

2011年10月31日

# 中国北车

## 第三季度净利润同比下滑13%

**买入**

**A**

601299.SS - 人民币 5.26

目标价格: 人民币 6.60 (▼6.90)

许民乐, CFA

(8621) 2032 8589

minle.xu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090247

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(26)	12	(8)	(6)
相对新华富时A50指数(%)	(17)	5	(3)	14

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	8,300
流通股(%)	31
流通股市值(人民币 百万)	13,534
3个月日均交易额(人民币 百万)	
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
北方机车车辆工业	61

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司  
 具备证券投资咨询业务资格

中国公司第三季度实现营业收入 230.49 亿元, 同比增长 55.51%, 归属于母公司所有者净利润实现 5.89 亿元, 同比减少 12.98%。前三季度营业收入实现 641.82 亿元, 比去年同期增长 59.49%, 净利润实现 21.93 亿元, 同比增长 64.68%, 实现每股收益 0.26 元。由于我国铁路高速重载发展方向没有变化, 公司的龙头地位也不可撼动, 基于对公司未来将获益于铁路高速、重载发展方向的判断, 我们按照 2012 年 20 倍预期市盈率, 及未考虑增发摊薄影响下每股收益预测 0.332 元, 我们将目标价由 6.90 元下调至 6.60 元, 维持买入评级。

### 季报要点

- 公司第三季度实现营业收入 230.49 亿元, 同比增长 55.51%, 归属于母公司所有者净利润实现 5.89 亿元, 同比减少 12.98%。前三季度营业收入实现 641.82 亿元, 比去年同期增长 59.49%, 净利润实现 21.93 亿元, 同比增长 64.68%, 实现每股收益 0.26 元。
- 公司三季度营收放缓, 主要由于铁路增速放缓, 建设期延长, 平滑了高毛利率动车组业务的增速。同时铁道系统资金紧张, 公司应收账款翻倍, 也给公司带来现金压力。
- 公司修改定增方案, 改为向全体股东 10 配 3, 同时修改募投项目及资金规划, 显示了公司在“后大跃进”时期的发展思路将转向检修服务。
- 召回的动车的多种故障原因均已找到, 现已进入整改阶段, 预计公司会承担部分检测费用, 具体结果将在年底前公布, 预计对公司业绩影响有限。

### 估值

- 考虑到高铁降速需求不振, 及未来建设减缓等因素, 我们调整 11-13 年每股收益预测, 在未考虑增发摊薄影响下, 预计 2011 年每股收益为 0.327 元, 2012 年为 0.332 元, 我们按照 2012 年 20 倍预期市盈率, 我们将目标价由 6.90 元下调至 6.60 元, 维持买入评级。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	40,516	62,184	78,069	90,767	107,492
变动(%)	17	53	26	16	18
净利润(人民币 百万)	1,316	1,991	2,717	2,755	3,163
全面摊薄每股收益(人民币)	0.159	0.240	0.327	0.332	0.381
变动(%)	(18.7)	51.4	36.5	1.4	14.8
先前预期摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.304	0.345	0.408
调整幅度(%)	-	-	7.9	(3.8)	(6.7)
核心每股收益(人民币)	0.120	0.205	0.296	0.301	0.350
变动(%)	(29.4)	71.5	44.3	1.5	16.3
市盈率(倍)	33.2	21.9	16.1	15.8	13.8
核心市盈率(倍)	43.9	25.6	17.7	17.5	15.0
每股现金流量(人民币)	0.11	0.11	0.17	0.05	0.02
价格/每股现金流量(倍)	47.2	48.2	31.1	110.9	346.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	32.0	16.0	9.4	9.0	10.4
每股股息(人民币)	0.004	0.004	0.082	0.083	0.095
股息率(%)	0.1	0.1	1.6	1.6	1.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**图表 2.2011 年前三季度业绩摘要**

(人民币, 百万)	2010 年 1-3 季度	2011 年 1-3 季度	同比变化(%)
营业收入	40,241.73	64,181.58	59.49
营业成本	(34,951.00)	(56,280.41)	61.03
营业税金及附加	(87.03)	(163.30)	87.65
销售费用	(584.28)	(831.83)	42.37
管理费用	(2,799.60)	(3,767.22)	34.56
财务费用	(212.53)	(821.70)	286.62
资产减值损失	(44.68)	(59.95)	34.18
公允价值变动净收益	2.31	2.17	(5.73)
投资净收益	65.52	263.80	302.66
<b>营业利润</b>	<b>1,630.43</b>	<b>2,523.15</b>	<b>54.75</b>
营业外收入	1,158.30	202.50	(82.52)
营业外支出	(1,076.90)	(26.18)	(97.57)
税前利润	1,711.83	2,699.47	57.69
所得税	(279.92)	(421.29)	50.50
净利润	1,431.91	2,278.18	59.10
少数股东损益	(100.33)	(85.39)	(14.90)
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>1,331.58</b>	<b>2,192.79</b>	<b>64.68</b>
<b>盈利能力 (%)</b>			<b>百分点变动</b>
毛利率	13.15	12.31	(0.84)
净利润率	3.31	3.42	0.11

资料来源: 公司数据

**图表 2.2011 年第三季度业绩摘要**

(人民币, 百万)	2010 年 3 季度	2011 年 3 季度	同比变化(%)
营业收入	14,821.97	23,049.13	55.51
营业成本	(12,540.10)	(20,334.88)	62.16
营业税金及附加	(28.28)	(57.49)	103.30
销售费用	(242.68)	(274.73)	13.21
管理费用	(1,169.63)	(1,351.88)	15.58
财务费用	(99.55)	(407.87)	309.72
资产减值损失	(24.73)	(16.44)	(33.54)
公允价值变动净收益	36.37	(47.35)	(230.20)
投资净收益	35.64	94.26	164.46
<b>营业利润</b>	<b>789.02</b>	<b>652.75</b>	<b>(17.27)</b>
营业外收入	371.33	85.60	(76.95)
营业外支出	(334.18)	(7.99)	(97.61)
税前利润	826.17	730.36	(11.60)
所得税	(113.07)	(118.86)	5.11
净利润	713.10	611.50	(14.25)
少数股东损益	(35.93)	(22.21)	(38.20)
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>677.16</b>	<b>589.29</b>	<b>(12.98)</b>
<b>盈利能力 (%)</b>			<b>百分点变动</b>
毛利率	15.40	11.78	(3.62)
净利润率	4.57	2.56	(2.01)

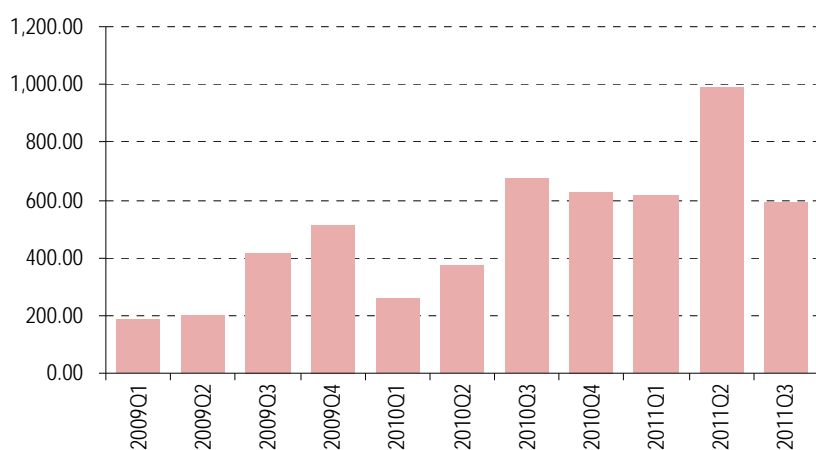
资料来源: 公司数据

## 公司业绩增速放缓

公司第三季度实现营业收入 230.49 亿元，同比增长 55.51%，归属于母公司所有者净利润实现 5.89 亿元，同比减少 12.98%。前三季度营业收入实现 641.82 亿元，比去年同期增长 59.49%，净利润实现 21.93 亿元，同比增长 64.68%，实现每股收益 0.26 元。前三季度毛利率 11.78%，并没像往年有上升趋势，而是从二季度的高位下降。

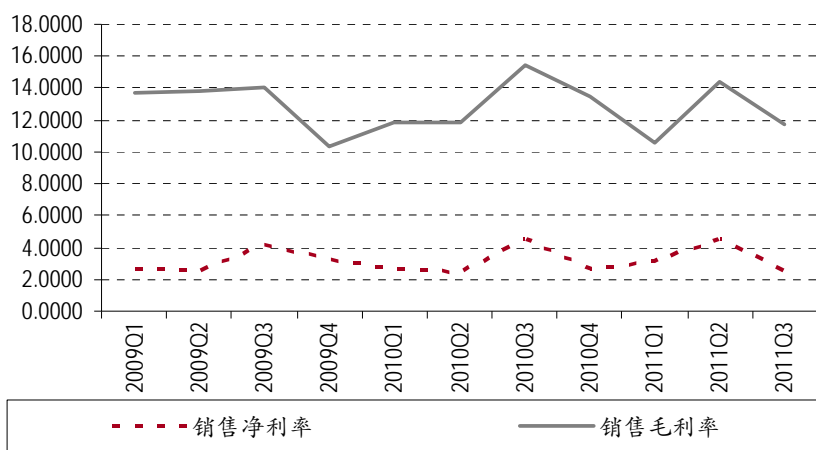
前三季度公司销售费用较上年同期增长 42.37%，主要是由于报告期内经营规模扩大、营业收入大幅增长带动销售费用增长所致；管理费用较上年同期增长 34.56%，主要是报告期内经营规模扩大和研发费用增加导致管理费用相应增加所致；财务费用较上年同期增加 286.62%，主要是报告期内经营规模扩大有息负债增加引起利息支出增加所致。公司应收账款同比增长 107%，主要由于铁路系统目前资金紧张，还款能力降低。

图表 4. 公司营业收入变动



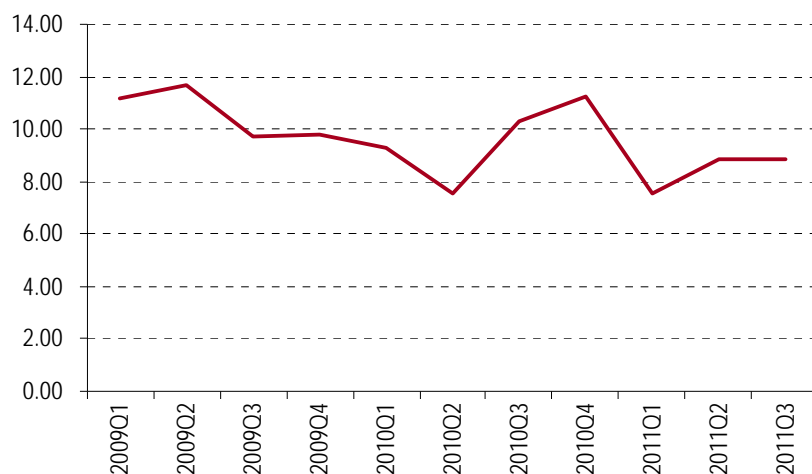
资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 5. 公司毛利率及净利润率变动



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 6. 公司应收账款变动



资料来源：公司数据、中银国际研究

### 增发方案变化，显示未来发展方向

公司 10 月 10 日公告终止非公开发行的议案，并通过一项配股方案。按照修改后的方案，公司将以截至 2011 年 6 月 30 日的总股本 83 亿股为基数，按照每 10 股配售不超过 3 股的比例向全体股东配售，预计可配股份数量总计不超过 24.9 亿股，拟募集资金总额不超过人民币 71 亿元。

公司五大募投项目除增资融资租赁公司外，募集资金投入额均有减少，与上一方案相比，共计减少 31.4 亿元。募集资金减少最多的是高铁车辆转变技术研发与体能改造项目，减少投资 16.6 亿元。在这一大类项目中，有四个项目被取消，分别为时速 350 公里动车组制造能力提升技术改造项目(6-8 列)、高速动车组试验线和制造能力提升技术改造项目(8-10 列)、车轴及轮对造修基地建设项目及投资设立上海北车高速动车组维保有限公司项目等。相关新增产能项目投资均有下降，同时高速动车组研发、检修及不锈钢车体制造项目投资均有加大。这一增一减显示了公司未来的发展思路。随着高铁建设热潮的减淡，新增产能显得并不急迫，反而对现有车辆的检修显得更加重要。

公司在大功率机车及重载快捷货运车辆装备技术研发与技术改造项目方面也有同样的变化，涉及新增产能的项目均有不同程度的减少募集资金投入金额。公司的“以租代销”、“以租促销”思路将为公司缓解资金压力，因此在其他募投项目投资金额均有下降的同时，增资融资租赁公司的项目却完全没受影响。

## 召回动车组履行交付手续

公司于8月12日发布公告宣布召回长客股份生产且已经投入运营的54大列CRH380BL型动车组，此前一天宣布暂停长客股份出厂17大列同型号动车组。此次召回在16日已全部完成，17日公司继续公告称所召回列车已进入故障排查阶段。据了解，动车召回并未开回原厂，而是铁路运营维护部门在各地动车整备所进行检测和排查，公司组织供应商参与检修。

此次召回对公司业绩的影响表现在检验检测等过程中的费用支付上。由于公司已召集各供应商一起参与检测及必要的换件，这对费用的分担将有帮助，同时这次召回的检查与动车运营的常规检修计费方式不一样。此次事件对公司的三季度业绩有一定的负面影响，但影响幅度有限。

公司已对召回车辆进行了普查整改，目前已完成各项整改事项，正在履行相关交付程序。预计在年底之前所有过程将有结果。

## 估值

考虑到高铁降速需求不振，及未来建设减缓等因素，我们调整11-13年每股收益预测，在未考虑增发摊薄影响下预计2011年及2012年每股收益分别为0.327元、0.332元，我们按照2012年20倍预期市盈率，我们将目标价由6.90元下调至6.60元，维持**买入**评级。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	40,516	62,184	78,069	90,767	107,492
销售成本	(35,445)	(53,943)	(67,242)	(78,741)	(93,261)
运营费用	(3,925)	(5,751)	(6,655)	(7,640)	(10,305)
息税折旧前利润	1,145	2,490	4,172	4,386	3,926
折旧与摊销	(28)	(156)	(965)	(1,145)	(64)
营业利润(息税前利润)	1,117	2,334	3,206	3,241	3,862
净利息收入(费用)	(364)	(384)	(504)	(622)	(738)
其它盈利/(亏损)	855	465	722	872	872
税前利润	1,609	2,415	3,424	3,491	3,996
所得税	(195)	(303)	(514)	(524)	(599)
少数股东损益	(98)	(121)	(193)	(212)	(233)
净利润	1,316	1,991	2,717	2,755	3,163
核心净利润	994	1,705	2,461	2,498	2,907
每股收益(人民币)	0.159	0.240	0.327	0.332	0.381
核心每股收益(人民币)	0.120	0.205	0.296	0.301	0.350
每股股息(人民币)	0.004	0.004	0.082	0.083	0.095
收入增长(%)	17	53	26	16	18
息税前利润增长(%)	(34)	109	37	1	19
息税折旧前利润增长(%)	(34)	117	68	5	(11)
每股收益增长(%)	(19)	51	36	1	15
核心每股收益增长(%)	(29)	71	44	2	16

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及等价物	11,197	5,206	6,965	6,868	5,944
应收帐款	12,586	11,537	17,534	22,743	30,036
库存	12,935	24,161	30,118	35,269	41,772
其它流动资产	7,255	10,464	12,865	14,913	17,500
流动资产合计	43,972	51,369	67,482	79,794	95,253
固定资产	11,962	16,366	16,882	17,031	17,069
无形资产	6,064	6,716	6,716	6,716	6,716
其它长期资产	1,343	2,711	1,639	1,156	1,156
长期资产合计	19,369	25,793	25,238	24,904	24,942
总资产	63,341	77,162	92,720	104,698	120,195
应付账款	31,338	40,950	51,203	59,775	70,794
短期债	3,533	1,298	1,238	1,238	1,188
其它流动负债	3,043	7,816	10,118	11,235	13,055
流动负债合计	37,913	50,064	62,559	72,248	85,036
长期债	920	22	42	42	42
其它长期负债	2,876	2,941	3,105	3,106	3,106
股本	8,300	8,300	8,300	8,300	8,300
资本公积	12,785	14,611	17,298	19,373	21,848
股东权益	21,085	22,911	25,598	27,673	30,148
少数股东权益	547	1,223	1,416	1,629	1,862
负债权益总计	63,341	77,162	92,720	104,698	120,195
每股账面价值(人民币)	2.54	2.76	3.08	3.33	3.63
每股有形资产(人民币)	1.81	1.95	2.27	2.52	2.82
净负债/(现金)(人民币)	(0.81)	(0.46)	(0.68)	(0.67)	(0.56)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	1,609	2,415	3,424	3,491	3,996
折旧与摊销	28	156	965	1,145	64
净利息费用	364	384	504	622	738
营运资本变动	(1,332)	(2,440)	(1,676)	(2,727)	(3,551)
支付所得税	0	0	0	0	0
其它经营现金流	256	391	(1,816)	(2,138)	(1,121)
经营活动产生的现金流	925	905	1,402	394	126
购建固定资产净额	(3,287)	(7,279)	(600)	(250)	(150)
投资减少/(增加)	(214)	50	0	0	0
其它投资现金流	356	81	1,525	1,053	570
投资活动产生的现金流	(3,144)	(7,148)	925	803	420
净股本增加	13,645	31	0	0	0
净负债增加	(1,800)	(3,322)	(40)	0	(50)
支付股息	(52)	(31)	(31)	(679)	(689)
其它筹资现金流	(677)	3,520	(498)	(614)	(731)
筹资活动产生的现金流	11,115	198	(569)	(1,294)	(1,470)
现金余额变动	8,896	(6,046)	1,758	(97)	(924)
年初现金	2,301	11,197	5,166	6,924	6,827
公司自由现金流	(2,218)	(6,030)	2,327	1,197	546
股权自由现金流	(4,381)	(9,736)	1,782	574	(242)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	2.8	4.0	5.3	4.8	3.7
息税前利润率	2.8	3.8	4.1	3.6	3.6
税前利润率	4.0	3.9	4.4	3.8	3.7
净利率	3.2	3.2	3.5	3.0	2.9
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1
利息覆盖倍数	3.1	6.1	6.4	5.2	5.2
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.8	0.5	0.6	0.6	0.6
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	33.2	21.9	16.1	15.8	13.8
核心业务市盈率	43.9	25.6	17.7	17.5	15.0
目标价对应核心业务市盈率	92.7	54.0	37.4	36.9	31.7
盈率					
市净率	2.1	1.9	1.7	1.6	1.4
价格/现金流	47.2	48.2	31.1	110.9	346.6
企业价值/息税折旧前利润	32.0	16.0	9.4	9.0	10.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	114.7	125.5	147.3	151.5	150.8
应收帐款周转天数	92.9	70.8	68.0	81.0	89.6
应付帐款周转天数	240.0	212.2	215.4	223.1	221.7
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	2.3	1.5	25.0	25.0	25.0
净资产收益率	9.4	9.1	11.2	10.3	10.9
资产收益率	1.9	2.9	3.2	2.8	2.9
已运用资本收益率	6.0	9.1	11.9	11.0	12.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371