

通用伺服器增长迅猛 轨交新能源 重点关注

2016年08月15日

推荐/首次

汇川技术

财报点评

——汇川技术（300124）半年报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
任天辉	联系人	
	rentianhui1989@hotmail.com	010-66554037
叶盛	联系人	
	yesheng@dxzq.net.cn	010-66554022
陈皓	联系人	
	chenhao_@dxzq.net.cn	010-66555446

事件:

公司报告期内营业收入 14.65 亿，归属上市公司股东净利润 3.89 亿，扣非后归属上市公司净利润 3.63 亿，同比增长 31.75%、17.72%、16.79%。

公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入（百万元）	649.05	454.85	656.94	759.48	899.26	567.7	897.07
增长率（%）	15.24%	3.17%	9.71%	37.13%	38.55%	24.81%	36.55%
毛利率（%）	49.58%	49.02%	49.82%	50.91%	45.14%	48.53%	49.47%
期间费用率（%）	19.10%	25.35%	20.70%	21.13%	19.74%	30.06%	22.35%
营业利润率（%）	29.72%	24.29%	28.32%	29.51%	22.71%	19.03%	25.83%
净利润（百万元）	204.82	131.27	210.92	260.28	231.49	142.46	260.19
增长率（%）	28.85%	04.07%	10.91%	54.08%	13.02%	08.52%	23.36%
每股盈利（季度，元）	0.26	0.16	0.26	0.32	0.28	0.18	0.16
资产负债率（%）	21.95%	19.33%	21.85%	24.23%	27.86%	25.85%	26.05%
净资产收益率（%）	5.62%	3.47%	5.62%	6.39%	5.40%	3.21%	6.04%
总资产收益率（%）	4.38%	2.80%	4.39%	4.84%	3.89%	2.38%	4.47%

观点:

自主变频器产业龙头，未来加强品牌建设。公司变频器业务可划分为通用高低压变频器以及电梯一体化控制器。公司目前变频器业务处于自主品牌龙头位置，中国市场份额位居第三，变频器行业每年销售额200亿，按照去年公司变频器14亿销售收入测算，公司变频器市占率为7%，仅次于ABB与西门子。公司报告期内将通过加强宣传策划部门建设，打造品牌优势，有望有效拉动销售业绩。

- 通用变频器(不含高压变频器)实现销售收入2.6亿元,较上年同期增长24%。下游应用方面,年内冷链、纺织、IDC景气度回升,有效拉动公司营收增长。同时公司加强市场渠道建设,以行业为维度拓展下游应用,市场方面以“总行长”制度抢占区域市场份额。研发以细分市场为导向,进行精准投入,使得产品竞争力大幅提升,有望在以前现有涉足的冶金、造纸、船舶领域与ABB西门子等巨头展开竞争。
- 电梯一体化产品实现销售收入4.23亿,同比增长11%。2015年电梯行业出现首次下滑,业内整体厂商竞争加剧,受此影响,公司上半年营收同比增长11%超出预期。公司上半年推出了一系列新产品,如四象限一体机、ARD电梯应急平常装置等,有效提升了公司的一体化解决方案的能力。在电梯市场整体萎缩的情况下,公司电梯业务毛利率并未大幅下降,主要由于公司发力既有客户端,在销售电梯控制器的同时,配套销售线缆、控制柜、内部板、外部板等配件,有效提升了公司市场份额。与此同时,公司在合资电梯厂商方面取得了一定突破,通力、蒂森克虏伯、富士达等国际电梯巨头均有订单,目前公司在整个电梯变频器市场占有率在35%左右,未来电梯变频器销售将稳步增长。

运动控制发力锂电设备,未来爆发值得期待。公司运动控制产品可以划分为专用伺服系统和通用伺服系统。

- 报告期内公司专用伺服系统实现销售收入8666万元,同比增长17%。专用伺服系统主要下游为注塑机电液伺服系统,目前注塑机行业整体增长乏力,公司看好未来存量市场进口替代空间。注塑机伺服系统目前行业年销售额5~6亿,公司2015年实现收入1.5亿,市场占有率为30%,随着未来全电动注塑机逐步替代全液压和电液混合注塑机,注塑机伺服系统市场空间有望突破10亿。
- 通用伺服系统实现销售收入1.44亿元,同比增长40%。公司通用伺服产品目前主要下游为锂电设备、3C自动化、机器人,其中锂电设备伺服系统占比40%左右,占比最高。公司目前技术上已经缩短与国外厂商差距,未来将从安川、松下、西门子等国际一线品牌手中抢占市场份额。CNC机床是通用伺服系统目前最大的市场,公司目前涉入较少,未来有望通过引进国外先进CNC技术打开机床伺服系统市场。

PLC配套销售额大幅增长,积极布局物联网。控制类产品实现销售收入4794万元,同比增长32%。目前公司控制技术类产品主要包含三类:PLC、工业机器人、工业互联网,其中PLC占比90%以上,为主要产品。公司将PLC作为变频器产品的配套产品进行销售,有效带动PLC控制器的销售。公司在电梯维保市场、电梯OEM市场、通用OEM市场推广物联网系统,累计用户数量,并在软硬件中进行升级用以提高用户体验,随着物联网大潮的袭来,未来公司利用市场占有率较高的先发优势,有望在电梯物联网中占据有利竞争地位。

新能源大巴捆绑宇通,新能源物流车等风来。新能源汽车业务报告期内实现收入2.81亿元,同比增长75%。公司与新能源大巴龙头企业宇通客车签有双向排他协议,为其提供定制化的新能源大巴电控系统。年内新能源物流车相关补贴政策有望出台,公司已经充分做好新能源物流车方面的布局,年内有望形成销售收入。乘用车方面,公司积极布局动力总成系统,与国外研究机构建立了密切的合作关系,未来有望在新能源乘用车方面有所斩获。

江苏经纬贡献业绩,发力列车牵引控制系统。轨道交通业务实现销售收入5942万元。江苏经纬生产的列车牵引控制系统主要包含五个部分:主变流器、辅变流器、电机、高压箱、列车控制管理系统。江苏经纬是除了时代电器以外唯一在牵引系统领域实现经营业绩的企业,经纬目前在手订单充足,下半年有望确认收入有望大幅增长。

结论：

汇川技术专注于工业自动化控制产品的研发、生产和销售，在工业机器人、新能源汽车、轨道交通、工业互联网产业方向处于领先地位，我们预计公司2016年-2018年的营业收入分别为34.43亿元、45.88亿元和59.08亿元，归属于上市公司股东净利润分别为9.78亿元、11.82亿元和14.35亿元，EPS分别为0.61元、0.74元和0.89元，对应PE分别为30.56X、25.29X、20.83X。首次覆盖给予“推荐”评级，给予6个月目标价20元。

风险提示：

1. 宏观经济环境不明朗
2. 工业机器人核心技术研发不及预期
3. 新能源汽车发展速度不及预期

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	3989	4674	6470	8258	10231	营业收入	2243	2771	3443	4588	5908
货币资金	1836	1408	2755	3670	4726	营业成本	1116	1428	1788	2391	3108
应收账款	489	782	810	1125	1502	营业税金及附加	20	27	32	43	56
其他应收款	32	37	46	61	78	营业费用	207	226	275	432	528
预付款项	16	18	32	33	43	管理费用	343	408	480	642	867
存货	439	576	704	942	1224	财务费用	-69	-45	-20	-30	-35
其他流动资产	399	1256	1256	1256	1256	资产减值损失	11.27	28.07	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	683	1273	1088	999	910	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	4	3	3	3	3	投资净收益	2.81	26.48	0.00	0.00	0.00
固定资产	218.79	594.14	524.07	453.45	382.83	营业利润	617	725	889	1110	1384
无形资产	120	183	165	147	128	营业外收入	158.95	181.51	200.00	200.00	200.00
其他非流动资产	12	96	0	0	0	营业外支出	0.33	0.92	0.00	0.00	0.00
资产总计	4671	5947	7557	9257	11140	利润总额	775	905	1089	1310	1584
流动负债合计	974	1575	1787	2872	4007	所得税	85	71	86	103	125
短期借款	0	0	114	569	1108	净利润	690	834	1003	1206	1459
应付账款	347	533	658	880	1143	少数股东损益	24	25	25	25	25
预收款项	67	182	271	387	570	归属母公司净利润	666	809	978	1182	1435
一年内到期的非流	0	2	2	2	2	EBITDA	694	895	957	1169	1438
非流动负债合计	51	82	17	17	23	EPS (元)	0.85	1.03	0.61	0.74	0.89
长期借款	0	13	17	17	23	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	1025	1657	1805	2889	4031	成长能力					
少数股东权益	178	230	255	279	304	营业收入增长	29.94%	23.54%	24.28%	33.24%	28.78%
实收资本(或股本)	782	795	1604	1604	1604	营业利润增长	20.00%	17.52%	22.59%	24.88%	24.76%
资本公积	1328	1539	1539	1539	1539	归属于母公司净利润	20.84%	20.82%	20.84%	20.82%	21.41%
未分配利润	1154	1492	1963	2536	3236	获利能力					
归属母公司股东权益	3468	4060	5497	6088	6806	毛利率(%)	50.23%	48.47%	48.72%	47.87%	47.40%
负债和所有者权益	4671	5947	7557	9257	11140	净利率(%)	30.77%	30.10%	29.12%	26.29%	24.70%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	14.26%	14.26%	13.61%	12.94%	12.76%	
经营活动现金流	524	802	690	1022	1194	偿债能力					
净利润	690	834	1003	1206	1459	资产负债率(%)	22%	28%	24%	31%	36%
折旧摊销	146.46	214.94	0.00	88.94	88.94	流动比率	4.09	2.97	3.62	2.88	2.55
财务费用	-69	-45	-20	-30	-35	速动比率	3.64	2.60	3.23	2.55	2.25
应收账款减少	0	0	-29	-315	-377	营运能力					
预收帐款增加	0	0	89	116	183	总资产周转率	0.53	0.52	0.51	0.55	0.58
投资活动现金流	-80	-776	127	0	0	应收账款周转率	5	4	4	5	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.84	6.30	5.78	5.97	5.84
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	3	26	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.85	1.03	0.61	0.74	0.89
筹资活动现金流	-308	-154	530	-107	-137	每股净现金流(最新)	0.17	-0.16	0.84	0.57	0.66
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.43	5.10	3.43	3.80	4.24
长期借款增加	0	0	4	0	6	估值比率					
普通股增加	394	13	809	0	0	P/E	21.92	18.09	30.56	25.29	20.83
资本公积增加	-292	211	0	0	0	P/B	4.20	3.65	5.44	4.91	4.39
现金净增加额	137	-128	1347	916	1056	EV/EBITDA	18.36	15.00	28.47	22.94	18.28

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D)，基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015 年加入东兴证券，从事机械行业研究。

叶盛

机械行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2 年证券研究经验，2015 年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

陈皓

机械行业研究员，清华大学测控技术与仪器学士，清华大学机械工程硕士，2016 年加入东兴证券研究所，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,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,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。