

中国北车 (601299.SH)

新订单交付开始，弹性将逐步显现

核心观点:

中国北车前3季度实现营业收入56,433百万元，同比减少9.1%；归属于母公司股东的净利润为2,390百万元，同比增长1.8%，EPS为0.23元。其中，3季度单季实现营业收入21,518百万元，同比增长0.3%；归属于母公司股东的净利润为823百万元，同比增长19.1%，EPS为0.08元。

8月招标重启，9月生产加快：3季度，我国铁路机车、客车、货车产量分别为346辆、729辆、11,201辆，同比分别下降35.8%、65.9%、15.8%。随着中国铁路总公司8月启动招标，车辆制造企业9月开始加快生产和交付。以机车为例，7-8月产量合计仅为72辆，而9月产量达到274辆。

4季度将是利润集中期：3季度公司获得货车1.39万辆/54.59亿元、客车301辆/18.56亿元、机车436台/83.52亿元、动车组51列/101.92亿元等多笔订单，按合同要求基本上要在年底完成交付。其中，利润率较为丰厚的动车组业务4季度有望形成超过100亿元的收入规模。

动车组和城轨交通将是明年增长亮点：10月22日，中国铁路总公司面向2014年开始新的招标，根据车载设备推算动车组招标将达到314列/555亿元（对比：今年不含BST的预计动车组交付规模为259列/446亿元）。公司今年顺利完成了沈阳现代有轨电车BT项目，而明年预计将有珠海、泉州等多个现代有轨电车项目陆续进入竣工交车阶段。

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、123,385和142,015百万元，EPS分别为0.401、0.482和0.571元。基于轨道交通行业需求好转，公司通过关键部件自制化提升利润水平，参考可比公司估值，我们给予公司“买入”投资评级，合理价值为7.22元。

风险提示：原材料价格如果出现大幅波动，将对在手订单利润率造成影响。

盈利预测:

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	89,353.18	92,431.30	106,835.4	123,385.4	142,015.3
增长率(%)	43.69%	3.44%	15.58%	15.49%	15.10%
EBITDA(百万元)	5,843.72	6,397.32	7,453.51	8,789.58	9,972.39
净利润(百万元)	2,985.17	3,383.84	4,142.17	4,969.72	5,895.58
增长率(%)	56.37%	13.35%	22.41%	19.98%	18.63%
EPS(元/股)	0.360	0.328	0.401	0.482	0.571
市盈率(P/E)	11.82	13.75	12.66	10.55	8.89
市净率(P/B)	1.41	1.34	1.38	1.25	1.12
EV/EBITDA	6.80	6.82	7.93	6.24	4.98

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	5.24元
合理价值	7.22元
前次评级	买入
报告日期	2013-10-30

相对市场表现



分析师:	罗立波 S0260513050002
	021-60750636
	luolibob@gf.com.cn
分析师:	真怡 S0260511050003
	0755-82797057
	zhenyi@gf.com.cn
分析师:	董亚光 S0260513050001
	021-60750650
	dongyg@gf.com.cn

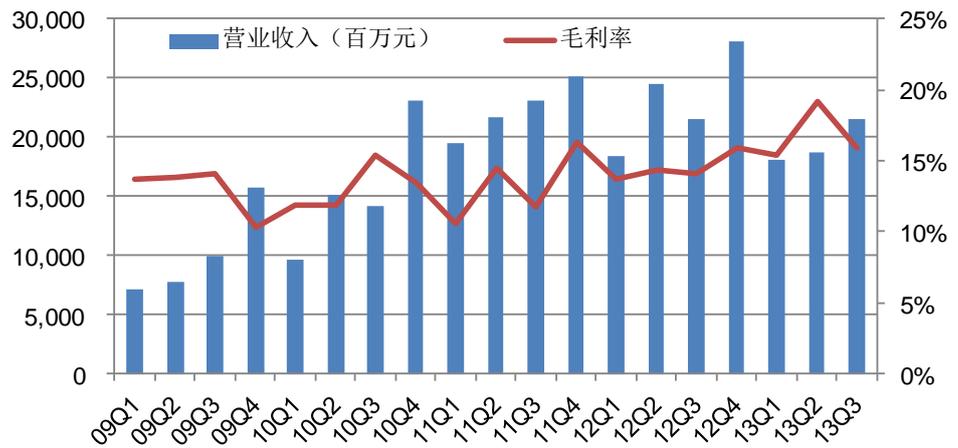
相关研究:

中国北车(601299.SH): 公告签订重大合同, 期待新一轮招标	2013-10-21
中国北车(601299.SH): 上半年经营稳健, 下半年高增长可期	2013-08-27
中国北车(601299.SH): 控股股东增持, 彰显发展信心	2013-07-10

经营分析

中国北车前3季度实现营业收入56,433百万元，同比减少9.1%；归属于母公司股东的净利润为2,390百万元，同比增长1.8%，EPS为0.23元。其中，3季度单季实现营业收入21,518百万元，同比增长0.3%；归属于母公司股东的净利润为823百万元，同比增长19.1%，EPS为0.08元。

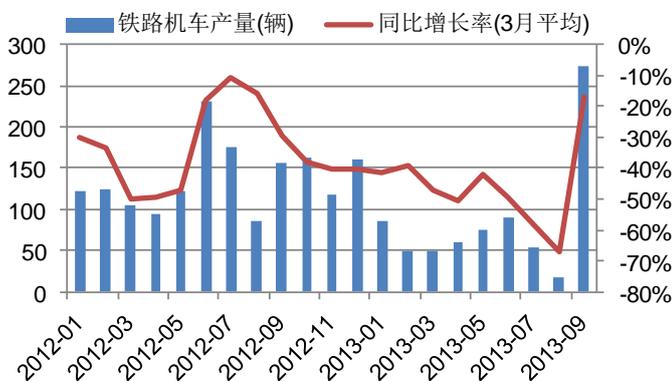
图1：公司的单季度营业收入和毛利率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

8月招标重启，9月生产加快：今年第3季度，我国铁路机车、客车、货车产量分别为346辆、729辆、11,201辆，同比分别下降35.8%、65.9%、15.8%。随着中国铁路总公司8月启动招标，车辆制造企业9月开始加快生产和交付。以机车为例，7-8月产量合计仅为72辆，而9月单月产量就达到274辆。

图2：铁路机车产量及增长率



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图3：铁路货车产量及增长率



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

4季度将是利润集中期：3季度公司获得货车1.39万辆/54.59亿元、客车301辆/18.56亿元、机车436台/83.52亿元、动车组51列/101.92亿元等多项订单，按合同要求基本上要在年底完成交付。其中，利润率较为丰厚的动车组业务（3季度新签订单全部交付，此外年初在手订单还有少量交付）4季度有望形成超过100亿元的收入规模。

新一轮招标启动，明年业绩有保证：10月22日，中国铁路总公司启动了新一轮招标，包括铁路25T型客车500辆（估算价值约30亿元左右）、动车组车载设备（CIR）628套、大功率机车CIR设备232套、客运电力机车CIR设备70套等。根据经验，动车组（整车）的招标有望随后启动，根据CIR设备推算需要时速250公里动车组88标准列、时速350公里动车组226标准列，假设每标准列平均单价分别为1.3亿元、1.95亿元，则总金额将达到555亿元左右。不考虑BST（预计2013年交车略高于30标准列），2013年南北车新交付动车组约为259列/446亿元（为方便比较，单价采取以上同样假设），因此，2014年动车组需求将继续保持良好增长。考虑到动车组是公司利润较为丰厚的产品，其需求的持续增长奠定了公司今明年业绩的基础。

图4：2012-2014年动车组交付测算

年份	交付量的情况及预计	交付数量	金额/亿元	金额/亿元 (不含BST)
2012年	当年铁路部门新接收动车组222标准列，总价值约400亿元，2012年底动车组保有量为825组（标准编组8辆，长编组16辆）、8566辆。	实际交车222标准列	400	361
2013年	2013年初，中国南车、中国北车在手订单分别约有动车组18标准列、82标准列（均为时速350公里）。2013年8月招标和议标过程中，中国南车获得91列时速250公里动车组、17列时速350公里动车组订单；中国北车获得51列动车组订单。此外，预计南车旗下合营企业BST交车34标准列。	预计交车293标准列，不含BST为259列	490	446
2014年	2013年10月，铁路总公司启动了新一轮招标，根据动车组CIR设备招标规模推测2014年需要采购250公里动车组88标准列、350公里动车组226列。BST交车待定。	预计交付314标准列以上	555	555

数据来源：中国铁路建设投资公司，广发证券发展研究中心

中国高铁进军海外，期待突破：10月中旬，国务院总理李克强分别向泰国、澳大利亚等推介中国高铁技术，强调中国高铁技术先进、安全可靠，成本具有优势。我们认为，高铁已成为中国高端技术办理出的代表，其走出国门的潜力巨大。

城轨业务加快发展，有轨电车成为亮点：8月下旬，由中国北车承建的国内首个现代有轨电车项目—沈阳浑南新区现代有轨电车4条线路顺利交付使用，而2014年将有珠海、泉州等多个项目陆续进入竣工交车阶段。根据中国证券报消息，中国北车在重庆轨道交通四号线一期工程BT项目招标中胜出，将获得约100亿元的总承包合同。通过从单一车辆制造商从城轨交通解决方案商转变，公司的城轨业务有望获得更快发展。

盈利预测、投资建议

我们预测公司2013-2015年分别实现营业收入106,835、123,385和142,015百万元，归属于母公司股东的净利润分别为4,142、4,970和5,896百万元，EPS分别为0.401、0.482和0.571元。

基于轨道交通行业需求好转，公司通过关键部件自制化提升利润水平，参考可比公司估值，我们继续给予公司“买入”投资评级，合理价值为7.22元，相当于2014年15倍PE估值。

风险提示

原材料价格如果出现大幅波动，将对公司在手订单的利润率造成影响。

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	65212	74773	88505
货币资金	6038	9025	9000	10000	14000
应收及预付	25024	29052	28798	33232	38242
存货	31054	24646	27394	31521	36243
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	103978	112065	124233
流动负债	65254	65202	64276	68214	75265
短期借款	10111	5741	15693	12425	11258
应付及预收	46267	44349	48583	55789	64007
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	64296	68234	75285
股本	8300	10320	10320	10320	10320
资本公积	10860	15796	15796	15796	15796
留存收益	5809	8674	11784	15722	20585
归属母公司股东权	24969	34815	37926	41863	46727
少数股东权益	1323	1579	1756	1968	2220
负债和股东权益	97260	106437	103978	112065	124233

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	123385	142015
营业成本	77349	78893	90898	104591	120262
营业税金及附加	298	469	534	617	710
销售费用	1468	1723	2030	2369	2755
管理费用	5847	6673	7959	9192	10580
财务费用	1225	1058	867	1079	1007
资产减值损失	252	235	246	251	293
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	4551	5567	6703
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	5081	6097	7233
所得税	509	602	762	915	1085
净利润	3105	3536	4319	5182	6148
少数股东损益	120	152	177	212	252
归属母公司净利润	2985	3384	4142	4970	5896
EBITDA	5844	6397	7454	8790	9972
EPS (元)	0.36	0.33	0.40	0.48	0.57

现金流量表

单位: 百万元

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-2515	1904	-5610	6317	7141
净利润	3105	3536	4319	5182	6148
折旧摊销	1453	1723	2039	2173	2265
营运资金变动	-7901	-4318	-12633	-1606	-1807
其它	829	963	664	567	535
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	3674	-5427	-3266
银行借款	42603	38025	9953	-3269	-1167
债券融资	-30100	-35716	-5186	0	0
股权融资	56	7079	0	0	0
其他	-622	-2733	-1093	-2158	-2099
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	15.5	15.1
营业利润增长	62.3	13.7	25.7	22.3	20.4
归属母公司净利润增长	56.4	13.4	22.4	20.0	18.6
获利能力(%)					
毛利率	13.4	14.6	14.9	15.2	15.3
净利率	3.5	3.8	4.0	4.2	4.3
ROE	12.0	9.7	10.9	11.9	12.6
ROIC	13.6	14.6	11.5	14.0	16.4
偿债能力					
资产负债率(%)	73.0	65.8	61.8	60.9	60.6
净负债比率	0.2	-0.1	0.2	0.1	-0.1
流动比率	0.97	0.98	1.01	1.10	1.18
速动比率	0.38	0.52	0.49	0.53	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	0.48	0.57
每股经营现金流	-0.30	0.18	-0.54	0.61	0.69
每股净资产	3.01	3.37	3.67	4.06	4.53
估值比率					
P/E	11.8	13.8	12.7	10.5	8.9
P/B	1.4	1.3	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	6.8	6.8	7.9	6.2	5.0

广发机械行业研究小组

- 董亚光：首席分析师，香港大学—复旦大学 MBA，11 年证券从业经历，2013 年进入广发证券发展研究中心。
- 罗立波：资深分析师，清华大学理学学士和博士，3 年证券从业经历，2013 年进入广发证券发展研究中心。
- 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，4 年证券从业经历，2011 年进入广发证券发展研究中心。
- 刘芷君：研究助理，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013 年加入广发证券发展研究中心。

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。