

2010年8月27日

# 中国北车

## 动车和城轨地铁爆发式增长

**买入**

**A** 601299.SS - 人民币 5.05  
 目标价格: 人民币 6.50

2010年上半年,公司实现收入248.8亿元,同比增长67.7%,归属于母公司的净利润实现6.33亿元,同比上升65.1%。主要是得益于政府大力投资建设铁路系统拉动下国内轨道交通设备需求强劲增长。公司的动车和城轨地铁车辆收入同比分别增长6倍和4倍,是上半年公司收入增长的主要引擎。由于工程机械和机电产品毛利下降以及上半年动车交付型号多为毛利较低的首批次,上半年公司整体毛利下滑2个百分点。我们维持目标价6.50元,对中国北车维持买入评级。

许民乐, CFA

 (8621) 6860 4866 分机 8589  
 minle.xu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090247

### 支撑评级的要点

- 公司动车业务同比增长超过6倍,随着中国高速、重载铁路的发展,对大功率机车需求持续上升,大批量的订单也进入了交付高峰期,我们预计机车产品的升级换代仍将拉动车未来的高速增长。
- 公司城轨地铁同比增长接近4倍,作为未来城市公共交通的重要组成部分,城轨地铁车辆未来的需求强劲。
- 公司货车业务2009年因为大客户国铁新造货车推迟采购招标大幅减少,2010年上半年招标正常,货车收入同比上升46%,恢复到正常水平。
- 公司为规避人民币升值风险与银行签订的固定汇率协议,由于上半年人民币对美元波动较小,在上半导致发生非经常性损益投资收益亏损9,600万元。

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(18)	(8)	3	-
相对新华富时A50指数(%)	7	(7)	3	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	8,300
流通股(%)	76
流通股市值(人民币 百万)	31,855
3个月日均交易额(人民币 百万)	163
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
中国北方机车车辆工业集团	61

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

### 估值

- 在国家大力投资铁路基础设施建设拉动内需的背景下,我们预计公司至少在未来2-3年实现高速增长。我们维持公司2010-2012年的盈利预测,基于25倍的2010年市盈率,我们维持公司目标价格人民币6.50元。维持买入评级。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	34,711	40,516	51,833	67,362	88,433
变动(%)	32	17	28	30	31
净利润(人民币百万)	1,131	1,316	2,141	2,941	3,853
全面摊薄每股收益(人民币)	0.195	0.159	0.258	0.354	0.464
变动(%)	(7.7)	(18.7)	62.8	37.3	31.0
市场预测每股收益(人民币)	-	-	0.236	0.359	0.480
核心每股收益(人民币)	0.195	0.159	0.258	0.354	0.464
变动(%)	(7.7)	(18.7)	62.8	37.3	31.0
市盈率(倍)	25.9	31.9	19.6	14.3	10.9
核心市盈率(倍)	25.9	31.9	19.6	14.3	10.9
每股现金流量(人民币)	0.70	0.21	0.26	0.29	0.26
价格/每股现金流量(倍)	7.2	23.9	19.4	17.7	19.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.0	14.0	9.8	7.8	6.4
每股股息(人民币)	0.000	0.024	0.039	0.053	0.070
股息率(%)	0.0	0.5	0.8	1.1	1.4

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

中银国际研究可在彭博 BOCR &lt;GO&gt;, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%;卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

图表 2.2010 年中报业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年上半年	2010 年上半年	同比变动%
销售收入	14,829	24,875	67.7
销售成本	(12,815)	(21,989)	71.6
毛利润	2,014	2,886	43.3
销售费用	(216)	(339)	57.1
管理费用	(1,261)	(1,595)	26.5
经营利润	538	952	77.1
财务成本	(224)	(111)	(50.6)
其他	208	17	(92.0)
税前利润	522	858	64.3
税金	(101)	(160)	57.8
少数股东权益	(37)	(64)	74.7
净利润	384	633	65.1
<b>盈利能力 (%)</b>			<b>百分点变动</b>
毛利率	13.58	11.60	(1.98)
经营利润率	3.62	3.83	0.20
净利率	2.59	2.55	(0.04)

资料来源：公司数据

## 靓丽的中期业绩

2010 年上半年，公司实现收入 248.8 亿元，同比增长 67.7%，归属于母公司的净利润实现 6.33 亿元，同比上升 65.1%。主要是得益于政府大力投资建设铁路系统拉动下国内轨道交通设备需求强劲增长。

但公司上半年综合毛利率为 11.6%，较上年同期下降 2 个百分点左右，主要原因是：1、上半年动车组收入增长了 6 倍，但交付的绝大部分属毛利率相对较低的首批产品；2、受市场竞争激烈影响，工程机械、机电产品等非铁路设备业务毛利率同比有所下降。我们预计随着动车交付的增加，公司生产规模扩大导致固定成本分摊减少，公司整体毛利率将有所回升。

公司为规避人民币升值风险与银行签订的固定汇率协议，由于上半年人民币对美元波动较小，在上半年导致发生非经常性损益投资收益亏损 9,600 万元。

图表 3.分产品收入

业务板块	2009 年金额(百万元)	2010 年金额(百万元)	增长率%
机车	3,777	5,702	51.0
客车（不含动车）	2,195	1,348	(38.6)
动车组	548	3,919	615.3
货车	2,669	3,903	46.3
城轨地铁车辆	419	2,014	380.4
风电设备、轨道工程机械等	2,985	4,133	38.5
其他	2,237	3,856	72.4
合计	14,829	24,875	67.7

资料来源：公司公告，中银国际研究

### 各业务板块分析

公司机车实现销售收入 57 亿元，同比增长 51%，仍保持较高的增速，随着中国高速、重载铁路的发展，对大功率机车需求持续上升，大批量的订单也进入了交付高峰期，我们预计机车产品的升级换代仍将拉动机车未来的高速增长；

客车（不含动车）业务同比下降 38.6%，我们预计未来越来越多的客车将会被动车组所替代，客车的增幅下降伴随着动车组的快速增长；

货车业务同比上升 46.3%，主要是大客户国铁新车采购招标在 09 年大幅推迟采购后今年恢复正常，货车业务收入回升；

动车组业务同比增长超过 6 倍，动车组市场需求旺盛，动车组订单交货量大幅增加，国内高速铁路线路的不断投入营运将带来越来越多的需求，预计未来两年年均增速将保持在 50%以上；

城轨地铁同比增长接近 4 倍，公司积极开拓国内和国际市场，上半年是沙特、泰国等国外订单开始进入交付期，城轨地铁车辆的产量和销售数量较上年有大幅增长。作为未来城市公共交通方式的重要组成部分，城轨地铁将有广阔的发展空间，随着国内二三城市的城轨建设进入高峰，我们预计城轨地铁车辆将保持 50%以上的高速增长。

风电设备、工程机械、等其他产业收入较上年同期也有较大的增长，主要是公司利用现有生产设施资源，发展相关多元市场，上半年在风电设备、铁路建设与养路机械、铁路起重装卸机械、铁路机车车辆配件等业务收入增长较快。

## 估值

在国家大力投资铁路基础设施建设拉动内需的背景下，我们预计公司至少在未来 2-3 年实现高速增长。我们维持公司 2010-2012 年的盈利预测，基于 25 倍的 2010 年市盈率，我们维持公司目标价格人民币 6.50 元。维持**买入**评级。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	34,711	40,516	51,833	67,362	88,433
销售成本	(29,640)	(35,555)	(44,618)	(57,816)	(75,901)
经营费用	(2,516)	(2,512)	(3,503)	(4,655)	(6,371)
息税折旧前利润	2,555	2,449	3,713	4,891	6,161
折旧及摊销	(858)	(1,332)	(1,605)	(1,918)	(2,172)
经营利润(息税前利润)	1,697	1,117	2,107	2,973	3,990
净利息收入/(费用)	(595)	(364)	(95)	(71)	(43)
其他收益/(损失)	329	855	725	864	995
税前利润	1,430	1,609	2,736	3,766	4,942
所得税	(155)	(195)	(410)	(565)	(741)
少数股东权益	(144)	(98)	(185)	(261)	(350)
净利润	1,131	1,316	2,141	2,941	3,853
核心净利润	1,131	1,316	2,141	2,941	3,853
每股收益(人民币)	0.195	0.159	0.258	0.354	0.464
核心每股收益(人民币)	0.195	0.159	0.258	0.354	0.464
每股股息(人民币)	0.000	0.024	0.039	0.053	0.070
收入增长(%)	32	17	28	30	31
息税前利润增长(%)	3	(34)	89	41	34
息税折旧前利润增长(%)	(2)	(4)	52	32	26
每股收益增长(%)	(8)	(19)	63	37	31
核心每股收益增长(%)	(8)	(19)	63	37	31

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	2,527	11,014	8,517	6,671	5,199
应收帐款	8,044	9,800	13,063	17,659	24,079
库存	9,346	11,712	15,306	20,623	28,111
其他流动资产	4,467	5,310	6,592	8,459	11,018
流动资产总计	24,385	37,836	43,477	53,412	68,406
固定资产	9,831	11,180	13,436	14,826	15,301
无形资产	6,006	5,682	5,641	5,602	5,566
其他长期资产	1,128	1,617	2,156	2,802	3,578
长期资产总计	16,964	18,479	21,232	23,230	24,445
总资产	41,349	56,314	64,709	76,643	92,852
应付帐款	13,065	15,597	19,450	25,045	32,672
短期债务	463	513	563	613	664
其他流动负债	14,852	16,619	19,707	23,834	29,341
流动负债总计	28,380	32,730	39,720	49,493	62,677
长期借款	2,975	2,375	1,775	1,175	576
其他长期负债	2,674	2,674	2,674	2,674	2,675
股本	5,800	8,300	8,300	8,300	8,300
储备	1,019	9,637	11,458	13,957	17,229
股东权益	6,819	17,937	19,758	22,257	25,529
少数股东权益	500	598	783	1,043	1,393
总负债及权益	41,349	56,314	64,709	76,643	92,851
每股帐面价值(人民币)	1.18	2.16	2.38	2.68	3.08
每股有形资产(人民币)	0.14	1.48	1.70	2.01	2.41
每股净负债/(现金)(人民币)	0.16	(0.98)	(0.74)	(0.59)	(0.48)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	1,430	1,609	2,736	3,766	4,942
折旧与摊销	858	1,332	1,605	1,918	2,172
净利息费用	595	364	95	71	43
运营资本变动	1,144	(863)	(1,323)	(2,177)	(3,469)
税金	(155)	(195)	(410)	(565)	(741)
其他经营现金流	172	(490)	(539)	(646)	(775)
经营活动产生的现金流	4,044	1,757	2,166	2,367	2,171
购买固定资产净值	(2,582)	(2,357)	(3,820)	(3,270)	(2,610)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	483	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(2,099)	(2,357)	(3,820)	(3,270)	(2,610)
净增权益	0	10,000	0	0	1
净增债务	(6,888)	(550)	(550)	(550)	(548)
支付股息	(946)	0	(197)	(321)	(441)
其他融资现金流	6,093	(364)	(95)	(71)	(43)
融资活动产生的现金流	(1,741)	9,086	(843)	(943)	(1,031)
现金变动	203	8,486	(2,497)	(1,846)	(1,470)
期初现金	2,324	2,527	11,014	8,517	6,671
公司自由现金流	1,957	(532)	(1,557)	(827)	(380)
权益自由现金流	(5,539)	(1,514)	(2,300)	(1,525)	(1,030)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	7.4	6.0	7.2	7.3	7.0
息税前利润率(%)	4.9	2.8	4.1	4.4	4.5
税前利润率(%)	4.1	4.0	5.3	5.6	5.6
净利率(%)	3.3	3.2	4.1	4.4	4.4
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.9	1.2	1.1	1.1	1.1
利息覆盖率(倍)	2.8	2.6	10.9	20.2	39.1
净权益负债率(%)	12.4	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.5	0.8	0.7	0.7	0.6
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	25.9	31.9	19.6	14.3	10.9
核心业务市盈率(倍)	25.9	31.9	19.6	14.3	10.9
目标价对应核心业务	64.6	79.5	48.8	35.6	27.1
市盈率(倍)					
市净率(倍)	4.3	2.3	2.1	1.9	1.6
价格/现金流(倍)	7.2	23.9	19.4	17.7	19.3
企业价值/息税折旧前	12.0	14.0	9.8	7.8	6.4
利润(倍)					
<b>周转率</b>					
存货周转天数	101.1	108.1	110.5	113.4	117.2
应收帐款周转天数	69.9	80.4	80.5	83.2	86.1
应付帐款周转天数	120.1	129.1	123.4	120.5	119.1
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	15.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	17.6	10.6	11.4	14.0	16.1
资产收益率(%)	4.1	2.0	3.0	3.6	4.0
已运用资本收益率(%)	17.0	7.4	10.0	12.7	15.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。



## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 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