

业绩符合预期，铁路板块进入估值低点

民生精品---简评报告/机械行业

2012 年 10 月 28 日

一、事件概述

中国北车于 10 月 28 日晚间发布 2012 年三季度报告,前三季度实现营业收入 643.01 亿元,较上年同期增长 0.19%,实现归属于母公司股东的净利润 23.48 亿元,较上年同期增加 7.06%,实现 EPS 0.24 元;三季度单季实现营业收入 214.56 亿元,同比增长-6.91%,实现归属于母公司股东的净利润 6.91 亿元,较上年同期增加 17.23%,符合市场预期。我们维持 12-14 年 EPS 分别为 0.32、0.37、0.43 元的盈利预测,维持“强烈推荐”投资评级,根据目前市场估值情况,按照 12 年 13-18 倍 PE,目标估值区间为 4.2-5.8 元。

二、分析与判断

► 前三季度营业收入增速 0.19%，较去年同期基本持平

公司前三季度实现营业收入 643.01 亿元,同比增长 0.19%,较去年同期基本持平,三季度单季实现营业收入 214.56 亿元,同比增长-6.19%,由于基数原因,较二季度下降 20 个百分点。

► 由于毛利率提高，净利润同比增长 7.06%，符合预期

前三季度实现归属于母公司股东的净利润 23.48 亿元,较去年同期增长 7.06%,三季度单季归属于母公司的净利润同比增长 17.23%,主要原因是三季度毛利率较去年同期提高 2.27%至 14.05%。12 年以来,公司各季度交货速度相对稳定,毛利率维持在 14%左右,而 11 年毛利率相对波动较大,11Q1 和 11Q3 为毛利率低点,因此由于基数原因,三季度单季净利润同比增长大幅提高。

► 海外订单占比明显提高，国外市场布局日益完善

2011 年公司全年重大合同 313.75 亿元,其中海外订单 52.04 亿元,占有重大合同比例的 16.59%,2012 年 1-10 月重大合同总额 156.64 亿元,其中海外订单 45.08 亿元,占有重大合同比例的 28.78%,随着公司不断开拓海外市场,销售布局日益完善,海外订单比例明显提高,成为公司新的推动力。

► 预收账款较年初减少 38.5%，环比减少 18.2%，动车组订单不足显现

前三季度,预收账款逐季减少,分别环比减少 3.5%、22.1 和 18.2%,动车组订单不足显现。2012 年上半年动车组收入占比达 22.26%,由于动车招标尚未启动,南北车动车组订单生产分别能维持至明年 3 月份和 6 月份。同时,下半年铁路机车订单也未通过招标程序,这导致预收账款大幅下降,也反映了目前利润水平最高的动车组和机车订单不足的现状。

我们的看法:在考虑联试联调拖累节奏、前期项目暂停影响进度等因素,预计今年快速铁路通车 2900 公里左右,12-14 年通车里程将逐年增加,动车组、机车、货车等刚性需求存在,动车组出现生产真空期的概率较小。四季度或明年初动车组招标为大概率事件,即使不招标也有可能参照今年机车订单的模式组织生产。

表 1: 中国北车盈利预测与财务指标

项目/年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	89,353	100,328	114,416	128,667
增长率(%)	43.69%	12.28%	14.04%	12.46%
归属母公司股东净利润(百万元)	2,985	3,319	3,841	4,413
增长率(%)	56.37%	11.18%	15.73%	14.89%
每股收益(元)	0.29	0.32	0.37	0.43
PE	12.34	16.41	14.18	12.34
PB	/	6.92	6.24	5.61
毛利率(%)	13.4%	13.7%	13.6%	13.7%

资料来源:公司公告,民生证券研究院

强烈推荐

维持

合理估值: 4.2-5.8 元

交易数据 (2012-10-26)

收盘价(元)	3.72
近 12 个月最高/最低	5.23/3.36
总股本(百万股)	10320.06
流通股本(百万股)	3125.14
流通股比例%	30.28%
总市值(亿元)	383.91
流通市值(亿元)	116.26

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师: 张微

执业证号: S0100512050001

Email: zhangwei_sh@mszq.com

研究助理: 刘利

电话: (8610)8512 7661

Email: liuli@mszq.com

研究助理: 朱金岩

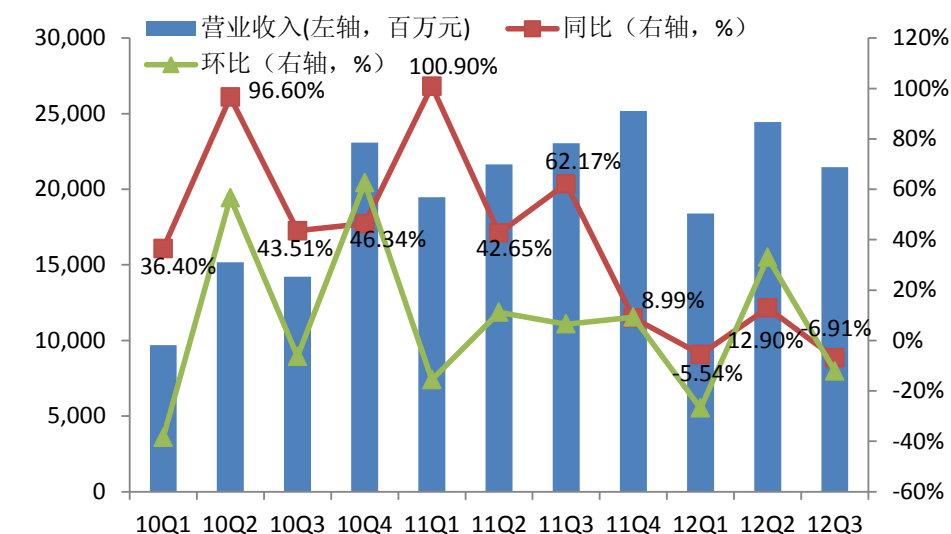
电话: (8610)8512 7532

Email: zhujiyan@mszq.com

相关研究

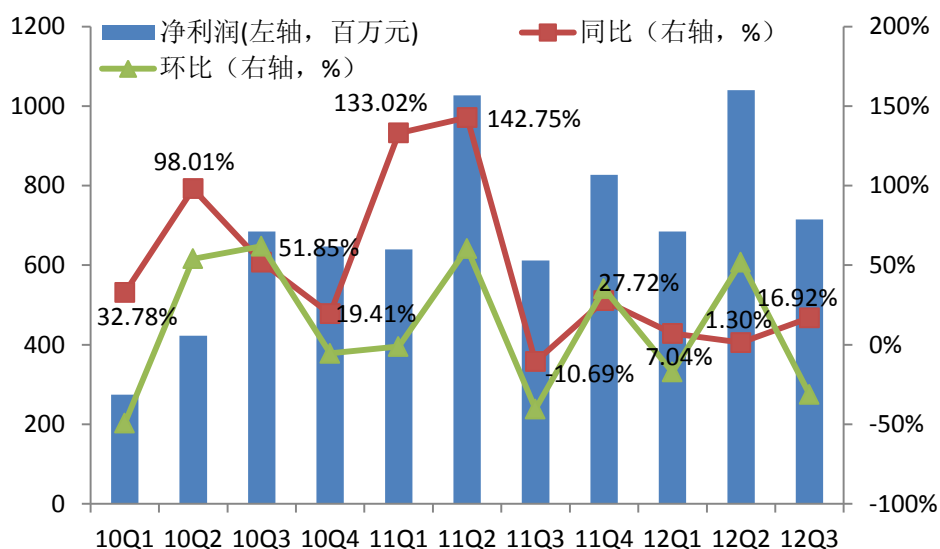
1. 《投资预期与基本面见底回升,估值震荡上行-机械行业中期策略报告》2012.7.5
2. 《中国北车(601299)业绩点评-业绩符合预期,海外市场成主要推动力》2012.8.28

图 1: 中国北车营收 (单季度) 同比降低 6.91%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 2: 中国北车净利润 (单季度) 增速回升至 16.92%



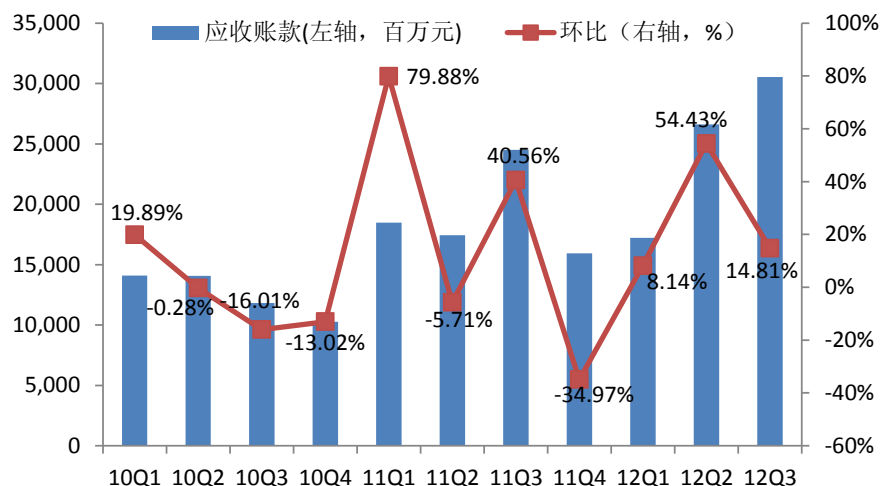
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

➤ 应收账款环比增速下降近40%，四季度经营性现金流有望大幅改善

铁道部债务压力较大，北车 11Q3 应收账款余额达到历史峰值，随后因铁道部被动还款而有所缓解。今年以来应收账款快速增长，12Q1、12Q2 和 12Q3 分别环比增长 8.14%、54.43% 和 14.81%。但三季度以来铁路投资款项逐步到位，虽然应收款项仍比年初增加 91.7%，但环比增速下降近 40%，单季度回款情况改善。前三季度经营性活动现金流分别净流出 13.56 亿元、30.85 亿元和 10.34 亿元，单季度经营性现金流情况改善。

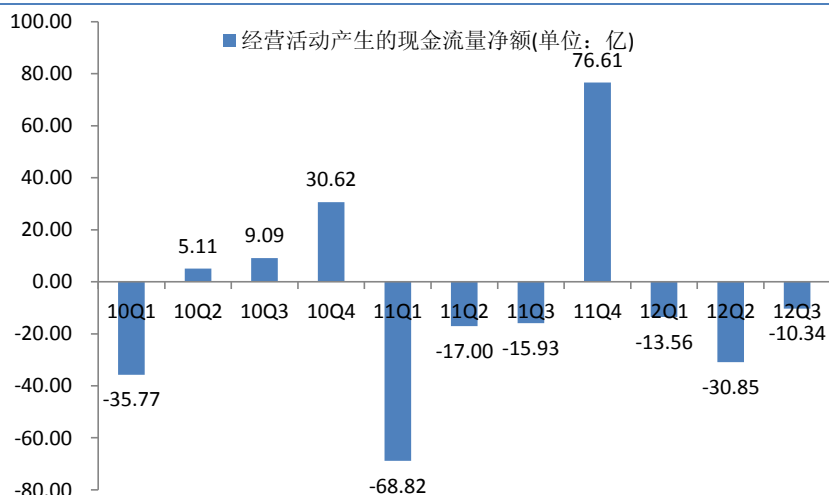
四季度末，将有大批订单完成交付，预计应收款项将大幅降低，经营性现金流将进一步改善。同时，铁道部融资渠道将逐步健全，北车有望扭转 11 年以来的回款困难局面。

图 3: 中国北车三季度末应收账款余额环比增速下降至 14.81%



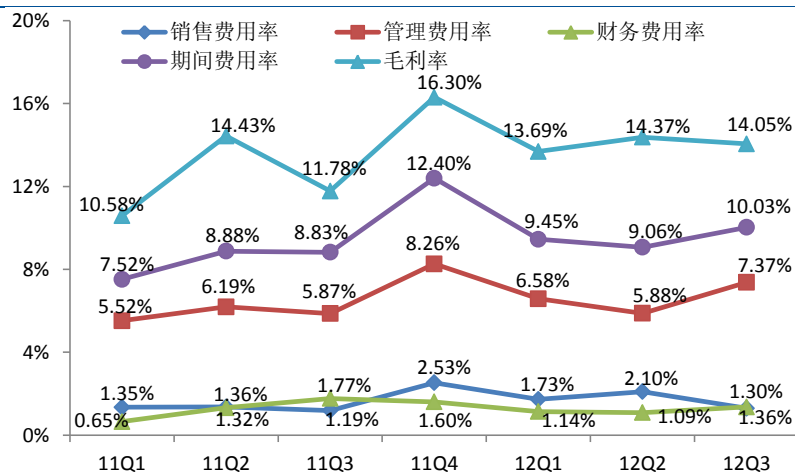
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 4: 经营活动产生的现金流净额三季度有所改善



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 5: 中国北车三季度毛利率小幅下降, 期间费用率上升至 10.03%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

➤ 铁路投资三次上调后进入高速增长期，有助于缓解订单悲观预期

铁道部年内三次上调投资规模，2012年最新固定资产投资规模为6300亿元，同比增长7.45%，其中铁路基础设施投资5160亿元，同比增长11.91%，设备更新及购置投资1140亿元，同比下降8.97%。

由于铁道部前9月完成固定资产投资、基础建设投资、设备更新及购置投资分别为3441.56、2920.51和521.05亿元，完成比例分别为54.63%、56.6%和45.71%，四季度将进入快速增长期。

铁路投资提速对公司的主要影响如下：

(1) 铁路投资兑现，有助于缓解机车板块中长期担忧；

(2) 与11年四季度类似，今年四季度将完成全年54.3%设备更新及改造投资，南北车四季度应收账款将大幅降低，现金流将大幅改善。

三、 股价催化剂及风险提示

催化剂：动车组招标、铁道部改革进展、铁路投资提速。

风险提示：铁路投资继续低迷，板块估值下行风险。

四、 盈利预测与投资建议

尽管前期已经有所反应，但我们仍旧认为铁路机车板块具有较好的配置价值，理由如下：

(1) 铁路投资增速趋势性大幅回升，且明年投资预期将逐渐改善；

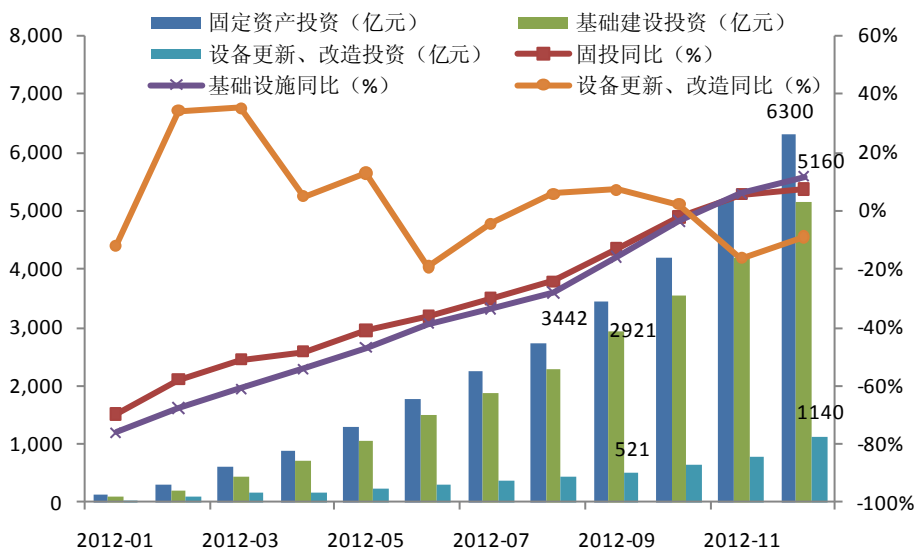
(2) 动车组招标进入临界点，动车组生产断档悲观预期改善为大概率事件；

(3) 铁路投资具有产业链长、拉动能力强的特点，同时符合产业升级、能源清洁化、城镇化等经济发展趋势，在房地产、汽车等遇到发展瓶颈时，铁路投资在经济发展中的作用将凸显；

(4) 在建1.75万公里快速铁路将在“十二五”期间逐步通车，存量建设足以支撑动车组刚性、稳定增长需求。

我们维持12-14年EPS分别为0.32、0.37、0.43元的盈利预测，维持“强烈推荐”投资评级，根据目前市场整体估值情况，按照12年13-18倍PE，目标估值区间为4.2-5.8元。

图6：铁路投资（累计值）增速延续上升势头，四季度恢复正增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 2：已经通车或者在建的高速铁路，12-15 年通车里程预计达 1.75 万公里

线路名称	里程，km	开工时间	通车时间	投资额，亿元	设计时速，km/h
沪昆客专云南段	192.28	2010.3.26	2015 年		350
成都至贵阳铁路	651	2010.12.26	2015 年	746.1	250
云桂铁路云南段	431.18	2009 年底	2015 年		200
福州至长乐机场铁路	21	2010.12.25	2015.6	38.23	200
2015 年合计（原计划）	1295.46				
武汉-黄冈城际铁路	35.99	2010.1.7	2014 年		250
贵广铁路	859.9	2008.10.13	2014 年	858	350
沪昆铁路贵州段	559.47	2009.12.22	2014 年		350
大西客专	859	2010.10.29	2014 年		250
杭长客专	932.48		2014 年		350
合福客专闽赣段	466.83	2010.5	2014.3		350
兰新铁路第二双线	1776	2009.11.4	2014 年	1435	200
沈丹客专	205.64	2010.3.17	2014 年	268.8	250
成都至重庆客运专线	308.21	2010.3.22	2014 年	398.9	350
吉林至珲春客运专线	360.55	2011	2014 年	416	250
长沙至株洲、湘潭城际铁路	95.51	2010.11.1	2014 年	223	200
成兰铁路	462.08	2009.2.21	2014.12	619.4	200
兰渝铁路	820	2008.9.26	2014 年	774	250
成都-蒲江铁路	99.09	2011.8.1	2014 年 7 月	150	200
福州至平潭铁路	90	2010.12.25	2014 年底	212.3	200
连云港至盐城铁路	234	2010.12.26	2014.6	259.84	200
丹大高铁	295.9	2011.2.19	2014.8		200
2014 年合计（原计划）	8460.64				
津保高铁（天津至保定）	157.94	2010.3.21	2013 年	240	250
哈齐客专	280.89	2009.7.6	2013.7	312.41	250
盘营客专	89.42	2009.5.31	2013 年	115	350
成绵乐客专	226.74	2010.9.19	2013 年	229	250
武汉-黄石城际	96.78		2013 年初		250
武汉-孝感城际	226.74		2013 年		250
柳南客专	226.57	2009.1	2013.6	211.3	250
南黎客专	93.49	2009.6.23	2012.12	132	250
宁安城际	257.48	2008.12.18	2012.12	257.02	200
西宝客专（不含咸阳西）	138.04	2009.11.28	2013.5	179.67	250-300
郑州至焦作城际铁路	77	2009.12.29	2013.6	97.6	200
郑州至开封城际铁路	49.97	2009.12.29	2013 年	58.7	200
郑州-新郑机场城际铁路	55.9	2009.12.29	2013.6	55.9	200
青荣城际铁路	298.97	2010.3.17	2013.9.	371.3	250
连盐铁路	234	2010.12.27	2013 年	260	200
兰州至中川机场铁路	63	2010.12.28	2013 年	137	250
向莆铁路	635.9	2008.10.1	2013.09	516	200
渝利铁路（重庆-湖北利川）	264.4	2008.12.29	2013 年底		200
武咸城际	77		2013 年初		250
佛肇城际铁路	79.88		2013 年底		200
厦深铁路福建段	144.17	2007.11.23	2013 年	129	200
厦深铁路广东段	357.05	2008.1.6	2013 年	288	200
京津城际延长线（津滨城际）	47.62		2013 年		350
2013 年合计（原计划）	4178.97				

哈大客运专线	904	2007.8.23	2012 年底	923	350
京石客专	281	2008.10.7	2012 年底	438.7	350
津秦客专	257.4	2010.10.30	2012 年底		350
宁杭客专	248.96	2008.12.27	2012.12.31	313.8	350
杭甬客专	149.89	2009.4.1	2012 年底	212	350
合肥-蚌埠	130		2012.7		350
成灌铁路彭州支线	20.56	2010.4.10	2012 年		200
武汉-宜昌	292		2012.7.		250
石家庄-武汉	840.7		2012 年底		350
遂渝铁路二线	130.8	2009.1.18	2012 年底		200
茂湛高铁	103	2009.3.21	2012.8.		200
龙厦铁路 (龙岩-厦门)	140	64.8	2012.6.30		200
2012 年合计 (原计划)	3498.31				
京沪高铁	1318		2011.6.30	2209	350
广深铁路	104.6		2011.12.26	205	350
广珠	117		2011.1.7		200
2011 年合计	1539.6				
沪宁 (上海-南京)	296		2010.7.1		350
沪杭	158		2010.10.26		350
长吉	111		2010.12.30		250
昌九	131		2010.9.20		250
海南东环铁路	308		2010.12.30	202.24	250
郑西	455		2010.1.28		350
成灌铁路	65		2010.5.22		200
福州-厦门	273		2010.4.26	144.2	300
宜万铁路	377		2010.12.22		175
2010 年合计	2174				
武广	1068.6		2009.12.26	1298.8	350
甬台温铁路	282.39		2009.9.28	155.3	250
温州-福州	294		2009.9.28		250
石太	225		2009.4.1	130	250
合武	357		2009.4.1		250
2009 年合计	2226.99				
京津城际	115		2008.8.1		350
合宁	166		2008.4.18	43.1	250
胶济 (青岛-济南)	363		2008.5.31	95.8	200-250
秦沈客运专线	405		2003.10.12	150	250
2008 年合计	1049				

资料来源: 铁道部, 相关网站, 民生证券研究院。注: 12-15 年为原计划通车里程, 由于停工事件影响, 部分通车时间将会延后, 12 年预计将通车 2900 公里左右

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目（百万元）	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	89,353	100,328	114,416	128,667
减：营业成本	77,349	86,633	98,809	111,039
营业税金及附加	298	321	366	412
销售费用	1,468	1,806	2,059	2,316
管理费用	5,847	6,822	7,780	8,749
财务费用	1,225	1,144	1,304	1,467
资产减值损失	252	300	280	280
加：投资收益	239	260	300	350
二、营业利润	3,183	3,562	4,116	4,753
加：营业外收支净额	431	450	500	550
三、利润总额	3,614	4,012	4,616	5,303
减：所得税费用	509	562	623	716
四、净利润	3,105	3,450	3,993	4,588
归属于母公司的利润	2,985	3,319	3,841	4,413
五、基本每股收益（元）	0.29	0.32	0.37	0.43
主要财务指标				
项目（百万元）	2011A	2012E	2013E	2014E
EV/EBITDA	22.68	18.63	17.30	16.16
成长能力：				
营业收入同比	43.69%	12.28%	14.04%	12.46%
营业利润同比	62.3%	11.9%	15.6%	15.5%
净利润同比	52.98%	11.12%	15.73%	14.9%
营运能力：				
应收账款周转率	6.82	5.90	6.50	7.06
存货周转率	3.24	2.98	2.94	2.92
总资产周转率	1.02	0.98	1.01	1.03
盈利能力与收益质量：				
毛利率	13.4%	13.7%	13.6%	13.7%
净利率	3.3%	3.3%	3.4%	3.4%
总资产净利率 ROA	3.6%	3.4%	3.5%	3.7%
净资产收益率 ROE	12.3%	11.0%	10.3%	10.7%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	0.97	1.01	0.99	1.01
资产负债率	73.0%	66.3%	67.3%	66.9%
长期借款/总负债	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标：				
每股收益	0.29	0.32	0.37	0.43
每股经营现金流量	(0.30)	0.30	0.87	0.65
每股净资产	3.17	3.55	3.93	4.38

资产负债表				
项目（百万元）	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	6,038	5,016	5,721	6,433
应收票据	839	1,003	1,144	1,287
应收账款	15,929	18,059	17,162	19,300
预付账款	7,582	8,514	9,709	10,918
其他应收款	674	757	863	971
存货	31,054	36,386	41,500	46,637
其他流动资产	525	550	550	550
流动资产合计	63,139	70,285	76,650	86,096
长期股权投资	1,816	2,416	2,916	3,316
固定资产	15,418	17,972	20,351	22,555
在建工程	6,392	7,892	8,892	9,892
无形资产	8,033	8,056	7,895	7,737
其他非流动资产	996	1,396	1,696	1,996
非流动资产合计	34,121	37,732	41,750	45,496
资产总计	97,260	108,017	118,399	131,592
短期借款	10,111	10,091	10,101	10,441
应付票据	8,100	9,072	10,347	11,628
应付账款	22,686	25,990	29,643	33,312
预收账款	11,340	12,995	14,821	16,656
其他应付款	2,034	2,100	2,300	2,400
应交税费	938	1,000	1,100	1,200
其他流动负债	7,988	8,000	9,000	10,000
流动负债合计	65,254	7,560	10,045	13,488
长期借款	220	20	20	20
其他非流动负债	2,321	2,321	2,321	2,321
非流动负债合计	2,541	2,341	2,341	2,341
负债合计	70,967	7,669	10,154	13,597
股本	8,300	10,320	10,320	10,320
资本公积	10,860	15,713	15,713	15,713
留存收益	5,809	9,128	12,969	17,383
少数股东权益	1,323	1,454	1,606	1,780
所有者权益合计	26,292	36,616	40,609	45,196
负债和股东权益合计	97,260	108,017	118,399	131,592
现金流量表				
项目（百万元）	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流量	(2,515)	3,146	8,954	6,689
投资活动现金流量	(8,772)	(5,740)	(5,000)	(4,850)
筹资活动现金流量	11,965	5,510	(1,294)	(1,126)
现金及等价物净增加	650	2,916	2,659	713

资料来源：公司公告，民生证券研究院

分析师与行业专家简介

刘利，高级工程师，清华大学机械工程及自动化专业本科、材料科学与工程学博士，三年钢铁、汽车行业工作经验，2011年3月加盟民生证券研究院，从事机械、军工行业研究。

张微，企业管理硕士，机械自动化学士，2008年3月进入证券行业从事机械行业研究，2012年4月加盟民生证券，专注工程机械、机床及新业务模式板块研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。