

中国北车 (601299.SH)

利润率有所提升，招标启动可期

核心观点:

业绩简评: 公司 1 季度实现营业收入 18,151 百万元，同比略减 1.3%；归属于母公司股东的净利润 736 百万元，同比增长 10.9%，EPS 为 0.07 元。1 季度，公司的毛利率较上年同期提高 1.7 个百分点，三项费用率也增加了 0.7 个百分点，净利润率达到了 4.1%，较上年增加了 0.4 个百分点，显示公司通过核心技术掌握创新和重要部件自主配套提升利润率的进展。

铁路运输和投资: 今年 1 季度，我国铁路运输呈现“客涨货跌”的态势，铁路发送旅客 5.02 亿人，同比增长 14.7%，其中，春运期间客运量同比增长 12.1%，增幅为 2000 年以来的最高纪录。而受煤炭、冶炼物资等大宗产品需求低迷影响，1 季度铁路货运发送量 9.91 亿吨，同比减少 0.8%。根据铁路总公司的数据，1 季度全国铁路完成基本建设投资 545 亿元，同比增长 28.0%。由于前期招标延后，根据企业交付情况，我们判断铁路总公司 1 季度的车辆购置投资有所减少。

招标启动可期: 近期，铁路总公司重申了今年完成 5,200 亿元的基建投资、实现新增通车 5,200 公里以上的目标。考虑下半年新线投产的需要，车辆购置招标已迫在眉睫，结合铁路政企分开改革的进度，包括动车组、机车、货车等在内的招标有望在 2 季度陆续启动。

盈利预测和投资建议: 我们预测公司 2013-2015 年分别实现营业收入 106,835、123,000 和 141,397 百万元，EPS 分别为 0.401、0.461 和 0.536 元；继续给予公司 6.01 元的目标价和“买入”评级。

风险提示: 目前，公司动车组在手订单可满足至今年 3 季度的交付，考虑生产周期，如果 2 季度招标仍未展开，将导致排产不足和利润减少的风险。

盈利预测:

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	89,353.18	92,431.30	106,835.	123,000.	141,397.
增长率(%)	43.69%	3.44%	15.58%	15.13%	14.96%
EBITDA(百万元)	5,843.72	6,397.32	7,480.98	8,516.13	9,531.75
净利润(百万元)	2,985.17	3,383.84	4,135.99	4,759.93	5,532.95
增长率(%)	56.37%	13.35%	22.23%	15.09%	16.24%
EPS(元/股)	0.360	0.328	0.401	0.461	0.536
市盈率(P/E)	11.82	13.75	10.06	8.74	7.52
市净率(P/B)	1.41	1.34	1.10	1.00	0.90
EV/EBITDA	6.80	6.82	6.46	5.19	4.13

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	4.03 元
合理价值	6.01 元
前次评级	买入
报告日期	2013-05-01

相对市场表现



分析师: 真 怡 S0260511050003



0755-82797057



zhenyi@gf.com.cn

相关研究:

- 中国北车年报点评: 业绩好于 2013-04-10
预期, 经营目标积极
- 中国北车 (601299.sh): 12 2012-10-30
年逐步走出业绩低谷, 期待
13 年量升价稳盈利增
- 中国北车 (601299.sh): 铁 2012-08-28
路设备未来仍有需求空间, 等
待动车招标启动

一、业绩简评

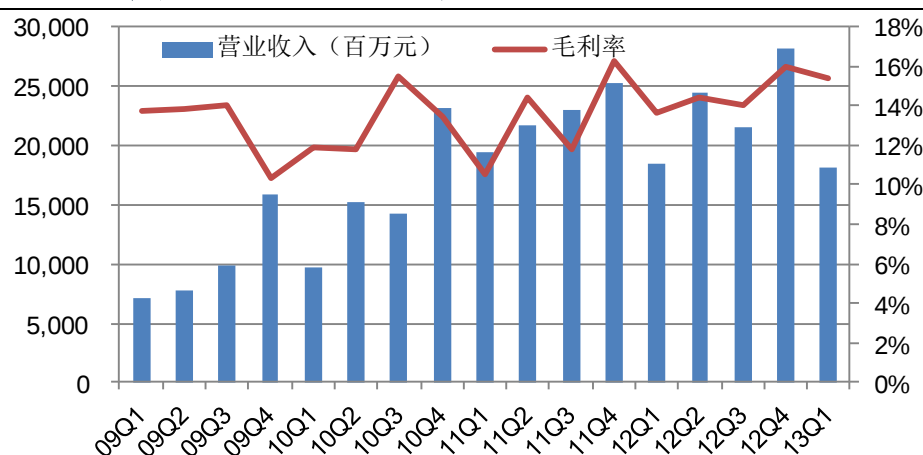
公司1季度实现营业收入18,151百万元，同比略减1.3%；归属于母公司股东的净利润736百万元，同比增长10.9%，EPS为0.07元。1季度，公司的毛利率较上年同期提高1.7个百分点，三项费用率也增加了0.7个百分点，净利润率达到4.1%，较上年增加了0.4个百分点，显示公司通过核心技术消化吸收和重要部件自主配套，进而持续提升利润率的进展。

二、经营分析

铁路运输：今年1季度，我国铁路运输呈现“客涨货跌”的态势，铁路发送旅客5.02亿人，同比增长14.7%，其中，春运期间客运量同比增长12.1%，增幅为2000年以来的最高纪录。而受煤炭、冶炼物资等大宗产品需求低迷影响，1季度铁路货运发送量9.91亿吨，同比减少0.8%。

铁路投资：根据铁路总公司的数据，1季度全国铁路完成基本建设投资545亿元，同比增长28.0%。由于前期招标延后，根据企业交付情况，判断铁路总公司1季度的车辆购置投资有所减少。国家统计局公布的铁路运输完成投资561亿元，同比仅增长5.8%，这里面金额和增速不同既有统计方式的差异，也是因为车辆购置有所减少的影响。1-3月，铁路机车产量为186台，同比减少41.7%；而1-2月，铁路货车产量为7,988台，同比减少5.8%；铁路客车产量为1,045台，同比增长91.4%。

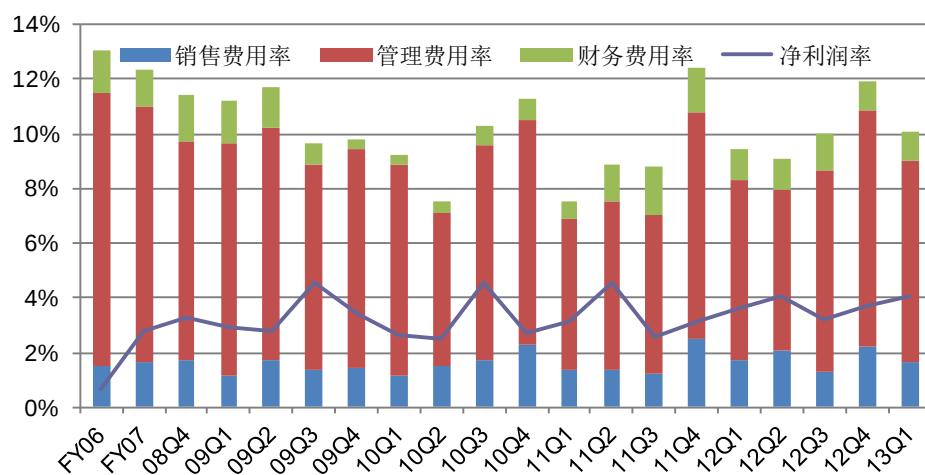
图1：公司单季度的营业收入和毛利率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

利润率上升：1季度，公司的综合毛利率为15.2%，净利润率为4.1%，分别较上年同期增加1.7个、0.4个百分点。考虑1季度利润率较高的轨道交通装备业务（动车组、机车等产品）交付量有所减少，而公司综合毛利率和净利润仍有所提升，表明轨道交通装备业务的利润率提升较为明显。这应与公司通过核心技术的掌握、创新，通过重要部件的自主化配套，降低成本、挖掘利润潜力有关。自哈大高铁高铁开通以来，CRH380B高寒动车组一直保持良好的运行状态，近期唐车公司推出新的时速250公里城际动车组产品、100%低地板有轨电车，装载着“北车心”的新八轴大功率电力机车通过运营考核，显示了公司在技术创新方面的积极进展。

图2：公司单季度的三项费用率和净利润率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

现金流情况：1季度，公司经营活动产生的现金流量为净流出4,542百万元，净流出量较上年同期增加了3,185百万元。这主要是应收账款较年初增加了3,051百万元，而预收款项较年初减少了1,029百万元，显示重点客户付款进度偏慢，以及动车组、机车等产品陆续交付，而新一轮招标尚未展开，在手订单有所减少的影响。

招标启动可期：近期，铁路总公司重申了今年完成5,200亿元的基建投资、实现新增通车5,200公里以上的目标。考虑下半年新线投产的需要，车辆购置招标已迫在眉睫，结合铁路政企分开改革的进度，包括动车组、机车、货车等在内的铁路车辆招标有望在2季度陆续启动。

三、盈利预测和投资建议

我们维持公司的盈利预测不变：2013-2015年分别实现营业收入106,835、123,000和141,397百万元，净利润分别为4,136、4,760和5,533百万元，EPS分别为0.401、0.461和0.536元。

目前，国内高铁庞大的在建规模为动车组未来三年的需求提供良好基础，同时，公司也积极通过内涵式发展提升利润水平，我们给予“买入”的投资评级，合理价值为6.01元，相当于2013年的15倍PE估值。

四、风险提示

目前，公司动车组在手订单可满足至今年3季度的交付，考虑生产周期，如果2季度招标仍未展开，将导致排产不足和利润减少的风险。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	63139	64215	65269	74733	88400
货币资金	6038	9025	9000	10000	14000
应收及预付	25024	29052	28809	33159	38117
存货	31054	24646	27440	31554	36264
其他流动资产	1022	1491	20	20	20
非流动资产	34121	42222	38766	37293	35728
长期股权投资	1816	1854	1854	1854	1854
固定资产	15533	19890	20021	19127	18147
在建工程	6392	5270	3770	2970	2170
无形资产	8036	8586	8795	9016	9230
其他长期资产	2344	6622	4326	4326	4326
资产总计	97260	106437	104035	112025	124128
流动负债	65254	65202	64336	68389	75748
短期借款	10111	5741	15692	12594	11774
应付及预收	46267	44349	48643	55795	63974
其他流动负债	8876	15113	0	0	0
非流动负债	5714	4840	20	20	20
长期借款	220	20	20	20	20
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5494	4820	0	0	0
负债合计	70967	70042	64356	68409	75768
股本	8300	10320	10320	10320	10320
资本公积	10860	15796	15796	15796	15796
留存收益	5809	8674	11778	15506	20007
归属母公司股东权益	24969	34815	37919	41647	46148
少数股东权益	1323	1579	1760	1969	2211
负债和股东权益	97260	106437	104035	112025	124128

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	89353	92431	106835	123000	141397
营业成本	77349	78893	91052	104702	120330
营业税金及附加	298	469	534	615	707
销售费用	1468	1723	2030	2362	2743
管理费用	5847	6673	7778	8979	10350
财务费用	1225	1058	921	1085	1038
资产减值损失	252	235	246	250	291
公允价值变动收益	31	2	0	0	0
投资净收益	239	238	250	280	295
营业利润	3183	3620	4525	5288	6233
营业外收入	577	642	650	650	650
营业外支出	147	125	120	120	120
利润总额	3614	4137	5055	5818	6763
所得税	509	602	738	849	987
净利润	3105	3536	4317	4969	5776
少数股东损益	120	152	181	209	243
归属母公司净利润	2985	3384	4136	4760	5533
EBITDA	5844	6397	7481	8516	9532
EPS (元)	0.36	0.33	0.40	0.46	0.54

现金流量表

单位: 百万元

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-2515	1904	-5556	6153	6825
净利润	3105	3536	4317	4969	5776
折旧摊销	1453	1723	2039	2173	2265
营运资金变动	-7901	-4318	-12630	-1561	-1779
其它	829	963	718	572	564
投资活动现金流	-8772	-6070	1911	110	125
资本支出	-7522	-6053	1661	-170	-170
投资变动	-1356	-528	250	280	295
其他	105	510	0	0	0
筹资活动现金流	11937	6655	3620	-5263	-2950
银行借款	42603	38025	9952	-3099	-820
债券融资	-30100	-35716	-5186	0	0
股权融资	56	7079	0	0	0
其他	-622	-2733	-1146	-2165	-2130
现金净增加额	650	2489	-25	1000	4000
期初现金余额	5253	6038	9025	9000	10000
期末现金余额	5903	8527	9000	10000	14000

主要财务比率

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力(%)					
营业收入增长	43.7	3.4	15.6	15.1	15.0
营业利润增长	62.3	13.7	25.0	16.9	17.9
归属母公司净利润增长	56.4	13.4	22.2	15.1	16.2
获利能力(%)					
毛利率	13.4	14.6	14.8	14.9	14.9
净利率	3.5	3.8	4.0	4.0	4.1
ROE	12.0	9.7	10.9	11.4	12.0
ROIC	13.6	14.6	11.6	13.5	15.5
偿债能力					
资产负债率(%)	73.0	65.8	61.9	61.1	61.0
净负债比率	0.2	-0.1	0.2	0.1	-
流动比率	0.97	0.98	1.01	1.09	1.17
速动比率	0.38	0.52	0.49	0.52	0.58
营运能力					
总资产周转率	1.02	0.91	1.02	1.14	1.20
应收账款周转率	6.82	4.90	5.21	5.21	5.21
存货周转率	2.80	2.83	3.32	3.32	3.32
每股指标(元)					
每股收益	0.36	0.33	0.40	0.46	0.54
每股经营现金流	-0.30	0.18	-0.54	0.60	0.66
每股净资产	3.01	3.37	3.67	4.04	4.47
估值比率					
P/E	11.8	13.8	10.1	8.7	7.5
P/B	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.8	6.8	6.5	5.2	4.1

广发机械行业研究小组

- 真 怡： 分析师，中国航空研究院燃气涡轮研究所工学硕士、西北工业大学工学学士。先后在中国燃气涡轮研究所从事航空发动机研究设计工作、在国内资产评估事务所从事资产评估、价值咨询工作、在中投证券研究所从事行业研究工作，4 年证券从业经历，2011 年进入广发证券发展研究中心。
- 程 锦： 研究助理，清华大学材料科学与工程专业硕士，机械工程专业学士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：chengjin@gf.com.cn，电话：0755-23953512。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。