

收购贝思特稳定现金流业务，丰富业务形态和经营模式
买入（维持）

2019年04月06日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

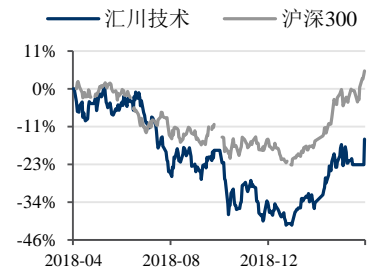
zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,777	5,866	7,260	9,634
同比(%)	30.5%	22.8%	23.8%	32.7%
归母净利润(百万元)	1060	1165	1378	1767
同比(%)	13.8%	9.9%	18.3%	28.2%
每股收益(元/股)	0.64	0.70	0.83	1.06
P/E(倍)	45.32	41.15	34.79	27.13

投资要点

- 公司拟以现金+定增收购贝思特 100%股权，成为电梯行业世界一流的解决方案供应商。汇川发布收购预案，拟收购贝思特 100%股权，作价 24.87 亿，对应 18 年 10.6 倍 PE，其中支付现金 12.7 亿收购 51% 股权，增发收购 49% 股权，发行价格 21.69 元/股，需增发 5619 万股（不含募集资金），占总股本 3%，另需募集配套资金不超过 3.2 亿元（需另增发约 1232 万股，占比不到 1%），交易完成后公司总股本将从 16.62 亿股增至约 17.30 亿股。
- 贝思特是国内领先的电梯零部件企业，人机界面、按钮、显示器等市占率位于行业领先地位。贝思特产品覆盖人机界面、门系统、线束电缆、井道电气等。其中人机界面市占率行业第一、电缆行业第二，门系统前五，跨国企业收入占比超过 60%，2018 年营收 24.24 亿元，净利润 2.35 亿元（未经审计）。
- 贝思特与汇川在客户、产品方面形成互补，协同作用明显。贝思特超 6 成收入来自跨国公司及海外。而汇川约 8 成电梯产品销售给国内客户，两家公司形成很好的互补关系，与贝思特联手汇川的电梯一体机有望加速进入跨国企业供应链。贝思特主营电梯人机+电缆，和汇川的一体机控制系统，二者在产品方面互补也很明显，提升大配套的能力。
- 本次收购属战略性收购，联手打造全球一流的零部件供应商。对于汇川，收购贝思特的战略意义有三条：(1)顺应电梯行业大配套的趋势，大幅提升公司电梯电气整体解决方案能力。(2)形成世界一流的电梯行业解决方案供应商，符合公司的战略愿景。(3)丰富汇川的经营模式和业务模式。
- 3 月 PMI 超预期反弹，工控行业订单增长超预期，看好工控龙头汇川工业自动化增速回升。3 月官方 PMI 超预期反弹，达 50.5 回到荣枯线上方，据我们渠道调研龙头工控企业 3 月订单明显增长超出预期，工控去年 Q1-4 增速为 12/9/4/0%，此前预期 Q1 下降，目前看有望持平，提前复苏超预期，且我们预计是趋势性的复苏，今年增速有望逐季回升。
- 盈利预测与投资评级：收购尚未完成，暂不考虑贝思特并表，维持公司 18-20 年归母净利润预测为 11.65/13.78/17.67 亿元，同比分别 +9.9%/18.3%/28.2%；EPS 分别 0.70/0.83/1.06 元；对应现价 PE 分别 41/35/27 倍。联手贝思特后公司将形成全球一流的电梯零部件供应商，协同效应显著；3 月 PMI 超预期反弹，工控提前复苏，汇川通用自动化业务增长有望加速；新能源乘用车电控业务今年开始放量，未来潜力可期，给予 19 年 45 倍 PE，目标价 37.35 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济风险、客户拓展低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.85
一年最低/最高价	19.01/34.64
市净率(倍)	8.16
流通 A 股市值(百万元)	39090.11

基础数据

每股净资产(元)	3.54
资产负债率(%)	37.30
总股本(百万股)	1661.96
流通 A 股(百万股)	1354.94

相关研究

- 1、《汇川技术 (300124)：业绩快报略超预期，通用自动化强阿尔法，期待乘用车发力》2019-02-28
- 2、《汇川技术 (300124)：2018 年业绩符合预期，通用自动化是亮点，新能源待乘用车发力》2019-01-29
- 3、《汇川技术 (300124)：公布第四期股权激励计划草案，锁定长期持续发展》2019-01-03

- ◆ **公司拟以现金+定增收购贝思特 100%股权，成为电梯行业世界一流的解决方案供应商。** 汇川发布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案》，拟收购贝思特 100% 股权，作价 24.87 亿，对应 18 年 10.6 倍 PE，其中支付现金收购 51% 股权，增发收购剩余 49% 股权，发行价格 21.69 元/股，需增发股份 5619 万股（不含配套募资资金），占公司总股本 3%，另需募集配套资金不超过 3.2 亿元（需另增发 1232 万股，占比不到 1%），交易完成后公司总股本将从 16.62 亿股增至 17.30 亿股，按目前收盘价计算收购完成后总市值 499 亿元。收购前公司原股东赵锦荣、朱小弟、王建军分别持有贝思特 84%/8%/8% 股权。
- ◆ **贝思特是国内领先的电梯零部件企业，人机界面、按钮、显示器等市占率位于行业领先地位。** 贝思特创建于 1998 年，是一家国内专注于电子和结构结合类的电梯配件的行业领先企业，产品覆盖人机界面、门系统、线束电缆、井道电气、控制系统等电梯电气部件。其中人机界面、按钮、显示器等市占率位于行业领先地位，人机界面市占率行业第一、电缆行业第二，门系统前五，**跨国企业收入占比超过 60%，2018 年营收 24.24 亿元，净利润 2.35 亿元（未经审计）。**根据公司的业务模式（海外客户占比高，现金回款好），我们预计公司的现金流状况也很好。

表 1：公司财务状况

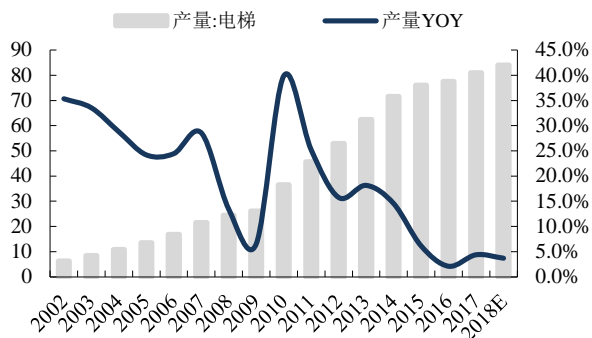
(亿元)	2017	2018
资产总额	11.56	12.91
负债总额	6.43	7.46
股东权益合计	5.13	5.45
营业收入	21.87	24.24
利润总额	2.50	2.65
净利润	2.18	2.35
归母净利润	2.18	2.35
ROE	42.51%	43.18%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

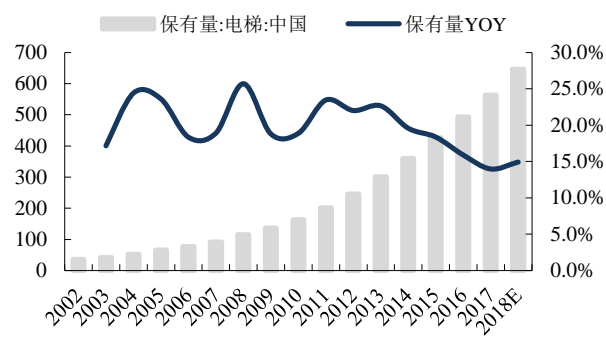
- ◆ **电梯行业向龙头集中，外资品牌占据大部分份额。** 电梯起步于西方，百年的长期发展使行业呈现出明显的集中趋势，以奥的斯代表的美国电梯、以芬兰通力、瑞士迅达、德国蒂森克虏伯代表的欧洲电梯以及以三菱、日立为代表的日本电梯占据全球大部分市场。中国电梯起步较晚，2005 年电梯产量仅 13.5 万台，17 年达 81 万台，CAGR 高达 16.1%，我国电梯保有量 2017 年达 562.7 万台，居全球第一，人均保有量 40 台/万人，超越世界人均，但与发达国家比仍有差距；未来随着城镇化、旧梯升级报废、旧建筑物加装等因素推动，国内电梯需求仍将维持增长。从格局上看，国外奥的斯、蒂森克虏伯、迅达、通力、三菱、富士达、日立、东芝等品牌占据 60-65% 的市场份额，国内一线品牌（康力、江南嘉捷、广日等）、二线品牌（中小型民企）各占不到 20% 份额。

图 1：国内电梯产量

图 2：国内电梯保有量



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

- ◆ **电梯零部件厂商的可达市场主要在欧美系整机厂商，“大配套”趋势加速。**早起电梯零部件主要由电梯整机厂商设立，随着国内制造水平提升，越来越多一线整机厂基于成本控制考虑放弃零部件完全自产自配，转而向供应商采购，主要有两个类型：**以三菱为代表的日本整机厂商**通常配套由自己子公司实施，对体系外公司属不可达市场；**欧美系知名、国内优秀整机厂**注重产业分工合作，会将自身不具备竞争优势的电梯配套生产外包，供应商以德国威特集团、国内贝思特、汇川等为代表。近年，随着竞争加剧，**整机厂对能够提供“大配套”整体解决方案的零部件供应商更加青睐。**
- ◆ **贝思特与汇川在客户、产品方面形成互补，协同作用明显。**贝思特目前已与多家等跨国企业厂商，以及优秀的国内厂商建立起稳定的合作关系，贝思特超 6 成收入来自跨国公司及海外。而汇川约 8 成电梯产品销售给国内客户，跨国企业和出口的占比 20% 左右，两家公司形成很好的互补关系，与贝思特联手汇川的电梯一体机有望加速进入跨国企业供应链。贝思特主营电梯人机+电缆，和汇川的一体机控制系统，组成电梯大配套系统，二者在产品方面互补也很明显，提升大配套的能力。
- ◆ **本次收购属战略性收购，联手打造全球一流的零部件供应商。**对于汇川，收购贝思特的战略意义有三条：**(1)顺应电梯行业大配套的趋势，大幅提升公司电梯电气整体解决方案能力。**目前电梯行业竞争激烈，集中度提升，下游整梯厂商基于资源优化、降本增效等因素的考虑，对零部件多样、一体化、大配套的诉求日益增大。与贝思特联手后，汇川电梯电气产品品类延伸，整体解决方案能力有望大幅增强。**(2)形成世界一流的电梯行业解决方案供应商，符合公司的战略愿景。**汇川电梯一体化业务 17 年收入 11.21 亿元，与贝思特联手后将形成超 35 亿元的收入体量，将形成电梯行业世界一流的供应商，对其他业务板块也有借鉴作用。**(3)丰富汇川的经营模式和业务模式。**经营层面上，汇川未来业务结构分三类，即稳定利润现金流奶牛型业务+高新成长业务+高风险兼蕴含高盈利预期业务，业务各占约三分之一，分别对应目前汇川电梯、通用、汽车三大板块，形成稳健而又进取的经营模式。业务模式上，贝思特精细化的管理带来低毛利条件下的高净利率；销售模式上，贝思特以直销为主，对直销的管理也值得借鉴。
- ◆ **与贝思特多年合作渊源，13 年合资设立默贝特探索电梯整体解决方案。**此次收购并非第一次与默贝特进行合作，2013 年汇川技术与贝思特共同出资设立上海默贝特电梯技术有

限公司，依托合资双方的研发平台、制造平台、信息化平台，为客户提供电梯“大配套”整体解决方案，2017 年收入超过 1 亿。

表 2：默贝特成立以来的经营状况

(万元)	总资产	净资产	营业收入	净利润
2013		3149		149
2014	5119	3812	6249	663
2015	6032	3922	9149	110
2016	6332	3565	11542	-357
2017	7835	2875	13154	-690

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- ◆ **收购增厚公司净利润约 15%，增收 EPS 约 10%。**本次收购资产作价 24.87 亿元，其中支付现金 12.69 亿元，增发 0.56 亿股作价 12.19 亿元，另增发募集配套资金不超过 3.2 亿元，以 3.2 亿元计算，约需增发股份 0.69 亿股，交易完成后公司总股本从 16.62 亿股增至 17.30 亿股。此外，测算收购完成后增厚公司业绩 2.59 亿元，同时减少 0.51 亿元利息收入，合计将增厚公司 19 年业绩约 15%，暂不考虑协同效应，收购完成后 19 年公司业绩预计 15.86 亿元，EPS 0.92 元/股，对应现价 PE 将从 35 倍降至 31 倍。

表 3：公司收购贝思特相关测算

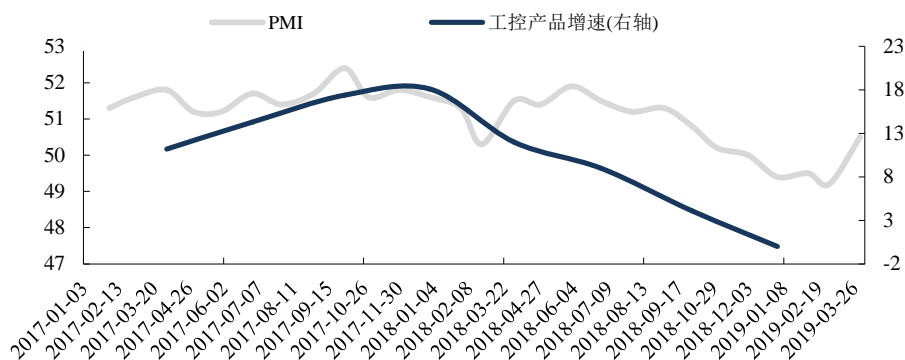
收购前后总股本		收购前后净利润&估值	
资产交易作价(亿元)	24.87	收购前汇川归母净利润(19E, 亿元)	13.78
其中：支付现金(亿元)	12.69	+贝思特净利润(19E, 亿元, 假设+10%)	2.59
发行股份对价(亿股)	12.19	-支付现金减少的利息收入(亿元)	0.51
增发募集配套资金(亿元)	3.20	收购后汇川归母净利润(19E, 亿元)	15.86
发行价格(元/股)	21.69	收购前汇川 EPS(19E)	0.83
需增发股数(亿股)	0.69	收购后汇川 EPS(19E)	0.92
其中：收购资产增发股数(亿股)	0.56	收购前汇川 PE(19E)	34.79
募集资金增发股数(亿股)	0.12	收购后汇川 PE(19E)	31.48
公司增发前总股本(亿股)	16.62		
公司增发后总股本(亿股)	17.30		

*募集资金增发股份价格基准假设为 4 月 4 日收盘价的 90%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- ◆ **3 月 PMI 超预期反弹，工控行业订单增长超预期，看好工控龙头汇川工业自动化增速回升。**3 月官方 PMI 超预期反弹，达 50.5 回到荣枯线上方，据我们渠道调音龙头工控企业 3 月订单明显增长超出预期，工控去年 Q1-4 增速为 12/9/4/0%，此前预期 Q1 下降，目前看有望持平，提前复苏超预期，且我们预计是趋势性的复苏，今年增速有望逐季回升。

图 3：PMI 与工控行业的相关性



数据来源：工控网，Wind，东吴证券研究所

- ◆ **盈利预测与投资评级：**收购尚未完成，暂不考虑贝思特并表，维持公司 18-20 年归母净利润为 11.65/13.78/17.67 亿元，同比分别+9.9%/18.3%/28.2%；EPS 分别 0.70/0.83/1.06 元；对应现价 PE 分别 41/35/27 倍。联手贝思特后公司将形成全球一流的电梯零部件供应商，协同效应显著；3 月 PMI 超预期反弹，工控提前复苏，汇川通用自动化业务增长有望加速；新能源乘用车电控业务今年开始放量，未来潜力可期，给予 19 年 45 倍 PE，目标价 37.35 元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**宏观经济风险、客户拓展低于预期

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)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	7073.3	7908.1	9277.2	11375.0	营业收入	4777.3	5866.4	7259.9	9634.1
现金	2411.4	2068.0	2284.0	2666.2	减:营业成本	2621.9	3384.7	4248.1	5732.2
应收账款	2942.3	3696.6	4375.8	5279.0	营业税金及附加	45.9	55.7	67.5	86.7
存货	1031.2	1298.3	1571.2	2041.6	营业费用	441.2	529.7	638.9	799.6
其他流动资产	688.4	845.3	1046.1	1388.2	管理费用	847.2	1020.7	1241.4	1589.6
非流动资产	1973.9	2141.3	2373.0	2669.1	财务费用	-26.0	-71.8	-76.2	-86.6
长期股权投资	271.7	271.7	271.7	271.7	资产减值损失	57.5	30.0	35.0	40.0
固定资产	789.1	966.6	1208.3	1514.3	加:投资净收益	75.1	80.0	80.0	85.0
在建工程	83.5	85.1	130.5	174.2	其他收益	262.4	260.0	298.5	343.5
无形资产	299.8	289.8	279.8	269.8	营业利润	1184.6	1287.2	1518.7	1941.1
其他非流动资产	613.3	613.3	613.3	613.3	加:营业外净收支	17.6	18.0	21.6	25.9
资产总计	9047.1	10049.5	11650.2	14044.1	利润总额	1202.3	1305.2	1540.3	1967.0
流动负债	3156.3	3520.7	4334.6	5723.7	减:所得税费用	110.9	91.4	107.8	137.7
短期借款	219.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	31.3	48.6	54.4	62.2
应付账款	1597.5	2040.1	2618.7	3612.1	归属母公司净利润	1060.0	1165.3	1378.0	1767.1
其他流动负债	1339.7	1480.6	1716.0	2111.6	EBIT	821.1	875.4	1064.0	1425.9
非流动负债	165.3	165.3	165.3	165.3	EBITDA	924.1	973.5	1191.4	1593.8
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	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债合计	3321.6	3686.0	4500.0	5889.0	每股收益(元)	0.64	0.70	0.83	1.06
少数股东权益	299.2	325.5	354.4	387.3	每股净资产(元)	3.26	3.63	4.09	4.67
归属母公司股东权益	5426.2	6037.9	6795.8	7767.7	发行在外股份(百万股)	1665.1	1662.0	1662.0	1662.0
负债和股东权益	9047.1	10049.5	11650.2	14044.1	ROIC(%)	14.1%	14.5%	17.0%	20.7%
					ROE(%)	19.5%	19.3%	20.3%	22.7%
					毛利率(%)	45.1%	42.3%	41.5%	40.5%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	22.2%	19.9%	19.0%	18.3%
经营活动现金流	491.7	667.4	1230.2	1681.3	资产负债率(%)	36.7%	36.7%	38.6%	41.9%
投资活动现金流	-369.7	-238.2	-394.1	-503.9	收入增长率(%)	30.5%	22.8%	23.8%	32.7%
筹资活动现金流	-762.2	-772.7	-620.1	-795.2	净利润增长率(%)	13.8%	9.9%	18.3%	28.2%
现金净增加额	-642.5	-343.5	216.0	382.2	P/E	45.32	41.15	34.79	27.13
折旧和摊销	103.0	98.1	127.4	167.8	P/B	8.85	7.94	7.06	6.17
资本开支	-173.0	-238.2	-394.1	-503.9	EV/EBITDA	55.58	53.13	44.10	33.84
营运资本变动	110.4	-652.4	-339.0	-326.6					

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>

