

中国北车（601299.SH）

业绩靓丽，关键部件自制持续提升盈利能力

核心观点：

中国北车 2014 年上半年营业收入为 38,805 百万元，同比增长 5.2%；归属于母公司股东的净利润为 2,323 百万元，同比增长 48.6%，EPS 为 0.19 元。

轨交业务是公司主要增长动力：上半年，公司轨道交通板块的营业收入为 29,274 百万元，同比增长 18.6%，其中，动车组、机车增长较快；而普通客车、城轨地铁、货车等产品由于交付节奏的影响，销售收入同比有所下降。公司持续推进核心部件自制化，同时利润率较高的机车、动车组等产品收入占比提升，公司轨道交通业务上半年的毛利率达到 22.4%，较上年同期提升了 0.4 个百分点。子公司长客股份、唐山客车分别实现归属于母公司的净利润为 1,117 百万元、796 百万元，占公司净利润比重达到 82.3%。

订单充裕，动车组下半年交付量更大：2014 年上半年，公司新签订单超过 650 亿元，较上年增长超过 100%，目前在手订单约为 1,060 亿元。从交付节奏来看，对公司利润影响最大的动车组板块，2014 年初手持订单约为 184 列，上半年已交付 69 列，其余将在今年底全部交付完毕，因此，下半年动车组的贡献率还将进一步提升。8 月 22 日，中国铁路建设投资总公司公布了动车组新一轮招标，预计此轮招标将在今年 11 月开始进入交付期。

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 113,003、130,288、148,569 百万元，EPS 分别为 0.463、0.559 和 0.667 元。基于公司综合实力突出，通过核心部件自制化持续提升利润率，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，结合业绩情况和可比公司估值，我们继续给予公司“买入”投资评级，合理价值为 6.48 元，相当于 2014 年的 14 倍 PE 估值。

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。

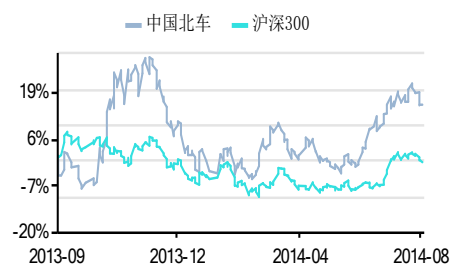
盈利预测：

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	92,431.3	97,240.7	113,002.9	130,288.5	148,569.1
增长率(%)	3.44%	5.20%	16.21%	15.30%	14.03%
EBITDA(百万元)	6,397.32	9,048.06	10,914.60	12,354.50	13,755.59
净利润(百万元)	3,383.84	4,128.56	5,675.63	6,852.22	8,172.76
增长率(%)	13.35%	22.01%	37.47%	20.73%	19.27%
EPS（元/股）	0.328	0.400	0.463	0.559	0.667
市盈率（P/E）	13.75	12.30	10.80	8.95	7.50
市净率（P/B）	1.34	1.34	1.25	1.12	1.00
EV/EBITDA	6.82	5.91	5.72	4.95	3.92

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	5.09 元
合理价值	6.48 元
前次评级	买入
报告日期	2014-09-01

相对市场表现



分析师：罗立波 S0260513050002



021-60750636



luolibobo@gf.com.cn

分析师：刘芷君 S0260514030001



021-60750802



liuzhijun@gf.com.cn

分析师：刘国清 S0260514060001



021-60750650



liuguqing@gf.com.cn

分析师：真怡 S0260511050003



0755-82797057



zhenyi@gf.com.cn

相关研究：

中国北车（601299.SH）：业绩超预期，动车组交付将推动 2014-04-28

今年高增长

中国北车（601299.SH）：与中国进出口银行签订战略合作协议 2014-04-22

作协议

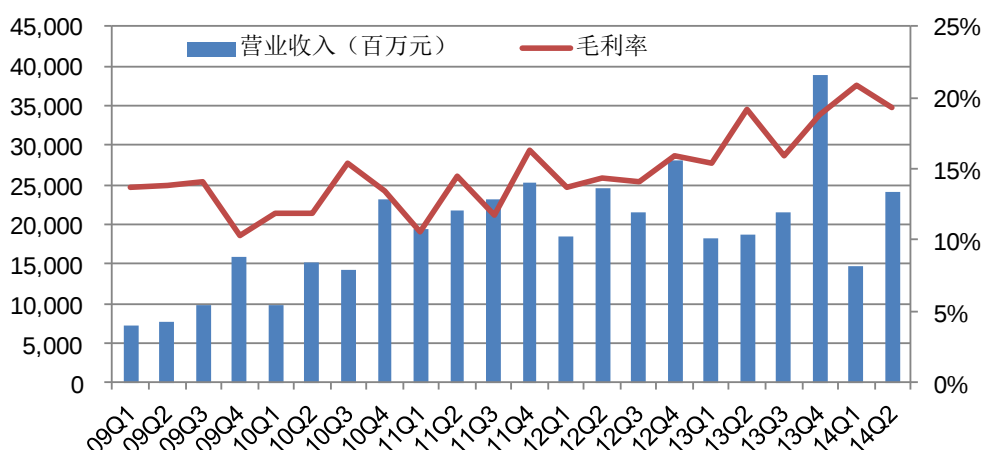
中国北车（601299.SH）：利润率提升，业绩快速增长 2014-03-30

率提升，业绩快速增长

经营分析

中国北车2014年上半年实现营业收入38,805百万元，同比增长5.2%；归属于母公司股东的净利润为2,323百万元，同比增长48.6%，EPS为0.19元。其中，随着在手订单交付加快，公司2季度单季实现营业收入24,117百万元，同比增长28.5%；归属于母公司股东的净利润为1,447百万元，同比增长74.1%。

图1：公司的单季度营业收入和毛利率

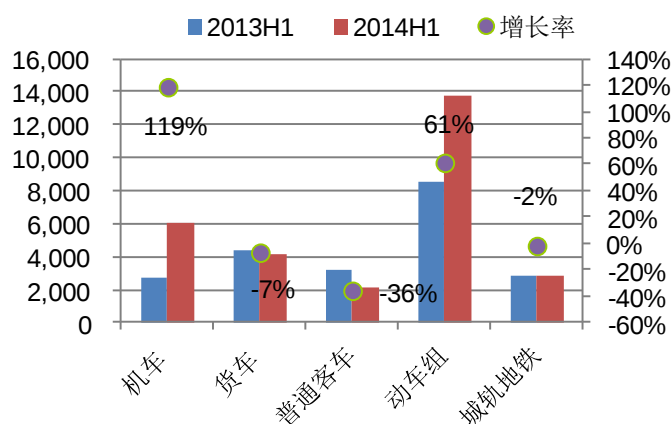


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

计划不断上调，2-3季度集中交付：经过几轮调整，2014年铁路固定资产投资计划提升至8,000亿元，其中，车辆购置增至1,430亿元以上，较上年的1,038亿元增长30%以上。1-7月，我国机车产量达到692辆，同比增长47.9%；货车产量为20,207辆，同比减少3.1%；客车产量为1,661辆，同比减少10.5%，但从结构来看，下滑主要是普通客车部分，而动车组交付量增长迅猛。

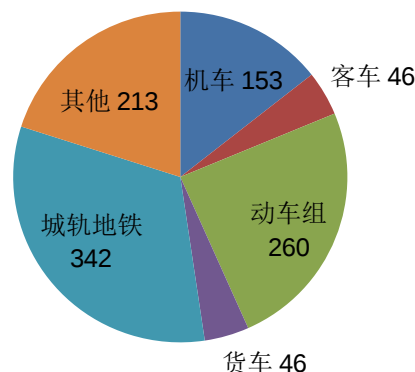
轨交业务是公司主要增长动力：上半年，公司轨道交通板块的营业收入为29,274百万元，同比增长18.6%，其中，动车组（收入13,782百万元，同比增长61.3%）、机车（收入6,030百万元，同比增长118.6%）增长较快；而普通客车、城轨地铁、货车等产品由于交付节奏的影响，销售收入同比有所下降。公司持续推进核心部件自制化，同时利润率较高的机车、动车组等产品收入占比提升，公司轨道交通业务上半年的毛利率达到22.4%，较上年同期提升了0.4个百分点。公司的通用机电业务、战略新兴业务上半年的营业收入分别同比增长8.3%和11.2%，这主要是铁路市场对于电气产品拉动、风电业务及节能环保业务的开展所致；而现代服务业收入同比减少28.7%，这主要是公司缩减了低毛利的工程、贸易等业务所致。从子公司来看，长客股份、唐山客车分别实现归属于母公司的净利润为1,117百万元、796百万元，占公司净利润的比重达到82.3%，其余主要来自四方所（226百万元）、永济电机（152百万元）、大连机车（112百万元）。

图2：公司分项业务销售收入（百万元）



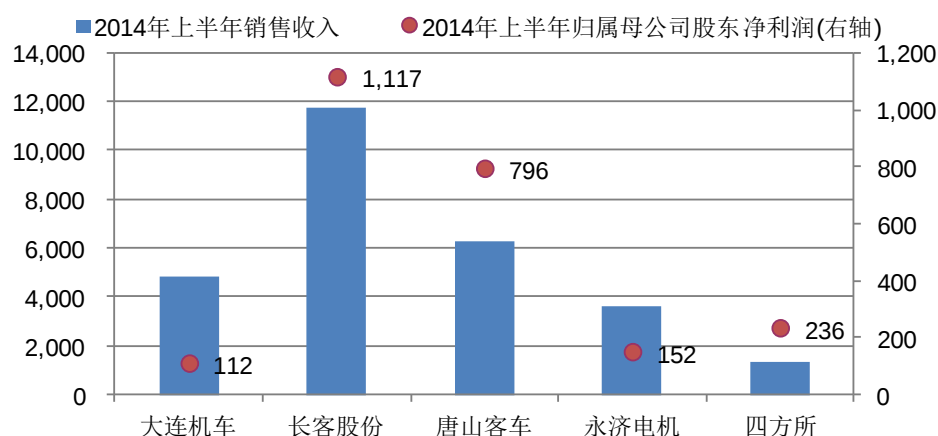
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3：公司在手订单构成（亿元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图4：重点子公司上半年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

订单充裕，动车组下半年交付量更大：2014年上半年，公司新签订单超过650亿元，较上年增长超过100%，根据收入和订单情况测算目前在手订单约为1,060亿元，其中，动车组、城轨地铁的手持订单均超过200亿元。上半年，根据公告合同测算，公司新签海外订单超过15亿美元，为上年同期的接近3倍。从交付节奏来看，对公司利润影响最大的动车组板块，2014年初手持订单约为184列，上半年已交付69列，其余将在今年底全部交付完毕，因此，下半年动车组的贡献率还将进一步提升。8月22日，中国铁路建设投资总公司公布了动车组新一轮招标的部分项目，包括时速250公里的动车组57列、时速350公里动车组175列，此外还有议标项目若干列，我们预计此轮招标将在今年11月开始进入交付期。

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113,003、130,288、148,569百万元,归属于母公司股东的净利润分别为5,676、6,852和8,173百万元, EPS分别为0.463、0.559和0.667元。基于公司综合实力突出,通过核心部件自制化持续提升利润率,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,结合业绩情况和可比公司估值,我们继续给予公司“买入”投资评级,合理价值为6.48元,相当于2014年的14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	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	64215	70729	68344	79850	93648
货币资金	9025	9332	9000	10000	14000
应收及预付	29052	38180	35433	40850	46581
存货	24646	18640	23906	28995	33062
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	114258	123773	135494
流动负债	65202	74008	61945	65659	70223
短期借款	5741	10615	8690	8490	5206
应付及预收	44349	52298	53255	57169	65018
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	63361	67074	71639
股本	10320	10320	12260	12260	12260
资本公积	15796	15483	21505	21505	21505
留存收益	8674	11893	15116	20743	27689
归属母公司股东权益	34815	37780	48966	54592	61539
少数股东权益	1579	1785	1931	2107	2316
负债和股东权益	106437	120159	114258	123773	135494

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	92431	97241	113003	130288	148569
营业成本	78893	80103	91848	105832	120677
营业税金及附加	469	628	735	847	966
销售费用	1723	2018	2373	2736	3120
管理费用	6673	7645	9492	11009	12628
财务费用	1058	1127	1037	922	741
资产减值损失	235	1139	1115	1134	1048
公允价值变动收益	2	-6	0	0	0
投资净收益	238	251	280	330	380
营业利润	3620	4826	6683	8137	9769
营业外收入	642	453	450	450	450
营业外支出	125	180	120	120	120
利润总额	4137	5099	7013	8467	10099
所得税	602	873	1192	1439	1717
净利润	3536	4226	5821	7028	8382
少数股东损益	152	97	146	176	210
归属母公司净利润	3384	4129	5676	6852	8173
EBITDA	6397	9048	10915	12355	13756
EPS (元)	0.33	0.40	0.46	0.56	0.67

现金流量表

单位: 百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	1904	4887	-1324	4443	9077
净利润	3536	4226	5821	7028	8382
折旧摊销	1723	2202	2360	2490	2577
营运资金变动	-4318	-3374	-11524	-6500	-2998
其它	963	1834	2019	1425	1115
投资活动现金流	-6070	-5801	1315	160	210
资本支出	-6053	-5278	1035	-170	-170
投资变动	-528	-743	280	330	380
其他	510	220	0	0	0
筹资活动现金流	6655	-351	-323	-3603	-5287
银行借款	38025	69547	-1925	-200	-3284
债券融资	-35716	-67649	-5174	0	0
股权融资	7079	92	7962	0	0
其他	-2733	-2341	-1186	-3403	-2003
现金净增加额	2489	-1265	-332	1000	4000
期初现金余额	6038	9025	9332	9000	10000
期末现金余额	8527	7760	9000	10000	14000

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	16.2	15.3	14.0
营业利润增长	13.7	33.3	38.5	21.8	20.1
归属母公司净利润增长	13.4	22.0	37.5	20.7	19.3
获利能力(%)					
毛利率	14.6	17.6	18.7	18.8	18.8
净利率	3.8	4.3	5.2	5.4	5.6
ROE	9.7	10.9	11.6	12.6	13.3
ROIC	14.6	17.2	16.6	17.3	19.7
偿债能力					
资产负债率(%)	65.8	67.1	55.5	54.2	52.9
净负债比率	-0.1	0.1	-	-	-0.1
流动比率	0.98	0.96	1.10	1.22	1.33
速动比率	0.52	0.64	0.63	0.68	0.76
营运能力					
总资产周转率	0.91	0.86	0.96	1.09	1.15
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	0.46	0.56	0.67
每股经营现金流	0.18	0.47	-0.11	0.36	0.74
每股净资产	3.37	3.66	3.99	4.45	5.02
估值比率					
P/E	13.8	12.3	10.8	8.9	7.5
P/B	1.3	1.3	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.8	5.9	5.7	5.0	3.9

广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，4 年证券从业经历，2013 年进入广发证券发展研究中心。
- 真 怡：资深分析师，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，5 年证券从业经历，2011 年进入广发证券发展研究中心。
- 刘国清：资深分析师，浙江大学管理专业硕士，从事过市场研究、战略规划和生产管理等工作，8 年以上工作经验，2014 年进入广发证券发展研究中心。
- 刘芷君：资深分析师，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。