及附加/营业收入(%)	0.35	0.38	0.27	0.29	0.30	0.30	0.30
销售费用/营业收入	1.66	1.72	1.43	1.78	1.74	1.65	1.57
管理费用/营业收入	9.32	8.00	8.06	7.43	7.48	7.10	6.84
财务费用/营业收入	1.34	1.72	0.90	0.62	0.83	0.89	0.82
所得税/利润总额	17.90	10.86	12.13	12.99	15.21	14.99	14.86
少数股东损益/净利润	18.30	11.29	6.93	5.94	7.50	7.40	7.34
销售净利率(%)	2.81	3.26	3.25	3.07	3.30	3.75	3.68
总股本(万)	830000	830000	830000	830000	830000	830000	830000
全面摊薄 EPS	0.089	0.136	0.159	0.230	0.316	0.458	0.513
一、营业总收入	2637120.50	3471072.00	4051592.20	6218432.10	7953323.69	10148831.32	11571774.14
营业收入	2637120.50	3471072.00	4051592.20	6218432.10	7953323.69	10148831.32	11571774.14
二、营业总成本	2552109.70	3367038.80	3976696.90	6031866.90	7634994.54	9682214.11	11048144.90
营业成本	2209173.60	2950727.00	3544512.30	5394300.60	6806494.68	8663131.95	9935095.41
营业税金及附加	9258.50	13292.40	10939.10	17906.20	23859.97	30446.49	34715.32
销售费用	43728.60	59864.50	57760.20	110946.90	138177.47	167517.18	181549.69
管理费用	245750.40	277534.00	326646.10	461841.90	594621.37	720892.92	791674.51
财务费用	35427.80	59530.20	36388.40	38417.80	65841.05	90225.56	95109.96
资产减值损失	8770.80	6090.70	450.80	8453.50	6000.00	10000.00	10000.00
三、其他经营收益							
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	-4113.20	-1413.40	-1413.40	-1413.40
投资净收益	7756.00	16490.10	48954.60	13727.30	0.00	0.00	0.00
其中：对联营和合营企业投资收益	0.00	0.00	25256.20	27165.10	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	92766.80	120523.30	123849.90	196179.30	316915.75	465203.81	522215.84
加：营业外收入	26392.20	26618.00	42472.00	46782.30	30511.25	30511.25	30511.25
减：营业外支出	8503.00	4149.30	5451.30	9686.00	12557.10	12557.10	12557.10
五、利润总额	110656.00	142992.00	160870.60	233275.60	334869.90	483157.96	540169.99
减：所得税	19805.40	15534.20	19519.60	30308.50	50930.25	72403.60	80253.42
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	90850.60	127457.80	141351.00	202967.10	283939.65	410754.36	459916.57
减：少数股东损益	16623.60	14383.70	9795.00	12058.20	21296.07	30378.79	33740.07
归属于母公司所有者的净利润	74227.00	113074.10	131556.00	190908.90	262643.58	380375.57	426176.50

资料来源：海通证券研究所预估

无论中国北车是否直接受该事件影响,2011 年盈利预测是否调整,目前股价对应于 2011 年动态 PE 仅为较低的 13.2-15.7 倍,且再过数月市场将以 2012 年动态市盈率进行估值判断。若中和考虑本次订单受影响与不受影响,2011 年 EPS 取中间值 0.35 元,18 倍动态市盈率;2012 年 EPS: 0.44 元,15 倍动态市盈率,目标价 6.5 元,因此我们维持对中国北车的“买入”评级。

风险提示:

无论北车长客 CRH380BL 型动车组暂停出厂的影响时间长短,均会在一段时间内对中国北车争取后续 CRH380 型动车组订单产生负面影响。另外该事件说明我国高铁尚处于初期运营磨合期,并不能排除后续发现其他车辆或信号控制等问题的再度发生。这也是高铁概念股后期可能遇到的不可控风险。

信息披露

分析师声明

龙 华：机械行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国南车、中国北车、时代新材、天马股份、华东数控、三一重工、中联重科、柳工、晋西车轴、昆明机床、晋亿实业、北方创业。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	<table><tr><th>类别</th><th>评级</th><th>说明</th></tr><tr><td rowspan="5">股票投资评级</td><td>买入</td><td>个股相对大盘涨幅在 15%以上;</td></tr><tr><td>增持</td><td>个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;</td></tr><tr><td>中性</td><td>个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;</td></tr><tr><td>减持</td><td>个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;</td></tr><tr><td>卖出</td><td>个股相对大盘涨幅低于-15%。</td></tr><tr><td rowspan="3">行业投资评级</td><td>增持</td><td>行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;</td></tr><tr><td>中性</td><td>行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;</td></tr><tr><td>减持</td><td>行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。</td></tr></table>	类别	评级	说明	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。
类别	评级	说明																				
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;																				
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;																				
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;																				
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;																				
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。																				
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;																				
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;																				
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。																				
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。																						

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。