

2010年04月21日

市场数据(人民币)

市价(元)	5.37
已上市流通A股(百万股)	2,500.00
总市值(百万元)	44,571.00
年内股价最高最低(元)	6.13/5.28
沪深300指数	3173.37
上证指数	2979.53
2008年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《签订出口合同强化市场信心》，2010.1.8
- 2 《动车的美好未来》，2009.12.16

分析师:张昊

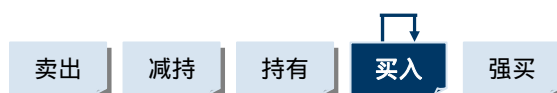
 (8621)61038223
 zhangh@gjzq.com.cn

董亚光

 (8621)61038289
 dongyaguang@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

中国北车 (601299.SH)

——动车交付单价已触底，毛利率回升可期

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.195	0.159	0.242	0.362	0.478
净利润增长率	N/A	16.34%	52.55%	49.66%	32.16%
先前预期每股收益(元)			0.253	0.368	
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	0.241	0.376	N/A
市盈率(倍)	N/A	38.67	22.00	14.70	11.12
行业优化市盈率(倍)	41.47	69.53	69.53	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	15.55	29.70	29.70	N/A	N/A
PE/G(倍)	N/A	2.37	0.42	0.30	0.35
已上市流通A股(百万股)	N/A	1,625.00	2,500.00	2,500.00	2,500.00
总股本(百万股)	5,800.00	8,300.00	8,300.00	8,300.00	8,300.00

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 中国北车 09 年实现收入 40,516 百万元，同比增长 16.72%；实现归属于母公司净利润 1,316 百万元，同比增长 16.34%，折合全面摊薄每股收益 0.159 元。公司收入与净利润完全符合我们此前的预测。
- 需强调，在公司 09 年 490 百万元的投资收益中有 236 百万元来自二级市场股票减持的获利。扣除该影响，公司经常性损益略低于我们此前的预期。
- 公司经常性损益低于预期的主要原因在于毛利率低于预期。公司 09 年综合毛利率为 12.25%，低于我们此前预测的 13.91%，主要原因为：
 - ◆ 在公司首批交付的 350 公里的 CRH3 型动车中，国产化率较低，同时前期的研制成本较高，因此首批交付的 350 公里的 CRH3 型动车毛利率要低于 250 公里的 CRH5 型动车，而公司 09 年交付的动车绝大部分为 CRH3 型，与 08 年绝大部分为 CRH5 型有显著不同；
 - ◆ 公司货车收入 09 年需求出现大幅下滑，固定成本摊销压力较大，导致货车毛利率出现下滑。
- 展望未来，我们认为导致 09 年公司毛利率下滑的几个因素将被消除，我们仍然维持公司 2010 年 14.53% 的毛利率预测。
 - ◆ 首批 CRH5 型动车交付逐步交付完毕，而自主研发的新型 CRH3 型动车进入快速增长期，动车毛利率有望回升至 15% 的正常水平。我们预计公司 09 年将交付 20 列新型 CRH5 型车，17 列首批 CRH5 型车；
 - ◆ 随着国内经济的增长，铁路货运需求恢复至正常水平，货车需求将快速回升。

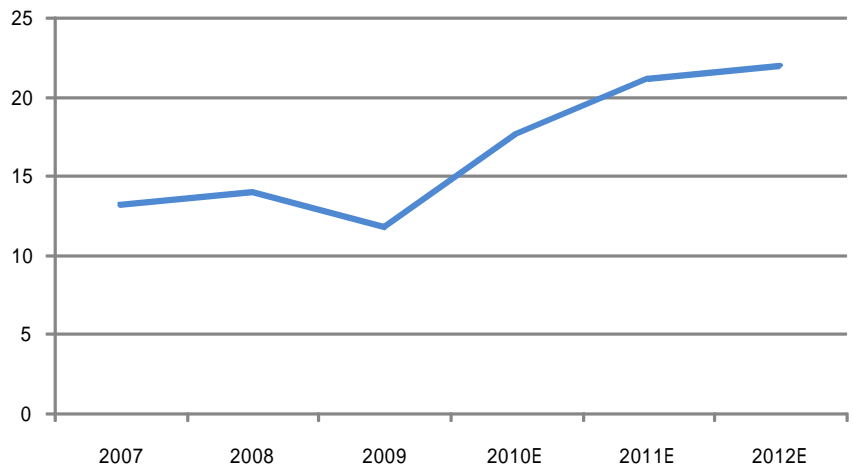
- 动车组收入的下滑源自 CRH5 型首批交付的列车中，北车按照在 CRH5 中承担的任务量确认收入(其余收入计入西门子)，在首批交付的 CRH5 型车中北车获得的收入少于 CRH3 型车。
 - ◆ 实际上公司 09 年交付的动车组较 08 年多出 7 列，但收入却有所下滑。公司 08 年交付 4 列 CRH3 型车，29 列 CRH5 型车；09 年交付 36 列 CRH3 型车，4 列 CRH5 型车。
 - ◆ 根据我们对公司动车组订单的逐单统计，2009 年公司动车平均单价为 1170 万元/辆，2010 年将大幅提高至 2120 万元/辆，动车组迎来量价齐升的局面。
- 公司机车业务收入略低于我们此前的预期，主要原因在于大连厂产能十分紧张，而大同厂的 HXD2C 型车研制进度略有滞后。展望 2010 年，随着大同厂新产品逐步达产，大连厂的产能扩张，我们仍然维持 2010 年公司 130~140 亿的机车交付量。
- 公司 09 年三项费用率之和为 10.4%，计划 2010 年三项费用率控制在 10% 以内，为谨慎起见我们假设 2010 年三项费用率为 10.1%。
- 公司 09 年底预收帐款达到 14,389 百万元，较 08 年底 8,881 百万元同比增长 62%，显示出公司在手订单饱满，拥有良好的收入增长潜力。
 - ◆ 公司近来在市场开拓中不断获得突破，收入快速增长可期。例如：1) 获得国内首家大功率交流传动电力机车出口订单，意义非凡；2) 收购上海轨道交通公司，扩大在长三角地区轨道交通市场份额。
- 我们基本维持此前的盈利预测，即 10~12 年可分别实现销售收入 52,606，72,428 及 86,073 百万元，同比分别增长 29.6%，37.7%及 18.8%；可分别实现净利润 2,007，3,004 及 3,970 百万元，折合每股收益 0.242，0.362 及 0.478 元，同比分别增长 52.6%，49.7%及 32.6%。维持 6 个月内目标价 7 元以上，维持“买入”评级。

图表1：中国北车动车交付量预测

编组(辆)	数量(列)	总辆数	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
CRH3C	8	60	480	4	36	17		
CRH3D 长大编组	16	100	1600				60	40
CRH3-350 长大编组	16	40	640					40
CRH3-350	8	60	480			20	20	20
CRH5A	8	57	456	24	29	4		
CRH5	8	30	240			30		
总计			192	264	320	536	1120	1440
合同金额(亿元)	总辆数	单价(万元/辆)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
CRH3C	69	480	1438	393	3540	1672		
CRH3D 长大编组	392	1600	2450				20103	13402
CRH3-350 长大编组	300	640	2679					14652
CRH3-350		480				3663	3663	3663
CRH5A	63.1	456	1547	2538	3309	219		
CRH5	48	240	2000			4103		
销售收入(百万元)			2,538	3,702	3,758	9,437	23,766	31,717
单价(百万元/辆)			13.2	14.0	11.7	17.6	21.2	22.0

来源：国金证券研究所

图表2：中国北车动车组交付单价触底回升(百万元/辆)



来源：国金证券研究所

图表3：分项盈利预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
机车						
销售收入(百万元)	5,522.58	8,045.40	9,045.37	13,766.32	17,000.86	19,814.51
增长率(YOY)	39.92%	45.68%	12.43%	52.19%	23.50%	16.55%
毛利率	10.80%	12.00%	12.00%	13.00%	13.20%	13.50%
销售成本(百万元)	4,926.14	7,079.95	7,959.93	11,976.70	14,756.75	17,139.55
增长率(YOY)	41.02%	43.72%	12.43%	50.46%	23.21%	16.15%
毛利(百万元)	596.44	965.45	1,085.44	1,789.62	2,244.11	2,674.96
增长率(YOY)	31.40%	61.87%	12.43%	64.87%	25.40%	19.20%
占总销售额比重	20.94%	23.18%	22.33%	26.24%	23.42%	22.97%
占主营业务利润比重	15.09%	18.87%	21.87%	23.48%	20.74%	20.20%
客车(不含动车组)						
销售收入(百万元)	3,271.16	2,026.61	3,824.94	2,775.89	2,727.99	3,075.70
增长率(YOY)	-3.13%	-38.05%	88.74%	-27.43%	-1.73%	12.75%
毛利率	13.00%	14.00%	14.00%	13.50%	13.50%	13.50%
销售成本(百万元)	2,845.91	1,742.88	3,289.45	2,401.14	2,359.71	2,660.48
增长率(YOY)	-2.01%	-38.76%	88.74%	-27.00%	-1.73%	12.75%
毛利(百万元)	425.25	283.73	535.49	374.75	368.28	415.22
增长率(YOY)	-10.05%	-33.28%	88.74%	-30.02%	-1.73%	12.75%
占总销售额比重	12.40%	5.84%	9.44%	5.29%	3.76%	3.57%
占主营业务利润比重	10.76%	5.55%	10.79%	4.92%	3.40%	3.14%
动车组						
销售收入(百万元)	1,720.51	3,770.61	3,553.79	7,504.00	21,280.00	28,800.00
增长率(YOY)	529.06%	119.16%	-5.75%	111.15%	183.58%	35.34%
毛利率	15.90%	15.50%	10.40%	15.00%	16.00%	17.00%
销售成本(百万元)	1,446.94	3,186.17	3,184.20	6,378.40	17,875.20	23,904.00
增长率(YOY)	579.13%	120.20%	-0.06%	100.31%	180.25%	33.73%
毛利(百万元)	273.56	584.44	369.59	1,125.60	3,404.80	4,896.00
增长率(YOY)	352.58%	113.64%	-36.76%	204.55%	202.49%	43.80%
占总销售额比重	6.52%	10.86%	8.77%	14.30%	29.32%	33.39%
占主营业务利润比重	6.92%	11.42%	7.45%	14.77%	31.46%	36.98%
货车						
销售收入(百万元)	7,130.26	8,884.29	6,709.74	9,754.88	10,924.19	11,669.99
增长率(YOY)	14.74%	24.60%	-24.48%	45.38%	11.99%	6.83%
毛利率	14.00%	14.40%	8.00%	14.50%	14.50%	14.50%
销售成本(百万元)	6,132.02	7,604.95	6,172.96	8,340.42	9,340.18	9,977.84
增长率(YOY)	16.09%	24.02%	-18.83%	35.11%	11.99%	6.83%
毛利(百万元)	998.24	1,279.34	536.78	1,414.46	1,584.01	1,692.15
增长率(YOY)	7.09%	28.16%	-58.04%	163.51%	11.99%	6.83%
占总销售额比重	27.04%	25.60%	15.56%	18.59%	15.05%	13.53%
占主营业务利润比重	25.26%	25.01%	10.81%	18.56%	14.64%	12.78%
地铁城轨车辆						
销售收入(百万元)	1,487.11	1,694.72	2,229.66	3,154.82	3,785.78	4,542.94
增长率(YOY)	-10.18%	13.96%	31.57%	41.49%	20.00%	20.00%
毛利率	10.80%	10.50%	10.00%	10.10%	10.10%	10.10%
销售成本(百万元)	1,326.50	1,516.77	2,006.69	2,836.18	3,403.42	4,084.10
增长率(YOY)	-9.54%	14.34%	32.30%	41.34%	20.00%	20.00%
毛利(百万元)	160.61	177.95	222.97	318.64	382.36	458.84
增长率(YOY)	-15.13%	10.79%	25.30%	42.91%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	5.64%	4.88%	5.50%	6.01%	5.22%	5.27%
占主营业务利润比重	4.06%	3.48%	4.49%	4.18%	3.53%	3.47%
工程机械机电产品						
销售收入(百万元)	4,864.72	5,285.99	7,776.75	8,246.16	9,235.70	10,343.98
增长率(YOY)	28.56%	8.66%	47.12%	6.04%	12.00%	12.00%
毛利率	21.42%	21.08%	15.00%	19.00%	19.00%	19.00%
销售成本(百万元)	3,822.70	4,171.70	6,610.24	6,679.39	7,480.92	8,378.63
增长率(YOY)	28.77%	9.13%	58.45%	1.05%	12.00%	12.00%
毛利(百万元)	1,042.02	1,114.29	1,166.51	1,566.77	1,754.78	1,965.36
增长率(YOY)	27.78%	6.93%	4.69%	34.31%	12.00%	12.00%
占总销售额比重	18.45%	15.23%	19.19%	15.72%	12.72%	11.99%
占主营业务利润比重	26.37%	21.78%	23.50%	20.56%	16.21%	14.84%
其他						
销售收入(百万元)	2,374.87	5,003.11	7,375.66	7,268.25	7,631.66	8,013.25
增长率(YOY)	37.35%	110.67%	47.42%	-1.46%	5.00%	5.00%
毛利率	19.20%	14.20%	14.20%	14.20%	14.20%	14.20%
销售成本(百万元)	1,918.89	4,292.66	6,328.32	6,236.16	6,547.97	6,875.36
增长率(YOY)	38.38%	123.71%	47.42%	-1.46%	5.00%	5.00%
毛利(百万元)	455.97	710.44	1,047.34	1,032.09	1,083.70	1,137.88
增长率(YOY)	33.19%	55.81%	47.42%	0.00%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	9.01%	14.41%	18.20%	13.85%	10.51%	9.29%
占主营业务利润比重	11.54%	13.89%	21.10%	13.54%	10.01%	8.59%
销售总收入(百万元)	26371.21	34710.72	40515.92	52470.32	72586.18	86260.37
销售总成本(百万元)	22419.11	29595.09	35551.79	44848.40	61764.14	73019.97
毛利(百万元)	3952.09	5115.63	4964.13	7621.92	10822.04	13240.40
平均毛利率	14.99%	14.74%	12.25%	14.53%	14.91%	15.35%

来源：国金证券研究所

图表4：三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	26,371	34,711	40,516	52,606	72,428	86,073
增长率		31.6%	16.7%	29.8%	37.7%	18.8%
主营业务成本	-22,092	-29,507	-35,445	-44,961	-61,592	-72,788
% 销售收入	83.8%	85.0%	87.5%	85.5%	85.0%	84.6%
毛利	4,279	5,203	5,071	7,646	10,836	13,285
% 销售收入	16.2%	15.0%	12.5%	14.5%	15.0%	15.4%
营业税金及附加	-93	-133	-109	-184	-253	-301
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-437	-599	-578	-789	-1,086	-1,291
% 销售收入	1.7%	1.7%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-2,458	-2,775	-3,266	-4,208	-5,794	-6,886
% 销售收入	9.3%	8.0%	8.1%	8.0%	8.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	1,292	1,697	1,117	2,464	3,702	4,807
% 销售收入	4.9%	4.9%	2.8%	4.7%	5.1%	5.6%
财务费用	-354	-595	-364	-316	-345	-376
% 销售收入	1.3%	1.7%	0.9%	0.6%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-88	-61	-5	-178	-158	-103
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	78	165	490	200	200	250
% 税前利润	7.0%	11.5%	30.4%	8.4%	5.5%	5.2%
营业利润	928	1,205	1,238	2,170	3,399	4,578
营业利润率	3.5%	3.5%	3.1%	4.1%	4.7%	5.3%
营业外收支	179	225	370	220	240	250
税前利润	1,107	1,430	1,609	2,390	3,639	4,828
利润率	4.2%	4.1%	4.0%	4.5%	5.0%	5.6%
所得税	-198	-155	-195	-263	-437	-579
所得税率	17.9%	10.9%	12.1%	11.0%	12.0%	12.0%
净利润	909	1,275	1,414	2,127	3,203	4,248
少数股东损益	166	144	98	120	200	280
归属于母公司的净利润	742	1,131	1,316	2,007	3,003	3,968
净利率	2.8%	3.3%	3.2%	3.8%	4.1%	4.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	0	1,275	1,414	2,127	3,203	4,248
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	922	972	1,440	1,830	2,094
非经营收益	0	389	-139	90	6	10
营运资金变动	0	1,143	-1,322	-1,619	-987	-1,554
经营活动现金净流	0	3,728	925	2,038	4,052	4,798
资本开支	0	-2,167	-3,199	-4,739	-3,459	-2,350
投资	0	1	-56	-1	0	0
其他	0	67	110	200	200	250
投资活动现金净流	0	-2,099	-3,144	-4,540	-3,259	-2,100
股权募资	0	2,998	13,645	13,574	-96	0
债权募资	0	-4,189	-1,800	-5,009	0	1
其他	0	-1,549	-730	-471	-1,850	-1,914
筹资活动现金净流	0	-2,739	11,115	8,094	-1,947	-1,913
现金净流量	0	-1,110	8,896	5,592	-1,154	785

来源：国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	0	2,527	11,363	16,955	15,802	16,587
应收款项	0	8,044	12,586	14,866	20,178	23,704
存货	0	9,346	12,935	15,397	21,093	24,927
其他流动资产	0	4,467	7,088	7,645	10,473	12,012
流动资产	0	24,384	43,972	54,864	67,546	77,230
% 总资产	#DIV/0!	59.0%	69.4%	70.6%	73.0%	75.1%
长期投资	0	972	1,162	1,163	1,162	1,162
固定资产	0	9,831	11,962	15,657	17,671	18,266
% 总资产	#DIV/0!	23.8%	18.9%	20.1%	19.1%	17.8%
无形资产	0	6,018	6,080	6,080	6,094	6,108
非流动资产	0	16,965	19,369	22,902	24,929	25,538
% 总资产	#DIV/0!	41.0%	30.6%	29.4%	27.0%	24.9%
资产总计	0	41,349	63,341	77,766	92,475	102,769
短期借款	0	577	3,533	0	0	0
应付款项	0	23,375	32,793	36,479	48,733	55,742
其他流动负债	0	4,277	1,588	3,039	3,791	4,230
流动负债	0	28,230	37,913	39,518	52,524	59,972
长期贷款	0	2,975	920	920	920	921
其他长期负债	0	2,825	2,876	1,400	1,400	1,400
负债	0	34,030	41,710	41,838	54,844	62,294
普通股股东权益	0	6,819	21,085	35,262	36,764	39,328
少数股东权益	0	500	547	667	867	1,147
负债股东权益合计	0	41,349	63,341	77,766	92,475	102,769

比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	#VALUE!	0.195	0.159	0.242	0.362	0.478
每股净资产	#DIV/0!	1.176	2.540	3.265	3.404	3.642
每股经营现金净流	#DIV/0!	0.643	0.111	0.189	0.375	0.444
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	#DIV/0!	16.58%	6.24%	5.69%	8.17%	10.09%
总资产收益率	#DIV/0!	2.73%	2.08%	2.58%	3.25%	3.86%
投入资本收益率	#DIV/0!	11.26%	3.76%	5.95%	8.45%	10.22%
增长率						
主营业务收入增长率	25.69%	31.62%	16.72%	29.84%	#DIV/0!	#DIV/0!
EBIT增长率	75.89%	31.30%	-34.14%	120.52%	50.23%	29.85%
净利润增长率	463.80%	52.34%	16.34%	52.54%	49.62%	32.16%
总资产增长率	N/A	#DIV/0!	53.19%	22.77%	18.91%	11.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	#DIV/0!	36.7	84.4	95.0	94.0	93.0
存货周转天数	#DIV/0!	57.8	114.7	125.0	125.0	125.0
应付账款周转天数	#DIV/0!	61.2	111.9	108.0	100.0	90.0
固定资产周转天数	#DIV/0!	85.3	84.1	92.0	79.5	71.9
偿债能力						
净负债/股东权益	#DIV/0!	48.76%	-31.95%	-44.63%	-39.55%	-38.70%
EBIT利息保障倍数	3.6	2.8	3.1	7.8	10.7	12.8
资产负债率	#DIV/0!	82.30%	65.85%	53.80%	59.31%	60.62%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	4	7	8	11
买入	0	0	1	1	2
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.08	1.10	1.12

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-01-08	买入	5.81	N/A

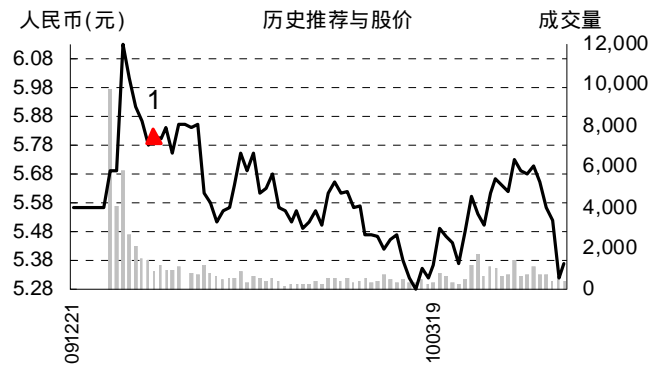
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=强买；1.01~2.0=买入；2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持；4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。