中国北车（601299）
增持/维持评级
股价：RMB4.32

分析师
王轶铭
SAC 执业证书编号:S1000511060003
(0755) 8212 5086
wangyiming@mail.htlhsc.com.cn

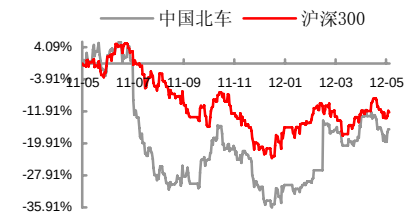
徐才华
SAC 执业证书编号:s1000511080002
010-68085588-673
xucaihua@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本（百万股）	10,320
流通 A 股（百万股）	3,142
流通 B 股（百万股）	0
可转债（百万元）	
流通 A 股市值（百万元）	13,573

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

中国北车（601299）股权激励：

彰显管理层信心，行权价提供安全边际

- **事件：**公司公告股权激励草案。计划向 343 名公司高管、核心人员授予股票期权，2012 年首次授予股票期权总数为 8603.7 万股，占公司目前股本（103.2 亿股）的 0.83%。
- **规模小，成本低，授予人分散。**按照相关政策，国有控股授予数量不超过总股本 1%。本次授予人较多，且授予数量较平均。高管授予在 30-40 万股，激励力度有限。授予成本约 1.08 亿元，每年摊销约 2700 万元，相当于 2011 年净利润不足 1%，对公司业绩几无影响。
- **行权价较高，体现管理层信心。**2011 年业绩已达首次授予条件。行权限制期为两年，期间利润须不低于前三年平均。行权分三年，每年执行 1/3；每批行权年的收入增速须高于 15%，ROE 须高于 10.5%，11%和 11.5%。行权标准合理，按公司目前正常的发展趋势就能达到。授予价格为 3.34 元，与目前市价接近，激励对象利益有限。未来股价大幅上涨，授予对象才有实际利益，也表明公司管理层对未来发展的信心。
- **高铁建设稳步推进。**依据铁道部“保在建”的大方针，目前高铁建设推进正常。291 公里的汉宜高铁有望在年中通车。但由于加强了安全保障措施，施工进度和联调联试进度更加谨慎，进度进一步加快的可能性不大。
- **地方政府将参与更多线路建设。**国务院常务会议要求加快铁路等重大项目建设。铁道部资金面有所缓解，但未来进一步扩大负债的意向不高。在“四纵四横”骨干网完成之后，铁道部将逐渐把区域高铁建设的主导权转交地方政府。未来高铁建设进度更依赖于地方政府的资金实力和意向。整体铁路建设也将稳步推进，跃进式发展不会再现。
- **维持“增持”评级。**年中铁道部招标、高铁通车等事件有望成为催化剂。管理层对公司发展抱有信心，行权价能够作为安全边际。维持 2012-2014 年 EPS 为 0.34、0.39 和 0.44 元/股的预测。对应当前 PE 为 12.7、11.1 和 9.8 倍。按照 15-20 倍估值，合理价值为 5.1-6.8 元。维持“推荐”评级。
- **风险提示。**高铁通车进度低于预期。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	89353.2	110695.0	129753.0	145210.0
(+/-%)	43.7	23.9	17.2	11.9
归属母公司净利润(百万元)	2985.2	3505.0	4039.0	4610.0
(+/-%)	56.4	17.4	15.2	14.1
EPS(元)	0.29	0.34	0.39	0.44
P/E(倍)	14.9	12.7	11.1	9.8

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表 单位: 百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	63139	79217	86738	95614
现金	6038	9963	11678	13069
应收账款	15929	18818	19463	21055
其他应收款	674	775	779	871
预付账款	7582	9227	10167	11410
存货	31054	38446	42362	46909
其他流动资产	1862	1988	2290	2299
非流动资产	34121	37472	41214	43658
长期投资	1816	1500	1600	1700
固定资产	15418	20816	24233	26016
无形资产	8033	8033	8033	8033
其他非流动资	8854	7122	7347	7909
资产总计	97260	11668	12795	13927
流动负债	65254	73490	79930	87077
短期借款	10111	13432	10759	7857
应付账款	22686	26912	30501	35499
其他流动负债	32457	33145	38670	43721
非流动负债	5714	6489	7077	7223
长期借款	220	220	220	220
其他非流动负	5494	6270	6857	7003
负债合计	70967	79979	87006	94300
少数股东权益	1323	1494	1691	1916
股本	8300	10375	10375	10375
资本公积	10860	15527	15527	15527
留存收益	5809	9314	13353	17155
归属母公司股	24969	35216	39254	43056
负债和股东权	97260	11668	12795	13927

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金	-2515	83	11007	10469
净利润	3105	3676	4236	4835
折旧摊销	1453	1749	2258	2656
财务费用	1225	929	941	710
投资损失	-239	-287	-344	-413
营运资金变动	-7901	-7098	3330	2636
其他经营现金	-157	1114	587	46
投资活动现金	-8772	-5091	-5658	-4689
资本支出	7568	5500	5700	4800
长期投资	-455	-319	100	100
其他投资现金	-1659	90	142	211
筹资活动现金	11965	8933	-3634	-4389
短期借款	8873	3322	-2674	-2902
长期借款	197	0	0	0
普通股增加	0	2075	0	0
资本公积增加	-165	4667	0	0
其他筹资现金	3060	-1130	-961	-1487
现金净增加额	650	3925	1715	1391

利润表 单位: 百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	89353	110695	129753	145210
营业成本	77349	96116	112967	12678
营业税金及附加	298	365	428	479
营业费用	1468	1993	2336	2614
管理费用	5847	7749	9083	10165
财务费用	1225	929	941	710
资产减值损失	252	200	200	200
公允价值变动收	31	0	0	0
投资净收益	239	287	344	413
营业利润	3183	3631	4144	4674
营业外收入	577	693	832	998
营业外支出	147	50	50	50
利润总额	3614	4274	4925	5622
所得税	509	598	690	787
净利润	3105	3676	4236	4835
少数股东损益	120	171	197	225
归属母公司净利	2985	3505	4039	4610
EBITDA	5862	6309	7342	8039
EPS（元）	0.36	0.34	0.39	0.44

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	43.7%	23.9%	17.2%	11.9%
营业利润	62.3%	14.1%	14.1%	12.8%
归属母公司净利	56.4%	17.4%	15.2%	14.1%
获利能力				
毛利率(%)	13.4%	13.2%	12.9%	12.7%
净利率(%)	3.3%	3.2%	3.1%	3.2%
ROE(%)	12.0%	10.0%	10.3%	10.7%
ROIC(%)	11.8%	9.1%	10.1%	10.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	73.0%	68.5%	68.0%	67.7%
净负债比率(%)	14.73	17.24	12.73	8.67%
流动比率	0.97	1.08	1.09	1.10
速动比率	0.49	0.55	0.56	0.56
营运能力				
总资产周转率	1.02	1.03	1.06	1.09
应收账款周转率	7	6	7	7
应付账款周转率	3.95	3.88	3.94	3.84
每股指标（元）				
每股收益(最新	0.36	0.34	0.39	0.44
每股经营现金流	-0.24	0.01	1.06	1.01
每股净资产(最	2.41	3.39	3.78	4.15
估值比率				
P/E	14.9	12.7	11.1	9.8
P/B	1.71	1.21	1.09	0.99
EV/EBITDA	8	7	6	6

数据来源：华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段	报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数	沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买　入	股价超越基准 20%以上
增　持	股价超越基准 10%-20%
中　性	股价相对基准波动在 ± 10% 之间
减　持	股价弱于基准 10%-20%
卖　出	股价弱于基准 20%以上

行业评级

增　持	行业股票指数超越基准
中　性	行业股票指数基本与基准持平
减　持	行业股票指数明显弱于基准

深　圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码：518048

电　　话：86 755 8249 3932

传　　真：86 755 8249 2062

电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上　海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码：200120

电　　话：86 21 5010 6028

传　　真：86 21 6849 8501

电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责申明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012 年 华泰联合证券有限责任公司