

货车需求低迷，业绩大幅低于市场预期

2014年业绩大幅低于市场一致预期：公司发布业绩快报，预计2014年营业收入29.83亿元，同比下降6.86%，归属于母公司净利润2.01亿元，同比下降22.19%，EPS为0.24元，业绩大幅低于市场预期主要由于铁路货车市场需求严重不足，新增订单缺乏持续性而且大幅下降。

其中，第4季度实现营业收入7.08亿元，同比下降8.6%，归属母公司净利润为亏损759万元。继3季度业绩大幅下滑之后，连续两个季度亏损。

我们的分析与判断

■ **货车需求持续低迷。**下半年，受中国神华港口煤炭积压严重，对公司铁路货车的需求严重不足，2014年与神华签订的2800辆货车并未全部交付，4季度企业自备车甚至没有货车交付，同时新增订单大幅下降，销售量同比大幅减少。3季度公司为中铁总公司新开发并已交付的C80E型敞车700台，由于没有定价也没有签订合同，所以并没有确认收入，导致收入和利润均下降。

但公司铁路货车研发实力突出，2014年公司已开始加快研发80t级、100t级新型运煤专用车，未来实现整车轻量化和运行可靠，在货车重载技术上具有一定主导性，符合未来我国铁路货运重载化的发展趋势。

■ **集团资产证券化加速，公司或受益一机集团军品注入预期。**去年兵器集团提出了“无禁区改革”，我们认为兵器集团资本运作思路渐趋清晰，平台性公司显著受益。过去5年通过两次资产置换，北方创业的业务逐渐拓展到军品零部件，未来有可能成为一机集团的坦克车、装甲车等军品资产注入的平台性公司。我们估计2013年集团坦克车及装甲车等军品收入约60-70亿元，按照军品采购5%利润率计算，军品业务利润约3-4亿元，未来军品注入预期强烈。

■ **下调公司评级至“增持-A”。**由于下半年铁路货车需求严重下滑，超出了市场一致预期，下调此前的业绩预测，预计公司2014年-2016年的收入增速分别为-6.9%、7.6%、13.5%，净利润增速分别为-22.2%、40.0%、17.2%，对应EPS分别为0.24元、0.34元、0.40元，同时我们下调公司评级至“增持-A”。未来随着兵器集团加快推动无禁区改革，一机集团的相关军工资产存在注入的预期。

■ **风险提示。**企业自备车及出口订单大幅下滑的风险；集团军工资产存在注入预期；国内铁路货车需求低迷的风险。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,066.7	3,203.5	2,983.8	3,211.1	3,643.1
净利润	170.3	258.5	201.0	281.5	329.9
每股收益(元)	0.21	0.31	0.24	0.34	0.40
每股净资产(元)	2.38	2.67	3.32	3.61	3.95
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	72.1	47.5	61.1	43.6	37.2
市净率(倍)	6.3	5.6	4.5	4.1	3.8
净利润率	5.6%	8.1%	6.7%	8.8%	9.1%
净资产收益率	7.7%	10.8%	6.9%	8.9%	9.6%
股息收益率	0.2%	0.4%	0.2%	0.3%	0.4%
ROIC	110.0%	33.1%	19.1%	21.9%	27.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

增持-A

调低评级

6个月目标价

15.30元

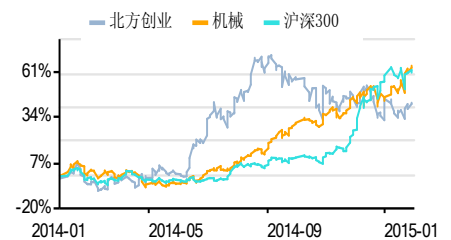
股价(2015-01-28)

14.92元

交易数据

总市值(百万元)	12,276.59
流通市值(百万元)	11,533.58
总股本(百万股)	822.83
流通股本(百万股)	773.03
12个月价格区间	10.06/19.78元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	6.28	-45.41	-79.19
绝对收益	8.59	0.47	-20.38

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004
wangsw@essence.com.cn
021-68763578

邹润芳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514040001
zouf@essence.com.cn
021-68763702

报告联系人

朱元骏

021-68765053

zhuyj2@essence.com.cn

相关报告

收入确定短期影响业绩 中长期价值不减	中	2014-10-28
盈利能力提升 铁路货车军工长期驱动	中	2014-08-26
自备车打开新局面 资产注入预期增强	中	2014-08-01

财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月28日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,066.7	3,203.5	2,983.8	3,211.1	3,643.1	成长性					
减:营业成本	2,543.6	2,630.3	2,472.1	2,617.4	2,958.2	营业收入增长率	3.7%	4.5%	-6.9%	7.6%	13.5%
营业税费	9.0	6.2	5.7	6.1	6.9	营业利润增长率	28.0%	67.2%	-22.1%	38.5%	17.1%
销售费用	87.1	46.1	42.7	41.7	46.6	净利润增长率	47.5%	51.8%	-22.2%	40.0%	17.2%
管理费用	231.8	245.3	232.7	245.6	273.2	EBITDA 增长率	13.8%	44.8%	-18.3%	34.2%	15.4%
财务费用	-10.9	-31.7	-35.8	-42.5	-49.3	EBIT 增长率	20.3%	59.4%	-26.1%	42.0%	17.3%
资产减值损失	23.0	0.3	27.9	11.9	19.9	NOPLAT 增长率	19.1%	56.4%	-25.4%	41.3%	17.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	419.2%	29.7%	23.2%	-4.9%	-3.7%
投资和汇兑收益	0.5	-	0.6	0.5	0.5	净资产增长率	76.2%	11.1%	22.2%	8.3%	9.0%
营业利润	183.7	307.0	239.2	331.3	388.1	利润率					
加:营业外净收支	7.2	-1.8	-4.3	-0.8	-1.6	毛利率	17.1%	17.9%	17.2%	18.5%	18.8%
利润总额	190.9	305.2	234.9	330.5	386.5	营业利润率	6.0%	9.6%	8.0%	10.3%	10.7%
减:所得税	24.8	44.7	32.5	47.0	54.2	净利润率	5.6%	8.1%	6.7%	8.8%	9.1%
净利润	170.3	258.5	201.0	281.5	329.9	EBITDA/营业收入	7.7%	10.6%	9.3%	11.6%	11.8%
						EBIT/营业收入	5.6%	8.6%	6.8%	9.0%	9.3%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	88	84	95	94	85
货币资金	1,523.4	1,542.2	1,865.5	2,159.3	2,485.0	流动营业资本周转天数	-51	-21	-10	-6	-8
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	266	277	308	330	333
应收帐款	400.3	328.2	285.2	446.3	383.6	应收帐款周转天数	48	41	37	41	41
应收票据	157.5	159.3	139.1	182.0	182.3	存货周转天数	40	39	40	39	39
预付帐款	77.1	41.6	82.0	34.3	80.7	总资产周转天数	369	393	445	463	449
存货	327.4	374.5	289.2	411.4	381.7	投资资本周转天数	50	91	124	124	104
其他流动资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	7.7%	10.8%	6.9%	8.9%	9.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.8%	7.3%	5.3%	6.4%	7.1%
长期股权投资	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	ROIC	110.0%	33.1%	19.1%	21.9%	27.1%
投资性房地产	22.4	21.8	21.8	21.8	21.8	费用率					
固定资产	732.1	759.9	818.5	854.9	856.3	销售费用率	2.8%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%
在建工程	55.0	176.7	196.0	177.6	136.6	管理费用率	7.6%	7.7%	7.8%	7.7%	7.5%
无形资产	133.9	131.8	128.9	126.0	123.1	财务费用率	-0.4%	-1.0%	-1.2%	-1.3%	-1.4%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	10.0%	8.1%	8.0%	7.6%	7.4%
资产总额	3,439.9	3,546.0	3,835.5	4,423.6	4,660.7	偿债能力					
短期债务	95.0	85.0	85.0	80.0	80.0	资产负债率	37.1%	32.2%	23.4%	28.1%	25.6%
应付帐款	752.9	628.0	470.7	692.5	691.9	负债权益比	59.0%	47.5%	30.6%	39.0%	34.4%
应付票据	399.1	412.9	315.0	441.1	397.1	流动比率	1.95	2.14	2.96	2.60	2.95
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.69	1.81	2.64	2.27	2.63
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-15.84	-8.69	-5.67	-6.79	-6.88
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	1,276.3	1,141.9	897.6	1,241.6	1,192.7	DPS(元)	0.03	0.06	0.03	0.05	0.06
少数股东权益	205.7	208.1	209.5	211.5	213.9	分红比率	13.4%	17.7%	14.0%	14.0%	14.0%
股本	228.6	457.1	822.8	822.8	822.8	股息收益率	0.2%	0.4%	0.2%	0.3%	0.4%
留存收益	1,724.9	1,732.7	1,905.5	2,147.6	2,431.3						
股东权益	2,163.7	2,404.1	2,937.9	3,181.9	3,468.0						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EPS(元)	0.21	0.31	0.24	0.34	0.40
净利润	166.0	260.5	201.0	281.5	329.9	BVPS(元)	2.38	2.67	3.32	3.61	3.95
加:折旧和摊销	62.5	65.4	75.1	85.0	92.6	PE(X)	72.1	47.5	61.1	43.6	37.2
资产减值准备	23.0	0.3	-	-	-	PB(X)	6.3	5.6	4.5	4.1	3.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-30.3	346.1	-1,209.8	37.0	33.2
财务费用	6.3	6.1	-35.8	-42.5	-49.3	P/S	4.0	3.8	4.1	3.8	3.4
投资损失	-0.5	-	-0.6	-0.5	-0.5	EV/EBITDA	12.5	19.4	38.4	27.8	23.3
少数股东损益	-4.3	2.0	1.4	2.0	2.3	CAGR(%)	19.5%	8.5%	17.2%	19.5%	8.5%
营运资金的变动	-419.6	-147.2	-137.7	70.4	-2.7	PEG	3.7	5.6	3.6	2.2	4.4
经营活动产生现金流量	-195.1	207.1	103.5	395.8	372.5	ROIC/WACC	15.1	4.6	2.6	3.0	3.7
投资活动产生现金流量	-207.3	-148.3	-149.6	-99.6	-49.6	REP	0.3	1.6	3.6	3.2	2.6
融资活动产生现金流量	571.0	70.3	369.4	-2.5	2.7						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

王书伟、邹润芳分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034