

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。

	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

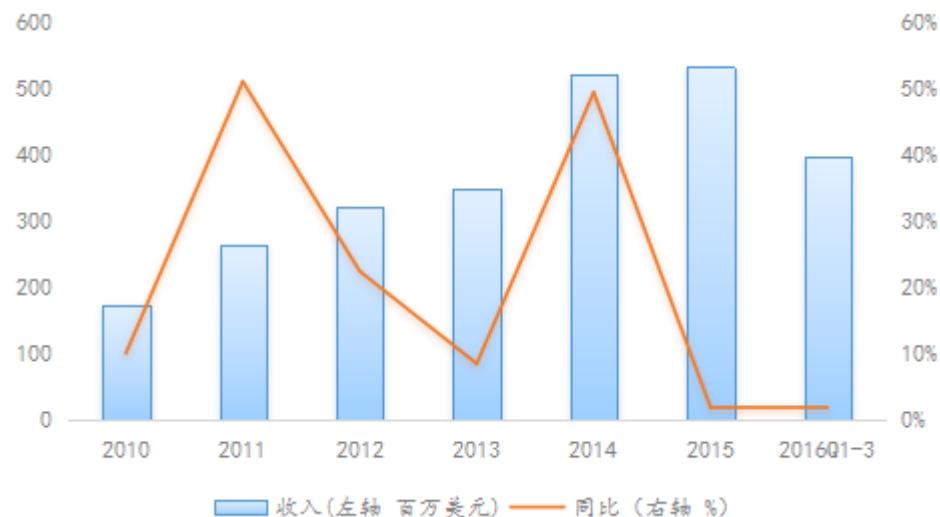
Q3 为公司传统淡季



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	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 百万元, 财务年度截至 6.30					美元 百万元, 财务年度截至 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%
附加税返还及政府补贴	26	30	31	32	33	净利率 (%)	16.7%	19.4%	20.4%	20.6%	21.0%
销售费用	(28)	(26)	(26)	(25)	(26)						
管理费用	(37)	(48)	(40)	(41)	(42)	营运表现					
研发费用	(36)	(36)	(38)	(38)	(36)	SG&A/收入 (%)	12.0%	13.6%	11.6%	11.3%	11.6%
经营利润	106	137	131	145	152	实际税率 (%)	18.2%	19.7%	18.0%	18.0%	18.0%
营业外收入(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	存货周转	37.6	40.5	38.1	38.7	38.5
其他	(0)	(9)	3	(3)	1	应付账款天数	143.5	121.3	114.0	115.9	115.1
税前盈利	109	132	139	146	154	应收账款天数	181.3	173.5	149.7	146.2	137.3
所得税	(20)	(26)	(25)	(26)	(28)	ROA	9.4%	10.5%	11.2%	11.0%	10.9%
Non-GAAP净利润	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	财务状况					
增长						净负债/股本	0.6	0.3	0.2	0.1	0.0
总收入 (%)	49.4%	1.9%	2.4%	3.9%	4.0%	收入/总资产	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
每股收益 (%)	46.1%	15.2%	7.2%	5.1%	5.9%	总资产/股本	1.9	1.7	1.6	1.6	1.6
资产负债表					现金流量表						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018A
现金	162	208	273	341	415	净利润	89	106	114	119	126
应收账款	259	253	223	226	221	折旧和摊销	12	13	13	14	14
存货	35	35	36	37	38	所得税	(20)	(26)	(25)	(26)	(28)
总流动资产	730	807	811	875	940	营运性现金流	85	79	81	85	88
固定资产	82	80	82	83	85						
无形资产	7	2	2	2	2	资本开支	(8)	(5)	(7)	(6)	(5)
总资产	927	984	993	1059	1127	其他投资活动	(17)	(36)	(16)	(20)	(19)
短期负债	4	16	17	17	18	投资性现金流	(25)	(40)	(23)	(26)	(24)
应付帐款	136	105	108	112	116						
其他短期负债	264	253	223	237	244	银行借款	15	25	26	27	28
总短期负债	404	375	348	366	378	其他融资活动	(23)	(24)	(21)	(21)	(21)
长期银行贷款	15	21	21	22	23	融资性现金流	(8)	1	5	6	7
其他负债	17	3	1	2	3						
总负债	436	398	370	390	404	现金变化	50	46	65	68	74
少数股东权益	4	6	7	7	8	期初持有现金	112	162	208	273	341
股东权益	491	585	624	669	723	期末持有现金	162	208	273	341	415

投资评级定义和免责条款

投资评级：

强烈推荐 预期股价在未来 12 个月上升 20%以上

推荐 预期股价在未来 12 个月上升 5%~20%

中性 预期股价在未来 12 个月上升或下跌 5%以内

卖出 预期股价在未来 12 个月下跌 5%~20%

强烈卖出 预期股价在未来 12 个月下跌 20%以上

免责申明：

此刊物只供阁下参考，在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元证券(香港)有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元(香港)”)编写，所载资料的来源皆被国元(香港)认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础，只是表达观点，国元(香港)或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元(香港)于最初发此刊物日期当日的判断，可随时更改。国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认：

分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见；及

分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定，投资者务请运用个人独立思考能力，慎密从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前，应先咨询专业意见。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系；及

已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多为董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元(香港)事先授权，任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元(香港)保留一切追究权利。

规范性披露

分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。

国元证券(香港)有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关系的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

国元证券(香港)有限公司

香港干诺道中3号中国建设银行大厦22楼

电 话：(852) 3769 6888

传 真：(852) 3769 6999

服务热线：400-888-1313

公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>