

中国北车 (601299.SH)

铁路设备行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

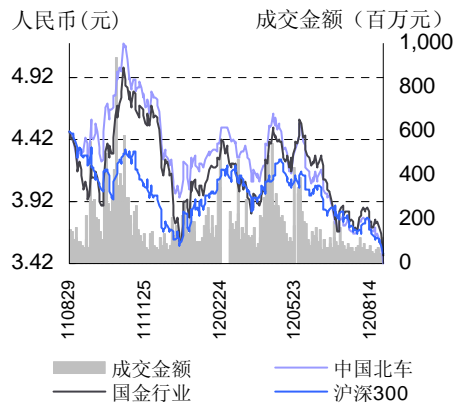
市价(人民币): 3.42元

业绩符合预期, 关注内部挖潜的贡献

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)	352.95
年内股价最高最低(元)	5.19/3.42
沪深 300 指数	2228.20
上证指数	2055.71



相关报告

- 《行业迷茫之时推激励, 坚定发展信心》, 2012.5.24
- 《经营保持平稳, 关注今年机车招标计划与进程》, 2012.5.4
- 《业绩略超预期, 期待铁路资金状况改善》, 2012.4.12

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)	0.240	0.360	0.306	0.381	0.456
每股净资产(元)	2.76	3.01	3.34	3.67	4.08
每股经营性现金流(元)	0.11	-0.30	0.35	0.55	0.63
市盈率(倍)	29.55	11.82	11.18	8.98	7.50
行业优化市盈率(倍)	187.14	11.80	12.16	12.16	12.16
净利润增长率(%)	51.37%	49.91%	5.78%	24.49%	19.74%
净资产收益率(%)	8.69%	11.96%	9.15%	10.37%	11.18%
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

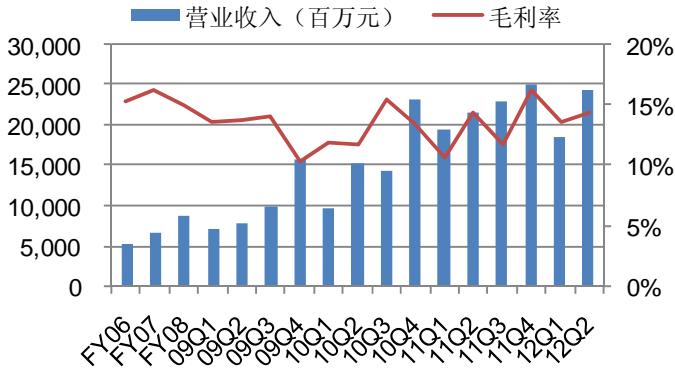
业绩简评

- 中国北车上半年实现营业收入 42,845 百万元, 同比增长 4.16%; 归属母公司股东的净利润 1,657 百万元, 同比增长 3.32%, 按最新股本计算的 EPS 为 0.161 元。据此测算, 公司 2 季度营业收入同比增长 12.90%, 净利润同比增长 0.28%。

行业分析

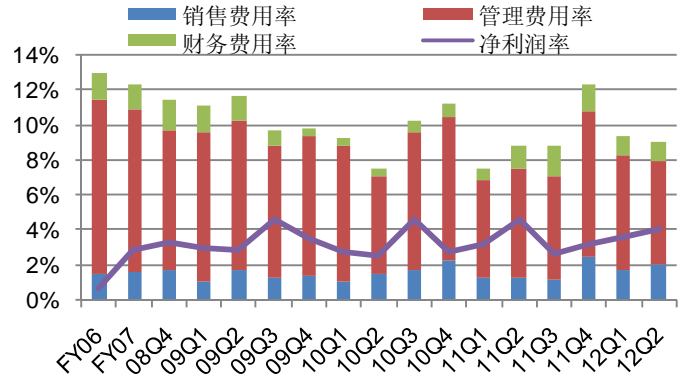
- 铁路基本建设:** 今年以来, 国家对于铁路发展的支持态度明确, 铁路投资呈现低位逐渐恢复状况。1-7 月, 铁路完成基本建设投资 1,884 亿元, 同比下降 33.5%。根据铁路建设债券募集说明书的表述, 铁道部已将今年的基本建设投资计划上调为 4,700 亿元, 较年初计划提高了 640 亿元。考虑年底结算较多, 将 12 月份折算为 1.5 个月, 则 7 月以后的月均投资额需要从目前的 400 多亿元上升至 500 多亿元。由于当前经济下行较快, 在“稳增长”的背景下, 全年铁路投资仍有追加提高的空间。今年以来, 发改委、铁道部等相继出台支持民间资本进入铁路行业的政策, 铁道部也放弃了对新建城际铁路的主导权, 中长期看, 这有利于铁路在融资体制方面的优化, 但相关的探索需要过程。
- 铁路车辆采购:** 今年 1-7 月, 铁道部公布的车辆购置和更新改造完成投资 373 亿元, 同比下降 4.0%。今年 1-7 月, 全国铁路机车累计产量 941 台, 较去年同期下降 30.9%, 这是因为铁道部 11 年基本未进行铁路机车招标, 而 12 年首批招标规模也仅有 600 多台。今年 1-7 月, 客车累计产量 4,331 辆, 同比增长 84.8%, 这主要是今年铁路普通客车在上半年交付集中所致; 同期, 铁路货车累计产量达到 40,820 辆, 同比增长 10.9%。今年初铁道部确定的货车采购达到 4 万辆(去年 3 万辆), 而路外企业采购自备车也比较积极, 因此上半年铁路货车产量保持了增长; 由于经济增速下滑对煤炭、铁矿石需求影响较大, 6 月以来铁路货运请车减少明显, 或对明年的铁路货车需求产生一定的抑制(货车的生产周期仅有 3 个月左右, 因此历年来, 货车产量与铁路货运的增速相关度较高)。

图表1: 公司单季度的营业收入和毛利率

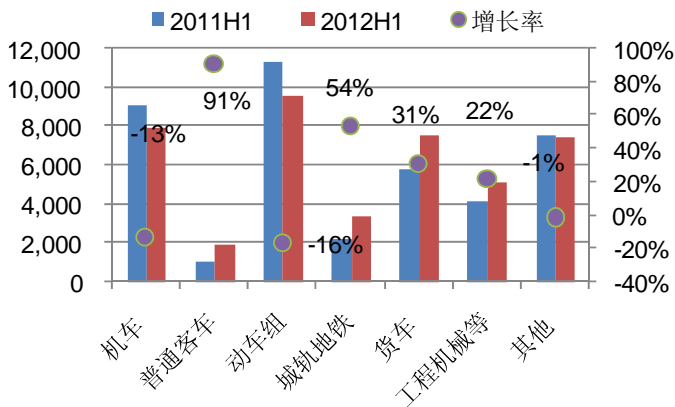


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 公司各季度的三项费用率和净利润率

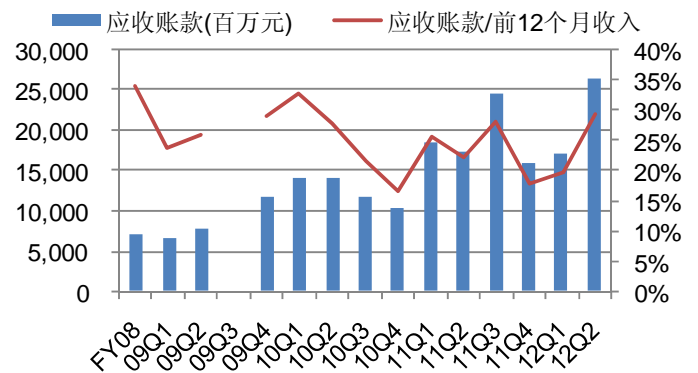


图表3: 公司分项业务销售收入 (百万元) 及增长率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 公司各季度的应收账款及相对收入比例



公司经营形势分析

- 分产品情况:** 上半年公司城轨地铁车辆、普通客车、货车、工程机械等业务销售收入增长较快, 而动车组、机车业务的收入贡献有所减少。其中, 动车组销售收入减少 16.1%, 这主要是去年京沪高铁配备车辆在上半年集中交付, 而今年上半年主要是汉宜高铁以及已运营线路增加配车, 对公司 CRH380B 系列需求量 (预计可达 40 列左右) 巨大的哈大高铁尚未通车, 从全年来看, 预计动车交付量仍将接近去年的水平。时隔一年之后, 铁道部上半年进行今年首批大规模的机车招标约 600 辆, 而全年有望达到 1,000 辆的水平, 并可能启动 8 轴 9600kw 大功率机车的招标。
- 分地区情况:** 今年上半年, 公司国际市场销售收入达到 4,481 百万元, 同比增长 107.9%, 占全部营业收入的比重首次超过 10% (达到 10.5%)。经过近几年快速发展, 特别是技术上的引进、吸收和再创新, 我国铁路设备行业已成为具有全球比较优势的产业。公司在国际市场的竞争力也是不断增强, 从今年首次向欧盟出口铁路机车、首次向法国出口货车、首次向欧洲出口动车组车体大部件等一系列突破来看, 海外市场的发展还有很大的空间。

- **订单情况：**公司上半年末的预收款项为 8,527 百万元，较年初减少了 2,813 百万元，这主要是动车组等产品大量交付所致，但我们预计公司目前手订单仍可达到 750 亿元左右，其中，2/3 将在今年下半年交付，因此，公司全年的收入增长有良好的保证。考虑各产品的生产周期和手持订单情况，下半年对公司比较重要的是动车组是否开展招标及其规模，以及今年第二批机车招标的情况。
- **关注内部挖潜对于提升利润率的贡献：**今年上半年公司的综合毛利率为 14.08%，较去年同期上升 1.47 个百分点。考虑到通常利润率较高的机车、动车组收入占比还有所下降，公司毛利率的提升应主要来自各项业务本身的利润率改善。这既与公司加强管理、严控成本有关，同时也是关键零部件自制率提升所致。例如，上半年子公司大连电牵引中心在城轨地铁的网络控制系统、牵引系统等均取得积极突破，而机车、动车组的控制、牵引、制动等重要系统自制也将进一步提高产品的利润率。目前公司净利润率不足 4%，内部挖潜对于公司业绩的增长将有持续、可观的贡献。
- **应收账款比例增加：**公司上半年应收账款为 26,600 百万元，较年初增加了 10,671 百万元，主要是客户迟滞支付货款以及出口业务收入增长回款周期较长所致。应收账款占前 12 个月收入的比例为 29.21%，比年初增加了 11 个百分点，也比上年同期高出 6.99 个百分点。考虑到铁道部的信用资质高，上述应收账款形成实际损失的风险很小，但公司现金流的改善仍取决于铁道部的资金状况。
- **公司董事会同时通过决议：**子公司唐车公司与武汉地铁、湖北联投等合资成立武汉北车轨道装备有限公司（面向区域和周边市场），其中唐车出资 1.8 亿元占 90% 股份；将股权激励业绩目标条件从年营业收入在三个年度分别增长 15%、15%、15% 修改为分别增长 15%、17%、19%（按授予条件的满足情况，上述为 2013-2015 年的营业收入增长目标）。

盈利预测和投资建议

- 我们基本维持公司的业绩预测不变，2012-2014 年营业收入分别为 89,936、103,452 和 119,377 百万元，净利润分别为 3,158、3,931 和 4,707 百万元，EPS 分别为 0.306、0.381 和 0.456 元。
- 公司当前股价仅对应 2012 年 11.2 倍 PE，考虑公司在国际市场拓展、内部挖潜增效方面的空间和进展，我们继续给予公司“增持”的投资建议。

风险提示

- 高铁线路建设进程的不确定性对动车组需求存在较大的影响。根据铁道部年初的计划，今年将有京石武、汉宜、哈大等多条高铁线路实现通车，而明年实现通车相对确定的是厦深高铁、柳宁高铁等，其他线路的建设进程仍取决于铁道部的资金状况和工作效率。

图表5: 分项业务预测

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
机车						
销售收入 (百万元)	9,045.37	14,921.04	18,469.18	15,144.73	18,476.57	21,248.05
增长率 (YOY)	12.43%	64.96%	23.78%	-18.00%	22.00%	15.00%
毛利率	11.00%	12.00%	12.40%	11.50%	11.80%	12.00%
毛利 (百万元)	994.99	1,790.53	2,290.18	1,741.64	2,180.23	2,549.77
增长率 (YOY)	30.18%	79.95%	27.91%	-23.95%	25.18%	16.95%
货车						
销售收入 (百万元)	6,709.74	8,216.68	12,582.60	15,728.25	15,728.25	17,301.07
增长率 (YOY)	-24.48%	22.46%	53.13%	25.00%	0.00%	10.00%
毛利率	10.00%	11.00%	12.70%	13.20%	13.20%	13.20%
毛利 (百万元)	670.97	903.83	1,597.99	2,076.13	2,076.13	2,283.74
增长率 (YOY)	-52.20%	34.70%	76.80%	29.92%	0.00%	10.00%
客车(不含动车)						
销售收入 (百万元)	3,824.94	3,424.03	3,652.50	4,017.75	4,419.52	4,861.47
增长率 (YOY)	88.74%	-10.48%	6.67%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	11.00%	10.00%	10.00%	10.50%	10.50%	10.50%
毛利 (百万元)	420.74	342.40	365.25	421.86	464.05	510.45
增长率 (YOY)	107.61%	-18.62%	6.67%	15.50%	10.00%	10.00%
动车组						
销售收入 (百万元)	3,553.79	11,677.03	23,949.49	22,033.53	24,457.22	26,902.94
增长率 (YOY)	-5.75%	228.58%	105.10%	-8.00%	11.00%	10.00%
毛利率	12.00%	14.80%	16.00%	19.00%	19.20%	19.40%
毛利 (百万元)	426.46	1,728.20	3,831.92	4,186.37	4,695.79	5,219.17
增长率 (YOY)	-48.12%	305.25%	121.73%	9.25%	12.17%	11.15%
城轨地铁车辆						
销售收入 (百万元)	2,229.66	5,162.82	6,135.23	7,975.80	9,570.96	11,963.70
增长率 (YOY)	31.57%	131.55%	18.83%	30.00%	20.00%	25.00%
毛利率	11.00%	11.20%	12.00%	13.00%	13.30%	13.50%
毛利 (百万元)	245.26	578.24	736.23	1,036.85	1,272.94	1,615.10
增长率 (YOY)	37.83%	135.76%	27.32%	40.83%	22.77%	26.88%
工程机械、机电产品						
销售收入 (百万元)	7,776.75	8,996.06	9,438.01	9,909.91	11,891.89	14,032.43
增长率 (YOY)	47.12%	15.68%	4.91%	5.00%	20.00%	18.00%
毛利率	18.00%	18.00%	16.00%	15.20%	15.20%	15.20%
毛利 (百万元)	1,399.82	1,619.29	1,510.08	1,506.31	1,807.57	2,132.93
增长率 (YOY)	19.29%	15.68%	-6.74%	-0.25%	20.00%	18.00%
其他						
销售收入 (百万元)	7,375.66	9,786.67	15,126.18	15,126.18	18,907.72	23,067.42
增长率 (YOY)	47.42%	32.69%	54.56%	0.00%	25.00%	22.00%
毛利率	12.40%	13.05%	11.05%	11.20%	11.30%	11.40%
毛利 (百万元)	914.58	1,277.16	1,671.44	1,694.13	2,136.57	2,629.69
增长率 (YOY)	38.49%	39.64%	30.87%	1.36%	26.12%	23.08%
销售总收入 (百万元)	40515.91	62184.32	89353.18	89936.14	103452.12	119377.09
销售总成本 (百万元)	35443.09	53944.67	77350.09	77272.84	88818.85	102436.24
毛利 (百万元)	5072.82	8239.65	12003.09	12663.30	14633.28	16940.85
平均毛利率	12.52%	13.25%	13.43%	14.08%	14.14%	14.19%

来源: 国金证券研究所 (注: 公司未披露分项业务的毛利率, 上述毛利率数据为推测数值)

图表6: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	40,516	62,184	89,353	89,936	103,452	119,377	货币资金	11,363	5,253	6,038	8,000	10,000	14,000
增长率		53.5%	43.7%	0.7%	15.0%	15.4%	应收款项	12,586	11,537	17,442	18,800	21,546	24,772
主营业务成本	-35,445	-53,943	-77,349	-77,273	-88,819	-102,436	存货	12,935	24,161	31,054	26,463	30,417	35,081
%销售收入	87.5%	86.7%	86.6%	85.9%	85.9%	85.8%	其他流动资产	7,088	10,417	8,605	7,760	8,915	10,277
毛利	5,071	8,241	12,004	12,663	14,633	16,941	流动资产	43,972	51,369	63,139	61,024	70,879	84,129
%销售收入	12.5%	13.3%	13.4%	14.1%	14.1%	14.2%	%总资产	69.4%	67.1%	65.6%	66.2%	69.4%	73.0%
营业税金及附加	-109	-179	-298	-270	-310	-358	长期投资	1,162	1,975	2,912	2,913	2,912	2,912
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	11,962	16,366	21,925	20,333	20,675	20,647
营业费用	-578	-1,109	-1,468	-1,799	-2,069	-2,388	%总资产	18.9%	21.4%	22.8%	22.1%	20.2%	17.9%
%销售收入	1.4%	1.8%	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%	无形资产	6,080	6,733	8,036	7,851	7,675	7,504
管理费用	-3,266	-4,618	-5,847	-6,403	-7,242	-8,356	非流动资产	19,369	25,240	33,125	31,099	31,264	31,065
%销售收入	8.1%	7.4%	6.5%	7.1%	7.0%	7.0%	%总资产	30.6%	32.9%	34.4%	33.8%	30.6%	27.0%
息税前利润 (EBIT)	1,117	2,334	4,391	4,191	5,012	5,839	资产总计	63,341	76,609	96,264	92,123	102,143	115,194
%销售收入	2.8%	3.8%	4.9%	4.7%	4.8%	4.9%	短期借款	3,533	1,298	10,236	7,311	6,564	6,765
财务费用	-364	-384	-1,225	-792	-705	-605	应付款项	32,793	42,548	44,161	46,071	52,963	61,093
%销售收入	0.9%	0.6%	1.4%	0.9%	0.7%	0.5%	其他流动负债	1,429	5,840	10,341	2,574	2,883	3,246
资产减值损失	-5	-85	-252	-86	-92	-119	流动负债	37,755	49,685	64,737	55,956	62,411	71,104
公允价值变动收益	0	41	31	0	0	0	长期贷款	920	22	220	220	220	221
投资收益	490	137	239	210	230	250	其他长期负债	3,034	2,767	5,015	0	0	0
%税前利润	30.4%	5.7%	6.6%	5.5%	4.8%	4.4%	负债	41,710	52,475	69,972	56,175	62,630	71,325
营业利润	1,238	2,044	3,183	3,523	4,445	5,365	普通股股东权益	21,085	22,911	24,969	34,495	37,910	42,100
营业利润率	3.1%	3.3%	3.6%	3.9%	4.3%	4.5%	少数股东权益	547	1,223	1,323	1,453	1,603	1,768
营业外收支	370	371	431	300	300	300	负债股东权益合计	63,341	76,609	96,264	92,123	102,143	115,194
税前利润	1,609	2,415	3,614	3,823	4,745	5,665							
利润率	4.0%	3.9%	4.0%	4.3%	4.6%	4.7%	比率分析						
所得税	-195	-303	-509	-535	-664	-793		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税率	12.1%	12.5%	14.1%	14.0%	14.0%	14.0%	每股指标						
净利润	1,414	2,112	3,105	3,288	4,081	4,872	每股收益	0.159	0.240	0.360	0.306	0.381	0.456
少数股东损益	98	121	120	130	150	165	每股净资产	2.540	2.760	3.008	3.343	3.673	4.079
归属于母公司的净利润	1,316	1,991	2,985	3,158	3,931	4,707	每股经营现金净流	0.111	0.109	-0.303	0.349	0.551	0.628
净利率	3.2%	3.2%	3.3%	3.5%	3.8%	3.9%	每股股利	0.020	0.050	0.050	0.050	0.050	0.050
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	6.24%	8.69%	11.96%	9.15%	10.37%	11.18%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	2.08%	2.60%	3.10%	3.43%	3.85%	4.09%
净利润	1,414	2,030	3,105	3,288	4,081	4,872	投入资本收益率	3.76%	8.02%	10.27%	8.29%	9.31%	9.87%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	972	1,236	1,705	1,806	1,986	2,179	主营业务收入增长率	16.72%	53.48%	43.69%	0.65%	15.03%	15.39%
非经营收益	-139	104	562	679	361	303	EBIT增长率	-34.14%	108.92%	88.09%	-4.54%	19.59%	16.49%
营运资金变动	-1,322	-2,449	-7,901	-2,168	-746	-876	净利润增长率	16.34%	51.37%	49.91%	5.78%	24.49%	19.74%
经营活动现金净流	925	920	-2,529	3,604	5,682	6,478	总资产增长率	53.19%	20.95%	25.66%	-4.30%	10.88%	12.78%
资本开支	-3,199	-7,203	-7,522	355	-1,759	-1,560	资产管理能力						
投资	-56	-263	-1,458	-1	0	0	应收账款周转天数	84.4	64.7	53.5	70.0	70.0	70.0
其他	110	319	208	210	230	250	存货周转天数	114.7	125.5	130.3	125.0	125.0	125.0
投资活动现金净流	-3,144	-7,148	-8,772	564	-1,529	-1,310	应付账款周转天数	111.9	95.9	92.5	100.0	100.0	100.0
股权募资	13,645	31	56	6,884	0	0	固定资产周转天数	84.1	69.3	63.0	64.7	57.4	49.7
债权募资	-1,800	664	12,503	-7,963	-746	201	偿债能力						
其他	-730	-482	-622	-1,128	-1,407	-1,369	净负债/股东权益	-31.95%	-16.46%	16.69%	-1.39%	-8.22%	-16.06%
筹资活动现金净流	11,115	213	11,937	-2,206	-2,153	-1,168	EBIT利息保障倍数	3.1	6.1	3.6	5.3	7.1	9.7
现金净流量	8,896	-6,016	635	1,962	2,000	4,000	资产负债率	65.85%	68.50%	72.69%	60.98%	61.32%	61.92%

来源: 国金证券研究所

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
买入	0	1	3	4	20
增持	1	2	2	2	18
中性	1	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	2.50	2.17	1.92	1.79	1.63

来源：朝阳永续

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

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：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

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