

2019年05月23日

收购贝思特方案更新，跨国客户优势凸显 买入（维持）

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

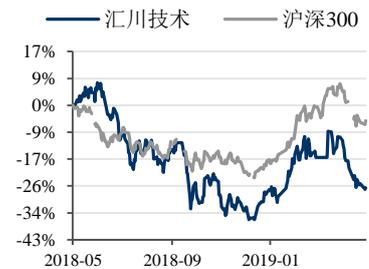
zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5,874	8,083	10,527	14,329
同比（%）	23.0%	37.6%	30.2%	36.1%
归母净利润（百万元）	1167	1417	1800	2379
同比（%）	10.1%	21.5%	27.0%	32.2%
每股收益（元/股）	0.70	0.85	1.08	1.43
P/E（倍）	32.73	26.90	21.18	16.02

投资要点

- 公司公布修订后的收购草案，增补部分审计后的财务信息。董事会审议通过《关于公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金方案的议案》，新增了标的公司贝思特审计后的财务信息，以及业绩拆分、客户结构、原材料采购等信息，细化了业绩承诺考核目标；本次交易的交易方案、交易作价、增发价格等维持不变。我们测算收购将增厚公司净利润约15%，增厚EPS约10%。
- 贝思特是国内领先的电梯零部件企业，人机界面、按钮、显示器等市占率位于行业领先地位。贝思特创建于1998年，是一家国内专注于电子和结构结合类的电梯配件的行业领先企业，产品覆盖人机界面、门系统、线束电缆、井道电气、控制系统等电梯电气部件。其中人机界面、按钮、显示器等市占率位于行业领先地位，人机界面市占率行业第一、电缆行业第二，门系统前五。从收入规模上看，人机界面是占公司收入比例最高的业务，2018年收入占比48%，其次是线束线缆（21%）与井道电气（9%）；从毛利率上看，人机界面毛利率最高，2018年毛利率31.2%，但同比回落2.8pct，门系统、井道电气、线束线缆毛利率分别17.4%/16.8%/17.5%；人机界面合计贡献6成以上毛利。
- 贝思特七家跨国其企业大客户合计贡献6成收入。贝思特聚焦跨国企业核心大客户，主要客户奥的斯、通力、迅达、蒂森、富士达、日立和东芝七家2018年合计实现销售收入14.44亿元，占公司营收比例60%，同比提升2pct。优质客户给公司带来较好的现金回款水平，18年应收账款周转率4.12次，同比提升0.54次。
- 贝思特18年经审计归母净利润2.39亿元。贝思特2017/18年营收分别21.81亿元/24.24亿元，归母净利润分别2.08亿元/2.39亿元，扣非净利润分别1.09亿元/2.08亿元，ROE分别41.42%/44.55%。2017年较大额的非经常性损益主要来自同一控制下企业合并从期初到合并日的合并利润。2017/18年产生较大额的非经常性损益，主要是公司2017年12月收购贝思科电缆、晨茂电子、贝思特电线电缆100%股权、2018年6月收购贝思特门机100%股权，均为经营性资产，但由于均为同一控制下的企业合并，因此自期初到合并日的当期损益计入非经常性损益，实际上均为经营性的。
- 评估报告未来五年预测利润复合增速9.6%。公司给出评估报告中对贝思特未来五年业绩的预测，2019-23年净利润复合增速9.6%，折现后得出企业经营性资产价值26.33亿元，减去贝思特合并口径的付息债务1.40亿元，评估价值24.94亿元，交易对价定为24.87亿元，对应18年约10倍PE。可比上市公司市盈率中位数25倍、平均值31倍；可比案例2015年华宏科技收购威尔曼（电力零部件制造商）市盈率12倍。
- 2019年前4月电梯行业景气度持续超预期。2017年我国电梯人均保有量40台/万人，超越世界人均，但与发达国家比仍有差距；未来随着城镇化、旧梯升级报废、旧建筑物加装等因素推动，国内电梯需求仍将维持增长。2019年以来房屋开工面积增速持续上行，1-4月累计增速13.1%，带动电梯行业景气度提升，1-4月国内电梯产量21.5万台，同增19.4%，较1-3月环比提升3.4pct；4月单月电梯产量达7.4万台，同增21.3%，环比提升4.1pct。电梯行业景气度超预期上行，核心零部件供应商将受益，贝思特及汇川电梯版块19年业绩有望超预期。
- 盈利预测与投资评级：维持公司19-21年归母净利润为14.17/18.00/23.79亿元，同比分别+21.5%/27.0%/32.2%；EPS分别为0.85/1.08/1.43元；对应现价PE分别27/21/16倍。联手贝思特后公司将形成全球一流的电梯零部件供应商，协同效应显著；工控行业提前进入弱复苏阶段，汇川通用自动化业务增长有望加速；新能源乘用车电控业务今年开始放量，未来潜力大，公司历史估值区间在27-60倍，目前已是下限，给予19年45倍PE，目标价38.4元，维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济风险、客户拓展低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.94
一年最低/最高价	19.01/34.15
市净率(倍)	5.86
流通A股市值(百万元)	31082.39

基础数据

每股净资产(元)	3.92
资产负债率(%)	34.00
总股本(百万股)	1661.96
流通A股(百万股)	1354.94

相关研究

- 1、《汇川技术(300124)：Q1全年低点，通用Q2复苏和乘用车电控值得期待》2019-04-26
- 2、《汇川技术(300124)年报点评：整体符合预期，工控复苏和乘用车电控值得期待！》2019-04-17
- 3、《汇川技术(300124)：一季度预告是低点，工控复苏和乘用车电控值得期待》2019-04-11

公司公布修订后的收购草案，增补部分审计后的财务信息。董事会审议通过《关于公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金方案的议案》，新增了标的公司贝思特审计后的财务信息，以及业绩拆分、客户结构、原材料采购等信息，细化了业绩承诺考核目标；本次交易的交易方案、交易作价、增发价格等维持不变。我们测算收购将增厚公司净利润约 15%，增厚 EPS 约 10%。

表 1：本次收购方案

收购前后总股本		收购前后净利润&估值	
资产交易作价(亿元)	24.87	收购前汇川归母净利润(19E, 亿元)	14.17
其中：支付现金(亿元)	12.69	+贝思特净利润(19E, 亿元, 假设+10%)	2.63
发行股份对价(亿股)	12.19	-支付现金减少的利息收入(亿元)	0.51
增发募集配套资金(亿元)	3.20	收购后汇川归母净利润(19E, 亿元)	16.30
发行价格(元/股)	21.69	收购前汇川EPS(19E)	0.85
需增发股数(亿股)	0.72	收购后汇川EPS(19E)	0.94
其中：收购资产增发股数(亿股)	0.56	收购前汇川PE(19E)	26.90
募集资金增发股数(亿股)	0.15	收购后汇川PE(19E)	24.41
公司增发前总股本(亿股)	16.62		
公司增发后总股本(亿股)	17.34		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：贝思特业绩拆分

产品	2018 年		2017 年		收入YOY
	收入	收入占比	收入	收入占比	
人机界面	115,778.72	48.19%	102,400.84	47.01%	13.06%
线束线缆	50,178.65	20.89%	54,754.38	25.14%	-8.36%
门系统	50,460.20	21.00%	44,905.20	20.62%	12.37%
井道电气	22,374.46	9.31%	15,656.96	7.19%	42.90%
其他	1,437.84	0.60%	96.56	0.04%	1389.06%
合计	240,229.88	100.00%	217,813.95	100.00%	10.29%
产品	毛利额	毛利额占比	毛利额	毛利额占比	毛利额YOY
人机界面	36,099.80	60.72%	34,836.77	67.63%	-4.41%
线束线缆	8,796.32	14.79%	6,718.36	13.04%	21.50%
门系统	8,795.21	14.79%	7,256.68	14.09%	17.69%
井道电气	3,758.91	6.32%	2,453.45	4.76%	80.68%
合计	59,456.90	100.00%	51,513.00	100.00%	6.77%
产品	毛利率		毛利率		毛利率YOY
人机界面	31.2%		34.0%		-2.8%
线束线缆	17.5%		12.3%		5.3%
门系统	17.4%		16.2%		1.3%
井道电气	16.8%		15.7%		1.1%
合计	24.8%		23.7%		1.1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

贝思特是国内领先的电梯零部件企业，人机界面、按钮、显示器等市占率位于行业领先地位。贝思特创建于 1998 年，是一家国内专注于电子和结构结合类的电梯配件的行业领先企业，产品覆盖人机界面、门系统、线束线缆、井道电气、控制系统等电梯电气部件。其中人机界面、按钮、显示器等市占率位于行业领先地位，人机界面市占率行

业第一、电缆行业第二，门系统前五。从收入规模上看，人机界面是占公司收入比例最高的业务，2018 年收入占比 48%，其次是门系统（21%）、线束线缆（21%）与井道电气（9%）；从毛利率上看，人机界面毛利率最高，2018 年毛利率 31.2%，但同比回落 2.8pct，门系统、井道电气、线束线缆毛利率分别 17.4%/16.8%/17.5%；人机界面合计贡献 6 成以上毛利。

贝思特七家跨国其企业大客户合计贡献 6 成收入。贝思特聚焦跨国企业核心大客户，主要客户奥的斯、通力、迅达、蒂森、富士达、日立和东芝七家 2018 年合计实现销售收入 14.44 亿元，占公司营收比例 60%，同比提升 2pct。优质客户给公司带来较好的现金回款水平，18 年应收账款周转率 4.12 次，同比提升 0.54 次。

表 3：贝思特大客户销售情况

公司名称	2017 年	2018 年
奥的斯电梯所属公司及相关配套企业	33,035.64	35,051.57
通力电梯所属公司及相关配套企业	35,491.88	40,218.24
迅达电梯所属公司及相关配套企业	8,350.29	9,958.20
蒂森电梯所属公司及相关配套企业	36,603.64	39,553.21
富士达电梯所属公司及相关配套企业	5,939.03	6,998.88
日立电梯所属公司及相关配套企业	4,979.44	10,138.08
东芝电梯所属公司及相关配套企业	2,675.32	2,531.58
合计	127,075.26	144,449.76
占总收入比	58%	60%
大客户收入增长率		14%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 4：贝思特财务数据

项目	2017年	2018年
资产合计	115,027.18	129,758.41
负债合计	64,918.99	76,082.64
股东权益合计	50,108.19	53,675.77
营业收入	218,138.65	242,438.25
利润总额	23,937.84	26,922.49
净利润	20,899.23	23,902.25
归属于母公司所有者的净利润	20,754.86	23,910.01
非经常性损益	9,858.66	3,124.76
扣非净利润	10,896.20	20,785.25
ROE	41.42%	44.55%
经营活动产生的现金流量净额	15,436.97	18,855.67
投资活动产生的现金流量净额	28,857.82	-10,185.07
筹资活动产生的现金流量净额	-49,003.71	-9,121.56
流动比率	1.47	1.33
速动比率	1.06	1.03
资产负债率	56.44%	58.63%
应收账款周转率（次）	3.58	4.12
存货周转率（次）	6.5	7.13

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

贝思特 18 年经审计归母净利润 2.39 亿元。贝思特 2017/18 年营收分别 21.81 亿元/24.24 亿元，归母净利润分别 2.08 亿元/2.39 亿元，扣非净利润分别 1.09 亿元/2.08 亿元，

ROE 分别 41.42%/44.55%。2017 年较大额的非经常性损益主要来自同一控制下企业合并从期初到合并日的合并利润。2017/18 年产生较大额的非经常性损益，主要是公司 2017 年 12 月收购贝恩科电缆、晨茂电子、贝思特电线电缆 100% 股权、2018 年 6 月收购贝思特门机 100% 股权，均为经营性资产，但由于均为同一控制下的企业合并，因此自期初到合并日的当期损益计入非经常性损益，实际上均为经营性的。

评估报告未来五年预测利润复合增速 9.6%。公司给出评估报告中对贝思特未来五年业绩的预测，2019-23 年净利润复合增速 9.6%，折现后得出企业经营性资产价值 26.33 亿元，减去贝思特合并口径的付息债务 1.40 亿元，评估价值 24.94 亿元，交易对价定为 24.87 亿元，对应 18 年约 10 倍 PE。可比上市公司市盈率中位数 25 倍、平均值 31 倍；可比案例 2015 年华宏科技收购威尔曼（电力零部件制造商）市盈率 12 倍。

表 5：贝思特财务预测

项目名称	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	257,643.08	274,562.71	291,799.79	310,051.17	328,817.46
减：营业成本	195,313.05	207,703.39	220,280.93	233,664.92	247,322.52
营业税金及附加	521.24	553.01	585.37	619.64	654.87
营业费用	8,698.28	9,244.69	9,801.45	10,385.36	10,998.97
管理费用	11,323.29	11,743.76	12,170.29	12,637.52	13,195.01
研发费用	14,274.18	14,913.09	15,548.78	16,203.31	16,900.34
财务费用	711.27	716.63	722.07	727.81	733.73
资产减值损失	105.95	214.19	218.2	231.05	237.56
营业利润	26,695.82	29,473.97	32,472.68	35,581.57	38,774.48
利润总额	26,695.82	29,473.97	32,472.68	35,581.57	38,774.48
减：所得税	3,113.66	3,497.81	3,916.29	4,350.46	4,794.60
净利润	23,582.16	25,976.16	28,556.40	31,231.11	33,979.87
YOY		10.15%	9.93%	9.37%	8.80%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：2019.1-4 电梯产量累计增速 19.4%



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 2：2019.4 电梯产量增速 21.3%



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

2019 年前 4 月电梯行业景气度持续超预期。2017 年我国电梯人均保有量 40 台/万人，超越世界人均，但与发达国家比仍有差距；未来随着城镇化、旧梯升级报废、旧建筑物加装等因素推动，国内电梯需求仍将维增长。2019 年以来房屋开工面积增速持续上行，1-4 月累计增速 13.1%，带动电梯行业景气度提升，1-4 月国内电梯产量 21.5 万台，

同增 19.4%，较 1-3 月环比提升 3.4pct；4 月单月电梯产量达 7.4 万台，同增 21.3%，环比提升 4.1pct。电梯行业景气度超预期上行，核心零部件供应商将受益，贝思特及汇川电梯板块 19 年业绩有望超预期。

贝思特与汇川在客户、产品方面形成互补，协同作用明显。贝思特目前已与多家跨国企业厂商，以及优秀的国内厂商建立起稳定的合作关系，2017-19 连续 3 年获通力金牌供应商奖，为全球唯一，贝思特超 6 成收入来自跨国公司及海外。而汇川约 8 成电梯产品销售给国内客户，跨国企业和出口的占比 20% 左右，两家公司形成很好的互补关系，与贝思特联手汇川的电梯一体机有望加速进入跨国企业供应链。贝思特主营电梯人机+电缆，和汇川的一体机控制系统，组成电梯大配套系统，二者在产品方面互补也很明显，提升大配套的能力。

本次收购属战略性收购，联手打造全球一流的零部件供应商。对于汇川，收购贝思特的战略意义有三条：(1)顺应电梯行业大配套的趋势，大幅提升公司电梯电气整体解决方案能力。目前电梯行业竞争激烈，集中度提升，下游整梯厂商基于资源优化、降本增效等因素的考虑，对零部件多样、一体化、大配套的诉求日益增大。与贝思特联手后，汇川电梯电气产品品类延伸，整体解决方案能力有望大幅增强。(2)形成世界一流的电梯零部件供应商，符合公司的战略愿景。汇川电梯一体化业务 17 年收入 11.21 亿元，与贝思特联手后将形成超 35 亿元的收入体量，将形成电梯行业世界一流的供应商，对其他业务板块也有借鉴作用。(3)丰富汇川的经营模式和业务模式。经营层面上，汇川未来业务结构分三类，即稳定利润现金流奶牛型业务+高新成长业务+高风险兼蕴含高盈利预期业务，业务各占约三分之一，分别对应目前汇川电梯、通用、汽车三大板块，形成稳健而又进取的经营模式。业务模式上，贝思特精细化的管理带来低毛利条件下的高净利率；销售模式上，贝思特以直销为主，对直销的管理也值得借鉴。

19Q1 工控行业弱复苏。2019Q1 自动化市场增速 1.7%，较 18Q4 的增速 0.00% 环比改善，其中 OEM、项目型市场分别-3.7%、5.8%。此前预期 19Q1 下降，工控行业提前进入弱复苏阶段。从宏观指标上来看，19 年 3/4 月 PMI 分别 50.5/50.1，持续位于荣枯线上方。汇川工控订单 4 月开始有弱复苏迹象，同比有个位数的增长，随着景气度的不断恢复公司工控业务仍将维持较好增长。

盈利预测与投资评级：维持公司 19-21 年归母净利润为 14.17/18.00/23.79 亿元，同比分别+21.5%/27.0%/32.2%；EPS 分别 0.85/1.08/1.43 元；对应现价 PE 分别 27/21/16 倍。联手贝思特后公司将形成全球一流的电梯零部件供应商，协同效应显著；工控行业提前进入弱复苏阶段，汇川通用自动化业务增长有望加速；新能源乘用车电控业务今年开始放量，未来潜力大，公司历史估值区间在 27-60 倍，目前已至下限，给予 19 年 45 倍 PE，目标价 38.4 元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济风险、客户拓展低于预期

汇川技术三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	7693.4	11650.1	14235.0	17842.5	营业收入	5874.4	8083.1	10526.9	14328.7
现金	515.8	1500.0	1500.0	1500.0	减:营业成本	3418.2	4786.5	6310.6	8804.8
应收账款	3447.9	5093.5	6345.0	7851.3	营业税金及附加	45.7	76.8	97.9	129.0
存货	1263.8	1835.9	2334.1	3136.0	营业费用	504.5	637.6	777.7	958.2
其他流动资产	2465.9	3220.7	4055.9	5355.2	管理费用	1004.0	1325.0	1672.9	2176.8
非流动资产	2636.0	2767.6	2983.5	3261.7	财务费用	-12.8	44.7	77.1	94.0
长期股权投资	577.7	577.7	577.7	577.7	资产减值损失	-32.3	-30.0	-35.0	-40.0
固定资产	1052.6	1196.4	1424.6	1715.1	加:投资净收益	310.4	260.0	298.5	343.5
在建工程	167.8	110.3	138.1	176.4	其他收益	1282.7	1552.7	1969.2	2594.5
无形资产	368.0	355.7	343.5	331.2	营业利润	1.0	18.0	21.6	25.9
其他非流动资产	637.7	637.7	637.7	637.7	加:营业外净收支	1283.7	1570.7	1990.8	2620.4
资产总计	10329.4	14417.7	17218.5	21104.3	利润总额	74.9	94.2	119.4	157.2
流动负债	3517.5	6809.9	8582.8	11115.6	减:所得税费用	41.8	59.1	71.1	83.7
短期借款	584.6	1900.2	2239.6	2463.0	少数股东损益	1166.9	1417.4	1800.2	2379.4
应付账款	1848.4	2885.0	3890.1	5548.2	归属母公司净利润	902.0	1257.3	1667.8	2259.9
其他流动负债	1084.5	2024.7	2453.1	3104.4	EBIT	1040.2	1376.7	1821.2	2455.9
非流动负债	277.1	277.1	277.1	277.1	EBITDA	310.4	260.0	298.5	343.5
长期借款	90.0	90.0	90.0	90.0					
其他非流动负债	187.1	187.1	187.1	187.1	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	3794.6	7087.0	8859.9	11392.7	每股收益(元)	0.70	0.85	1.08	1.43
少数股东权益	292.7	324.1	361.8	406.2	每股净资产(元)	3.75	4.22	4.81	5.60
归属母公司股东权益	6242.1	7006.6	7996.8	9305.4	发行在外股份(百万股)	1665.1	1662.0	1662.0	1662.0
负债和股东权益	10329.4	14417.7	17218.5	21104.3	ROIC(%)	14.3%	16.3%	17.5%	20.3%
					ROE(%)	18.7%	20.2%	22.5%	25.6%
					毛利率(%)	41.8%	40.8%	40.1%	38.6%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	19.9%	17.5%	17.1%	16.6%
经营活动现金流	471.3	567.5	875.0	1361.6	资产负债率(%)	36.7%	49.2%	51.5%	54.0%
投资活动现金流	151.2	-246.0	-404.3	-514.3	收入增长率(%)	23.0%	37.6%	30.2%	36.1%
筹资活动现金流	-103.3	662.8	-470.7	-847.3	净利润增长率(%)	10.1%	21.5%	27.0%	32.2%
现金净增加额	520.7	984.2	0.0	0.0	P/E	32.73	26.90	21.18	16.02
折旧和摊销	138.2	119.4	153.4	196.0	P/B	6.12	5.44	4.77	4.10
资本开支	-302.1	-246.0	-404.3	-514.3	EV/EBITDA	40.37	32.89	25.84	20.19
营运资本变动	-2087.1	-1030.7	-1151.3	-1298.2					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

