

汇川技术(300124.SZ)

首个智能制造产业基金落地，外延并购将

显著提速

评级：**买入** 前次 **买入**

目标价(元)：**75-**

分析师 联系人
曾朵红 于潇

S0740514080001

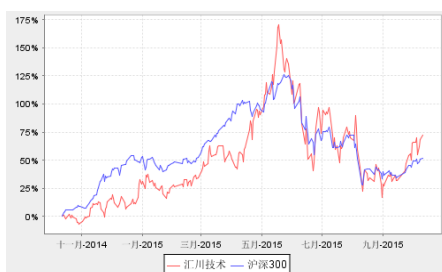
zengdh@r.qlzq.com.cn yuxiao@r.qlzq.com.cn

2015年11月13日

基本状况

总股本(百万股)	794.50
流通股本(百万股)	620.99
市价(元)	48.42
市值(百万元)	36469.81
流通市值(百万元)	30068.17

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,725.8	2,242.5	2,685.7	3,453.8	4,470.4
营业收入增速	44.64%	29.94%	19.76%	28.60%	29.43%
净利润增长率	76.39%	18.94%	29.82%	35.33%	31.04%
摊薄每股收益(元)	0.72	0.85	1.11	1.50	1.96
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市 市盈率(倍)	57.45	48.30	37.21	27.49	20.98
PEG	1.09	1.84	1.23	0.77	0.67
每股净资产(元)	7.88	4.41	5.02	6.51	8.47
每股现金流量(元)	1.16	0.67	0.62	1.01	1.05
净资产收益率	18.28%	19.30%	22.03%	22.97%	23.13%
市净率	7.42	6.62	7.97	6.14	4.72
总股本(百万元)	794.50	794.50	794.50	794.50	794.50

备注：市场预测取聚源一致预期

投资要点

- **汇川技术与招科创新拟成立智能装备与硬件产业投资基金。**公司拟与深圳招科创新投资基金合伙企业(有限合伙)(以下简称“招科创新”)合作设立招科创新智能装备与硬件产业投资基金(有限合伙)(暂定名,以下简称“智能产业基金”)。招科创新将成立深圳市招科智汇投资管理合伙企业(有限合伙)(以下简称“招科智汇”),招科智汇作为智能产业基金的普通合伙人,将认缴智能产业基金第一期出资人民币500万元,汇川技术将作为智能产业基金有限合伙人,以自有资金出资人民币1亿元,同时,智能产业基金将引入其他有限合伙人。智能产业基金总规模人民币8.1亿元,分为两期募集,第一期规模为人民币3.1亿元,第二期规模为人民币5亿元,所有合伙人的出资方式均为货币现金出资。其中,汇川技术拟以自有资金认缴智能产业基金第一期出资人民币1亿元。智能产业基金的存续期限采用5+1+1模式(基金存续期5年,其中2年投资期,3年退出期;5年后可视项目退出状况选择是否延长,每次延长1年,总共两次)。智能产业基金拟投资于自动化领域核心部件、智能设备、高端装备、智能制造、智能产业平台、智能硬件等。
- **汇川技术与招科创新优势互补,将充分利用招科创新的投资经验与资源。**公司自主研发并掌握了控制器、驱动器、电机、编码器等核心零部件技术,在技术理解深度、人才队伍、客户资源储备方面具有优势。招科创新为一家由招商局资本作为主发起人发起的专业科技企业股权投资基金,拥有一支从业经验丰富的投资管理团队,具备广泛的投资项目资源,以及股权投资运作和投后管理的丰富经验,在智能装备及先进制造领域有较多的项目投资案例及储备项目。招科创新投资基金背靠招商局100%控股的招商科技集团,其过往直投项目主要集中在新能源、IT信息技术和智能制造领域。据公司网站信息,招科创新曾经投资企业包括古瑞瓦特、蓝普科技、蓝科电子、星邦重工、柏瑞凯、康达机电、德森精密、销邦科技、创鑫激光等,目前以上企业大都保持1000万以上的盈利状态,而且大多数企业均保持每年30%以上增速。汇川技术和招科创新强强联合,将充分利用汇川的产业经验和招科创新的投资经验与资源,把智能产业基金做大做强。
- **汇川拥有所投资企业的优先收购权,可利用智能产业基金平台布局重点战略方向。**基金所投资项目退出时,原则上汇川技术拥有优先收购的权利,即使在汇川技术放弃优先购买权的前提下,基金亦将不选择与汇川技术直接有业务竞争关系的机构或企业作为受让方。汇川技术在考虑战略布局的情况下,将会经

过专业顾问委员会推荐某些投资项目的，对于该部分投资项目，可以在适当的时候由汇川技术进行收购。公司可利用智能产业基金的平台，布局符合公司主营业务战略发展方向的项目，促使公司产业经营和资本运营达到良性互补，进一步提升公司整体竞争实力和盈利能力。智能产业基金将通过整合各方的资源优势，通过专业化的投资管理团队运作，及时把握并购机会，降低投资并购风险。

图表 1：深圳招科创新投资基金合伙企业（招科创新）合伙人及出资金额

合伙人	名称	出资金额（万元）
普通合伙人	深圳海纳融智创业投资管理企业（有限合伙）	500
有限合伙人	深圳市招商局科技投资有限公司	2000
	科学技术部科技型中小企业技术创新基金管理中心	2000
	深圳市旭洋投资有限公司	2500
	陈义武	500
	杨敏	500
	朱红	500
	武坚	500
	饶永霞	500
	范金霞	500

来源：中泰证券研究所

- **通过成立产业并购基金，公司将加速智能制造领域布局，有望率先成为工业 4.0 的巨头。**公司 10 月 27 日发布公告，拟使用不超过人民币 8 亿元，发起设立或者与符合资质的专业投资者共同发起、设立多个产业并购基金，公司的产业并购基金拟投资于国内外智能制造和新能源汽车领域，与公司的主营业务相关、能形成规模效应或者协同效应、具有良好发展前景的目标企业或资产，主要投资方向包括核心部件、智能装备、软件、系统集成等。汇川技术在变频器、控制器、伺服等核心零部件掌握核心技术优势，工业 4.0 卡位极好，通过成立产业并购基金，加速公司在核心部件、MES 系统、系统集成等方向布局，汇川有望率先成为工业 4.0 的巨头。而今年 6 月份公布的公司收购的江苏经纬，是公司开始尝试性的迈出外延并购的第一步，此次设立招科创新智能装备与硬件产业投资基金，是公司开始大踏步进行外延并购来加快发展的关键一步。中国制造 2025 和机器人十三五规划都指明了智能制造领域的巨大机会，汇川适时加大布局，将在智能制造领域扮演非常重要和关键的角色，成为工业 4.0 的龙头企业。
- **新能源汽车电机控制器业绩靓丽，后续相关产业并购基金的成立与外延收购值得期待。**最新工信部公布 1-10 月份新能源汽车累计生产 20.69 万辆，同比增长 3 倍。其中，纯电动商用车生产 5.93 万辆，同比增长 9 倍，插电式混合动力商用车生产 1.50 万辆，同比增长 88%。汇川是商用车龙头宇通的独家电机控制器供应商，行业技术优势显著，今年前 3 季度新能源汽车电机控制器实现 3.53 亿元收入，同比增长 150%。我们预计公司新能源汽车控制器明年仍将有 50% 以上的高速增长。公司在 10 月 27 日公告中提出，将使用不超过 8 亿资金设立产业并购基金，重点投资于智能制造和新能源汽车领域，此次公司出资 1 亿元参与智能制造产业基金，看好其未来在新能源汽车领域的更多布局。
- **盈利预测和估值：**我们预计 2015-2017 年 EPS 分别为 1.11/1.50/1.96 元，同比增长 30/35/31%，考虑到公司新能源汽车电机控制器业务持续超预期、电动车已从客车进入乘用车方向，考虑到 2015 年公司在工业 4.0 有极佳的战略位置、考虑到公司将成立产业基金加快外延，给予公司 2016 年 50 倍 PE，目标价 75 元，维持买入评级，中期来看我们坚信公司具备至少千亿市值的潜力。
- **风险提示：**宏观经济增速下滑、房地产投资增速超预期下降、新产品开发进度低于预期。

图表 2: 汇川技术财务三张表

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	1,193	1,726	2,243	2,686	3,454	4,470
增长率	13.20%	44.6%	29.9%	19.8%	28.6%	29.4%
营业成本	-570	-814	-1,116	-1,327	-1,704	-2,208
% 销售收入	47.8%	47.2%	49.8%	49.4%	49.3%	49.4%
毛利	623	912	1,127	1,359	1,750	2,262
% 销售收入	52.2%	52.8%	50.2%	50.6%	50.7%	50.6%
营业税金及附加	-11	-15	-20	-24	-31	-40
% 销售收入	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-145	-187	-207	-228	-252	-291
% 销售收入	12.1%	10.8%	9.2%	8.5%	7.3%	6.5%
管理费用	-209	-250	-343	-357	-421	-505
% 销售收入	17.5%	14.5%	15.3%	13.3%	12.2%	11.3%
息税前利润 (EBIT)	258	459	556	749	1,045	1,426
% 销售收入	21.6%	26.6%	24.8%	27.9%	30.3%	31.9%
财务费用	59	67	69	75	97	127
% 销售收入	-4.9%	-3.9%	-3.1%	-2.8%	-2.8%	-2.8%
资产减值损失	-6	-12	-11	-11	-8	-14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	3	8	18	25
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.4%	0.8%	1.3%	1.4%
营业利润	311	514	617	821	1,152	1,563
营业利润率	26.1%	29.8%	27.5%	30.6%	33.4%	35.0%
营业外收支	56	153	159	190	228	263
税前利润	367	667	775	1,012	1,380	1,826
利润率	30.8%	38.7%	34.6%	37.7%	40.0%	40.8%
所得税	-47	-98	-85	-121	-179	-256
所得税率	12.8%	14.7%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%
净利润	320	569	690	890	1,201	1,570
少数股东损益	3	9	24	25	30	37
归属于母公司的净利润	318	560	666	865	1,171	1,534
净利率	26.6%	32.5%	29.7%	32.2%	33.9%	34.3%
					35%	31%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	320	569	690	890	1,201	1,570
少数股东损益	0	0	0	25	30	37
非现金支出	29	43	54	11	8	14
非经营收益	-65	-81	-83	-198	-246	-288
营运资金变动	-22	-79	-137	-219	-175	-473
经营活动现金净流	263	452	524	509	818	860
资本开支	38	71	127	-144	-186	-248
投资	0	-98	-403	0	0	0
其他	-216	-11	450	8	18	25
投资活动现金净流	-254	-181	-80	152	204	273
股权募资	5	21	77	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-119	-226	-385	0	-391	0
筹资活动现金净流	-115	-205	-308	0	-391	0
现金净流量	-105	67	137	661	631	1,133
资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	2,002	2,100	1,836	2,472	3,073	4,169
应收款项	491	784	1,216	1,155	1,447	1,889
存货	156	322	439	332	426	552
其他流动资产	31	85	498	523	534	550
流动资产	2,680	3,292	3,989	4,481	5,479	7,159
% 总资产	90.1%	86.7%	85.4%	86.0%	87.7%	90.1%
长期投资	0	0	4	4	4	4
固定资产	209	297	455	543	593	616
% 总资产	7.0%	7.8%	9.7%	10.4%	9.5%	7.8%
无形资产	71	175	162	119	111	103
非流动资产	293	503	683	729	771	786
% 总资产	9.9%	13.3%	14.6%	14.0%	12.3%	9.9%
资产总计	2,973	3,795	4,671	5,210	6,250	7,945
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	171	383	803	478	708	833
其他流动负债	73	145	172	536	145	145
流动负债	245	528	974	1,014	853	978
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	23	34	51	51	51	51
负债	267	562	1,025	1,065	904	1,029
普通股股东权益	2,692	3,065	3,452	3,926	5,097	6,631
少数股东权益	14	162	178	203	234	270
负债股东权益合计	2,973	3,789	4,656	5,194	6,234	7,930
比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	0.817	1.441	0.852	1.106	1.496	1.960
每股净资产 (元)	6.924	7.884	4.412	5.018	6.514	8.474
每股经营现金净流 (元)	0.677	1.163	0.670	0.618	1.007	1.053
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	11.80%	18.28%	19.30%	22.03%	22.97%	23.13%
总资产收益率	10.68%	14.79%	14.31%	16.65%	18.78%	19.34%
投入资本收益率	31.95%	34.74%	27.64%	39.87%	40.35%	44.96%
增长率						
营业总收入增长率	13.20%	44.64%	29.94%	19.76%	28.60%	29.43%
EBIT增长率	-16.57%	77.96%	21.12%	34.73%	39.52%	36.43%
净利润增长率	-6.60%	76.39%	18.94%	29.82%	35.33%	31.04%
总资产增长率	11.24%	27.43%	22.88%	11.53%	19.97%	27.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	51.8	60.5	71.9	69.4	65.7	66.8
存货周转天数	128.8	107.3	124.6	91.3	91.3	91.3
应付账款周转天数	71.7	98.5	107.2	109.5	127.8	116.8
固定资产周转天数	60.4	43.2	34.6	35.4	35.3	31.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-74.00%	-65.08%	-50.56%	-59.86%	-57.64%	-60.41%
EBIT利息保障倍数	-4.4	-6.9	-8.0	-9.9	-10.8	-11.3
资产负债率	8.99%	14.82%	22.02%	20.50%	14.50%	12.97%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。