

中国北车 (601299.SH)

铁路设备行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

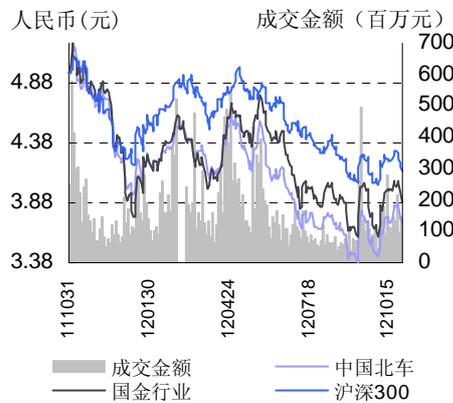
市价(人民币): 3.72元

业绩符合预期, 等待动车组招标启动

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)	3,125.14
总市值(百万元)	383.91
年内股价最高最低(元)	5.19/3.38
沪深 300 指数	2247.91
上证指数	2066.21



相关报告

- 《业绩符合预期,关注内部挖潜的贡献》, 2012.8.28
- 《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

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

高懿 联系人
(8621)60870933
gaoyi@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	0.311	0.374	0.440
每股净资产(元)	2.76	3.01	3.35	3.67	4.06
每股经营性现金流(元)	0.11	-0.30	0.35	0.54	0.61
市盈率(倍)	29.55	11.82	11.96	9.95	8.45
行业优化市盈率(倍)	187.14	11.80	12.74	12.74	12.74
净利润增长率(%)	51.37%	49.91%	7.53%	20.17%	17.74%
净资产收益率(%)	8.69%	11.96%	9.29%	10.18%	10.84%
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

- 公司前 3 季度实现营业收入 64,301 百万元, 同比增长 0.19%; 归属母公司股东的净利润为 2,348 百万元, 同比增长 7.06%, EPS 为 0.23 元。其中, 3 季度单季度营业收入同比下降 6.91%, 净利润同比增长 17.23%, EPS 为 0.07 元, 业绩符合预期。公司 3 季度在收入同比下滑的情况下实现利润的增长, 主要是因为去年同期受“723”事故影响而利润率偏低。

行业需求分析

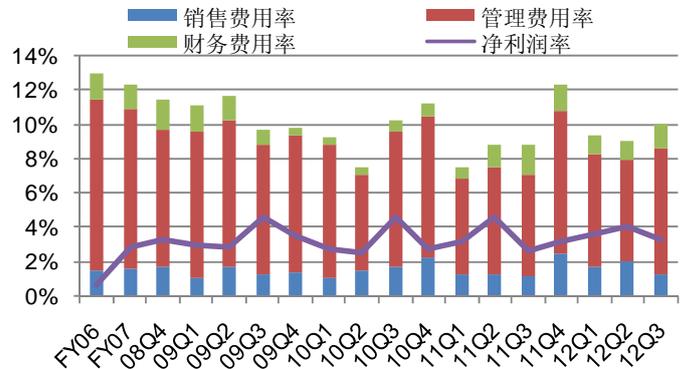
- **铁路运输受制于经济环境:** 今年 1-9 月国内铁路旅客发送量为 14.5 亿人, 同比增长 4.1%, 较去年同期回落了 7.7 个百分点。其中, 随着汉宜、郑武等新线的通车以及网络效应, 前 3 季度乘坐动车组的旅客达到 3.7 亿人, 同比增长 16.6%, 占全路客流量的比重已超过 1/4。而受到煤炭、铁矿石等大宗产品需求低迷影响, 今年 1-9 月铁路货运量为 29.1 亿吨, 同比减少了 0.8%。随着流通环节和终端去库存的进行, 10 月以来铁路货运装车有所回升, 从 3 季度超过 5% 的下滑幅度逐渐收窄。
- **稳增长政策推动铁路投资小高潮形成:** 当前经济下行较快, 而铁路建设作为拉动效应较强、社会效益可观的重点领域, 得到了政府在资金方面的明确支持。铁路 2012 年投资计划经多次上调至 6,300 亿元, 其中, 基本建设投资 5,160 亿元, 车辆购置和更新改造为 1,140 亿元。据此测算, 4 季度单季度铁路要完成接近 3,000 亿元的投资额, 其恢复强度较好。因此, 除了加快在建项目通车以外, 新线开工也被提到日程上来, 郑州-徐州、宝鸡-兰州、西安-成都等一批重大线路要求在年内开工建设, 这将为明后年的动车组需求奠定良好基础。
- **机车采购已到最低配置:** 今年 1-9 月, 铁路机车产量为 1,182 台, 同比下降了 30.5%, 是对中国北车等业绩拖累最大的板块, 然而考虑目前全路机车保有量接近 2 万辆, 并随着营业里程同步增加, 当前的量已属于最低采购配置, 明后年应可逐步恢复。1-9 月, 铁路客车产量为 5,730 辆, 同比增长 46.2%, 这主要是来自铁道部、城轨地铁、海外的需求都比较旺盛。1-9 月, 铁货车产量为 4.78 万辆, 同比减少 1.8%, 这主要是受货运需求下滑影响, 铁道部今年第二批集中招标有所延迟所致。

图表1: 公司各季度的销售收入和毛利率



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



- 毛利率有所提升:** 公司前 3 季度的累计综合毛利率为 14.05%，同比提升了 1.76 个百分点，其中，3 季度单季度毛利率为 14.05%，同比提升 2.27 个百分点。公司前 3 季度营业利润率为 4.28%，净利润率为 3.65%，同比分别提升了 0.35 和 0.23 个百分点。利润率提升，与公司加大研发投入、提高关键零部件自供比例有关，同时原材料保持低位也有利成本降低。
- 费用率略有增加:** 公司前 3 季度的销售费用为 1,109 百万元，同比增长了 33.3%，主要是出口业务大幅增长带来的运输费用等增加。公司前 3 季度的管理费用为 4,230 百万元，同比增长 12.29%，主要是研发费用的增长较多。公司前 3 季度的财务费用为 766.5 百万元，同比增加了 6.7%，主要是短期借款增加引起的利息支出增加。
- 应收账款比例增加:** 公司 3 季度末应收账款为 30,539 百万元，较年初增加了 14,610 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。为了缓解短期资金周转压力，公司于 6 月 12 日发行了总额 40 亿元的第一期短期融资券，7-9 月又连续发行 4 期总额为 80 亿元的超短期融资券。
- 签订重大产品出口合同:** 公司同时发布公告，全资子公司长春轨道客车股份有限公司与巴西巴西里约热内卢州政府签署了 60 列、总金额约为人民币 23 亿元的地上电动车组销售合同。据悉，这是双方的第二次合作，2009 年双方曾签订了 30 列轻轨电动车组合同，其中首列列车在今年 3 月投入运营。而此批合同全部到位后，中国列车将占当地在轨列车总数的半壁江山，充分显示了公司在巴西市场的影响力。

盈利预测和投资建议

- 我们基本维持公司盈利预测不变，2012-2014 年营业收入分别为 89,936, 101,635 和 115,840 百万元，净利润分别为 3,210, 3,857 和 4,542 百万元，EPS 分别为 0.311, 0.374 和 0.440 元。当前股价对应 2012 年 12.0 倍 PE，维持对公司的“增持”评级。

风险提示

- 动车组新一轮采购时间具有不确定性。根据目前进度，公司在手的动车组订单将在明年上半年陆续交付完成。尽管明年厦深高铁、宁杭城际等新线通车提供良好的需求基础，但铁道部的采购时间仍有待确定。

图表3: 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	23,135.21	24,291.97
增长率 (YOY)	-5.75%	228.58%	105.10%	-8.00%	5.00%	5.00%
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	4,441.96	4,712.64
增长率 (YOY)	-48.12%	305.25%	121.73%	9.25%	6.11%	6.09%
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	11,396.39	13,105.85
增长率 (YOY)	47.12%	15.68%	4.91%	5.00%	15.00%	15.00%
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	1,732.25	1,992.09
增长率 (YOY)	19.29%	15.68%	-6.74%	-0.25%	15.00%	15.00%
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	101634.62	115839.54
销售总成本 (百万元)	35443.09	53944.67	77350.09	77272.84	87330.48	99546.06
毛利 (百万元)	5072.82	8239.65	12003.09	12663.30	14304.14	16293.48
平均毛利率	12.52%	13.25%	13.43%	14.08%	14.07%	14.07%

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	89,936	101,635	115,840
增长率		53.5%	43.7%	0.7%	13.0%	14.0%
主营业务成本	-35,445	-53,943	-77,349	-77,273	-87,330	-99,546
%销售收入	87.5%	86.7%	86.6%	85.9%	85.9%	85.9%
毛利	5,071	8,241	12,004	12,663	14,304	16,293
%销售收入	12.5%	13.3%	13.4%	14.1%	14.1%	14.1%
营业税金及附加	-109	-179	-298	-270	-305	-348
%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	-1,799	-2,033	-2,317
%销售收入	1.4%	1.8%	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-3,266	-4,618	-5,847	-6,403	-7,165	-8,109
%销售收入	8.1%	7.4%	6.5%	7.1%	7.1%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	1,117	2,334	4,391	4,191	4,801	5,520
%销售收入	2.8%	3.8%	4.9%	4.7%	4.7%	4.8%
财务费用	-364	-384	-1,225	-732	-583	-484
%销售收入	0.9%	0.6%	1.4%	0.8%	0.6%	0.4%
资产减值损失	-5	-85	-252	-86	-89	-113
公允价值变动收益	0	41	31	0	0	0
投资收益	490	137	239	210	230	250
%税前利润	30.4%	5.7%	6.6%	5.4%	4.9%	4.6%
营业利润	1,238	2,044	3,183	3,584	4,360	5,173
营业利润率	3.1%	3.3%	3.6%	4.0%	4.3%	4.5%
营业外收支	370	371	431	300	300	300
税前利润	1,609	2,415	3,614	3,884	4,660	5,473
利润率	4.0%	3.9%	4.0%	4.3%	4.6%	4.7%
所得税	-195	-303	-509	-544	-652	-766
所得税率	12.1%	12.5%	14.1%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	1,414	2,112	3,105	3,340	4,007	4,707
少数股东损益	98	121	120	130	150	165
归属于母公司的净利润	1,316	1,991	2,985	3,210	3,857	4,542
净利率	3.2%	3.2%	3.3%	3.6%	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	3,340	4,007	4,707
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	972	1,236	1,705	1,806	1,983	2,173
非经营收益	-139	104	562	618	239	183
营运资金变动	-1,322	-2,449	-7,901	-2,168	-645	-783
经营活动现金净流	925	920	-2,529	3,596	5,584	6,279
资本开支	-3,199	-7,203	-7,522	355	-1,759	-1,560
投资	-56	-263	-1,458	-1	0	0
其他	110	319	208	210	230	250
投资活动现金净流	-3,144	-7,148	-8,772	564	-1,529	-1,310
股权募资	13,645	31	56	6,884	0	0
债权募资	-1,800	664	12,503	-8,015	-770	280
其他	-730	-482	-622	-1,067	-1,285	-1,249
筹资活动现金净流	11,115	213	11,937	-2,198	-2,055	-969
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	18,800	21,168	24,037
存货	12,935	24,161	31,054	26,463	29,908	34,091
其他流动资产	7,088	10,417	8,605	7,760	8,766	9,988
流动资产	43,972	51,369	63,139	61,024	69,842	82,116
%总资产	69.4%	67.1%	65.6%	66.2%	69.1%	72.6%
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	20,333	20,675	20,647
%总资产	18.9%	21.4%	22.8%	22.1%	20.4%	18.2%
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	31,099	31,264	31,065
%总资产	30.6%	32.9%	34.4%	33.8%	30.9%	27.4%
资产总计	63,341	76,609	96,264	92,123	101,106	113,181
短期借款	3,533	1,298	10,236	5,463	4,693	4,972
应付款项	32,793	42,548	44,161	46,071	52,064	59,344
其他流动负债	1,429	5,840	10,341	2,574	2,842	3,168
流动负债	37,755	49,685	64,737	54,108	59,599	67,483
长期贷款	920	22	220	220	220	221
其他长期负债	2,876	830	3,220	0	0	0
负债	41,551	50,538	68,176	54,328	59,819	67,704
普通股股东权益	21,085	22,911	24,969	34,547	37,888	41,914
少数股东权益	547	1,223	1,323	1,453	1,603	1,768
负债股东权益合计	63,183	74,673	94,469	90,328	99,310	111,385

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.159	0.240	0.360	0.311	0.374	0.440
每股净资产	2.540	2.760	3.008	3.348	3.671	4.061
每股经营现金净流	0.111	0.109	-0.303	0.348	0.541	0.608
每股股利	0.020	0.050	0.050	0.050	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	6.24%	8.69%	11.96%	9.29%	10.18%	10.84%
总资产收益率	2.08%	2.67%	3.16%	3.55%	3.88%	4.08%
投入资本收益率	3.76%	8.02%	10.27%	8.65%	9.30%	9.71%
增长率						
主营业务收入增长率	16.72%	53.48%	43.69%	0.65%	13.01%	13.98%
EBIT增长率	-34.14%	108.92%	88.09%	-4.54%	14.55%	14.98%
净利润增长率	16.34%	51.37%	49.91%	7.53%	20.17%	17.74%
总资产增长率	63.46%	18.18%	26.51%	-4.30%	9.75%	11.94%
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	64.7	58.5	51.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-31.95%	-16.46%	16.69%	-6.52%	-12.96%	-20.23%
EBIT利息保障倍数	3.1	6.1	3.6	5.7	8.2	11.4
资产负债率	65.76%	67.68%	72.17%	60.15%	60.23%	60.78%

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	0	2	7	12	16
买入	0	0	4	7	13
持有	0	1	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	1.67	1.63	1.57	1.56
评分	1.50	1.52	1.51	1.51	1.53

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“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