

## 中国北车 (601299.SH)

## 铁路设备行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

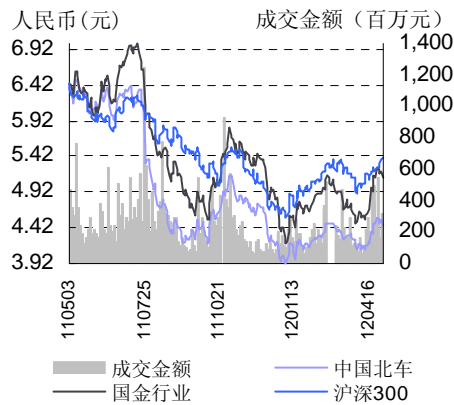
市价(人民币): 4.46元

## 经营保持平稳, 关注今年机车招标计划与进程

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)	3,142.13
总市值(百万元)	46,027.45
年内股价最高最低(元)	6.50/3.92
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



## 相关报告

- 《业绩略超预期,期待铁路资金状况改善》, 2012.4.12
- 《2011 年全年业绩预计增长 50%以上》, 2012.1.6
- 《收入增长较快,利润率承压》, 2011.10.31

罗立波 分析师 SAC 执业编号: S1130512010004  
(8621)61038326  
luolib@gjzq.com.cn

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130511030005  
(8621)61038289  
dongyaguang@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.230	0.360	0.304	0.359	0.417
每股净资产(元)	2.76	3.01	3.34	3.65	4.02
每股经营性现金流(元)	0.11	-0.30	0.32	0.53	0.61
市盈率(倍)	30.82	11.82	14.68	12.42	10.69
行业优化市盈率(倍)	143.38	64.12	64.12	64.12	64.12
净利润增长率(%)	45.12%	56.37%	5.02%	18.26%	16.16%
净资产收益率(%)	8.33%	11.96%	9.09%	9.84%	10.39%
总股本(百万股)	8,300.00	8,300.00	10,320.06	10,320.06	10,320.06

来源: 公司年报、国金证券研究所

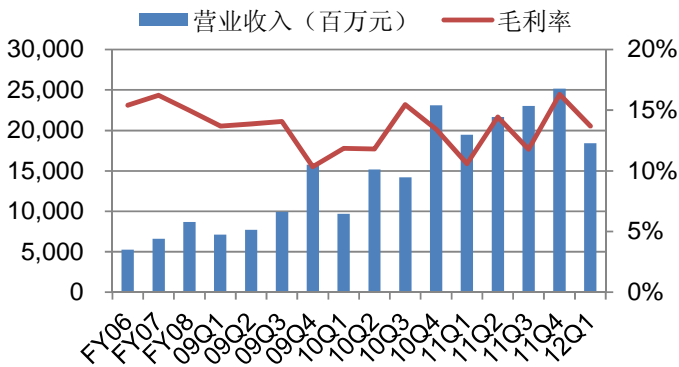
## 业绩简评

- 公司 1 季度实现营业收入 18,399 百万元, 同比减少 5.54%; 归属母公司股东的净利润为 664 百万元, 同比增长 8.22%, 按最新股本计算的 EPS 为 0.064 元, 公司业绩符合预期。

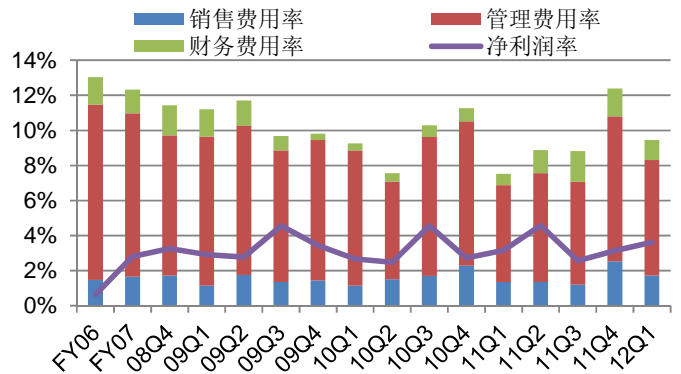
## 经营分析

- 铁路运输和投资形势:** 1 季度国内铁路旅客周转量为 2,492 亿人公里, 同比减少 2.01%; 货物周转量为 7,403 亿吨公里, 同比增长 3.35%。1-3 月, 铁路运输业完成固定资产投资 530 亿元, 同比减少 41.81%。目前国家对于铁路发展的支持态度逐渐明确, 铁道部全年的基础建设投资计划应可完成, 铁路投资应呈逐步恢复的状况。
- 铁路机车采购:** 1 季度全国铁路机车产量 352 台, 较上年同期下降 49.3%, 主要是铁道部 11 年基本未进行铁路机车招标, 预计公司原有铁道部机车订单在 12 年 2 季度逐渐交付完毕。1 季度全国客车产量 1,195 辆, 同比增长 23.5%, 货车产量 15,047 辆, 同比下降 13.8%。由于货车生产周期较短, 今年铁道部已进行首次招标, 全年产量应可实现适度增长; 目前困扰企业的仍然主要是机车订单不足, 而机车又是企业利润率较好的产品之一, 因此我们重点关注铁道部的机车招标重启时间。
- 利润率基本持平:** 公司 1 季度的综合毛利率为 13.69%, 比上年同期提升了 3.11 个百分点。公司营业利润率为 4.21%, 净利润率为 3.61%, 与上年同期基本持平。
- 财务费用增加较多:** 1 季度财务费用为 209 百万元, 同比增加了 64.27%, 主要是公司平均有息负债同比增加, 且平均利率高于上年同期所致。1 季度短期借款比年初增加了 5,329.6 百万元, 主要是公司偿付到期短期融资券后, 增加了部分银行借款。
- 资金压力有所缓解:** 公司 1 季度末的应收账款为 17,225 百万元, 较年初增加了 1,296 百万元。1 季度销售现金回款好于上年同期, 经营活动现金流为净流出 1,356 百万元, 比上年同期减少净流出 5,526 百万元。公司在 1 季度完成配股获得资金净额 68.7 亿元, 大大缓解了前期资金压力。

图表1: 公司各季度的销售收入和毛利率



图表2: 公司各季度的三项费用率和净利润率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 盈利预测和投资建议

- 我们维持公司盈利预测不变, 2012-2014 年营业收入分别为 91,013, 103,408 和 116,628 百万元, 净利润分别为 3,135, 3,707 和 4,306 百万元, EPS 分别为 0.304, 0.359 和 0.417 元。当前股价对应 12 年 14.8 倍 PE, 维持对公司的“买入”评级。

### 风险提示

- 铁道部 11 年基本未进行铁路机车招标, 公司原有订单陆续完成交付。机车作为利润率较高、收入占比较大的品种, 此项业务的下滑将对公司业绩形成负面影响。目前, 我们仍重点关注铁道部 12 年机车采购计划的制定和招标进程。

图表3: 分项业务预测

项 目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>机车</b>							
销售收入 (百万元)	8,045.40	9,045.37	14,921.04	18,469.18	14,775.34	17,730.41	20,389.97
增长率 (YOY)	45.68%	12.43%	64.96%	23.78%	-20.00%	20.00%	15.00%
毛利率	9.50%	11.00%	12.00%	12.40%	10.50%	11.50%	12.00%
毛利 (百万元)	764.31	994.99	1,790.53	2,290.18	1,551.41	2,039.00	2,446.80
增长率 (YOY)	12.52%	30.18%	79.95%	27.91%	-32.26%	31.43%	20.00%
<b>货车</b>							
销售收入 (百万元)	8,884.30	6,709.74	8,216.68	12,582.60	15,728.25	18,087.48	20,800.60
增长率 (YOY)	24.60%	-24.48%	22.46%	53.13%	25.00%	15.00%	15.00%
毛利率	15.80%	10.00%	11.00%	12.70%	12.70%	12.70%	12.70%
毛利 (百万元)	1,403.72	670.97	903.83	1,597.99	1,997.49	2,297.11	2,641.68
增长率 (YOY)	28.67%	-52.20%	34.70%	76.80%	25.00%	15.00%	15.00%
<b>客车 (不含动车)</b>							
销售收入 (百万元)	2,026.61	3,824.94	3,424.03	3,652.50	3,469.87	3,469.87	3,469.87
增长率 (YOY)	-38.05%	88.74%	-10.48%	6.67%	-5.00%	0.00%	0.00%
毛利率	10.00%	11.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	202.66	420.74	342.40	365.25	346.99	346.99	346.99
增长率 (YOY)	-56.98%	107.61%	-18.62%	6.67%	-5.00%	0.00%	0.00%
<b>动车组</b>							
销售收入 (百万元)	3,770.61	3,553.79	11,677.03	23,949.49	23,949.49	26,823.43	30,042.24
增长率 (YOY)	119.16%	-5.75%	228.58%	105.10%	0.00%	12.00%	12.00%
毛利率	21.80%	12.00%	14.80%	16.00%	17.20%	17.30%	17.30%
毛利 (百万元)	821.99	426.46	1,728.20	3,831.92	4,119.31	4,640.45	5,197.31
增长率 (YOY)	173.01%	-48.12%	305.25%	121.73%	7.50%	12.65%	12.00%
<b>城轨地铁车辆</b>							
销售收入 (百万元)	1,694.72	2,229.66	5,162.82	6,135.23	7,484.98	9,131.68	11,140.65
增长率 (YOY)	13.96%	31.57%	131.55%	18.83%	22.00%	22.00%	22.00%
毛利率	10.50%	11.00%	11.20%	12.00%	12.20%	12.40%	12.60%
毛利 (百万元)	177.95	245.26	578.24	736.23	913.17	1,132.33	1,403.72
增长率 (YOY)	-7.95%	37.83%	135.76%	27.32%	24.03%	24.00%	23.97%
<b>工程机械、机电产品</b>							
销售收入 (百万元)	5,285.99	7,776.75	8,996.06	9,438.01	8,966.10	9,862.72	10,651.73
增长率 (YOY)	8.66%	47.12%	15.68%	4.91%	-5.00%	10.00%	8.00%
毛利率	22.20%	18.00%	18.00%	16.00%	15.20%	15.20%	15.20%
毛利 (百万元)	1,173.49	1,399.82	1,619.29	1,510.08	1,362.85	1,499.13	1,619.06
增长率 (YOY)	9.65%	19.29%	15.68%	-6.74%	-9.75%	10.00%	8.00%
<b>其他</b>							
销售收入 (百万元)	5,003.11	7,375.66	9,786.67	15,126.18	16,638.79	18,302.67	20,132.94
增长率 (YOY)	110.67%	47.42%	32.69%	54.56%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	13.20%	12.40%	13.05%	11.05%	11.00%	11.00%	11.00%
毛利 (百万元)	660.41	914.58	1,277.16	1,671.44	1,830.27	2,013.29	2,214.62
增长率 (YOY)	39.04%	38.49%	39.64%	30.87%	9.50%	10.00%	10.00%
销售总收入 (百万元)	34710.74	40515.91	62184.32	89353.18	91012.83	103408.27	116628.02
销售总成本 (百万元)	29506.21	35443.09	53944.67	77350.09	78891.35	89439.96	100757.84
毛利 (百万元)	5204.53	5072.82	8239.65	12003.09	12121.48	13968.30	15870.18
平均毛利率	14.99%	12.52%	13.25%	13.43%	13.32%	13.51%	13.61%

来源: 国金证券研究所

图表4: 3张表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	40,516	62,184	89,353	91,013	103,408	116,628
增长率		53.5%	43.7%	1.9%	13.6%	12.8%
主营业务成本	-35,445	-53,943	-77,349	-78,891	-89,440	-100,758
%销售收入	87.5%	86.7%	86.6%	86.7%	86.5%	86.4%
毛利	5,071	8,241	12,004	12,121	13,968	15,870
%销售收入	12.5%	13.3%	13.4%	13.3%	13.5%	13.6%
营业税金及附加	-109	-179	-298	-273	-310	-350
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-578	-1,109	-1,468	-1,602	-1,841	-2,053
%销售收入	1.4%	1.8%	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%
管理费用	-3,266	-4,618	-5,847	-6,416	-7,342	-8,281
%销售收入	8.1%	7.4%	6.5%	7.1%	7.1%	7.1%
息税前利润 (EBIT)	1,117	2,334	4,391	3,830	4,475	5,187
%销售收入	2.8%	3.8%	4.9%	4.2%	4.3%	4.4%
财务费用	-364	-384	-1,225	-643	-623	-644
%销售收入	0.9%	0.6%	1.4%	0.7%	0.6%	0.6%
资产减值损失	-5	-85	-252	-87	-91	-112
公允价值变动收益	0	-41	31	0	0	0
投资收益	490	137	239	230	250	280
%税前利润	30.4%	5.9%	6.6%	6.2%	5.7%	5.5%
营业利润	1,238	1,962	3,183	3,330	4,011	4,711
营业利润率	3.1%	3.2%	3.6%	3.7%	3.9%	4.0%
营业外收支	370	371	431	400	400	400
税前利润	1,609	2,333	3,614	3,730	4,411	5,111
利润率	4.0%	3.8%	4.0%	4.1%	4.3%	4.4%
所得税	-195	-303	-509	-485	-573	-664
所得税率	12.1%	13.0%	14.1%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	1,414	2,030	3,105	3,245	3,837	4,446
少数股东损益	98	121	120	110	130	140
归属于母公司的净利润	1,316	1,909	2,985	3,135	3,707	4,306
净利率	3.2%	3.1%	3.3%	3.4%	3.6%	3.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	1,414	2,030	3,105	3,245	3,837	4,446
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	972	1,236	1,705	1,874	2,143	2,352
非经营收益	-139	104	562	409	160	212
营运资金变动	-1,322	-2,449	-7,901	-2,240	-680	-728
经营活动现金净流	925	920	-2,529	3,289	5,460	6,282
资本开支	-3,199	-7,203	-7,522	-1,045	-2,159	-1,460
投资	-56	-263	-1,458	-1	0	0
其他	110	319	208	230	250	280
投资活动现金净流	-3,144	-7,148	-8,772	-816	-1,909	-1,180
股权募资	13,645	31	56	6,884	0	0
债权募资	-1,800	664	12,503	-6,416	-225	306
其他	-730	-482	-622	-979	-1,326	-1,408
筹资活动现金净流	11,115	213	11,937	-511	-1,551	-1,102
现金净流量	8,896	-6,016	635	1,962	2,000	4,000

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	11,363	5,253	6,038	8,000	10,000	14,000
应收款项	12,586	11,537	17,442	19,025	21,537	24,201
存货	12,935	24,161	31,054	27,018	30,630	34,506
其他流动资产	7,088	10,417	8,605	7,922	8,977	10,109
流动资产	43,972	51,369	63,139	61,965	71,144	82,816
%总资产	69.4%	67.1%	65.6%	65.6%	68.3%	71.7%
长期投资	1,162	1,975	2,912	2,913	2,912	2,912
固定资产	11,962	16,366	21,925	21,765	22,450	22,242
%总资产	18.9%	21.4%	22.8%	23.0%	21.5%	19.3%
无形资产	6,080	6,733	8,036	7,851	7,675	7,504
非流动资产	19,369	25,240	33,125	32,532	33,039	32,660
%总资产	30.6%	32.9%	34.4%	34.4%	31.7%	28.3%
资产总计	63,341	76,609	96,264	94,497	104,184	115,476
短期借款	3,533	1,298	10,236	8,857	8,632	8,937
应付款项	32,793	42,548	44,161	46,906	53,214	59,967
其他流动负债	1,429	5,840	10,341	2,609	2,892	3,194
流动负债	37,755	49,685	64,737	58,372	64,737	72,098
长期贷款	920	22	220	220	220	221
其他长期负债	3,034	2,767	5,015	0	0	0
负债	41,710	52,475	69,972	58,592	64,957	72,318
普通股股东权益	21,085	22,911	24,969	34,472	37,663	41,454
少数股东权益	547	1,223	1,323	1,433	1,563	1,703
负债股东权益合计	63,341	76,609	96,264	94,497	104,184	115,476

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.159	0.230	0.360	0.304	0.359	0.417
每股净资产	2.540	2.760	3.008	3.340	3.650	4.017
每股经营现金净流	0.111	0.109	-0.303	0.319	0.529	0.609
每股股利	0.020	0.050	0.000	0.050	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	6.24%	8.33%	11.96%	9.09%	9.84%	10.39%
总资产收益率	2.08%	2.49%	3.10%	3.32%	3.56%	3.73%
投入资本收益率	3.76%	7.97%	10.27%	7.41%	8.10%	8.63%
增长率						
主营业务收入增长率	16.72%	53.48%	43.69%	1.86%	13.62%	12.78%
EBIT增长率	-34.14%	108.92%	88.09%	-12.77%	16.85%	15.90%
净利润增长率	16.34%	45.12%	56.37%	5.02%	18.26%	16.16%
总资产增长率	53.19%	20.95%	25.66%	-1.84%	10.25%	10.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	84.4	64.7	53.5	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	114.7	125.5	130.3	125.0	125.0	125.0
应付账款周转天数	111.9	95.9	92.5	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	84.1	69.3	63.0	69.7	63.7	55.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-31.95%	-16.46%	16.69%	2.91%	-3.01%	-11.29%
EBIT利息保障倍数	3.1	6.1	3.6	6.0	7.2	8.1
资产负债率	65.85%	68.50%	72.69%	62.00%	62.35%	62.63%

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	2	9	10	11	13
买入	2	10	10	11	18
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	1.52	1.51	1.51	1.53

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 2011-04-08	买入	6.98	N/A
2 2011-04-29	买入	6.54	N/A
3 2011-07-05	买入	6.33	N/A
4 2011-07-12	买入	6.11	N/A
5 2011-08-26	买入	4.54	N/A
6 2011-10-31	买入	4.93	N/A
7 2012-01-06	买入	3.97	N/A
8 2012-04-12	买入	4.17	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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B