



國泰君安國際
GUOTAI JUNAN INTERNATIONAL

Company Report: Zhuzhou CRRC Times Electric (03898 HK) 中文版

公司报告: 株洲中车时代电气 (03898 HK)

Chinese version

Gary Wong 黄家玮

+852 2509 2616

gary.wong@gtjas.com.hk

23 June 2016

Railway Maintenance Vehicles and Marine Engineering Products Propel the Company for New Growth, Maintain "Buy"

铁路维修车辆及海洋工程产品推动公司新增长, 维持“买入”

- **Zhuzhou CRRC Times Electric's (03898 HK) 1Q16 revenue increased 19.8% YoY to RMB2,406 million. Net profit increased 41.7% YoY to RMB567 million. Results were in line with expectation.** The substantial increase in net profit was due to 1) gross margin increase of 1.0 ppt to 39.1%, 2) Non-operating income increase of 2.6x to RMB193 million, mainly from the subscription of wealth management products, and 3) strict control of administrative expenses.
- In 2015, revenue from converters and auxiliary power supply products increased 7.4% YoY to RMB10,383 million in 2015, mainly driven by metropolitan rail products growth. **We project a revenue CAGR of 25%-30% for metropolitan rail products in 2015-2018. As for railway maintenance vehicles and marine engineering products, we expect revenue CAGR of 15% and 13.3% for 2015-2018, respectively. The IGBT production line is finally being injected into the Company. We expect it to slightly improve overall gross margin in the next three years.**
- Maintain EPS estimates for FY16-FY17 at RMB2.880 and RMB3.317, respectively, and initiate the EPS estimate for FY18 at RMB3.838. Current valuation cannot fully reflect the potential of the Company's transformation from railway equipment manufacturer to sophisticated equipment manufacturer. **Revise TP upwards to HKD65.00, or 19.2x/16.7x/14.4x FY16/FY17/FY18 PE and 1.1x FY17 PEG. Maintain "Buy".**
- **株洲中车时代电气(03898 HK)2016年第1季度收入同比增19.8%至24.06亿元(人民币,下同)。纯利同比增41.7%至5.67亿元。业绩与预期一致。纯利大增主要因为1)毛利率同比增1.0个百分点至39.1%; 2)受益于理财产品的申购, 营业外收入增长2.6倍至1.93亿元; 3)对于行政费用的严格控制。**
- 2015年变流器及辅助电源供应产品收入同比上升7.4%至103.83亿元, 主要受城轨产品的销售大幅上升的推动。**我们预计城轨产品2015-2018年收入年复合增长率为25%-30%。另外, 我们预计铁路养路机械产品和海工产品2015-2018年收入年复合增长率分别为15%及13.3%。此外, IGBT芯片的生产线终于被注入公司。我们预计将于未来三年轻微提高公司的毛利率。**
- 维持公司2016-2017年每股盈利预测2.880元、3.317元及首次提供2018年每股盈利预测3.838元。目前估值不能反映公司从轨道设备生产商到综合设备生产商转型所带来的潜力。**调高其目标价至65.00港元, 或19.2/16.7/14.4倍的2016/2017/2018年预期市盈率及1.1倍的2017年市盈增长率。维持“买入”评级。**

Rating:

Buy

Maintained

评级:

买入 (维持)

6-18m TP 目标价:

HK\$65.00

Revised from 原目标价:

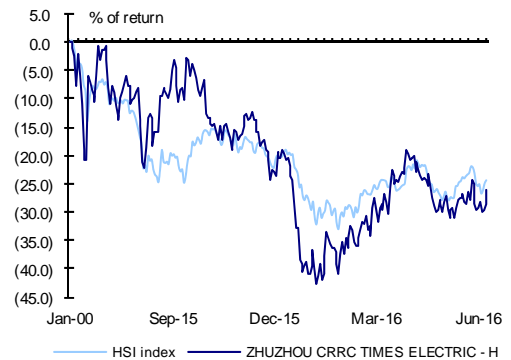
HK\$64.50

Share price 股价:

HK\$43.700

Stock performance

股价表现



Change in Share Price 股价变动	1 M 1 个月	3 M 3 个月	1 Y 1 年
Abs. % 绝对变动 %	4.9	0.7	(26.1)
Rel. % to HS index 相对恒指变动 %	0.8	0.7	(2.4)
Avg. share price(HK\$) 平均股价 (港元)	42.7	43.8	47.0

Source: Bloomberg, Guotai Junan international.

Year End 年结 12/31	Turnover 收入 (RMB m)	Net Profit 股东净利 (RMB m)	EPS 每股净利 (RMB)	EPS 每股净利变动 (%)	PER 市盈率 (x)	BPS 每股净资产 (RMB)	PBR 市净率 (x)	DPS 每股股息 (RMB)	Yield 股息率 (%)	ROE 净资产收益率 (%)
2014A	12,676	2,395	2.038	52.9	17.2	9.350	3.7	0.400	1.1	23.9
2015A	14,145	2,958	2.517	23.5	14.4	11.461	3.2	0.450	1.2	24.2
2016F	15,133	3,385	2.880	14.4	12.9	13.841	2.7	0.500	1.3	22.8
2017F	16,719	3,899	3.317	15.2	11.2	16.608	2.2	0.550	1.5	21.8
2018F	18,819	4,512	3.838	15.7	9.7	19.846	1.9	0.600	1.6	21.1

Shares in issue (m) 总股数 (m)

1,175.5

Major shareholder 大股东

CRRC ZELRI 50.2%

Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)

51,369.4

Free float (%) 自由流通比率 (%)

48.8

3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)

2,115.2

FY16 Net gearing (%) FY16 净负债/股东资金 (%)

Net Cash

52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低

60.800 / 33.550

FY15-18 CAGR of EPS 15-18 年股盈利增长率 (%)

15.1

Source: the Company, Guotai Junan International.

2016 年第 1 季度纯利同比增 41.7%至 5.67 亿元（人民币，下同）。业绩与预期一致。株洲中车时代电气（03898 HK）的 2016 年第 1 季度收入同比增 19.8%至 24.06 亿元。纯利同比增 41.7%至 5.67 亿元。业绩与预期一致。纯利大增主要因为 1）毛利率同比增 1.0 个百分点至 39.1%；2）受益于理财产品的申购，营业外收入增长 2.6 倍至 1.93 亿元；3）对于行政费用的严格控制使得行政开支占比从 2015 年第 1 季度的 13.7%降至 2016 年第 1 季度的 11.8%。

表 1：株洲中车时代电气 2015 年的分部收入表现

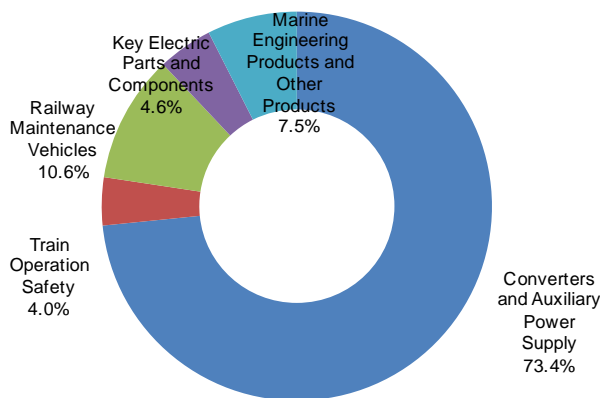
人民币百万元	2015	同比
变流器及辅助电源供应	10,383.6	+7.4%
- 机车	3,559.2	-3.9%
- 动车组	4,951.3	+4.0%
- 城市轨道交通	1,873.1	+55.1%
列车行车安全装备	560.6	-2.4%
养路机械	1,495.3	+30.2%
关键电气零部件	645.5	+2.3%
海工产品及其它产品	1,059.7	+62.7%
合计	14,144.7	+11.4%

资料来源：公司。

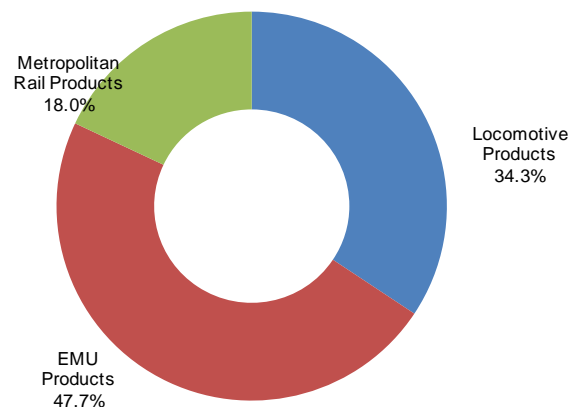
2015 年变流器及辅助电源供应产品收入同比上升 7.4%至 103.83 亿元，主要受城轨产品的销售大幅上升的推动。机车产品、动车组产品及城轨产品的收入分别同比下降 3.9%、同比增长 4.0%及同比上升 55.1%。机车产品分部的表现较差，主要因为来自煤企（环保限制趋严）及钢企（钢价下跌）的需求转弱。我们不预期来自煤企及钢企的需求能于未来三年内恢复，因而此分部的表现仍将较弱。另一方面，随着高铁运送乘客数目的稳定增长，对动车组产品的需求依然强劲。我们预期动车组产品收入可于未来三年实现 3%-5%的年均增速。城轨产品受益于发改委对城市轨道交通的激进规划以及建设许可标准从超过 300 万人口城市进一步放松至超过 150 万人口城市（原标准为：1）城市人口必须超过 300 万，2）地区政府财政收益必须超过 100 亿元，及 3）地区 GDP 必须超过 1,000 亿元），我们认为对城轨的最终投资额将会超出预期。我们预计城轨产品于未来三年能实现 25%-30% 的年均增速。

图-1：株洲中车时代电气的 2015 年分部收入

图-2：变流器及辅助电源供应分部各产品的贡献

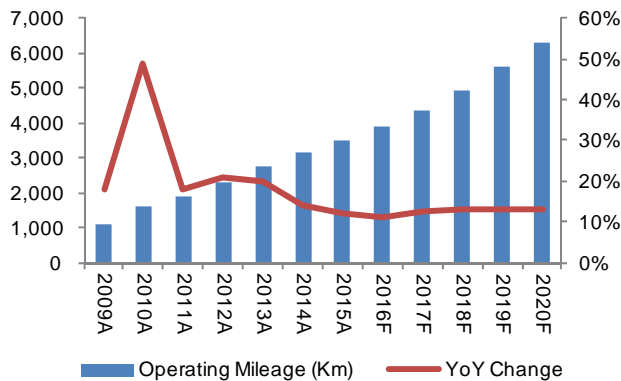


资料来源：公司。



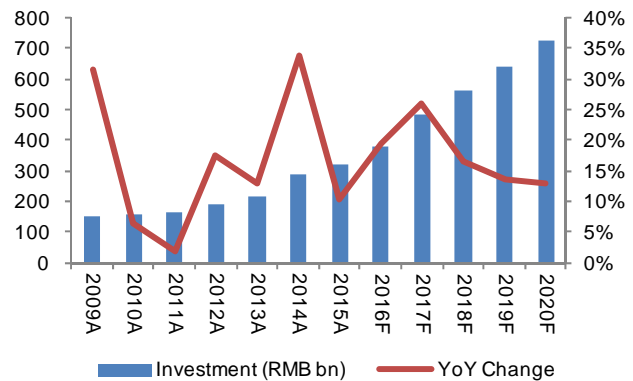
资料来源：公司。

图-3: 中国城市轨道交通运营里程



资料来源: 公司。

图-4: 中国城市轨道交通投资额

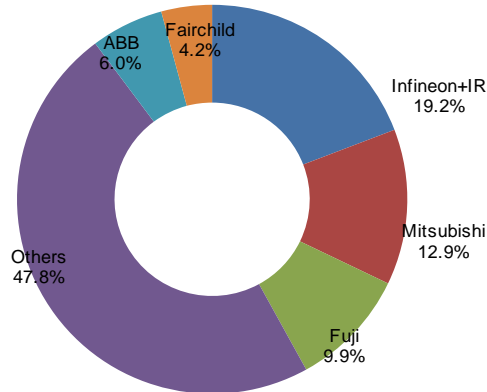


资料来源: 公司。

2015 年养路器械产品收入同比增 30.2%至 14.95 亿元，海工产品收入也同比增 62.7%至人民币 10.60 亿元。养路器械产品收入于 2015 年上升了 30.2%，远高于 2013 年及 2014 年分别为 13.0%及 4.1%的升幅。“铁路的第六次大提速”于 2007 年 4 月 18 日启动，自此许多铁路线的运行速度大幅提高，动车组首次大量投入使用。由于提速后铁路线的磨损加大，对于持续的修理和维护的需求也在增加。自 2007 年 4 月 18 日提速起已将近十年，许多铁路线需要大修，带动了对养路器械的需求。我们预计养路器械产品于未来三年能实现 15%的年复合增长率。2015 年收购 SMD 投资后，海工产品收入于 2015 年上升了 62.7%。尽管我们对此分部的未来潜力乐观，我们认为未来三年可能只是此分部的整合期，预计 2015-2018 年收入只有 13.3%的年复合增长率。

IGBT 产品线终以 11.19 亿元的价格注入。公司的控股公司中车株洲电力机车研究所最终以 11.19 亿元的价格将期待已久的 IGBT 业务注入公司，其中 3.80 亿元将用于支付不动产，7.39 亿元将用于支付设备。根据公司信息，该 IGBT 生产线为国内首条及世界第二条能生产 8 英寸 IGBT 芯片的生产线。年生产能力为 120,000 片芯片，并将逐渐发展至 100 万只 IGBT 模块的包装能力。根据部分行业报告，2014 年全球 IGBT 市场规模为 38.45 亿美元，预计于 2020 年达到 65 亿美元，2014-2020 年复合增长率为 9.1%；2014 年中国 IGBT 市场规模为 88.70 亿元，预计于 2020 年达到 180 亿元，2014-2020 年复合增长率为 12.5%。由于其先入优势和极高的市场进入门槛，公司于未来将大大受益于市场的快速发展。尽管因产能仍未全面达产及需时整合我们不预期该单元在未来两至三年内能对公司收入做出较大贡献，但我们预期此次收购将可在未来三年内轻微改善公司的毛利率。

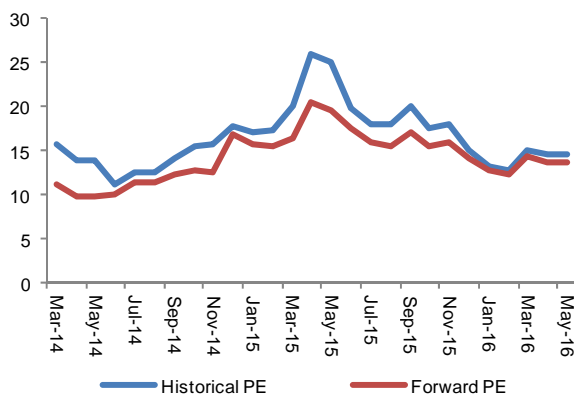
图-5：2014 年 IGBT 生产商在中国的市场份额



资料来源：IGBT 市场研究报告。

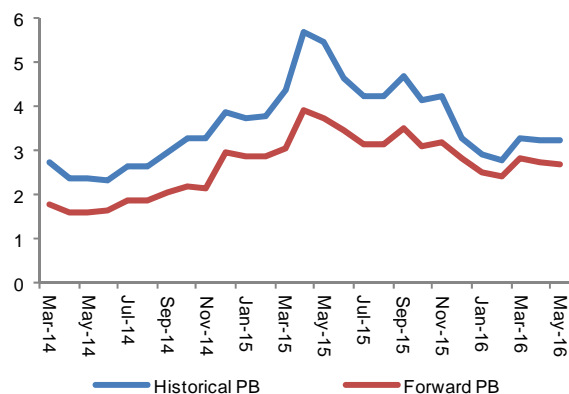
估值吸引，维持“买入”。我们维持公司 2016-2017 年每股盈利预测 2.880 元、3.317 元及首次提供 2018 年每股盈利预测 3.838 元。我们认为 SMD 投资的收购以及 IGBT 业务的注入对于公司的增长而言是两个长期催化剂。现估值较历史平均有 10% 折让，我们认为市场尚未全面意识到公司从轨道设备生产商到综合设备生产商转型所带来的潜力。我们轻微调高其目标价至 65.00 港元，相当于 19.2/16.7/14.4 倍的 2016/2017/2018 年预期市盈率及 1.1 倍的 2017 年市盈增长率。维持“买入”评级。

图-6：株洲中车时代电气的历史及预测市盈率



资料来源：公司。

图-7：株洲中车时代电气的历史及预测市净率



资料来源：公司。

表 2：同业比较

公司名称	股票代码	币种	收市价	市盈率				市净率				ROE	D/Y
				15A	16F	17F	18F	15A	16F	17F	18F	16F	16F
株洲中车时代电气-H 股	03898 HK	HKD	43.700	14.1	13.6	12.3	11.0	3.2	2.7	2.3	2.0	21.5	1.6
中国自动化	00569 HK	HKD	1.070	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
赛晶电力电子	00580 HK	HKD	1.080	19.3	n.a.	n.a.	n.a.	1.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中国通号-H 股	03969 HK	HKD	4.890	12.4	13.0	11.0	10.0	1.9	1.7	1.5	1.4	13.7	1.4
中国中车-H 股	01766 HK	HKD	6.890	13.0	12.3	11.2	10.2	1.6	1.5	1.3	1.2	12.7	2.4
中国智能交通	01900 HK	HKD	0.600	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
国际通信	08060 HK	HKD	0.225	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
简单平均				14.7	12.9	11.5	10.4	1.7	2.0	1.7	1.5	16.0	1.8
加权平均				13.1	12.5	11.4	10.3	1.9	1.7	1.5	1.4	14.1	2.2

资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评 级	相对表现
买 入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收 集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中 性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减 持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖 出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评 级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中 性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 除星美控股集团有限公司(00198 HK)、中国全通(控股)有限公司(00633 HK)、国泰君安国际控股有限公司(01788 HK)、滨海投资有限公司(02886 HK)及华星控股有限公司(08237 HK)外, 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团公司在现在或过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司 (“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。 国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。 投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用 情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2016 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印
 香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼
 电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793
 网址: www.gtja.com.hk