

汇川技术（300124）点评报告

轨交子公司引入新投资者，智能制造战略布局有望提速

买入（维持）

投资要点：

■ 轨交子公司引入新投资者，庄仲生增资 6500 万元获得经纬轨道 9.1% 股份，并承诺协助经纬获得苏州、深圳以外牵引系统订单。汇川技术、江苏经纬另一自然人股东马建锋、庄仲生三方共同签署了《投资协议书》，庄仲生将增资 6500 万元获得经纬轨道 9.1% 股权。增资完成后，汇川技术和马建锋分别持有经纬轨道 45.45% 股份，汇川技术仍通过董事会席位安排保持对经纬轨道的实际控制地位，经纬轨道继续纳入汇川技术合并报表范围。庄仲生承诺，将动用自身在轨道交通领域的业务资源和力量，协助经纬轨道在 2017-2018 年合计两个年度在中国国内（不含苏州、深圳）的城市地铁招标中至少成功获取一条完整的牵引系统订单，若未完成上述承诺目标，汇川技术、马建锋、庄仲生三方同意，庄仲生将持有的 9.1% 经纬轨道股权转让给经纬轨道原有股东或由经纬轨道回购，转让或回购价格为 6500 万元，价款以现金支付。

■ 公司轨交业务在地铁领域集中在苏州，正积极争取深圳地铁项目，借力庄仲生的行业资源与经验有望在其它地区实现突破。轨交牵引系统具有较高的市场壁垒，进入新的城市较难，而一旦在某城市实现中标，往往获得后续订单可能性较大。经纬轨道目前在地铁领域业绩集中在苏州，已中标并执行苏州地铁 2 号线及延伸线、4 号线、3 号线，同时积极参与深圳地铁的招标。汇川技术在深圳市耕耘多年，经纬轨道在深圳有望率先实现突破。本次经纬轨道引入新投资者的目标在苏州、深圳以外市场，庄仲生自 2003 年起任上海天海受电弓制造有限公司董事长，自 2008 年起任咸阳现代轨道交通设备有限公司董事长。上海天海受电弓制造有限公司年产受电弓达 1500 多架套，根据公司网站信息，其受电弓被国内各大城市及国外地铁、轻轨，及铁路系统采用，占国内地铁、轻轨、车辆装车量的 70%，业绩遍布北京、上海、天津、深圳、南京等十几个城市。庄仲生多年来在受电弓的销售过程中，在轨道交通领域积累了丰富的资源及产业经验，将帮助经纬轨道提升其市场开拓能力。

■ 追加智能产业基金认缴出资，将加速智能制造产业布局。公司 2015 年 11 月公告，与深圳招科创新投资基金合作设立招科创新智能装备与硬件产业投资基金，第一期规模 3.1 亿，公司出资 1 亿元。2017 年 1 月 21 日，公司发布公告，基金名称变更为佛山市招科创新智能产业投资基金（有限合伙），普通合伙人变更为深圳市招商招科资本管理有限责任公司，基金规模调整为 3.5 亿元，投资方向为智能装备、机器人、先进制造、智能硬件领域。公司拟以自有资金追加认缴出资 2000 万元，追

2016 年 1 月 23 日

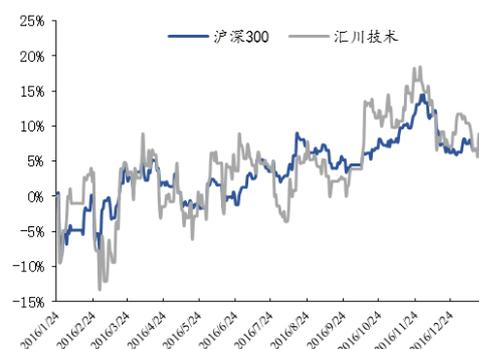
首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码：S0600516080001

zengdh@dwzq.com.cn

021-60199798

股价走势



市场数据

收盘价（元）	20.02
一年最低/最高价	18.19/20.74
市净率（倍）	6.71
流通市值（百万）	25357

基础数据

每股净资产（元）	2.76
资产负债率（%）	26.21%
总股本（百万股）	1663
流通 A 股（百万股）	1267

相关研究

1. 第三期股权激励落地，积极开发新能源汽车动力总成 2016-10-12
2. 通用变频和通用伺服增长超预期，积极布局新能源汽车和智能制造 2016-10-27

加后公司的合计认缴出资金额为 1.2 亿元。公司 2015 年 10 月公告拟使用不超过人民币 8 亿元,发起设立或参与发起设立多个产业并购基金,现已出资 5 亿元在欧洲德语区成立并购基金。我们预计在此次智能产业基金正式成立后,将加速公司在智能制造领域布局。汇川作为我国工业自动化龙头企业,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,同时公司已设立深圳沃尔曼建设精密轴承及相关精密机械部件平台,收购滚珠丝杠公司上海莱恩,进一步完善了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,有望率先成为工业 4.0 的巨头。

- **通用自动化业务需求回暖、进口替代加速,新能源汽车业务将开始销售电机,2017 年业绩有望超预期增长。**公司通用自动化业务占比达 50%已经是第一大业务,三季度以来同比增速显著提升。其中通用伺服近几年保持高速增长,在 3C、锂电等领域应用非常好,2016 年预计实现 3 亿收入,增长 50%,今年预计将保持 50%增长。通用变频下游行业需求去年下半年起转暖,公司通过工艺卖产品,在纺织、空压机等行业增长很好,去年预计实现收入 6 亿以上,增长 40%,我们预计今年增长 30%以上。新能源汽车业务预计 2016 年增长 30%,实现约 8.5 亿收入,今年在物流车领域公司在微面和蓝牌 4.5T 轻卡两个车型已经与多家车企完成了试制和配置公告,今年有望放量销售;客车领域今年公司给宇通将不只是供电机控制器,还会供货电机,未来还将供货动力总成,同时公司在其它客车企业也将会有一定增长。新能源汽车板块预计今年实现 30-50%增长,有望超出市场预期。
- **盈利预测和估值:**我们预计 2016-2018 年归属上市公司股东净利润为 9.60 亿、12.53 亿、16.02 亿元, EPS 分别为 0.60/0.75/0.96 元,同比增长 19/30/28%,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物流车、乘用车方向,考虑到公司在工业 4.0 有极佳的战略位置、并加大新能源汽车动力总成和工业机器人研发投入、产业基金将加快外延,给予目标价 28 元,对应公司 2017 年 37 倍 PE,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 1: 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	3,621	4,575	5,575
增长率	44.64%	29.9%	23.5%	30.7%	26.3%	21.9%
营业成本	-814	-1,116	-1,428	-1,914	-2,415	-2,937
% 销售收入	47.2%	49.8%	51.5%	52.9%	52.8%	52.7%
毛利	912	1,127	1,343	1,707	2,160	2,638
% 销售收入	52.8%	50.2%	48.5%	47.1%	47.2%	47.3%
营业税金及附加	-15	-20	-27	-33	-41	-50
% 销售收入	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-187	-207	-226	-297	-357	-424
% 销售收入	10.8%	9.2%	8.2%	8.2%	7.8%	7.6%
管理费用	-250	-343	-408	-558	-663	-769
% 销售收入	14.5%	15.3%	14.7%	15.4%	14.5%	13.8%
息税前利润 (EBIT)	459	556	681	820	1,099	1,394
% 销售收入	26.6%	24.8%	24.6%	22.6%	24.0%	25.0%
财务费用	66.8	69.2	45.0	40.2	47.1	77.6
% 销售收入	-3.9%	-3.1%	-1.6%	-1.1%	-1.0%	-1.4%
资产减值损失	-12	-11	-28	-34	-35	-18
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%	3.2%	3.2%	3.0%
营业利润	514	617	725	861	1,156	1,509
营业利润率	29.8%	27.5%	26.2%	23.8%	25.3%	27.1%
营业外收支	153	159	181	217	256	302
税前利润	667	775	905	1,078	1,412	1,811
利润率	38.7%	34.6%	32.7%	29.8%	30.9%	32.5%
所得税	-98	-85	-71	-86	-120	-159
所得税率	14.7%	11.0%	7.9%	8.0%	8.5%	8.8%
净利润	569	690	834	992	1,292	1,651
少数股东损益	9	24	25	31	40	49
归属于母公司的净利润	560	666	809	960	1,253	1,602
净利率	32.5%	29.7%	29.2%	26.5%	27.4%	28.7%
		18.9%	21.5%	18.7%	30.4%	27.9%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	569	690	834	992	1,292	1,651
少数股东损益	0	0	0	31	40	49
非现金支出	43	54	78	34	35	18
非经营收益	-81	-83	-106	-252	-301	-357
营运资金变动	-79	-137	-5	-1,177	-89	-431
经营活动现金净流	452	524	802	-371	977	930
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	59	576	0
债权募资	0	0	-5	0	0	0
其他	-226	-385	-338	0	-802	0
筹资活动现金净流	-205	-308	-153	59	-225	0
现金净流量	67	137	-127	130	1,010	1,272

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	1,506	2,477	3,700
应收款项	784	1,216	1,385	1,713	2,133	2,572
存货	322	439	576	655	794	925
其他流动资产	85	498	1,305	1,346	1,361	1,377
流动资产	3,292	3,989	4,674	5,220	6,765	8,575
% 总资产	86.7%	85.4%	78.6%	82.8%	85.8%	88.3%
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%	10.8%	9.3%	7.8%
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%	14.2%	11.7%
资产总计	3,795	4,671	5,947	6,302	7,889	9,714
短期借款	0	0	2	2	2	2
应付款项	383	803	1,304	672	1,192	1,366
其他流动负债	145	172	269	1,008	206	206
流动负债	528	974	1,575	1,682	1,400	1,574
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	1,764	1,482	1,656
普通股股东权益	3,072	3,468	4,060	4,277	6,106	7,708
少数股东权益	162	178	230	261	301	350
负债股东权益合计	3,795	4,671	5,947	6,302	7,889	9,714
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	0.599	0.753	0.964
每股净资产 (元)	7.901	4.432	5.105	2.666	3.672	4.635
每股经营现金净流 (元)	1.163	0.670	1.008	-0.251	0.564	0.530
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%	22.46%	20.51%	20.79%
总资产收益率	14.76%	14.26%	13.61%	15.24%	15.88%	16.50%
投入资本收益率	34.54%	27.40%	21.69%	24.79%	25.51%	29.10%
增长率						
营业总收入增长率	44.64%	29.94%	23.54%	30.70%	26.34%	21.86%
EBIT 增长率	77.96%	21.12%	22.55%	20.35%	34.01%	26.88%
净利润增长率	76.39%	18.94%	21.46%	18.67%	30.42%	27.93%
总资产增长率	27.64%	23.08%	27.30%	5.98%	25.18%	23.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	59.5	70.5	86.3	85.0	83.0	81.0
存货周转天数	107.3	124.6	129.9	125.0	120.0	115.0
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	64.1	56.6	49.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-64.95%	-50.35%	-32.46%	-32.86%	-38.43%	-45.73%
EBIT 利息保障倍数	-6.9	-8.0	-15.2	-20.4	-23.4	-18.0
资产负债率	14.80%	21.95%	27.86%	27.99%	18.79%	17.05%

资料来源: 公开资料, 东吴证券研究所

免責聲明

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>

