

2011年08月26日

非汽车交运设备

证券研究报告--公司评级报告

收盘价(元): 4.80

目标价(元):

中国北车(601299)

利润增速超预期, 动车组贡献最大

投资评级: B--持有(首评)

装备制造组: 王合绪
执业证书编号: S0890510120008
电话: 021 5012 2369
邮箱: wanghexu@cnhbstock.com
联系人: 毛雪梅
电话: 021-50122432

公司基本数据

总股本(万股)	830000.00
流通 A 股/B 股(万股)	255766.08/0.00
资产负债率(%)	74.80
每股净资产(元)	2.86
市净率(倍)	1.68
净资产收益率(加权)	6.63
12 个月内最高/最低价	9.69/4.55

股价走势图



相关研究报告

1《增发投向高速重载车辆》，2011.07.05

◎事项:

中国北车 8 月 25 日公布 2011 年上半年中报: 2011 年 1-6 月份, 公司实现营业收入 411.32 亿元, 同比增长 61.81%; 实现归属于母公司股东的净利润 16.04 亿元, 同比增长 145.03%; 基本每股收益 0.19 亿元。

◎主要观点:

◆利润增速超预期, 动车组贡献最大。中国北车 2011 上半年净利润大增 145.03%, 应该说已经超出市场预期。主要增长依然来自动车组, 动车组实现销售收入 114 亿元, 占比 27.62%, 同比增幅高达 189.91%。接下来是机车实现销售收入 91 亿元, 占比 22.10%; 而随着 “十二五” 规划的展开, 城轨业务有望提供新的利润空间。

◆拓展多元相关产业初见成效。中国北车在政策支持下进行产业延伸形成对现有业务的有益补充, 并为公司发展提供新的利润增长点。2011 年上半年其他业务板块实现收入 75.19 亿, 同比增长 91.29%, 增速仅次于客车板块。其他业务收入占总营业收入的比例, 也从 2009 年上半年的 15.46% 增长到 18.28%。

◆高铁降速拉低未来盈利预期。中国北车下属长客股份生产的 CRH380BL 型动车组被召回和暂停出厂。而在高铁事故频现, 铁路 “大跃进” 降温的情势下, 若国家未来大幅削减在铁路建设和城市轨道交通建设方面的投资, 则会给公司经营带来风险。高铁降速则直接影响到公司中期销售业绩, 下半年业绩可能难超上半年。

◆盈利预测与估值。正常年份公司的下半年业绩高于上半年, 但是今年由于高铁事故造成的高铁降速等的影响, 公司下半年可能会有部分订单难以按时交货, 所以下半年业绩可能低于上半年。我们预测, 中国北车在未来几年将保持稳定增长趋势。2011-2013 年摊薄后的每股收益分别为 0.32, 0.41, 0.50 元, 分别对应 18 倍, 14 倍, 11 倍市盈率, 给予 “持有” 评级。

	2009A	2010A	2010H	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	40515.92	62184.32		86436.21	109773.98	133924.3
同比增速(%)	16.72	53.48		39.00	27.00	22.00
净利润(百万)	1315.56	1909.09		3160.89	4110.66	5015.23
同比增速(%)	16.35	45.12		65.57	30.05	22.01
毛利率(%)	12.52	13.25		12.88	13.07	12.98
每股盈利(元)	0.16	0.23		0.32	0.41	0.50
ROE(%)	6.53	8.17		12.16	13.85	14.79
PE(倍)	0.00	0.00		17.70	13.61	11.15

正文目录

1. 中报业绩大增，综合毛利率提升	3
2. 拓展相关多元产业初见成效	3
3. 宏观政策变动风险	4
4. 盈利预测及估值	4

图表目录

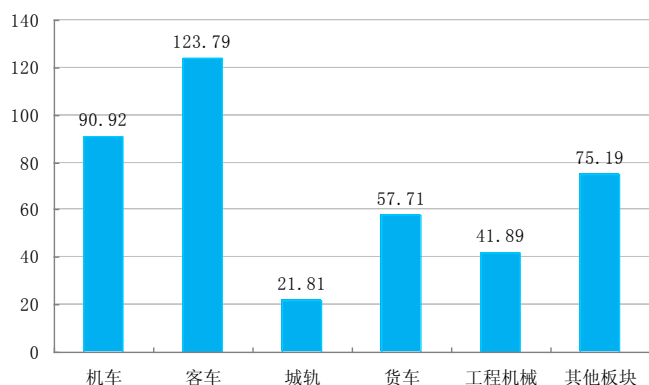
图 1 中国北车 2011 年 1-6 月份主要板块营业收入（亿元）	3
图 2 中国北车 2011 年 1-6 月份主要板块增长率（%）	3
图 3 中国北车其他业务板块营业收入（亿元）	4
图 4 中国北车主营收入构成（%）	4

（本报告共有图 4 张，表 0 张）

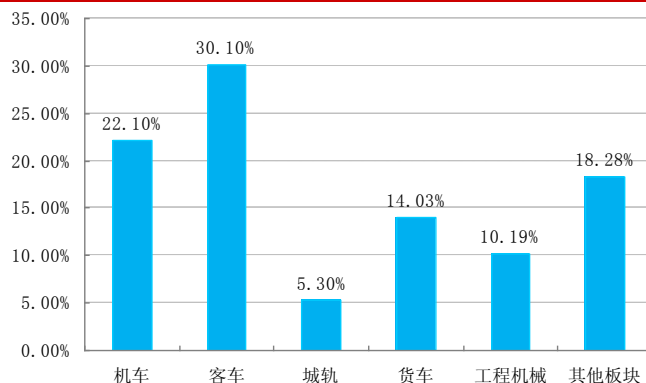
1. 中报业绩大增，综合毛利率提升

得益于中国轨道交通业的高速发展，中国北车 2011 年 1-6 月的经营业绩实现大幅度提升。2011 年上半年，公司营业收入 411.32 亿元，同比增长 61.81%；实现归属于母公司股东的净利润 16.04 亿元，同比增长 145.03%；基本每股收益 0.19 亿元。

图 1 中国北车 2011 年 1-6 月份主要板块营业收入（亿元）图 2 中国北车 2011 年 1-6 月份主要板块增长率（%）



资料来源：公司公告，华宝证券研究所整理



资料来源：公司公告，华宝证券研究所整理

营业收入的大幅增长主要源于三大板块——客车、机车和其他业务板块的贡献。三者在 2011 年上半年分别实现销售收入 123.79 亿元，90.92 亿元、75.19 亿元，同比增速分别达到了 30.10%，22.10%，18.28%。

主要增长依然来自动车组。中期各项业务中动车组依然是占比最大而且增幅最大的一块，动车组实现销售收入 114 亿元，占比 27.62%，同比增幅高达 189.91%。接下来是机车实现销售收入 91 亿元，占比 22.10%。

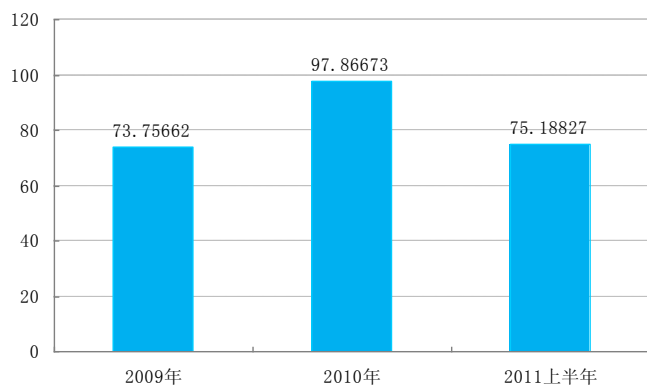
此外，收入结构的优化不仅提高了营业收入，也相应拉升了综合毛利率。毛利率从 2010 年上半年的 11.61% 上升到 12.35%，增加了 0.74 个百分点。再加上公司加强了对期间费用的控制，使得净利润实现了同比 122.33% 的增速达到 19.69 亿元。

2. 拓展相关多元产业初见成效

在我国铁路集装箱业务发展前景看好、煤机装备制造业进入快速发展轨道、物流产业成为政府重点扶持产业的大环境下，公司进行产业延伸是顺应政策形势之举，而且也对现有业务的有益补充，并带来了新的利润增长点，增强公司综合竞争力。

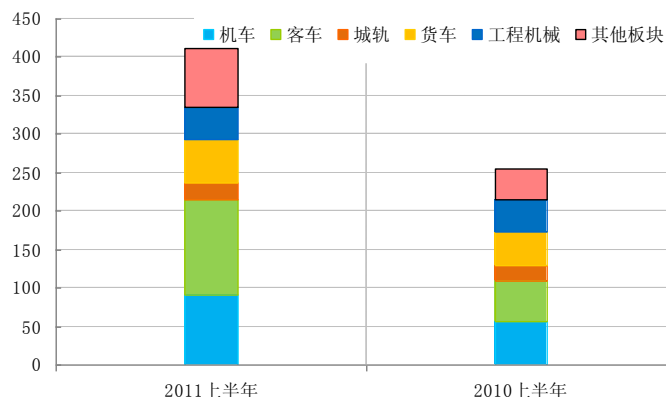
从公司主要营业收入板块的结构可以看出，由于拓展多元产业的效果明显，其他业务板块实现收入 75.19 亿，同比增长 91.29%，增速仅次于客车板块。其他业务收入占总营业收入的比例，也从 2009 年上半年的 15.46% 增长到 18.28%，在客车与机车业务后位列第三，为公司再添增长极。

图3 中国北车其他业务板块营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，华宝证券研究所整理

图4 中国北车主营收入构成（%）



资料来源：公司公告，华宝证券研究所整理

3.宏观政策变动风险

京沪高铁自开通以来的频频故障、甬温线的重大事故以及随之而来的汹汹舆情给中国铁路轨交业带来重重打击。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，被召回和暂停出厂。

此前长客股份与同属北车的唐山股份于 2009 年分别从铁道部获得了 70 列 CRH380BL 动车组订单，目前正处在交货期。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。

无论北车长客 CRH380BL 型动车组整改时间长短，均不排除运营初期的中国高铁发生其他车辆故障或控制问题的可能性。而随着铁路“大跃进”时代的终结，若国家未来在铁路建设和城市轨交方面的投资有重大削减，尤其是对机车、客车、货车和城轨车辆采购金额的重大下降，会给公司经营带来风险。

高铁降速则将直接影响公司的中短期销售业绩，京沪高铁降速之后，在线运营车辆将减少三分之一左右，公司未来订单可能会有部分的延迟和取消。

4.盈利预测及估值

正常年份公司的下半年业绩高于上半年，但是今年由于高铁事故造成的高铁降速等的影响，公司下半年可能会有部分订单难以按时交货，所以下半年业绩可能低于上半年。我们预测，中国北车在未来几年将保持稳定增长趋势。2011~2013 年摊薄后的每股收益分别为 0.32,0.41,0.50 元，分别对应 18 倍，14 倍，11 倍市盈率，给予“持有”评级。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	52667.94	91802.64	108723.13	141965.46
现金	5325.00	26387.30	32830.83	44909.65
应收账款	10859.48	24349.06	17842.74	35125.64
其它应收款	707.20	930.26	1038.29	1429.21
预付账款	9923.79	13151.76	16128.12	19609.23
存货	24441.23	25193.83	39277.44	38491.54
其他	1411.24	1790.42	1605.71	2400.19
非流动资产	27767.01	30672.40	35201.98	38438.66
长期投资	1299.24	1561.34	1828.22	2092.72
固定资产	13254.75	15839.18	18877.65	21334.60
无形资产	7125.67	7476.46	8054.35	8489.62
其他	6087.36	5795.42	6441.75	6521.72
资产总计	80434.95	122475.04	143925.11	180404.12
流动负债	51493.58	75082.53	76688.29	108447.15
短期借款	1457.87	2445.21	1951.54	2198.37
应付账款	17088.63	25979.78	26832.44	38729.17
其他	32947.08	46657.54	47904.31	67519.61
非流动负债	4111.86	2354.84	2080.37	2247.28
长期借款	22.37	77.76	102.74	119.92
其他	4089.50	2277.08	1977.63	2127.36
负债合计	55605.44	77437.37	78768.66	110694.43
少数股东权益	1223.43	1440.83	1711.98	2049.85
归属母公司股东权益	23606.08	26351.97	29919.65	34135.02
负债和股东权益	80434.95	105230.17	110400.29	146879.30

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	4317.84	9253.63	-2548.86	17280.98
净利润	2029.67	3378.29	4381.81	5353.10
折旧摊销	1151.41	1398.49	1738.35	2050.29
财务费用	384.18	214.57	-52.09	-191.10
投资损失	-137.27	-313.41	-225.34	-269.38
营运资金变动	838.60	4580.75	-8394.12	10339.33
其它	51.25	-5.06	2.53	-1.27
投资活动现金流	-9488.39	-3972.73	-6051.46	-5013.16
资本支出	5702.27	4974.09	4302.96	2952.05
长期投资	-445.08	-262.11	-266.88	-264.49
其他	-4231.19	739.25	-2015.38	-2325.60
筹资活动现金流	-1423.77	-1463.47	-1236.10	-189.00
短期借款	-1974.68	987.34	-493.67	246.83
长期借款	-897.72	55.39	24.98	17.18
其他	1448.63	-2506.21	-767.41	-453.02
现金净增加额	-6594.31	3817.43	-9836.42	12078.82

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	62184.32	86436.21	109773.98	133924.26
营业成本	53943.01	75299.50	95427.98	116545.59
营业税金及附加	179.06	241.13	311.17	376.62
营业费用	1109.47	1387.21	1860.15	2209.36
管理费用	4618.42	6050.53	7684.18	9374.70
财务费用	384.18	214.57	-52.09	-191.10
资产减值损失	84.54	63.56	114.98	119.38
公允价值变动收益	-41.13	0.00	0.00	0.00
投资净收益	137.27	313.41	225.34	269.38
营业利润	1961.79	3493.11	4652.96	5759.09
营业外收入	467.82	446.27	457.05	451.66
营业外支出	96.86	75.69	86.27	80.98
利润总额	2332.76	3863.69	5023.74	6129.77
所得税	303.09	485.40	641.93	776.67
净利润	2029.67	3378.29	4381.81	5353.10
少数股东损益	120.58	217.40	271.15	337.87
归属母公司净利润	1909.09	3160.89	4110.66	5015.23
EBITDA	3403.85	4871.70	5941.58	7051.49
EPS（元）	0.23	0.32	0.41	0.50

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	53.48%	39.00%	27.00%	22.00%
营业利润	58.40%	78.06%	33.20%	23.77%
归属母公司净利润	45.12%	65.57%	30.05%	22.01%
获利能力				
毛利率	13.25%	12.88%	13.07%	12.98%
净利率	3.26%	3.91%	3.99%	4.00%
ROE	8.17%	12.16%	13.85%	14.79%
ROIC	7.30%	9.74%	10.78%	11.31%
偿债能力				
资产负债率	69.13%	63.23%	54.73%	61.36%
净负债比率	6.20%	9.15%	6.59%	6.52%
流动比率	1.02	1.22	1.42	1.31
速动比率	0.55	0.89	0.91	0.95
营运能力				
总资产周转率	0.87	0.85	0.82	0.83
应收账款周转率	5.50	4.91	5.20	5.06
应付帐款周转率	3.73	3.50	3.61	3.56
每股指标(元)				
每股收益	0.23	0.32	0.41	0.50
每股经营现金	0.52	1.11	-0.31	2.08
每股净资产	2.99	2.79	3.17	3.63
估值比率				
P/E	0.00	17.70	13.61	11.15
P/B	0.00	2.12	1.87	1.64
EV/EBITDA	-0.26	9.67	6.76	4.09

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海
宋歌

021-5012 2086
138 1882 8414

北京
程楠

010-6708 5220
159 0139 1234

深圳
袁月

0755-3665 9385
158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。