

買入

2008年10月20日

手持訂單充足，增長穩定

- ▶ **手持訂單六、七億元**：拉動公司收入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。目前公司本身業務的訂單有 5 億多元人民幣，北京交大微聯約 1.4 億元以上。其中，北京交大微聯第三季度新增訂單 8 千萬元，完成訂單亦約達人民幣 8 千萬元。
- ▶ **行業增長穩定**。中國自動化最主要的客戶為中國石化行業及鐵路基建。未來石化行業特別是煤化工建設增長穩定，公司在石化等領域的安全與緊急控制系統市場擁有約 72% 的市場份額。而全國鐵路電氣化建設也大幅開展，旗下子公司北京交大微聯是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 (四家之一)，市場空間龐大。
- ▶ **預計全年收入翻番**：公司上半年實現收入約 4 億元，相當於去年全年的收入水準；下半年訂單充足，預計全年可完成收入 7.9 億元，較上年翻一番。
- ▶ **毛利率較高**：2008 年上半年公司整體毛利率為 39.2%；其子公司北京交大微聯毛利率為 30.2%，主要由於工程款的確認造成，預計未來會有所提升。
- ▶ **目標價 1.73 港元，重申買入評級**：國際同行 2008 年 P/E 為 10.6 倍，以 7.6 倍 P/E 作為預測參照，中國自動化的目標價為 1.73 港元。相比目前 0.89 港元的股價，具有 94% 的上漲空間，相當於 2009 年 6.3 倍的 P/E。

★1 港元=0.88 人民幣

第一上海研究部

毛力

eric.mao@firstshanghai.com.hk

86755-33331813

86755-33331815

主要資料

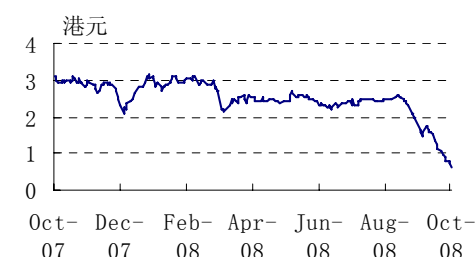
行業	製造業-工業機械/附屬配件
股價	0.89 港元
目標價	1.73 港元 (+94%)
股票代碼	0569
已發行股本	9.12 億股
市值	8.12 億港元
52 周高/低	3.20 港元/0.49 港元
每股淨資產	0.72 港元
主要股東	Consen Group Holding Inc. (65.13%)

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
营业额 (人民币百万)	289.0	403.4	794.7	1,110.4	1,438.4
变动	N/A	39.6%	97.0%	39.7%	29.5%
净利润 (人民币百万)	68.7	99.9	176.3	218.8	289.5
每股盈余 (人民币元)	0.12	0.14	0.20	0.24	0.32
变动	N/A	16.2%	38.6%	22.9%	32.3%
市盈率@0.89港元 (倍)	6.47	5.57	4.02	3.27	2.47
每股股息 (人民币元)	0.10	0.04	0.06	0.07	0.09
股息现价比率	12.5%	4.6%	7.3%	9.0%	11.9%

來源: 公司資料, 第一上海預測

股價表現



來源: 彭博

石化、鐵路行業為公司帶來穩定增長

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。

拉動公司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。

石化行業市場空間穩定

全國石化行業今後平均每年用於石化生產裝置的固定資產投資約 2000 億元人民幣，設備投資按總投資的 30% 計算，每年石化設備投資可達 600 億元。“十一五”期間石化設備總投資將達到 3000 億元。

根據煉油及石化行業的國際慣例，儀錶及電氣投資的比例一般占新建專案總投資約 5%。安全及緊急控制系統一般占儀錶及電氣總投資約 10%。就此而言，安全及緊急控制系統市場約占新建煉油及石化項目總投資約 0.5%。據此，初步估計全國石化行業安全及緊急控制系統市場在“十一五”期間擁有約 15 億元的市場空間。

公司在石化等領域的安全與緊急控制系統市場擁有約 72% 的市場份額，預計未來該領域的業務增長率大約為 30%。

鐵路基建市場空間近期將迎來增長高潮

2007 年 10 月，國務院常務會議通過《綜合交通網中長期發展規劃》，規劃鐵路營運里程達到 12 萬公里以上，複綫率和電氣化率分別達到 50% 和 60%，客運專線和城際鐵路達到 1.5 萬公里以上。預計未來三年中國鐵路基建將迎來快速增長高峰。

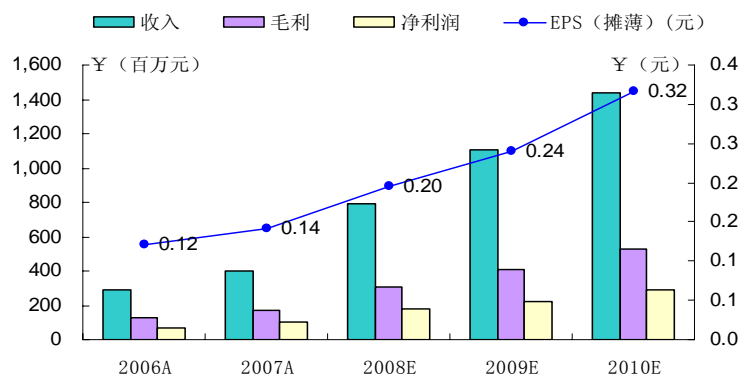
旗下子公司北京交大微聯是鐵道部批准的鐵路聯鎖系統（RIS）及中央交通控制（CTC）產品供應商（四家之一），隨著全國鐵路基建的大幅展開，公司亦可以在此領域獲得穩定的訂單。

2008 年公司中期營業收入為 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%。

目前公司本身業務手持訂單有 5 億多元人民幣，北京交大微聯手持訂單約 1.4 億元以上。其中，北京交大微聯第三季度新增訂單 8 千萬元，完成訂單亦約 8 千萬元。

預計全年公司原本的系統銷售業務（ITCC、ESD&FGS 和 RIS）增長率約達到 30%，北京交大微聯收入增長率達到 40% 以上，全年總收入增長率約達到 100%（北京交大微聯 2007 年財務資料未合併到財務報表）。

圖 1：盈利能力預測



資料來源：公司資料、第一上海預測

目標價 1.73 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 10.6 倍，我們以 7.6 倍 P/E 作為預測參照，中國自動化的目標價為 1.73 港元。相比目前 0.89 港元的股價，具有 94% 的上漲空間，相當於 2009 年 6.3 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
Invensys	ISYS LN	GBP	1.5	1,185.1	3.6	5.7	5.3
Honeywell	HON US	USD	30.9	23,025.4	9.8	8.1	7.6
Woodward	WGOV US	USD	31.4	2,117.1	22.5	18.0	15.5
Siemens	SIE GR	EUR	44.8	40,983.7	10.9	9.3	7.1
Emerson	EMR US	USD	35.4	27,491.7	13.3	11.5	10.6
Yokogawa	6841 JP	JPY	515.0	138,341.6	11.5	17.0	11.0
Rockwell	ROK US	USD	27.3	3,971.7	3.0	6.8	7.0
ABB	ABB US	USD	15.0	34,888.4	9.2	8.6	7.8
平均值	—	—	—	—	10.5	10.6	9.0
中国自动化	569 HK	HKD	0.89	812.0	5.6	3.9	3.3

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	794.7	1,110.4	1,438.4
毛利	124.1	173.7	302.6	408.4	527.7
其他业务收入	0.7	9.1	25.6	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	209.5	269.9	360.6
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	209.5	269.9	360.6
所得税	(5.3)	0.4	(23.1)	(34.3)	(48.4)
少数股东应占利润	(0.4)	(0.2)	(10.2)	(16.7)	(22.7)
净利润	68.7	99.9	176.3	218.8	289.5
折旧及摊销	1.8	2.6	3.3	3.0	3.4
EBITDA	58.6	94.4	136.0	160.4	209.6
EPS (摊薄) (元)	0.12	0.14	0.20	0.24	0.32
增长					
总收入 (%)	N/A	39.6%	97.0%	39.7%	29.5%
EBITDA (%)	N/A	45.2%	44.1%	17.9%	30.7%
每股收益 (%)	N/A	16.2%	38.6%	22.9%	32.3%

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	410.0	422.6	615.2
应收账款	109.1	171.0	312.4	432.3	511.0
存货	50.1	108.1	263.2	387.0	509.5
其他流动资产	24.7	55.5	107.0	101.4	95.8
总流动资产	254.6	636.3	1,092.7	1,343.2	1,731.5
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	59.2	66.0	52.9
总资产	284.8	683.1	1,523.7	1,776.8	2,197.2
应付账款	33.7	86.2	175.9	227.1	302.4
来自客户的预付款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期银行贷款	54.3	0.0	97.7	78.2	62.5
其他短期负债	50.1	33.6	59.0	65.0	75.2
总短期负债	138.2	119.8	332.6	370.2	440.2
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	0.0	0.0	92.9	134.7	190.1
总负债	138.2	119.8	425.6	505.0	630.3
少数股东权益	0.4	0.2	55.8	94.2	146.9
股东权益	146.2	563.1	1,042.3	1,177.6	1,420.0
每股账面值	0.26	0.68	1.15	1.29	1.56
营运资金	116.5	516.5	760.1	973.0	1,291.3

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%	38.1%	36.8%	36.7%
EBITDA 利率 (%)	24.4%	25.4%	17.1%	14.4%	14.6%
净利率 (%)	23.8%	24.8%	22.2%	19.7%	20.1%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	8.5%	7.5%	5.2%	4.6%	4.4%
实际税率 (%)	7.1%	0.4%	11.0%	12.7%	13.4%
股息支付率 (%)	80.7%	24.6%	28.3%	27.8%	27.7%
库存周转天数	63.9	71.6	85.3	106.9	113.7
应付账款天数	42.8	54.3	60.2	66.2	67.2
应收账款天数	111.8	126.7	111.0	122.4	119.7
财务状况					
负债/股权	0.37	0.00	0.09	0.07	0.04
收入/总资产	1.2	0.8	0.5	0.6	0.7
总资产/股权	1.9	1.2	1.4	1.4	1.4
盈利对利息倍数	30.4	33.2	47.4	49.1	54.1

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	136.0	160.4	209.6
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)	(206.9)	(192.4)	(125.9)
所得税	(5.0)	(11.3)	(16.7)	(21.9)	(28.7)
其他营运活动	(3.9)	11.2	190.0	169.2	230.5
营运性现金流	18.1	29.9	98.8	110.8	280.2
资本开支	(4.6)	(20.3)	(243.6)	(23.0)	(2.1)
其他投资活动	(27.8)	(21.0)	(47.3)	(3.2)	(1.3)
投资性现金流	(32.4)	(41.3)	(291.0)	(26.1)	(3.5)
负债变化	30.1	(54.3)	97.7	(19.5)	(15.6)
股本变化	0.0	329.5	207.3	0.0	0.0
股息	(3.9)	(15.2)	(41.9)	(48.1)	(63.2)
其他融资活动	15.6	(16.4)	(34.5)	(4.5)	(5.3)
融资性现金流	41.8	243.5	228.6	(72.1)	(84.1)
现金变化	27.6	232.1	36.4	12.6	192.6
期初持有现金	48.8	70.7	373.6	410.0	422.6
期末持有现金	70.7	301.7	410.0	422.6	615.2

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。