

**买入**

2015年3月25日

**业绩超预期，铁路业务稳健增长，IGBT业务和深海机器人拓展新增长点**

► **2014年净利润23.9亿元，高于市场预期：**2014南车时代电气销售额126.8亿元，增长43.1%，净利润23.9亿元，增长63.2%，高于市场平均预期。分产品看，动车业务营业额增加105.6%，达到47.6亿元；机车产品增加27.5%，达到37亿元；城轨产品增加26.4%，达到12亿元。

► **预期2015年铁路相关业务稳定增长：**2015年铁路投资保持在8000亿元以上，新投产里程逾8000公里，铁路车辆设备总体投资持续向好。“一带一路”和铁路“走出去”对海外业务也起促进作用。在机车方面，南非的订单将未来年交付量至少为120列，国内新增及更新需求稳定；动车需求将持续保持快速增长；2014年公司在城轨订单市场份额达到60%左右，预计2015年交付量将保持快速增长，达18亿元左右。

► **IGBT业务进展优于预期，深海机器人有望4月份并表：**公司8英寸IGBT生产线目前部分产品已经进入实际运营测试阶段，参数优于预期，有望在2015年陆续实现收入，虽然暂时未能扭亏，但是市场前景看好，目前主要应用在轨道交通和电网上，未来将陆续应用到风电、光伏和电动车等领域。深海机器人业务预计在4月份完成交割后将并表，主要从事海底远程机器人操作、水下挖沟埋缆及海底采矿，未来海洋业务将成为公司另一个长远战略板块。

► **维持买入评级，目标价63.2港元：**预计2015-2017年总收入为151亿元，168亿元和184亿元，净利润分别为27亿元、30亿元和33.8亿元。给予公司2015年22倍的市盈率，12个月目标价63.2港元，有24.5%的上升空间。

\*1港元=0.8元人民币

陈晓霞

852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

行业 电气制造

股价 50.75 港元

 目标价 63.2 港元  
 (+24.5%)

总市值 596.6 亿港元

已发行股本 11.755 亿股

52周高低 54.35 港元/22.3 港元

每股净资产 9.5 元人民币

 主要股东 株洲电力机车研究所  
 51.81%

**盈利摘要**

截止日12月31日	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
收入 (百万元人民币)	8,856	12,676	15,117	16,819	18,378
变化	22.2%	43.1%	19.3%	11.3%	9.3%
净利润 (百万元人民币)	1,467	2,395	2,706	3,001	3,380
变化	17.7%	63.2%	13.0%	10.9%	12.6%
市盈率@50.75港元(倍)	30.5	19.9	17.7	15.9	14.1
每股收益(人民币元)	1.33	2.04	2.30	2.55	2.87
每股派息	0.35	0.40	0.57	0.64	0.72
息率	1.3%	1.5%	2.2%	2.4%	2.7%

**股价表现**


来源：公司资料，第一上海

来源：Bloomberg

# 主要财务报表

## 损益表

人民币百万元, 财务年度截至12月底

	2012实际	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
营业收入	7,248.9	8,856.0	12,676.2	15,116.9	16,819.4	18,377.7
营业成本	(4,802.7)	(5,694.5)	(7,876.4)	(9,610.4)	(10,750.2)	(11,782.3)
营业税金	(62.8)	(75.3)	(99.8)	(119.0)	(132.4)	(144.7)
其他业务收入	98.7	12.6	121.6	60.0	60.0	61.0
销售费用	(334.3)	(498.5)	(880.9)	(945.5)	(999.4)	(1,037.3)
管理费用	(863.2)	(1,005.2)	(1,349.1)	(1,584.3)	(1,640.2)	(1,682.9)
其他费用	11.2	(8.1)	(148.8)	0.0	(50.0)	(50.0)
财务费用	9.2	27.5	43.0	43.3	50.6	59.3
营业外收入净额	121.3	89.2	269.1	163.3	148.3	148.3
税前盈利	1,426.1	1,703.6	2,754.9	3,124.3	3,506.2	3,949.1
所得税	(178.6)	(237.4)	(362.9)	(421.8)	(508.4)	(572.6)
净利润	1,246.2	1,467.0	2,394.8	2,705.7	3,001.3	3,380.4
少数股东利润	1.4	(0.8)	(2.8)	(3.2)	(3.5)	(4.0)
折旧及摊销	146.5	160.4	183.8	243.4	275.9	313.3
EBITDA	1,563.5	1,836.5	2,895.7	3,324.4	3,731.5	4,203.1
EPS	1.13	1.33	2.04	2.30	2.55	2.87
增长						
总收入 (%)	1.7%	22.2%	43.1%	19.3%	11.3%	9.3%
EBITDA (%)	1.3%	17.5%	57.7%	14.8%	12.2%	12.6%
每股收益 (%)	3.2%	17.7%	53.4%	12.7%	10.9%	12.6%

## 资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月底

	2012实际	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
现金	2,318.9	3,136.1	2,679.9	2,975.2	3,356.8	4,432.3
应收账款及票据	2,170.9	3,627.7	4,907.5	5,998.2	7,320.9	8,341.4
存货	1,668.6	1,109.9	1,428.0	2,207.3	2,764.0	3,229.0
其他流动资产	1,044.7	2,939.0	5,150.6	4,568.3	4,663.3	4,641.0
总流动资产	7,203.0	10,812.7	14,166.0	15,749.0	18,104.9	20,643.8
固定资产	1,703.0	1,830.4	1,883.4	2,165.9	2,490.7	2,864.4
无形资产	271.0	246.8	282.3	282.3	282.3	282.3
长期投资	255.0	233.0	237.0	260.7	286.8	315.5
其他固定资产	225.0	275.6	356.3	1,414.3	1,414.7	1,410.2
总资产	9,657.1	13,398.5	16,924.9	19,872.3	22,579.5	25,516.1
应付账款	1,987.4	2,678.6	3,431.0	4,029.5	4,375.5	4,663.0
其它应付	487.6	677.6	1,014.0	1,113.5	1,121.0	1,105.7
短期银行贷款	202.2	43.4	15.7	12.7	15.0	17.4
其他短期负债	356.2	421.0	526.1	511.9	497.0	485.3
总短期负债	3,033.5	3,820.5	4,986.7	5,667.6	6,008.5	6,271.4
长期银行贷款	28.3	52.2	37.5	37.5	37.5	37.5
其他负债	276.8	375.7	729.9	749.1	771.1	794.1
总负债	3,338.6	4,248.4	5,754.1	6,454.3	6,817.1	7,103.1
少数股东权益	121.0	134.7	134.2	179.8	176.6	173.1
股东权益	6,318.4	9,150.1	11,170.8	13,418.0	15,762.3	18,413.1
每股账面值	5.83	7.78	9.50	11.41	13.41	15.66
营运资金	4,169.6	6,992.2	9,179.2	10,081.4	12,096.4	14,372.3

资料来源: 公司报告, 第一上海预测

## 财务分析

	2012实际	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
盈利能力						
毛利率 (%)	33.7%	35.7%	37.9%	36.4%	36.1%	35.9%
EBITDA 利率 (%)	21.6%	20.7%	22.8%	22.0%	22.2%	22.9%
净利率 (%)	17.2%	16.6%	18.9%	17.9%	17.8%	18.4%
营运表现						
SG&A/收入 (%)	4.6%	5.6%	6.9%	6.3%	5.9%	5.6%
实际税率 (%)	12.5%	13.9%	13.2%	13.5%	14.5%	14.5%
股息支付率 (%)	31.1%	28.1%	19.7%	25.0%	25.0%	25.0%
库存周转	49.4	34.8	22.5	26.8	32.9	36.3
应付账款天数	50.6	58.5	54.3	55.1	55.6	54.7
应收账款天数	97.3	119.5	122.9	131.7	144.5	155.5
财务状况						
负债/股本	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
收入/总资产	0.8	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
总资产/股本	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4

## 现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月底

	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测	2017预测
EBITDA	1,222.5	1,703.6	2,754.9	3,124.3	3,506.2	3,949.1
融资成本(收入)	16.0	2.8	1.4	0.5	0.2	0.2
营运资金变化	272.9	(743.0)	(347.1)	(1,059.3)	(963.1)	(998.4)
所得税	(178.6)	(237.4)	(362.9)	(421.8)	(508.4)	(572.6)
营运性现金流	1,332.8	726.0	2,046.2	1,643.7	2,034.9	2,378.2
资本开支	(403.3)	(298.2)	(209.9)	(499.1)	(574.0)	(660.0)
其他投资活动	419.3	(1,029.1)	(1,821.3)	(376.7)	(405.8)	103.5
投资性现金流	16.0	(1,327.3)	(2,031.2)	(875.8)	(979.7)	(556.5)
负债变化	(132.0)	28.7	(42.3)	(3.0)	1.3	1.4
股本变化	0.0	1,776.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(397.1)	(382.3)	(411.2)	(469.6)	(674.8)	(748.6)
其他融资活动	(490.0)	0.0	0.0	0.0	(0.0)	0.0
融资性现金流	(1,019.1)	1,422.4	(453.5)	(472.6)	(673.6)	(747.2)
现金变化	329.7	821.1	(438.5)	295.3	381.6	1,074.6
汇率影响	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
期初持有现金	2,053.6	2,383.3	3,204.4	2,679.9	2,975.2	3,356.8
期末持有现金	2,383.3	3,204.4	2,679.9	2,975.2	3,356.8	4,432.3

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告期内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2015 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。