



货车和城轨地铁业务增长迅速，下半年动车和机车业务或将恢复

2012年8月27日

强烈推荐/维持

中国北车

财报点评

——中国北车（601299）半年报财报点评

王明德

执业证书编号：S1480511100001

联系人：贺宝华

hebh@dxzq.net.cn

010-6655 4045

事件：

公司公布 2012 年半年报，2012 年 1-6 月公司实现营业收入 428.45 亿元，同比增长 4.16%，利润总额为 20.82 亿元，同比增长 5.75%，归属于公司普通股股东的净利润为 16.57 亿元，同比增长 3.32%。

公司分季度财务指标

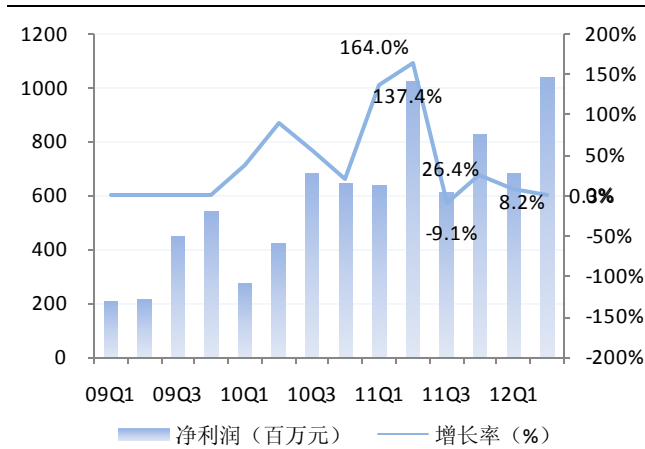
指标	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入（百万元）	23096.3	19479.0	21653.4	23049.1	25171.6	18398.9	24446.3
增长率（%）	46.3%	100.9%	42.7%	62.2%	9.0%	-5.5%	12.9%
毛利率（%）	13.4%	10.6%	14.4%	11.8%	16.3%	13.7%	14.4%
期间费用率（%）	11.3%	7.5%	8.9%	8.8%	12.4%	9.4%	9.1%
营业利润率（%）	1.7%	3.6%	5.4%	2.8%	2.6%	4.2%	4.8%
净利润（百万元）	647.4	639.9	1026.7	611.5	826.8	685.0	1040.1
增长率（%）	21.7%	137.4%	164.0%	-9.1%	26.4%	8.2%	0.3%
每股盈利（季度，元）	0.08	0.07	0.12	0.07	0.10	0.06	0.10
资产负债率（%）	68.7%	75.8%	74.8%	76.3%	73.0%	69.0%	69.1%
净资产收益率（%）	2.7%	2.6%	4.1%	2.4%	3.1%	2.0%	3.0%
总资产收益率（%）	0.8%	0.6%	1.0%	0.6%	0.9%	0.6%	0.9%

评论：

积极因素：

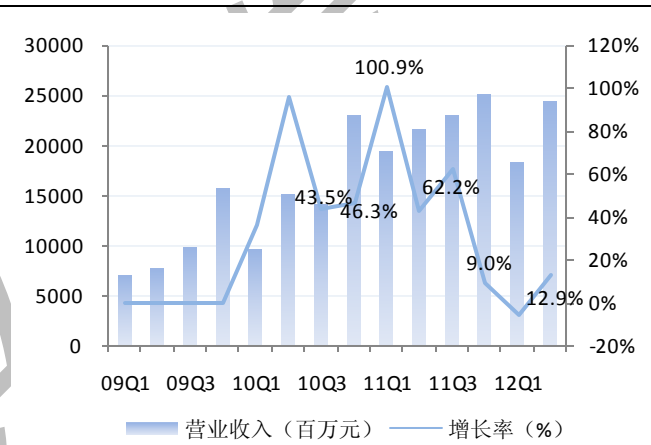
- **国内外旺盛城轨地铁需求刺激公司该业务迅速增长。**我国地铁城轨2012年将新增653.79公里，大约需要3000辆城轨地铁，同比增长50%，而且泰国、孟加拉、沙特、伊朗等国对城轨地铁需求量较大，因此公司承接的城轨地铁出口订单的交付量超过上年同期，这两方面促使公司城轨地铁业务同比增长53.71%。
- **国际铁路货车付苏和国内企业自备车拉升公司货车业务。**由于澳大利亚和哈萨克斯坦等国家铁路货车需求旺盛，加上国内企业自备车订单增加，因此公司货车业务收入同比增长 30.88%。
- **毛利率提升。**2012 年上半年公司毛利较上年同期有所增长，毛利率也较上年同期有所提高，主要原因是报告期内公司大力开展管理提升活动，推进管理创新创效工作，严格控制成本费用，挖潜增效，带动公司毛利率的提高和毛利的增长。

图 1：中国北车分季度净利润及增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：中国北车分季度收入及增速

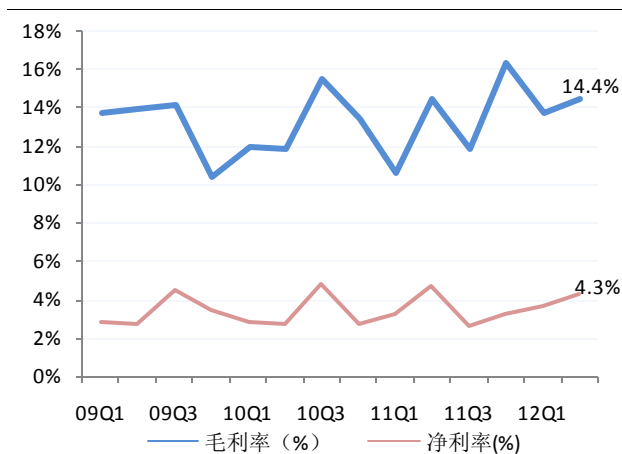


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

不利因素：

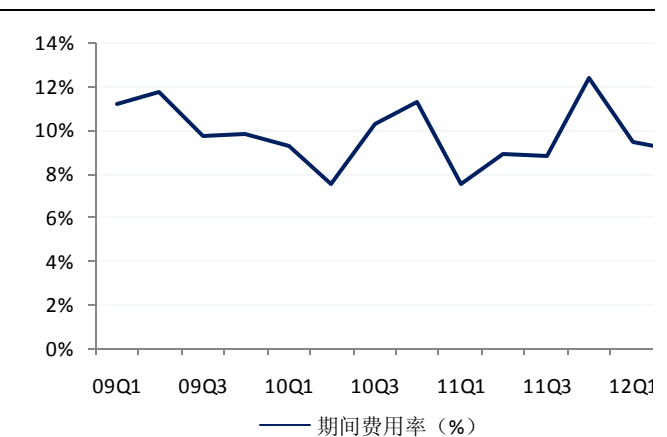
- **机车业务收入同比下降，主要是公司报告期内大功率机车交付率下降所致。**今年上半年铁道部采购约 600 余台机车，主要为大功率交流传动六轴 7200kW 电力机车，公司斩获较多订单，但是由于 2011 年铁路建设资金出现紧张，铁道部几乎没有启动机车的招标，因此公司上半年机车收入同比下降-13.03%。下半年铁道部或将启动 8 轴 9600 千瓦机车招标，将会促使公司机车业务恢复。
- **动车组交付计划延缓导致动车组收入下降。**由于上半年公司动车组交付计划延缓，因此动车组收入相应减少 16.05%，但是考虑到下半年铁道部将启动 250km 动车招标，随着公司动车组逐渐交付，公司动车全年将实现正增长。
- **铁道部延迟付款增加公司应收账款。**由于铁道部资金紧张造成回款减慢和出口业务回款周期较长等原因，2012 年上半年末应收账款净额增加 67%，但是今年 7 月份铁道部固定资产投资为 479.63 亿元，同比增长 8%，出现首次反转，因此我们认为下半年铁道部回款问题将会得到解决。

图 3：中国北车分季度净利润及增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4：中国北车分季度费用率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

业务展望：

- **铁路体制转变，经营主体下移，铁路局的市场主体地位逐步确立。**我们认为铁路局的市场主体地位逐步确立是铁道部改革的一个信号，经营主体的下移有利于铁路行业市场化，并且地方铁路局与地方政府合作更加方便，或将加速城际高铁的建设速度，为公司的发展提供新的机遇。

盈利预测与投资建议：

随着下半年铁路建设投资到位和公司动车和新型机车逐步交付，我们预计公司12-14年EPS为分别为0.33元、0.37元和0.41元，当前股价对应PE分别为10倍、9倍和8倍，维持“强烈推荐”评级。

表 1：投资组合盈利预测和估值

万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	62,184.32	89,353.18	97,844.96	111,317.57	126,112.90
增长率（%）	53.48%	43.69%	9.50%	13.77%	13.29%
净利润（百万元）	1,909.09	2,985.17	3,405.36	3,769.51	4,182.63
增长率（%）	45.12%	56.37%	14.08%	10.69%	10.96%
每股收益(元)	0.230	0.360	0.330	0.365	0.405
净资产收益率（%）	8.33%	11.96%	11.80%	12.18%	12.58%
PE	14.87	9.50	10.36	9.36	8.44
PB	1.24	1.14	1.22	1.14	1.06

资料来源：东兴证券

利润表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	89,353.18	97,844.96	9.50%	111,317.57	13.77%	126,112.90	13.29%
营业成本	77,348.79	84,871.60	9.73%	96,539.27	13.75%	109,364.30	13.28%
营业费用	1,468.34	1,663.36	13.28%	1,892.40	13.77%	2,143.92	13.29%
管理费用	5,847.18	6,555.61	12.12%	7,458.28	13.77%	8,449.56	13.29%
财务费用	1,225.34	662.81	-45.91%	846.82	27.76%	1,023.03	20.81%
投资收益	239.23	180.00	-24.76%	200.00	11.11%	220.00	10.00%
营业利润	3,183.17	3,748.68	17.77%	4,213.46	12.40%	4,735.92	12.40%
利润总额	3,613.82	4,128.68	14.25%	4,573.46	10.77%	5,065.92	10.77%
所得税	508.83	581.32	14.25%	643.95	10.77%	713.29	10.77%
净利润	3,104.99	3,547.36	14.25%	3,929.51	10.77%	4,352.63	10.77%
归属母公司所有者的净利润	2,985.17	3,405.36	14.08%	3,769.51	10.69%	4,182.63	10.96%
NOPLAT	3,787.79	3,790.35	0.07%	4,347.79	14.71%	4,948.08	13.81%
资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	6,037.81	11,741.39	94.46%	13,358.11	13.77%	15,133.55	13.29%
交易性金融资产	30.92	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	15,928.56	16,888.31	6.03%	19,213.72	13.77%	21,767.43	13.29%
预付款项	7,582.29	9,279.72	22.39%	11,210.51	20.81%	13,397.80	19.51%
存货	31,054.41	34,074.71	9.73%	38,759.11	13.75%	43,908.17	13.28%
流动资产合计	63,138.86	74,738.47	18.37%	85,579.96	14.51%	97,552.06	13.99%
非流动资产	34,120.87	32,328.70	-5.25%	31,723.47	-1.87%	31,095.75	-1.98%
资产总计	97,259.73	107,067.16	10.08%	117,303.44	9.56%	128,647.81	9.67%
短期借款	10,110.52	14,433.67	42.76%	17,464.30	21.00%	20,872.72	19.52%
应付帐款	22,686.46	24,551.91	8.22%	27,927.17	13.75%	31,637.23	13.28%
预收款项	11,339.98	11,339.98	0.00%	11,339.98	0.00%	11,339.98	0.00%
流动负债合计	65,253.81	69,672.98	6.77%	76,510.67	9.81%	84,182.14	10.03%
非流动负债	5,713.63	3,270.55	-42.76%	3,430.00	4.88%	3,625.91	5.71%
少数股东权益	1,323.24	1,465.24	10.73%	1,625.24	10.92%	1,795.24	10.46%
母公司股东权益	24,969.05	28,867.39	15.61%	30,946.52	7.20%	33,253.51	7.45%
净营运资本	(2,114.95)	5,065.48	N/A	9,069.29	79.04%	13,369.92	47.42%
投入资本 IC	27,316.62	29,864.55	9.33%	33,382.61	11.78%	40,997.58	22.81%
现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	3,104.99	3,547.36	14.25%	3,929.51	10.77%	4,352.63	10.77%
折旧摊销	1,450.51	2,227.72	53.58%	2,260.22	1.46%	2,292.72	1.44%
净营运资金增加	(3,419.66)	7,180.44	N/A	4,003.81	-44.24%	4,300.62	7.41%
经营活动产生现金流	(2,514.69)	1,672.47	N/A	1,634.82	-2.25%	1,740.78	6.48%
投资活动产生现金流	(8,772.32)	228.49	N/A	(711.00)	N/A	(701.00)	N/A
融资活动产生现金流	11,964.76	3,802.62	-68.22%	692.89	-81.78%	735.66	6.17%
现金净增(减)	677.75	5,703.58	741.54%	1,616.71	-71.65%	1,775.44	9.82%

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

贺宝华

中国科学院理学博士，清华大学理学学士，北京大学经济学双学士，2011年加盟东兴证券研究所，从事机械军工行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。