

产品结构优化，下半年增速将回落

2011 年中报点评

报告关键点:

- 上半年净利润大幅增长145%，略超预期，增长动力主要来自动车组
- 下半年部分动车组召回使得公司业绩将受一定的负面影响
- 维持公司盈利预测以及买入-B的投资评级

报告摘要:

- 上半年业绩大幅增长，略超预期。2011 年上半年公司实现营业收入411亿元，同比增长近62%；实现归属于母公司股东的净利润16亿元，同比增长145%左右；实现每股收益0.19元，略超我们预期。
- 动车组及机车的交付量超预期，产品结构优化明显。今年上半年公司机车收入同比增长59%、动车组同比增长190%，尤其是动车组的交付量略超预期。这使得公司上半年动车组产品的占比近28%（去年这一占比为15%左右）。我们认为随着量产的开始，动车组是公司铁路整车产品中毛利率最高的，其占比的上升有利于公司综合毛利率的提升（上半年公司综合毛利率比去年同期上升0.8个百分点）。公司目前在手订单仍超1000亿元，其中动车组近500亿元，我们预计未来两年公司动车组产品的收入占比将维持在25%左右，是公司盈利的重要来源之一，综合毛利率也将维持在13.5%以上。
- 下半年部分动车组召回使得公司下半年的业绩将受一定的负面影响。我们认为前期公司召回部分动车组检修发生的费用将根据情况计入销售成本或销售费用（其中需更换的零部件由各自的问题产商负责），这将影响到公司今年下半年的业绩；其次，公司已经暂停长客股份CRH380BL型动车组的交货（原本今年还需交付17大列），由于目前铁道部加强了对新车的验收，我们预计即使公司能基本如期交付，但最终收入确认仍然很可能会受此影响。因此预计今年下半年公司动车组业务收入虽将高于上半年，但仍将低于年初计划（预计该产品全年收入增速将略高于100%），其盈利能力可能会低于上半年。此外，受此影响，今年新的动车组订单也将再往后延期。
- 维持公司盈利预测以及买入-B的投资评级。公司负债增加，财务费用增长较快，但再融资受此次事件的影响而推后，短期内调整实施的可能性不大。我们预计公司未来三年的每股收益分别为0.33元、0.40元和0.47元，净利润的复合增长率为27%左右。按2011年20倍估值水平计算，公司合理股价约在6.7元左右。我们认为这一估值水平已充分反映明年行业增速下降的预期，因此公司目前股价存在低估，我们维持买入-B评级。
- 风险提示：动车组检修费用超预期；再融资进程调整；今年铁道部招标低于预期；出口市场的开拓存在不确定性。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	40,515.9	62,184.3	81,346.6	92,549.6	102,719.8
Growth(%)	16.7%	53.5%	30.8%	13.8%	11.0%
净利润	1,315.6	1,909.1	2,719.4	3,291.0	3,939.7
Growth(%)	16.3%	45.1%	42.4%	21.0%	19.7%
毛利率(%)	12.5%	13.3%	13.7%	13.8%	13.8%
净利润率(%)	3.2%	3.1%	3.3%	3.6%	3.8%
每股收益(元)	0.16	0.23	0.33	0.40	0.47
每股净资产(元)	2.61	2.91	3.19	3.53	3.93
市盈率	29.9	20.6	14.5	12.0	10.0
市净率	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2
净资产收益率(%)	6.5%	8.4%	10.9%	11.9%	12.8%
ROIC(%)	22.0%	16.8%	19.2%	14.9%	16.8%
EV/EBITDA	13.6	10.6	7.8	6.0	4.4
股息收益率	0.6%	0.4%	1.4%	1.7%	2.0%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:

买入-B

上次评级: 买入-B

目标价格:

6.70 元

期限: 12 个月 上次预测: 7.20 元

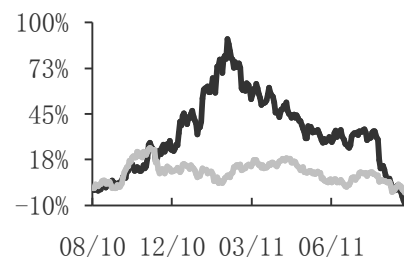
现价 (2011 年 08 月 25 日): 4.74 元

报告日期:

2011-08-26

总市值(百万元)	39,342.00
流通市值(百万元)	12,123.31
总股本(百万股)	8,300.00
流通股本(百万股)	2,557.66
12 个月最低/最高	4.55/9.69 元
十大流通股东(%)	10.43%
股东户数	325,584

12 个月股价表现



中国北车 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(17.02)	(24.38)	(7.47)
绝对收益	(19.19)	(27.27)	(5.33)

林晟

 0755-82558022
 执业证书编号

张仲杰

 021-68767839
 执业证书编号

行业分析师

 linsheng@essence.com.cn
 S1450511020006

高级行业分析师

 zhangzj@essence.com.cn
 S1450511020002

前期研究成果

中国北车：今年业绩受一定影响，增发可能延后

2011-08-12

中国北车：货车产品打开欧洲市场

2011-06-14

中国北车：业绩符合预期，今年仍将较快增长

2011-04-10

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-8-25		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
利润表						成长性						
营业收入	40,515.9	62,184.3	81,346.6	92,549.6	102,719.8	营业收入增长率	16.7%	53.5%	30.8%	13.8%	11.0%	
减: 营业成本	35,445.1	53,943.0	70,175.2	79,782.8	88,549.1	营业利润增长率	2.8%	58.4%	55.9%	22.7%	21.0%	
营业税费	109.4	179.1	244.0	277.6	308.2	净利润增长率	16.3%	45.1%	42.4%	21.0%	19.7%	
销售费用	577.6	1,109.5	1,382.9	1,388.2	1,335.4	EBITDA 增长率	-3.9%	37.1%	66.7%	23.2%	15.0%	
管理费用	3,266.5	4,618.4	5,694.3	6,478.5	7,190.4	EBIT 增长率	-11.0%	46.4%	64.4%	20.6%	14.8%	
财务费用	363.9	384.2	800.0	900.0	800.0	NOPLAT 增长率	-4.9%	35.8%	48.0%	19.4%	14.1%	
资产减值损失	4.5	84.5	92.7	49.5	74.9	投资资本增长率	77.6%	29.5%	54.0%	1.2%	-10.7%	
加: 公允价值变动收益	-	-41.1	0.1	-	-	净资产增长率	195.6%	11.6%	9.6%	10.7%	11.6%	
投资和汇兑收益	489.5	137.3	100.0	80.0	80.0							
营业利润	1,238.5	1,961.8	3,057.7	3,752.9	4,542.0	利润率						
加: 营业外净收支	370.2	371.0	250.0	250.0	250.0	毛利率	12.5%	13.3%	13.7%	13.8%	13.8%	
利润总额	1,608.7	2,332.8	3,307.7	4,002.9	4,792.0	营业利润率	3.1%	3.2%	3.8%	4.1%	4.4%	
减: 所得税	195.2	303.1	430.0	520.4	623.0	净利润率	3.2%	3.1%	3.3%	3.6%	3.8%	
净利润	1,315.6	1,909.1	2,719.4	3,291.0	3,939.7	EBITDA/营业收入	5.9%	5.3%	6.8%	7.3%	7.6%	
资产负债表						EBIT/营业收入	4.0%	3.8%	4.7%	5.0%	5.2%	
货币资金	11,363.0	5,252.9	6,507.7	9,882.8	17,171.8	运营效率						
交易性金融资产	-	40.0	40.0	40.0	40.0	固定资产周转天数	78	61	71	92	100	
应收账款	12,116.0	10,934.7	23,377.7	26,597.2	29,520.0	流动营业资本周转天数	-35	-14	-5	-5	-23	
应收票据	469.9	602.8	1,114.3	1,267.8	1,407.1	流动资产周转天数	304	276	267	300	332	
预付账款	6,647.8	9,609.3	14,521.6	20,106.4	26,304.8	应收账款周转天数	83	64	72	93	94	
存货	12,934.5	24,161.5	22,840.6	25,967.7	28,820.9	存货周转天数	102	109	105	96	97	
其他流动资产	440.5	768.0	917.3	1,141.3	1,344.7	总资产周转天数	465	407	395	434	466	
可供出售金融资产	75.4	219.8	200.0	200.0	200.0	投资资本周转天数	100	95	104	112	96	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	854.2	1,187.1	1,200.0	1,200.0	1,200.0	ROE	6.5%	8.4%	10.9%	11.9%	12.8%	
投资性房地产	81.0	97.5	100.0	100.0	100.0	ROA	2.2%	2.6%	2.8%	2.9%	2.9%	
固定资产	9,335.2	11,805.0	20,343.1	26,717.1	30,266.6	ROIC	22.0%	16.8%	19.2%	14.9%	16.8%	
在建工程	2,098.2	3,895.4	2,337.2	1,402.3	841.4	费用率						
无形资产	6,064.5	6,716.2	6,268.6	5,850.7	5,460.8	销售费用率	1.4%	1.8%	1.7%	1.5%	1.3%	
其他非流动资产	854.2	1,863.4	1,568.2	1,408.5	1,312.7	管理费用率	8.1%	7.4%	7.0%	7.0%	7.0%	
资产总额	63,341.1	77,162.2	101,342.3	121,887.9	143,996.8	财务费用率	0.9%	0.6%	1.0%	1.0%	0.8%	
短期债务	3,432.5	1,237.9	3,517.3	3,517.3	3,517.3	三费/营业收入	10.4%	9.8%	9.7%	9.5%	9.1%	
应付账款	13,283.3	18,115.3	26,147.5	29,727.3	32,993.6	偿债能力						
应付票据	5,120.9	6,849.4	8,651.7	9,836.2	10,917.0	资产负债率	65.8%	68.7%	73.9%	76.0%	77.3%	
其他流动负债	15,688.5	19,222.0	30,433.8	43,390.7	57,771.5	负债权益比	192.8%	219.7%	283.2%	316.4%	341.0%	
长期借款	920.1	22.4	22.4	22.4	22.4	流动比率	1.16	1.03	0.96	0.95	0.97	
其他非流动负债	2,876.0	2,940.9	2,941.3	2,941.3	2,941.3	速动比率	0.81	0.54	0.64	0.66	0.70	
负债总额	41,709.5	53,027.7	74,893.8	92,615.1	111,342.9	利息保障倍数	4.40	6.11	4.82	5.17	6.68	
少数股东权益	546.5	1,223.4	1,381.7	1,573.2	1,802.5	分红指标						
股本	8,300.0	8,300.0	8,300.0	8,300.0	8,300.0	DPS(元)	0.03	0.02	0.07	0.08	0.09	
留存收益	12,785.0	14,611.1	16,766.8	19,399.6	22,551.4	分红比率	18.7%	8.7%	20.0%	20.0%	20.0%	
股东权益	21,631.6	24,134.5	26,448.5	29,272.8	32,653.9	股息收益率	0.6%	0.4%	1.4%	1.7%	2.0%	
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	1,413.5	2,029.7	2,719.4	3,291.0	3,939.7	EPS(元)	0.16	0.23	0.33	0.40	0.47	
加: 折旧和摊销	967.8	1,151.4	1,641.0	2,123.8	2,454.2	BVPS(元)	2.61	2.91	3.19	3.53	3.93	
资产减值准备	4.5	84.5	92.7	49.5	74.9	PE(X)	29.9	20.6	14.5	12.0	10.0	
公允价值变动损失	-	41.1	0.1	-	-	PB(X)	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2	
财务费用	634.8	362.5	170.6	800.0	900.0	P/FCF	-9.7	-7.2	-7.7	13.4	5.6	
投资收益	-489.5	-137.3	-100.0	-80.0	-80.0	P/S	1.0	0.6	0.5	0.4	0.4	
少数股东损益	98.0	120.6	158.3	191.5	229.3	EV/EBITDA	13.6	10.6	7.8	6.0	4.4	
营运资金的变动	-4,111.1	872.4	4,143.7	5,377.5	6,379.0	CAGR(%)	35.1%	27.1%	24.6%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	925.0	904.9	9,455.2	11,853.4	13,797.1	PEG	0.9	0.8	0.6	-0.1	-0.1	
投资活动产生现金流量	-3,144.4	-7,148.1	-7,659.2	-6,920.1	-4,920.1	ROIC/WACC	2.3	1.8	2.0	1.6	1.8	
融资活动产生现金流量	11,115.4	197.6	855.8	-1,558.2	-1,587.9	REP	1.0	1.1	0.7	0.9	0.8	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

林晟，CFA，机械行业分析师。毕业于厦门大学，经济学硕士。2006 年加盟安信证券研究中心。所在小组曾获第一届中国证券分析师金牛奖第五名，并入围第四届卖方分析师水晶球奖。

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

林晟、张仲杰分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034