汇川技术（300124）

收购少数股东权益，整合布局智能制造

买入（维持）

2018 年 06 月 27 日

证券分析师　曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
研究助理　张月
021-60199793
zhangyue@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,777	6,625	8,954	12,696
同比（%）	30.5%	38.7%	35.1%	41.8%
净利润（百万元）	1060	1322	1729	2267
同比（%）	13.8%	24.7%	30.8%	31.1%
每股收益（元/股）	0.64	0.79	1.04	1.36
P/E（倍）	52.01	41.68	31.86	24.31

投资要点

- **汇川技术今日发布公告，以 1257 万自有资金收购控股子公司上海莱恩 5.6%的少数股东权益，拟发行股份购买控股子公司汇川控制 49%的少数股东权益。**

- **收购汇川控制 49%少数股东权益，整合并进一步做大控制平台，增厚上市公司利润约 2-3%。**汇川控制主营主要从事 PLC、HMI 产品的研发，有自己独立的技术和产品研发团队，主要对内销售。汇川控制成立于 2006 年，汇川技术持有其 51%股权，技术团队持有 49%，此次收购后，汇川控制将成为汇川技术的全资子公司。2017 年，汇川技术控制技术类产品（PLC+HMI+工业机器人中的控制部分）合计实现销售收入 2.08 亿，同比增长 96%，其中汇川控制分别实现营收 6142.12 万元、同比增长 49%，实现净利润 5238.77 万亿、同比增长 61%。汇川技术已有控制平台包括 PLC、机器人、视觉等，汇川控制全资后有助于公司统一规划、强化协同、加大投入、做大做强控制平台，为实现智能制造战略打下坚实基础。此外，汇川控制 2017 年净利润 5238.77 万，同比增长 61%，利润率高达 85%，预计 2018 年依然将有大幅度的增长，初步估算收购将增厚上市公司 2-3%的净利润。

- **收购上海莱恩 5.6%少数股东权益，有助于做大机电一体化平台。**上海莱恩主营三轴以上数控机床的高精度滚珠丝杠，公司 2016 年以非同一控制企业合并方式收购其 55.5556%股权，同时增资 1000 万元后持有莱恩 60%的股权，莱恩评估为 1 亿元，并承诺 2016-2018 年合计收入 1.2 亿元。2017 年 10 月进一步收购至持有上海莱恩 94.4%股权，评估值依然为 1 亿。此次公司受让冯金波、吴永利、张海滨、钱秋君郎所持上海莱恩合计 5.6%的股权，莱恩估值为 2.24 亿元，考虑莱恩的价值及管理层的激励，也签订必须服务满三年的协议。上海莱恩在精密滚珠丝杠领域已完全自主掌握丝杠设计、开发、制造等技术及流程，拥有成熟的设计、加工工艺，具备新产品独立开发能力，公司在工业自动化领域持续推进机电液一体化解决方案，搭建统一的精密机械制造平台显得愈发重要，完全控制后也有利于实现统一管理下的高效运作，依靠苏州基地解决产能瓶颈，做大做强机电一体化平台。2017 年，上海莱恩分别实现营收 3076.77 万，净利润 114.11 万，未来将实现较快增长。

- **风险提示：**宏观经济下滑，制造业投资增速不及预期，公司新产品布局进展不及预期。

股价走势

市场数据

收盘价(元)	33.11
一年最低/最高价	23.37/36.16
市净率(倍)	9.64
流通 A 股市值(百万元)	40646.89

基础数据

每股净资产(元)	3.43
资产负债率(%)	34.52
总股本(百万股)	1664.16
流通 A 股(百万股)	1227.63

相关研究

1、《【东吴电新】汇川技术点评：智能制造持续发力，汽车电子硕果累累》2018-05-03
2、《【东吴电新】汇川技术点评：工控持续景气，电控渐进佳境》2018-04-12
3、《汇川技术：轨交有望再添订单，稳住苏州走向全国》2018-03-15

请务必阅读正文之后的免责声明部分

盈利预测和估值：公司通用自动化产业链营销持续升级，“三步走”战略开启新成长历程，替代外资企业成果显著，工业机器人业务开始高速增长，智能制造开始全面布局，汽车电子布局卓有成效，18 年有望持续突破高端车型，19-20 年乘用车有望迎来高速增长增长，因此我们预计 2018-2020 年归母净利润为 13.2/17.3/22.7 亿，分别同增 25/31/31%；EPS 分别为 0.79/1.04/1.36 元。给予 2018 年 50 倍 PE，目标价 40 元，给予“买入”评级。

表 1：汇川控制、上海莱恩基本财务数据

公司名称	项目（万）	2017年	yoy	2016年	yoy	2015年	yoy	2014年
汇川控制	总资产	10026	47%	6821	36%	5000	20%	4175
	净资产	9452	49%	6364	35%	4708	21%	3884
	营业收入	6142	49%	4127	37%	3021	-1%	3047
	营业利润	6016	86%	3233	38%	2346	3%	2268
	净利润	5239	61%	3256	34%	2424	1%	2389
上海莱恩	总资产	5045	10%	4573				
	净资产	4117	3%	4003				
	营业收入	3077	289%	790				
	营业利润	16						
	净利润	114	1247%	8				

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：收购前汇川控制股权结构

股东	持股比例
深圳市汇川技术股份有限公司	51%
周保廷	10.76%
杨志强	10.76%
凌晓军	9.8%
宿春雷	8.33%
胡平	7.35%
张泉	2%
合计	100%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 3：股权转让前上海莱恩股权结构

股东姓名	出资金额（元）	持股比例
深圳市汇川技术股份有限公司	60,542,062,	94.40%
冯金波	3,206,646	5.0%
吴永利	192,324	0.3%
张海滨	128,254	0.2%
钱秋君郎	64,127	0.1%
合计	64,133,413	100%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 4：汇川主要子公司整理

时间	公司名称	设立方式	金额	持股比例	对公司影响	项目（万）	2017年
2006	汇川控制	设立		51%	PLC&HMI	总资产	10026
						净资产	9452
						营业收入	6142
						营业利润	6016
						净利润	5239
2007	默纳克	非同一控制企业合并		100%	电梯一体机业务	总资产	
						净资产	
						营业收入	
						营业利润	
						净利润	
2011	香港汇川	设立	4250万	100%	拓展海外市场	总资产	10258
						净资产	5554
						营业收入	12231
						营业利润	2743
						净利润	2195
2011	长春汇通	设立（收购其资产后另设立）	2000万	100%	拓展传感器视场	总资产	4736
						净资产	3968
						营业收入	9049
						营业利润	6517
						净利润	5830
2011	北京汇川	设立	950万	95%	拓展电梯物联网	总资产	130
						净资产	(872)
						营业收入	39
						营业利润	
						净利润	(449)
2011	杭州汇坤	设立	325万	65%	拓展纺织机类控制系统及专业伺服应用	总资产	
						净资产	
						营业收入	
						营业利润	
						净利润	
2012	江苏汇程	设立	4750万	100%	与江苏微特利共同设立，17年11月收购45%股权成为其全资子公司，拓展电机及部件产品	总资产	3762
						净资产	3132
						营业收入	1190
						营业利润	
						净利润	(132)
2013	南京汇川	非同一控制企业合并	1200万	57%	介入工业视觉领域	总资产	2673
						净资产	839
						营业收入	3622
						营业利润	327
						净利润	368
2013	上海默贝特	设立	1500万	50%	与上海默贝特共同设立，提高电梯行业解决方案能力	总资产	7835
						净资产	2875
						营业收入	13154
						营业利润	
						净利润	(690)
2013	宁波伊士通	非同一控制企业合并	1.1亿	40%	提升公司在注塑机行业的解决方案能力	总资产	23874
						净资产	19089
						营业收入	23863
						营业利润	5076
						净利润	4435
2014	苏州汇川	设立	500万	100%	提高管理效率	总资产	451043
						净资产	174470
						营业收入	433299
						营业利润	31133
						净利润	28769
2015	江苏经纬	非同一控制企业合并	2.85亿	50%	突破并自主开发轨道交通牵引与控制系统	总资产	40747
						净资产	19796
						营业收入	10480
						营业利润	(2968)
						净利润	(2145)
2016	沃尔曼	设立	400万	20%	搭建精密机械制造平台，支撑工业机器人业务	总资产	3819
						净资产	2032
						营业收入	
						营业利润	
						净利润	(479)
2016	上海莱恩	非同一控制企业合并	9337万	94%	工业机器人	总资产	5045
						净资产	4117
						营业收入	3077
						营业利润	16
						净利润	114
2016	联合动力	设立	20000万	100%	新能源汽车动力总成系统	总资产	38
						净资产	38
						营业收入	
						营业利润	(16)
						净利润	(12)
2017	南京磁之汇	设立	1000万	50%	给公司带来先进的磁悬浮高速电机技术以及研发能力	总资产	1783
						净资产	1764
						营业收入	
						营业利润	
						净利润	(236)
2017	汇川创投	设立	20000万	100%	拟作为专业投资平台，挖掘产业链上下游优质企业	总资产	20072
						净资产	20054
						营业收入	
						营业利润	65
						净利润	53

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

风险提示：宏观经济下滑，制造业投资增速不及预期，公司新产品布局进展不及预期。

汇川技术三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	**7073.3**	**8333.7**	**10386.6**	**14229.2**
现金	2411.4	1775.7	1500.0	1500.0
应收账款	2942.3	4174.7	5715.6	8278.4
存货	1031.2	1428.7	1880.8	2621.4
其他流动资产	688.4	954.6	1290.1	1829.4
非流动资产	**1973.9**	**2171.3**	**2439.4**	**2778.5**
长期股权投资	271.7	271.7	271.7	271.7
固定资产	789.1	996.6	1274.7	1623.8
在建工程	83.5	85.1	130.5	174.2
无形资产	299.8	289.8	279.8	269.8
其他非流动资产	613.3	613.3	613.3	613.3
资产总计	**9047.1**	**10505.1**	**12826.0**	**17007.7**
流动负债	**3156.3**	**3901.2**	**5193.9**	**8085.4**
短期借款	219.0	0.0	48.1	900.4
应付账款	1597.5	2245.1	3065.0	4436.3
其他流动负债	1339.7	1656.1	2080.7	2748.8
非流动负债	**165.3**	**165.3**	**165.3**	**165.3**
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动负债	165.3	165.3	165.3	165.3
负债合计	**3321.6**	**4066.6**	**5414.8**	**8323.9**
少数股东权益	299.2	318.3	339.9	365.7
归属母公司股东权益	5426.2	6120.2	7071.3	8318.1
负债和股东权益	**9047.1**	**10505.1**	**12826.0**	**17007.7**

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	491.7	449.6	794.4	657.5
投资活动现金流	-369.7	-238.2	-395.6	-507.2
筹资活动现金流	-762.2	-847.1	-674.5	-150.3
现金净增加额	-642.5	-635.7	-275.7	0.0
折旧和摊销	103.0	98.1	127.5	168.2
资本开支	-173.0	-238.2	-395.6	-507.2
营运资本变动	110.4	-989.7	-1084.1	-1803.3

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**4777.3**	**6625.0**	**8953.6**	**12695.9**
减:营业成本	2621.9	3724.9	5085.2	7360.2
营业税金及附加	45.9	62.9	83.3	114.3
营业费用	441.2	616.1	787.9	1053.8
管理费用	847.2	1179.3	1557.9	2158.3
财务费用	-26.0	-66.7	-54.2	-20.2
资产减值损失	57.5	0.0	0.0	0.0
加:投资净收益	75.1	65.0	70.0	75.0
其他收益	262.4	300.0	360.0	414.0
营业利润	**1184.6**	**1473.9**	**1925.6**	**2522.5**
加:营业外净收支	17.6	18.0	21.6	25.9
利润总额	**1202.3**	**1491.5**	**1945.2**	**2544.5**
减:所得税费用	110.9	134.2	175.1	229.0
少数股东损益	31.3	35.3	40.7	48.6
归属母公司净利润	**1060.0**	**1322.0**	**1729.4**	**2266.9**
EBIT	821.1	1041.8	1439.4	2009.4
EBITDA	924.1	1140.0	1566.8	2177.6

重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益(元)	0.64	0.79	1.04	1.36
每股净资产(元)	3.26	3.68	4.25	5.00
发行在外股份(百万股)	1665.1	1664.2	1664.2	1664.2
ROIC(%)	14.1%	16.4%	19.9%	22.0%
ROE(%)	19.5%	21.6%	24.5%	27.3%
毛利率(%)	45.1%	43.8%	43.2%	42.0%
销售净利率(%)	22.2%	20.0%	19.3%	17.9%
资产负债率(%)	36.7%	38.7%	42.2%	48.9%
收入增长率(%)	30.5%	38.7%	35.1%	41.8%
净利润增长率(%)	13.8%	24.7%	30.8%	31.1%
P/E	52.01	41.68	31.86	24.31
P/B	10.16	9.00	7.79	6.62
EV/EBITDA	63.26	51.93	38.64	29.14

数据来源：Wind，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