



**买入**

**14% ↑**

目标价格:人民币 3.90

原目标价格:人民币 5.10

601299.CH

价格:人民币 3.42

目标价格基础: 13 倍 2012 年市盈率

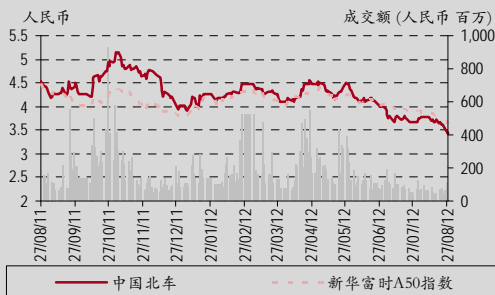
板块评级: 增持

# 中国北车

## 机车、动车收入明显下滑, 净利润微幅上升

公司 2012 年上半年实现营业收入 428.45 亿元, 较上年同期增长 4.16%, 实现归属于母公司所有者净利润 165.67 亿元, 全面摊薄每股收益 0.16 元, 较上年同期增长 3.32%。受大功率机车与动车组交付推迟的影响, 公司上半年收入增长不达预期。在全面开展管理提升、控制成本以及逐步改善内部配套的影响下, 公司上半年综合毛利率较去年同期上升 1.29 个百分点, 达到 13.65%。我们将对公司 2012-14 年全面摊薄每股收益的预测分别下调为 0.30、0.31、0.34 元, 对应 13 倍 12 年市盈率, 我们将目标价从 5.10 元下调至 3.90 元, 维持买入评级。

### 股价表现



(%)	今年至	1	3	12
	今	个月	个月	个月
绝对	(12)	(6)	(24)	(24)
相对新华富时 A50 指数	(8)	(1)	(10)	(6)

发行股数(百万)	10,320
流通股(%)	30
流通股市值(人民币 百万)	10,730
3 个月日均交易额(人民币 百万)	173
净负债比率(%) (2012E)	7
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  
以 2012 年 8 月 27 日收市价为标准

### 支撑评级的要点

- 受到大功率机车交付率下降的影响, 上半年公司机车实现收入 79.07 亿元, 同比下滑 13.03%。现全国已完成 600 台左右机车招标, 预计下半年全国还将有 400 台左右订单, 全年总计 1,000 台, 且将在未来几年内维持这一订单水平。
- 上半年动车组仅实现收入 95.37 亿元, 同比下滑 16.1%, 铁路通行计划以及动车组招标的延迟已经影响到公司动车组的交付计划。
- 普通客车、城轨地铁、货车与工程机械上半年分别实现收入 19.46 亿元、33.53 亿元、75.53 亿元、51.05 亿元, 同比分别增长 91%、53.71%、30.88%、21.86%。
- 在手订单 750 亿元, 除部分城轨地铁和动车交付将延迟至明年外, 今年下半年将有 500 亿订单交付, 支撑全年收入利润小幅增长。
- 全年铁路计划投资已提升至 6,100 亿元, 其中铁路基础建设投资 4,960 亿元, 铁路设备与通信系统投资 1,140 亿元, 在“十二五”规划不变的情况下, 未来几年仍有增长空间。

### 评级面临的主要风险

- 国内铁路相关政策变动的风险。

### 估值

- 由于大功率机车与动车组交付计划的推迟, 公司上半年收入增长不达预期, 根据公司现有在手订单来看, 全年收入与净利润将有微幅增长, 而明年的收入情况仍取决于动车组招标重启带来的新订单。在“保在建”的政策引导下, 未来市场仍有增长空间。我们将 2012-14 年全面摊薄每股收益预测分别下调为 0.30、0.31、0.34 元, 对应 13 倍 12 年市盈率, 我们将目标价从 5.10 元下调至 3.90 元, 维持买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	62,184	89,353	93,199	98,266	106,631
变动(%)	53	44	4	5	9
净利润(人民币 百万)	1,991	2,985	3,094	3,218	3,488
全面摊薄每股收益(人民币)	0.240	0.360	0.300	0.312	0.338
变动(%)	57.4	49.9	(16.6)	4.0	8.4
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.343	0.420	0.542
调整幅度(%)	-	-	(12.5)	(25.7)	(37.6)
核心每股收益(人民币)	0.205	0.338	0.279	0.291	0.317
变动(%)	71.5	64.6	(17.4)	4.3	9.0
全面摊薄市盈率(倍)	14.3	9.5	11.4	11.0	10.1
核心市盈率(倍)	16.6	10.1	12.3	11.7	10.8
每股现金流量(人民币)	0.11	(0.30)	(0.19)	0.12	0.05
价格/每股现金流量(倍)	31.4	(11.3)	(18.4)	28.0	62.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.9	6.1	6.3	5.9	7.2
每股股息(人民币)	0.050	0.062	0.075	0.078	0.084
股息率(%)	1.5	1.8	2.2	2.3	2.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

工业: 机械

许民乐, CFA

(8621) 2032 8589

minle.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120009

\* 闵琳佳为本报告重要贡献者

## 2012 年上半年经营业绩分析

公司 2012 年上半年实现营业收入 428.45 亿元，较上年同期增长 4.16%，实现归属于母公司所有者净利润 165.67 亿元，全面摊薄每股收益 0.16 元，较上年同期增长 3.32%。受大功率机车与动车组交付推迟的影响，公司上半年收入增长不达预期。在全面开展管理提升、控制成本以及逐步改善内部配套的影响下，公司上半年综合毛利率较去年同期上升 1.29 个百分点，达到 13.65%。

图表 1. 2011 年业绩摘要(持续经营项目经调整后)

(人民币, 百万)	2011 年上半年	2012 年上半年	同比变动%
营业收入	41,132.45	42,845.23	4.16
营业成本	35,945.53	36,812.81	2.41
营业税金及附加	105.82	185.51	75.31
销售费用	557.09	830.56	49.09
管理费用	2,415.34	2,649.27	9.69
财务费用	413.83	474.62	14.69
资产减值损失	43.52	42.11	(3.24)
公允价值变动净收益	(49.53)	0.72	(101.45)
投资净收益	169.55	111.11	(34.47)
营业利润	1,870.40	1,960.73	4.83
营业外收入	116.90	154.24	31.94
营业外支出	18.19	32.69	79.71
税前利润	1,969.11	2,082.28	5.75
所得税	302.44	357.24	18.12
净利润	1,666.68	1,725.05	3.50
少数股东损益	63.18	68.31	8.12
归属于母公司所有者的净利润	1,603.50	1,656.74	3.32
<b>主要比率(%)</b>			
			<b>百分比变动</b>
毛利率	12.35	13.65	1.29
净利率	3.90	3.87	(0.03)

资料来源：公司公告、中银国际研究

## 机车、动车收入下滑

根据公司分产品收入披露，上半年除机车、动车组收入出现大幅下滑外，其他产品收入均有增长。具体而言，受到大功率机车交付率下降的影响，上半年公司机车实现收入 79.07 亿元，同比下滑 13.03%。机车招标方面，全国已完成 600 台左右机车订单，其中 176 台来自公开招标，其余均来自议标，预计下半年全国还将有 400 台左右订单，全年订单总计达到 1,000 台水平，且将在未来几年内维持这一订单水平。动车组方面，自去年最后一次招标以来，今年动车组招标仍迟迟为开始，且至今为止仍未看到招标时间安排。上半年动车组仅实现收入 95.37 亿元，同比下滑 16.1%，可见高速铁路通行计划以及动车组招标的延迟已经影响到公司动车组的交付计划。

除机车与动车组外，其他产品上半年交付情况良好。上半年公司承接城轨地铁订单尤其是出口订单交付大幅增长，致使城轨地铁上半年实现收入 33.53 亿元，同比增长 53.71%。货车方面，公司抓住国际铁路货车需求复苏奇迹，货车出口订单大幅增加，因此上半年货车实现收入 75.53 亿元，同比增长 30.88%。国内今年货车目标招标量达到 4 万辆，上半年已经招标完成 2.5 万辆，预计下半年 1.5 万辆招标仍将得到实现。客车方面，除去动车组的普通客车上半年实现收入 19.46 亿元，同比增长 91%。工程机械类产品自去年下半年从单纯围绕铁路建设产品向非铁路建设类产品延伸，因此今年上半年较去年同期也获得了 21.86% 的增长，实现收入 51.05 亿元。但是在宏观经济疲软、工程机械行业整体需求明显下滑的背景下，事实上今年上半年的收入较去年下半年环比出现一定下滑，下滑幅度达到 2.7%。

### 在手订单支持全年收入、利润微幅增长

目前，公司持有在手订单 750 亿元，粗略分布如下：机车 80 亿元、客车 45 亿元、动车 300 亿元、货车 50 亿元、城轨地铁 155 亿元，其他产品 120 亿元。预计在手订单中 500 亿将于年内交付，另有 250 亿元的城轨地铁及动车组订单将延迟至明年交付。其中，动车组订单基本在明年上半年将交付完毕，因此动车组招标的启动对公司明年动车业务收入有着至关重要的作用。若动车组招标迟迟不展开，对公司明年动车组销售影响更为严重。根据下半年 500 亿左右的收入计算，全年公司销售收入较去年将有微幅增长。在公司成本、费用控制良好的基础上，预计净利润全年也将有小幅增长。明年收入情况则很大程度上依赖于动车组招标带来的新接订单。

### 铁路计划投资再度提升，市场仍有增长空间

年初，铁路计划投资总额为 5,000 亿元，其中铁路基础建设投资 4,000 亿元，铁路设备与通信系统投资 1,000 亿元。此后，计划投资额度不断提升，根据最新信息，今年全年铁路计划投资将达到 6,100 亿元，其中铁路基础建设投资 4,960 亿元，较年初计划提高 24%，铁路设备与通信系统投资 1,140 亿元，较年初计划投资提高 14%。虽然受到去年动车事故影响，铁路投资有所放缓，但长期来看，“十二五”与铁路中长期发展目标未有改变，“十二五”期间 2.8 万亿的投资总额也未出现调整，未来仍有增长空间。

### 估值

由于大功率机车与动车组交付计划的推迟，公司上半年收入增长不达预期，根据公司现有在手订单来看，全年收入与净利润将有微幅增长，而明年的收入情况仍取决于动车组招标重启带来的新订单。在“保在建”的政策引导下，未来市场仍有增长空间。我们预测公司 2012-14 年全面摊薄每股收益分别为 0.30、0.31、0.34 元，对应 13 倍 12 年市盈率，我们将目标价从 5.10 元下调至 3.90 元，维持 **买入** 评级。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	62,184	89,353	93,199	98,266	106,631
销售成本	(53,943)	(77,349)	(80,416)	(84,697)	(91,763)
经营费用	(5,751)	(6,648)	(6,834)	(6,969)	(9,161)
息税折旧前利润	2,490	5,356	5,949	6,601	5,706
折旧及摊销	(156)	(965)	(1,145)	(1,451)	(96)
经营利润(息税前利润)	2,334	4,391	4,804	5,151	5,610
净利息收入/(费用)	(384)	(1,225)	(1,420)	(1,617)	(1,765)
其他收益/(损失)	465	448	481	501	531
税前利润	2,415	3,614	3,866	4,034	4,376
所得税	(303)	(509)	(580)	(605)	(656)
少数股东权益	(121)	(120)	(192)	(211)	(232)
净利润	1,991	2,985	3,094	3,218	3,488
核心净利润	1,705	2,805	2,881	3,005	3,274
每股收益(人民币)	0.240	0.360	0.300	0.312	0.338
核心每股收益(人民币)	0.205	0.338	0.279	0.291	0.317
每股股息(人民币)	0.050	0.062	0.075	0.078	0.084
收入增长(%)	53	44	4	5	9
息税前利润增长(%)	109	88	9	7	9
息税折旧前利润增长(%)	117	115	11	11	(14)
每股收益增长(%)	51	50	(17)	4	8
核心每股收益增长(%)	71	65	(17)	4	9

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	2,415	3,614	3,866	4,034	4,376
折旧与摊销	156	965	1,145	1,451	96
净利息费用	384	1,225	1,420	1,617	1,765
运营资本变动	(2,440)	(7,975)	(6,525)	(3,722)	(4,873)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	391	(344)	(1,819)	(2,121)	(799)
经营活动产生的现金流	905	(2,515)	(1,913)	1,259	566
购买固定资产净值	(7,279)	(7,568)	(1,100)	(350)	(350)
投资减少/增加	50	(957)	0	0	0
其他投资现金流	81	(246)	175	350	280
投资活动产生的现金流	(7,148)	(8,771)	(925)	0	(70)
净资产增加	31	56	6,874	0	0
净增债务	(3,322)	4,519	(105)	(51)	(51)
支付股息	(166)	(415)	(516)	(774)	(805)
其他融资现金流	3,655	7,804	(1,413)	(1,609)	(1,756)
融资活动产生的现金流	198	11,965	4,840	(2,433)	(2,611)
现金变动	(6,046)	679	2,001	(1,174)	(2,115)
期初现金	11,197	5,238	5,888	7,889	6,715
公司自由现金流	(6,030)	(10,978)	(2,839)	1,259	496
权益自由现金流	(9,736)	(7,684)	(4,364)	(409)	(1,320)

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	5,206	5,919	7,921	6,747	4,632
应收帐款	11,537	17,442	22,938	27,360	33,520
库存	24,161	31,054	32,286	34,004	36,842
其他流动资产	10,464	8,723	9,065	9,484	10,177
流动资产总计	51,369	63,139	72,209	77,596	85,171
固定资产	16,366	21,925	22,889	23,054	23,171
无形资产	6,716	8,033	8,033	8,033	8,033
其他长期资产	2,711	4,163	4,268	4,168	4,168
长期资产总计	25,793	34,121	35,190	35,255	35,372
总资产	77,162	97,260	107,399	112,851	120,543
应付帐款	40,950	42,126	42,020	44,269	47,980
短期债务	1,298	10,236	10,112	10,062	10,012
其他流动负债	7,816	12,892	13,478	14,122	15,232
流动负债总计	50,064	65,254	65,610	68,453	73,224
长期借款	22	220	239	238	237
其他长期负债	2,941	5,494	5,614	5,570	5,575
股本	8,300	8,300	10,320	10,320	10,320
储备	14,611	16,669	24,101	26,546	29,229
股东权益	22,911	24,969	34,421	36,866	39,549
少数股东权益	1,223	1,323	1,515	1,726	1,958
总负债及权益	77,162	97,260	107,399	112,851	120,543
每股帐面价值(人民币)	2.76	3.01	3.34	3.57	3.83
每股有形资产(人民币)	1.95	2.04	2.56	2.79	3.05
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.46)	0.55	0.24	0.35	0.55

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	4.0	6.0	6.4	6.7	5.4
息税前利润率(%)	3.8	4.9	5.2	5.2	5.3
税前利润率(%)	3.9	4.0	4.1	4.1	4.1
净利率(%)	3.2	3.3	3.3	3.3	3.3
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2
利息覆盖率(倍)	6.1	3.6	3.4	3.2	3.2
净权益负债率(%)	净现金	17.4	6.8	9.3	13.6
速动比率(倍)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
<b>估值</b>					
市盈率	14.3	9.5	11.4	11.0	10.1
核心业务市盈率	16.6	10.1	12.3	11.7	10.8
目标价对应核心业务市盈率	19.0	11.5	14.0	13.4	12.3
市净率	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
价格/现金流	31.4	(11.3)	(18.4)	28.0	62.3
企业价值/息税折旧前利润	9.9	6.1	6.3	5.9	7.2
<b>周转率</b>					
存货周转天数	125.5	130.3	143.7	142.8	140.9
应收帐款周转天数	70.8	59.2	79.1	93.4	104.2
应付帐款周转天数	212.2	169.7	164.8	160.3	157.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	20.8	17.3	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	9.1	12.5	10.4	9.0	9.1
资产收益率(%)	2.9	4.3	4.0	4.0	4.1
已运用资本收益率(%)	9.1	14.1	11.6	10.8	11.1

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。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 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刊载或转发的，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 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 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