



2015-03-24 星期二

南车时代电气(3898.HK) 评级：强烈推荐

轨交业务表现出色 高端设备新业务见突破

跟踪报告日期：2015.03.24

目标价：HK\$ 60.0

现价：HK\$ 47.8

预计升幅：25.5%

股本数据

股本(亿股) 5.47

港股市值(亿港元) 262

52周高/低(HK\$) 54.35/22.3

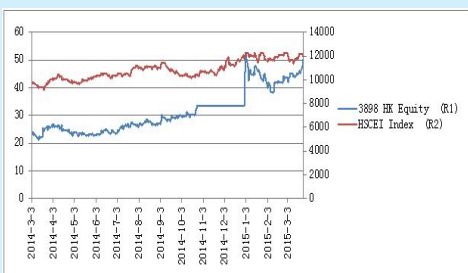
每股净值(人民币元) 9.5

所属行业：铁路设备

主要股东

中国南车股份 51.81%

52周行情图(Vs 恒生中国指数)



相关报告

南车时代电气首发报告 20131205

南车时代电气跟踪报告 20140219

南车时代电气跟踪报告 20140422

南车时代电气跟踪报告 20140813

南车时代电气跟踪报告 20141028

南车时代电气跟踪报告 20150216

国元证券(香港)研究部

分析师：李明

电话：(852) 3769 6888

(86) 755-2151 6067

电邮：liming@gyzq.com.hk

投资要点：

轨道交通设备发展进入鼎盛期：

2014年，公司录得营业收入126.8亿元，同比大幅增长43.1%。其中机车牵引变流器37.0亿元，同比增长27.5%；动车电气设备47.6亿元，同比增长105.6%；城轨相关设备12.1亿元，同比增长26.4%。期内毛利率水平为37.9%，同比提升2.2个百分点；归母净利润为23.9亿元，同比增长63.2%；EPS为2.04元；期末每股派息0.40元。2014年底，南北车正式公布合并意向，对南车时代电气形成重大利好，主要体现在两个方面：首先，南北车的合并标志中国高铁走向国际市场的步伐将迅速加快，公司作为核心零部件供应商有望从中受益；其次，南车时代电气之前作为中国南车电气系统的供应商，掌握了核心设备的领先技术，且具有非常强的成本优势，合并后有望将中国北车相关业务实体进行整合，体量将扩大。因此，公司的轨道交通设备业务将进入发展快车道。

IGBT业务进展顺利，有望提前实现盈利：

公司IGBT业务比预期进展要快，1700V和3300V的产品已经在装车，配备地铁的产品已经运行6万公里，而配备机车及高铁的6500V样品已经出产。目前，IGBT市场需求旺盛，预计今年浅亏，明年正式扭亏。IGBT是公司进行业务突破的起点。其帮助公司实现了轨道交通领域核心零部件-IGBT模块的国产化，并且借助其为载体，进入发电、智能电网、工业传动、电动汽车等领域，是公司业务多元化、体系化的重要尝试。

收购深海机器人，业务逐渐多元化：

公司于2月公布收购深海机器人业务，总代价12.7亿港元，包括9.9亿港元的股东贷款。收购之后，公司希望继续专注电气设备，将业务从轨交拓展到海洋，实现业务之间的协同效应。预计SMD将于下个月并表，年内有望贡献10亿收入。

维持强烈推荐评级，提高目标价至60港元：

预测公司2015-2017年EPS分别为2.40元、2.90元及3.63元，相应上调目标价至60港元，相当于2015年20倍PE，较现价有25.5%的增幅，维持强烈推荐评级。

百万人民币	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业额	8,856	12,676	16,586	19,486	23,412
同比增长(%)	22.2%	43.1%	30.8%	17.5%	20.1%
毛利率	35.7%	37.9%	36.1%	36.2%	36.7%
净利润	1,467	2,395	2,822	3,407	4,272
同比增长(%)	19.9%	63.2%	17.9%	20.7%	25.4%
每股盈利	1.33	2.04	2.40	2.90	3.63
PE	28.7	18.8	15.9	13.2	10.5
每股股息	0.37	0.40	0.48	0.58	0.73

估值及目标价

目标价

预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 2.40 元、2.90 元及 3.63 元，相应上调目标价至 60 港元，相当于 2015 年 20 倍 PE，较现价有 25.5% 的增幅，维持强烈推荐评级。

表 1、行业相关公司估值及评级

	市值 (亿)	货币	股价	评级	PB	EPS			PE		
						2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
中国南车	202	CNY	9.96	强烈推荐	1.6	0.30	0.40	0.45	26.6	19.9	17.5
南车时代电气	261	CNY	47.80	强烈推荐	4.0	1.33	2.04	2.40	28.7	18.8	15.7
中国自动化	10	CNY	0.94	推荐	0.7	0.07	0.12	0.16	10.7	6.3	4.6
赛晶电力电子	12	CNY	0.73	-	1.2	0.03	0.04	0.07	19.5	14.6	8.2
和利时	13	USD	19.79	强烈推荐	2.3	1.49	1.64	1.95	13.3	12.1	8.0
平均值									19.7	14.3	10.8

资料来源：国元证券（香港），Bloomberg

损益表 (人民币 百万元, 财务年度截至 12 月)
财务分析

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
收入	8,856	12,676	16,586	19,486	23,412	盈利能力					
毛利	3,161	4,800	5,992	7,060	8,595	毛利率 (%)	35.7%	37.9%	36.1%	36.2%	36.7%
销售分销成本	(498)	(881)	(979)	(1,091)	(1,264)	净利率 (%)	16.6%	18.9%	17.0%	17.5%	18.2%
管理费用	(1,005)	(1,349)	(1,765)	(1,949)	(2,294)	SG&A/收入 (%)	16.7%	17.3%	16.2%	15.3%	14.9%
经营利润	1,574	2,321	2,950	3,571	4,498	实际税率 (%)	13.9%	13.2%	13.8%	13.8%	13.8%
财务费用	27	43	50	58	70	股息支付率 (%)	28.0%	19.6%	20.0%	20.0%	20.0%
投资收益	13	122	25	29	35	库存周转	92	102	95	95	97
税前盈利	1,704	2,755	3,270	3,948	4,950	应付账款天数	112	86	84	84	85
所得税	(237)	(363)	(451)	(545)	(683)	应收账款天数	111	81	77	78	79
净利润	1,467	2,395	2,822	3,407	4,272	ROA	12.7%	15.8%	15.0%	15.4%	16.6%
EPS	1.33	2.04	2.40	2.90	3.63	ROE	19.0%	23.6%	22.4%	22.6%	24.4%
增长						净负债/股本	0.12	0.28	0.32	0.34	0.37
总收入 (%)	22.2%	43.1%	30.8%	17.5%	20.1%	收入/总资产	0.66	0.75	0.81	0.82	0.84
每股收益 (%)	18.1%	52.9%	17.9%	20.7%	25.4%	总资产/股本	1.46	1.52	1.47	1.47	1.47

资产负债表
现金流量表

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
现金	3,136	2,680	2,924	3,164	3,427	经营现金流入	6,896	8,276	9,517	11,040	12,806
应收账款	2,694	2,814	3,513	4,139	5,039	经营现金流出	(6,170)	(7,404)	(8,515)	(9,537)	(10,681)
存货	1,428	2,207	2,756	3,247	3,953	营运性现金流	726	871	1,002	1,503	2,125
总流动资产	10,813	14,166	17,009	19,481	22,778						
固定资产	1,595	1,770	2,317	2,722	3,270	投资现金流入	72	83	95	109	126
无形资产	233	269	351	413	496	投资现金流出	(1,399)	(1,679)	(1,847)	(2,124)	(2,442)
长期投资	757	720	924	1,086	1,304	投资性现金流	(1,327)	(1,596)	(1,752)	(2,015)	(2,317)
总资产	13,398	16,925	20,601	23,701	27,848						
预收帐款	388	588	769	904	1,086	筹资现金流入	1,842	1,253	1,478	1,441	1,318
应付帐款	1,750	1,861	2,436	2,861	3,438	筹资现金流出	(420)	(877)	(572)	(689)	(862)
短期银行贷款	31	4	0	0	0						
总流动负债	3,821	4,987	6,519	7,659	9,202	融资性现金流	1,422	376	905	751	455
长期银行贷款	52	37	0	0	0						
其他负债	376	730	905	1,042	1,216	现金变化	821	(349)	155	240	263
总负债	4,248	5,754	7,424	8,701	10,419	期初持有现金	2,297	3,118	2,769	2,924	3,164
股东权益	9,150	11,171	13,991	16,104	18,983	期末持有现金	3,118	2,769	2,924	3,164	3,427

投資評級定義和免責條款

投資評級：

強烈推薦	預期股價在未來 12 個月上升 20%以上
推薦	預期股價在未來 12 個月上升 5%~20%
中性	預期股價在未來 12 個月上升或下跌 5%以內
賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 5%~20%
強烈賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 20%以上

免責申明：

此刊物只供閣下參考，在任何地區或任何情況下皆不可作為或視為證券出售要約或證券、期貨及其它投資產品買賣的邀請。此刊物所提及的證券、期貨及其它投資產品可能在某些地區不能購入、出售或交易。此刊物所載的資料由國元證券(香港)有限公司及/或國元期貨(香港)有限公司(下稱“國元(香港)”)編寫，所載資料的來源皆被國元(香港)認為可靠及準確。此刊物所載的見解、分析、預測、推斷和預期都是以這些可靠數據為基礎，只是表達觀點，國元(香港)或任何個人對其準確性或完整性不作任何擔保。此刊物所載的資料(除另有說明)、意見及推測反映國元(香港)於最初發此刊物日期當日的判斷，可隨時更改。國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司對投資者因使用此刊物的材料而招致直接或間接的損失概不負責任。

負責撰寫分析之分析員(一人或多人)就本刊物確認：

分析報告內所提出的一切意見準確地反映了分析員本人對報告所涉及的任何證券或發行人的個人意見；及

分析員過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在本刊物內發表的具體建議及意見沒有直接或間接的關連。

此刊物內所提及的任何投資皆可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也不適合所有的投資者。此刊物中所提及的投資的價值或從中獲得的收入可能會受匯率及其它因素影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此刊物並沒有把任何人的投資目標、財務狀況或特殊需求一并考慮。投資者入市買賣前不應單靠此刊物而作出投資決定，投資者務請運用個人獨立思考能力，慎密從事。投資者在進行任何以此刊物的建議為依據的投資行動之前，應先諮詢專業意見。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司以及它們的高級職員、董事、員工(包括參與準備或發行此刊物的人)可能隨時與此刊物所提到的任何公司建立或保持顧問、投資銀行、或證券服務關係；及

已經向此刊物所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司的一位或多位董事、高級職員及/或員工可能擔任此刊物所提到的證券發行公司的董事。此刊物對於收件人來說屬機密文件。此刊物絕無讓居住在法律或政策不允許該報告流通或發行的地方的人閱讀之意圖。

未經國元(香港)事先授權，任何人不得因任何目的複製、發出或發表此刊物。國元(香港)保留一切追究權利。

規範性披露

分析員的過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在此報告內發表具體建議及意見沒有直接關聯。

國元證券(香港)有限公司、國元期貨(香港)有限公司及其每一間在香港從事投資銀行、自營證券交易或代理證券經紀業務的集團公司，並無對在此刊物所評論的上市公司持有需作出披露的財務權益、跟此刊物內所評論的任何上市公司在過去12個月內並無就投資銀行服務收取任何補償或委託、並無僱員或其有關聯的個人擔任此刊物內所評論的任何上市公司的高級人員及沒有為此刊物所評論的任何上市公司的證券進行莊家活動。

國元證券(香港)有限公司

香港干諾道中 3 號中國建設銀行大廈 22 樓

電話：(852) 3769 6888

傳真：(852) 3769 6999

服務熱線：400-888-1313

公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>