

湘财证券研究所
李莹

SAC 执业证书编号

S0500208070141

Tel: 021-68634510-8273

Email: ly2573@xcsc.com

联系人：
李元博

Tel: 021-68634510-8710

Email: lyb2876@xcsc.com

公司评级
本次评级 **买入**
上次评级 **增持**
6~12 个月目标价 **元**

收盘价（10.11.03） 45.09

总股本（百万） 150

流通股本（百万） 38

流通市值（亿） 17.13

相关研究报告

《新北洋（002376）——高铁、出口带动业绩增长，行业壁垒有望进一步加固》

《新北洋（002376）点评报告——毛利率有望恢复，高铁方面的订单成为拉动业绩的主要动力》

□ 首期股权激励草案出炉，净利润增速不是考核重点

公司首期股权激励对象为包括高级管理人员 7 人，核心技术（业务）人员、中层管理人员在内的共 108 人。实施激励的股票期权数量为 150 万份，占公司总股本的 1%。行权价格定为 45.09 元，恰为公司上一交易日的收盘价。股权锁定期为授予日起之后的 2 年、2 年、1 年，在这三个行权期内分别可以出售 30%、30%和 40%的股权。

我们认为公司的股权激励计划获得证监会及公司股东大会通过的可能性较大。若得到通过，按照三个行权期的绩效考核目标，公司 2011 年加权平均净资产收益率不低于 10%；以 2009 年净利润为基数，2011 年净利润增长率不低于 80%。2012 和 2013 年净利润增长率不低于以 09 年为基数的 120%和 180%。通过测算，净利润考核指标仅对应 2011-2013 的 CAGR25%，我们认为对管理层的挑战性不大。由于目前市场对公司业绩增长的预期较为乐观，而股权激励计划没有给管理层强烈的动力去做业绩，我们认为但从净利润增速来看未来的实际成长低于市场预期可能性较大。

从股权激励计划的行权期来看，60%的股权锁定期为股权授予日后的 4 年内。并且股权激励计划的覆盖面较广，涉及到高管、中层管理人员和核心技术、业务人员在内的 108 人。综合来看，此次股权激励计划的实质目的主要是为了稳定公司核心人员，而不是大幅提高公司的盈利能力。

□ 中长期看公司股票宜继续持有

根据我们对公司明年业绩的测算，对应上一个交易日的 PE 为 35 倍，有一定的估值优势。考虑到行权价和目前股价相当，我们认为当前价位持有公司股票风险较低。且从公司的每股净资产来看，已经符合高送转的可能，根据经验，送转题材一般在年报前 1 个月引发市场行情，建议投资者买入并持有公司的股票。

□ 盈利预测与估值

我们维持公司未来 3 年的业绩预测不变，EPS 为 0.77、1.26 和 2.04 元。调高评级至“买入”。风险提示：公司来自高铁方面订单数量的下滑。

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	315	445	683	965
收入同比(%)	13%	41%	54%	41%
归属母公司净利润	86	115	189	306
净利润同比(%)	42%	35%	64%	62%
毛利率(%)	49.6%	51.5%	54.2%	55.8%
ROE(%)	32.4%	9.8%	14.0%	18.8%
每股收益(元)	0.57	0.77	1.26	2.04

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	233	1115	1127	1497	营业收入	315	445	683	965
现金	123	909	820	1070	营业成本	159	216	313	426
应收账款	70	104	160	226	营业税金及附加	3	4	6	8
其他应收款	3	9	14	19	营业费用	30	50	65	82
预付账款	1	13	20	29	管理费用	59	95	123	154
存货	33	76	110	149	财务费用	7	-10	9	2
其他流动资产	3	3	3	3	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	296	441	634	672	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	78	76	77	77	投资净收益	13	20	27	34
固定资产	56	127	230	273	营业利润	71	110	192	325
无形资产	94	144	194	244	营业外收入	24	27	30	35
其他非流动资产	68	93	133	78	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	529	1556	1761	2169	利润总额	95	136	223	360
流动负债	165	283	314	445	所得税	9	20	33	54
短期借款	60	61	62	61	净利润	86.10	115.88	189.44	306.08
应付账款	52	89	137	193	少数股东损益	1	0	0	0
其他流动负债	54	133	116	191	归属母公司净利润	86	115	189	306
非流动负债	96	96	96	96	EBITDA	77	104	211	341
长期借款	96	96	96	96	EPS (元)	0.76	0.77	1.26	2.04
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	261	379	410	541	主要财务比率				
少数股东权益	4	4	5	5	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	112	150	150	150	成长能力				
资本公积	3	780	780	780	营业收入	13.4%	41.3%	53.5%	41.2%
留存收益	149	242	416	693	营业利润	56.1%	55.3%	75.5%	69.1%
归属母公司股东权益	264.40	1172.50	1346.41	1623.18	归属于母公司净利润	41.8%	34.9%	63.7%	61.7%
负债和股东权益	529	1556	1761	2169	获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	49.6%	51.5%	54.2%	55.8%
单位:百万元					净利率(%)	27.2%	25.9%	27.7%	31.7%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	32.4%	9.8%	14.0%	18.8%
经营活动现金流	104	109	107	297	ROIC(%)	31.9%	24.4%	28.0%	43.4%
净利润	86	116	189	306	偿债能力				
折旧摊销	0	5	9	14	资产负债率(%)	49.3%	24.4%	23.3%	24.9%
财务费用	7	-10	9	2	净负债比率(%)	59.62%	41.44%	38.47%	29.05%
投资损失	-13	-20	-27	-34	流动比率	1.41	3.94	3.59	3.37
营运资金变动	0	17	-77	6	速动比率	1.22	3.67	3.24	3.03
其他经营现金流	25	2	4	4	营运能力				
投资活动现金流	-92	-127	-173	-16	总资产周转率	0.73	0.43	0.41	0.49
资本支出	94	99	150	0	应收账款周转率	5	5	5	5
长期投资	-9	-2	1	-0	应付账款周转率	3.55	3.07	2.77	2.59
其他投资现金流	-7	-30	-23	-16	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	62	805	-24	-31	每股收益(最新摊薄)	0.57	0.77	1.26	2.04
短期借款	-9	2	1	-1	每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	0.73	0.72	1.98
长期借款	95	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.76	7.82	8.98	10.82
普通股增加	0	38	0	0	估值比率				
资本公积增加	-6	777	0	0	P/E	73.45	54.45	33.26	20.57
其他筹资现金流	-19	-12	-25	-31	P/B	23.78	5.36	4.67	3.87
现金净增加额	75	787	-90	250	EV/EBITDA	53	39	19	12

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。