

1Q 业绩快速增长，毛利率持续提升

■1 季度净利润大幅增长19%。2014年1 季度公司实现营业收入146.8 亿元，同比下降19%，营业利润10.41 亿元，同比增长23%，归属母公司净利润8.76 亿元，同比增长19%，对应EPS 为0.085 元，加权平均净资产收益率为2.29%，同比上升0.19 个百分点，业绩增长符合预期，净利润增速高于收入增速主要由于毛利率大幅上升。

■动车组交付量大增，订单增加奠定业绩增长。2013 年公司新签订单1,305.7 亿元，同比增长65.7%；到年底未完成合同额818 亿元。2014年1 季度公司新签订单236.76 亿元，相当于2013 年营业收入的24%。与南非Transnet SOC LTD 公司签订57.06 亿元的内燃机车销售合同，公司与重庆轨交集团签订重庆轨道交通四号线一期BT 总包合同78.99 亿元，与神华签订货车37.85 亿元。

■业务结构优化，毛利率大幅提升5.4 个百分点。报告期内，公司综合毛利率20.9%，同比上升5.5 个百分点，较2013 年全年提升3.3 个百分点，我们认为毛利率大幅上升主要由于控制系统等核心零部件自制率上升及毛利率较高的动车组交付量增加，在收入中占比上升。

■发行港股融资，谋求全球化产业拓展及市场开拓。2014年1 月公司公告H 股上市计划获国资委原则性同意，4 月17 日香港联交所审议公司发行不超过18.21 亿股境外上市外资股，募集资金将用于：境外投资研发、生产、检修基地类全球资源配置项目；设备及部件全球化采购；提升研发试验能力投资项目；高端产品研发及制造项目；战略新兴产业投资项目以及偿还银行贷款及补充流动资金。

■维持“买入-A”评级。我们预计公司2014-2016 年营业收入增长14.2%、13.7%、12.1%，净利润为52.0 亿元、60.3 亿元、70.5 亿元，对应EPS0.50 元、0.58 元、0.68 元，维持“买入-A”投资评级，6 个月目标价6.50 元，对应2014 年13 倍动态市盈率。

■风险提示。铁路体制改革导致铁路投资放缓的风险；车辆交付进度慢于预期的风险；海外市场开拓进展缓慢的风险

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	92,431.3	97,240.7	111,038.3	126,299.9	141,630.2
净利润	3,383.8	4,128.6	5,203.4	6,025.3	7,054.6
每股收益(元)	0.33	0.40	0.50	0.58	0.68
每股净资产(元)	3.37	3.66	4.03	4.47	4.98

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	13.6	11.1	8.8	7.6	6.5
市净率(倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
净利润率	3.7%	4.2%	4.7%	4.8%	5.0%
净资产收益率	9.7%	10.7%	12.5%	13.0%	13.6%
股息收益率	2.2%	0.0%	2.8%	3.3%	3.8%
ROIC	14.3%	19.1%	21.6%	21.4%	21.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

6.50 元

股价 (2014-04-28)

4.45 元

交易数据

总市值(百万元)	45,924.25
流通市值(百万元)	45,885.95
总股本(百万股)	10,320.06
流通股本(百万股)	10,311.45
12 个月价格区间	3.68/5.71 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.47	4.27	23.18
绝对收益	-3.26	0.45	10.42

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
zourf@essence.com.cn
021-68763702

相关报告

未来两年动车组集中交付奠定业绩持续增长	2014-04-01
中标车辆年末交付，4 季度业绩弹性显现	2013-10-31
毛利率趋势性上升，业绩符合预期	2013-08-29

财务报表预测和估值数据汇总(2014年04月29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	92,431.3	97,240.7	111,038.3	126,299.9	141,630.2	成长性					
减:营业成本	78,892.5	80,103.4	91,535.4	103,989.1	116,539.9	营业收入增长率	3.4%	5.2%	14.2%	13.7%	12.1%
营业税费	469.0	627.8	721.7	820.9	920.6	营业利润增长率	13.7%	33.3%	30.0%	16.8%	17.6%
销售费用	1,722.7	2,018.1	2,276.3	2,589.1	2,903.4	净利润增长率	13.4%	22.0%	26.0%	15.8%	17.1%
管理费用	6,673.2	7,644.8	8,716.5	9,914.5	11,118.0	EBITDA 增长率	9.2%	27.4%	13.1%	13.8%	14.4%
财务费用	1,058.4	1,126.8	1,056.7	1,009.7	997.5	EBIT 增长率	6.1%	27.2%	23.2%	13.8%	15.3%
资产减值损失	234.6	1,139.0	698.4	904.9	801.6	NOPLAT 增长率	5.6%	23.4%	23.3%	13.8%	15.3%
加:公允价值变动收益	1.5	-6.1	-0.1	-	-	投资资本增长率	-7.6%	9.1%	14.7%	16.5%	4.3%
投资和汇兑收益	238.0	251.4	241.5	259.2	269.4	净资产增长率	38.4%	8.7%	10.2%	11.0%	11.6%
营业利润	3,620.3	4,826.1	6,274.8	7,330.7	8,618.5	利润率					
加:营业外净收支	516.9	273.0	269.2	246.9	253.6	毛利率	14.6%	17.6%	17.6%	17.7%	17.7%
利润总额	4,137.2	5,099.1	6,544.0	7,577.7	8,872.1	营业利润率	3.9%	5.0%	5.7%	5.8%	6.1%
减:所得税	601.5	873.1	1,112.5	1,288.2	1,508.3	净利率	3.7%	4.2%	4.7%	4.8%	5.0%
净利润	3,383.8	4,128.6	5,203.4	6,025.3	7,054.6	EBITDA/营业收入	6.9%	8.4%	8.3%	8.3%	8.5%
						EBIT/营业收入	5.1%	6.1%	6.6%	6.6%	6.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	69	79	79	76	73
						流动营业资本周转天数	-6	-21	-16	-5	3
						流动资产周转天数	248	250	244	247	250
						应收账款周转天数	77	101	111	114	115
						存货周转天数	108	80	68	75	78
						总资产周转天数	397	419	404	389	379
						投资资本周转天数	105	100	98	100	98
						投资回报率					
						ROE	9.7%	10.7%	12.5%	13.0%	13.6%
						ROA	3.3%	3.5%	4.2%	4.4%	4.8%
						ROIC	14.3%	19.1%	21.6%	21.4%	21.2%
						费用率					
						销售费用率	1.9%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
						管理费用率	7.2%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%
						财务费用率	1.1%	1.2%	1.0%	0.8%	0.7%
						三费/营业收入	10.2%	11.1%	10.9%	10.7%	10.6%
						偿债能力					
						资产负债率	65.8%	67.1%	66.3%	66.4%	65.0%
						负债权益比	192.5%	203.7%	196.6%	197.4%	185.4%
						流动比率	0.98	0.96	1.01	1.05	1.10
						速动比率	0.61	0.70	0.71	0.73	0.75
						利息保障倍数	4.42	5.28	6.94	8.26	9.64
						分红指标					
						DPS(元)	0.10	-	0.13	0.15	0.17
						分红比率	30.5%	0.0%	25.0%	25.0%	25.0%
						股息收益率	2.2%	0.0%	2.8%	3.3%	3.8%

现金流量表

业绩和估值指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	3,535.7	4,226.0	5,203.4	6,025.3	7,054.6	EPS(元)	0.33	0.40	0.50	0.58	0.68
加:折旧和摊销	1,723.4	2,201.5	1,891.3	2,158.5	2,398.9	BVPS(元)	3.37	3.66	4.03	4.47	4.98
资产减值准备	234.6	1,139.0	-	-	-	PE(X)	13.6	11.1	8.8	7.6	6.5
公允价值变动损失	-1.5	6.1	-0.1	-	-	PB(X)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
财务费用	988.2	1,094.5	1,056.7	1,009.7	997.5	P/FCF	39.0	6.0	-62.4	17.0	11.5
投资损失	-238.0	-251.4	-241.5	-259.2	-269.4	P/S	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
少数股东损益	151.9	97.4	228.1	264.2	309.3	EV/EBITDA	5.9	5.0	4.0	3.6	2.8
营运资金的变动	-2,942.8	-9,233.9	-944.0	-4,499.1	-1,552.4	CAGR(%)	21.2%	20.3%	20.5%	21.2%	20.3%
经营活动产生现金流量	1,904.3	4,886.8	7,193.9	4,699.3	8,938.5	PEG	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-6,070.5	-5,801.1	-1,658.5	-2,740.8	-3,263.8	ROIC/WACC	1.5	2.0	2.2	2.2	2.2
融资活动产生现金流量	6,652.5	-330.5	-4,207.8	-493.5	-4,203.0	REP	1.0	0.7	0.5	0.5	0.4

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
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	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

