

动车组和机车拖累业绩，2013年起高速增长

——中国北车（601299）三季度报点评

2012年10月29日

强烈推荐/维持

中国北车

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1-9月公司实现营业收入643亿元，同比增长0.2%，归属于公司普通股股东的净利润为23.48亿元，同比增长7.1%。

公司分季度财务指标

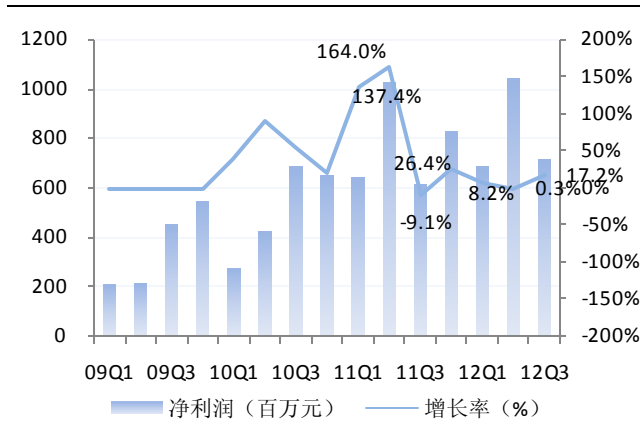
指标	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3
营业收入（百万元）	19479.0	21653.4	23049.1	25171.6	18398.9	24446.3	21455.8
增长率（%）	100.9%	42.7%	62.2%	9.0%	-5.5%	12.9%	-6.9%
毛利率（%）	10.6%	14.4%	11.8%	16.3%	13.7%	14.4%	14.1%
期间费用率（%）	7.5%	8.9%	8.8%	12.4%	9.4%	9.1%	10.0%
营业利润率（%）	3.6%	5.4%	2.8%	2.6%	4.2%	4.8%	3.7%
净利润（百万元）	639.9	1026.7	611.5	826.8	685.0	1040.1	715.0
增长率（%）	137.4%	164.0%	-9.1%	26.4%	8.2%	0.3%	17.2%
每股盈利（季度，元）	0.07	0.12	0.07	0.10	0.06	0.10	0.07
资产负债率（%）	75.8%	74.8%	76.3%	73.0%	69.0%	69.1%	69.3%
净资产收益率（%）	2.6%	4.1%	2.4%	3.1%	2.0%	3.0%	2.0%
总资产收益率（%）	0.6%	1.0%	0.6%	0.9%	0.6%	0.9%	0.6%

评论：

积极因素：

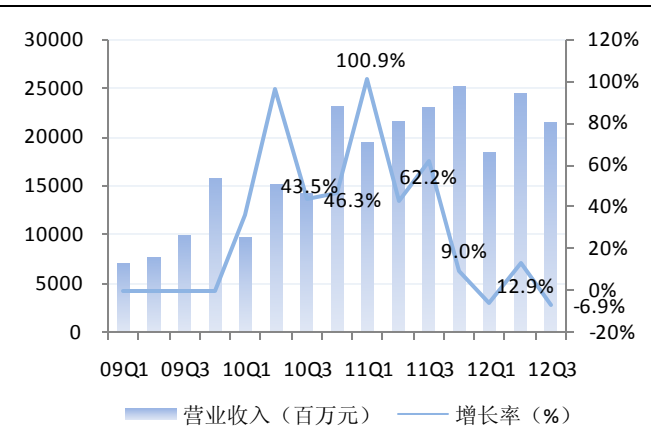
- **货车业务增长13.3%，客车业务增长112.8%，国铁订单确保全年高速增长。**由于国际铁路货车需求旺盛，加上国内企业自备车订单增加，公司前三季度货车业务保持快速增长，铁道部2012年第二次1.5万辆货车招标启动，我们认为公司将获得43%的订单，确保公司货车业务高速增长。
- **出口业务增长87.7%，全年有望翻番。**公司前三季度出口业务增长88%，在手出口订单约20亿美元，因此公司出口业务有望实现翻倍增长。
- **城轨地铁业务增长39%。**公司承接的城轨地铁出口订单的交付量超过上年同期，国内外城轨地铁需求旺盛，促使公司城轨地铁业务同比增长39%。

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



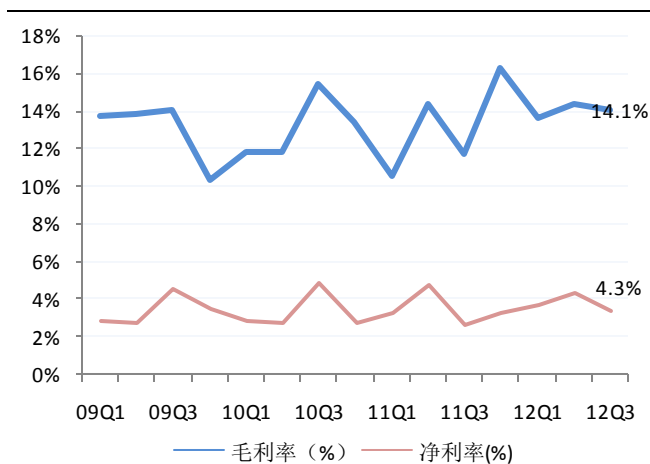
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **毛利率上升。**2012 年公司严格控制成本费用，毛利率较上年同期有所增长，三季度公司毛利率为 14.1%，与去年同期相比，提升 2.3 个百分点。因为四季度公司将确认较多收入，而管理费用、销售费用等维持平稳增长，因此我们认为公司全年毛利率都将同比上升。

不利因素：

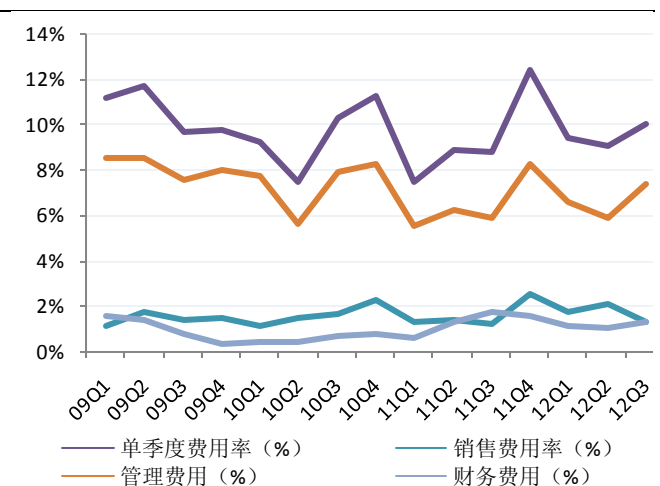
- **电力机车业务收入同比下降 25.8%。**由于铁道部机车招标减少，今年共招标 600 辆机车，因此公司机车业务下滑 25%。
- **动车组收入下降 26.3%。**公司前三季度交付动车组 81 列动车组，实现收入 135 亿，由于有部分高铁线路未达到通车标准，因此动车招标延缓，影响动车组收入相应减少 25%，四季度铁道部将追加动车组交付 20 列，我们预计公司全年动车组收入将有所下降。

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：

- **在手订单充足，约 650 亿。**公司目前在手订单里动车组约 270 亿，货车 25 亿，电力机车 45 亿，城轨地铁 150 亿，客车 60 亿，其他业务 100 亿。
- **动车组招标重启。**2012 年计划将有 3498 公里高铁建成，但目前仅有 2700 公里高铁达到通车标准，还有约 800 公里未达到动车招标标准，2013 年将有 3000 公里高铁建成，按照每公里 0.8 辆计算，明年约招标 300 列动车，新造动车组将同比增长约 20%。
- **货车需求略增。**铁道部明年货车招标计划或超过 4 万辆。
- **机车大幅增长。**2012 年铁道部仅招标 600 辆电力机车，远小于实际需求，我们认为 2013 年机车招标有望增长 67%，突破 1000 辆。
- **城轨地铁大幅增长。**公司城轨地铁在手订单充足，考虑到国内城轨地铁建设处于高速增长期，我们认为公司明年城轨地铁仍将增长 40%。
- **牵引控制系统自主生产，将有效提升产品毛利率。**公司动车牵引控制系统为进口产品，每套价格约 400 万-500 万元，公司自主研发生产牵引控制系统，将降低生产成本 20%-30%。
- **动车组维修或成为新的利润增长点。**目前公司动车维修业务贡献利润较少，考虑到动车组每运行 120 万公里将进行修理，因此随着动车组存量的增加，维修业务或成为公司新的利润增长点。

盈利预测与投资建议：

四季度铁道固定资产投资约3000亿元，将给予铁路设备行业强劲动力，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12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	92,962.29	121,057.42	148,273.72
增长率（%）	53.48%	43.69%	4.04%	30.22%	22.48%
净利润（百万元）	1,909.09	2,985.17	3,366.95	4,092.27	4,860.37
增长率（%）	45.12%	56.37%	12.79%	21.54%	18.77%
每股收益(元)	0.230	0.360	0.326	0.397	0.471
净资产收益率（%）	8.33%	11.96%	11.67%	13.16%	14.39%
PE	16.30	10.42	11.49	9.46	7.96
PB	1.36	1.25	1.34	1.24	1.15

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	92,962.29	4.04%	121,057.42	30.22%	148,273.72	22.48%
营业成本	77,348.79	80,351.66	3.88%	104,670.50	30.27%	128,105.79	22.39%
营业费用	1,468.34	1,580.36	7.63%	2,057.98	30.22%	2,520.65	22.48%
管理费用	5,847.18	6,228.47	6.52%	8,110.85	30.22%	9,934.34	22.48%
财务费用	1,225.34	771.05	-37.07%	1,229.50	59.46%	1,718.91	39.81%
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	3,703.97	16.36%	4,589.11	23.90%	5,524.72	20.39%
利润总额	3,613.82	4,083.97	13.01%	4,949.11	21.18%	5,854.72	18.30%
所得税	508.83	575.03	13.01%	696.84	21.18%	824.35	18.30%
净利润	3,104.99	3,508.95	13.01%	4,252.27	21.18%	5,030.37	18.30%
归属母公司所有者的净利润	2,985.17	3,366.95	12.79%	4,092.27	21.54%	4,860.37	18.77%
NOPLAT	3,787.79	3,844.93	1.51%	4,999.34	30.02%	6,223.72	24.49%
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	14,873.97	146.35%	19,369.19	30.22%	23,723.79	22.48%
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	17,828.38	11.93%	23,216.49	30.22%	28,436.06	22.48%
预付款项	7,582.29	9,189.33	21.19%	11,282.74	22.78%	13,844.85	22.71%
存货	31,054.41	32,260.02	3.88%	42,023.68	30.27%	51,432.61	22.39%
流动资产合计	63,138.86	76,968.88	21.90%	99,285.12	28.99%	121,389.91	22.26%
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	109,297.57	12.38%	131,008.59	19.86%	152,485.66	16.39%
短期借款	10,110.52	18,563.77	83.61%	27,614.13	48.75%	36,352.58	31.64%
应付帐款	22,686.46	23,244.37	2.46%	30,279.39	30.27%	37,058.83	22.39%
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	72,022.23	10.37%	89,864.19	24.77%	107,046.13	19.12%
非流动负债	5,713.63	3,172.90	-44.47%	3,624.80	14.24%	4,069.13	12.26%
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	28,846.20	15.53%	31,103.35	7.82%	33,784.16	8.62%
净营运资本	(2,114.95)	4,946.64	N/A	9,420.92	90.45%	14,343.78	52.25%
投入资本 IC	27,316.62	30,840.90	12.90%	37,678.19	22.17%	48,417.84	28.50%
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	3,508.95	13.01%	4,252.27	21.18%	5,030.37	18.30%
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)	7,061.60	N/A	4,474.28	-36.64%	4,922.86	10.03%
经营活动产生现金流	(2,514.69)	863.61	N/A	(1,271.43)	N/A	(258.70)	N/A
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	7,744.06	-35.28%	6,477.65	-16.35%	5,314.31	-17.96%
现金净增（减）	677.75	8,836.15	1203.74%	4,495.22	-49.13%	4,354.61	-3.13%

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。