

中国北车 (601299.SH)

业绩超预期, 动车组交付将推动今年高增长

核心观点:

中国北车 2014 年 1 季度实现营业收入 14,688 百万元, 同比减少 16.3%; 归属于母公司股东的净利润为 876 百万元, 同比增长 19.2%, EPS 为 0.08 元。公司 1 季度综合毛利率显著提升, 究其根本是通过技术消化提升和核心部件自制化, 动车组等核心产品的盈利能力提高。

铁路投资开局良好: 根据国务院常务会议的决定部署, 中国铁路总公司在 4 月已调增了今年铁路建设的目标: 全国固定资产投资由 7,000 亿元增至 7,200 亿元, 新线投产里程由 6,600 公里增加至 7,000 公里以上。考虑到今年房地产市场疲弱, 经济下行压力高于去年, 我们认为国家对于铁路投资的支持有望逐渐增大, 全年计划仍有继续上调的可能性。

车辆 1 季度交付偏少, 2 季度将加快: 铁路车辆经过 2013 年底的大规模交付后, 短期有所回落。考虑到 4 月 24 日中国铁路总公司已启动了大规模的机车、货车、客车招标, 2 季度公司的整体交付将显著加快。

铁路设备 2014 年将实现高增长: 根据在手订单情况和近期 CIR 设备采购, 今年的动车组和机车的交付增长较快, 推算今年铁路车辆购置金额有望达到 1,400 亿元左右, 较 2013 年实际完成额 1,038 亿元增长超过 30%。

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 117,131、135,068 和 154,072 百万元, EPS 分别为 0.539、0.635 和 0.756 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 5.92 元, 相当于 2014 年的 11 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)	92,431.30	97,240.67	117,130.7	135,068.4	154,071.9
增长率(%)	3.44%	5.20%	20.45%	15.31%	14.07%
EBITDA(百万元)	6,397.32	9,048.06	10,985.88	12,608.19	14,292.86
净利润(百万元)	3,383.84	4,128.56	5,557.46	6,549.84	7,804.14
增长率(%)	13.35%	22.01%	34.61%	17.86%	19.15%
EPS(元/股)	0.328	0.400	0.539	0.635	0.756
市盈率(P/E)	13.75	12.30	8.26	7.01	5.88
市净率(P/B)	1.34	1.34	1.11	0.98	0.86
EV/EBITDA	6.82	5.91	5.04	4.31	3.31

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

4.52 元

合理价值

5.92 元

前次评级

买入

报告日期

2014-04-28

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

相关研究:

中国北车(601299.SH): 与 2014-04-22

中国进出口银行签订战略合作协议

中国北车(601299.SH): 利 2014-03-30

润率提升, 业绩快速增长

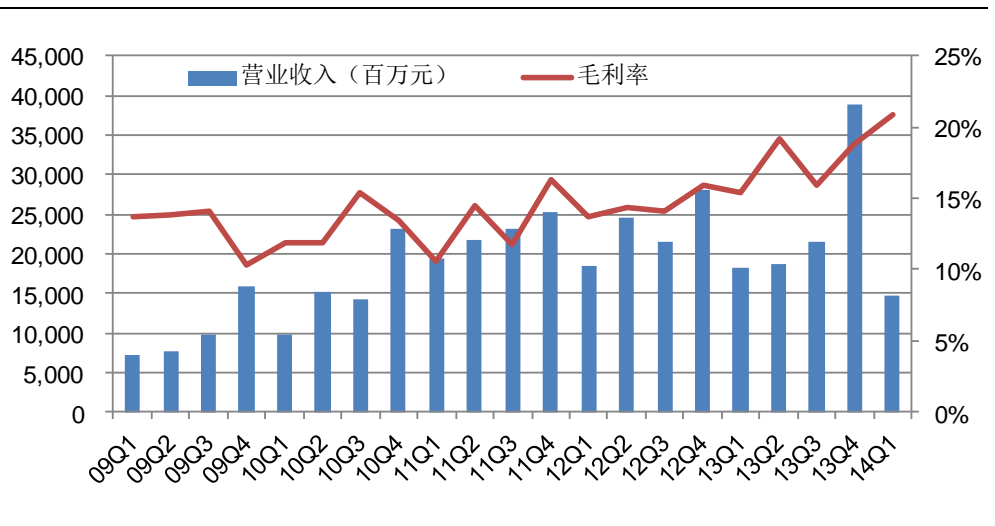
中国北车(601299.SH): 继 2014-03-24

续斩获重要订单, 铁路装备内外呼应

经营分析

中国北车2014年1季度实现营业收入14,688百万元，同比减少16.3%；归属于母公司股东的净利润为876百万元，同比增长19.2%，EPS为0.08元，业绩好于预期。公司1季度在收入下滑的情况下实现了利润的正增长，这主要是毛利率显著提升，究其根本是通过技术消化提升和核心部件自制化，动车组等核心产品的盈利能力提高。

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

铁路投资开局良好：国家统计局的数据显示，2014年1-3月，全国铁路运输业完成固定资产投资650亿元，同比增长15.9%。而根据国务院常务会议的政策部署，中国铁路总公司在4月已调增了今年铁路建设的目标：全国固定资产投资由7,000亿元增至7,200亿元，新线投产里程由6,600公里增加至7,000公里以上，新开工项目也由44项增加至48项。考虑到今年房地产市场疲弱，经济下行压力高于去年，我们认为国家对于铁路投资的支持有望逐渐增大，全年计划仍有继续上调的可能性。

车辆1季度交付偏少，2季度将加快：铁路车辆经过2013年底的大规模交付后，短期有所回落，2014年1-3月，铁路机车、客车、货车产量分别为161、417和4,944辆，分别较上年同期减少13.4%、62.9%和55.7%。公司的动车组、城轨地铁车辆订单充裕，而机车、客车、货车订单相对不足。考虑到4月24日，中国铁路总公司已启动了大规模的机车、货车、客车招标，2季度公司的整体交付将显著加快。以动车组为例，1季度公司交付规模近30列，而2季度将超过40列，3季度有望继续攀升。

铁路设备2014年将实现高增长：从2014年全年来看，根据南北车在手订单，全行业的动车组交付量有望达到350列左右，较上年增长40%左右；如果2季度适时启动新招标，则4季度能够实现部分交付，交付量将进一步上调。根据4月24日发布的机车通信设备（CIR）招标规模，推算今年机车购置量有望接近1,400辆，较上年增长40%左右。考虑到动车组、机车是铁路车辆购置的主要组成部分，我们推算今年铁路车辆

购置金额有望达到1,400亿元左右，较2013年实际完成额1,038亿元增长超过30%。

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117,131、135,068和154,072百万元，归属于母公司股东的净利润分别为5,557、6,550和7,804百万元，EPS分别为0.539、0.635和0.756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5.92元，相当于2014年的11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。

图2: 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	83,597.71	96,137.37	109,115.92
增长率 (YOY)	—	-5.40%	2.50%	22.00%	15.00%	13.50%
毛利率	14.25%	16.97%	21.12%	22.00%	22.15%	22.30%
销售成本	60,598.04	55,507.81	54,048.38	65,206.22	74,842.94	84,783.07
增长率 (YOY)	—	-8.40%	-2.63%	20.64%	14.78%	13.28%
毛利	10,072.07	11,346.12	14,474.34	18,391.50	21,294.43	24,332.85
增长率 (YOY)	—	12.65%	27.57%	27.06%	15.78%	14.27%
占总销售额比重	79.09%	72.33%	70.47%	71.37%	71.18%	70.82%
占主营业务利润比重	83.90%	83.80%	84.46%	85.97%	85.73%	85.35%
通用机电业务						
销售收入	1,319.81	2,262.16	1,799.60	2,159.51	2,591.42	3,109.70
增长率 (YOY)	—	71.40%	-20.45%	20.00%	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	1,770.80	2,124.96	2,549.95
增长率 (YOY)	—	95.20%	-19.57%	20.04%	20.00%	20.00%
毛利	380.16	427.96	324.43	388.71	466.46	559.75
增长率 (YOY)	—	12.57%	-24.19%	19.81%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	1.48%	2.45%	1.85%	1.84%	1.92%	2.02%
占主营业务利润比重	3.17%	3.16%	1.89%	1.82%	1.88%	1.96%
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%	6.50%	6.50%	6.50%
销售成本	14,138.09	19,284.35	21,176.89	24,456.44	27,880.34	31,504.78
增长率 (YOY)	—	36.40%	9.81%	15.49%	14.00%	13.00%
毛利	845.82	1,018.85	1,568.00	1,700.18	1,938.21	2,190.17
增长率 (YOY)	—	20.46%	53.90%	8.43%	14.00%	13.00%
占总销售额比重	16.77%	21.97%	23.39%	22.33%	22.08%	21.87%
占主营业务利润比重	7.05%	7.53%	9.15%	7.95%	7.80%	7.68%
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%	17.50%	17.50%	17.50%
销售成本	1,673.01	2,266.17	3,402.97	4,303.89	5,379.86	6,724.82
增长率 (YOY)	—	35.45%	50.16%	26.47%	25.00%	25.00%
毛利	706.34	745.85	770.50	912.95	1,141.18	1,426.48
增长率 (YOY)	—	5.59%	3.30%	18.49%	25.00%	25.00%
占总销售额比重	2.66%	3.26%	4.29%	4.45%	4.83%	5.29%
占主营业务利润比重	5.88%	5.51%	4.50%	4.27%	4.59%	5.00%
销售收入小计	89353.18	92431.30	97240.67	117,130.68	135,068.38	154,071.88
销售成本小计	77348.79	78,892.53	80,103.39	95,737.35	110,228.11	125,562.63
毛利	12004.39	13,538.78	17,137.27	21,393.34	24,840.27	28,509.25
平均毛利率	13.43%	14.65%	17.62%	18.26%	18.39%	18.50%

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	70683	82583	96737
货币资金	9025	9332	9000	10000	14000
应收及预付	29052	38180	36760	42379	48331
存货	24646	18640	24918	30199	34401
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	116596	126506	138582
流动负债	65202	74008	71979	76204	81307
短期借款	5741	10615	17041	16972	13960
应付及预收	44349	52298	54938	59232	67348
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	73394	77619	82723
股本	10320	10320	10320	10320	10320
资本公积	15796	15483	15483	15483	15483
留存收益	8674	11893	15386	20904	27676
归属母公司股东权益	34815	37780	41274	46792	53564
少数股东权益	1579	1785	1928	2096	2296
负债和股东权益	106437	120159	116596	126506	138582

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	92431	97241	117131	135068	154072
营业成本	78893	80103	95737	110228	125563
营业税金及附加	469	628	761	878	1001
销售费用	1723	2018	2518	2904	3313
管理费用	6673	7645	9488	10941	12480
财务费用	1058	1127	1429	1745	1579
资产减值损失	235	1139	1011	987	1231
公允价值变动收益	2	-6	0	0	0
投资净收益	238	251	260	280	300
营业利润	3620	4826	6446	7665	9206
营业外收入	642	453	500	500	500
营业外支出	125	180	120	120	120
利润总额	4137	5099	6826	8045	9586
所得税	602	873	1126	1327	1582
净利润	3536	4226	5700	6718	8004
少数股东损益	152	97	142	168	200
归属母公司净利润	3384	4129	5557	6550	7804
EBITDA	6397	9048	10986	12608	14293
EPS (元)	0.33	0.40	0.54	0.63	0.76

现金流量表

单位: 百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	1904	4887	-1333	4765	9503
净利润	3536	4226	5700	6718	8004
折旧摊销	1723	2202	2360	2490	2577
营运资金变动	-4318	-3374	-11688	-6563	-3268
其它	963	1834	2296	2120	2189
投资活动现金流	-6070	-5801	1345	160	180
资本支出	-6053	-5278	1085	-120	-120
投资变动	-528	-743	260	280	300
其他	510	220	0	0	0
筹资活动现金流	6655	-351	-344	-3925	-5683
银行借款	38025	69547	6426	-69	-3013
债券融资	-35716	-67649	-5174	0	0
股权融资	7079	92	0	0	0
其他	-2733	-2341	-1596	-3857	-2671
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	20.5	15.3	14.1
营业利润增长	13.7	33.3	33.6	18.9	20.1
归属母公司净利润增长	13.4	22.0	34.6	17.9	19.2
获利能力(%)					
毛利率	14.6	17.6	18.3	18.4	18.5
净利率	3.8	4.3	4.9	5.0	5.2
ROE	9.7	10.9	13.5	14.0	14.6
ROIC	14.6	17.2	16.6	17.6	20.4
偿债能力					
资产负债率(%)	65.8	67.1	62.9	61.4	59.7
净负债比率	-0.1	0.1	0.2	0.2	-
流动比率	0.98	0.96	0.98	1.08	1.19
速动比率	0.52	0.64	0.56	0.60	0.67
营运能力					
总资产周转率	0.91	0.86	0.99	1.11	1.16
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	0.54	0.63	0.76
每股经营现金流	0.18	0.47	-0.13	0.46	0.92
每股净资产	3.37	3.66	4.00	4.53	5.19
估值比率					
P/E	13.8	12.3	8.3	7.0	5.9
P/B	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.8	5.9	5.0	4.3	3.3

广发机械行业研究小组

- 罗立波： 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： 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。