

汇川技术(300124.SZ)

收购上海莱恩，加快产业布局

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **25**
 首席分析师 联系人
 曾朵红 于潇
 S0740514080001
 021-20315167 021-20315168
 zengdh@r.qlzq.com.cn yuxiao@r.qlzq.com.cn
 2016年06月28日

基本状况

总股本(百万股)	1590.60
流通股本(百万股)	1246.59
市价(元)	19.57
市值(百万元)	31,128
流通市值(百万元)	24,396

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,242.5	2,770.5	3,553.9	4,332.8	5,234.9
营业收入增速	29.94%	23.54%	28.28%	21.92%	20.82%
净利润增长率	18.94%	21.46%	24.06%	28.89%	25.70%
摊薄每股收益(元)	0.84	1.02	0.63	0.81	1.02
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)	34.84	46.38	31.00	24.05	19.14
PEG	1.84	2.16	1.29	0.83	0.74
每股净资产(元)	4.43	5.10	2.68	3.50	4.52
每股现金流	0.67	1.01	-0.17	0.80	0.54
净资产收益率	19.21%	19.93%	23.52%	23.26%	22.63%
市净率	6.59	9.25	7.29	5.60	4.33
总股本(百万股)	795.25	795.25	1,590.6	1,590.6	1,590.6

备注: 市场预测取聚源一致预期

投资要点

- 汇川技术以 6000 万元自有资金收购及增资获得上海莱恩 60% 股权，完善机械传动领域战略布局。汇川技术发布公告，公司以自有资金 5000 万元，受让上海莱必泰数控机床股份有限公司（以下简称“上海莱必泰”）所持上海莱恩精密机床附件有限公司（以下简称“上海莱恩”）55.56% 的股权；股权转让完成后，公司将以自有资金向上海莱恩增资 1000 万元。上述股权转让及增资完成后，公司持有上海莱恩 60% 股权，上海莱必泰持有 32.4% 股权，冯金波等 5 名自然人股东持有 7.6% 的股权。上海莱必泰及其它股东承诺上海莱恩 2016 年、2017 年和 2018 年的营业收入合计不低于 1.2 亿元，若实际营收低于 1.2 亿元，将以无偿或不超过一元人民币的对价转让所持有的上海莱恩共计 5% 的股权。在上海莱恩完成业绩承诺情况下，汇川可通过股票增发或现金方式收购上海莱必泰等股东持有的部分股权，具体价格、股权比例和方案另行协商。
- 上海莱恩在滚珠丝杠领域定位中高端，对标外资品牌已取得较佳成绩，依托汇川的研发能力和市场资源将进一步提升其竞争力。上海莱恩 2006 年 2 月成立，最初由上海莱必泰和日本 NTN 的中国全资子公司恩梯恩共同创办。上海莱必泰主要生产轴承及自动生产线，部分产品已达到国际同类产品水平；日本 NTN 是世界最大的轴承生产商之一。上海莱恩主要设计、生产三轴以上数控机床的高精度滚珠丝杠，滚珠丝杠是工业自动化领域核心的机械传动部件，国内市场长期被外资品牌占据。上海莱恩在滚珠丝杠行业主要以高精度中高端市场为主，具有成熟的高精度设计和工艺能力，优秀的机械设计、制造领域人才队伍，产品对标外资品牌已进行数年的销售，产品的可靠性和稳定性也已得到初步验证。目前上海莱恩已在全电动注塑机、工业自动化设备、精密机床和高压开关箱等行业取得应用，而汇川在相关的机械传动领域有较好的市场和客户资源，同时汇川还将利用自身平台提升上海莱恩的研发水平和产品开发能力，在研发、市场资源上预计双方将实现较好的协同效应。

图表 1：上海莱恩主要财务数据（万元）

项目	2016. 3. 31	2015. 12. 31
应收账款	347	310
资产总计	3830	3934
负债合计	475	567
所有者权益合计	3356	3367
项目	2016 年 1-3 月	2015 年
营业收入	388	1970
营业利润	-12	265
净利润	-17	259
经营活动产生现金流量净额	-14	-52

来源：中泰证券研究所

- **公司是工业 4.0 龙头标的，预计后续外延发展将进一步加快，期待智能装备和新能源汽车上更多战略布局。** 汇川在变频器、控制器、伺服等核心零部件领域掌握核心技术优势，此次收购上海莱恩，有利于完善汇川技术在机械传动领域的产品和整体解决方案。公司目标成为世界一流的工业自动化产品及解决方案供应商，将不断优化产业布局。公司 2015 年 10 月公告，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，拟投资于国内外智能制造和新能源汽车领域，主要投资方向包括核心部件、智能装备、软件、系统集成等。公司去年 11 月 12 日发布公告，拟与招科创创新成立智能装备与硬件产业投资基金，公司出资 1 亿元；1 月 22 日发布公告，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。
- **新能源汽车电控二季度订单大幅好转，通用伺服持续高增长，通用变频和电梯一体机稳定增长。** 公司新能源汽车电控一季度受核查骗补影响有所下滑，随着核查结束，4、5 月份订单大幅好转，今年 1-5 月订单预计近 5000 台，预计二季度及下半年公司新能源客车电控将有较好增长。同时公司物流车电控订单充足，乘用车电控已在几家客户试机或销售，充电桩产品已进入客户供应商体系，预计 2016 年公司新能源汽车板块将实现 30-50% 增长。通用伺服延续高速增长态势，主要下游行业 3C、锂电景气度较好，预计上半年将有 60-70% 增长，预计全年将有 50% 以上增长。公司通用变频主要下游行业需求较去年有所好转，预计全年会有 10-20% 增长。电梯一体机受益于市场份额的提升和在外资大客户的开拓，预计上半年将会有近 20% 增长，2016 年全年将稳定增长。
- **盈利预测和估值：** 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.63/0.81/1.02 元，同比增长 24/29/26%，考虑到公司新能源汽车电机控制器的行业龙头地位、电动车已从客车进入乘用车方向，考虑到公司在工业 4.0 有极佳的战略位置、考虑到公司成立产业基金将加快外延，给予公司 2016 年 40 倍 PE，目标价 25 元，维持买入评级，中期来看我们坚信公司具备千亿市值的潜力。
- **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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	1,726	2,243	2,771	3,554	4,333	5,235
增长率	44.64%	29.9%	23.5%	28.3%	21.9%	20.8%
营业成本	-814	-1,116	-1,428	-1,859	-2,245	-2,642
% 销售收入	47.2%	49.8%	51.5%	52.3%	51.8%	50.5%
毛利	912	1,127	1,343	1,695	2,088	2,593
% 销售收入	52.8%	50.2%	48.5%	47.7%	48.2%	49.5%
营业税金及附加	-15	-20	-27	-32	-39	-47
% 销售收入	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-187	-207	-226	-274	-321	-377
% 销售收入	10.8%	9.2%	8.2%	7.7%	7.4%	7.2%
管理费用	-250	-343	-408	-505	-598	-701
% 销售收入	14.5%	15.3%	14.7%	14.2%	13.8%	13.4%
息税前利润 (EBIT)	459	556	681	884	1,130	1,467
% 销售收入	26.6%	24.8%	24.6%	24.9%	26.1%	28.0%
财务费用	67	69	45	42	60	87
% 销售收入	-3.9%	-3.1%	-1.6%	-1.2%	-1.4%	-1.7%
资产减值损失	-12	-11	-28	-30	0	-13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	3	26	35	45	55
% 税前利润	0.0%	0.4%	2.9%	3.1%	3.0%	2.9%
营业利润	514	617	725	931	1,235	1,596
营业利润率	29.8%	27.5%	26.2%	26.2%	28.5%	30.5%
营业外收支	153	159	181	217	256	302
税前利润	667	775	905	1,147	1,491	1,898
利润率	38.7%	34.6%	32.7%	32.3%	34.4%	36.3%
所得税	-98	-85	-71	-103	-149	-209
所得税率	14.7%	11.0%	7.9%	9.0%	10.0%	11.0%
净利润	569	690	834	1,044	1,342	1,689
少数股东损益	9	24	25	40	48	63
归属于母公司的净利润	560	666	809	1,004	1,294	1,627
净利率	32.5%	29.7%	29.2%	28.3%	29.9%	31.1%
				24%	29%	26%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	569	690	834	1,044	1,342	1,689
少数股东损益	0	0	0	40	48	63
非现金支出	43	54	78	30	0	13
非经营收益	-81	-83	-106	-252	-301	-357
营运资金变动	-79	-137	-5	-1,090	223	-483
经营活动现金净流	452	524	802	-227	1,312	926
资本开支	71	127	207	-408	-214	-287
投资	-98	-403	-988	0	0	0
其他	-11	450	419	35	45	55
投资活动现金净流	-181	-80	-776	443	259	342
股权募资	21	77	190	0	0	0
债权募资	0	0	-5	0	0	0
其他	-226	-385	-338	0	-795	0
筹资活动现金净流	-205	-308	-153	0	-795	0
现金净流量	67	137	-127	216	776	1,267

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,100	1,836	1,408	1,583	2,311	3,516
应收款项	784	1,216	1,385	1,632	1,815	2,212
存货	322	439	576	637	561	661
其他流动资产	85	498	1,305	1,344	1,356	1,368
流动资产	3,292	3,989	4,674	5,196	6,043	7,756
% 总资产	86.7%	85.4%	78.6%	82.8%	84.3%	87.2%
长期投资	0	4	3	3	3	3
固定资产	297	455	595	683	733	756
% 总资产	7.8%	9.7%	10.0%	10.9%	10.2%	8.5%
无形资产	175	162	462	183	175	167
非流动资产	503	683	1,273	1,082	1,124	1,139
% 总资产	13.3%	14.6%	21.4%	17.2%	15.7%	12.8%
资产总计	3,795	4,671	5,947	6,278	7,167	8,895
短期借款	0	0	2	2	2	2
应付款项	383	803	1,304	655	997	1,036
其他流动负债	145	172	269	1,001	206	206
流动负债	528	974	1,575	1,658	1,205	1,244
长期贷款	0	0	13	13	13	13
其他长期负债	34	51	69	69	69	69
负债	562	1,025	1,657	1,739	1,287	1,325
普通股股东权益	3,072	3,468	4,060	4,268	5,563	7,189
少数股东权益	162	178	230	270	318	381
负债股东权益合计	3,795	4,671	5,947	6,278	7,167	8,895

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	1.441	0.852	1.018	0.631	0.814	1.023
每股净资产(元)	7.901	4.432	5.105	2.684	3.497	4.520
每股经营现金净流(元)	1.163	0.670	1.008	-0.168	0.795	0.542
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	18.24%	19.21%	19.93%	23.52%	23.26%	22.63%
总资产收益率	14.76%	14.26%	13.61%	15.99%	18.05%	18.29%
投入资本收益率	34.54%	27.40%	21.69%	27.11%	28.41%	32.12%
增长率						
营业总收入增长率	44.64%	29.94%	23.54%	28.28%	21.92%	20.82%
EBIT增长率	77.96%	21.12%	22.55%	29.76%	27.85%	29.79%
净利润增长率	76.39%	18.94%	21.46%	24.06%	28.89%	25.70%
总资产增长率	27.64%	23.08%	27.30%	5.58%	14.16%	24.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	59.5	70.5	86.3	80.0	65.7	66.8
存货周转天数	107.3	124.6	129.9	125.0	91.3	91.3
应付账款周转天数	98.5	107.2	112.4	109.5	127.8	116.8
固定资产周转天数	43.2	34.6	53.5	65.3	59.7	53.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-64.95%	-50.35%	-32.46%	-34.55%	-39.05%	-46.25%
EBIT利息保障倍数	-6.9	-8.0	-15.2	-21.1	-18.8	-16.8
资产负债率	14.80%	21.95%	27.86%	27.71%	17.95%	14.90%

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“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。