

2013-12-10

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

分析师: 李佳

☎ (8621)68751829

✉ lijia5@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490513030003

联系人: 刘军

☎ (8621)68751829

✉ LiuJun12@cjsc.com.cn

执业证书编号: SD490512110001

联系人: 章诚

☎ (8621)68751829

✉ zhangcheng1@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512010001

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

 《打造海外融资平台 创多元化发展基业》
 2013-11-24

《行业回暖 公司业绩显著回升》 2013-10-28

 《招标重启 订单落地 看好 Q4 业绩快速回升》
 2013-10-21

中国北车 (601299)

探索债权资产证券化 提升资金利用率

报告要点

■ 事件描述

中国北车公告, 公司董事会通过《关于出售部分 BT 项目债权进行资产证券化融资的议案》, 会议同意拟按 43.32 亿元出售部分沈阳浑南有轨电车 BT 项目债权并发行资产证券化产品。

■ 事件评论

- 沈阳浑南有轨电车项目设计投资 48.2 亿元, 是我国第一条拥有完全自主知识产权现代有轨电车项目, 也是中国北车首个以工程总承包(BT)形式承接的轨交建设项目。该项目由北车建工以 BT 方式承建, 一期工程 4 条线路, 总长约 60 公里, 总投资额 48.2 亿元; 2011 年 10 月项目正式启动, 2012 年 4 月正式动工, 2013 年 8 月正式载客运营。
- 打造产证券化平台, 有助于提高总包商现金利用效率、释放新业务拓展能力, 同时有助于总包商降低回款风险。BT 项目总包商在项目沉淀大量资金, 通过资产证券化将总包商所持有项目债权卖出, 可改善总包商现金流状况, 同时提高其现金利用效率。在地方债务高举和轨交建设热潮双重背景下, 轨交制造商以 BT 模式进行项目建设承担了一定的回款风险, 通过资产证券化将风险转嫁给社会资本, 提升公司资金运营效率和新业务拓展能力。
- 轨交建设 BT 模式反映轨交车辆制造商向综合性交通解决方案提供商转型的战略方向。轨道车辆在激烈竞争下利润率有限, 以轨交装备为核心开展 BT 业务可以显著增加项目收入、实现产业链延伸。除沈阳浑南有轨电车 BT 项目, 中国北车于 2013 年 10 月中标总投资达 100 亿的重庆轨交四号线一期工程 BT 项目。中国南车则与 2013 年 4 月中标南车两个有轨电车 BT 项目。
- 14-17 年我国城市轨交建设及通车将迎来黄金发展期, BT 模式的推广有助于整车厂获取更多市场份额。中国城轨建设正经历第二波高峰, 本轮建设以二线城市为主; 预计 14-15 年中国城轨交通新增通车里程达 1261 公里。有轨电车经济高效, 适合发展现代有轨电车城市较多, 在 BT 模式推动下, 有望迎来爆发期。
- 预计 13-14 年公司 EPS 分别为 0.38、0.47; PE 分别为 14、11 倍, 当前估值优势明显, 维持“推荐评级”。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	924	959	1103	1213	货币资金	90	96	130	193
营业成本	789	817	932	1018	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	135	143	171	194	应收账款	228	233	268	295
%营业收入	14.6%	14.9%	15.5%	16.0%	存货	246	253	287	312
营业税金及附加	5	5	6	6	预付账款	54	56	64	70
%营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	14	16	18	20
销售费用	17	20	25	28	流动资产合计	642	663	778	902
%营业收入	1.9%	2.1%	2.3%	2.3%	可供出售金融资产	1	1	1	1
管理费用	67	70	82	90	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	7.2%	7.3%	7.4%	7.4%	长期股权投资	18	18	18	18
财务费用	11	1	-1	-2	投资性房地产	1	1	1	1
%营业收入	1.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	208	213	220	227
资产减值损失	2	2	3	3	无形资产	86	82	78	75
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	递延所得税资产	3	0	0	0
营业利润	36	45	56	69	其他非流动资产	106	106	106	106
%营业收入	3.9%	4.7%	5.1%	5.7%	资产总计	1064	1085	1202	1329
营业外收支	5	1	1	1	短期贷款	61	20	0	0
利润总额	41	46	57	70	应付款项	333	345	393	430
%营业收入	4.5%	4.8%	5.2%	5.8%	预收账款	63	66	76	83
所得税费用	6	7	9	11	应付职工薪酬	9	10	11	12
净利润	35	39	48	60	应交税费	13	14	17	21
归属于母公司所有者的净利润	33.8	38.8	48.4	59.6	其他流动负债	172	179	205	224
少数股东损益	2	0	0	0	流动负债合计	652	633	702	770
EPS (元/股)	0.33	0.38	0.47	0.58	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2012A	2013E	2014E	2015E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	19	67	75	86	其他非流动负债	48	48	48	48
取得投资收益	1	0	0	0	负债合计	700	682	751	818
长期股权投资	-1	0	0	0	归属于母公司	348	387	435	495
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	16	16	16	16
固定资产投资	-61	-19	-22	-24	股东权益	364	403	451	511
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	1064	1085	1202	1329
投资活动现金流净额	-61	-19	-22	-24	基本指标				
债券融资	140	0	0	0		2012A	2013E	2014E	2015E
股权融资	71	0	0	0	EPS	0.328	0.376	0.469	0.578
银行贷款增加 (减少)	-117	-41	-20	0	BVPS	3.37	3.75	4.22	4.80
筹资成本	19	-1	1	2	PE	16.93	14.77	11.83	9.60
其他	-46	0	1	2	PEG	0.81	0.71	0.57	0.46
筹资活动现金流净额	67	-42	-18	4	PB	1.65	1.48	1.32	1.16
现金净流量	25	6	35	65	EV/EBITDA	8.50	7.88	5.90	4.28
					ROE	9.7%	10.0%	11.1%	12.0%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
看 好：	相对表现优于市场		
中 性：	相对表现与市场持平		
看 淡：	相对表现弱于市场		
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%		
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间		
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间		
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%		
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。		



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。