

中国北车(601299)调研简报

铁路工作会议定基调，公司利润率或将见底回升

铁路设备

- “十二五”铁路投资规划不变。12月23日铁路工作会议指出，2012年铁道部将安排固定资产投资5000亿，规模虽然低于2009-2011年，但符合2008年的规划（2009-2013年3万亿）。“十二五”期间新线投产3万公里（普铁2万公里，高铁1万公里），按普铁5000万/公里、高铁1亿/公里、配套5000亿匡算，“十二五”期间铁路总投资2.5万亿。在每年铁路固定资产投资中，机车车辆购置约占16%，即每年800亿元，“十二五”期间南车、北车可以各获得约400亿元订单。
- 铁道部未来资金来源不是问题。铁道部2011前三季度资产负债率59.6%，呈上升趋势。“十二五”期间铁道部每年需要5000亿投资及1000多亿债务利息，市场担忧铁道部未来可能面临债务危机。铁路工作会议指出，铁道部将扩大铁路建设债券规模，加大贷款力度，积极争取地方政府投资，吸引民间资本。我们认为“十二五”期间铁路投资规模不会因为资金问题而放缓脚步。
- 动车组新增订单骤降，在手订单排产到2013年。2011下半年，动车组没有国内新增订单，出口订单仅4亿元，但在手订单超过100亿，排产至2013年。2012年动车组交货速度会放慢，收入将略有下降。
- 产能调配，优化产品结构，城轨地铁车辆将较快增长。长客、唐客等子公司同时生产客车（含动车组）和城轨地铁，在2009-2011年动车组需求大爆发时期，部分普客和城轨地铁车辆产能让予动车组产能，2012年动车组交货任务不再紧迫，部分产能将转回客车和城轨地铁车辆。2012年产品结构将发生变化，城轨地铁车辆增长较快。
- 原材料价格下行趋势明显，公司毛利率可能触底反弹。公司三季度毛利率12%，净利率3%，处于历史低位。假设2012年原材料价格下行，管理费率随规模扩张而下降，公司利润率可能见底回升。
- 盈利预测：预计2012年受铁道部投资拉动的客车、机车、货车增速在5%左右；受益城镇化进程拉动的城轨地铁车辆增速在30-50%；风电电机等多元化产品增速在10%左右。2011/12年EPS为0.32、0.39元，PE为13X、11X，首次给予“谨慎推荐”评级。

	主营业收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	6,218,432	53.5%	190,909	43.6%	0.23	8%	18.6	
2011E	8,184,736	37.6%	262,760	37.6%	0.32	10%	13.4	
2012E	9,078,740	10.9%	324,083	23.3%	0.39	11%	11.0	
2013E	9,981,901	9.9%	359,735	11.0%	0.43	11%	10.0	

谨慎推荐

首次评级

发布时间：2011年12月27日

走势图



市场数据

2011/12/26

收盘价：	4.28 元
52周最高价：	9.69 元
52周最低价：	4.20 元
平均持仓成本：	5.05 元

基本数据

2011Q3

总股本（万股）：	830,000
流通A股（万股）：	830,000
每股收益（元）：	0.26
每股净资产（元）：	2.92
每股经营现金流（元）：	-1.23
市净率：	1.47

分析师：黄海培 S0550511080004

执业证书编号：

TEL: (8621)6336 7000

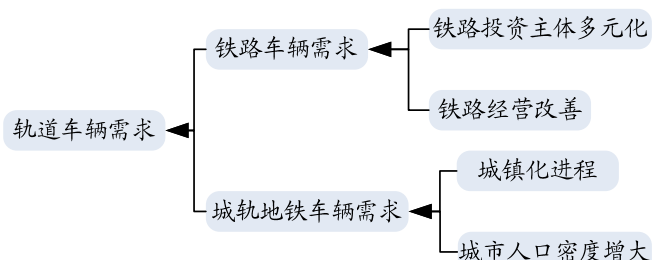
FAX: (8621)6337 3209

Email: huanghaipei@nesc.cn

地址：上海市延安东路45号20楼

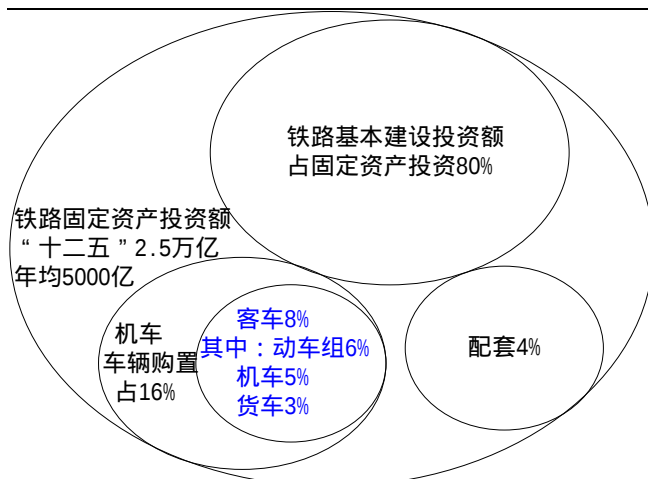
邮编：200002

图 1：轨道车辆需求逻辑



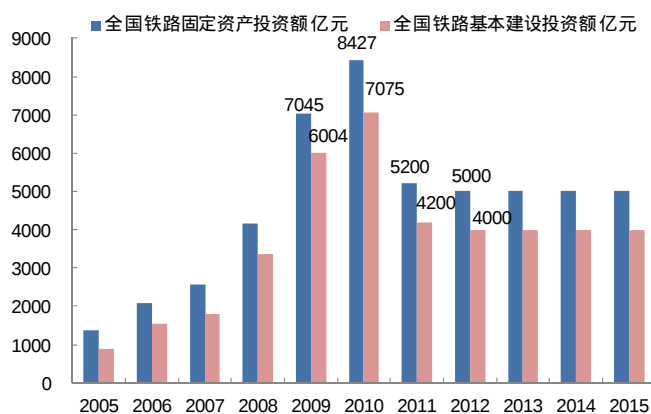
资料来源：东北证券

图 2：全国铁路投资分布



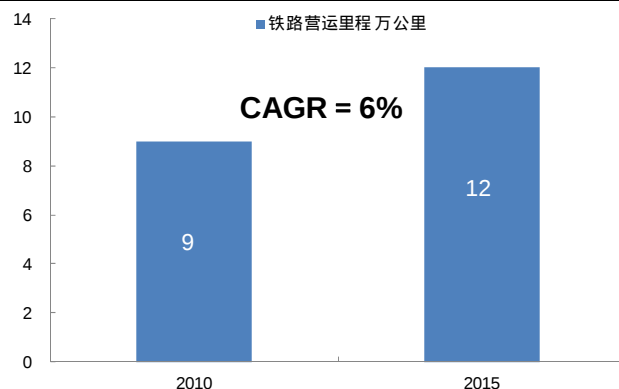
资料来源：东北证券

图 3：全国铁路固定资产投资额



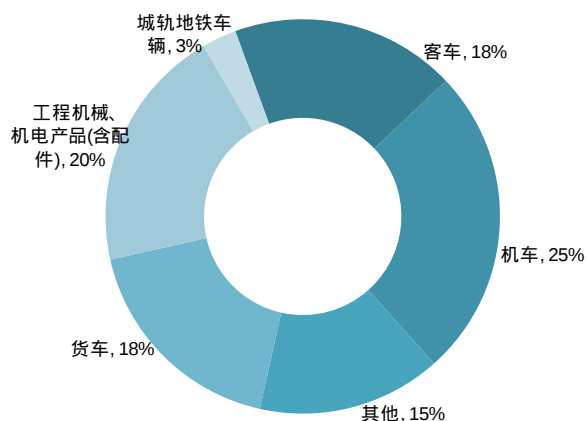
资料来源：铁道部，东北证券

图 4：全国铁路运营里程



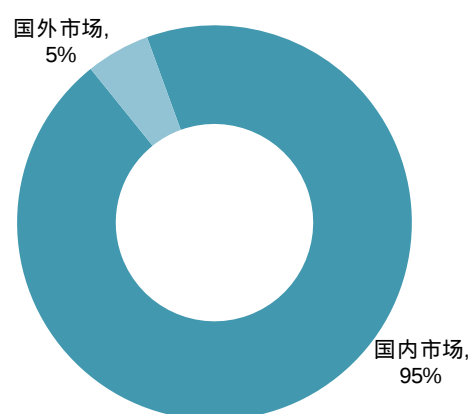
资料来源：铁道部，东北证券

图 5：公司各业务收入占比



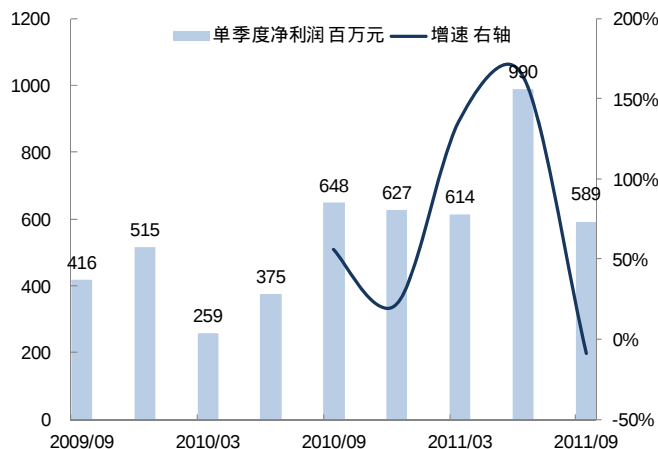
资料来源：公司公告，东北证券

图 6：公司收入分地区占比



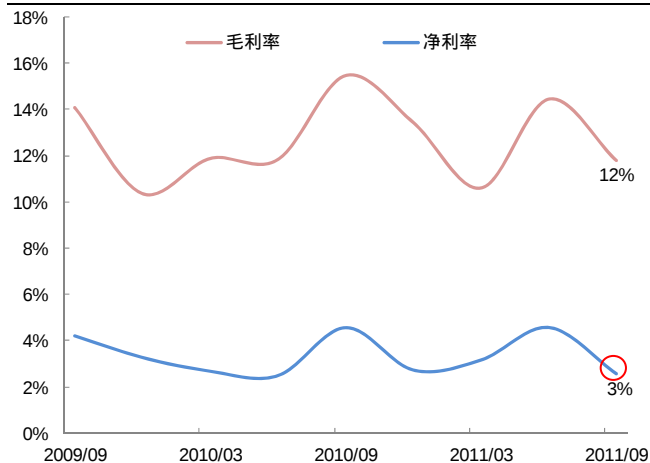
资料来源：公司公告，东北证券

图 7：公司单季度净利润及增速



资料来源：WIND，东北证券

图 8：公司单季度毛利率和净利率



资料来源：WIND，东北证券

图 9：未来 6-12 个月不同净利率和估值水平假设条件下的股价

假设 2012 年收入 900 亿左右，股本 83 亿股。

股价* (元)	未来 6-12 个月净利率			
	2.5%	3.0%	3.5%	
12X	3.25	3.90	4.55	铁道部投资稳定 城轨等其他产品增速较慢
14X	3.80	4.55	5.31	
16X	4.34	5.20	6.07	铁道部投资超预期 城轨等其他产品增速较快
	原材料价格上涨 管理费用率上升		原材料价格下降 管理费用率下降	

资料来源：东北证券 *股价 = 收入 × 净利率 × PE/股本

图 10：未来 6-12 个月目标价及估值水平



资料来源：WIND，东北证券

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	5253	4000	4040	4080
应收款项	11537	20182	21938	23638
存货净额	24161	29077	31741	34473
其他流动资产	10143	12277	13618	14973
流动资产合计	51369	65536	71338	77164
固定资产	16366	20616	25293	29948
无形资产及其他	6716	6045	5373	4701
投资性房地产	1524	1524	1524	1524
长期股权投资	1187	1387	1587	1787
			10511	11512
资产总计	77162	95108	5	4
短期借款及交易性金融负债	1298	5298	6494	7059
应付款项	23367	29077	32062	35172
其他流动负债	25399	31117	33837	36723
流动负债合计	50064	65492	72393	78955
长期借款及应付债券	22	22	22	22
其他长期负债	2941	2941	2941	2941
长期负债合计	2963	2963	2963	2963
负债合计	53028	68455	75356	81919
少数股东权益	1223	1377	1565	1775
股东权益	22911	25276	28193	31430
			10511	11512
负债和股东权益总计	77162	95108	5	4

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.23	0.32	0.39	0.43
每股红利	0.06	0.03	0.04	0.04
每股净资产	2.76	3.05	3.40	3.79
ROIC	9%	9%	10%	10%
ROE	8%	10%	11%	11%
毛利率	13%	13%	13%	13%
EBIT Margin	4%	4%	4%	4%
EBITDA Margin	6%	6%	7%	7%
收入增长	53%	32%	11%	10%
净利润增长率	45%	38%	23%	11%
资产负债率	70%	73%	73%	73%
息率	1.3%	0.7%	0.9%	1.0%
P/E	19.4	14.1	11.4	10.3
P/B	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	25.9	22.3	18.7	17.5

资料来源：东北证券

利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	62184	81847	90787	99819
营业成本	53943	71371	78985	86843
营业税金及附加	179	409	454	499
销售费用	1109	1391	1528	1663
管理费用	4618	6319	6573	7095
财务费用	384	87	227	271
投资收益	137	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(126)	0	0	0
其他收入	(0)	672	672	672
营业利润	1962	2941	3692	4120
营业外净收支	371	350	368	386
利润总额	2333	3291	4060	4506
所得税费用	303	494	609	676
少数股东损益	121	170	210	233
归属于母公司净利润	1909	2628	3241	3597

现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1909	2628	3241	3597
资产减值准备	80	723	202	205
折旧摊销	1145	1698	2093	2427
公允价值变动损失	126	0	0	0
财务费用	384	87	227	271
营运资本变动	204	(3542)	145	416
其它	11	(570)	(14)	5
经营活动现金流	3474	936	5668	6650
资本开支	(5311)	(6000)	(6300)	(6615)
其它投资现金流	(216)	274	0	0
投资活动现金流	(5860)	(5926)	(6500)	(6815)
权益性融资	31	0	0	0
负债净变化	(898)	0	0	0
支付股利、利息	(475)	(263)	(324)	(360)
其它融资现金流	(1010)	4000	1196	565
融资活动现金流	(3725)	3737	872	205
现金净变动	(6110)	(1253)	40	40
货币资金的期初余额	11363	5253	4000	4040
货币资金的期末余额	5253	4000	4040	4080
企业自由现金流	(1931)	(5271)	(731)	(40)
权益自由现金流	(3838)	(1345)	273	295

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。