

中国北车 (601299)

毛利率提升增加业绩弹性 业绩与估值双轮驱动

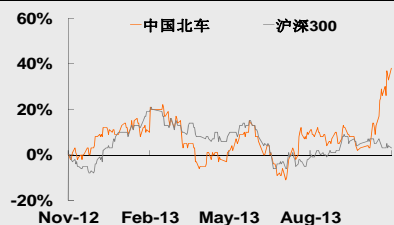
强烈推荐 (首次)

现价: 5.55 元

主要数据

行业	平安机械
公司网址	www.chinacnr.com
大股东/持股	中国北方机车车辆工业集团公司/61.49%
实际控制人/持股	国务院国有资产监督管理委员会/66.72%
总股本(百万股)	10,320
流通 A 股(百万股)	10,320
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	572.7
流通 A 股市值(亿元)	572.7
每股净资产(元)	3.51
资产负债率(%)	69.2

行情走势图



相关研究报告

《高铁为什么能系列报告之一：路网成形引爆客运“牛市” 高铁盈利拉动车辆需求》
2013-10-31

证券分析师

陆 洲	投资咨询资格编号S1060513090003 010-59730716 luzhou906@pingan.com.cn
杨绍辉	投资咨询资格编号S1060512070002 021-38639692 yangshaohui320@pingan.com.cn
余 兵	投资咨询资格编号S1060511010004 021-38636729 yubing006@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

■ 垂直整合进展稳健，毛利率提高是最大看点，业绩弹性较高

从2012年中报开始，北车的毛利率就进入上升通道。今年三季报显示，公司通过提升产品自主化率带动毛利率提升，前三季度毛利率达16.82%，较去年同期提升2.75个百分点，这也意味着公司的业绩弹性较强。我们认为，在公司大力推进垂直整合、提高产品自主化率的作用下，北车综合毛利率有可能继续提高。

■ 新一代动车组有望改善产品结构

今年三季度，中国北车获得货车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，按合同要求都将在年底完成交付。其中，利润率较为丰厚的动车组业务四季度有望形成超过100亿元的收入规模。我们认为，即将启动的第二轮高铁动车组招标有望为公司明年的业绩提供有力支撑。

此前，在250公里时速的动车组招标中，往年南北车拿单比例约为7:3，而今年8月份招标北车订单占比为32%，略高于历史比例。在实际运行中南车的250km/h动车CRH2型较北车的CRH5型适应性更强，更受路局欢迎，而目前北车基于300km/h西门子车组开发出的新一代250km/h车组正在测试中，未来有望凭借产品结构提升占据更多市场份额。

■ 城轨地铁奋起直追 后来居上

在今年上半年的城轨车辆招标中，北车共获得8个城市10条城轨线路共计70.58亿元的车辆订单，市场份额达64.5%。这是北车在南车的传统优势领域首次反超。北车今年还完成了沈阳现代有轨电车BT项目，明年预计将有珠海、泉州等多个现代有轨电车项目陆续竣工交车。我们认为，通过与地方政府合资共建生产基地的方式进行利益共享，北车的城轨地铁板块有望实现新一轮快速发展。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	89,353	92,431	97,053	111,611	129,469
YoY(%)	38.9	3.4	5	15	16
净利润(百万元)	2,985	3,384	3,849	4,448	5,559
YoY(%)	55.2	13.4	14	16	25
毛利率(%)	13.4	14.6	13.6	13.7	14.0
净利率(%)	3.3	3.7	3.9	4.1	4.3
ROE(%)	12.0	9.7	10.2	10.8	12.2
EPS(摊薄/元)	0.29	0.33	0.37	0.43	0.54
P/E(倍)	19.1	16.8	14.8	12.8	10.2
P/B(倍)	2.3	1.6	1.5	1.4	1.2

■ 新一轮铁路建设重启 未来五年是客货车需求高峰期

我们认为，铁路建设是典型的“供给创造需求”，其效益要在若干年后才能显现，台湾高铁和日本新干线就是榜样。综合来看，目前东部地区高铁客运收入已经能够覆盖除贷款本金之外的成本。我们认为，未来五年城镇化的首要任务是加大公益性项目投资，其次是加大消费供给能力的投资。高铁既是公益性项目，也创造了消费需求。我们认为，以区域性城际铁路建设为代表的轨道交通建设将是未来十年新一轮城镇化的重要抓手。

从短期来看，过去几年铁路基建投资的力度及占比要高于铁路装备投资，而根据投资周期来看，设备投资往往滞后于基建投资 1-2 年，因此未来的五年仍将是铁路装备投资的高峰期。从长期来看，目前铁路装备相对于铁路路网的密度仍然较低，动车组、货车和机车等都有提升空间。如忽略订货和交付结算周期的影响，平均计算，未来五年北车每年可增加 600 亿元动车组订单。

■ 首次给予“强烈推荐”评级

当前，新一轮铁路建设的启动在扩大装备采购量的同时，极大地修复和改善了铁路装备板块的估值，估值与业绩双轮驱动将为北车插上腾飞的翅膀。我们预计中国北车 2013-2015 年 EPS 分别为 0.37 元、0.43 元和 0.54 元。我们以公司 2013 年业绩 0.37 元为基准，给予 20 倍 PE，目标价 7.4 元，首次给予“强烈推荐”评级。

■ 风险提示

铁路投资低于预期；动车组采购量低于预期。

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	64215	72900	83556	97498
现金	9025	13468	15913	19224
应收账款	21830	21049	24924	28634
其他应收款	922	884	1044	1204
预付账款	5413	6575	7238	8488
存货	24646	28681	31993	37349
其他流动资产	2379	2242	2443	2598
非流动资产	42222	39586	38669	37049
长期投资	1854	1842	1846	1844
固定资产	19788	20813	20366	19184
无形资产	8567	8981	9350	9734
其他非流动资产	12013	7951	7107	6287
资产总计	106437	112486	122225	134547
流动负债	65202	67956	74237	82048
短期借款	5741	7197	6712	6874
应付账款	23617	24933	28704	33156
其他流动负债	35845	35827	38821	42019
非流动负债	4840	5140	4909	4803
长期借款	20	-47	-159	-255
其他非流动负债	4820	5188	5068	5058
负债合计	70042	73097	79146	86851
少数股东权益	1579	1745	1940	2183
股本	10320	10320	10320	10320
资本公积	15796	15796	15796	15796
留存收益	8674	11492	14979	19345
归属母公司股东权益	34815	37632	41130	45505
负债和股东权益	106437	112486	122225	134547

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	1904	4383	4375	4611
净利润	3536	4015	4643	5801
折旧摊销	1723	1863	2017	2092
财务费用	1058	44	-69	-208
投资损失	-238	-238	-238	-238
营运资金变动	-4504	-1783	-1982	-2998
其他经营现金流	329	481	4	162
投资活动现金流	-6070	-190	-461	-374
资本支出	6098	0	0	0
长期投资	-558	-16	5	-2
其他投资现金流	-530	-205	-456	-376
筹资活动现金流	6652	250	-1468	-926
短期借款	-4370	1457	-486	162
长期借款	-200	-67	-111	-97
普通股增加	2020	0	0	0
资本公积增加	4936	0	0	0
其他筹资现金流	4266	-1140	-871	-991
现金净增加额	2489	4443	2445	3311

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	92431	97053	111611	129469
营业成本	78893	83854	96320	111343
营业税金及附加	469	436	523	599
营业费用	1723	1737	2025	2339
管理费用	6673	6788	7890	9120
财务费用	1058	44	-69	-208
资产减值损失	235	241	239	239
公允价值变动收益	2	11	8	9
投资净收益	238	238	238	238
营业利润	3620	4202	4928	6284
营业外收入	642	621	628	626
营业外支出	125	133	130	131
利润总额	4137	4690	5426	6779
所得税	602	675	783	978
净利润	3536	4015	4643	5801
少数股东损益	152	167	195	243
归属母公司净利润	3384	3849	4448	5559
EBITDA	6402	6110	6877	8168
EPS (元)	0.33	0.37	0.43	0.54

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入(%)	3.4	5.0	15.0	16.0
营业利润(%)	13.7	16.1	17.3	27.5
归属于母公司净利润(%)	13.4	13.7	15.6	25.0
获利能力				
毛利率(%)	14.6	13.6	13.7	14.0
净利率(%)	3.7	3.7	4.0	4.0
ROE(%)	9.7	10.2	10.8	12.2
ROIC(%)	12.1	10.8	12.2	14.6
偿债能力				
资产负债率(%)	65.8	65.0	64.8	64.6
净负债比率(%)	8.73	10.16	8.66	7.96
流动比率	0.98	1.07	1.13	1.19
速动比率	0.60	0.64	0.69	0.73
营运能力				
总资产周转率	0.91	0.89	0.95	1.01
应收账款周转率	5	4	5	5
应付账款周转率	3.41	3.45	3.59	3.60
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.37	0.43	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.42	0.42	0.45
每股净资产(最新摊薄)	3.37	3.65	3.99	4.41
估值比率				
P/E	16.83	14.80	12.81	10.25
P/B	1.64	1.51	1.39	1.25
EV/EBITDA	8	8	8	6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257