

中国北车 (601299)

公司研究/简评报告

毛利率改善，动车组重启将扭转上半年负增长

简评报告/机械行业

2013年08月28日

一、事件概述

中国北车于8月27日晚间发布2013年半年报，1-6月实现营业收入369.15亿元，较上年同期下降13.84%，实现归属于母公司股东的净利润15.67亿元，较上年同期下降5.39%，实现摊薄每股收益0.15元，基本符合市场预期。公司受益于动车组重启且管理改善驱动利润率上行，预计13-15年EPS分别为0.39、0.45、0.52元，维持“谨慎推荐”投资评级，合理估值区间为4.5-5元。

二、分析与判断

► 受动车组招标延后影响，上半年营业收入三年来首次负增长

公司上半年受动车组招标（动车组招标于2013年8月18号重启）延后影响，1-6月实现营业收入69.15亿元，较上年同期下降13.84%。轨道交通业务（包括客车、动车组、机车、货车等）同比下降26.49%，下滑较为显著。

今年动车组招标250公里动车组91列，若加上此前媒体非官方披露13年招标时速300到350公里的动车组68列，13年共计招标159列。这将缓解市场对北车业绩继续下滑的担心，对北车下半年的业务产生积极影响。

► 经营改善致毛利率提升，净利润下降幅度小于营收下降幅度

公司上半年营业收入同比下降13.84%，归属于上市公司股东的净利润同比下降5.39%。净利润下降幅度小于营收下降幅度：

(1) 由于核心技术突破、开展管理提升活动、产品结构差异等因素影响，毛利率17.33%，较去年同期14.08%上升了3.25个百分点；

(2) 上半年三项费用率11.09%，较去年同期的9.23%上升了1.86个百分点。由于积极开拓市场，销售费用同比增7.94%；由于工资性附加费用等刚性支出增加且按财政部文件在管理费用中计提安全生产费等因素，管理费用同比增4.55%；由于利息成本下降财务费用同比降9.60%。

► 应收账款和经营性净现金流净额显示资金面偏紧

应收账款较去年同期下降3.41%，占总资产比重下降至22.42%。经营性净现金流净额为-49亿元，资金面呈偏紧状态。预收账款58.57亿元，同比虽然仍下降31.31%，但二季度环比上升10.25%。显示订单情况有所好转。

► 今明两年快速铁路通车迎来小高峰，但动车组需求增速总体趋缓

随着宁杭客专、杭甬客专、盘营客专、成绵乐客专、向莆铁路等快速铁路于今明两年陆续通车，动车组新增需求迎来小高峰。但由于基数效应、资金紧张致竣工通车时间分散、铁总招标权下放致动车组利用率进一步提升等因素影响，未来动车组需求增速总体趋缓。

表1：中国北车盈利预测与财务指标

项目/年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	92,431	102,122	113,382	127,183
增长率（%）	3.44%	10.48%	11.03%	12.17%
归属母公司股东净利润（百万元）	3,384	4,059	4,673	5,386
增长率（%）	13.35%	19.96%	15.12%	15.25%
每股收益（元）	0.33	0.39	0.45	0.52
PE	13.05	10.88	9.45	8.20

资料来源：民生证券研究院

谨慎推荐

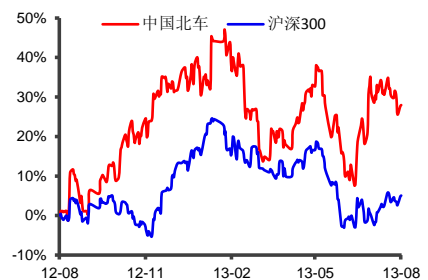
维持

合理估值： 4.5-5.0元

交易数据 (2013-08-27)

收盘价（元）	4.28
近12个月最高/最低	5.09/3.29
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）	441.70
流通市值（亿元）	441.70

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: zhujiyan@mszq.com

相关研究

- 《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
- 《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
- 《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
- 《中国北车（601299）12 年报点评-业绩符合预期，城轨车辆渐成新宠》2013.04.10
- 《中国北车（601299）13Q1 点评：业绩符合预期，经营效益继续改善》2013.5.2

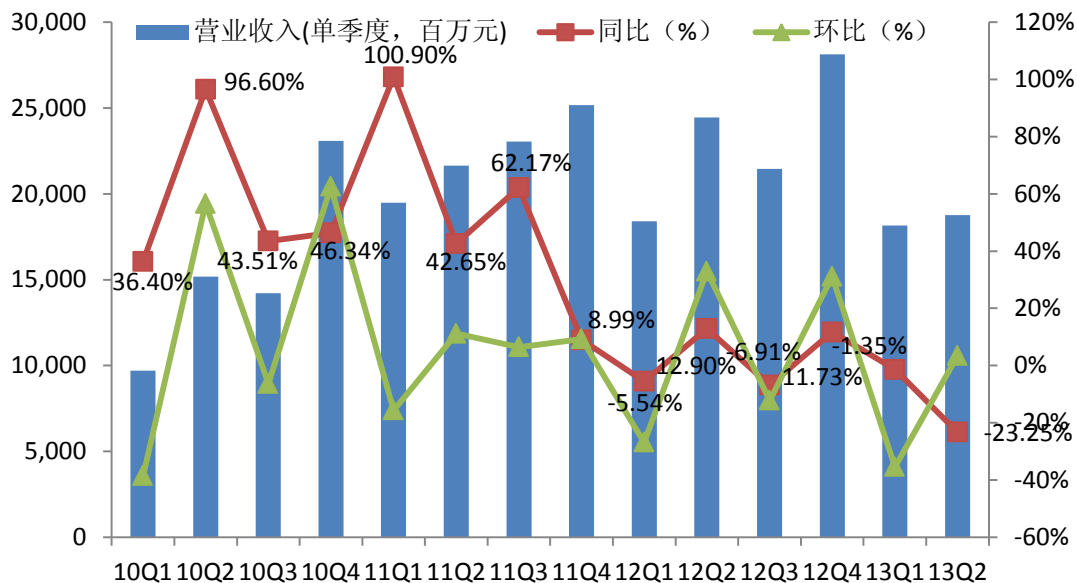
三、 股价催化剂及风险提示

风险提示：铁路系统改革具有长期性、艰巨性和复杂性。

四、 盈利预测与投资建议

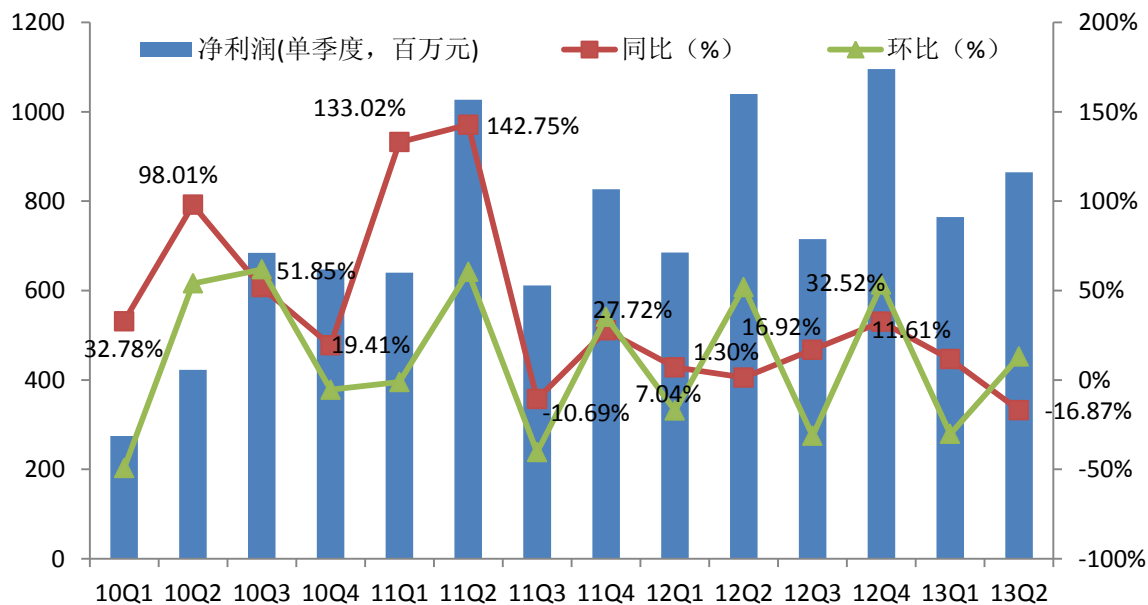
新型城镇化建设（包括城际铁路、城市轨道交通、卫星城市建设等）决定铁路板块中长期仍具有投资价值，且铁路系统改革大概率对设备板块利大于弊。公司受益于动车组重启且管理改善驱动利润率上行，我们预计 13-15 年 EPS 分别为 0.39、0.45、0.52 元，维持“谨慎推荐”的投资评级，合理估值区间为 4.5-5 元。

图 1: 公司营收 (单季度) 同比降低 23.25%



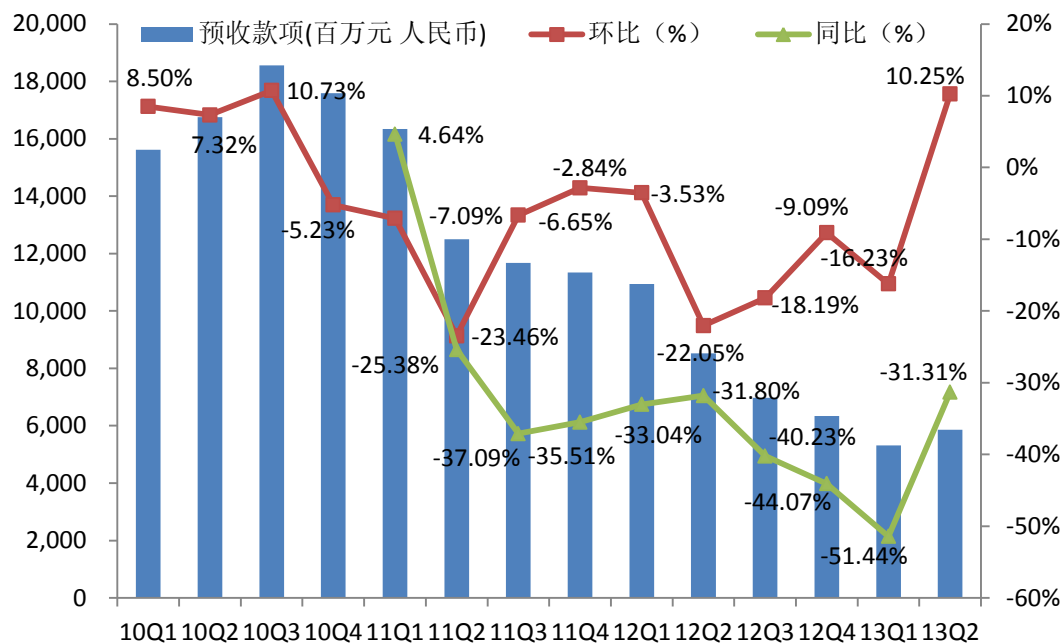
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2: 公司净利润 (单季度) 增速-16.87%



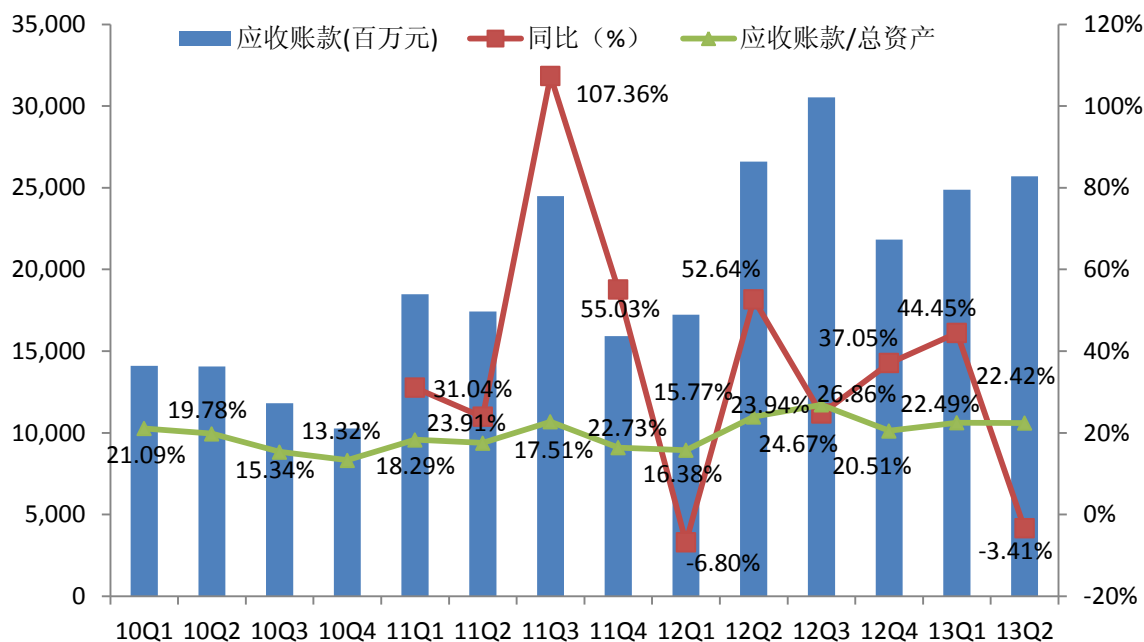
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 3: 公司预收账款同比、环比分别增速-31.31%、10.25%



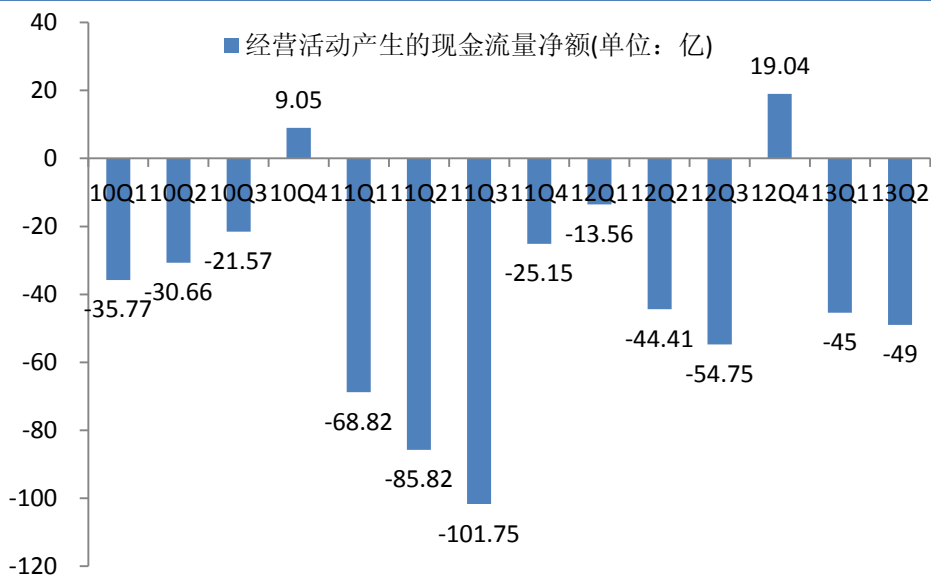
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 4: 公司 13 年二季度末应收账款/总资产比重下降至 22.42%



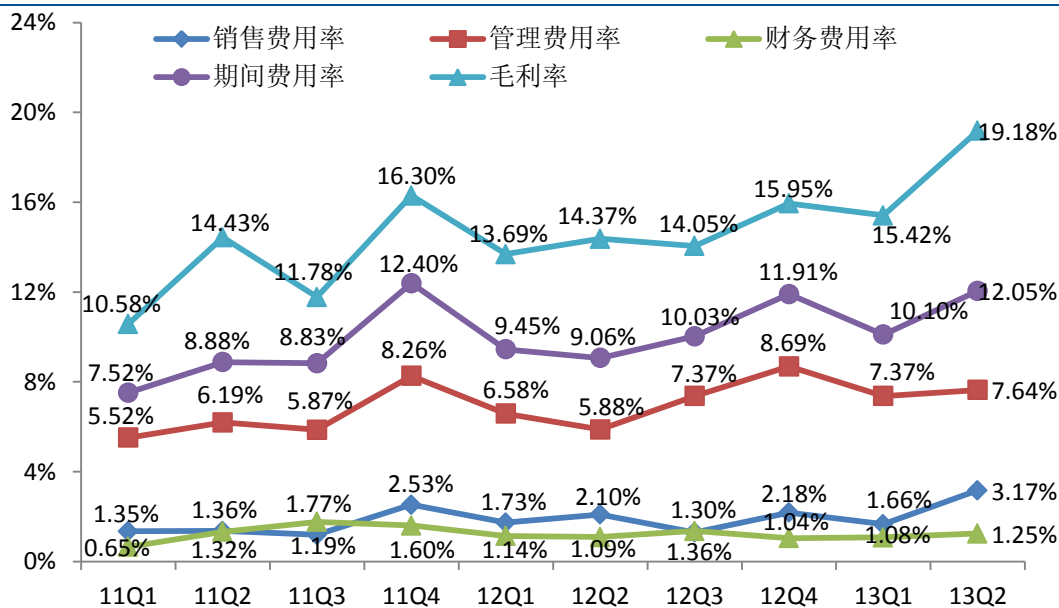
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 5: 公司 13 年上半年经营活动产生的现金流净额为-49 亿元



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 6: 公司毛利率(单季度)和期间费用(单季度)较去年同期均呈现上升趋势



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	92,431	102,122	113,382	127,183
减: 营业成本	78,893	87,176	96,766	108,184
营业税金及附加	469	408	454	509
销售费用	1,723	1,838	2,041	2,289
管理费用	6,673	7,149	7,710	8,648
财务费用	1,058	1,144	1,304	1,467
资产减值损失	235	200	280	300
加: 投资收益	238	260	300	200
二、营业利润	3,620	4,467	5,127	5,986
加: 营业外收支净额	517	450	500	500
三、利润总额	4,137	4,917	5,627	6,486
减: 所得税费用	602	688	760	876
四、净利润	3,536	4,228	4,868	5,610
归属于母公司的利润	3,384	4,059	4,673	5,386
五、基本每股收益 (元)	0.33	0.39	0.45	0.52
主要财务指标				
项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
EV/EBITDA	23.69	16.42	15.17	13.60
成长能力:				
营业收入同比	3.44%	10.48%	11.03%	12.17%
营业利润同比	13.7%	23.4%	14.8%	16.7%
净利润同比	13.87%	19.59%	15.12%	15.3%
营运能力:				
应收账款周转率	4.90	5.50	7.01	7.05
存货周转率	3.32	3.33	2.94	2.96
总资产周转率	0.91	0.94	0.97	0.99
盈利能力与收益质量:				
毛利率	14.6%	14.6%	14.7%	14.9%
净利率	3.7%	4.0%	4.1%	4.2%
总资产净利率 ROA	3.5%	3.9%	4.2%	4.3%
净资产收益率 ROE	11.3%	11.0%	11.3%	11.6%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	0.98	0.96	0.97	1.00
资产负债率	65.8%	63.5%	63.0%	62.0%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标:				
每股收益	0.33	0.39	0.45	0.52
每股经营现金流量	0.18	0.52	0.75	0.72
每股净资产	3.53	3.93	4.41	4.95

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

资产负债表				
项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	9,025	5,106	5,669	6,359
应收票据	888	1,021	1,134	1,272
应收账款	21,830	15,318	17,007	19,077
预付账款	5,413	5,980	6,640	7,448
其他应收款	922	1,018	1,131	1,268
存货	24,646	36,614	40,642	45,437
其他流动资产	405	550	550	550
流动资产合计	64,215	65,608	72,772	81,412
长期股权投资	1,854	2,354	2,754	3,154
固定资产	19,788	22,124	24,284	26,270
在建工程	5,270	6,270	7,270	8,270
无形资产	8,567	8,579	8,408	8,239
其他非流动资产	2,009	6,387	7,405	7,705
非流动资产合计	42,222	45,714	50,121	53,639
资产总计	106,437	111,322	122,893	135,051
短期借款	5,741	5,721	5,731	5,437
应付票据	9,692	10,710	11,888	13,291
应付账款	23,617	26,153	29,030	32,455
预收账款	6,342	13,076	14,515	16,228
其他应付款	2,273	2,300	2,400	2,400
应交税费	1,296	1,100	1,200	1,200
其他流动负债	13,984	9,000	10,000	10,000
流动负债合计	65,202	7,560	10,045	13,488
长期借款	20	20	20	20
其他非流动负债	2,645	2,645	2,645	2,645
非流动负债合计	2,665	2,665	2,665	2,665
负债合计	70,042	7,669	10,154	13,597
股本	10,320	10,320	10,320	10,320
资本公积	15,796	15,796	15,796	15,796
留存收益	8,674	12,733	17,406	22,792
少数股东权益	1,579	1,748	1,942	2,167
所有者权益合计	36,394	40,597	45,465	51,075
负债和股东权益合计	106,437	111,322	122,893	135,051
现金流量表				
项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流量	1,904	5,384	7,756	7,451
投资活动现金流量	(6,070)	(5,040)	(4,900)	(5,000)
筹资活动现金流量	6,652	(1,164)	(1,294)	(1,761)
现金及等价物净增加	2,489	(820)	1,561	690

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其他方式发送、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。