

未评级

南车时代电气 (3898.HK)

订单增长，IGBT 业务进展顺利

市场数据

报告日期	2015.04.27
收盘价(港元)	64.60
流通股本(亿股)	5.47
总股本(亿股)	11.75
流通市值(亿港元)	353.36
总市值(亿港元)	759.05
净资产(亿元)	113.87
总资产(亿元)	176.74
每股净资产(元)	9.69

数据来源: Wind

相关报告

业绩点评_20140813
会议摘要_20150212

兴证香港研究部

分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
(SFC: AZF126)

(755) 2382-6005
(852) 3509-5999
luhj@xyzq.com.hk

事件:

我们于 2015 年 4 月 27 日参加了南车时代电气(3898.HK) 一季度业绩电话会议, 公司唐总就公司经营情况与投资者做了沟通交流。

我们的观点:

南车时代电气是中国铁路业具领导地位的车载电气系统供货商及集成商, 主要从事轨道交通装备电传动系统、网络控制等系统的研发、制造、销售和技术服务, 广泛应用于轨道交通等领域。

2015 年一季度公司经营业绩稳定, 营业收入较去年同期持平, 产品销售结构变化致毛利较去年同期上升 8.2%, 股东净利润同期上升 26.4%。我们认为南车时代电气业绩未来将持续增长, 主要由于:

- 1、主营产品订单持续增长。动车板块订单预计较去年增长 20%, 机车板块国内订单会有下降, 但下降缺口会由国外订单进行填补, 地铁板块产品销售预计较去年增长 40%。
- 2、IGBT 业务进行顺利, 今年产品销售会形成部分收入, 经营减亏。
- 3、公司收购 SMD 机器人公司交易已于 4 月完成, 今年中期报表并入, SMD 成为公司新的业绩增长点。
- 4、南北车合并进行中, 预计未来体现出合并效应。公司也有可能按协议收购北车下属同业竞争资产, 实现外延式扩张。

公司最新公告

2015 年 1 季度业绩: 南车时代电气(3898.HK) 4 月 24 日发布公告, 2015 年 1 季度, 公司实现营业收入 20.07 亿元, 同比降低 0.4%; 毛利为 7.66 亿元, 同比增长 8.2%, 毛利率由去年同期 35.1% 上升至 38.1%, 毛利率变动原因主要是由于产品销售结构的变化; 归属股东净利润为 4.0 亿元, 同比增长 26.4%, 主要是毛利增长所致; 每股收益为 0.34 元, 同比增长 25.9%。

会议要点如下:

1、一季度销售收入与去年持平，全年订单和收入增长情况？

今年一季度基本情况是销售收入与去年一季度持平，目前这个月情况跟上个月没有什么改变。全年预计动车板块会比去年增长 10%-20%，取决于整车厂交付进度，订单方面会有 20%以上增长；机车板块虽然铁总还未招标，但预计铁总订单会比去年少，国际市场上会有一些补充，南非项目在交付过程中，其他包含泰国埃塞俄比亚订单今年也会交付；地铁板块预计跟去年相比会有 40%的销售增长，去年 12 亿左右，今年可能 17-18 亿，取决于客户的工程进度。这些因素综合来看，我们粗略估计今年较去年会有一定增长，但是具体程度要根据业务推进情况、项目招标情况、订单持续情况来确定。

2、毛利率水平大幅提升原因是什么？

一季度毛利增加 3%至 38%，主要原因：一是产品结构状态较好，二是去年规模效应的延续，去年三四季度交付量较高，今年一季度也不错，延续了去年规模效应。四个季度毛利率从以往来看各有不同，交付情况也有所差异，所以一季度毛利率也不代表二三四季度毛利率，请投资者密切关注公司发布的各季度报告。

3、IGBT 新厂今年收入成本费用大概怎样？

IGBT 业务进展到现在异常顺利，1,700 伏的芯片在地铁中运行很顺利，3,300 伏的芯片已经开始装机车，6,500 伏的芯片已下线。今年 IGBT 的销售收入估计在千万级，因为从芯片验证完成到试生产有一个过程。利润方面很难预计，目前来讲主要是要减亏。今年费用较去年变化情况：租金一年 2 亿多元，每个季度 5,000 多万元；工厂运转费用预计为 1.5-2 亿元，今年较去年预计略有降低，因为去年有很多设备有一次性测试费用。

4、IGBT 每季度增加销售很多，但是今年一季度 SG&A 比去年一季度增长幅度不是很大，是否其他费用在降低？

跟去年相比，IGBT 肯定有一些收入，比如目前在进行现场测试，测试通过后可以小范围运行，电力系统也有订单在今年交付，新客户在开发过程中，新系列也在开发过程中。

IGBT 品种上有六大系列，从 1,200 伏到 1,700 伏至 6,500 伏，每个系列需要时间进行逐项认证、定型、批量生产，预计今年会形成一些收入来减亏。另一方面我们在要加强市场研究，在工业市场进行推广。从费用来讲，租金、工厂运转费用

会较去年下降，如果有增加肯定是随产量增加而增加。

5、IGBT 工厂收购预计何时能完成？

南北车在合并过程中，公司资产转移需要经过上面机构批准。目前 IGBT 资产属于母公司，时间点不合适。我们希望尽快完成这个事情，但合并过程中推进具有挑战性，需要经过资产评估、产权到位、独立投资者表决投票等复杂程序，即使到南北车合并后于三季度启动，最快也到明年才能完成。

6、非营业收入增长很多？

非营业收入主要是退税。时代电气产品分为硬件产品和软件产品，国家税务总局的政策鼓励对软件产品退税。一季度非营业收入主要来自于去年 12 月已经交付的产品的退税。

关于退税，首先是产品交付，交付完之后才能退税。一季度的退税不代表是一季度形成的销售，中间有时间差。此外各地税务局的退税额度不一样，今年额度用完后只能挪到下一年。软件产品退税通常是按季度结算。

营业外收入没法预计，因为每季度产品交付情况不一样，产品销售收入不同，且退税由税务局决定，故无法决定大概范围。

7、销往南非与内地的机车有无差异？

国内机车和南非机车区别没有本质性区别，因为公司是整车厂签约，比如南非项目公司是和株洲电力机车有限公司签约，建议把南非机车项目当成国内电力机车项目对待，这样比较好处理，比如南非项目虽然功率只有 4,000 多，但复杂程度比国内高，新开发成本及其他成本也会增加，建议当成国内功率为 7,200 来处理。

8、目前南北车在合并，如果未来要合并北车下面的厂，收购方向是收购与业务相关还是不相关的？

关于南北车合并问题，目前合并还在等待最后流程确定，时间点不确定。南北车合并效应今年不太容易得到体现，虽然公司与北车有或多或少的接触，但在今年不会形成实质性影响。等后续方向、架构、人员等落实后，才能够回答这个问题。

9、南车与北车长客和大同厂有联系并且已经开始为其开发产品，能否透露是那款产品？

过去几年在主系统方面接触很少，但在子系统方面还是有一些销售。目前来说，在今年形成订单比较难。有些接触意味着了解和尝试、寻求机会，但是今年不太可能形成订单。

10、南北车合并协议中明确南车有权利收购北车跟南车形成竞争的资产，是否合并结束后才开始合并竞争资产？

南北车合并公告提到时代电气可以优先购买形成同业竞争的资产。但法律程序上我们要遵循一定的先后程序，需要南北车合并完成之后，组织机构、人员整合后，才可能有后续方案。合并之后，业务先行。

11、未来向北车大范围供货，可以期待？

希望有这种机会，并且公司会尽全力抓住这种机会。

12、资产负债表中货币资金从 2014 年年末 26 亿增长到 2015 年一季度 51 亿，原因？

最主要因素是理财产品到期，公司持有多余现金投资于理财产品以保值。公司收购英国 SMD 没有用现金，通过在国际市场融资，成本费率大概 1 点几，国内现金未动用投资于理财产品，收益 5 个多点。

13、展望今年铁总招标时点？

铁总在准备招标，但没有确定时点，大概二、三季度。

14、收购 SMD 交易是否完成，何时并表？

4 月已发公告，4 月中旬交易已经完成，在半年报中我们会并入 SMD 的情况。4 月中旬才刚刚交割，交付情况目前不是非常清楚，希望投资者关注中期报告。SMD 管理层和公司董事会正在协商未来业务如何开展。

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第[4]类牌照之持牌人士。分析员在此声明：（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。