

毛利提升明显，非轨道交通业务增长迅速

——中国北车（601299）2012 年财报点评

2013 年 4 月 10 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 年年报，实现营业收入 924.31 亿元，同比增长 3.4%，归属于母公司的净利润 33.84 亿元，同比增长 13.4%。

公司分季度财务指标

指标	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
营业收入（百万元）	21653.4	23049.1	25171.6	18398.9	24446.3	21455.8	28130.2
增长率（%）	42.7%	62.2%	9.0%	-5.5%	12.9%	-6.9%	11.8%
毛利率（%）	14.4%	11.8%	16.3%	13.7%	14.4%	14.1%	16.0%
期间费用率（%）	8.9%	8.8%	12.4%	9.4%	9.1%	10.0%	11.9%
营业利润率（%）	5.4%	2.8%	2.6%	4.2%	4.8%	3.7%	3.1%
净利润（百万元）	1026.7	611.5	826.8	685.0	1040.1	715.0	1095.7
增长率（%）	164.0%	-9.1%	26.4%	8.2%	0.3%	17.2%	30.8%
每股盈利（季度，元）	0.12	0.07	0.10	0.06	0.10	0.07	0.10
资产负债率（%）	74.8%	76.3%	73.0%	69.0%	69.1%	69.3%	65.8%
净资产收益率（%）	4.1%	2.4%	3.1%	2.0%	3.0%	2.0%	3.0%
总资产收益率（%）	1.0%	0.6%	0.9%	0.6%	0.9%	0.6%	1.0%

评论：

积极因素：

- **轨道交通业务盈利能力显著改善。**由于动车组、大功率机车交付量减少，公司2012年轨道交通业务营业收入670.24亿元，同比减少5.4%，但是毛利率提升2.7个百分点，达到17.2%，创历史新高。我们认为毛利大幅提高的原因在于公司提升内部配套率和自主生产关键部件，“北车心”牵引电传动和网络控制系统研发成功，并批量投入运用：城轨地铁的牵引控制系统已经完成自主配套；装用“北车心”系统的HXD2C型机车完成10万公里线路运用考核，将提升毛利2个百分点；牵引控制系统约占整车成本的30%，规模国产化后可降低成本20%左右。
- **铁道部改革利好公司长期发展。**公司客车业务、动车组业务、城轨地铁业务、货车业务和机车业务收入同比各增长51%、-7%、33%、17%和-12%。而目前铁道部改革后，动车组招标的预期便开始降低，但是我们认为只要动车组上半年能启动招标，考虑到公司在手订单和生产周期，那么对公司的2013年业绩便

不会产生影响；另外铁路总公司实现公司化运营后，货运价格有望提升，货运量也有望大幅提升，届时对于将极大提高公司货车产量；并且中国铁路改革还没有完成，高铁的债务问题如果得到妥善解决，高铁公司能轻装上阵的话，动车组招标将远超预期。

- **非轨道交通业务增长迅速。**公司非轨道交通业务实现营业收入 254 亿，占公司营业收入比重为 27.5%，提升 5.4 个百分点，其中通用机电业务同比增长 71.4%、现代服务业务同比增长 35.5%，战略新兴业务同比增长 30.9%。现代服务业务（租赁业务及 BT 业务）实现营业收入 203 亿，考虑到沈阳浑南 BT 项目今年投入运营以及越来越多中小城市发展现代有轨电车，我们认为公司现代服务业务未来几年也将实现快速增长。

盈利预测与投资建议：

我们预计公司 13 -15 年 EPS 为分别为 0.38 元、0.43 元和 0.52 元，当前股价对应 PE 分别为 11 倍、10 倍和 8 倍，维持“强烈推荐”评级。

表 2：投资组合盈利预测和估值

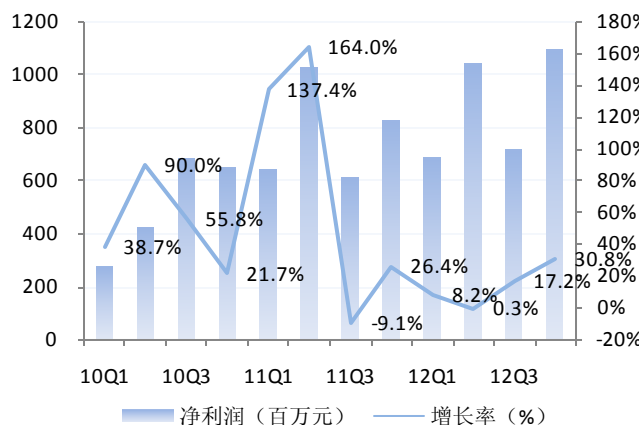
万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	89,353.18	92,431.30	103,793.13	116,764.47	131,586.81
增长率（%）	43.69%	3.44%	12.29%	12.50%	12.69%
净利润（百万元）	2,985.17	3,383.84	3,964.48	4,446.71	5,340.56
增长率（%）	56.37%	13.35%	17.16%	12.16%	20.10%
每股收益(元)	0.360	0.340	0.384	0.431	0.517
净资产收益率（%）	11.96%	9.72%	10.44%	10.71%	11.66%
PE	11.58	12.26	10.86	9.68	8.06
PB	1.39	1.24	1.13	1.04	0.94

资料来源：东兴证券

风险提示：

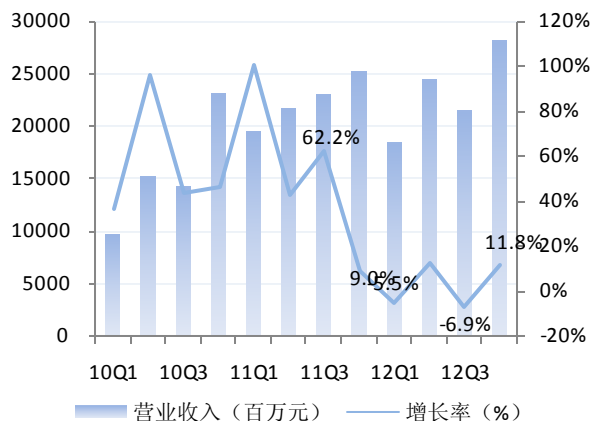
- 动车组招标进度不达预期。

图 1：中国北车分季度净利润及增速



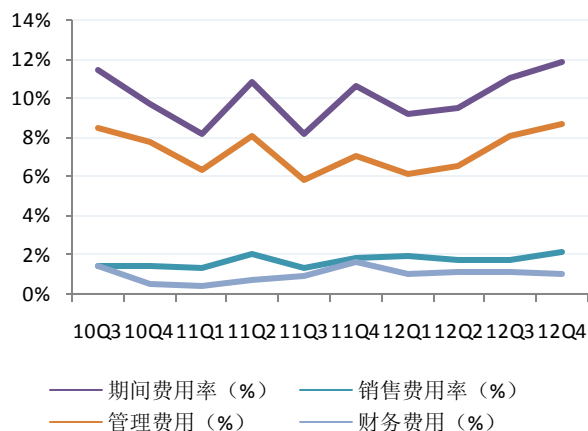
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：中国北车分季度收入及增速



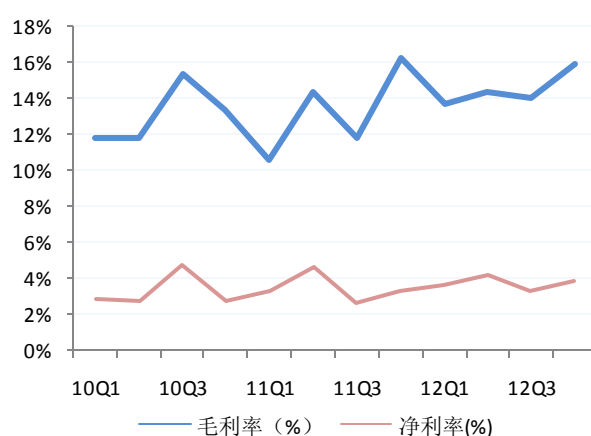
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3：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

图 4：中国北车分季度毛利率与净利率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

利润表（百万元）	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
营业收入	92,431.30	103,793.13	12.29%	116,764.47	12.50%	131,586.81	12.69%
营业成本	78,892.53	88,537.67	12.23%	99,299.51	12.16%	111,751.73	12.54%
营业费用	1,722.67	1,930.55	12.07%	2,171.82	12.50%	2,447.51	12.69%
管理费用	6,673.22	7,493.86	12.30%	8,430.39	12.50%	9,500.57	12.69%
财务费用	1,058.44	728.86	-31.14%	1,102.46	51.26%	978.05	-11.28%
投资收益	237.99	7.50	-96.85%	8.00	6.67%	9.00	12.50%
营业利润	3,620.31	4,313.02	19.13%	4,895.80	13.51%	5,960.24	21.74%
利润总额	4,137.22	4,873.02	17.78%	5,495.80	12.78%	6,600.24	20.10%
所得税	601.54	708.54	17.79%	799.09	12.78%	959.67	20.10%
净利润	3,535.69	4,164.48	17.78%	4,696.71	12.78%	5,640.56	20.10%
归属母公司所有者的净利润	3,383.84	3,964.48	17.16%	4,446.71	12.16%	5,340.56	20.10%
NOPLAT	3,998.47	4,308.79	7.76%	5,126.11	18.97%	5,929.46	15.67%
资产负债表（百万元）	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
货币资金	9,025.11	17,644.83	95.51%	16,347.03	-7.36%	18,422.15	12.69%
交易性金融资产	19.65	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	21,829.90	25,592.83	17.24%	28,791.24	12.50%	32,446.06	12.69%
预付款项	5,412.86	2,756.73	-49.07%	(222.25)	N/A	(3,574.81)	N/A
存货	24,646.22	27,652.86	12.20%	31,014.09	12.16%	34,903.28	12.54%
流动资产合计	64,214.53	75,857.05	18.13%	78,393.87	3.34%	84,950.65	8.36%
非流动资产	42,222.07	31,560.33	-25.25%	29,326.55	-7.08%	27,060.32	-7.73%
资产总计	106,436.60	107,417.38	0.92%	107,720.42	0.28%	112,010.97	3.98%
短期借款	5,740.60	22,953.03	299.84%	19,414.24	-15.42%	18,935.67	-2.47%
应付帐款	23,616.57	26,140.79	10.69%	29,318.23	12.16%	32,994.76	12.54%
预收款项	6,341.89	1,152.23	-81.83%	(4,686.00)	N/A	(11,265.34)	N/A
流动负债合计	65,202.27	61,176.65	-6.17%	56,305.89	-7.96%	54,462.70	-3.27%
非流动负债	4,840.20	3,869.13	-20.06%	5,235.57	35.32%	6,796.86	29.82%
少数股东权益	1,578.64	1,778.64	12.67%	2,028.64	14.06%	2,328.64	14.79%
母公司股东权益	34,815.50	37,961.77	9.04%	41,519.13	9.37%	45,791.58	10.29%
净营运资本	(987.74)	14,680.40	N/A	22,087.98	50.46%	30,487.95	38.03%
投入资本 IC	33,295.55	45,068.63	35.36%	46,635.02	3.48%	48,653.77	4.33%
现金流量表（百万元）	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
净利润	3,535.69	4,164.48	17.78%	4,696.71	12.78%	5,640.56	20.10%
折旧摊销	1,721.21	0.00	N/A	2,285.87	N/A	2,331.13	1.98%
净营运资金增加	1,127.22	15,668.14	1289.99%	7,407.58	-52.72%	8,399.97	13.40%
经营活动产生现金流	1,904.33	(16,299.78)	N/A	3,191.34	N/A	3,385.38	6.08%
投资活动产生现金流	(6,070.50)	8,910.72	N/A	(324.00)	N/A	(345.80)	N/A
融资活动产生现金流	6,652.47	16,008.78	140.64%	(4,165.15)	N/A	(964.45)	N/A
现金净增（减）	2,486.29	8,619.72	246.69%	(1,297.81)	N/A	2,075.13	N/A

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。