

中国北车 (601299)

公司研究/简评报告

业绩符合预期，城轨车辆渐成新宠

民生精品---简评报告/机械行业

2013年04月10日

一、事件概述

中国北车于4月9日晚间发布2012年度报告，2012年实现营业收入924.3亿元，较上年同期增长3.4%，实现归属于母公司股东的净利润33.8亿元，较上年同期增加13.4%，实现摊薄每股收益0.33元，12年拟每10股向股东派发1.0元（含税）人民币，基本符合市场预期。我们认为铁道部改革刚刚拉开序幕，中长期利好铁路车辆板块，但短期将对铁路投资和车辆招标造成负面影响，我们适度调整13、14年EPS分别为0.39、0.45元的盈利预测，下调评级至“谨慎推荐”，合理估值区间为4.0-4.5元。

二、分析与判断

➤ 基本符合预期，营收和净利润增速双回升

公司12年实现营业收入924.3亿元，同比增长3.4%，归属于母公司股东的净利润33.8亿元，同比增长13.4%。由于12年四季度铁路投资增速加快，12Q4单季度营业收入同比增长11.73%，单季度归属于母公司的净利润同比增长32.52%，实现双回升。

➤ 毛利率提高是净利润增速大于营收增速的主要原因

公司12年净利润增速13.4%，与营收增速3.4%相比高10个百分点，主要原因是毛利率的提升，2012年公司毛利率12.6%，比2011年度13.4%提高了1.2个百分点。毛利率的提高并不是由于毛利率较高的产品营收占比提升，而是由于报告期内国资委关于开展管理提升活动的要求，公司结合实际，积极改善管理，成本费用得到了有效的控制。

➤ 动车组、城轨车辆此消彼长，城市轨道交通日渐发力

12年动车组实现营业收入222.92亿元，同比下降6.92%，城轨车辆实现营业收入81.81亿元，同比增长33.35%，随着铁路投资日渐缓慢，轨道交通产品中铁路部分收入减少，城市轨道交通产品日渐发力。据国家发改委统计数据，至2012年底，我国已有35个城市轨道交通规划获得批准，规划总里程达到2,700公里左右，计划投资将超过1万亿元。到2013年，已批准的项目将进入规模建设阶段，城轨投资规模将达到2,800-2,900亿元。城市轨道交通建设保持高位，必将带来城轨车辆需求的持续增长。

➤ 应收账款环比大幅改善，12年经营性现金流净额由负转正

原铁道部12年债务压力较大，北车11Q3应收账款余额达到历史峰值，12Q1、12Q2和12Q3分别环比增长8.14%、54.43%和14.81%。随着四季度开始铁路投资款项逐步到位，应收账款大幅改善，环比下降28.52%。

表1：中国北车盈利预测与财务指标

项目/年度	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入(百万元)	89,353	92,431	102,122	113,382
增长率(%)	43.69%	3.44%	10.48%	11.03%
归属母公司股东净利润(百万元)	2,985	3,384	4,059	4,673
增长率(%)	56.37%	13.35%	19.96%	15.12%
每股收益(摊薄后,元)	0.29	0.33	0.39	0.45
PE	13.69	12.08	10.07	8.75
PB	/	/	6.24	5.57

资料来源：公司公告，民生证券研究院

谨慎推荐 下调

合理估值： 4.0-4.5元

交易数据 (2013-04-09)

收盘价(元)	3.96
近12个月最高/最低	5.2/3.36
总股本(百万股)	10320.06
流通股本(百万股)	10320.06
流通股比例%	100.00%
总市值(亿元)	408.67
流通市值(亿元)	408.67

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：刘利

执业证号：S0100513030003

电话：(8610)8512 7661

Email: liuli@mszq.com

研究助理：朱金岩

电话：(8610)8512 7532

Email: zhujuyan@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
3. 《中国北车(601299)12Q3点评-业绩符合预期，铁路板块进入估值低点》2012.10.28

四季度末，由于大批订单完成交付，经营性现金流进一步改善，由 11 年净流出 25.15 亿元，转为 12 年净流入 19.04 亿元，创三年以来新高。随着铁道部改革的不断推进，融资渠道逐步多元化，北车现金流情况有望逐步趋向正常化。

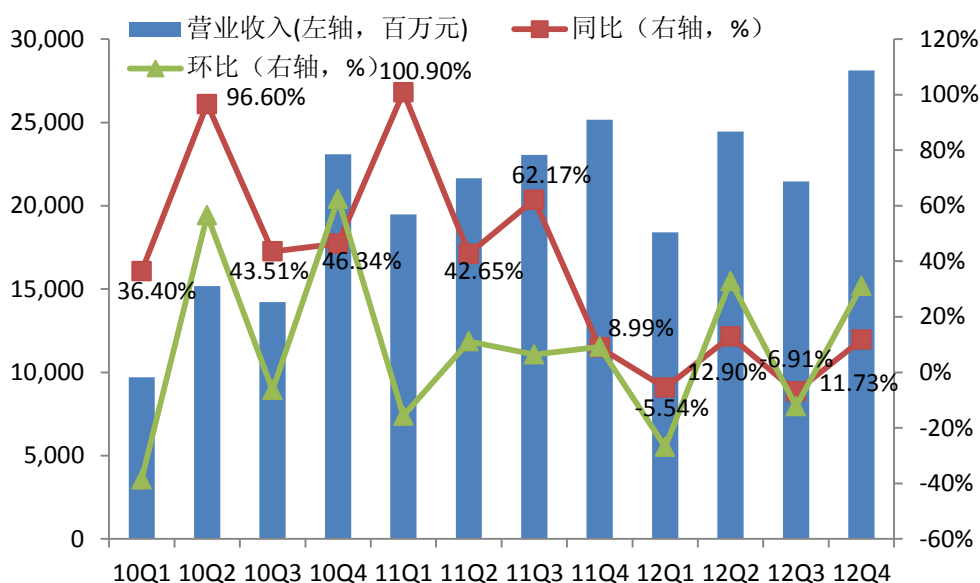
三、 股价催化剂及风险提示

风险提示：铁道部改革的进展和对设备类企业影响具有不确定性；动车组招标延迟将影响收入确认。

四、 盈利预测与投资建议

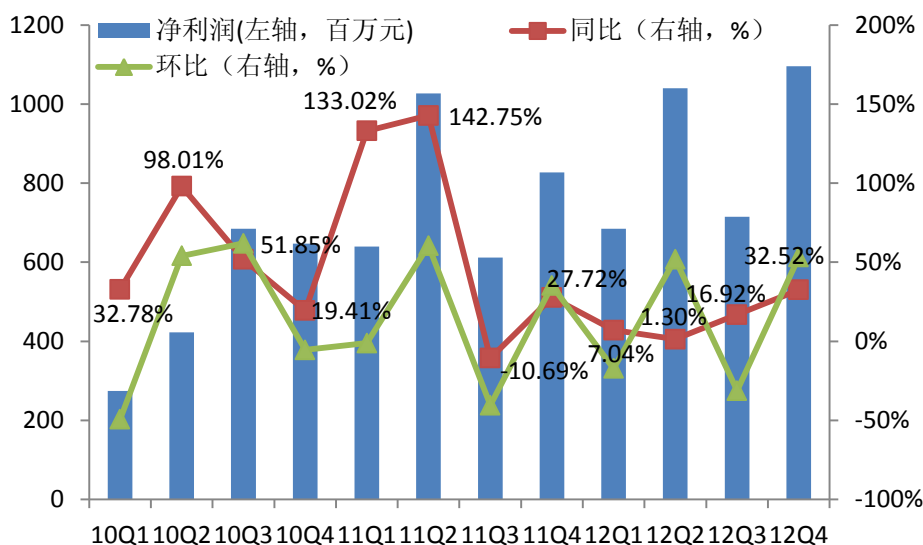
新型城镇化建设（包括城际铁路、城市轨道交通、卫星城市建设等）决定铁路板块中长期仍具有投资价值，且铁路系统改革大概率对设备板块利大于弊。但短期将对铁路投资和车辆招标造成负面影响，我们适度调整 13、14 年 EPS 分别为 0.39、0.45 元的盈利预测，下调评级至“谨慎推荐”，合理估值区间为 4.0-4.5 元。

图 1：中国北车营收（单季度）同比降低 11.73%



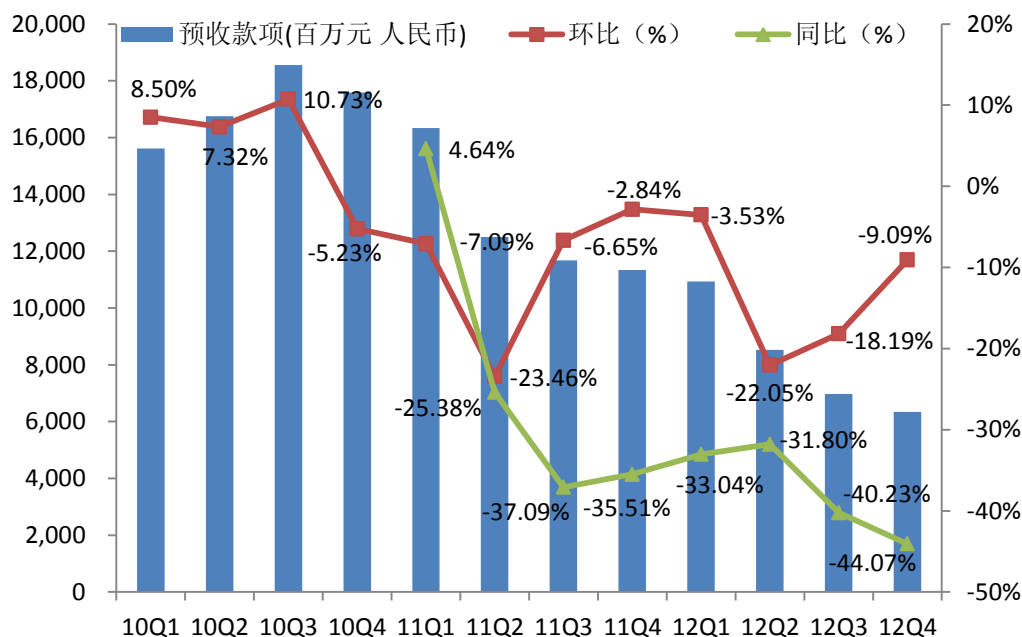
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2：中国北车净利润（单季度）增速回升至 32.52%



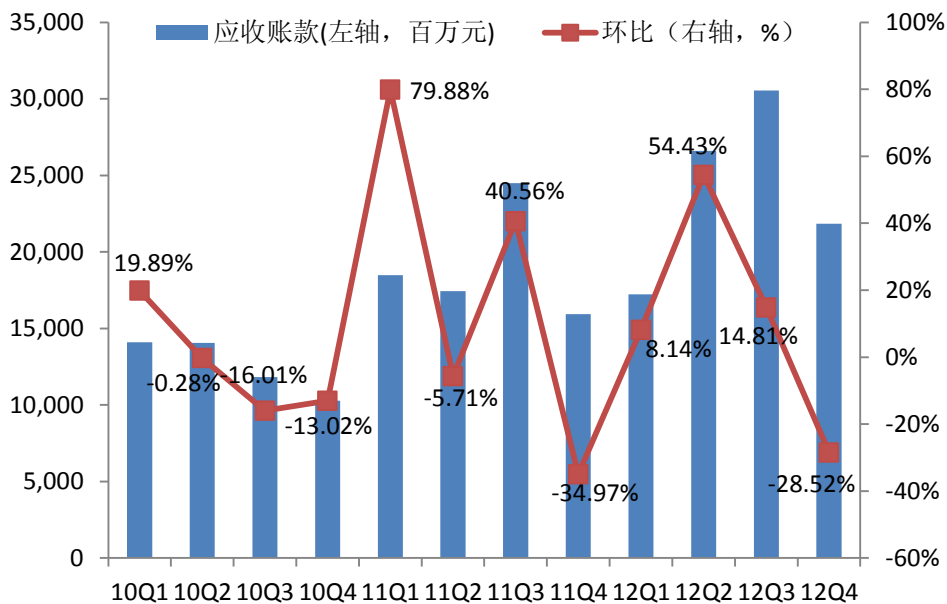
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 3: 预收账款同比、环比分别下降 44.07%、9.09%



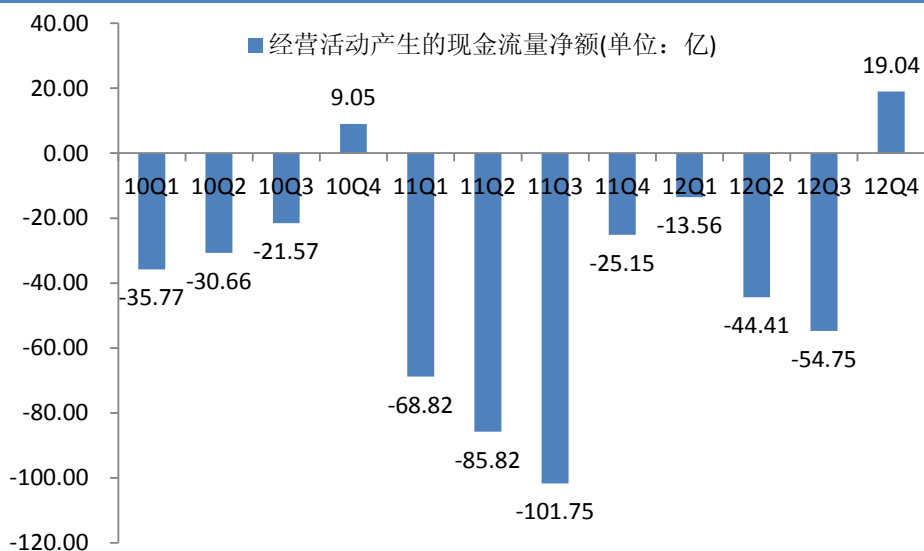
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 4: 中国北车 12 年底应收账款余额环比增速下降至-28.52%



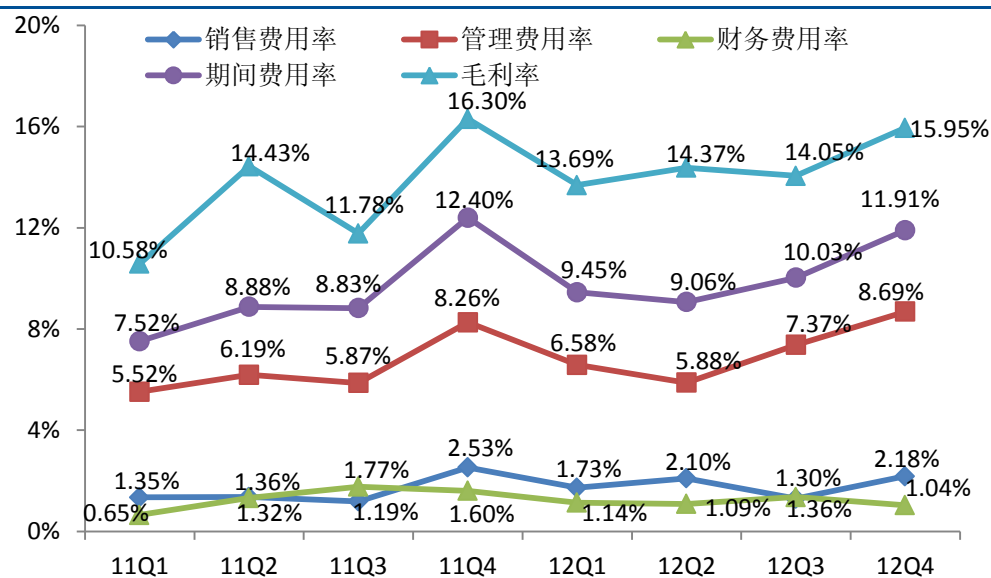
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 5: 经营活动产生的现金流净额有所改善



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 6: 中国北车毛利率和期间费用均呈现上升趋势



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表 2: 分项业务营业收入预测

报告期 (百万元, 人民币)	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入						
客车	7379	15101	27602	27790	29179	30055
客车-动车组		11677	23949	22292	26751	29426
机车	9045	14921	18469	16343	17978	19776
货车	6710	8217	12583	14710	17652	21182
其他和工程机械、机电产品(含配件)	15152	18783	24564	25407	26677	28011
城轨地铁车辆	2230	5163	6135	8181	10636	14358
合计	40516	62184	89353	92431	102122	113382
收入占比						
客车 (%)	18%	24%	31%	30%	29%	27%
客车-动车组 (%)	0%	19%	27%	24%	26%	26%
机车 (%)	22%	24%	21%	18%	18%	17%
货车 (%)	17%	13%	14%	16%	17%	19%
其他和工程机械、机电产品(含配件)	37%	30%	27%	27%	26%	25%
城轨地铁车辆 (%)	6%	8%	7%	9%	10%	13%
营收增速						
客车		105%	83%	1%	5%	3%
客车-动车组			105%	-7%	20%	10%
机车		65%	24%	-12%	10%	10%
货车		22%	53%	17%	20%	20%
其他和工程机械、机电产品(含配件)		24%	31%	3%	5%	5%
城轨地铁车辆		132%	19%	33%	30%	35%
合计		53%	44%	3%	10%	11%

资料来源: 民生证券研究院整理

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	项目 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
一、营业总收入	89,353	92,431	102,122	113,382	货币资金	6,038	9,025	5,106	5,669
减: 营业成本	77,349	78,893	87,176	96,766	应收票据	839	888	1,021	1,134
营业税金及附加	298	469	408	454	应收账款	15,929	21,830	15,318	17,007
销售费用	1,468	1,723	1,838	2,041	预付账款	7,582	5,413	5,980	6,640
管理费用	5,847	6,673	7,149	7,710	其他应收款	674	922	1,018	1,131
财务费用	1,225	1,058	1,144	1,304	存货	31,054	24,646	36,614	40,642
资产减值损失	252	235	200	280	其他流动资产	525	405	550	550
加: 投资收益	239	238	260	300	流动资产合计	63,139	64,215	65,608	72,772
二、营业利润	3,183	3,620	4,467	5,127	长期股权投资	1,816	1,854	2,354	2,754
加: 营业外收支净额	431	517	450	500	固定资产	15,418	19,788	22,124	24,284
三、利润总额	3,614	4,137	4,917	5,627	在建工程	6,392	5,270	6,270	7,270
减: 所得税费用	509	602	688	760	无形资产	8,033	8,567	8,579	8,408
四、净利润	3,105	3,536	4,228	4,868	其他非流动资产	996	2,009	6,387	7,405
归属于母公司的利润	2,985	3,384	4,059	4,673	非流动资产合计	34,121	42,222	45,714	50,121
五、基本每股收益 (元)	0.29	0.33	0.39	0.45	资产总计	97,260	106,437	111,322	122,893
主要财务指标					短期借款	10,111	5,741	5,721	5,731
项目 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	应付票据	8,100	9,692	10,710	11,888
EV/EBITDA		22.94	15.93	14.74	应付账款	22,686	23,617	26,153	29,030
成长能力:					预收账款	11,340	6,342	13,076	14,515
营业收入同比	43.69%	3.44%	10.48%	11.03%	其他应付款	2,034	2,273	2,300	2,400
营业利润同比	62.3%	13.7%	23.4%	14.8%	应交税费	938	1,296	1,100	1,200
净利润同比	52.98%	13.87%	19.59%	15.12%	其他流动负债	7,988	13,984	9,000	10,000
营运能力:					流动负债合计	65,254	65,202	68,060	74,763
应收账款周转率	6.82	4.90	5.50	7.01	长期借款	220	20	20	20
存货周转率	3.24	3.32	3.33	2.94	其他非流动负债	2,321	2,645	2,645	2,645
总资产周转率	1.02	0.91	0.94	0.97	非流动负债合计	2,541	2,665	2,665	2,665
盈利能力与收益质量:					负债合计	70,967	70,042	70,725	77,429
毛利率	13.4%	14.6%	14.6%	14.7%	股本	8,300	10,320	10,320	10,320
净利率	3.3%	3.7%	4.0%	4.1%	资本公积	10,860	15,796	15,796	15,796
总资产净利率 ROA	3.6%	3.5%	3.9%	4.2%	留存收益	5,809	8,674	12,733	17,406
净资产收益率 ROE	12.3%	11.3%	11.0%	11.3%	少数股东权益	1,323	1,579	1,748	1,942
资本结构与偿债能力:					所有者权益合计	26,292	36,394	40,597	45,465
流动比率	0.97	0.98	0.96	0.97	负债和股东权益合计	97,260	106,437	111,322	122,893
资产负债率	73.0%	65.8%	63.5%	63.0%	现金流量表				
长期借款/总负债	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	项目 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
每股指标:					经营活动现金流量	(2,515)	1,904	5,384	7,756
每股收益	0.29	0.33	0.39	0.45	投资活动现金流量	(8,772)	(6,070)	(5,040)	(4,900)
每股经营现金流量	(0.30)	0.18	0.52	0.75	筹资活动现金流量	11,965	6,652	(1,164)	(1,294)
每股净资产	3.17	3.53	3.93	4.41	现金及等价物净增加	650	2,489	(820)	1,561

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

分析师简介

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。

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。