

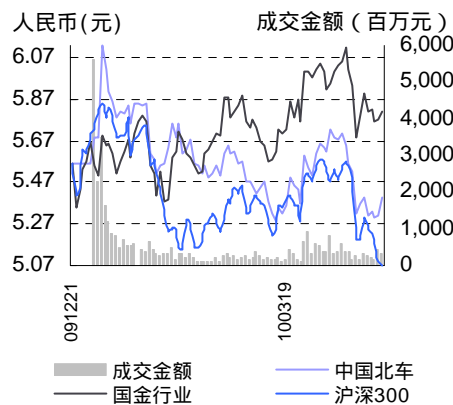
市价(人民币)：5.40元
目标(人民币)：7.39元

产能瓶颈犹存，毛利率已触底

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,500.00
总市值(百万元)	44,820.00
年内股价最高最低(元)	6.13/5.28
沪深 300 指数	3097.35
上证指数	2900.33



相关报告

- 《动车交付单价已触底,毛利率回升可期》, 2010.4.21
- 《签订出口合同强化市场信心》, 2010.1.8
- 《动车的美好未来》, 2009.12.16

张昊 分析师 SAC 执业编号: S1130210010310
(8621)61038223
zhangh@gjzq.com.cn

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130206110212
(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

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
每股净资产(元)	1.18	2.54	3.26	3.40	3.64
每股经营性现金流(元)	0.64	0.11	0.19	0.38	0.44
市盈率(倍)	N/A	38.67	22.00	14.71	11.13
行业优化市盈率(倍)	41.47	69.53	69.53	69.53	69.53
净利润增长率(%)	52.34%	16.34%	52.54%	49.62%	32.16%
净资产收益率(%)	16.58%	6.24%	5.69%	8.17%	10.09%
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

业绩简评

- 公司 1 季度实现营业收入 9,696 百万元，同比增长 36.4%；归属母公司净利润 259 百万元，EPS 为 0.03 元，同比增长 38.8%。公司业绩基本符合预期。

经营分析

- 收入增长有条不紊**：公司 1 季度收入同比增长 36.4%，低于南车的 68.8%。我们认为主要原因在于：公司产能十分紧张，募投项目见效尚需一段时间；此外北车大功率和谐机车交付的进度略有滞后。
- 毛利率仍在低位徘徊**：公司 1 季度的毛利率为 11.86%，略低于 09 年全年的 12.52%，也低于去年同期 13.71%。我们认为其中主要原因在于机车的交付以 7200KW 为主，而该产品铁道部的定价偏低；同时公司仍在交付低毛利率的首批 CRH3 型动车。随着首批 CRH3 型车的交付完毕，我们预计毛利率改善将会出现在 2、3 季度。
- 费用控制良好**：三项费用率的改善对公司 1 季度业绩贡献最大，其中管理费用率较去年同期下降 0.71 个百分点至 7.71%；财务费用率较去年同期下降了 1.15 个百分点至 0.41%，二者合计提升公司税前利润率近 2 个百分点。
- 产能压力较大**：公司 1 季度的预收帐款为 156 亿元，远高于南车的 54 亿元，一方面说明公司在手订单的充足，另一方面也说明公司迫切需要提升产能，将手中的订单转化为收入。

盈利预测和投资评级

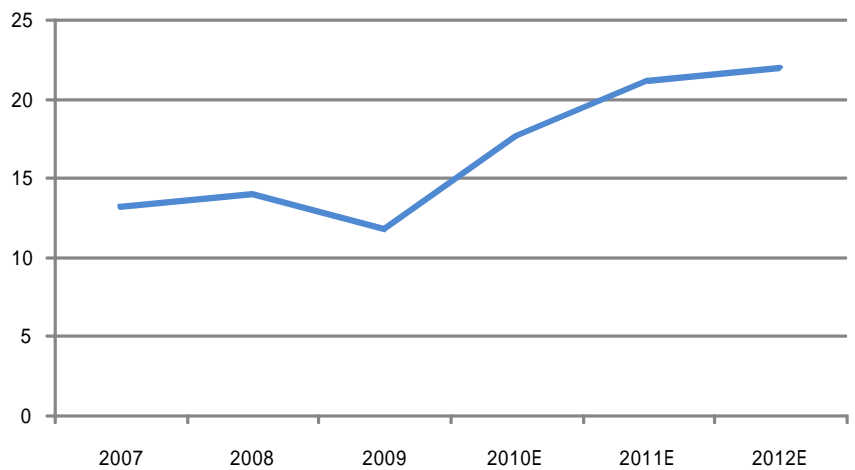
- 我们维持公司 10/11 年的 EPS 为 0.242/0.362 元的预测，维持“买入”评级。

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

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%

来源：国金证券研究所

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	1	7	10	12	16
买入	1	4	4	5	6
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.38	1.33	1.32	1.30

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
2 2010-04-21	买入	5.40	N/A

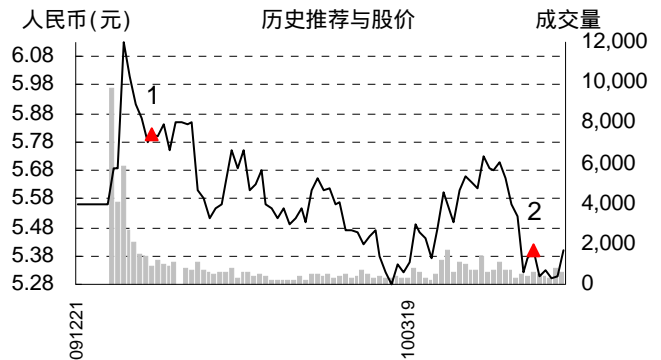
来源：国金证券研究所

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



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

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。

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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室