

### 上半年交货以动车为主，下半年动力来自机车和城轨

► **上半年净利润 8.57 亿元，高于市场预期：**上半年南车时代电气销售额 51.8 亿元，增长 97.4%，主要是由于去年上半年交货不正常，基数较低。上半年净利润 8.57 亿元，相比去年同期的 4 亿元，增长 114%，高于市场预期。

► **上半年销售以动车为主，机车和城轨将成为下半年增长动力：**上半年动车销售额 28.3 亿元，基本上都是交付去年底铁总的动车订单，预计该订单将在 2014 年 9 月底或者 10 月初完成全部交付。倘若新的动车订单交付时间未确定，那么下半年动车的销售额将明显少于上半年。从机车上半年的交付情况来看，上半年交付较少，仅有 7.16 亿元，我们预计今年机车的销量将在去年五百多台的基础上增加约 100 台。此外上半年城轨订单的交付也较为迟缓，仅为 5 亿元，预计下半年速度将加快。机车和城轨将成为下半年收入的主要增长动力。

► **IGBT 将在下半年形成运营费用：**公司已获授母公司 IGBT (绝缘栅双极晶体管) 生产线的试运行使用权，以及租赁及购买 IGBT 生产线的权利。6 月份已经流出第一批芯片，开始形成运营费用，租赁评估正在加紧进行，预计有望在下半年也开始计算租赁费用，初步测算该等项目将对公司下半年造成 1.5-2 亿元的开销。

► **维持买入评级，目标价 33 港元：**预计 2014-2016 年总收入为 105.8 亿元，117.4 亿元和 131.2 亿元，净利润分别为 16.4 亿元、18 亿元和 20.6 亿元。鉴于铁路设备需求的持续增长，以及南车时代电气的核心技术能力，我们给予公司 2014 年 19 倍的市盈率，12 个月目标价 33 港元，有 16.6% 的上升空间。

陈晓霞

852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

行业 电气制造

股价 28.3 港元

目标价 33 港元

(+16.6%)

总市值 332.7 亿港元

已发行股本 11.755 亿股

52 周高/低 30.2 港元/21.1 港元

每股净资产 8.06 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	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
收入 (百万元人民币)	7,249	8,856	10,577	11,738	13,120
变化	1.7%	22.2%	19.4%	11.0%	11.8%
净利润 (百万元人民币)	1246	1467	1635	1803	2055
变化	5.2%	17.7%	11.4%	10.3%	13.9%
市盈率@28.3港元(倍)	20.0	17.0	16.3	14.8	13.0
每股收益(人民币元)	1.13	1.33	1.39	1.53	1.75
每股派息	0.35	0.35	0.42	0.46	0.52
息率	1.5%	1.5%	1.8%	2.0%	2.3%

### 股价表现



来源：公司资料，第一上海

来源：Bloomberg

# 财务摘要

损益表						
人民币百万元, 财务年度截至12月底						
	2011实际	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
营业收入	7,124.8	7,248.9	8,856.0	10,576.9	11,738.0	13,119.7
营业成本	(4,598.7)	(4,802.7)	(5,694.5)	(6,822.1)	(7,606.2)	(8,527.8)
营业税金	(45.7)	(62.8)	(75.3)	(89.9)	(99.8)	(111.5)
其他业务收入	51.1	98.7	12.6	71.0	20.0	20.0
销售费用	(347.4)	(334.3)	(498.5)	(559.6)	(608.7)	(666.7)
管理费用	(817.7)	(863.2)	(1,005.2)	(1,104.4)	(1,188.9)	(1,289.0)
其他费用	(68.8)	11.2	(8.1)	(280.0)	(250.0)	(250.0)
财务费用	(27.3)	9.2	27.5	0.5	14.5	18.2
营业外收入净额	110.8	121.3	89.2	118.8	88.8	88.8
税前盈利	1,381.0	1,426.1	1,703.6	1,911.1	2,107.8	2,401.7
所得税	(193.9)	(178.6)	(237.4)	(277.1)	(305.6)	(348.2)
净利润	1,184.5	1,246.2	1,467.0	1,634.9	1,803.1	2,054.6
少数股东利润	2.6	1.4	(0.8)	(0.9)	(1.0)	(1.1)
折旧及摊销	134.9	146.5	160.4	198.7	225.0	255.3
EBITDA	1,543.2	1,563.5	1,836.5	2,109.4	2,318.3	2,638.8
EPS	1.09	1.13	1.33	1.39	1.53	1.75
增长						
总收入 (%)	22.2%	1.7%	22.2%	19.4%	11.0%	11.8%
EBITDA (%)	35.2%	1.3%	17.5%	14.9%	9.9%	13.8%
每股收益 (%)	37.2%	3.2%	17.7%	4.5%	10.3%	13.9%

资产负债表						
人民币百万元, 财务年度截至12月底						
	2011实际	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
现金	2,157.7	2,318.9	3,136.1	3,444.2	4,168.9	4,897.6
应收账款及票据	1,692.7	2,170.9	3,627.7	4,907.5	5,596.8	5,947.1
存货	1,590.5	1,668.6	1,109.9	1,428.0	1,876.1	2,290.3
其他流动资产	1,097.2	1,044.7	2,939.0	2,473.4	2,102.0	2,301.8
总流动资产	6,538.1	7,203.0	10,812.7	12,253.1	13,743.8	15,436.7
固定资产	1,503.0	1,703.0	1,830.4	2,105.0	2,420.7	2,783.8
无形资产	259.0	271.0	246.8	246.8	246.8	246.8
长期投资	202.9	255.0	233.0	256.2	281.9	310.1
其他固定资产	151.1	225.0	275.6	266.0	265.9	266.7
总资产	8,654.2	9,657.1	13,398.5	15,127.2	16,959.0	19,044.1
应付帐款	1,355.2	1,987.4	2,678.6	2,995.9	3,187.3	3,415.8
其它应付	513.6	487.6	677.6	730.6	733.1	739.7
短期银行贷款	764.3	202.2	265.0	291.5	320.6	353.7
其他短期负债	286.6	356.2	199.4	177.8	156.8	143.0
总短期负债	2,919.6	3,033.5	3,820.5	4,195.7	4,397.9	4,652.1
长期银行贷款	57.1	28.3	52.2	52.2	52.2	52.2
其他负债	105.6	276.8	375.7	393.3	411.8	432.8
总负债	3,216.5	3,338.6	4,248.4	4,641.2	4,861.8	5,137.1
少数股东权益	96.8	121.0	134.7	134.2	147.6	162.4
股东权益	5,437.7	6,318.4	9,150.1	10,485.9	12,097.2	13,907.0
每股账面值	5.02	5.83	7.78	8.92	10.29	11.83
营运资金	3,618.5	4,169.6	6,992.2	8,057.4	9,345.9	10,784.6

财务分析						
	2011实际	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
盈利能力						
毛利率 (%)	35.5%	33.7%	35.7%	35.5%	35.2%	35.0%
EBITDA 利率 (%)	21.7%	21.6%	20.7%	19.9%	19.8%	20.1%
净利率 (%)	16.6%	17.2%	16.6%	15.5%	15.4%	15.7%
营运表现						
SG&A/收入 (%)	4.9%	4.6%	5.6%	5.3%	5.2%	5.1%
实际税率 (%)	14.0%	12.5%	13.9%	14.5%	14.5%	14.5%
股息支付率 (%)	31.1%	31.1%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转	38.6	49.4	34.8	26.6	31.2	35.1
应付账款天数	39.9	50.6	58.5	59.5	58.3	55.7
应收账款天数	80.1	97.3	119.5	147.3	163.3	160.6
财务状况						
负债/股本	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
收入/总资产	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
总资产/股本	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4

现金流量表						
人民币百万元, 财务年度截至12月底						
	2011实际	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
EBITDA	1,187.0	1,222.5	1,703.6	1,911.1	2,107.8	2,401.7
融资成本(收入)	34.6	16.0	2.8	16.7	14.7	16.1
营运资金变化	214.0	272.9	(743.0)	(530.2)	(158.4)	(287.1)
所得税	(193.9)	(178.6)	(237.4)	(277.1)	(305.6)	(348.2)
营运性现金流	1,241.8	1,332.8	726.0	1,120.6	1,658.4	1,782.4
资本开支	(352.3)	(403.3)	(298.2)	(450.0)	(517.5)	(595.1)
其他投资活动	(265.9)	419.3	(1,029.1)	68.3	44.6	49.7
投资性现金流	(618.2)	16.0	(1,327.3)	(381.7)	(472.9)	(545.4)
负债变化	196.2	(132.0)	28.7	26.5	29.1	32.1
股本变化	0.0	0.0	1,776.0	0.0	0.0	0.0
股息	(357.7)	(397.1)	(382.3)	(439.6)	(489.9)	(540.4)
其他融资活动	22.0	(490.0)	0.0	0.0	0.0	(0.0)
融资性现金流	(139.5)	(1,019.1)	1,422.4	(413.1)	(460.8)	(508.3)
现金变化	484.1	329.7	821.1	325.8	724.7	728.7
汇率影响	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
期初持有现金	1,569.5	2,053.6	2,383.3	3,204.4	3,444.2	4,168.9
期末持有现金	2,053.6	2,383.3	3,204.4	3,444.2	4,168.9	4,897.6

资料来源: 公司报告, 第一上海预测

## 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。

©2014 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。