

中性 调低

中国北车 (601299)

2011 年 08 月 12 日

召回全部 CRH380BL 型动车组影响后续业绩表现

机械行业首席分析师: 龙华
SAC 执业证书编号: S0850207120499
longh@htsec.com
021-23219411

6 个月目标价 4.5 元

事件:

中国北车发布公告: 在已暂停长客股份公司生产的 CRH380BL 型动车组出厂的基础上, 召回本公司所属子公司生产且已投入运营的 CRH380BL 型动车组 54 大列, 以对故障原因系统分析, 全面整改, 确保源头质量, 确保安全运营。整改合格后再交回用户使用。

公告称: 上述召回不影响公司与客户签订的购货合同, 召回车辆可能会发生部件更换等检测检修费用, 因目前对车辆没有进入实质检修阶段, 尚无法准确计算可能发生的费用。公司预计上述召回发生的检测检修费用将对 2011 年度经营业绩产生一定影响。

目前, 长客股份本年度交付计划中尚有 17 大列 CRH380BL 型动车组未予交付, 所涉合同金额约为 67 亿元人民币; 长客股份将尽快完成源头质量整改工作, 其年度经营目标不变。与此同时, 唐车公司所生产 CRH380BL 的交付不受该事件影响。

点评:

(1) 继 8 月 10 日铁道部决定中国北车长客股份 CRH380BL 型动车组暂停出厂之后仅 2 日, 北车下属长客和唐山两公司已出厂的所有动车组 54 大列折标准列 108 列因运行故障率高召回检测检修。我们认为这是在 7.23 温州铁路重大追尾事故后续全路安全大检查所带来的一系列后果之一。2011 年 8 月 10 日召开的国务院常务会议精神, 落实关于开展高速铁路及其在建项目安全大检查、适当降低新建高速铁路运营初期的速度、对已经批准但尚未开工的铁路建设项目及重新组织系统的安全评估等三项要求。此前, 中国北车即接到通知暂停长客股份公司生产的 CRH380BL 型动车组出厂, 8 月 11 日为迎接 8 月 16 日和 8 月 28 日分两次实施的铁路运输调图, 京沪高铁、沪宁高铁、沪杭高铁停售 8 月 15 日以后的高铁动车组和动车组车票, 8 月 12 日北车生产的全部 54 大列 CRH380BL 型动车组召回。我们认为这一系列事件息息相关, 环环相扣。

(2) 我们就 54 大列动车组召回检测检修费用按动车组 3-5 级修的估计维修费占新车价格比例进行了预测 (假设维修成本为估计维修费的 50%, 2011 年中国北车即可完成对 54 大列动车组的检修工作, 并验收合格出厂)。我们假设本次召回检测检修费用应不会达到五级修的程度, 估计应以低级别维修成本为参考。由于一、二级修为段修, 三级修以上为厂修, 而北车本次召回应以厂修成本为参考, 若按最低级别厂修三级修我们所估计的维修成本计算, 则中国北车 2011 年 EPS 将从 0.376 元下降为 0.348 元, 但若以四级修成本计算, 则对当年净利润影响较大, EPS 将下调为 0.266 元。

表 1 检测检修对当年盈利的影响分析

动车组	三级修	四级修	五级修
运营里程（万公里）	60	120	240
维修费/新车价（%）	2.5	10	30
维修成本（亿元/大列）	0.049	0.196	0.588
54 大列维修成本（亿元）	2.646	10.584	31.752
2011 年维修成本扣减的 EPS（元）	0.027	0.108	0.325
11 年扣除维修费后净利（亿元）	28.851	22.051	3.920
扣除维修费后 EPS（元）	0.348	0.266	0.047

资料来源：海通证券研究所

（3）由于数量较大的动车组回厂检修需要占用唐山厂和长客厂静调库和动调库等测试检修厂房长达几个月时间，在此期间估计即使没有被要求动车组暂停出厂的唐山厂也无法安排动车组新车的调试出厂，因此我们估计以后几个月北车剩余动车组订单将全部延迟出厂，不排除下半年动车组销售收入大幅下降的可能。另外，我们认为经历召回事件后将影响北车 CRH380 车型今后在市场上的竞争地位和市场份额。

我们按中国北车 CRH380BL 下线进度推算，受召回和暂停出厂影响，估计 2011 年下半年估计北车该车型动车组仅有 20 余标准列下线量，且影响后续北车新接动车组订单。我们考虑 CRH380BL 下线延迟且影响动车组毛利率，预计 2011-2012 年中国北车的 EPS 有可能下调为 0.234 元和 0.306 元（不考虑召回检修费用）。

若将召回检修费用和 CRH380BL 暂停下线的负面影响双重计算，则 2011-2012 年预计 EPS 将下调为 0.208 元和 0.306 元（召回检修成本以三级修估算）。若召回检修成本以四级修计算，则 2011-2012 年 EPS 将下调为 0.128 元和 0.306 元。

我们给予中国北车 2012 年 PE 水平 12-15 倍，对应股价区间为 3.7-4.5 元，下调对中国北车的评级为“中性”。

（4）风险提示：该事件说明我国高铁尚处于初期运营磨合期，并不能排除后期发现其他车辆或信号控制等问题的再度发生，这也是高铁概念股后期可能遇到的不可控风险。

信息披露

分析师声明

龙华：机械行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：时代新材、天马股份、晋亿实业、中国南车、中国北车、中集集团、杰瑞股份、东力传动、华东数控、昆明机床、三一重工、中联重科。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。