

# 业绩略超预期，未来三年增长明确

## 中国北车 2009 年报点评

### 报告关键点:

- 公司全面摊薄后的每股收益0.16元，略超预期
- 公司2009年收入增长主要受益于我国铁路大发展，未来三年这一增长趋势不变
- 合理股价7.2元，维持买入-A的投资评级

### 报告摘要:

- 公司全面摊薄后的每股收益0.16元，略超预期。**2009年公司实现营业收入405亿元，同比增长16.72%；实现归属于母公司净利润13.16亿元，较上年增长16.34%；全面摊薄后的每股收益0.16元，略高于我们预期，差异主要在于期间费用率的降幅以及投资收益的增速。虽然我们预期公司随着规模的上升，期间费用率会出现一定的下降，但公司2009年期间费用率下降超过1个百分点，幅度超过我们预期（与不足13%的毛利率相比，其对净利润影响较大）。此外，公司2009年投资收益上升3.2亿元，其中2.4亿元的增量来自下半年出售部分持有的时代新材的股份。
- 公司2009年收入增长主要受益于我国铁路大发展，未来三年这一增长趋势不变。**2009年公司收入增长主要受益于我国铁路投资以及城市轨道交通建设的推进，机车、普通客车、地铁车辆的收入增速分别为12%、90%和32%。而动车组、货车的同期降幅分别为6%和25%，动车组的下降主要是车型转为350公里以上为主，而去年还未量产，货车下降主要是铁路建设以高铁为主，增量有限，受经济危机的影响销量出现下降。从铁路建设进程来看，未来三年公司机车、动车组的增长趋势明显（目前在手订单1000亿元左右，其中动车组订单接近500亿元、机车也超过300亿元）。
- 2009年综合毛利率有所下降，但未来有上升空间。**2009年毛利率下降近2.5个百分点，这主要是因为：一是，2009年开始交付的时速350公里动车组仍属新产品，与原来交付的时速250公里动车组相比，毛利率略低；二是货车产能整体过剩，招标量的下降导致固定成本上升明显，毛利率出现下降，而且其2008年毛利率是各主要产品中相对较高；三是部分工程机械、机电产品为开拓市场，降低了毛利率。我们认为未来这三个因素均将改善，毛利率也将有所上升。
- 维持买入-A的投资评级。**预计未来三年的每股收益分别为0.24元、0.35元和0.43元。按2010年30倍的动态市盈率计算，公司合理股价在7.2元左右。并且我们认为市场的波动会使得公司增长明确、防御性得到重视，存在投资机会，维持买入-A的投资评级。

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	26,371.2	34,710.7	40,482.2	53,064.8	76,420.8
Growth(%)	25.7%	31.6%	16.6%	31.1%	44.0%
净利润	742.3	1,130.7	1,322.3	1,959.0	2,896.7
Growth(%)	463.8%	52.3%	16.9%	48.1%	47.9%
毛利率(%)	16.2%	15.0%	13.1%	13.9%	14.3%
净利润率(%)	2.8%	3.3%	3.3%	3.7%	3.8%
每股收益(元)	0.09	0.14	0.16	0.24	0.35
每股净资产(元)	-	0.88	2.53	2.73	3.04
市盈率	60.0	39.4	33.7	22.8	15.4
市净率	-	6.1	2.1	2.0	1.8
净资产收益率(%)	-	17.4%	6.7%	9.2%	12.3%
ROIC(%)	-	-	21.3%	13.7%	15.1%
EV/EBITDA	-	18.0	14.0	11.2	8.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.9%	1.3%

敬请参阅报告结尾处免责声明

**评级:**
**买入-A**

上次评级: 买入-A

**目标价格:**
**7.20 元**

期限: 12 个月 上次预测: 7.00 元

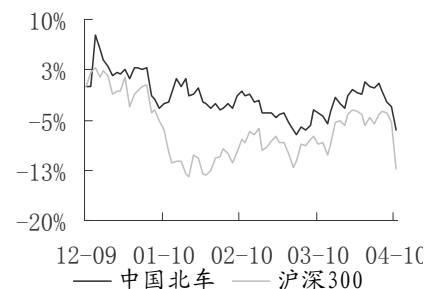
现价: 5.32 元

**报告日期:**
**2010-04-20**

### 市场数据

总市值(百万元)	44,156.00
流通市值(百万元)	13,300.00
总股本(百万股)	8,300.00
流通股本(百万股)	2,500.00
12个月最高/最低	5.22/6.26 元
十大流通股东(%)	
股东户数	

### 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.82	0.38	(26.33)
绝对收益	(0.75)	(9.06)	(6.50)

### 研究员

**林晟**
**行业分析师**

 0755-82558022 linsheng@essence.com.cn  
 执业证书编号 S1450209090270

### 前期研究成果

**中国北车：铁路设备寡头上市，迎接行业高速增长**

2009-12-14

## 财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-4-20

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>营业收入</b>	<b>26,371.2</b>	<b>34,710.7</b>	<b>40,482.2</b>	<b>53,064.8</b>	<b>76,420.8</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	22,091.7	29,507.3	35,181.4	45,679.7	65,529.0	营业收入增长率	25.7%	31.6%	16.6%	31.1%	44.0%
营业税费	92.6	132.9	153.8	201.6	290.4	营业利润增长率	160.0%	29.9%	17.3%	53.1%	54.5%
销售费用	437.3	598.6	587.0	769.4	1,108.1	净利润增长率	463.8%	52.3%	16.9%	48.1%	47.9%
管理费用	2,457.5	2,775.3	3,238.6	4,245.2	6,037.2	EBITDA 增长率	87.2%	40.5%	66.5%	36.8%	35.6%
财务费用	354.3	595.3	363.0	400.0	500.0	EBIT 增长率	87.2%	40.5%	-1.3%	44.4%	49.9%
资产减值损失	87.7	60.9	29.6	4.0	11.2	NOPLAT 增长率	101.6%	48.1%	-7.9%	41.3%	44.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-	-	119.7%	31.7%	22.4%
投资和汇兑收益	77.6	164.9	485.0	400.0	400.0	净资产增长率	-	-	186.5%	8.1%	11.1%
<b>营业利润</b>	<b>927.7</b>	<b>1,205.2</b>	<b>1,413.8</b>	<b>2,164.9</b>	<b>3,344.8</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	178.9	224.7	250.0	300.0	300.0	毛利率	16.2%	15.0%	13.1%	13.9%	14.3%
<b>利润总额</b>	<b>1,106.6</b>	<b>1,429.9</b>	<b>1,663.8</b>	<b>2,464.9</b>	<b>3,644.8</b>	营业利润率	3.5%	3.5%	3.5%	4.1%	4.4%
减: 所得税	198.1	155.3	249.6	369.7	546.7	净利润率	2.8%	3.3%	3.3%	3.7%	3.8%
<b>净利润</b>	<b>742.3</b>	<b>1,130.7</b>	<b>1,322.3</b>	<b>1,959.0</b>	<b>2,896.7</b>	EBITDA/营业收入	4.9%	5.2%	7.4%	7.7%	7.3%
<b>资产负债表</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>EBIT/营业收入</b>	<b>4.9%</b>	<b>5.2%</b>	<b>4.4%</b>	<b>4.8%</b>	<b>5.0%</b>
货币资金	-	2,526.9	9,746.5	6,831.4	6,113.7	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	-	42	98	109	91
应收帐款	-	7,494.6	8,429.2	11,049.1	15,912.3	流动营业资本周转天数	-	-31	-31	0	14
应收票据	-	549.3	665.5	872.3	1,256.2	流动资产周转天数	-	126	262	245	204
预付帐款	-	4,187.9	4,187.9	4,187.9	4,187.9	应收帐款周转天数	-	36	66	62	59
存货	-	9,345.9	11,219.5	14,567.5	20,897.5	存货周转天数	2	52	95	90	86
其他流动资产	-	279.3	279.3	279.3	279.3	总资产周转天数	-	214	434	405	326
可供出售金融资产	-	167.5	170.0	170.0	170.0	投资资本周转天数	-	42	115	139	122
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	710.3	750.0	750.0	750.0	ROE	-	17.4%	6.7%	9.2%	12.3%
投资性房地产	-	93.8	100.0	100.0	100.0	ROA	-	3.1%	2.5%	3.3%	4.1%
固定资产	-	8,109.2	13,924.8	18,275.1	20,339.3	ROIC	-	-	21.3%	13.7%	15.1%
在建工程	-	1,346.2	807.7	484.6	290.8	<b>费用率</b>					
无形资产	-	6,005.9	5,605.6	5,232.0	4,883.2	销售费用率	1.7%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%
其他非流动资产	-	525.6	371.5	281.3	227.2	管理费用率	9.3%	8.0%	8.0%	8.0%	7.9%
<b>资产总额</b>	<b>-</b>	<b>41,348.6</b>	<b>56,263.4</b>	<b>63,086.4</b>	<b>75,413.3</b>	财务费用率	1.3%	1.7%	0.9%	0.8%	0.7%
短期债务	-	463.4	463.4	463.4	591.6	三费/营业收入	12.3%	11.4%	10.3%	10.2%	10.0%
应付帐款	-	11,330.5	13,301.5	17,270.7	24,775.4	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	3,163.9	3,855.5	5,006.0	7,181.3	资产负债率	-	82.3%	62.7%	64.1%	66.6%
其他流动负债	-	10,282.8	10,281.1	10,281.1	10,281.1	负债权益比	-	465.0%	168.3%	178.2%	199.3%
长期借款	-	2,974.8	2,974.8	2,974.8	2,974.8	流动比率	-	0.86	1.16	1.09	1.09
其他非流动负债	-	2,674.5	2,675.1	2,675.1	2,675.1	速动比率	-	0.52	0.77	0.66	0.61
<b>负债总额</b>	<b>-</b>	<b>34,029.7</b>	<b>35,292.2</b>	<b>40,411.9</b>	<b>50,220.1</b>	利息保障倍数	3.62	3.02	4.89	6.41	7.69
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>499.6</b>	<b>591.5</b>	<b>727.7</b>	<b>929.1</b>	<b>分红指标</b>					
股本	-	5,800.0	8,300.0	8,300.0	8,300.0	DPS(元)	-	-	0.03	0.05	0.07
留存收益	-	1,019.3	12,079.6	13,646.8	15,964.2	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>股东权益</b>	<b>-</b>	<b>7,318.8</b>	<b>20,971.1</b>	<b>22,674.5</b>	<b>25,193.3</b>	股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.9%	1.3%
<b>现金流量表</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>
净利润	-	1,274.6	1,322.3	1,959.0	2,896.7	EPS(元)	0.09	0.14	0.16	0.24	0.35
加: 折旧和摊销	-	158.2	1,220.2	1,536.3	1,717.1	BVPS(元)	-	0.88	2.53	2.73	3.04
资产减值准备	-	60.9	29.6	4.0	11.2	PE(X)	60.0	39.4	33.7	22.8	15.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	6.1	2.1	2.0	1.8
财务费用	-	-	634.8	363.0	400.0	P/FCF	60.0	-13.1	-5.3	-12.2	-20.2
投资收益	-	-164.9	-485.0	-400.0	-400.0	P/S	1.7	1.3	1.1	0.8	0.6
少数股东损益	166.2	143.8	91.9	136.2	201.4	EV/EBITDA	-	18.0	14.0	11.2	8.8
营运资金的变动	-	6,537.8	-238.2	-1,158.6	-2,093.0	CAGR(%)	32.1%	34.5%	38.7%	-100.0%	-100.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-</b>	<b>3,728.3</b>	<b>2,303.8</b>	<b>2,476.9</b>	<b>2,833.5</b>	PEG	1.9	1.1	0.9	-0.2	-0.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-</b>	<b>-2,099.4</b>	<b>-5,557.2</b>	<b>-4,600.1</b>	<b>-2,600.1</b>	ROIC/WACC	-	-	2.2	1.4	1.6
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-</b>	<b>-2,741.4</b>	<b>11,876.0</b>	<b>-791.8</b>	<b>-951.1</b>	REP	-	-	1.1	1.4	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

林晟，CFA，机械行业分析师。毕业于厦门大学，经济学硕士。2006年12月加盟安信证券研究中心。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有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

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	南方	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@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：200122

### 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