

会议摘要  
电气设备行业



未评级

南车时代电气 (3898. HK)

## 收购深海机器人公司，拓展业务增长点

### 市场数据

| 报告日期     | 2015. 02. 12 |
|----------|--------------|
| 收盘价(港元)  | 41.25        |
| 总股本(亿股)  | 11.75        |
| 总市值(亿港元) | 484.69       |
| 净资产(亿元)  | 105.26       |
| 总资产(亿元)  | 169.24       |
| 每股净资产(元) | 8.80         |

数据来源: Wind

### 相关报告

南车时代电气 (3898. HK) 2014  
年中期业绩点评\_20140813

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)

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

### 事件:

我们于 2015 年 2 月 11 日参加了株洲南车时代电气股份有限公司的电话会议, 与南车时代电气 (3898. HK) 的董事长兼执行董事丁荣军先生、言武先生、唐总等人就公司的近期收购深海机器人业务一事做了沟通交流。

### 我们的观点:

南车时代电气 (3898. HK) 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。作为电力设备行业的领军企业, 公司近期收购了海外在深海机器人业务领域领先的 SMD 公司, 公司此举实现了业务拓展, 具有深刻的战略意义。

我们认为此次收购的战略规划拓展了公司业务增长点, 得到了国家相关部委的支持, 响应了行业内相关公司和用户的需求, 实现了公司连接电气系统与海洋开发工程的第一步。预计公司收购 SMD 的深海机器人业务将与公司原有业务产生协同效应, 未来对公司盈利产生贡献。

### 公司最新公告

#### 收购深海机器人业务公告:

南车时代 (3898. HK) 2 月 5 日发布公告, 公司与卖方及 SMD Investment 订立协议, 本公司须 (a) 购买或促使南车时代电气 (香港) 或本公司一间其他附属公司购买 Specialist Machine Developments (SMD) Limited (「目标公司」) 的全部已发行股本以及 (b) 促使 SMD Investment 向管理层卖方收购 Bywell 股份。本集团根据协议于交割时应付的最高代价金额为 108,300,000 英镑 (相当于 1,272,525,000 港元)。该笔资金将来源于南车时代电气营运的内部现金流及银行贷款。

#### 南车时代电气 (3898. HK) 初步预告业绩:

南车时代电气 (3898. HK) 2 月 4 日发布公告, 公司截至 2014 年 12 月 31 日止年度的未经审核收入预期将超过人民币 100 亿元的里程碑, 达到约人民币 120 亿元。本公司仍在落实本集团截至 2014 年 12 月 31 日止年度的年度业绩。

---

**会议要点如下:**

**1、公司未来的海外收购策略？**

公司在 2013 年完成增发再融资时就一直有海外收购计划，并且一直在不断的选择标的。公司业务原来一直集中在轨道交通等与铁路强相关的领域，管理层研究发现，单一靠轨道交通（铁路）领域的收购来保持公司稳定增长仍然有一定风险，因为业务太单一，铁路市场稍有波动就会对公司的经营情况有影响。

未来公司会以海洋工程来作为公司利润增长的第二个重要支撑点，围绕海洋资源开发做一些自己的工作。公司将围绕轨道交通、海洋开发电气设备两个重要领域进行并购，且短期内不考虑第三个领域。

海洋工程领域的覆盖面很广，不仅包括海底机器人，还包括海面钻油井等，公司会专注于海底机器人领域，专注于电气、控制系统、机电一体化的开发，并且这一块能做多大就做多大。

**2、公司为什么选择 SMD 作为收购的标的公司？**

公司选择收购深海机器人这一看似与公司现有业务相关较远的业务，原因有如下几点：首先，南车时代电气的母公司具有海洋船电系统的集成和开发业务，从业务的角度看，与深海机器人有一定关联性。其次，深海机器人业务需要电气控制技术，与本公司的技术相通。第三，目前国内在海洋工程领域的开发几乎是空白，现有研究达不到市场应用条件，国家相关部委对深海机器人业务非常支持。而且从用户角度看，行业内的中海油等公司对于国内的设备供应商也表示欢迎。最后从能源开发角度看，可开发利用的陆地资源越来越少，未来肯定要进入海洋开发，公司此次收购也是战略上先行一步的表现。

**3、公司收购的 SMD 项目现在仍然是亏损阶段，什么时候可以期待盈利？**

SMD 实际上不是一个亏损企业。账面上看起来是亏损的是因为 SMD 公司借了他股东 8,300 万英镑的资金，利率为 9.5%，实际上每年有 800 万英镑左右的利息支付给了股东，所以看起来是亏损的。SMD 被收购前在中国市场占 10% 份额，收购完后我们对于开拓中国市场有很大信心，未来肯定不会亏损。

SMD 目前的经营利润率较低，只有 2%，原因（1）因为借了股东的资金，有利息负担。（2）对于海底采矿设备的合同，前期已经提供了较多的研发费用，但该产品并没有大批量的销售，前期投入还没有产生太多效益，拉低了毛利率水平。未来相信会有很大提升。

#### 4、SMD 所处的几个板块的业务在全球的份额和地位？

SMD 公司有 4 块业务：（1）海底机器人，位列全球第三。第一位是 SMC 公司，第二位是 FRAM 公司，前两家在全球各占 30% 左右的市场份额。全球前三家公司在技术上没有太大差异，都是市场规模上的差异。（2）海底挖沟设备，全球市场占有率 57%，位列全球第一。（3）海底采矿（石油等矿石），不够稳定。（4）维修服务，收入占比约为 20%。鉴于维修服务在国内进行会比在国外进行更具沟通和服务的便利性，未来公司会加大维修服务部分的比例，响应国内用户（如中海油）的需求。

海底机器人、海底挖沟、维修服务这三块业务比较稳定。总体来说，SMD 公司的业务排位靠前。

#### 5、SMD 未来有在中国开拓业务的计划，预计在中国市场中的份额和比例有多大？公司每年多大成长？

未来公司在中国有发展计划。收购前 SMD 在中国的市场占有率为 10%，未来公司将开拓海上风电领域的海底挖掘设备业务、海底通讯电缆两块业务，会依托其技术做更多的产品，如船只的检测设备、施工的电气设备等。中国市场将成为支撑公司扩张的不可缺少的作用，有信心在中国做到一半以上的份额，增长速度有望达到 10%。

#### 6、深海机器人的业务与母公司的相关深海业务有哪些协同效应？

母公司 2011 年收购了海洋船支电驱动系统集成公司，主要经营驱动系统的集成和服务业务。本公司现在进入船支驱动业务也是靠这个公司来帮忙，做业务的销售工作。

海洋电气系统，尽管是母公司集成，但是需要相关系统机型连接和传送。本公司会致力于未来将驱动系统和海洋系统连在一起，增加电气设备在海洋的影响力。

从海洋船支的角度来说，除了驱动，还有其他技术，公司目前正在研究。未来希望电气系统的技术（如网络控制）能完全用到船的控制上面去。

虽然 SMD 的技术与株洲母公司现在有的技术相关性高。但是公司目前没有考虑资本运作的事情（比如 SMD 这边 50% 的股权置换为母公司的股权，然后从母公司买回 100% IGBT 的厂的股权），没想把 SMD 换给电气。现在只考虑把电气做大做强，效益最好。南北车合并后未来会怎样还不知道。

**7、SMD 生产场所在哪里？能否实现生产上的国产化？如果在国内建基地的话需要多少资本性开支？**

SMD 的生产场所位于英国纽卡斯尔。公司规模较小，收购完后会在国内生产，扩大生产量。未来依靠公司的生产、设计能力，会有相当多的零部件由株洲开发，公司也十分希望从零部件到设备都由国内供应，SMD 公司更多的去做系统集成。资本性开支取决于最后的订单的多少。现在估计不会有太大的资本性开支，没有这么快。公司初步和英国那边的老总进行过简单交流，15 年会开始开拓中国市场，因为劳动力便宜，对改善毛利率有利。

**8、公司收购深海机器人业务后给管理层提供的激励计划？**

收购后，SMD 管理层不会离开公司，但是公司会对管理层会有一些约束。比如：收购的资金会分步实施，不会一次到位，收购资金后面的部分根据管理层 15、16 年的业绩进行发放。管理层的具体激励机制设计目前还没有与对方进行很细很深入的探讨，未来肯定会与对方管理层面对面谈。但是 16 年的收购对价会与 15 年的利润水平挂钩。

SMD 公司员工数目约为 300-400 人。从我看到情况看，人员的稳定性较好。

**9、公司 2013 年时曾募集过约 23 亿港币的资金，这次收购需要 12 个亿，未来 SMD 的厂收购可能也需要接近 20 亿港币，未来如果南北车整合成功，收购南北车相关的业务也需要一大笔资金，公司近几年的资金压力是否还挺大的？**

母公司现有的财务状况很好。去年由于现金较多，甚至投放到理财上面去了。从 14、15 年盈利情况看，财务资金肯定不会有问题。现在银行贷款很少。对于此次收购，目前公司有足够的现金收购 SMD。具体资金支付会从财务方面进行考虑，看银行贷款的利息的财务费用与现金支付哪个有利就采用哪个进行支付。

**10、石油价格下跌对于公司的影响？**

首先，石油业务的资金量占本公司销售收入的比例很小，公司不会计较相对很细很小的比例的价格。其次，SMD 的卖方公司认为石油有回升空间。而且，即使油价不涨，海洋开采这件事情公司也肯定会做。第三，石油开采占 SMD 业务的比例较小，占比低于 30%。海底铺揽、海底挖掘占的比例要比石油开采大得多。所以公司后来决定不要因为石油价格低而影响收购。另外，深海机器人不是完全做石油开采的，还做其他业务。

SMD 现在手上已有的订单可以满足 15 年销售规模的 80%以上，15 年交付。未来 SMD 的订单和盈利有保障，一是由于未来会在管理和业务上进行开拓，二是由于

看得见的目标市场比较稳定。

#### 11、IGBT 的最新进展如何？

IGBT 从去年 6 月试生产以来，表现比原来的预期要好的多。现在地铁的 1,700 万等级的和铁路的 3,300 万等级的业务 16、17 年已经可以装车。第一批 IGBT 已经装车运行了到目前为止 60,000 公里。轨道集成用的、高铁用的 6,500 万等级的样品已经生产出来，很快也会投入使用。

IGBT 扭亏肯定可以实现，因为已经开始试产，并且市场需求很旺盛。国家相关部委都支持并且用户数量很多，扭亏的时间很可能会提前。

#### 12、公司 2015、2016 年对主营板块（轨道交通业务）的展望？

15 年的订单比较稳定，16 年订单还没下。基本可以肯定，总体业务基本稳定，15 年公司的运营情况肯定比 14 年好，具体情况还要届时拭目以待。



## 【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。