

轨交再中大单，市场空间广阔

买入（维持）

2018年12月24日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,777	5,761	7,314	9,751
同比（%）	30.5%	20.6%	26.9%	33.3%
归母净利润（百万元）	1060	1165	1409	1820
同比（%）	13.8%	9.9%	21.0%	29.2%
每股收益（元/股）	0.64	0.70	0.85	1.09
P/E（倍）	33.40	30.38	25.11	19.43

投资要点

- **事件：**公司子公司江苏经纬中标南通城市轨道交通1号线一期工程车辆牵引系统采购项目，招标产品为35列/210辆"B2"型电动客车电气牵引系统，中标金额总计1.93亿，交付期限在20年6月-21年12月。
- **公司轨道交通业务近两年步入正轨，正式走出苏州迈向全国。**2017年初经纬增资扩股引入战略股东，庄仲生承诺在18年底前取得苏州和深圳以外的项目订单，此前经纬董事长马建峰承诺在18年底前取得2条苏州和深圳以外的项目订单。17年8月中标“宁波项目”1.23亿和18年3月中标“贵阳项目”2.55亿，完成“走出苏州”的战略目标，马建峰完成承诺。同时苏州落地大单18年2月中标苏州5号线4.2亿。此次中标“南通项目”是公司独立获取的订单项目，属于营销的大突破，具有标志性意义，未来更多项目可以期待，后续还可以关注庄仲生的承诺兑现情况。
- **考虑此次轨交在手订单约13.5亿元。**截止18H1在手订单12.5亿，考虑第三季度的确认，再加上本次订单共计约13.5亿在手订单，18年轨交业务收入有望翻倍，从17年的1亿增长至2亿，19-21年每年确认的订单在4-6亿，轨交牵引行业国内是百亿规模的市场，未来汇川有望进入行业前三的份额。
- **工控自动化行业寻底过程中，通用自动化订单增长明显强于同行，体现很强的阿尔法。**今年6月份以来工控行业增长有所放缓，今年1-3Q的工控行业增速分别为12/9/4.1%，预计明年一季度是最低点，3Q有望迎来向上的拐点。汇川在通用自动化领域订单上半年保持很高增速，下半年增长有所放缓，通用自动化业务的增长依然明显强于同行。我们预计公司工控自动化业务在行业周期好转时同样将体现很强的增长动力，通用伺服、通用变频未来都有几倍的成长空间。
- **新能源客车和物流车业务今年低于预期，乘用车业务进展顺利明后年进入收获期。**今年乘用车大幅超预期，而客车和物流车的销售明显低于预期，从而公司在新能源客车和物流车电控业务方面四季度承压，但是乘用车业务定点非常顺利，明年预计乘用车电控业务将开始发力，明后年乘用车电控业务有望实现盈亏平衡。
- **盈利预测和估值：**工控行业预计2019Q1是底部，公司订单增速一直远快于行业，客车影响新能源业绩，乘用车业务快速推进，估值和预期底部，预计2018-2020年归母净利润为11.65/14.09/18.20亿，EPS分别为0.70/0.85/1.09元，分别同比增长9.9/21/29.2%，对应现价PE分别30/25/19倍，给予2019年35倍PE，目标价29.75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、新产品开发不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.26
一年最低/最高价	20.30/36.16
市净率(倍)	6.02
流通A股市值(百万元)	28545.50

基础数据

每股净资产(元)	3.53
资产负债率(%)	37.30
总股本(百万股)	1664.16
流通A股(百万股)	1342.69

相关研究

- 1、《汇川技术(300124) 三季报点评：通用业务增长体现阿尔法，电动车布局长远》2018-10-29
- 2、《汇川技术(300124) 业绩预告点评：通用业务增长体现阿尔法，电动车布局长远》2018-10-17
- 3、《汇川技术(300124)：中报整体符合预期，智能制造+电动车空间广阔》2018-08-20

- **事件：**公司子公司江苏经纬中标南通城市轨道交通1号线一期工程车辆牵引系统采购项目，招标产品为35列/210辆“B2”型电动客车电气牵引系统，中标金额总计1.93亿，交付期限在20年6月-21年12月。
- **公司轨道交通业务近两年步入正轨，正式走出苏州迈向全国。**2017年初经纬增资扩股引入战略股东，庄仲生承诺在18年底前取得苏州和深圳以外的项目订单，此前经纬董事长马建峰承诺在18年底前取得2条苏州和深圳以外的项目订单。17年8月中标“宁波项目”1.23亿和18年3月中标“贵阳项目”2.55亿，完成“走出苏州”的战略目标，马建峰完成承诺。同时苏州落地大单18年2月中标苏州5号线4.2亿。此次中标“南通项目”是公司独立获取的订单项目，属于营销的大突破，具有标志性意义，未来更多项目可以期待，后续还可以关注庄仲生的承诺兑现情况。

表 1：江苏经纬订单情况统计

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		23列x3动2拖
2012年2月	采购合同签约		苏州市轨交2号线		
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	采购合同签约		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	采购合同签约		苏州市轨交4号线及支线		
2014年10月	采购合同签约		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	采购合同签约		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，汇川与董事长马建峰分别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	采购合同签约		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）， 核标准为甲方协助经纬轨道获得实际项目中标通知书。
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%，马建峰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，则马建峰愿意向汇川技术以无偿或不超过一万元人民币对价转让所持有的江苏经纬5%股权，且马建峰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 非业绩承诺范围内
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
2018年3月	中标人	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）	
2018年6月	中标通知书	4.20	苏州市轨道交通5号线工程车辆牵引系统采购项目合同	2019-2021	与苏州市轨道交通集团有限公司、南京中车浦镇城轨车辆有限责任公司就上述项目签署了《苏州市轨道交通5号线工程车辆牵引系统采购项目合同》，苏州市轨道交通5号线项目路总体呈西北向东南走向，西北起自通州区平潮镇，东南止于开发区振兴路，线路全长39.182千米。全线共设车站28座，全部为地下线，换乘站6座，平均站间距1.429公里。招
2018年12月	中标候选人	1.93	南通市城市轨道交通1号线一期工程车辆牵引系统采购项目	2020.6--2021.12	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- **考虑此次轨交在手订单约13.5亿元。**截止18H1在手订单12.5亿，考虑第三季度的确认，再加上本次订单共计约13.5亿在手订单，18年轨交业务收入有望翻倍，从17年的1亿

增长至 2 亿, 19-21 年每年确认的订单在 4-6 亿, 轨交牵引行业国内是百亿规模的市场, 未来汇川有望进入行业前三的份额。

- **工控自动化行业寻底过程中, 通用自动化订单增长明显强于同行, 体现很强的阿尔法。**
今年 6 月份以来工控行业增长有所放缓, 今年 1-3Q 的工控行业增速分别为 12/9/4.1%, 预计明年一季度是最低点, 3Q 有望迎来向上的拐点。汇川在通用自动化领域订单上半年保持很高增速, 下半年增长有所放缓, 受益于多行业、多产品、整体解决方案的策略, 通用自动化业务的增长依然明显强于同行, 预计今年通用自动化板块订单增长 35-40%, 注塑机伺服受行业周期影响明显, 下半年出现下滑, 今年总体预计略有增长。我们预计公司工控自动化业务在行业周期好转时同样将体现很强的增长动力, 通用伺服、通用变频未来都有几倍的成长空间。
- **新能源客车和物流车业务今年低于预期, 乘用车业务进展顺利明后年进入收获期。** 新能源汽车今年 1-11 月销售 103 万辆, 同比增长 68%, 其中乘用车 88.6 万辆, 同比增长 85%, 商用车 14.4 万辆, 同比增长 7.8%, 全年预计超过 120 万辆。今年乘用车大幅超预期, 而客车和物流车的销售明显低于预期, 尤其是四季度客车和物流车不像去年有明显的抢装, 从而公司在新能源客车和物流车电控业务方面四季度承压, 但是乘用车业务定点非常顺利, 广汽进展很好, 吉利、长城等都在推进中, 大众的 MEB 平台项目也在推进中, 威马、东风小康等去年定点的项目今年订单超预期, 明年预计乘用车电控业务将开始发力, 明后年乘用车电控业务有望实现盈亏平衡。
- **盈利预测和估值:** 工控行业预计 1Q 是底部, 公司订单增速一直远快于行业, 客车影响新能源业绩, 乘用车业务快速推进, 估值和预期底部, 预计 2018-2020 年归母净利润为 11.65/14.09/18.20 亿, EPS 分别 0.70/0.85/1.09 元, 分别同比增长 9.9/21/29.2%, 对应现价 PE 分别 30/25/19 倍, 给予 2019 年 35 倍 PE, 目标价 29.75 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、新产品开发不及预期

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)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	7073.3	7851.0	9342.0	11505.2	营业收入	4777.3	5761.4	7313.7	9751.0
现金	2411.4	2113.9	2289.0	2683.5	减:营业成本	2621.9	3327.9	4301.4	5822.3
应收账款	2942.3	3630.5	4408.2	5343.0	营业税金及附加	45.9	54.7	68.0	87.8
存货	1031.2	1276.5	1590.9	2073.7	营业费用	441.2	524.3	636.3	799.6
其他流动资产	688.4	830.2	1053.8	1405.0	管理费用	847.2	1008.3	1243.3	1599.2
非流动资产	1973.9	2141.3	2373.0	2669.1	财务费用	-26.0	-72.6	-77.1	-87.0
长期股权投资	271.7	271.7	271.7	271.7	资产减值及公允				
固定资产	789.1	966.6	1208.3	1514.3	价值变动	-57.5	-30.0	-35.0	-40.0
在建工程	83.5	85.1	130.5	174.2	加:投资净收益	75.1	80.0	80.0	85.0
无形资产	299.8	289.8	279.8	269.8	其他收益	262.4	260.0	298.5	343.5
其他非流动资产	529.7	528.2	482.8	439.1	营业利润	1184.6	1258.9	1520.2	1957.8
资产总计	9047.1	9992.3	11715.1	14174.3	加:营业外净收支	17.6	18.0	21.6	25.9
流动负债	3156.3	3464.0	4382.2	5806.3	利润总额	1202.3	1276.9	1541.8	1983.7
短期借款	219.0	0.0	0.0	0.0	减:所得税费用	110.9	63.8	77.1	99.2
应付账款	1597.5	2005.9	2651.6	3668.8	少数股东损益	31.3	48.5	55.7	64.1
其他流动负债	1339.7	1458.1	1730.7	2137.5	归属母公司净利润	1060.0	1164.5	1409.0	1820.4
非流动负债	165.3	165.3	165.3	165.3	EBIT	821.1	846.3	1064.6	1442.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA	924.1	944.4	1192.0	1610.1
其他非流动负债	165.3	165.3	165.3	165.3					
负债合计	3321.6	3629.3	4547.6	5971.6	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	299.2	325.5	355.0	389.0	每股收益(元)	0.64	0.70	0.85	1.09
归属母公司股东权益	5426.2	6037.5	6812.5	7813.7	每股净资产(元)	3.26	3.63	4.09	4.70
负债和股东权益	9047.1	9992.3	11715.1	14174.3	发行在外股份(百万				
					股)	1665.1	1664.2	1664.2	1664.2
					ROIC(%)	14.1%	14.4%	17.4%	21.3%
					ROE(%)	19.5%	19.3%	20.7%	23.3%
					毛利率(%)	45.1%	42.2%	41.2%	40.3%
					销售净利率(%)	22.2%	20.2%	19.3%	18.7%
					资产负债率(%)	36.7%	36.3%	38.8%	42.1%
					收入增长率(%)	30.5%	20.6%	26.9%	33.3%
					净利润增长率(%)	13.8%	9.9%	21.0%	29.2%
					P/E	33.40	30.38	25.11	19.43
					P/B	6.52	5.86	5.19	4.53
					EV/EBITDA	41.90	41.33	33.51	25.70

数据来源: 贝格数据, 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>

