

汇川技术 (300124)

轨交有望再添订单，稳住苏州走向全国 买入 (维持)

2018年3月14日

首席证券分析师 曾朵红

执业证书编号:

S0600516080001

021-60199798

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 张月

021-60199586

zhangyue@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	3,660	4,778	6,368	8,585
同比 (%)	32.1%	30.6%	33.3%	34.8%
净利润 (百万元)	932	1057	1405	1879
同比 (%)	15.1%	13.4%	33.0%	33.7%
毛利率 (%)	48.1%	45.7%	45.8%	45.4%
ROE (%)	19.8%	20.1%	23.6%	27.3%
每股收益 (元)	0.56	0.65	0.84	1.13
P/E	59.76	51.62	39.73	29.71
P/B	11.81	10.62	9.36	8.09

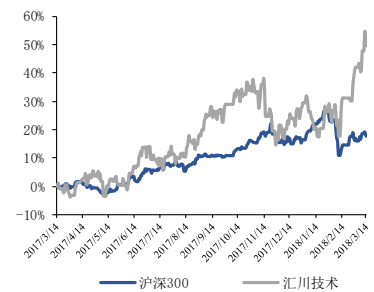
投资要点

■ **江苏经纬成贵阳市轨交2号线第一中标候选人，有望拿下非苏州深圳第二条线。**公司发布公告，子公司江苏经纬成为贵阳市轨道交通2号线一期工程及二期工程车辆牵引系统采购项目的第一中标候选人，中标金额2.5亿，一期交付时间暂定为2018年12月至2020年2月。此条订单为公司继宁波4号线及2号线二期牵引系统外的第二条非苏州深圳线。目前，在苏州地区，江苏经纬已经中标轨交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，中标率几乎为100%；在非苏州深圳地区，已经中标宁波4号线及2号线二期牵引系统、贵阳2号线一期及二期（贵阳为中标第一候选人），稳住苏州、走向全国趋势已经形成。

■ **目前在手订单有望达13亿，18仍有中标预期，未来3年陆续交付、业绩增长可期。**2015年底公司在手订单约3.5亿，2016年6.1亿，2017年预计确认订单1个亿左右，若算上苏州5号线及贵州2号线，在手订单将达13亿左右。此前，江苏经纬董事长马建锋承诺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的业绩；公司引入投资者庄仲生承诺在2017-18年至少获取一条非苏州、深圳完整的牵引系统订单。若贵阳市此条线算在业绩承诺内，马总或庄总承诺可能已经完成，江苏经纬2018年有望再获至少一条完整订单。另外从营收角度，2018-21年，苏州3号线、宁波4号线、苏州5号线、贵州2号线等有望陆续交付，未来3年轨交业绩高速增长可期。

■ **轨交市场空间大，汇川技术通过江苏经纬切入轨交市场，加速牵引系统国产化。**按照各城市城轨、地铁发展规划，2020年全国将建成城轨、地铁0.6万公里，2050年将建成1.2万公里。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2014年3

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	33.55
一年最低/最高价	20.81/35.21
市净率 (倍)	10.97
流通A股市值 (百万元)	41,187

基础数据

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

相关研究

1. 全年业绩符合预期，四季度增长提速，全面受益于智能制造、电动车浪潮 18-2-27
2. 业绩预告营收超预期，高质量增长之龙头，制造业皇冠上明珠 18-1-30
3. 通用自动化势头持续向好，新能源汽车领域恢复潜力大 17-10-27
4. 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 17-10-17

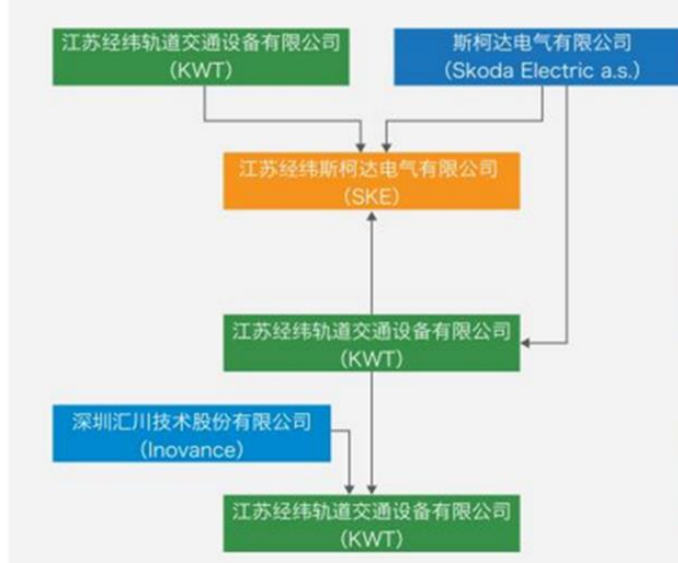
月获得斯柯达全套技术的转让，稀缺性不言而喻。汇川技术通过江苏经纬切入轨交市场，在技术上，其工程传动产品及研发团队和资源，能提升对斯柯达电气技术消化吸收和二次开发；机车牵引和控制与汇川的大工控、工程传动等具有很大的技术同源性，有助于提升江苏经纬的运营和盈利能力；市场方面，汇川也为江苏经纬打开了深圳市场，为江苏经纬提供更多的市场资源。

图表 1: 江苏经纬大事记

时间	事件	金额 (亿)	项目	交付	说明
2010年3月	江苏经纬成立				
2010年9月	江苏经纬与斯柯达签约成立合资公司				
2011年12月	中标		苏州市轨交2号线		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年2月	采购合同签订		苏州市轨交2号线		23列x3动2拖
2013年3月	江苏经纬斯柯达电气有限公司正式生产运营启动				
2013年6月	中标		苏州市轨交2号线延长线		17列x3动2拖
2013年10月	采购合同签订		苏州市轨交2号线延长线		
2013年11月	中标		苏州市轨交4号线及支线		40列x4动2拖
2014年2月	采购合同签订		苏州市轨交4号线及支线		
2014年10月	采购合同签订		BSR100%低地板现代有轨电车样车		BSR100%低地板现代有轨电车样车工程车辆牵引系统
2014年12月	采购合同签订		青岛市民阳区现代有轨电车2号线		青岛市民阳区现代有轨电车工程车辆牵引系统
2015年5月	汇川收购江苏经纬				增资扩股，汇川与董事长马建锋分别50% 马总承诺2017.6.30前协助获得至少一条非苏州深圳完整牵引系统订单
2015年7月	采购合同签订		苏州市高新区有轨电车2号线		苏州市高新区有轨电车2号线工程车辆牵引系统
2015年12月	中标候选人	4.26	苏州市轨交3号线	2017-19	苏州东西方向主干地铁线路，45km，车站37座，50列，6节
2015年12月	中标通知书	4.26	苏州市轨交3号线	2017-19	苏州东西方向主干地铁线路，45km，车站37座，50列，6节
2017年1月	增资扩股引入投资者				庄仲生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(含1条)
2017年2月	增资扩股引入投资者完成工商变更				汇川技术45.45%，马建锋45.45%，庄仲生9.1%
2017年8月	投资者改变业绩承诺				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，则马建锋愿意向汇川技术以无偿或不超过一元人民币对价转让所持有的江苏经纬5%股权，且马建锋承担无偿转让股权所发生的税费。
2017年11月	中标候选人	1.23	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	2018.6-2019.12	8.5km，共设5座车站(地下站4座，高架站1座)。初、近、远期列车编组均为6辆编组，初期配车数为18列/108辆。
2018年1月	中标通知书	1.23	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	2018.6-2019.12	马总完成业绩承诺中的一条线，还差一条
2018年2月	中标候选人	4.20	苏州市轨道交通5号线工程车辆牵引系统采购项目	2019.11-2021.6	44.1km，设站34座，采用“B2”型电动客车，初、近期配车数为50列/300辆，编组方式为4动2拖编组
2018年3月	中标候选人	2.55	贵阳市轨道交通2号线一期工程及二期工程车辆牵引系统采购项目	2018.12-2020.2(一期，暂定)	2号线一期工程全长27.67km，共设车站24座；2号线二期工程线路长13.0km，共设置8座车站，本工程初、近、远期，均为B型车4动2拖6辆编组，最高运行速度80km/h。一期28列/168辆，二期21列/126辆，一期工程、二期工程车辆一次招标，分期供货。

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 2: 江苏经纬发展历程图



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

- **通用自动化：工控迎长周期复苏，公司作为工业互联网龙头有望维持高增速。**
2018年1-2月规模以上工业增加值同增7.2%超预期（预期6.2%），固定资产投资同增7.9%超预期，制造业目前可能在第二轮加速投资的初期。在此基础上，2018年1月马凯表示要加快工业互联网发展，苗圩提出工信部2018年将实施三年行动计划，2月国家制造强国建设领导小组决定设立专项工作组，2018年有望成为工业互联网高增长元年，工控行业在工业互联网、自动化升级等催化下迎来长周期复苏。公司作为工业互联网龙头企业，伺服、变频器、PLC等达到国际一流水准，机器人自动化程度高，同时电梯、空压机等领域已经践行工业互联网多年积攒十几万客户，行业营销持续深化，**我们预计公司通用自动化业务17Q4环比Q3复苏、18Q1增速不低于17全年增速，预计17年全年板块有60%以上增长，18Q1有望达70%增长，18全年有望维持在60%左右增速。**
- **电动车电控：客车绑定宇通好于行业，物流车业绩超预期，乘用车一线及海外持续推进。**公司电动车板块约六成收入来自宇通，目前宇通排产计划17Q1销量1000辆，18Q1计划排产3000辆，业绩持续修复；物流车方面，目前国内前十大物流车公司中有八家均为公司客户，我们预计公司全年物流车电控3万台以上、订单达到3亿以上，是全年新能源汽车业务的最大增量，预计2018年有望达30%以上增长；乘用车市场空间大，国内方面已经拿到四五个A点认证、一家一线品牌定点，18年有望海内外更多重磅车型落地。**我们预计板块2017年近10%增长，2018上半年增速较高，2018年有望实现30%左右的增长，汇川正逐步成长为世界级的电控企业，电动车电控有望成为未来重要增长极。**
- **盈利预测和估值：**公司通用产品增长提速和电动车产品放量，17Q4增长好于市场预期，2018年开年延续这一良好态势，18Q1高增长确定，长期布局值得期待。预计2018-2019年归母净利润为14.05/18.79亿，分别同增33%/34%；EPS分别为0.84/1.13元。给予2018年50倍PE，目标价42元，给予“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
流动资产	6390.3	7348.1	9225.3	11854.2	营业收入	3660.0	4778.3	6368.1	8585.3
现金	1707.8	1700.0	1700.0	1700.0	营业成本	1899.0	2593.5	3462.7	4691.3
应收款项	2136.6	2356.4	3140.4	4233.9	营业税金及附加	37.3	45.4	57.3	77.3
存货	751.0	994.8	1328.2	1799.4	营业费用	306.2	430.0	541.3	686.8
其他	1794.8	2296.9	3056.7	4120.9	管理费用	584.3	860.1	1095.3	1416.6
非流动资产	1583.6	1809.1	2139.3	2563.8	财务费用	-8.4	-40.2	-11.8	26.5
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	929.5	1271.3	1744.5
其他	446.0	446.0	446.0	446.0	营业外净收支	211.6	270.0	324.0	388.8
资产总计	7973.9	9157.2	11364.6	14418.0	利润总额	1043.6	1199.5	1595.3	2133.3
流动负债	2855.6	3492.3	4972.5	7053.4	所得税费用	63.5	108.0	143.6	192.0
短期借款	117.1	510.4	1056.8	1787.1	少数股东损益	48.3	34.9	46.5	62.1
应付账款	1158.1	1659.7	2182.0	2956.1	归属母公司净利润	931.8	1056.6	1405.3	1879.2
其他	1580.4	1322.3	1733.8	2310.2	EBIT	833.2	849.3	1211.5	1713.4
非流动负债	136.0	136.0	136.0	136.0	EBITDA	921.3	897.3	1272.2	1793.7
长期借款	11.0	11.0	11.0	11.0					
其他	125.0	125.0	125.0	125.0	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	2991.6	3628.3	5108.5	7189.4	每股收益(元)	0.56	0.65	0.84	1.13
少数股东权益	266.5	284.8	309.4	342.3	每股净资产(元)	2.84	3.15	3.57	4.14
归属母公司股东权益	4715.8	5244.1	5946.7	6886.3	发行在外股份(百万股)	1659.9	1665.1	1664.2	1664.2
负债和股东权益总计	7973.9	9157.2	11364.6	14418.0	ROIC(%)	17.0%	14.3%	17.0%	19.6%
					ROE(%)	19.8%	20.1%	23.6%	27.3%
					毛利率(%)	48.1%	45.7%	45.6%	45.4%
					EBIT Margin(%)	22.8%	17.8%	19.0%	20.0%
					销售净利率(%)	25.5%	22.1%	22.1%	21.9%
					资产负债率(%)	37.5%	39.6%	45.0%	49.9%
					收入增长率(%)	32.1%	30.6%	33.3%	34.8%
					净利润增长率(%)	15.1%	13.4%	33.0%	33.7%
					P/E	59.76	51.62	39.73	29.71
					P/B	11.81	10.62	9.36	8.09
					EV/EBITDA	63.69	66.11	47.79	35.05

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>

