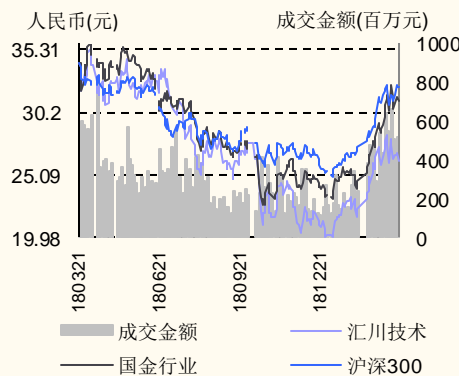


市场价格 (人民币): 26.23 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,354.94
总市值(百万元)	43,651.04
年内股价最高最低(元)	35.31/19.98
沪深 300 指数	3835.44



相关报告

1. 《汇川技术年报预告点评-电控业务触底,通用自动化展现强韧增长实...》, 2019.1.25
2. 《汇川技术点评-通用业务增长快速,毛利率下降拖累业绩》, 2018.10.29
3. 《汇川技术深度报告-精耕智能制造,发力新能源车,“双王战略”助...》, 2018.10.18

并购打造电梯行业综合解决方案供应商

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.579	0.637	0.701	0.874	1.076
每股净资产(元)	2.84	3.26	3.80	4.42	5.15
每股经营性现金流(元)	0.25	0.30	0.54	0.61	0.68
市盈率(倍)	35.14	45.58	28.73	23.06	18.72
净利润增长率(%)	15.14%	13.76%	10.04%	24.63%	23.19%
净资产收益率(%)	19.76%	19.54%	18.47%	19.77%	20.88%
总股本(百万股)	1,610.53	1,665.11	1,664.16	1,664.16	1,664.16

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布公告,拟通过发行股份及支付现金的方式购买上海贝思特电气有限公司的股权,拟先以支付现金方式购买标的公司 51% 股权,再以发行股份方式购买标的公司 49% 股权,标的公司评估基准日拟定为 2018 年 12 月 31 日

经营分析

- 标的的大致介绍: 贝思特电气是一家电梯电气部件公司,主营人机界面、井道电气、门机系统、线束线缆、控制系统等多类型产品。下属上海贝思特门机有限公司等 9 家全资子公司和上海默贝特电梯技术有限公司(汇川技术和贝思特各持股 50%)。其中按钮、操纵盘、显示器等人机界面体系产品在设计水平、生产能力及产品品类各方面均处于世界领先地位,三菱电梯、奥的斯、通力、日立等全球八大电梯品牌基本都是贝思特客户,公司业务遍布全球 79 个国家和地区,国际品牌海外市场配套也有所涉及。
- 行业现状、并购背景和意义: 1) 我国电梯 2017 年产量为 81 万台,近年来始终保持小幅上涨,2017 年保有量为 562.7 万台,由于城镇化进程加快、电梯配比率提升、旧梯改造等拉动,行业产量应当能持续保持稳定增长态势,且电梯存量配件、改造保养市场机会极其巨大。未来电梯行业的份额有望进一步集中,电梯厂商的主诉求为降本增效,对电梯电气零部件厂商则主要体现在“一体化”、“大配套”方面的要求。2) 汇川在电梯领域核心主打产品为电梯一体化驱动器,同时也拥有门机系统等部分配件,贝思特则在人机界面、井道、线束线缆等领域拥有较为完整的产品体系且处于行业领先地位,产品体系和汇川形成较大互补。近年来,电梯电气一体化综合解决方案在提升产品各项技术兼容稳定性、采购生产等供应链成本控制能力等多方面意义重大,行业一体化解决方案趋势明显。2013 年公司和贝思特联营成立默贝特电梯技术有限公司,其主要目的也是完善除了电梯一体机外的产品配套能力,我们认为本次收购将大幅度提升汇川电梯行业整体解决方案能力,解决电梯行业大配套问题,为内外资行业客户提供一站式服务,且未来将在国际品牌客户等方面发挥重大协同效应,本次收购符合行业发展趋势,将使得汇川在向世界领先的电梯行业解决方案供应商的道路上迈上关键一步。

盈利预测与投资建议

- 预计 2018-2020 年净利润至 11.7 亿、14.5 亿、17.9 亿,给予公司目标价 33.2 元,对应 2019 年 38 倍,继续维持买入评级。

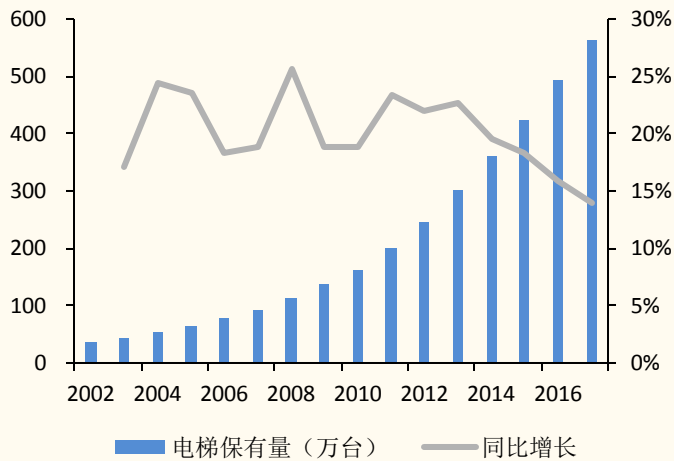
风险提示

- 重大资产重组不确定风险;宏观经济超预期下行风险;新能源车政策风险;

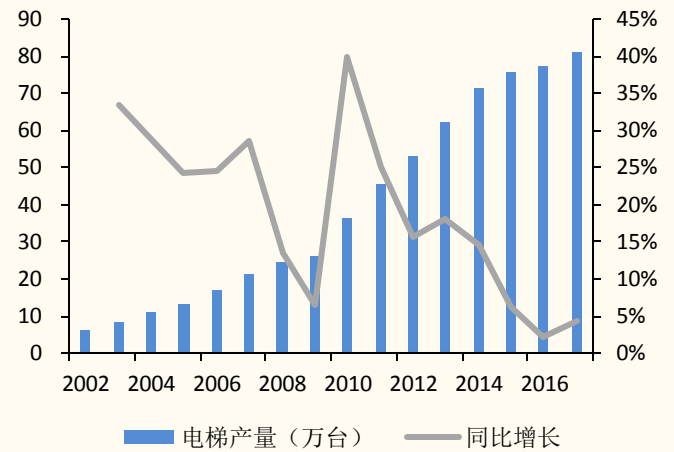
姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

图表 1：2017 年中国电梯保有量为 562 万台



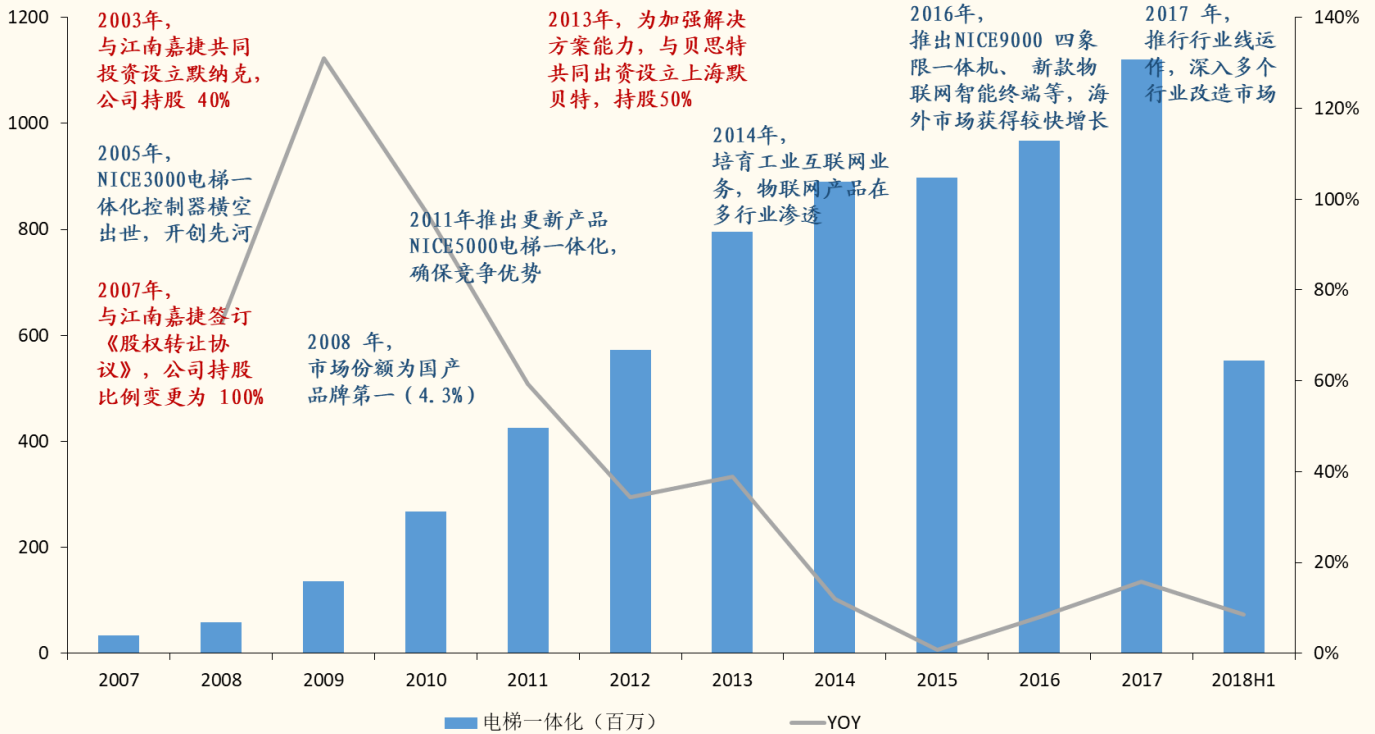
图表 2：我国电梯产量仍在提升但增速逐步趋缓



来源：wind、国金证券研究所

来源：wind、国金证券研究所

图表 3：汇川技术电梯业务发展历程



来源：公司公告、国金证券研究所（红色部份为电梯业务收购兼并）

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	2,771	3,660	4,777	5,865	7,455	9,698	货币资金	1,408	1,708	2,411	2,702	3,222	3,825
增长率		32.1%	30.5%	22.8%	27.1%	30.1%	应收账款	1,385	2,137	2,942	3,248	4,320	5,965
主营业务成本	-1,428	-1,899	-2,622	-3,318	-4,288	-5,730	存货	576	751	1,031	1,422	1,721	2,098
%销售收入	51.5%	51.9%	54.9%	56.6%	57.5%	59.1%	其他流动资产	1,305	1,795	688	720	747	789
毛利	1,343	1,761	2,155	2,547	3,167	3,968	流动资产	4,674	6,390	7,073	8,091	10,011	12,677
%销售收入	48.5%	48.1%	45.1%	43.4%	42.5%	40.9%	%总资产	78.6%	80.1%	78.2%	76.6%	78.9%	81.6%
营业税金及附加	-27	-37	-46	-53	-66	-84	长期投资	3	218	301	636	751	866
%销售收入	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	595	646	789	832	864	884
营业费用	-226	-306	-441	-535	-672	-860	%总资产	10.0%	8.1%	8.7%	7.9%	6.8%	5.7%
%销售收入	8.2%	8.4%	9.2%	9.1%	9.0%	8.9%	无形资产	462	606	625	643	660	676
管理费用	-408	-584	-847	-1,026	-1,215	-1,494	非流动资产	1,273	1,584	1,974	2,471	2,684	2,864
%销售收入	14.7%	16.0%	17.7%	17.5%	16.3%	15.4%	%总资产	21.4%	19.9%	21.8%	23.4%	21.1%	18.4%
息税前利润 (EBIT)	681	833	821	933	1,214	1,530	资产总计	5,947	7,974	9,047	10,563	12,694	15,542
%销售收入	24.6%	22.8%	17.2%	15.9%	16.3%	15.8%	短期借款	2	117	219	365	507	718
财务费用	45	8	26	31	29	28	应付款项	1,304	1,989	2,580	2,951	3,729	4,904
%销售收入	-1.6%	-0.2%	-0.5%	-0.5%	-0.4%	-0.3%	其他流动负债	269	750	357	436	550	710
资产减值损失	-28	-40	-57	-76	-71	-83	流动负债	1,575	2,856	3,156	3,752	4,785	6,332
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	13	11	0	0	0	0
投资收益	26	30	75	75	87	120	其他长期负债	69	125	165	164	190	225
%税前利润	2.9%	2.9%	6.2%	5.7%	5.3%	6.0%	负债	1,657	2,992	3,322	3,915	4,975	6,557
营业利润	725	832	1,185	1,302	1,609	1,973	普通股股东权益	4,060	4,716	5,426	6,316	7,353	8,576
营业利润率	26.2%	22.7%	24.8%	22.2%	21.6%	20.3%	少数股东权益	230	267	299	331	366	408
营业外收支	181	212	18	18	27	34	负债股东权益合计	5,947	7,974	9,047	10,563	12,694	15,542
税前利润	905	1,044	1,202	1,320	1,636	2,007	比率分析						
利润率	32.7%	28.5%	25.2%	22.5%	21.9%	20.7%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-71	-63	-111	-122	-147	-175	每股指标						
所得税率	7.9%	6.1%	9.2%	9.2%	9.0%	8.7%	每股收益	1.018	0.579	0.637	0.701	0.874	1.076
净利润	834	980	1,091	1,199	1,489	1,833	每股净资产	5.105	2.841	3.261	3.795	4.418	5.153
少数股东损益	25	48	31	32	35	42	每股经营现金净流	1.008	0.253	0.295	0.542	0.615	0.683
归属于母公司的净利润	809	932	1,060	1,166	1,454	1,791	每股股利	0.500	0.280	0.300	0.330	0.380	0.420
净利率	29.2%	25.5%	22.2%	19.9%	19.5%	18.5%	回报率						
							净资产收益率	19.93%	19.76%	19.54%	18.47%	19.77%	20.88%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	13.61%	11.69%	11.72%	11.04%	11.45%	11.52%
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	投入资本收益率	14.58%	15.31%	12.54%	12.08%	13.43%	14.40%
净利润	834	980	1,091	1,199	1,489	1,833	增长率						
少数股东损益	25	48	31	32	35	42	主营业务收入增长率	23.54%	32.11%	30.53%	22.76%	27.11%	30.10%
非现金支出	78	131	163	184	192	218	EBIT增长率	22.55%	22.27%	-1.45%	13.61%	30.12%	26.04%
非经营收益	-106	-75	-139	-133	-104	-136	净利润增长率	21.46%	15.14%	13.76%	10.04%	24.63%	23.19%
营运资金变动	-5	-616	-625	-348	-554	-777	总资产增长率	27.30%	34.09%	13.46%	16.75%	20.18%	22.43%
经营活动现金净流	802	420	492	901	1,023	1,137	资产管理能力						
资本开支	-207	-136	-160	-194	-174	-145	应收账款周转天数	83.7	95.4	97.4	101.0	102.0	102.0
投资	-988	-692	1,072	-320	-100	-100	存货周转天数	129.8	127.6	124.1	158.0	148.0	135.0
其他	419	428	-1,282	75	87	120	应付账款周转天数	112.4	116.9	103.6	106.0	106.0	106.5
投资活动现金净流	-776	-400	-370	-439	-187	-125	固定资产周转天数	78.3	63.6	53.9	44.7	35.3	26.7
股权募资	190	584	124	257	201	116	偿债能力						
债权募资	-5	91	91	142	144	213	净负债/股东权益	-32.46%	-31.71%	-38.29%	-35.15%	-35.18%	-34.59%
其他	-338	22	-980	-571	-660	-738	EBIT利息保障倍数	-15.2	-98.7	-31.5	-30.5	-42.3	-55.0
筹资活动现金净流	-153	697	-765	-172	-315	-409	资产负债率	27.86%	37.52%	36.71%	37.07%	39.19%	42.19%
现金净流量	-127	717	-643	290	521	603							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	7	17	22	50
增持	0	3	8	13	21
中性	0	2	3	6	12
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.58	1.50	1.61	1.54

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

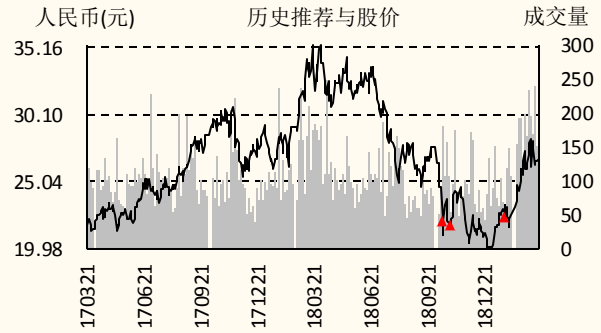
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-10-18	买入	22.06	32.90~32.90
2	2018-10-29	买入	21.61	32.90~32.90
3	2019-01-25	买入	23.26	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH