

中国北车 (601299.SH)

铁路设备行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

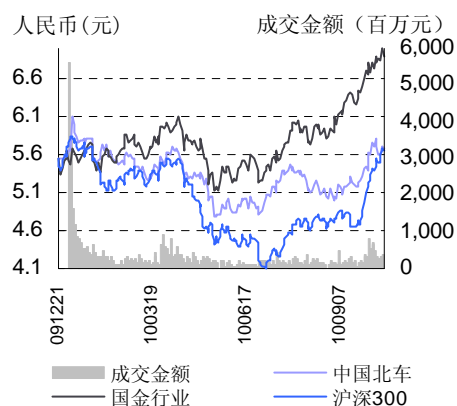
市价(人民币): 5.67元

毛利率大幅反弹, 2011年收入爆发增长

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)	47,061.00
年内股价最高最低(元)	6.11/4.79
沪深300指数	3481.08
上证指数	3051.42



相关报告

1. 《业绩符合预期》, 2010.8.27
2. 《机车订单符合预期, 路外市场持续开拓》, 2010.7.13
3. 《产能瓶颈犹存, 毛利率已触底》, 2010.4.29

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	0.386	0.468
每股净资产(元)	1.18	2.54	3.30	3.48	3.74
每股经营性现金流(元)	0.64	0.11	0.19	0.38	0.42
市盈率(倍)	N/A	38.67	21.95	13.80	11.36
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%	52.94%	59.03%	21.47%
净资产收益率(%)	16.58%	6.24%	5.65%	8.51%	9.62%
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

- 中国北车 2010 年前三季度实现销售收入 390.9 亿元, 同比增长 58.0%; 实现归属于母公司净利润 12.8 亿元, 同比增长 60.2%, 折合全面摊薄每股收益 0.15 元。其中第三季度单季实现销售收入 142.1 亿元, 同比增长 43.5%; 实现归属与母公司净利润 6.4 亿元, 同比增长 53.8%。

经营分析

- **毛利率大幅反弹:** 公司前三季度实现毛利率 13.15%, 其中第三季度单季实现毛利率高达 15.5%, 较上半年 11.8% 有显著提升。此前, 我们一直强调: 公司上半年交付的 32 列车中, 有 22 列属于毛利率较低的第一单。该项影响已消除, 公司的毛利率将回归正常轨道。稳健起见, 我们假设公司全年毛利率为 13.3%。
- **预收帐款持续增加:** 截至 3 季度末, 公司预收帐款高达 186 亿元, 较年初 144 亿元同比增长 30%。在公司动车组、机车的产能、生产流程的瓶颈得到加强后, 销售收入将获得高增长。
- **上调 2011 年收入预测 11%:** 2011 年将是公司销售收入爆发增长的一年, 其中动车组或将交付 120 标准列, 折合销售收入 280 亿元, 同比增长 100% 以上; 机车或将达到 170~180 亿元; 城轨车辆或将达到 60 亿元。我们将公司 2011 年销售收入由原先的 727 亿元上调至 813 亿元, 上调幅度为 11%。
- **三项费用率保持稳定:** 由于公司净利润率在 3%~4% 之间, 因此三项费用率的变动对最终业绩的影响巨大, 我们谨慎预计公司 10~12 年管理费用率分别为 7.05%、7.2% 及 7.1%, 已为公司盈利预测留足安全边际。

盈利调整及投资建议

- 我们预计公司 10-12 年可分别实现销售收入 555.7、816.8 及 932.9 亿元, 同比增长 37.1%、47.0% 及 14.2%; 可分别实现归属于母公司净利润 20.1、32.0 及 38.9 亿元, 折合每股收益 0.242、0.386 及 0.468 元, 同比分别增长 52.9%、59.0% 及 21.5%。10~12 年业绩上调 5%~10% 左右。
- 我们将中国北车作为未来 6~12 个月铁路设备的首选, 维持“买入”建议。

图表1: 中国北车收入分项详细拆分(百万元)

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
机车	3,947	5,523	8,045	9,045	12,976	17,188	19,941
新造	3,001	4,396	6,571	7,713	11,280	15,153	17,600
单价	6.76	9.64	10.12	11.87	12.22	12.34	12.47
交付(台)	444	456	649	650	923	1,228	1,412
维修	946	1,126	1,475	1,475	1,696	2,035	2,340
客车新造合计(含动车组)	2,506	3,835	4,816	6,271	13,816	31,214	36,479
客车(不含动车)	3,377	3,271	2,027	3,825	3,064	3,054	3,479
新造	2,232	2,115	1,045	2,716	1,879	1,691	1,776
单价	2.26	2.92	1.85	1.72	1.70	1.70	1.70
交付(辆)	989	724	564	1,579	1,105	995	1,045
维修	1,145	1,156	981	1,129	1,185	1,363	1,704
动车	274	1,721	3,771	3,554	10,752	28,160	33,000
新造	274	1,721	3,771	3,555	10,752	28,160	33,000
单价	15.19	8.96	14.28	11.11	16.80	22.00	22.00
交付(辆)	18	192	264	320	640	1,280	1,500
货车	6,214	7,130	8,884	6,710	8,154	9,424	10,458
新造	5,178	5,850	7,834	6,007	7,209	8,290	9,210
单价	0.32	0.35	0.41	0.45	0.45	0.45	0.45
交付(辆)	16,349	16,558	19,285	13,500	16,199	18,629	20,492
维修	1,036	1,280	1,051	700	945	1,134	1,247
城轨地铁	1,656	1,487	1,695	2,230	3,952	5,927	7,113
新造	1,656	1,487	1,695	2,231	3,952	5,927	7,113
单价	3.65	3.92	3.86	4.42	4.60	4.60	4.60
交付(辆)	453	379	439	505	858	1,287	1,545
工程机械机电产品	3,784	4,865	5,286	7,777	8,554	9,410	10,351
其他	1,729	2,375	5,003	7,376	8,113	8,519	8,945
营业收入合计	20,980	26,371	34,711	40,519	55,566	81,682	93,286
同比增长率		25.7%	31.6%	16.7%	37.1%	47.0%	14.2%

来源: 国金证券研究所

图表2: 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	12,976.49	17,188.28	19,940.78
增长率(YOY)	39.92%	45.68%	12.43%	43.46%	32.46%	16.01%
毛利率	10.80%	12.00%	12.00%	12.50%	13.00%	13.20%
销售成本(百万元)	4,926.14	7,079.95	7,959.93	11,354.43	14,953.80	17,308.60
增长率(YOY)	41.02%	43.72%	12.43%	42.64%	31.70%	15.75%
毛利(百万元)	596.44	965.45	1,085.44	1,622.06	2,234.48	2,632.18
增长率(YOY)	31.40%	61.87%	12.43%	49.44%	37.76%	17.80%
占总销售额比重	20.94%	23.18%	22.33%	23.35%	21.04%	21.38%
占主营业务利润比重	15.09%	18.87%	21.87%	21.99%	19.82%	20.30%
客车(不含动车组)						
销售收入(百万元)	3,271.16	2,026.61	3,824.94	3,064.13	3,054.00	3,479.28
增长率(YOY)	-3.13%	-38.05%	88.74%	-19.89%	-0.33%	13.93%
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	2,650.47	2,641.71	3,009.58
增长率(YOY)	-2.01%	-38.76%	88.74%	-19.43%	-0.33%	13.93%
毛利(百万元)	425.25	283.73	535.49	413.66	412.29	469.70
增长率(YOY)	-10.05%	-33.28%	88.74%	-22.75%	-0.33%	13.93%
占总销售额比重	12.40%	5.84%	9.44%	5.51%	3.74%	3.73%
占主营业务利润比重	10.76%	5.55%	10.79%	5.61%	3.66%	3.62%
动车组						
销售收入(百万元)	1,720.51	3,770.61	3,553.79	10,752.00	28,160.00	33,000.00
增长率(YOY)	529.06%	119.16%	-5.75%	202.55%	161.90%	17.19%
毛利率	15.90%	15.50%	10.40%	9.50%	13.00%	13.30%
销售成本(百万元)	1,446.94	3,186.17	3,184.20	9,730.56	24,499.20	28,611.00
增长率(YOY)	579.13%	120.20%	-0.06%	205.59%	151.78%	16.78%
毛利(百万元)	273.56	584.44	369.59	1,021.44	3,660.80	4,389.00
增长率(YOY)	352.58%	113.64%	-36.76%	176.37%	258.40%	19.89%
占总销售额比重	6.52%	10.86%	8.77%	19.35%	34.48%	35.38%
占主营业务利润比重	6.92%	11.42%	7.45%	13.85%	32.46%	33.84%
货车						
销售收入(百万元)	7,130.26	8,884.29	6,709.74	8,153.73	9,424.04	10,457.64
增长率(YOY)	14.74%	24.60%	-24.48%	21.52%	15.58%	10.97%
毛利率	14.00%	14.40%	8.00%	14.00%	14.50%	14.50%
销售成本(百万元)	6,132.02	7,604.95	6,172.96	7,012.21	8,057.56	8,941.28
增长率(YOY)	16.09%	24.02%	-18.83%	13.60%	14.91%	10.97%
毛利(百万元)	998.24	1,279.34	536.78	1,141.52	1,366.49	1,516.36
增长率(YOY)	7.09%	28.16%	-58.04%	112.66%	19.71%	10.97%
占总销售额比重	27.04%	25.60%	15.56%	14.67%	11.54%	11.21%
占主营业务利润比重	25.26%	25.01%	10.81%	15.48%	12.12%	11.69%
地铁城轨车辆						
销售收入(百万元)	1,487.11	1,694.72	2,229.66	3,951.50	5,927.25	7,112.71
增长率(YOY)	-10.18%	13.96%	31.57%	77.22%	50.00%	20.00%
毛利率	10.80%	10.50%	10.00%	10.10%	10.20%	10.20%
销售成本(百万元)	1,326.50	1,516.77	2,006.69	3,552.40	5,322.67	6,387.21
增长率(YOY)	-9.54%	14.34%	32.30%	77.03%	49.83%	20.00%
毛利(百万元)	160.61	177.95	222.97	399.10	604.58	725.50
增长率(YOY)	-15.13%	10.79%	25.30%	79.00%	51.49%	20.00%
占总销售额比重	5.64%	4.88%	5.50%	7.11%	7.26%	7.62%
占主营业务利润比重	4.06%	3.48%	4.49%	5.41%	5.36%	5.59%
工程机械机电产品						
销售收入(百万元)	4,864.72	5,285.99	7,776.75	8,554.43	9,409.87	10,350.86
增长率(YOY)	28.56%	8.66%	47.12%	10.00%	10.00%	10.00%
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	6,929.09	7,621.99	8,384.19
增长率(YOY)	28.77%	9.13%	58.45%	4.82%	10.00%	10.00%
毛利(百万元)	1,042.02	1,114.29	1,166.51	1,625.34	1,787.88	1,966.66
增长率(YOY)	27.78%	6.93%	4.69%	39.33%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	18.45%	15.23%	19.19%	15.40%	11.52%	11.10%
占主营业务利润比重	26.37%	21.78%	23.50%	22.04%	15.86%	15.16%
其他						
销售收入(百万元)	2,374.87	5,003.11	7,375.66	8,113.23	8,518.89	8,944.83
增长率(YOY)	37.35%	110.67%	47.42%	10.00%	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	6,961.15	7,309.21	7,674.67
增长率(YOY)	38.38%	123.71%	47.42%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利(百万元)	455.97	710.44	1,047.34	1,152.08	1,209.68	1,270.17
增长率(YOY)	33.19%	55.81%	47.42%	13.42%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	9.01%	14.41%	18.20%	14.60%	10.43%	9.59%
占主营业务利润比重	11.54%	13.89%	21.10%	15.62%	10.73%	9.79%
销售总收入(百万元)	26371.21	34710.72	40515.92	55565.50	81682.33	93286.09
销售总成本(百万元)	22419.11	29595.09	35551.79	48190.30	70406.14	80316.53
毛利(百万元)	3952.09	5115.63	4964.13	7375.20	11276.19	12969.57
平均毛利率	14.99%	14.74%	12.25%	13.27%	13.80%	13.90%

图表3: 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	55,566	81,682	93,286
增长率		31.6%	16.7%	37.1%	47.0%	14.2%
主营业务成本	-22,092	-29,507	-35,445	-48,190	-70,406	-80,317
%销售收入	83.8%	85.0%	87.5%	86.7%	86.2%	86.1%
毛利	4,279	5,203	5,071	7,375	11,276	12,970
%销售收入	16.2%	15.0%	12.5%	13.3%	13.8%	13.9%
营业税金及附加	-93	-133	-109	-144	-212	-243
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-437	-599	-578	-833	-1,225	-1,399
%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	-3,917	-5,881	-6,623
%销售收入	9.3%	8.0%	8.1%	7.1%	7.2%	7.1%
息税前利润 (EBIT)	1,292	1,697	1,117	2,480	3,957	4,704
%销售收入	4.9%	4.9%	2.8%	4.5%	4.8%	5.0%
财务费用	-354	-595	-364	-316	-344	-373
%销售收入	1.3%	1.7%	0.9%	0.6%	0.4%	0.4%
资产减值损失	-88	-61	-5	-188	-191	-97
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%	8.3%	5.2%	5.3%
营业利润	928	1,205	1,238	2,175	3,623	4,485
营业利润率	3.5%	3.5%	3.1%	3.9%	4.4%	4.8%
营业外收支	179	225	370	220	240	250
税前利润	1,107	1,430	1,609	2,395	3,863	4,735
利润率	4.2%	4.1%	4.0%	4.3%	4.7%	5.1%
所得税	-198	-155	-195	-264	-464	-568
所得税率	17.9%	10.9%	12.1%	11.0%	12.0%	12.0%
净利润	909	1,275	1,414	2,132	3,400	4,167
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	2,012	3,200	3,887
净利率	2.8%	3.3%	3.2%	3.6%	3.9%	4.2%

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	2,132	3,400	4,167
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	922	972	1,450	1,863	2,088
非经营收益	0	389	-139	90	6	10
营运资金变动	0	1,143	-1,322	-1,659	-1,144	-1,706
经营活动现金净流	0	3,728	925	2,013	4,125	4,558
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	-1,526	-1,590
筹资活动现金净流	0	-2,739	11,115	8,094	-1,623	-1,589
现金净流量	0	-1,110	8,896	5,567	-757	869

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	16,930	16,174	17,043
应收款项	0	8,044	12,586	15,702	22,756	25,691
存货	0	9,346	12,935	16,504	24,112	27,506
其他流动资产	0	4,467	7,088	8,194	11,971	13,254
流动资产	0	24,384	43,972	57,330	75,013	83,493
%总资产	#DIV/0!	59.0%	69.4%	71.5%	75.1%	76.6%
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%	19.5%	17.7%	16.8%
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%	28.5%	24.9%	23.4%
资产总计	0	41,349	63,341	80,232	99,942	109,032
短期借款	0	577	3,533	0	0	0
应付款项	0	23,375	32,793	38,829	55,343	60,961
其他流动负债	0	4,277	1,588	2,826	3,798	4,181
流动负债	0	28,230	37,913	41,655	59,141	65,143
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	43,975	61,461	67,464
普通股股东权益	0	6,819	21,085	35,591	37,614	40,421
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	80,232	99,942	109,032

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	0.386	0.468
每股净资产	#DIV/0!	1.176	2.540	3.295	3.483	3.743
每股经营现金净流	#DIV/0!	0.643	0.111	0.186	0.382	0.422
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	#DIV/0!	16.58%	6.24%	5.65%	8.51%	9.62%
总资产收益率	#DIV/0!	2.73%	2.08%	2.51%	3.20%	3.56%
投入资本收益率	#DIV/0!	11.26%	3.76%	5.94%	8.84%	9.74%
增长率						
主营业务收入增长率	25.69%	31.62%	16.72%	37.14%	742.44%	275.02%
EBIT增长率	75.89%	31.30%	-34.14%	121.94%	59.58%	18.87%
净利润增长率	463.80%	52.34%	16.34%	52.94%	59.03%	21.47%
总资产增长率	N/A	#DIV/0!	53.19%	26.67%	24.57%	9.09%
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	87.1	70.5	66.4
偿债能力						
净负债/股东权益	#DIV/0!	48.76%	-31.95%	-44.16%	-39.64%	-38.78%
EBIT利息保障倍数	3.6	2.8	3.1	7.8	11.5	12.6
资产负债率	#DIV/0!	82.30%	65.85%	54.81%	61.50%	61.88%

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	1	11	12	28
买入	0	0	6	6	11
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	1.33	1.33	1.31

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	5.79	N/A
2 2010-04-21	买入	5.38	N/A
3 2010-04-29	买入	5.31	7.39 ~ 7.39
4 2010-07-13	买入	5.10	N/A
5 2010-08-27	买入	5.02	N/A

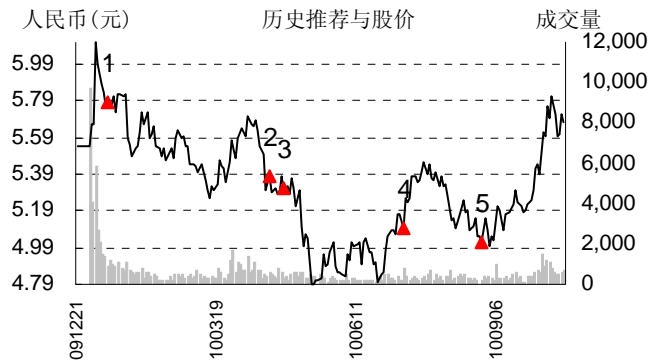
来源：国金证券研究所

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: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**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