



买入 **13% ↑**
目标价格: 人民币 4.20
原目标价格: 人民币 3.90

601299.CH

价格: 人民币 3.72

目标价格基础: 14 倍 2012 年市盈率

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(5)	8	2	(25)
相对新华富时 A50 指数	(2)	6	5	(12)

发行股数(百万)	10,320
流通股(%)	30
流通股市值(人民币 百万)	38,391
3 个月日均交易额(人民币 百万)	162
净负债比率(%) (2012E)	7
主要股东(%)	
陕西鼓风机集团有限公司	61

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 10 月 26 日收市价为标准

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

*张君平为本报告重要贡献者

中国北车

毛利率稳定, 盈利好转

公司 1-9 月实现营业收入 643.01 亿元, 同比增长 0.2%, 实现归属于母公司所有者净利润 23.48 亿元, 同比增长 7.1%, 基本符合预期。公司 7-9 月收入实现 214.56 亿元, 同比下降 6.9%, 实现归属于母公司所有者净利润 6.91 亿元, 同比增长 17.2%。公司毛利率较去年有所增长, 1-9 月毛利率为 14.1%, 较上年增长 1.8 个百分点, 3 季度经营改善明显, 单季度毛利率增长 2.3 个百分点, 达到 14.1%。高寒动车组交付帮助利润水平保持稳定。我们维持公司盈利预测, 2012、2013 年每股收益分别为 0.30 元、0.31 元, 根据 14 倍 2012 年市盈率, 我们将目标价从 3.90 元上调至 4.20 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司毛利率较去年有所增长, 1-9 月毛利率为 14.1%, 较上年同期增长 1.8 个百分点, 3 季度经营改善明显, 单季度毛利率同比增长 2.3 个百分点, 达到 14.1%。主要由于去年 3 季度动车召回, 并停止交付, 直到 4 季度才开始恢复出厂, 造成去年 3 季度利润水平较低。
- 从环比上来看, 公司前三个季度单季度业绩环比基本保持稳定, 主要由于年初公司在手大功率机车订单较多, 使毛利率保持较高水平, 到 3 季度, 机车交付有所下降, 动车组订单开始交付, 帮助公司保持利润水平的稳定。
- 应收账款比年初增长 91.7%, 依然保持高位, 主要是告期内客户支付货款以及出口业务收入增长回款周期较长所致。报告期内公司经营性现金净流出 54.75 亿元, 资金压力依然存在。

评级面临的主要风险

- 铁路投资放缓的风险。

估值

- 受哈大线高寒动车组交付影响, 公司今年动车组业务预计将表现良好, 同时海外市场逐步打开, 公司今年业绩压力有所减轻, 我们维持公司盈利预测, 2012、2013 年每股收益分别为 0.30 元、0.31 元, 根据 14 倍 2012 年市盈率, 我们将目标价从 3.90 元上调至 4.20 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(%)	51.4	49.9	(16.6)	4.0	8.4
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)	15.5	10.3	12.4	11.9	11.0
核心市盈率(倍)	18.1	11.0	13.3	12.8	11.7
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)	34.1	(12.3)	(20.1)	30.5	67.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.9	6.5	6.8	6.3	7.7
每股股息(人民币)	0.050	0.062	0.075	0.078	0.084
股息率(%)	1.3	1.7	2.0	2.1	2.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

前三季度净利润增长 7%

公司 1-9 月实现营业收入 643.01 亿元，同比增长 0.2%，实现归属于母公司所有者净利润 23.48 亿元，同比增长 7.1%，基本符合预期。公司 7-9 月收入实现 214.56 亿元，同比下降 6.9%，实现归属于母公司所有者净利润 6.91 亿元，同比增长 17.2%。公司毛利率较去年有所增长，1-9 月毛利率为 14.1%，较上年同期增长 1.8 个百分点，3 季度经营改善明显，单季度毛利率同比增长 2.3 个百分点，达到 14.1%。主要由于去年 3 季度动车召回，并停止交付，直到 4 季度才开始恢复出厂，造成去年 3 季度利润水平较低。

销售费用较去年同期增长 33.3%，主要是报告期内出口产品业务增长，使相应的运输费增加所致。虽然期间费用增长较快，但毛利的提升消化了期间费用的增长，给净利润的增长留下了足够的空间。

高寒动车组交付帮助利润水平保持稳定

今年 10 月哈尔滨到大连的客运专线进入试运行阶段，预计年底前正式通车，交付使用。从生产周期上来推测，3 季度哈大线上的高寒动车组已经开始交付。这也使得公司毛利率较去年同期有所增长。从环比上来看，公司前三个季度单季度环比基本保持稳定，主要由于年初公司在手大功率机车订单较多，使毛利率保持较高水平，到 3 季度，机车交付有所下降，动车组订单开始交付，帮助公司保持利润水平的稳定。

海外市场逐步打开

公司同时公告全资子公司长春轨道客车股份有限公司与巴西里约热内卢州政府签署了总金额约为人民币 23 亿元的地上电动车组销售合同。这是今年以来公司公告的最大一笔海外订单，也是继 8 月份签订动车组大部件出口合同以来，城轨地铁业务的一次海外扩展。今年公司已累计签约 45 亿元出口订单，海外市场正逐步打开，未来将是平缓国内订单波动及弥补增速不足的增长点。

铁路招标重启，促进经营状况持续向好

根据中铁建投公告的资料，年内第二批铁路货车招标已重新启动，这次招标包括 10,000 辆 C70E 型通用敞车和 5,000 辆 P70 通用棚车，共计 1.5 万辆。我们预计公司将拿到 50% 左右的订单，预计大部分将于今年确认收入。未来还有 1,200 辆客车及部分客运机车订单，这些订单虽然并未超出预期，但将促进公司经营状况持续向好。有媒体报道指出铁道部可能会增加南北车动车交付量，分别为 20 列左右，这部分意外的订单将直接贡献今年业绩。

估值

受哈大线高寒动车组交付影响，公司今年动车组业务预计将表现良好，同时海外市场逐步打开，公司今年业绩压力有所减轻，我们维持公司盈利预测，2012、2013 年每股收益分别为 0.30 元、0.31 元，根据 14 倍 2012 年市盈率，我们将目标价从 3.90 元上调至 4.20 元，维持 **买入** 评级。

图表 1. 公司前三季度业绩对比

(人民币, 百万)	2011年 1-3 季度	2012年 1-3 季度	同比变化(%)
营业收入	64,181.6	64,301.1	0.2
营业成本	(56,280.4)	(55,253.9)	(1.8)
营业税金及附加	(163.3)	(274.0)	67.8
销售费用	(831.8)	(1,109.2)	33.3
管理费用	(3,767.2)	(4,230.4)	12.3
财务费用	(821.7)	(766.5)	(6.7)
资产减值损失	(60.0)	(79.1)	31.9
公允价值变动净收益	2.2	(3.0)	(236.5)
投资净收益	263.8	170.0	(35.6)
营业利润	2,523.2	2,754.9	9.2
营业外收入	202.5	211.9	4.7
营业外支出	(26.2)	(46.4)	77.4
税前利润	2,699.5	2,920.4	8.2
所得税	(421.3)	(480.4)	14.0
净利润	2,278.2	2,440.0	7.1
少数股东损益	(85.4)	(92.4)	8.3
归属于母公司所有者的净利润	2,192.8	2,347.6	7.1
盈利能力 (%)			
			百分点变动
毛利率	12.3	14.1	1.8
净利润率	3.4	3.7	0.2

资料来源: 公司资料、中银国际研究

图表 2. 公司第三季度业绩对比

(人民币, 百万)	2011年 三季度	2012年 三季度	同比变化(%)
营业收入	23,049.1	21,455.8	(6.9)
营业成本	(20,334.9)	(18,441.1)	(9.3)
营业税金及附加	(57.5)	(88.5)	54.0
销售费用	(274.7)	(278.6)	1.4
管理费用	(1,351.9)	(1,581.2)	17.0
财务费用	(407.9)	(291.9)	(28.4)
资产减值损失	(16.4)	(37.0)	124.9
公允价值变动净收益	(47.4)	(2.2)	(95.3)
投资净收益	94.3	58.9	(37.6)
营业利润	652.8	794.2	21.7
营业外收入	85.6	57.7	(32.6)
营业外支出	(8.0)	(13.7)	72.1
税前利润	730.4	838.1	14.8
所得税	(118.9)	(123.2)	3.6
净利润	611.5	715.0	16.9
少数股东损益	(22.2)	(24.1)	8.6
归属于母公司所有者的净利润	589.3	690.8	17.2
盈利能力 (%)			
			百分点变动
毛利率	11.8	14.1	2.3
净利润率	2.6	3.2	0.7

资料来源: 公司资料、中银国际研究

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
盈利能力					
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
流动性					
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
估值					
市盈率	15.5	10.3	12.4	11.9	11.0
核心业务市盈率	18.1	11.0	13.3	12.8	11.7
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	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
价格/现金流	34.1	(12.3)	(20.1)	30.5	67.8
企业价值/息税折旧前利润	10.9	6.5	6.8	6.3	7.7
周转率					
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
回报率					
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