

汇川技术(300124.SZ)

设立欧洲产业并购基金，将加速工业 4.0

战略布局

 评级：**买入** 前次：**买入**

 目标价(元)：**60**

 分析师 联系人
 曾朵红 于潇

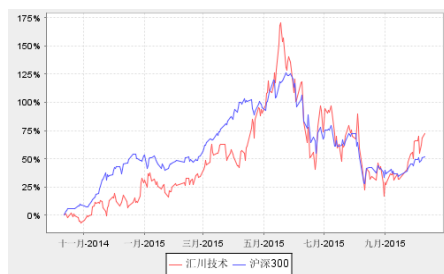
S0740514080001

 zengdh@r.qlzq.com.cn yuxiao@r.qlzq.com.cn
 2016 年 01 月 22 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)	36.38
市值(百万元)	28,904.00
流通市值(百万元)	22,591.49

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

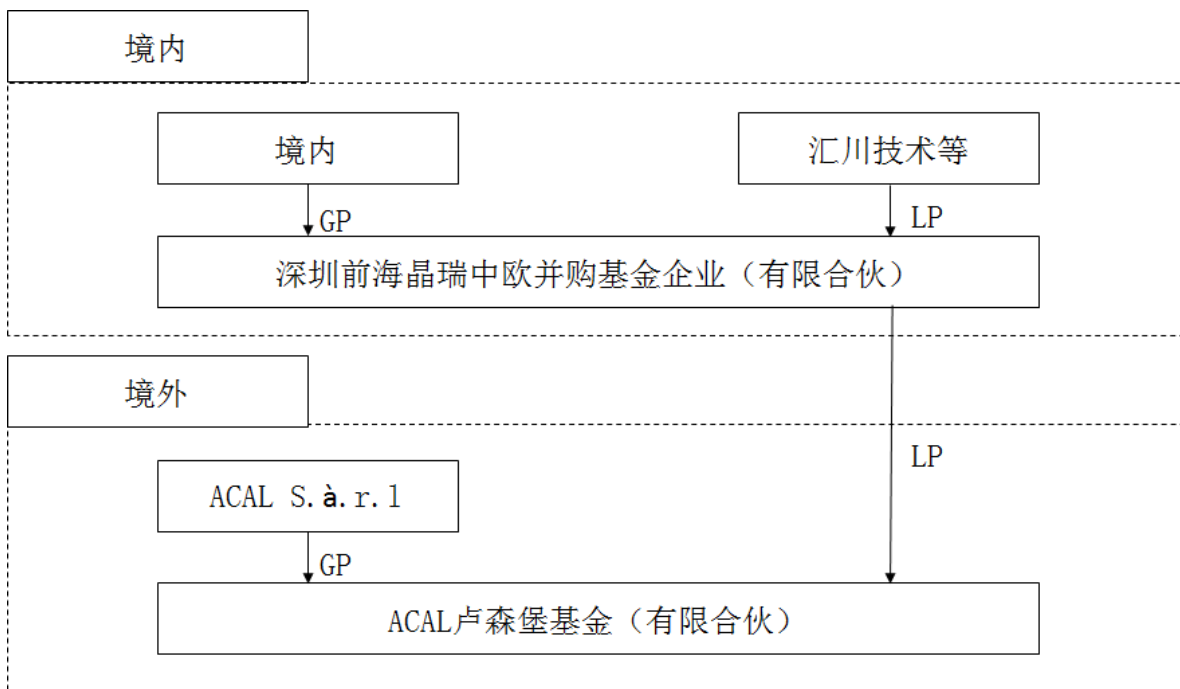
指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,725.8	2,242.5	2,720.7	3,496.3	4,563.8
营业收入增速	44.64%	29.94%	21.32%	28.51%	30.53%
净利润增长率	76.39%	18.94%	26.31%	32.54%	32.22%
摊薄每股收益(元)	0.72	0.85	1.08	1.43	1.88
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	50.81	42.72	33.82	25.52	19.30
PEG	1.07	1.81	1.41	0.86	0.66
每股净资产(元)	7.88	4.41	4.99	6.41	8.30
每股现金流量	1.16	0.67	0.55	0.93	0.95
净资产收益率	18.28%	19.30%	21.57%	22.23%	22.71%
市净率	7.42	6.62	8.02	6.24	4.82
总股本(百万股)	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

- 汇川技术拟出资 1.4 亿元参与设立投资于欧洲德语区的并购基金，将推进工业 4.0 战略布局。**公司董事会第十四次会议决议，公司将作为有限合伙人参与设立深圳前海晶瑞中欧并购基金投资企业(有限合伙)，该基金将投资于欧洲特别是德语区(德国、瑞士等)的工业自动化、新能源汽车、人工智能、无人飞行器及相关精密仪器、关键零部件产业的中小型标的企业。前海中欧基金系由晶瑞(深圳)投资管理有限公司发起设立，晶瑞投资作为普通合伙人认缴出资人民币 100 万元；公司作为有限合伙人认缴出资人民币 1.4 亿元；晶瑞投资还将引入其他有限合伙人认缴出资，但增加后的总认缴出资额不超过人民币 6 亿元。前海中欧基金成立后，将作为 ACAL 卢森堡基金(有限合伙)设立时的唯一有限合伙人，以卢森堡基金为其海外股权投资平台，同时由 ACAL Private Equity Management S.à r.l.(以下简称“ACAL”)担任卢森堡基金的普通合伙人。
- ACAL 在欧洲有广泛的产业资源和项目开拓能力，公司将借助其专业投资团队，收购掌握智能制造和新能源汽车领域先进技术。**欧洲地区，特别是德语区拥有许多工业自动化、新能源汽车及相关精密仪器、关键零部件的技术型企业及研发团队，在上述领域具有技术领先性和创新能力，代表着全球工业自动化、新能源汽车的技术发展方向。ACAL 卢森堡基金的普通合伙人 ACAL S.à r.l.是 ACAL Private Equity AG 设立的基金管理公司，ACAL Private Equity AG 成立于 2010 年，总部位于瑞士，基金管理总规模近 10 亿美元，主要投资领域为医疗器械、工业自动化、新能源、高科技及消费品等，具有资深的产业研究分析、投资组合管理、跨境收购及企业实体运营经验，在德语区有广泛的产业资源及强大项目开拓能力。汇川通过产业并购基金方式可借助欧洲专业的投资团队，筛选合适并购标的，降低公司直接海外收购的成本，并减少财务、税收、法律等方面风险。汇川通过收购掌握欧洲智能制造和新能源汽车先进技术，将持续提升公司的技术水平和完善公司的产品系列。

图表 1：前海晶瑞中欧并购基金投资架构图



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- **公司工业 4.0 卡位极好，前期规划将使用不超过 8 亿元设立并购基金，预计后续外延仍将推进，有望率先成为工业 4.0 的巨头。**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。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。公司 11 月 12 日发布公告，拟与招科创新成立智能装备与硬件产业投资基金，公司出资 1 亿元。此次公司出资 1.4 亿元成立投资欧洲德语区的并购基金，预计后续仍将发起或参与发起设立产业并购基金，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。
- **新能源汽车电机控制器业绩靓丽，16 年预计仍将实现 50% 以上高增长，有望比肩电梯一体机。**最新工信部公布 2015 年 12 月，我国新能源汽车生产 9.98 万辆，同比增长 3 倍。2015 年产量达 37.9 万辆，同比增长 4 倍。其中，纯电动商用车生产 14.79 万辆，同比增长 8 倍，插电式混合动力商用车生产 2.46 万辆，同比增长 79%。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%。宇通客车 2015 年客车总销量 6.7 万辆，预计新能源客车销量超过 1.8 万辆。我们预计汇川新能源汽车电机控制器 2015 年有望实现 6 亿收入，同比 14 年 2.94 亿元将实现翻倍增长。2016 年预计宇通新能源商用车仍将持续 40% 增长，同时公司今年在物流车、乘用车、低速车等领域的积极布局和投入，2016 年也将开始进入收获期，我们预计公司新能源汽车控制器 16 年仍将有 50% 以上的高速增长，有望成为跟电梯一体机相当规模的产品。
- **苏州 3 号线中标 4.26 亿元订单将明显提升业绩，新线突破值得期待，轨交业务将成为公司重要业务支柱。**江苏经纬 2013 年交付完成苏州 2 号线后，2014 年开始交付苏州 4 号线的订单，4 号线订单包含 40 列*4 动 2 拖，预计为几个亿的规模，同时公司在青岛也有轻轨项目中标。江苏经纬 2014 年收入 6267 万，15 年前

三季度并表收入很少，仅 1000 万左右。汇川持有江苏经纬 50% 股份，随着苏州地铁 4 号线的逐渐交付，苏州地铁 3 号线中标后将在 16/17 年开始交付，我们预计将给公司 2016/2017 年带来较大的业绩增厚。目前江苏经纬在跟踪的项目，地铁方面，除了苏州外，无锡、深圳、郑州等城市都在紧密跟进，汇川在深圳耕耘多年，我们预计将有所突破；有轨电车领域苏州、青岛等地项目都在跟踪；轻轨方面，公司 11 月 11 日公告中披露今年轻轨有一些订单，其它城市也都在持续跟进。我们预计江苏经纬将在 2016/2017 年开始迎来业绩爆发增长。

- **盈利预测和估值：**考虑到宏观经济的影响，我们略微调低盈利预测，我们预计 2015-2017 年 EPS 分别为 1.08/1.43/1.88 元（之前预测为 1.11/1.50/1.96 元），同比增长 26/33/32%，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 有极佳战略位置、考虑到公司成立产业基金将加快外延，给予公司目标价 60 元，对应 2016 年 42 倍 PE，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	2,721	3,496	4,564
增长率	13.20%	44.6%	29.9%	21.3%	28.5%	30.5%
营业成本	-570	-814	-1,116	-1,352	-1,741	-2,277
% 销售收入	47.8%	47.2%	49.8%	49.7%	49.8%	49.9%
毛利	623	912	1,127	1,369	1,756	2,286
% 销售收入	52.2%	52.8%	50.2%	50.3%	50.2%	50.1%
营业税金及附加	-11	-15	-20	-24	-31	-41
% 销售收入	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-145	-187	-207	-231	-266	-310
% 销售收入	12.1%	10.8%	9.2%	8.5%	7.6%	6.8%
管理费用	-209	-250	-343	-397	-469	-566
% 销售收入	17.5%	14.5%	15.3%	14.6%	13.4%	12.4%
息税前利润（EBIT）	258	459	556	716	990	1,369
% 销售收入	21.6%	26.6%	24.8%	26.3%	28.3%	30.0%
财务费用	59	67	69	64	81	104
% 销售收入	-4.9%	-3.9%	-3.1%	-2.4%	-2.3%	-2.3%
资产减值损失	-6	-12	-11	-12	-8	-15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	3	28	40	50
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.4%	2.9%	3.1%	2.9%
营业利润	311	514	617	796	1,103	1,508
营业利润率	26.1%	29.8%	27.5%	29.3%	31.5%	33.0%
营业外收支	56	153	159	182	208	233
税前利润	367	667	775	979	1,311	1,741
利润率	30.8%	38.7%	34.6%	36.0%	37.5%	38.2%
所得税	-47	-98	-85	-117	-170	-235
所得税率	12.8%	14.7%	11.0%	12.0%	13.0%	13.5%
净利润	320	569	690	861	1,140	1,506
少数股东损益	3	9	24	20	25	31
归属于母公司的净利润	318	560	666	842	1,115	1,475
净利率	26.6%	32.5%	29.7%	30.9%	31.9%	32.3%
				33%	32%	
现金流量表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	320	569	690	861	1,140	1,506
少数股东损益	0	0	0	20	25	31
非现金支出	29	43	54	12	8	15
非经营收益	-65	-81	-83	-210	-248	-283
营运资金变动	-22	-79	-137	-234	-176	-494
经营活动现金净流	263	452	524	448	750	775
资本开支	38	71	127	-137	-166	-218
投资	0	-98	-403	0	0	0
其他	-216	-11	450	28	40	50
投资活动现金净流	-254	-181	-80	165	206	268
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	613	565	1,043
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	2,429	2,969	3,981
应收款项	491	784	1,216	1,170	1,464	1,928
存货	156	322	439	338	435	569
其他流动资产	31	85	498	523	535	552
流动资产	2,680	3,292	3,989	4,460	5,404	7,030
% 总资产	90.1%	86.7%	85.4%	86.0%	87.5%	89.9%
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%	10.5%	9.6%	7.9%
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%	12.5%	10.1%
资产总计	2,973	3,795	4,671	5,189	6,174	7,815
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	171	383	803	486	722	857
其他流动负债	73	145	172	536	145	145
流动负债	245	528	974	1,022	867	1,002
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	1,073	918	1,053
普通股股东权益	2,692	3,065	3,452	3,903	5,018	6,493
少数股东权益	14	162	178	198	223	254
负债股东权益合计	2,973	3,789	4,656	5,173	6,159	7,800
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	1.076	1.426	1.885
每股净资产(元)	6.924	7.884	4.412	4.988	6.413	8.298
每股经营现金净流(元)	0.677	1.163	0.670	0.548	0.927	0.951
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%	21.57%	22.23%	22.71%
总资产收益率	10.68%	14.79%	14.31%	16.27%	18.11%	18.91%
投入资本收益率	31.95%	34.74%	27.64%	37.78%	37.98%	42.87%
增长率						
营业总收入增长率	13.20%	44.64%	29.94%	21.32%	28.51%	30.53%
EBIT增长率	-16.57%	77.96%	21.12%	28.72%	38.30%	38.29%
净利润增长率	-6.60%	76.39%	18.94%	26.31%	32.54%	32.22%
总资产增长率	11.24%	27.43%	22.88%	11.08%	18.99%	26.58%
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	35.0	34.9	30.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-74.00%	-65.08%	-50.56%	-59.23%	-56.65%	-59.00%
EBIT利息保障倍数	-4.4	-6.9	-8.0	-11.2	-12.2	-13.1
资产负债率	8.99%	14.82%	22.02%	20.74%	14.90%	13.50%

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“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“证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。