

中国北车 (601299.SH)

利润率提升，业绩快速增长

核心观点：

中国北车 2013 年实现营业收入 97,240 百万元，同比增长 5.4%；归属于母公司股东的净利润为 4,129 百万元，同比增长 21.4%，EPS 为 0.40 元。在中国铁路总公司大规模车辆招标后，公司 4 季度单季实现营业收入 38,808 百万元，同比增长 38.0%；归属于母公司股东的净利润为 1,739 百万元，同比增长 67.8%。公司业绩符合预期，2013 年利润分配预案为每股派发现金红利 0.20 元，按当前股价对应 4.3% 的股息收益率。

核心部件自制、产品结构变化，推升利润率：受客户采购变化影响，公司主要产品 2013 年销售有升有降，其中，动车组、机车、新产业等实现增长，而货车、城轨地铁等有所下降。公司加大了核心部件自制化的力度，同时高利润产品收入贡献提高，因此轨道交通业务 2013 年的毛利率达到 21.1%，较上年提升了 3.9 个百分点。

动车组订单充裕，期待机车货车招标展开：2013 年公司新签订单约 1,306 亿元，较 2012 年的 803 亿元，增长 65%；2013 年末未完工订单约 818 亿元。目前，公司的动车组、城轨地铁车辆等业务订单相对充裕，而机车、货车生产尚未饱满，有待中国铁路总公司新一轮招标展开。

盈利预测和投资建议：我们预测公司 2014-2016 年分别实现营业收入 112,424、129,660 和 147,941 百万元，归属于母公司股东的净利润分别为 5,068、5,896 和 6,828 百万元，EPS 分别为 0.491、0.571 和 0.662 元。基于公司综合实力突出，持续通过核心部件自制化提升盈利能力，国内经济下行压力也将促使政府加大对于铁路等行业支持力度，参考可比公司估值，我们继续给予公司“买入”投资评级。

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：

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	92,431.30	97,240.67	112,424.1	129,660.3	147,940.7
增长率(%)	3.44%	5.20%	15.61%	15.33%	14.10%
EBITDA(百万元)	6,397.32	9,048.06	10,241.21	11,685.55	13,013.47
净利润(百万元)	3,383.84	4,128.56	5,067.74	5,896.15	6,827.63
增长率(%)	13.35%	22.01%	22.75%	16.35%	15.80%
EPS (元/股)	0.328	0.400	0.491	0.571	0.662
市盈率 (P/E)	13.75	12.30	9.37	8.05	6.95
市净率 (P/B)	1.34	1.34	1.16	1.04	0.92
EV/EBITDA	6.82	5.91	5.57	4.83	3.86

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

4.60 元

前次评级

买入

报告日期

2014-03-30

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



dongyag@gf.com.cn

相关研究：

中国北车 (601299.SH)：继 2014-03-24
续斩获重要订单，铁路装备内
外呼应

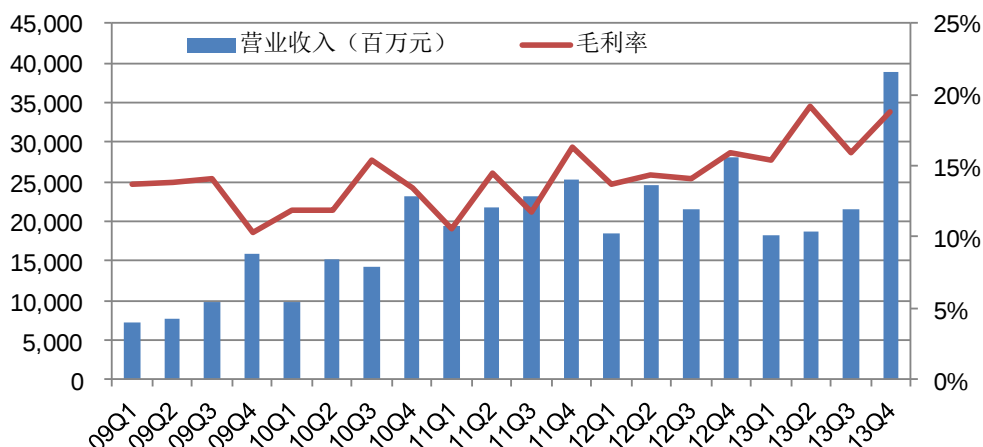
中国北车 (601299.SH)：动 2014-01-06
车组价稳量升，期待铁路市场
化改革

中国北车 (601299.SH)：通 2013-12-10
过金融创新，支撑新业务稳健
快速发展

经营分析

中国北车2013年实现营业收入97,240百万元，同比增长5.4%；归属于母公司股东的净利润为4,129百万元，同比增长21.4%，EPS为0.40元。在中国铁路总公司大规模车辆招标后，公司4季度单季实现营业收入38,808百万元，同比增长38.0%；归属于母公司股东的净利润为1,739百万元，同比增长67.8%。公司业绩符合预期，2013年利润分配预案为每股派发现金红利0.20元，按当前股价对应4.3%的股息收益率。

图1：公司的单季度营业收入和毛利率

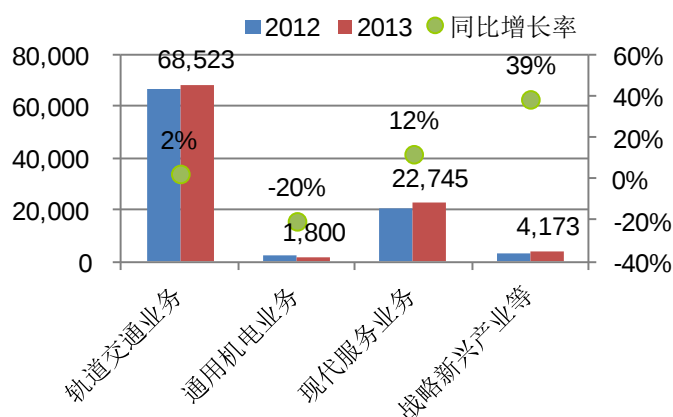


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

铁路投资平稳，车辆4季度集中交付：2013年，国家铁路完成固定资产投资6,638亿元，较上年增长4.7%，其中，车辆购置的增长率要快于基本建设投资。从采购节奏来看，随着中国铁路总公司2013年8月启动了成立以来首次车辆集中采购，4季度交付显著加快，机车产量达到238辆，同比增长61.3%；货车产量为24,595辆，同比增长115.8%；客车生产周期相对较长，4季度产量为1,704辆，同比仍减少7.0%，但12月单月产量就达到1,001辆，同比增长25.1%。

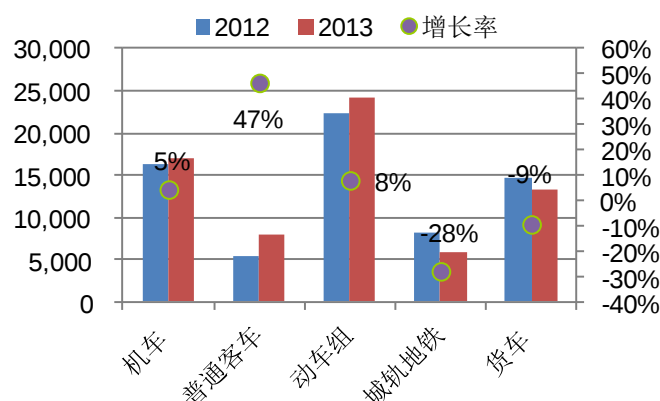
关键部件自制、结构变化推升轨道交通业务利润率：2013年，公司轨道交通板块的营业收入为68,523百万元，同比增长2.5%，其中，动车组（收入24,107百万元，同比增长8.1%）、机车（收入17,085百万元，同比增长4.5%）、普通客车（收入8,061百万元，同比增长46.6%）等产品销售实现增长，而城轨地铁（收入5,914百万元，同比减少27.7%，这主要是在手订单交付期的影响）、货车（收入13,356百万元，同比减少9.2%）等产品销售收入有所下降。由于公司加大了核心部件自制化的进程，同时利润率较高的机车、动车组等产品收入占比提升，公司轨道交通业务2013年的毛利率达到21.1%，较上年提升了3.9个百分点。受风电、智能气动机械、节能环保等产业的发展拉动，公司的战略新兴业务板块实现收入达到4,173百万元，同比增长超过30%。而现代服务业务实现收入22,745百万元，同比增长12.0%，这主要是工程总承包、租赁业务收入增加所致。

图2：公司四大业务板块的营业收入（百万元）



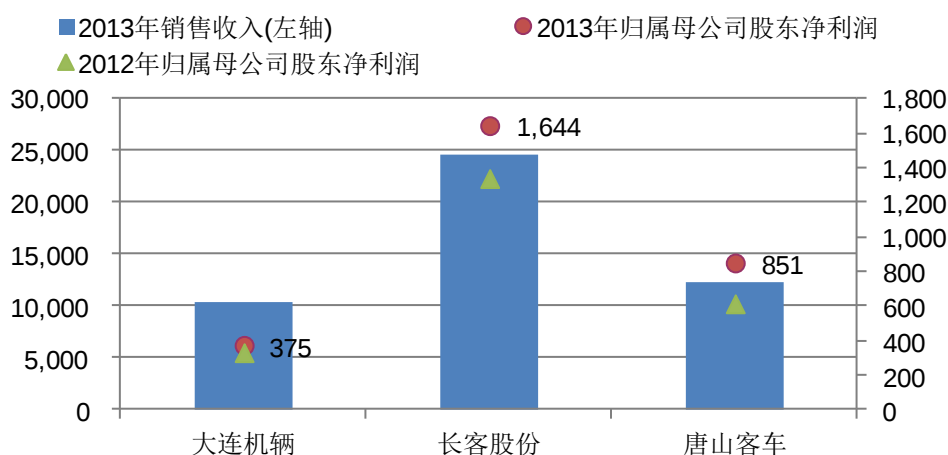
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3：公司轨交装备分产品销售收入（百万元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图4：重点子公司的销售收入和净利润（百万元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

资产减值增加较多：2013年，公司的三项费用合计增长14.2%，占营业收入的比例为11.1%，较上年增加了0.9个百分点，这主要是公司增加了市场营销、研发费用、工资费用等所致。2013年，公司的资产减值损失为1,139百万元，较上年同期的235百万元增加幅度较大，这主要是公司应收账款增加按账龄计提的坏账准备增加，此外基于谨慎性原则对于部分应收账款进行个别认定计提了坏账准备所致。

2014年行业形势展望：根据2014年1月披露的计划，2014年国家铁路安排固定资产投资6,300亿元，较上年减少约300亿元，这主要是基本建设投资减少所致，而车辆购置仍有望保持10%左右的增长。1季度以来，国内经济形势偏向疲软，而房地产销售走弱隐含着更大的下行风险，政府稳增长的时间点提前、难度加大。我们认为，严

竣的经济形势将促使政府加快年内各项既定计划的落实，包括铁路投融资改革、财政金融等对铁路的支持措施等，而2季度将是重要观察时间点。

2014年公司经营展望：凭借强大的综合实力，2013年公司新签订单约1,306亿元，较2012年的803亿元，增长65%；2013年末未完工订单约818亿元。目前，公司的动车组、城轨地铁车辆等业务订单相对充裕，而机车、货车生产尚未饱满，有待中国铁路总公司新一轮招标展开。

盈利预测、投资建议

根据分项业务情况，我们预测公司2014-2016年分别实现营业收入112,424、129,660和147,941百万元，归属于母公司股东的净利润分别为5,068、5,896和6,828百万元，EPS分别为0.491、0.571和0.662元。基于公司综合实力突出，持续通过核心部件自制化提升盈利能力，国内经济下行压力也将促使政府加大对于铁路等行业支持力度，参考可比公司估值，我们继续给予公司“买入”投资评级。

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。

图5：分项业务预测（百万元）

项 目	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
轨道交通业务						
销售收入	70,670.11	66,853.93	68,522.72	78,801.12	90,621.29	102,855.17
增长率 (YOY)	—	-5.40%	2.50%	15.00%	15.00%	13.50%
毛利率	14.25%	16.97%	21.12%	21.20%	21.25%	21.25%
销售成本	60,598.04	55,507.81	54,048.38	62,095.29	71,364.27	80,998.44
增长率 (YOY)	—	-8.40%	-2.63%	14.89%	14.93%	13.50%
毛利	10,072.07	11,346.12	14,474.34	16,705.84	19,257.02	21,856.72
增长率 (YOY)	—	12.65%	27.57%	15.42%	15.27%	13.50%
占总销售额比重	79.09%	72.33%	70.47%	70.09%	69.89%	69.52%
占主营业务利润比重	83.90%	83.80%	84.46%	84.14%	83.71%	83.21%
通用机电业务						
销售收入	1,319.81	2,262.16	1,799.60	2,249.49	2,699.39	3,239.27
增长率 (YOY)	—	71.40%	-20.45%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利率	28.80%	18.92%	18.03%	18.00%	18.00%	18.00%
销售成本	939.65	1,834.20	1,475.16	1,844.58	2,213.50	2,656.20
增长率 (YOY)	—	95.20%	-19.57%	25.04%	20.00%	20.00%
毛利	380.16	427.96	324.43	404.91	485.89	583.07
增长率 (YOY)	—	12.57%	-24.19%	24.81%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	1.48%	2.45%	1.85%	2.00%	2.08%	2.19%
占主营业务利润比重	3.17%	3.16%	1.89%	2.04%	2.11%	2.22%
现代服务业务						
销售收入	14,983.91	20,303.19	22,744.89	26,156.62	29,818.55	33,694.96
增长率 (YOY)	—	35.50%	12.03%	15.00%	14.00%	13.00%
毛利率	5.64%	5.02%	6.89%	6.90%	7.00%	7.00%
销售成本	14,138.09	19,284.35	21,176.89	24,351.81	27,731.25	31,336.31
增长率 (YOY)	—	36.40%	9.81%	14.99%	13.88%	13.00%
毛利	845.82	1,018.85	1,568.00	1,804.81	2,087.30	2,358.65
增长率 (YOY)	—	20.46%	53.90%	15.10%	15.65%	13.00%
占总销售额比重	16.77%	21.97%	23.39%	23.27%	23.00%	22.78%
占主营业务利润比重	7.05%	7.53%	9.15%	9.09%	9.07%	8.98%
战略新兴产业						
销售收入	2,379.35	3,012.02	4,173.47	5,216.83	6,521.04	8,151.30
增长率 (YOY)	—	26.59%	38.56%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	29.69%	24.76%	18.46%	18.00%	18.00%	18.00%
销售成本	1,673.01	2,266.17	3,402.97	4,277.80	5,347.25	6,684.07
增长率 (YOY)	—	35.45%	50.16%	25.71%	25.00%	25.00%
毛利	706.34	745.85	770.50	939.03	1,173.79	1,467.23
增长率 (YOY)	—	5.59%	3.30%	21.87%	25.00%	25.00%
占总销售额比重	2.66%	3.26%	4.29%	4.64%	5.03%	5.51%
占主营业务利润比重	5.88%	5.51%	4.50%	4.73%	5.10%	5.59%
销售收入小计	89353.18	92,431.30	97,240.67	112,424.07	129,660.27	147,940.70
销售成本小计	77348.79	78,892.53	80,103.39	92,569.49	106,656.27	121,675.02
毛利	12004.39	13,538.78	17,137.27	19,854.58	23,004.00	26,265.67
平均毛利率	13.43%	14.65%	17.62%	17.66%	17.74%	17.75%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	64215	70729	68422	79988	93582
货币资金	9025	9332	9000	10029	13767
应收及预付	29052	38180	35323	40733	46474
存货	24646	18640	24093	29221	33336
其他流动资产	1491	4577	5	5	5
非流动资产	42222	49430	45913	43923	41846
长期股权投资	1854	2027	2027	2027	2027
固定资产	19890	22724	22644	21451	20171
在建工程	5270	5185	4385	3585	2785
无形资产	8586	9628	9612	9615	9617
其他长期资产	6622	9865	7244	7244	7244
资产总计	106437	120159	114335	123911	135428
流动负债	65202	74008	70221	74781	80327
短期借款	5741	10615	17131	17538	15165
应付及预收	44349	52298	53089	57243	65162
其他流动负债	15113	11095	0	0	0
非流动负债	4840	6586	1415	1415	1415
长期借款	20	1415	1415	1415	1415
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4820	5170	0	0	0
负债合计	70042	80593	71636	76196	81742
股本	10320	10320	10320	10320	10320
资本公积	15796	15483	15483	15483	15483
留存收益	8674	11893	14896	19761	25556
归属母公司股东权益	34815	37780	40784	45648	51444
少数股东权益	1579	1785	1915	2066	2241
负债和股东权益	106437	120159	114335	123911	135428

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	92431	97241	112424	129660	147941
营业成本	78893	80103	92569	106656	121675
营业税金及附加	469	628	731	843	962
销售费用	1723	2018	2248	2593	2959
管理费用	6673	7645	8994	10373	11909
财务费用	1058	1127	1433	1778	1667
资产减值损失	235	1139	970	948	1182
公允价值变动收益	2	-6	0	0	0
投资净收益	238	251	280	300	320
营业利润	3620	4826	5758	6769	7907
营业外收入	642	453	550	550	550
营业外支出	125	180	120	120	120
利润总额	4137	5099	6188	7199	8337
所得税	602	873	990	1152	1334
净利润	3536	4226	5198	6047	7003
少数股东损益	152	97	130	151	175
归属母公司净利润	3384	4129	5068	5896	6828
EBITDA	6397	9048	10241	11686	13013
EPS (元)	0.33	0.40	0.49	0.57	0.66

现金流量表

单位: 百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	1904	4887	-1489	4282	8620
净利润	3536	4226	5198	6047	7003
折旧摊销	1723	2202	2360	2490	2577
营运资金变动	-4318	-3374	-11236	-6299	-3120
其它	963	1834	2190	2043	2160
投资活动现金流	-6070	-5801	1415	230	250
资本支出	-6053	-5278	1135	-70	-70
投资变动	-528	-743	280	300	320
其他	510	220	0	0	0
筹资活动现金流	6655	-351	-258	-3483	-5132
银行借款	38025	69547	6517	406	-2373
债券融资	-35716	-67649	-5174	0	0
股权融资	7079	92	0	0	0
其他	-2733	-2341	-1601	-3889	-2759
现金净增加额	2489	-1265	-332	1029	3738
期初现金余额	6038	9025	9332	9000	10029
期末现金余额	8527	7760	9000	10029	13767

主要财务比率

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(%)					
营业收入增长	3.4	5.2	15.6	15.3	14.1
营业利润增长	13.7	33.3	19.3	17.6	16.8
归属母公司净利润增长	13.4	22.0	22.7	16.3	15.8
获利能力(%)					
毛利率	14.6	17.6	17.7	17.7	17.8
净利率	3.8	4.3	4.6	4.7	4.7
ROE	9.7	10.9	12.4	12.9	13.3
ROIC	14.6	17.2	15.4	16.3	18.6
偿债能力					
资产负债率(%)	65.8	67.1	62.7	61.5	60.4
净负债比率	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.1
流动比率	0.98	0.96	0.97	1.07	1.17
速动比率	0.52	0.64	0.55	0.59	0.66
营运能力					
总资产周转率	0.91	0.86	0.96	1.09	1.14
应收账款周转率	4.90	3.72	4.06	4.06	4.06
存货周转率	2.83	3.70	3.84	3.65	3.65
每股指标(元)					
每股收益	0.33	0.40	0.49	0.57	0.66
每股经营现金流	0.18	0.47	-0.14	0.41	0.84
每股净资产	3.37	3.66	3.95	4.42	4.98
估值比率					
P/E	13.8	12.3	9.4	8.1	7.0
P/B	1.3	1.3	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.8	5.9	5.6	4.8	3.9

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：分析师，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。