

# 汇川技术（300124）

## 轨交有望再添大单，地铁牵引系统加速国产化

买入（维持）

2018年2月13日

首席证券分析师 曾朵红

执业证书编号：

S0600516080001

021-60199798

[zengdh@dwzq.com.cn](mailto:zengdh@dwzq.com.cn)

研究助理 张月

021-60199586

[zhangyue@dwzq.com.cn](mailto:zhangyue@dwzq.com.cn)

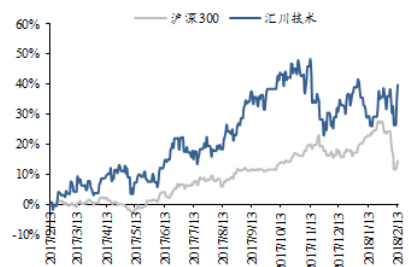
盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	3,660	4,635	6,119	8,171
同比（%）	32.1%	26.6%	32.0%	33.5%
净利润（百万元）	932	1073	1390	1843
同比（%）	15.1%	15.2%	29.5%	32.6%
毛利率（%）	48.1%	46.1%	46.0%	45.8%
ROE（%）	19.8%	20.4%	23.4%	26.8%
每股收益（元）	0.56	0.64	0.84	1.11
P/E	51.98	45.25	34.94	26.35
P/B	10.27	9.22	8.14	7.05

### 投资要点

■ 轨交有望拿下苏州第五条线，在手订单将达 10.5 亿左右，稳住苏州走向全国。公司 2 月 13 日发布公告，子公司江苏经纬成为苏州市轨道交通 5 号线工程车辆牵引系统采购项目的第一中标候选人，中标金额 4.2 亿元，交付时间从 19 年 11 月-21 年 6 月。目前，江苏经纬已经中标苏州轨交 2 号线、3 号线、4 号线、5 号线（5 号线为中标第一候选人）牵引系统，苏州有轨电车 2 号线牵引系统，以及宁波 4 号线及 2 号线二期牵引系统，在苏州地区地位稳固、中标率非常高，苏州外也有开拓，稳住苏州、走向全国趋势已经形成。展望未来，公司先前收购江苏经纬时董事长马建锋承诺 2017 年 6 月 30 日前协助江苏经纬至少获取一条完整的牵引系统订单（不含苏州、深圳），否则愿向汇川技术以无偿或不超过一元对价转让所持 5% 股权；2017 年 8 月将该承诺改为 2018 年 3 月 31 日前完成至少两条非苏州、深圳完整牵引系统订单；此外，2017 年 1 月公司增资入股引入投资者庄仲生，并承诺在 2017-18 年至少获取一条完整的牵引系统订单（不含苏州、深圳）。按照业绩承诺，马总还有 1 条非苏州、深圳线等待 2018 年 3 月 31 日前完成，庄总还有 1 条非苏州、深圳线等待 2018 年底完成，因此 2018 年有望再获 2 条及以上订单。2015 年底公司在手订单 3.46 亿，2016 年 6.1 亿，2017 年预计确认订单 1 个亿左右，若算上 5 号线在手订单将达 10.5 亿，若业绩承诺达成 2018 年订单将继续高速增长，保证未来 3 年的高速增长。

■ 轨交市场空间大，江苏经纬吸收斯柯达核心技术，作为有资质的民营企业具有很大稀缺性，与汇川技术协同效应明显。按照各城市城轨、地铁发展规划，2020 年全国将建成城轨、地铁 6,200 公里，2050 年将建成 11,700 公里。根据中国城市轨道交通协会等行业数据和测算，2015-2020 年全国轨道交通牵引与控制系统（含备品备件、独立件）年均需求量约 100 亿元（含地铁、有轨电车、轻轨）。其中，轨道交通牵引与控制系统是壁垒最高的零部件之一，掌握技术的主要为西门子、阿尔斯通、庞巴迪、ABB 等外资企业，国内仅有南车时代等突破牵引与控制技术，掌握核心技术的民营企业更是少之又少，江苏经纬之前也是跟斯柯达组成联合体投标，直至 2014 年 3 月获得斯柯达全套技术的转让，才成为唯一一家具有投标资质的民营企业，稀缺性不言而喻。汇川技术通过江苏经纬切入轨交市场后，在

### 股价走势



### 市场数据

收盘价（元）	29.18
一年最低/最高价	20.47/31.26
市净率（倍）	9.54
流通 A 股市值（百万元）	35822.30

### 基础数据

每股净资产（元）	3.06
资产负债率（%）	38.40
总股本（百万股）	1,664
流通 A 股（百万股）	1,228

### 相关研究

1. 业绩预告营收超预期，通用自动化、新能源物流车业务高速增长 2018-01-31
2. 通用自动化势头持续向好，新能源汽车领域恢复潜力大 2017-10-27
3. 新能源汽车领域恢复未来潜力大，通用领域景气高企增速放缓 2017-10-17
4. 通用自动化业务超预期，新能源车动力总成蓄势待发 2017-08-25

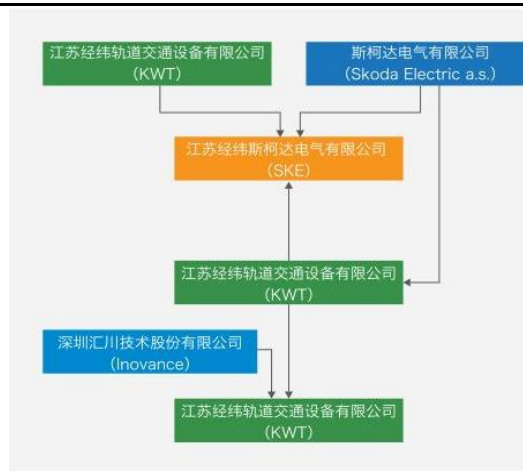
技术上，其工程传动产品及国内最强大的研发团队和资源，能够帮助江苏经纬短期内提升对斯柯达电气技术消化吸收和二次开发；机车牵引和控制与汇川的大工控、工程传动等具有很大的技术同源性，有助于提升江苏经纬的运营和盈利能力；市场方面，汇川也为江苏经纬打开了深圳市场，为江苏经纬提供更多的市场资源，汇川技术的切入对江苏经纬轨道交通业务的开拓、研发的国产化具有重大意义。

图表 1: 江苏经纬大事记

时间	事件
2010.04	江苏经纬轨道交通设备有限公司成立
2010.09	与捷克斯柯达电气有限公司（斯柯达电气）共同签约成立合资江苏经纬斯柯达电气有限公司
2011.12	中标苏州市轨道交通 2 号线（主线）工程车辆牵引系统项目
2012.02	签订苏州市轨道交通 2 号线工程车辆牵引系统采购合同（23 列 x3 动 2 拖）
2013.03	江苏经纬轨道交通设备有限公司研发中心暨江苏经纬斯柯达电气有限公司正式生产运营启动
2013.06	中标苏州市轨道交通 2 号线延伸线工程车辆牵引系统项目（17 列 x3 动 2 拖）
2013.10	苏州市轨道交通 2 号线延伸线工程车辆牵引系统采购合同签订
2013.11	中标苏州市轨道交通 4 号线及支线工程车辆牵引系统项目（40 列 x4 动 2 拖）
2014.02	苏州市轨道交通 4 号线及支线工程车辆牵引系统采购合同签订
2014.10	BSR100%低地板现代有轨电车样车工程车辆牵引系统采购合同签订
2014.12	青岛市城阳区现代有轨电车工程车辆牵引系统采购合同签订
<b>2015.06</b>	<b>汇川技术收购江苏经纬股份并增资扩股:</b> 马建锋承诺 2017.6.30 前协助江苏经纬在中国国内（不含苏州、深圳）城市地铁招标中至少成功获取一条完整的牵引系统订单，否则愿向汇川技术以无偿或不超过一元人民币对价转让所持 5% 股权。
2015.07	苏州市高新区有轨电车 2 号线工程车辆牵引系统采购合同签订
2015.12	中标苏州市轨道交通 3 号线工程车辆牵引系统采购项目（4.26 亿）
2017.1	<b>增资扩股引入投资者:</b> 庄仲生将动用自身资源力量，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。 <b>马建锋改变业绩承诺:</b> 在 2018 年 3 月 31 日前，协助江苏经纬在中国国内（且不含苏州、深圳）的城市地铁招标中，至少成功获得两条分属不同城市的完整的牵引系统订单（含 2 条），如果达不到此业绩目标，则马建锋愿向汇川技术无偿或不超过一元对价转让所持有 5% 股权。
2017.8	的城市地铁招标中，至少成功获得两条分属不同城市的完整的牵引系统订单（含 2 条），如果达不到此业绩目标，则马建锋愿向汇川技术无偿或不超过一元对价转让所持有 5% 股权。
2018.1	中标宁波市轨道交通 4 号线及 2 号线二期工程车辆牵引系统采购项目 II 标段（1.23 亿）
2018.2	成为苏州市轨道交通 5 号线工程车辆牵引系统采购项目第一中标候选人（4.20 亿）

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 2: 江苏经纬发展历程图



资料来源：江苏经纬，东吴证券研究所

- **通用自动化随制造业持续复苏，纺织、3C 等主要下游资本开支仍处于扩张期，业务持续高增长。**2016 年下半年起行业需求回暖，公司的行业营销策略近几年也收效显著，通用伺服近几年在 3C、锂电、OLED、电子非标等领域应用非常好，持续替代日系品牌，通用变频器在新能源汽车空调变频、纺织、空压机等领域增长很好。2017 年预计将实现 60%以上增长，四季度同比增速比三季度复苏，预计 18Q1 维持四季度的增速。
- **电动车板块物流车持续高景气，客车持续修复，乘用车潜力巨大。**公司作为宇通独家供应商，在客车领域正从电控拓展到电机和动力总成；物流车全年订单 3 亿以上超预期；乘用车已经拿到四五个 A 点认证，一家一线品牌定点，海外大众、宝马等多次验厂，18 年下半年开始前期的研发投入陆续进入收获期。国内电机电控行业如果能走出一家世界级的企业，目前看非汇川莫属。整体来看，公司新能源汽车电控、尤其是乘用车电控是公司今年重点布局的研发方向，公司在新能源汽车领域去年来打造了 600 多人的研发队伍，占到整个公司研发人数约 30%，电动车板块 2017-2019 年有望分别投入 3、4、5 亿左右的研发费用，预计拉动公司研发费用率在 2017 年达到 11%-12% 的高水平。目前板块整体节奏有条不紊，我们预计 2017 年整体新能源汽车板块达到近 10% 的高个位数正增长。
- **电梯一体机四季度好于预期，预计全年约 15% 增长。**公司电梯一体机业绩偏周期性，与全国电梯产量、进口量高度相关。四季度受益于房地产持续复苏，国内电梯产量快速增长。公司电梯一体机在通力、蒂森、迅达等跨国企业中份额提升，并且在国内品牌的稳定中略有增长，受益于行业超预期与涨价红利，公司电梯一体机业务整体好于预期，预计全年有 15% 左右增速。
- **工业机器人高增长元年，预计全年贡献 1 亿以上营收。**公司工业机器人板块是一个单独事业部，是公司目前发力的主要方向之一，是公司由单一设备自动化走向产线自动化的关键环节，对公司长远发展影响深远。
- **盈利预测和估值：**我们预计 2017-2019 年归属上市公司股东净利润为 10.73/13.90/18.43 亿元，分别同增 15%/30%/33%；EPS 分别为 0.64/0.84/1.11 元。考虑到公司新能源汽车电控的龙头地位、同时在乘用车领域的大力布局和重大进展，考虑到工控自动化今年的强势复苏和公司工控领域的绝对龙头地位，给予 2018 年 45 倍 PE，目标价 37.8 元，维持买入评级。
- **风险提示：**宏观经济增速下滑、制造业投资增速超预期下降、新产品开发进度低于预期。

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)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>6390.3</b>	<b>7172.8</b>	<b>8922.1</b>	<b>11351.3</b>	营业收入	3660.0	4635.4	6119.3	8170.5
现金	1707.8	1700.0	1700.0	1700.0	营业成本	1899.0	2499.2	3303.6	4432.5
应收款项	2136.6	2285.9	3017.7	4029.3	营业税金及附加	37.3	41.7	55.1	73.5
存货	751.0	958.6	1267.1	1700.1	营业费用	306.2	407.9	520.1	653.6
其他	1794.8	2228.2	2937.3	3921.9	管理费用	584.3	820.5	1052.5	1348.1
<b>非流动资产</b>	<b>1583.6</b>	<b>1809.1</b>	<b>2139.3</b>	<b>2563.8</b>	财务费用	-8.4	-42.3	-17.8	16.7
长期股权投资	203.3	203.3	203.3	203.3	投资净收益	30.1	40.0	48.0	57.6
固定资产	646.4	881.6	1221.4	1655.5	其他	-39.6	0.0	0.0	0.0
无形资产	287.8	278.2	268.6	259.0	营业利润	832.1	948.3	1253.7	1703.7
其他	446.0	446.0	446.0	446.0	营业外净收支	211.6	270.0	324.0	388.8
<b>资产总计</b>	<b>7973.9</b>	<b>8981.8</b>	<b>11061.5</b>	<b>13915.1</b>	利润总额	1043.6	1218.3	1577.7	2092.5
<b>流动负债</b>	<b>2855.6</b>	<b>3308.4</b>	<b>4668.8</b>	<b>6568.6</b>	所得税费用	63.5	109.6	142.0	188.3
短期借款	117.1	439.8	929.1	1587.8	少数股东损益	48.3	35.5	46.0	60.9
应付账款	1158.1	1599.4	2081.7	2793.1	归属母公司净利润	931.8	1073.2	1389.8	1843.2
其他	1580.4	1269.2	1657.9	2187.6	EBIT	833.2	866.1	1188.0	1662.8
<b>非流动负债</b>	<b>136.0</b>	<b>136.0</b>	<b>136.0</b>	<b>136.0</b>	EBITDA	921.3	914.0	1248.7	1743.1
长期借款	11.0	11.0	11.0	11.0					
其他	125.0	125.0	125.0	125.0	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>2991.6</b>	<b>3444.4</b>	<b>4804.7</b>	<b>6704.5</b>	每股收益(元)	0.56	0.64	0.84	1.11
少数股东权益	266.5	285.1	309.4	341.7	每股净资产(元)	2.84	3.16	3.57	4.13
归属母公司股东权益	4715.8	5252.4	5947.3	6868.9	发行在外股份(百万股)	1659.9	1664.2	1664.2	1664.2
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7973.9</b>	<b>8981.8</b>	<b>11061.5</b>	<b>13915.1</b>	ROIC(%)	17.0%	14.7%	16.9%	19.4%
					ROE(%)	19.8%	20.4%	23.4%	26.8%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	毛利率(%)	48.1%	46.1%	46.0%	45.8%
经营活动现金流	420.3	439.9	596.6	767.8	EBIT Margin(%)	22.8%	18.7%	19.4%	20.4%
投资活动现金流	-400.2	-233.9	-391.0	-504.9	销售净利率(%)	25.5%	23.2%	22.7%	22.6%
筹资活动现金流	695.0	-213.9	-205.6	-262.9	资产负债率(%)	37.5%	38.3%	43.4%	48.2%
现金净增加额	716.7	-7.8	-0.0	0.0	收入增长率(%)	32.1%	26.6%	32.0%	33.5%
折旧和摊销	88.1	48.0	60.7	80.4	净利润增长率(%)	15.1%	15.2%	29.5%	32.6%
资本开支	-82.8	-233.9	-391.0	-504.9	P/E	51.98	45.25	34.94	26.35
营运资本变动	-137.1	-699.8	-878.3	-1188.1	P/B	10.27	9.22	8.14	7.05
企业自由现金流	692.9	-97.6	-127.5	-99.5	EV/EBITDA	55.82	56.76	42.64	31.63

数据来源: Wind 资讯, 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>