

買入

2008年09月17日

業績持續快速增長，重申買入評級

- 08 中期業績增長迅速：**中國自動化 08 中期營業收入約為人民幣 4 億元，同比增長 132.9%；股東應占純利為人民幣 0.78 億元，同比增長 62.0%，基本符合預期。拉動營業額快速增長的因素主要有兩個：公司本身的系統銷售業務，及北京交大微聯的 RIS 業務。
- 公司本身的系統銷售增長約 40%。**公司系統銷售主要包括 ITCC、ESD&FGS 及 RIS，佔領了所在行業 72% 的市場份額，其競爭對手 Honeywell 占 8.5%，而 Hima 占 7%，其他的合計 12.5%。公司系統銷售（不包括北京交大微聯）08 上半年銷售收入約為 2 億元，同比增長 40%，該業務增長率基本與過去相當，預計未來可以維持持續增長。
- 北京交大微聯貢獻收入接近 1 億元。**公司收購了北京交大微聯共 76.70% 的股權。北京交大微聯是四家鐵道部批准的鐵路聯鎖系統（RIS）及中央交通控制（CTC）產品供應商中最大的一家，RIS 的市場佔有率超過 30%，08 上半年的 RIS 業務收入為 0.966 億元，預計下半年還有較大增長。北京交大微聯此前主要從事普通鐵路的安全控制系統業務，未來亦將逐步擴展到城市軌道等領域。
- 毛利率基本維持在原有水準：**公司整體毛利率為 39.2%，去年同期為 47%，下降的主要原因是：設備買賣收入的增加，其毛利率為 19%，但是設備買賣並不是經常性專案；其次，北京交大微聯的毛利率為 30.2%，主要由於工程款的確認造成，預計未來會有所提升。因此，我們認為毛利率的基本面狀況沒有發生逆轉。
- 目標價降至 2.6 港元，重申買入評級：**國際同行 2008 年 P/E 為 14 倍，以 12 倍 P/E 作為預測參照，中國自動化的目標價為 2.6 港元。相比目前 1.6 港元的股價，具有 62.5% 的上漲空間，相當於 2009 年 9 倍的 P/E。

第一上海研究部

毛力

eric.mao@firstshanghai.com.hk

86755-33331813

86755-33331815

主要資料

行業	製造業-工業機械/附屬配件
股價	1.6 港元
目標價	2.6 港元 (+62.5%)
股票代碼	0569
已發行股本	9.12 億股
市值	14.6 億港元
52 周高/低	3.86 港元/1.50 港元
每股淨資產	0.72 港元
主要股東	Consen Group Holding Inc. (65.13%)

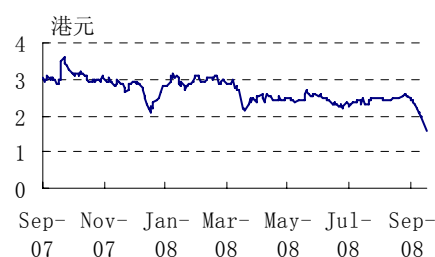
1.4 港元 (2008 年 9 月 17 日)

盈利摘要

截止12月31日	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
營業額 (人民币百万)	289.0	403.4	850.3	1,185.2	1,553.3
變動	N/A	39.6%	110.8%	39.4%	31.1%
淨利潤 (人民币百万)	68.7	99.9	176.1	238.1	319.3
每股盈餘 (人民币元)	0.12	0.14	0.19	0.26	0.35
變動	N/A	16.2%	38.4%	33.9%	34.1%
市盈率@1.6港元 (倍)	11.57	9.95	7.19	5.37	4.01
每股股息 (人民币元)	0.10	0.04	0.06	0.08	0.10
股息現價比率	6.1%	2.3%	3.6%	4.8%	6.5%

來源: 公司資料, 第一上海預測

股價表現



來源: 彭博

08年中期業績快速增長

中國自動化主要提供工業安全及緊急控制系統及相關工程及保養服務，一般用於測試及保護化工、石化、煤化工、油氣及冶金等加工行業的重要設備；調節鐵軌及信號燈，以防止火車碰撞事故。2008年中期營業收入為4.08億元，同比增長132.9%；股東純利為0.78億元，同比增長62.0%。

圖表1：2008年中期業績概覽

人民幣千元	1H2007	1H2008	变化	2008预测	备注
收益	175,520	408,751	132.9%	850,256	较大贡献来自集团系统销售、设备贸易的增长及北京交大微联RIS业务的贡献。
毛利	82,520	160,253	94.2%	322,316	
税前盈利	48,130	97,040	101.6%	207,557	
期间利润	48,130	84,767	76.1%	183,948	实际税率为12.6%。
归属本公司股东净利润	48,214	78,089	62.0%	172,336	
基本EPS（人民币元）	0.08	0.09	9.2%	0.19	
毛利率	47.0%	39.2%	-16.6%	37.9%	北京交大微联毛利率30.2%，而设备买卖毛利率为19.0%。

資料來源：公司資料、第一上海預測

兩大因素拉動營業額增長

拉動營業額快速增長的因素主要有兩個：一為公司本身的系統銷售業務（ITCC、ESD&FGS和RIS）；二為北京交大微聯的RIS業務。設備貿易也貢獻了約7千萬的收入，該部分收益並不是持續性的，而是偶然性的。

圖表2：各業務收入明細

人民幣百萬元	1H2007	1H2008	变化
ITCC	95.1	123.8	30.2%
ESD&FGS	38.3	58.5	52.7%
RIS	13.5	25.2	86.7%
RIS(来自北京交大微联)	—	96.6	—
提供工程及保养服务	19.8	32.3	63.1%
买卖设备	8.8	72.4	722.7%

資料來源：公司資料

圖表3：毛利率水準

人民幣百萬元	1H2007 (%)	1H2008 (%)	变化
ITCC	46.8	46.9	0.1
ESD&FGS	39.1	38.1	-1.0
RIS	41.7	41.6	-0.1
RIS(来自北京交大微联)	—	30.2	—
提供工程及保养服务	78.5	74.0	-4.5
买卖设备	21.2	19.0	-2.2

資料來源：公司資料

目標價 2.6 港元，重申買入評級

我們利用市盈率法為其估值。國際同行 2008 年 P/E 為 14 倍，我們以 12 倍 P/E 作為預測參照，中國自動化的目標價為 2.6 港元。相比目前 1.6 港元的股價，具有 62.5% 的上漲空間，相當於 2009 年 9 倍的 P/E。

圖表 4：國際同行估值比較

公司名称	股票代码	币种	股价	总市值 (百万)	2007P/E	2008P/E	2009P/E	2010P/E
Invensys	ISYS LN	GBP	2.3	1,857.9	12.8	9.0	8.3	7.4
Honetwell	HON US	USD	46.0	34,206.9	14.6	12.0	10.7	9.8
Woodward	WGOV US	USD	39.4	2,654.4	31.9	22.5	19.3	16.8
Siemens	SIE GR	EUR	66.5	60,767.1	13.4	12.7	10.1	8.2
Emerson	EMR US	USD	42.6	33,062.9	16.2	13.8	12.5	11.6
Yokogawa	6841 JP	JPY	669.0	179,709.8	15.2	19.6	13.4	10.1
Rockwell	ROK US	USD	38.8	5,650.4	10.5	9.6	9.4	8.4
ABB	ABB US	USD	20.9	48,430.2	17.1	11.9	10.5	10.6
平均值	—	—	—	—	16.5	13.9	11.8	10.4
中国自动化	569 HK	HKD	1.60	1,459.4	10.4	7.3	5.9	4.4

資料來源：Bloomberg、第一上海預測

附錄 1：主要財務報表

損益表

人民幣 百萬元，財務年度截至12月

	2006 实际	2007 实际	2008 预测	2009 预测	2010 预测
收入	289.0	403.4	850.3	1,185.2	1,553.3
毛利	124.1	173.7	322.3	433.2	565.7
其他业务收入	0.7	9.1	7.6	8.1	8.5
销售及管理费用	(24.4)	(30.1)	(41.6)	(51.6)	(63.1)
其他费用	(23.5)	(50.0)	(77.1)	(95.1)	(112.4)
营运收入	76.9	102.8	211.3	294.7	398.7
财务费用	(2.5)	(3.1)	(3.7)	(4.5)	(5.3)
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前盈利	74.4	99.7	211.3	294.7	398.7
所得税	(5.3)	0.4	(23.6)	(37.6)	(53.7)
少数股东应占利润	(0.4)	(0.2)	(11.6)	(19.0)	(25.7)
净利润	68.7	99.9	176.1	238.1	319.3
折旧及摊销	1.8	2.6	3.3	3.0	3.4
EBITDA	70.5	102.4	218.3	302.1	407.4
EPS (摊薄) (元)	0.12	0.14	0.19	0.26	0.35
增长					
总收入 (%)	N/A	39.6%	110.8%	39.4%	31.1%
EBITDA (%)	N/A	45.2%	113.1%	38.4%	34.8%
每股收益 (%)	N/A	16.2%	38.4%	33.9%	34.1%

资产负债表

人民币 百万元，财务年度截至12月

	2006 实际	2007 实际	2008 预测	2009 预测	2010 预测
现金	70.7	301.7	613.2	797.8	1,176.6
应收账款	109.1	171.0	336.0	463.8	552.7
存货	50.1	108.1	284.8	418.6	555.1
其他流动资产	24.7	55.5	58.5	57.7	56.5
总流动资产	254.6	636.3	1,292.5	1,737.9	2,340.9
固定资产	11.0	12.5	20.0	24.0	69.8
无形资产及商誉	0.0	0.9	351.9	343.5	343.0
其他固定资产	19.2	33.4	41.6	48.2	54.8
总资产	284.8	683.1	1,706.0	2,153.7	2,808.5
应付账款	33.7	86.2	190.1	244.5	328.4
来自客户的预付款	0.0	0.0	175.2	236.6	319.4
短期银行贷款	54.3	0.0	68.0	82.2	66.0
其他短期负债	50.1	33.6	59.0	65.2	75.6
总短期负债	138.2	119.8	492.3	628.5	789.4
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	0.0	0.0	96.9	143.7	205.4
总负债	138.2	119.8	589.2	772.2	994.8
少数股东权益	0.4	0.2	93.5	105.3	166.3
股东权益	146.2	563.1	1,023.3	1,276.2	1,647.4
每股账面值	0.26	0.68	1.13	1.40	1.81
营运资金	116.5	516.5	800.3	1,109.5	1,551.6

财务分析

	2006 实际	2007 实际	2008 预测	2009 预测	2010 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	42.9%	43.1%	37.9%	36.5%	36.4%
EBITDA 利率 (%)	24.4%	25.4%	25.7%	25.5%	26.2%
净利率 (%)	23.8%	24.8%	20.7%	20.1%	20.6%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	8.5%	7.5%	4.9%	4.4%	4.1%
实际税率 (%)	7.1%	0.4%	11.2%	12.8%	13.5%
股息支付率 (%)	80.7%	24.6%	28.4%	28.0%	28.0%
库存周转天数	63.9	71.6	84.3	108.3	114.4
应付账款天数	42.8	54.3	59.3	66.9	67.3
应收账款天数	111.8	126.7	108.8	123.2	119.4
财务状况					
负债/股权	0.4	0.0	0.1	0.1	0.0
收入/总资产	1.2	0.8	0.5	0.6	0.6
总资产/股权	1.9	1.2	1.5	1.6	1.5
盈利对利息倍数	30.4	33.2	47.4	53.4	59.7

现金流量表

人民币 百万元，财务年度截至12月

	2006 实际	2007 实际	2008 预测	2009 预测	2010 预测
EBITDA	70.5	102.4	218.3	302.1	407.4
融资成本(收入)	(2.5)	(3.1)	(3.7)	(4.5)	(5.3)
营运资金变化	(40.9)	(69.3)	(62.5)	(145.9)	(58.7)
所得税	(5.0)	(11.3)	(16.7)	(21.9)	(28.7)
其他营运活动	(3.9)	11.2	117.3	57.5	78.6
营运性现金流	18.1	29.9	252.7	187.4	393.2
资本开支	(4.6)	(20.3)	(243.6)	(23.0)	(2.1)
其他投资活动	(27.8)	(21.0)	1.0	(5.3)	(2.9)
投资性现金流	(32.4)	(41.3)	(242.6)	(28.3)	(5.1)
负债变化	30.1	(54.3)	68.0	14.2	(16.2)
股本变化	0.0	329.5	207.3	0.0	0.0
股息	(3.9)	(15.2)	(40.9)	(52.2)	(70.0)
其他融资活动	15.6	(16.4)	(4.7)	63.5	76.9
融资性现金流	41.8	243.5	229.6	25.5	(9.4)
现金变化	27.6	232.1	239.6	184.6	378.7
期初持有现金	48.8	70.7	373.6	613.2	797.8
期末持有现金	70.7	301.7	613.2	797.8	1,176.6

資料來源：公司資料、第一上海預測

披露事項：第一上海證券有限公司是中國自動化集團（00569）2007年7月于香港聯合交易所主板上市的聯席帳簿管理人及聯席牽頭經辦人，第一上海融資有限公司是第一上海證券有限公司的關聯機構，是中國自動化集團（00569）2007年7月于香港聯合交易所主板上市的保薦人，是中國自動化集團（00569）於2007年12月及2008年6月進行的兩次收購股權交易的財務顧問，目前擔任中國自動化集團（00569）的合規顧問。

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中71號
永安集團大廈19樓
電話：(852) 2522-2101
傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。