

中国北车 (601299.SH) 铁路设备行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

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

行业迷茫之时推激励, 坚定发展信心

事件

中国北车发布公告: 董事会审议通过公司股票期权激励计划草案, 其主要内容如下:

- 1、首期计划拟授予的股票期权数量为 8603.7 万份, 占公司目前总股本 103.2 亿股的 0.83%, 行权价为 4.34 元。
- 2、激励对象包括公司董事长、总裁在内的 343 名中高层管理人员和技术骨干, 授予份数从 16.8 万到 42 万不等。
- 3、首期股票授予业绩条件为扣非后的 ROE 不低于 10%、营业收入增长不低于 12%, 公司 2011 年业绩满足条件。
- 4、首期股票期权在授予日起计算的第 2 周年、第 3 周年、第 4 周年分别生效 33%、33%和 34%。
- 5、期权分批生效的公司业绩条件为: (1) 每一批均要求前一年度营业收入增长率达到 15%以上且高于同行业平均水平; (2) 扣除非经常性损益的加权平均 ROE 分别达到 10.5%、11%、11.5%。
- 6、公司股权计划的有效期为 10 年, 原则上每两年授予一次。
- 7、激励计划实施条件: 经国务院国资委审核批准、中国证监会备案无异议、股东大会批准。

评论

覆盖面较广, 激励力度较大: 该股权激励计划覆盖面较广, 激励对象包括公司决策层、执行层的主要管理人员、各下属企业负责人、技术骨干等。股权激励方案的实施有利于联系公司管理层与流通股东的利益, 有利于吸引人才和激发员工的工作热情。与同行业上市公司相比, 授予期权数量更多, 而行权价格低一些。

行权的业绩要求较高: 按照上述计划, 第一批生效期在 2014 年, 对应的要求 2013 年营业收入增长 15%, 扣除非经常性损益的 ROE 达到 10.5%。公司 2012 年 1 季度末的净资产为 3.15 元, 按我们的预测, 2012 年的加权平均每股净资产应为 3.50 元, 对应扣除非经常性损益后的 EPS 为 0.37 元或以上, 即扣非后的净利润为 38 亿元以上, 较 2011 年扣非后的净利润 (26 亿元) 增长 46.1%。

行业迷茫之时, 坚定信心: 当前铁路投资正处于低潮, 根据铁道部统计, 1-4 月铁路固定资产投资完成 896 亿元, 同比下降 48.3%, 按目前的形势, 全年要实现 5,000 亿元的计划, 面临的压力巨大。由于经济下行较快, 政府一再表态要推进“十二五”规划重大项目按期实施, 已确定的铁路、节能环保等项目, 要加快前期工作进度。我们认为, 铁路要实现“十二五”规划确定的 12 万公里通车里程, 意味着 2012-2015 年每年要保持 6500-7000 公里的新增通车规模 (2011 年底的通车里程为 9.3 万公里), 也意味着 2012 年下半年至 2013 年必须要加紧开工一批新的铁路项目。因此, 上述目标足够高, 主要看政府决心有多大, 推进铁路融资体制改革的进度有多快。公司在当前低迷的投资形势推出股权激励方案, 也表明了其对于铁路设备未来持续发展的信心和提升业绩的决心。

投资建议

基于公司订单和交付进展, 我们小幅调整公司的盈利预测, 2012-2014 年营业收入分别为 90,174, 103,981 和 119,703 百万元, 净利润分别为 3,148, 3,932 和 4,661 百万元, EPS 分别为 0.305, 0.381 和 0.452 元, 上调幅度分别为 0.4%、6.0%和 8.2% (主要调整项为费用水平)。给予公司目标价为 4.88-5.33 元, 相当于 2012 年 16 倍 PE、2013 年 14 倍 PE, 维持对公司的“买入”评级。

图表1: 分项业务预测

项 目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
机车							
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%
货车							
销售收入 (百万元)	8,884.30	6,709.74	8,216.68	12,582.60	15,728.25	18,244.76	21,163.93
增长率 (YOY)	24.60%	-24.48%	22.46%	53.13%	25.00%	16.00%	16.00%
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	2,317.09	2,687.82
增长率 (YOY)	28.67%	-52.20%	34.70%	76.80%	25.00%	16.00%	16.00%
客车 (不含动车)							
销售收入 (百万元)	2,026.61	3,824.94	3,424.03	3,652.50	3,652.50	3,652.50	3,652.50
增长率 (YOY)	-38.05%	88.74%	-10.48%	6.67%	0.00%	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	365.25	365.25	365.25
增长率 (YOY)	-56.98%	107.61%	-18.62%	6.67%	0.00%	0.00%	0.00%
动车组							
销售收入 (百万元)	3,770.61	3,553.79	11,677.03	23,949.49	23,949.49	27,062.93	30,581.11
增长率 (YOY)	119.16%	-5.75%	228.58%	105.10%	0.00%	13.00%	13.00%
毛利率	21.80%	12.00%	14.80%	16.00%	17.30%	17.60%	17.70%
毛利 (百万元)	821.99	426.46	1,728.20	3,831.92	4,143.26	4,763.07	5,412.86
增长率 (YOY)	173.01%	-48.12%	305.25%	121.73%	8.13%	14.96%	13.64%
城轨地铁车辆							
销售收入 (百万元)	1,694.72	2,229.66	5,162.82	6,135.23	7,975.80	9,730.48	12,163.10
增长率 (YOY)	13.96%	31.57%	131.55%	18.83%	30.00%	22.00%	25.00%
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	973.05	1,206.58	1,532.55
增长率 (YOY)	-7.95%	37.83%	135.76%	27.32%	32.17%	24.00%	27.02%
工程机械、机电产品							
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	11,046.24
增长率 (YOY)	8.66%	47.12%	15.68%	4.91%	-5.00%	10.00%	12.00%
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	1,679.03
增长率 (YOY)	9.65%	19.29%	15.68%	-6.74%	-9.75%	10.00%	12.00%
其他							
销售收入 (百万元)	5,003.11	7,375.66	9,786.67	15,126.18	15,126.18	17,697.63	20,706.22
增长率 (YOY)	110.67%	47.42%	32.69%	54.56%	0.00%	17.00%	17.00%
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	1,663.88	1,946.74	2,277.68
增长率 (YOY)	39.04%	38.49%	39.64%	30.87%	-0.45%	17.00%	17.00%
销售总收入 (百万元)	34710.74	40515.91	62184.32	89353.18	90173.66	103981.42	119703.07
销售总成本 (百万元)	29506.21	35443.09	53944.67	77350.09	78116.48	89844.56	103301.08
毛利 (百万元)	5204.53	5072.82	8239.65	12003.09	12057.19	14136.86	16401.98
平均毛利率	14.99%	12.52%	13.25%	13.43%	13.37%	13.60%	13.70%

来源: 国金证券研究所

图表2: 三张报表摘要

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	90,174	103,981	119,703
增长率		53.5%	43.7%	0.9%	15.3%	15.1%
主营业务成本	-35,445	-53,943	-77,349	-78,116	-89,845	-103,301
%销售收入	87.5%	86.7%	86.6%	86.6%	86.4%	86.3%
毛利	5,071	8,241	12,004	12,057	14,137	16,402
%销售收入	12.5%	13.3%	13.4%	13.4%	13.6%	13.7%
营业税金及附加	-109	-179	-298	-271	-312	-359
%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	-1,587	-1,820	-2,083
%销售收入	1.4%	1.8%	1.6%	1.8%	1.8%	1.7%
管理费用	-3,266	-4,618	-5,847	-6,357	-7,279	-8,379
%销售收入	8.1%	7.4%	6.5%	7.1%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	1,117	2,334	4,391	3,842	4,727	5,581
%销售收入	2.8%	3.8%	4.9%	4.3%	4.5%	4.7%
财务费用	-364	-384	-1,225	-641	-615	-623
%销售收入	0.9%	0.6%	1.4%	0.7%	0.6%	0.5%
资产减值损失	-5	-85	-252	-86	-93	-119
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%	5.7%	6.6%	6.1%	5.4%	5.1%
营业利润	1,238	2,044	3,183	3,345	4,269	5,119
营业利润率	3.1%	3.3%	3.6%	3.7%	4.1%	4.3%
营业外收支	370	371	431	400	400	400
税前利润	1,609	2,415	3,614	3,745	4,669	5,519
利润率	4.0%	3.9%	4.0%	4.2%	4.5%	4.6%
所得税	-195	-303	-509	-487	-607	-717
所得税率	12.1%	12.5%	14.1%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	1,414	2,112	3,105	3,258	4,062	4,801
少数股东损益	98	121	120	110	130	140
归属于母公司的净利润	1,316	1,991	2,985	3,148	3,932	4,661
净利率	3.2%	3.2%	3.3%	3.5%	3.8%	3.9%

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	3,258	4,062	4,801
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	972	1,236	1,705	1,873	2,145	2,359
非经营收益	-139	104	562	407	151	192
营运资金变动	-1,322	-2,449	-7,901	-2,193	-761	-866
经营活动现金净流	925	920	-2,529	3,346	5,596	6,485
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	-6,475	-370	82
其他	-730	-482	-622	-977	-1,317	-1,388
筹资活动现金净流	11,115	213	11,937	-568	-1,687	-1,305
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	18,850	21,657	24,839
存货	12,935	24,161	31,054	26,752	30,769	35,377
其他流动资产	7,088	10,417	8,605	7,845	9,017	10,363
流动资产	43,972	51,369	63,139	61,447	71,443	84,579
%总资产	69.4%	67.1%	65.6%	65.4%	68.4%	72.1%
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%	23.2%	21.5%	19.0%
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%	34.6%	31.6%	27.9%
资产总计	63,341	76,609	96,264	93,979	104,482	117,239
短期借款	3,533	1,298	10,236	8,798	8,428	8,509
应付款项	32,793	42,548	44,161	46,453	53,467	61,497
其他流动负债	1,429	5,840	10,341	2,589	2,903	3,263
流动负债	37,755	49,685	64,737	57,841	64,798	73,269
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	58,060	65,018	73,490
普通股股东权益	21,085	22,911	24,969	34,485	37,901	42,046
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	93,979	104,482	117,239

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.159	0.240	0.360	0.305	0.381	0.452
每股净资产	2.540	2.760	3.008	3.342	3.673	4.074
每股经营现金净流	0.111	0.109	-0.303	0.324	0.542	0.628
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%	8.69%	11.96%	9.13%	10.37%	11.09%
总资产收益率	2.08%	2.60%	3.10%	3.35%	3.76%	3.98%
投入资本收益率	3.76%	8.02%	10.27%	7.44%	8.55%	9.25%
增长率						
主营业务收入增长率	16.72%	53.48%	43.69%	0.92%	15.31%	15.12%
EBIT增长率	-34.14%	108.92%	88.09%	-12.49%	23.01%	18.07%
净利润增长率	16.34%	51.37%	49.91%	5.45%	24.90%	18.55%
总资产增长率	53.19%	20.95%	25.66%	-2.37%	11.18%	12.21%
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	70.3	63.4	54.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-31.95%	-16.46%	16.69%	2.75%	-3.51%	-12.12%
EBIT利息保障倍数	3.1	6.1	3.6	6.0	7.7	9.0
资产负债率	65.85%	68.50%	72.69%	61.78%	62.23%	62.68%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-04-29	买入	6.54	N/A
2	2011-07-05	买入	6.33	N/A
3	2011-07-12	买入	6.11	N/A
4	2011-08-26	买入	4.54	N/A
5	2011-10-31	买入	4.93	N/A
6	2012-01-06	买入	3.97	N/A
7	2012-04-12	买入	4.17	N/A
8	2012-05-04	买入	4.50	N/A

来源：国金证券研究所



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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

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