

跟踪报告



國元(香港)
GY(HK)

2016-06-02 星期四

和利时自动化(HOLI.US) 评级：推荐

跟踪报告日期：2016.06.02

目标价：18.9 美元

现价：17.03 美元

预计升幅：10.98%

股本数据

股本(百万股) 58.61

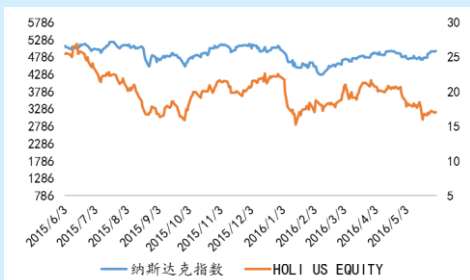
市值(亿美元) 9.94

52 周高/低 (HK\$) 27.06/15.00

每股净值(美元) 1.70

所属行业：铁路设备及自动化

52 周行情图 (Vs NASDAQ)



相关报告

和利时首发报告 20140110

和利时跟踪报告 20140220

和利时跟踪报告 20140516

和利时跟踪报告 20140815

和利时跟踪报告 20141118

和利时跟踪报告 20150303

和利时跟踪报告 20150526

和利时跟踪报告 20150818

和利时跟踪报告 20151116

和利时跟踪报告 20160216

国元证券(香港)研究部

制造业小组

电话：(852) 3769 6888

(86) 755-2151 6057

电邮：chenxin@gyzq.com.hk

短期内业务发展充满挑战 降评级至推荐

投资要点：

净利大幅下滑，业绩低于预期：

公司 2016 财年三季度录得收入 1.19 亿美元，环比下降 22.2% (属季节性因素)，同比微增 0.5%。受产品交付结构影响，毛利率同比大幅下降 14.3%至 31.7%，致净利润下滑 21.7%至 2314.5 万美元；如果排除 641 万美元一次性政府补贴，公司净利润大幅下滑 43.4%，低于预期；稀释后每股收益 0.38 美元。

低毛利产品交付较多，致季度毛利大幅倒退：

DCS 系统毛利下降主要是偏低毛利的项目在本季度结算较多所致。另外，由于公司去年十二月份签订的 380B/D 的 ATP 系统订单毛利较低，对本季的影响更加凸显；再加上低毛利的地铁业务占比上升，种种因素导致本季毛利出现大幅倒退，但全年的综合毛利率仍将维持在 35%-40% 的水平。

IA 业务仍具挑战，轨交业务望有突破：

由于能源局批文放缓燃煤火电建设步伐，公司火电 DCS 业务无疑将面临严峻考验。根据在手订单，预计火电缓建对 2017 年的预测不会造成太大影响。未来，公司将更多关注改造项目，包括新能源、环保等方面的改造新建机会，以及新机组的运维和服务等方面，以弥补政策的不利影响。同时，在 PLC 市场，继续加大投入，由过去单纯的产品销售转向解决方案的提供，以提升竞争力和收入规模。轨交业务，高铁信号产品将继续受益于我国铁路装备投资的稳定增长；增速较快的 SCADA 系统也将继续向各一、二线城市延伸，实现快速渗透；轨道电路和地铁信号产品也有望在近期取得订单，实现突破。

降评级至推荐，目标价 18.9 美元：

受宏观形势、产业政策等因素影响，IA 业务面临严峻考验；轨交业务由于基数较大，增速渐缓；新产品的放量也需时日，公司短期内业务发展面临诸多挑战。预测公司 2016-2018 财年 EPS 分别为 1.89 美元、1.99 美元及 2.10 美元，给予目标价 18.9 美元，对应 2016 年 10 倍 PE，较现价有 10.98% 的涨幅空间，给予推荐评级。

百万美元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业额	521.3	531.4	544.1	565.2	587.6
同比增长 (%)	49.4%	1.9%	2.4%	3.9%	4.0%
毛利率	34.7%	41.2%	37.4%	38.5%	38.0%
净利润	87.2	103.3	110.8	116.5	123.3
同比增长 (%)	51.3%	18.6%	7.2%	5.1%	5.9%
每股盈利	1.50	1.76	1.89	1.99	2.10
PE	11.3	9.7	9.0	8.6	8.1
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

表 1、公司季度收入

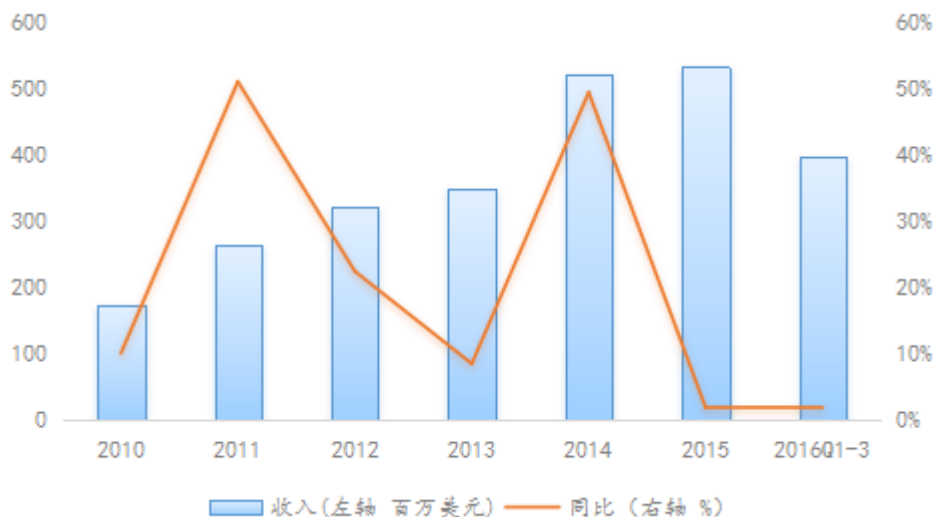
Q3 为公司传统淡季



数据来源：公司资料 国元证券（香港）

表 2、公司历年收入

2016 财年前三季度收入同比增长 1.9%



估值及预测

目标价 18.9 美元

受宏观形势、产业政策等因素影响，IA 业务面临严峻考验；轨交业务由于基数较大，增速渐缓；新产品的放量也需时日，公司短期内业务发展面临诸多挑战。预测公司 2016-2018 财年 EPS 分别为 1.89 美元、1.99 美元及 2.10 美元，给予目标价 18.9 美元，对应 2016 年 10 倍 PE，较现价有 10.98% 的涨幅空间，给予推荐评级。

表 3、行业相关公司估值及评级

	市值 亿	货币	股 价	评级	PB	EPS			PE		
						2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
EMERSON	366	USD	52.16	—	4.2	3.14	3.1	3.28	16.6	16.8	15.9
ABB	478	USD	20.88	—	3.2	1.16	1.12	1.27	18.0	18.6	16.4
SIEMENS	816	EUR	96.85	—	1.3	6.04	6.91	7.52	16.0	14.0	12.9
ROCKWELL	161	USD	116.16	—	6.8	6.24	5.9	6.17	18.6	19.7	18.8
HONEYWELL	892	USD	113.94	—	4.8	6.49	6.66	7.27	17.6	17.1	15.7
ALSTOM	70	EUR	22.54	—	1.5	-0.7	-2.37	1.22	—	—	18.5
和利时	10	USD	17.03	推荐	1.7	1.76	1.89	1.99	9.7	9.0	8.6
海外平均值									16.1	15.9	15.3
中国自动化	11	CNY	1.05		0.5	-0.16	—	—	—	—	—
赛晶电力电子	15	CNY	1.07	—	1.4	0.05	0.07	0.08	17.1	13.2	10.7
中车时代电气	232	CNY	42.45	强烈推荐	3.0	2.52	2.9	3.18	13.5	11.7	10.7
中国中车	314	CNY	7.19	强烈推荐	1.6	0.43	0.48	0.52	13.4	12.0	11.1
港股平均值									15.3	12.4	10.7

资料来源: Bloomberg 国元证券(香港)

損益表						財務分析					
美元 百萬元, 財務年度截至6.30						美元 百萬元, 財務年度截至6月					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入	521	531	544	565	588	盈利能力					
毛利	181	219	204	217	223	毛利率 (%)	34.7%	41.2%	37.4%	38.5%	38.0%
附加稅返還及政府補貼	26	30	31	32	33	淨利率 (%)	16.7%	19.4%	20.4%	20.6%	21.0%
銷售費用	(28)	(26)	(26)	(25)	(26)						
管理費用	(37)	(48)	(40)	(41)	(42)	營運表現					
研發費用	(36)	(36)	(38)	(38)	(36)	SG&A/收入 (%)	12.0%	13.6%	11.6%	11.3%	11.6%
經營利潤	106	137	131	145	152	實際稅率 (%)	18.2%	19.7%	18.0%	18.0%	18.0%
營業外收入 (支出)	2	2	2	2	1	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
利息收入 (支出)	2	2	3	2	1	存貨周轉	37.6	40.5	38.1	38.7	38.5
其他	(0)	(9)	3	(3)	1	應付賬款天數	143.5	121.3	114.0	115.9	115.1
稅前盈利	109	132	139	146	154	應收賬款天數	181.3	173.5	149.7	146.2	137.3
所得稅	(20)	(26)	(25)	(26)	(28)	ROA	9.4%	10.5%	11.2%	11.0%	10.9%
Non-GAAP淨利潤	87	103	111	116	123	ROE	17.8%	17.7%	17.8%	17.4%	17.0%
EPS	1.50	1.76	1.89	1.99	2.10	財務狀況					
增長						淨負債/股本	0.6	0.3	0.2	0.1	0.0
總收入 (%)	49.4%	1.9%	2.4%	3.9%	4.0%	收入/總資產	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
每股收益 (%)	46.1%	15.2%	7.2%	5.1%	5.9%	總資產/股本	1.9	1.7	1.6	1.6	1.6
資產負債表						現金流量表					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
現金	162	208	273	341	415	淨利潤	89	106	114	119	126
應收賬款	259	253	223	226	221	折舊和攤銷	12	13	13	14	14
存貨	35	35	36	37	38	所得稅	(20)	(26)	(25)	(26)	(28)
總流動資產	730	807	811	875	940	營運性現金流	85	79	81	85	88
固定資產	82	80	82	83	85						
無形資產	7	2	2	2	2	資本開支	(8)	(5)	(7)	(6)	(5)
總資產	927	984	993	1059	1127	其他投資活動	(17)	(36)	(16)	(20)	(19)
短期負債	4	16	17	17	18	投資性現金流	(25)	(40)	(23)	(26)	(24)
應付帳款	136	105	108	112	116						
其他短期負債	264	253	223	237	244	銀行借款	15	25	26	27	28
總短期負債	404	375	348	366	378	其他融資活動	(23)	(24)	(21)	(21)	(21)
長期銀行貸款	15	21	21	22	23	融資性現金流	(8)	1	5	6	7
其他負債	17	3	1	2	3						
總負債	436	398	370	390	404	現金變化	50	46	65	68	74
少數股東權益	4	6	7	7	8	期初持有現金	112	162	208	273	341
股東權益	491	585	624	669	723	期末持有現金	162	208	273	341	415

投資評級定義和免責條款

投資評級：

強烈推薦	預期股價在未来 12 个月上升 20%以上
推薦	預期股價在未来 12 个月上升 5%~20%
中性	預期股價在未来 12 个月上升或下跌 5%以內
賣出	預期股價在未来 12 个月下跌 5%~20%
強烈賣出	預期股價在未来 12 个月下跌 20%以上

免責申明：

此刊物只供閣下參考，在任何地區或任何情況下皆不可作為或被視為證券出售要約或證券、期貨及其它投資產品買賣的邀請。此刊物所提及的證券、期貨及其它投資產品可能在某些地區不能購入、出售或交易。此刊物所載的資料由國元證券(香港)有限公司及/或國元期貨(香港)有限公司(下稱“國元(香港)”)編寫，所載資料的來源皆被國元(香港)認為可靠及準確。此刊物所載的見解、分析、預測、推斷和預期都是以這些可靠數據為基礎，只是表達觀點，國元(香港)或任何個人對其準確性或完整性不作任何擔保。此刊物所載的資料(除另有說明)、意見及推測反映國元(香港)于最初發此刊物日期當日的判斷，可隨時更改。國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司對投資者因使用此刊物的材料而招致直接或間接的損失概不負責任何責任。

負責撰寫分析之分析員(一人或多人)就本刊物確認：

分析報告內所提出的一切意見準確地反映了分析員本人對報告所涉及的任何證券或發行人的個人意見；及

分析員過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在本刊物內發表的具體建議及意見沒有直接或間接的關連。

此刊物內所提及的任何投資皆可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也不適合所有的投資者。此刊物中所提及的投資的價值或從中獲得的收入可能會受匯率及其它因素影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此刊物並沒有把任何人的投資目標、財務狀況或特殊需求一并考慮。投資者入市買賣前不應單靠此刊物而作出投資決定，投資者務請運用個人獨立思考能力，慎密從事。投資者在進行任何以此刊物的建議為依據的投資行動之前，應先諮詢專業意見。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司以及它們的高級職員、董事、員工(包括參與準備或發行此刊物的人)可能隨時與此刊物所提到的任何公司建立或保持顧問、投資銀行、或證券服務關係；及

已經向此刊物所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司的一位或多位董事、高級職員及/或員工可能擔任此刊物所提到的證券發行公司的董事。此刊物對於收件人來說屬機密文件。此刊物絕無讓居住在法律或政策不允許該報告流通或發行的地方的人閱讀之意圖。

未經國元(香港)事先授權，任何人不得因任何目的複製、發出或發表此刊物。國元(香港)保留一切追究權利。

規範性披露

分析員的過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在此報告內發表具體建議及意見沒有直接關聯。

國元證券(香港)有限公司、國元期貨(香港)有限公司及其每一間在香港從事投資銀行、自營證券交易或代理證券經紀業務的集團公司，並無對在此刊物所評論的上市公司持有需作出披露的財務權益、跟此刊物內所評論的任何上市公司在過去12個月內並無就投資銀行服務收取任何補償或委託、並無僱員或其有關聯的個人擔任此刊物內所評論的任何上市公司的高級人員及沒有為此刊物所評論的任何上市公司的證券進行莊家活動。

國元證券(香港)有限公司

香港干諾道中3號中國建設銀行大廈22樓

電話：(852) 3769 6888

傳真：(852) 3769 6999

服務熱線：400-888-1313

公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>