

中国北车 (601299)

公司研究/简评报告

业绩符合预期，动车组是主动力

简评报告/机械行业

2015 年 03 月 31 日

一、事件概述

中国北车于 3 月 30 日晚间发布 2014 年年报，全年实现营业收入 1042.90 亿元，较去年同期增长 7.25%，实现归属于上市公司股东的净利润 54.92 亿元，较去年同期增长了 33.03%，扣非后净利润同比增长 35.67%，业绩符合预期。由于基数效应加上动车组订单陆续交付，导致净利润水平显著提升。预计 15-17 年 EPS 分别为 0.59、0.75、0.89 元，维持“强烈推荐”投资评级，上调合理估值区间至 20-23 元。

二、分析与判断

➤ 动车组招标是业绩增长的保障

由于 13 年铁总两次动车组招标共计 417 列，14 年随着动车组订单的逐渐交付，北车营业收入稳步增长，同时公司加大对城市轨道交通业务的重视，全年实现营业收入 1042.90 亿元，较去年同期增长 7.25%。

14 年铁总 8 月启动首次招标，包括时速 250 公里动车组 57 列和时速 350 公里动车组 175 列；10 月启动二次招标，时速 250 公里动车组 35 列和时速 350 公里动车组 40 列，两次招标合计 307 列，金额 500 多亿元，加上我国高铁海外市场的不断突破，15 年高增长可期。

➤ 动车组占比提升致毛利率持续走高

全年归属于上市公司股东的净利润同比增 33.03%，远高于营收增速：（1）产品结构优化、核心技术突破、经营管理改善致毛利率上升至 18.86%，较去年同期 17.62% 上升了 1.23 个百分点，轨道交通业务占比从 13 年的 70.5% 上升至 14 年的 75.1%；（2）三项费用率 11.30%，较去年同期的 11.10% 上升了 0.21 个百分点。其中销售费用率下降 0.13 个百分点；管理费用率由于工资等刚性支出增加上升 0.23 个百分点；财务费用率上升 0.11 个百分点。

➤ 南北车合并进程有望超预期，“一带一路”带动高铁出海更进一步

从铁道部改革看，铁路系统作为本届政府改革的重点领域，时间进度和力度都超出市场预期。南北车合并去年年底公布预案，今年 3 月 6 号获国资委批准，3 月 30 日起再度停牌，我们预计南北车合并进程同样存在超预期可能，最快年中有望完成。

“一带一路”对铁路装备最大的影响就是加速产能输出，我国目前四横四纵中东部的高铁已经基本建设完毕，动车组的增量有限，未来的发展空间主要是两条路线，一是中西部高铁，此前发展缓慢最重要的瓶颈资金问题，现在国家尤其是铁总对中西部进行资金政策倾斜，瓶颈将会打开，第二条路是向国外输出高铁，此前已

表 1：中国北车盈利预测与财务指标

项目/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	104,290	119,011	135,947	160,713
增长率（%）	7.25%	14.11%	14.23%	18.22%
归属母公司股东净利润（百万元）	5,492	7,241	9,226	10,912
增长率（%）	33.03%	31.84%	27.42%	18.27%
每股收益（元）	0.45	0.59	0.75	0.89
PE	41.9	31.17	24.46	20.68

资料来源：民生证券研究院

强烈推荐

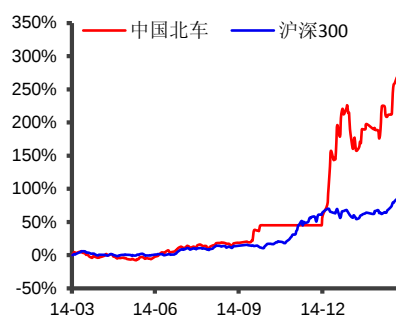
上调

合理估值：20-23 元

交易数据 (2015-03-30)

收盘价（元）	18.41
近 12 个月最高/最低	19.16/4.08
总股本（百万股）	12259.78
流通股本（百万股）	12259.78
流通股比例%	100.00%
总市值（亿元）	2257.03
流通市值（亿元）	2257.03

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：朱金岩

执业证号：S0100515030001

电话：(8610)8512 7532

Email: zhujian@mszq.com

相关研究

- 1.《中国北车（601299）13Q1 点评：业绩符合预期，经营效益继续改善》2013.5.2
- 2.《中国北车（601299）13H1 点评：毛利率改善，动车组重启将扭转上半年负增长》2013.08.28
- 3.《中国北车（601299）13Q3 点评：综合毛利率上升，四季度高增长可期》2013.10.30
- 4.《中国北车（601299）13A 点评：在手订单充足，综合毛利率创新高》2014.4.31
- 5.《中国北车（601299）14H1 点评：业绩超市场预期，毛利率再创新高》2014.9.1
- 6.《中国北车（601299）14Q3 点评：业绩超预期，动车组仍唱主角》2014.10.29

经签署了中俄高铁备忘录修建莫斯科到北京 7000 公里高铁项目，根据我们粗略估算将带来动车组需求 537 列，金额 600 多亿元；标志着我国高铁海外扩张再进一步，高铁作为“中国名片”不仅是运输通道，更上升至国家战略层面。

三、 股价催化剂及风险提示

催化剂：动车组招标、南北车合并、海外市场取得进一步突破；

风险提示：铁路系统改革具有长期性、艰巨性和复杂性。

四、 盈利预测与投资建议

动车组订单交付量增多致毛利率提高是净利润增速高于营收增速的主要原因，预计 15-17 年 EPS 分别为 0.59、0.75、0.89 元，维持“强烈推荐”投资评级，上调合理估值区间至 20-23 元。

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	项目（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业总收入	104,290	119,011	135,947	160,713	货币资金	30,584	19,704	25,696	25,968
减：营业成本	84,624	96,326	109,449	129,323	应收票据	2,276	1,190	1,359	1,607
营业税金及附加	547	714	816	964	应收账款	25,690	17,852	20,392	24,107
销售费用	2,025	2,380	2,719	3,214	预付账款	5,952	6,792	7,759	9,172
管理费用	8,443	9,104	10,196	12,053	其他应收款	958	1,093	1,248	1,476
财务费用	1,321	1,413	1,526	1,663	存货	29,004	40,457	45,969	54,316
资产减值损失	1,328	1,000	600	600	其他流动资产	641	550	550	550
加：投资收益	407	500	300	300	流动资产合计	97,492	87,638	102,974	117,195
二、营业利润	6,409	8,574	10,941	13,195	长期股权投资	2,199	2,699	3,099	3,499
加：营业外收支净额	202	300	500	500	固定资产	24,658	26,751	28,668	30,410
三、利润总额	6,611	8,874	11,441	13,695	在建工程	5,207	6,207	7,207	8,207
减：所得税费用	921	1,331	1,831	2,328	无形资产	9,832	9,820	9,623	9,431
四、净利润	5,690	7,543	9,611	11,367	其他非流动资产	2,466	6,844	7,862	8,162
归属于母公司的利润	5,492	7,241	9,226	10,912	非流动资产合计	51,660	52,320	56,459	59,709
五、基本每股收益（元）	0.45	0.59	0.75	0.89	资产总计	149,152	139,958	159,433	176,904
主要财务指标					短期借款	5,614	5,594	5,604	0
项目（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	应付票据	9,222	10,497	11,927	14,093
EV/EBITDA	40.10	25.14	20.17	17.36	应付账款	33,966	28,898	32,835	38,797
成长能力：					预收账款	12,769	14,449	16,417	19,398
营业收入同比	7.25%	14.11%	14.23%	18.22%	其他应付款	3,609	2,300	2,400	2,400
营业利润同比	32.8%	33.8%	27.6%	20.6%	应交税费	1,982	1,100	1,200	1,200
净利润同比	34.64%	32.56%	27.42%	18.3%	其他流动负债	16,989	9,000	10,000	10,000
营运能力：					流动负债合计	88,331	7,560	10,045	13,488
应收账款周转率	3.72	5.47	7.11	7.22	长期借款	959	959	959	959
存货周转率	4.38	3.43	3.15	3.21	其他非流动负债	0	0	0	0
总资产周转率	0.77	0.82	0.91	0.96	非流动负债合计	959	959	959	959
盈利能力与收益质量：					负债合计	98,503	7,669	10,154	13,597
毛利率	18.9%	19.1%	19.5%	19.5%	股本	12,260	12,260	12,260	12,260
净利率	5.3%	6.1%	6.8%	6.8%	资本公积	21,629	21,629	21,629	21,629
总资产净利率 ROA	4.2%	5.2%	6.4%	6.8%	留存收益	15,318	22,559	31,785	42,697
净资产收益率 ROE	12.6%	13.8%	15.2%	15.4%	少数股东权益	1,856	2,157	2,542	2,996
资本结构与偿债能力：					所有者权益合计	50,650	58,605	68,216	79,582
流动比率	1.10	1.22	1.28	1.36	负债和股东权益合计	149,152	139,958	159,433	176,904
资产负债率	66.0%	52.0%	51.0%	49.1%	现金流量表				
长期借款/总负债	1.0%	1.3%	1.2%	1.1%	项目（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
每股指标：					经营活动现金流量	14,756	(4,647)	12,408	12,439
每股收益	0.45	0.59	0.75	0.89	投资活动现金流量	(9,991)	(4,800)	(4,900)	(4,900)
每股经营现金流量	1.20	(0.38)	1.01	1.01	筹资活动现金流量	9,923	(1,433)	(1,516)	(7,268)
每股净资产	4.13	4.78	5.56	6.49	现金及等价物净增加	14,646	(10,880)	5,992	271

资料来源：公司公告，民生证券研究院

分析师简介

朱金岩，机械行业分析师，北京大学软件工程硕士，三年从业经验，2012年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。