

2013年08月29日

中国北车 (601299.SH)

## 毛利率趋势性上升，业绩符合预期

■上半年净利润小幅下降，业绩基本符合预期。上半年公司营业收入369.1亿元，同比下降13.8%，营业利润19亿元，下降3.2%，归属母公司净利润15.7亿元，下降5.4%，EPS0.15元，业绩符合预期。

■轨道交通业务下降26.5%，下半年车辆采购开支加大。铁路体制改革后，中铁总三定工作进展缓慢，路内车辆招标一再推迟，延缓了铁路车辆的生产和交付，上半年公司轨道交通收入规模246.88亿元，同比下降26.5%，动车组收入下降10.4%，城轨车辆下降了15.3%，机车业务下降65%。要完成全年的投资计划，下半年铁路车辆采购投资增速加快，部分车辆订单将交付，所以经营业绩好于上半年。

■牵引控制系统自制提升，综合毛利率趋势性上升。上半年公司综合毛利率17.3%，同比提升3.2个百分点，单季度来看，Q1、Q2单季分别为15.4%、19.2%，同比去年增长1.7个百分点、4.8个百分点。大功率IGBT产品性能指标达到国际先进水平，并首次出口海外。“北车心”牵引电传动系统和网络控制系统成功运用于机车和城轨车辆，轨道交通业务毛利率上升6.48个百分点至21.99%，未来核心零部件逐步应用于动车组高端产品，盈利能力仍将持续上升。

■公司货车中标优势明显，部分车辆年底前交付贡献业绩。2013年以来，截至7月公司新签订单188.45亿元，其中，城轨车辆55.5亿、动车各类维修19.3亿，货车39.2亿元，机车24.5亿元。8月上旬，中铁总重启了货车首次招标，中国北车货车中标1.39万辆，在招标量总中占比48.1%，中标总金额53.7亿元，占总金额的48%，北车货车招标中优势明显。

■维持“买入-A”评级。我们预计公司2013~2015年净利润40.7亿元、49.1亿元、58.3亿元，对应EPS0.39元、0.48元、0.57元，目前股价对应2013年动态PE11倍，维持“买入-A”评级，6个月目标价5.85元。

■风险提示：动车组招标数量量和、招标时间点晚于预期的风险

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	89,353.2	92,431.3	96,499.9	113,952.1	132,114.2
净利润	2,985.2	3,383.8	4,073.0	4,911.3	5,832.4
每股收益(元)	0.29	0.33	0.39	0.48	0.57
每股净资产(元)	2.42	3.37	3.67	4.04	4.46

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	14.8	13.1	10.8	9.0	7.6
市净率(倍)	1.8	1.3	1.2	1.1	1.0
净利润率	3.3%	3.7%	4.2%	4.3%	4.4%
净资产收益率	11.8%	9.7%	10.7%	11.7%	12.6%
股息收益率	1.2%	2.3%	2.1%	2.6%	3.4%
ROIC	20.6%	14.3%	18.5%	15.9%	16.7%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

铁路交通设备

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

5.85元

股价(2013-08-28)

4.24元

交易数据

总市值(百万元)	44,169.84
流通市值(百万元)	44,169.84
总股本(百万股)	10,320.06
流通股本(百万股)	10,320.06
12个月价格区间	3.38/5.03元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-7.54	4.22	20.09
绝对收益	-2.28	-5.73	25.15

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511090004  
wangsw@essence.com.cn  
021-68763578

张仲杰

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020002  
zhangzj@essence.com.cn  
021-68767839

相关报告

中国北车:净利润持续增长, 毛利率明显上升	2013-05-02
中国北车: 毛利率上升超预期, 期待招标重启提振信心	2013-04-11
中国北车: 铁道部改革偏中性, 牵引系统自配率提升	2013-03-29

## 财务报表预测和估值数据汇总(2013年08月27日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>89,353.2</b>	<b>92,431.3</b>	<b>96,499.9</b>	<b>113,952.1</b>	<b>132,114.2</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	77,348.8	78,892.5	81,995.2	96,575.3	111,530.1	营业收入增长率	43.7%	3.4%	4.4%	18.1%	15.9%
营业税费	298.1	469.0	337.7	398.8	462.4	营业利润增长率	62.3%	13.7%	22.9%	21.6%	21.0%
销售费用	1,468.3	1,722.7	1,737.0	1,994.2	2,245.9	净利润增长率	56.4%	13.4%	20.4%	20.6%	18.8%
管理费用	5,847.2	6,673.2	6,899.7	8,090.6	9,248.0	EBITDA 增长率	67.8%	9.2%	14.1%	24.7%	23.4%
财务费用	1,225.3	1,058.4	1,095.4	1,511.4	2,111.7	EBIT 增长率	87.9%	6.1%	18.5%	24.8%	25.1%
资产减值损失	252.3	234.6	238.7	231.9	235.3	NOPLAT 增长率	85.6%	5.6%	19.3%	24.8%	25.1%
加:公允价值变动收益	30.8	1.5	12.0	-	-4.0	投资资本增长率	51.7%	-7.6%	44.6%	19.2%	16.3%
投资和汇兑收益	239.2	238.0	241.5	259.2	269.4	净资产增长率	8.9%	38.4%	9.0%	10.0%	10.5%
<b>营业利润</b>	<b>3,183.2</b>	<b>3,620.3</b>	<b>4,449.6</b>	<b>5,409.1</b>	<b>6,546.1</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	430.7	516.9	494.1	552.1	533.2	毛利率	13.4%	14.6%	15.0%	15.2%	15.6%
<b>利润总额</b>	<b>3,613.8</b>	<b>4,137.2</b>	<b>4,943.7</b>	<b>5,961.2</b>	<b>7,079.2</b>	营业利润率	3.6%	3.9%	4.6%	4.7%	5.0%
减:所得税	508.8	601.5	692.1	834.6	991.1	净利润率	3.3%	3.7%	4.2%	4.3%	4.4%
<b>净利润</b>	<b>2,985.2</b>	<b>3,383.8</b>	<b>4,073.0</b>	<b>4,911.3</b>	<b>5,832.4</b>	EBITDA/营业收入	6.6%	6.9%	7.6%	8.0%	8.5%
						EBIT/营业收入	4.9%	5.1%	5.7%	6.1%	6.6%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	55	69	84	87	86
						流动营业资本周转天数	-3	-6	-5	14	24
						流动资产周转天数	231	248	255	242	239
						应收账款周转天数	55	77	95	96	98
						存货周转天数	111	108	101	99	99
						总资产周转天数	351	397	416	387	373
						投资资本周转天数	93	105	118	129	131
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	11.8%	9.7%	10.7%	11.7%	12.6%
						ROA	3.2%	3.3%	3.6%	4.0%	4.2%
						ROIC	20.6%	14.3%	18.5%	15.9%	16.7%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	1.6%	1.9%	1.8%	1.8%	1.7%
						管理费用率	6.5%	7.2%	7.2%	7.1%	7.0%
						财务费用率	1.4%	1.1%	1.1%	1.3%	1.6%
						三费/营业收入	9.6%	10.2%	10.1%	10.2%	10.3%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	73.0%	65.8%	66.0%	66.0%	66.9%
						负债权益比	269.9%	192.5%	194.4%	194.5%	201.8%
						流动比率	0.97	0.98	1.03	1.06	1.08
						速动比率	0.49	0.61	0.61	0.62	0.63
						利息保障倍数	3.60	4.42	5.06	4.58	4.10
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.05	0.10	0.09	0.11	0.15
						分红比率	17.3%	30.5%	23.2%	23.7%	25.8%
						股息收益率	1.2%	2.3%	2.1%	2.6%	3.4%

## 现金流量表

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	3,105.0	3,535.7	4,073.0	4,911.3	5,832.4
加:折旧和摊销	1,453.0	1,723.4	1,758.8	2,186.7	2,576.7
资产减值准备	252.3	234.6	-	-	-
公允价值变动损失	-30.8	-1.5	12.0	-	-4.0
财务费用	916.9	988.2	1,095.4	1,511.4	2,111.7
投资损失	-239.2	-238.0	-241.5	-259.2	-269.4
少数股东损益	119.8	151.9	178.6	215.3	255.7
营运资金的变动	-1,756.1	-2,942.8	-4,949.7	-3,837.2	-5,519.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-2,514.7</b>	<b>1,904.3</b>	<b>1,926.6</b>	<b>4,728.3</b>	<b>4,983.8</b>
投资活动产生现金流量	-8,772.3	-6,070.5	-5,647.9	-5,240.8	-4,834.2
融资活动产生现金流量	11,964.8	6,652.5	2,416.2	1,908.6	1,303.3

## 业绩和估值指标

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
EPS(元)	0.29	0.33	0.39	0.48	0.57
BVPS(元)	2.42	3.37	3.67	4.04	4.46
PE(X)	14.8	13.1	10.8	9.0	7.6
PB(X)	1.8	1.3	1.2	1.1	1.0
P/FCF	17.0	37.5	-14.9	18.9	12.6
P/S	0.5	0.5	0.5	0.4	0.3
EV/EBITDA	6.5	5.9	6.0	5.2	4.4
CAGR(%)	18.2%	19.9%	28.0%	18.2%	19.9%
PEG	0.8	0.7	0.4	0.5	0.4
ROIC/WACC	2.1	1.4	1.9	1.6	1.7
REP	0.7	1.0	0.6	0.7	0.6

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

王书伟、张仲杰分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ **销售联系人**

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方祥	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮 编： 200123

北京市

地 址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮 编： 100034

