

汇川技术 (300124) \ 电气设备

——工控王者，风采依旧

事件：

公司发布2016年报，公司实现营业收入36.60亿元，同比增长32.11%，实现归属于上市公司股东净利润9.32亿元，同比增长15.14%，基本每股收益0.59元。同时，公司发布2017年一季度业绩预告，实现营业收入7.10-8.23亿元，同比增长25%-45%，实现归属上市公司股东净利润1.61-1.81亿元，同比增长15%-30%。

投资要点：

➢ 新能源汽车业务增速放缓，未来仍是看点

16年受补贴政策调整及国家大力查处骗补行为影响，公司新能源汽车业务增速有所放缓，同比增长31%，实现8.45亿元。公司新能源汽车业务增速放缓主要由于公司核心客户宇通新能源汽车产量增速大幅下降所致，为了弥补新能源客车增速放缓对公司电控业务影响，公司积极拓展乘用车和物流车领域，在物流车领域，公司已经成功布局微面和蓝牌4.5T轻卡等车型，在乘用车领域，公司已与海马、东风日产等企业深入合作，未来有望进入更多整车厂供应体系。我们认为虽然公司电控产品在大巴车领域增速有所放缓，但随着在公司产品在乘用车和物流车领域逐步放量，占比提升，公司电机控制器业务增速仍有望保持30%以上增速。

➢ 电梯一体机业务营收超预期，海外市场成为突破口

受益于16年我国房地产行业回暖，电梯需求增加，同时凭借国际大客户和海外市场较快增长，公司电梯一体化业务实现销售收入9.68亿元，同比增长8%，其中海外市场营收增长50%以上，尤其在印度市场已经占据领导地位。我们认为随着公司四象限一体机等新产品不断得到市场认可，公司电梯一体机在国内市场市占率有望得到进一步提升，同时，海外市场不断拓展，海外收入有望持续提升，再者，截至2016年末，公司已累计销售电梯一体机110万台，随着使用年限增加，更新需求正逐步显现，综上，我们认为电梯一体机业务仍可期待。

➢ 通用自动化产品增长迅猛，伺服业务增速达57%

公司2016年通用自动化产品取得较快增长，其中通用变频器实现销售收入6.96亿元，同比增长38%；通用伺服实现销售收入3.18亿，同比增长57%；PLC产品实现销售收入8983.34万元，同比增长38%。公司是第一家掌握矢量变频技术的变频器国产厂商。经过近几年的技术积累，公司通用变频器不断推出新产品，新推出的平台型产品在性能、外观、成本优化方面都较上一代产品有明显改善，有助于公司竞争力的提高。公司变频器产品在空压机、其中设备、塑料机械、金属制品等行业取得了较快增长。我们认为

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：22.99元
 目标价格：元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,665/1,282
流通A股市值 (百万元)	29,439
每股净资产 (元)	2.76
资产负债率 (%)	26.21
一年内最高/最低 (元)	23.24/16.98

一年内股价相对走势



马松 分析师
 执业证书编号：S0590515090002
 电话：85613713
 邮箱：mas@glsc.com.cn

秦亚鑫 联系人
 电话：85601621
 邮箱：qinyaxin@live.com
 马松
 电话：85613713
 邮箱：mas@glsc.com.cn

相关报告

汇川技术 (300124) 公告点评：新激励，再启航

汇川技术 (300124) 深度报告：工控领域的集大成者

汇川技术(300124)2016年半年报点评：营收、净利稳步增长，工控王者风采依旧

随着下游行业回暖，公司通用变频器产品未来将保持稳步增长；公司通用伺服产品能够持续高速增长，增速达 57%，主要是因为公司通用伺服产品技术水平处于国产厂商领先地位，其部分产品性能已经达到日本同级别产品技术水平，可以实现多轴同步控制，并能实现快速响应和精准定位，功能上已经能够满足绝大多数国内用户的需求。目前，国产伺服产品市场占有率为 20%，未来通用伺服产品进口替代的步伐将不断加快，公司作为国内通用伺服系统龙头，预计将大幅受益。我们预测随着下游行业需求的增加和公司通用伺服系统高性价比等优势显现，伺服产品销量仍将实现快速增长，增速有望维持在 50% 以上。

➤ 轨交牵引系统静待突破

2016 年公司实现轨道交通收入 2.29 亿元，实现净利润 1932 万元。16 年公司实现了轨交牵引系统国产化研发，在牵引辅助变流器控制硬件、相关软件及控制算法等方面均采用自主设计，并且在 16 年 11 月份，公司通过了自主化城轨牵引系统载客前评审，为公司产品进入国内市场扫清了障碍。江苏经纬总经理和 17 年公司新引入战略投资者分别承诺在深圳、苏州以外的城市各自拿到一条线，我们认为承诺得到履行可能性较高，随着未来公司产品在其他城市得到应用，市场口碑有望打开，根据中国城市轨道交通协会等测算，2015 年-2020 年全国包含地铁、有轨电车、轻轨在内的轨道交通牵引与控制系统的年均需求量约 100 亿元，公司作为国内极少数掌握轨交牵引系统技术的上市公司之一，技术和性价比优势明显，公司轨交牵引系统营收有望大幅增长。同时，17 年起苏州轨交 3 号线、佛山有轨电车等项目进入交付期，轨道交通业务营收占比有望进一步扩大。

➤ 研发投入持续增加，确保产品技术优势

公司 16 年新增研发人员 421 人，研发投入 3.85 亿元，较 2015 年增加 48%。公司通过持续的高比例研发投入及引进国际先进技术确保公司产品在国内同行中处于技术领先地位。我们认为公司新能源汽车电控、通用变频器、通用伺服系统等产品能够常年在国内产品中处于技术领先地位，正是得益于公司对研发工作的重视。目前，公司在国内工业控制领域属于行业领军者，随着公司研发实力的不断增加，其产品与国外进口厂商差距逐步缩小，凭借高现价比优势，公司产品进口替代步伐有望加快。

➤ 一季度表现略超预期，通用自动化产品营收快速增长

得益于公司通用变频器、通用伺服及轨道交通牵引系统等产品收入增长较快，使得营业收入同比实现 25%-45% 的增长。我们认为公司通用变频器、通用伺服等通用自动化产品技术水平均处于国内领军地位，收益于下游 3C、锂电、冶金等行业回暖，需求有望持续增加，公司自动化产品营收 17 年有望保持 40% 以上增速；我们认为一季度受公司大客户宇通客车产量下滑影响，新能源汽车电控业务营收同比大幅下降，但随着第三批新能源汽车目录公布，新能源客车名单大幅增加，宇通大幅受益，电控业务 17 年全年仍有望实现 30% 以上增长；电梯一体机有望凭借海外市场拓展，和国内跟新需求增加，有望维持 16 年 5% 以上增速。综上，我们认为公司凭借自动化产品高速增长，新能源业务稳步提升，17 年业绩有望维持高速增长。

➤ 维持“推荐”评级。

预计 17-19 年 EPS 分别为 0.69、0.81、0.98 元，市盈率分别为 33.47 倍、28.38 倍、23.39 倍，维持“推荐”评级。

➤ 风险提示

(1) 新能源汽车增速下滑；(2) 房地产行业低迷；(3) 宏观经济形势下滑。

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,770.53	3,660.05	4,676.07	5,937.13	7,465.79
增长率 (%)	23.54%	32.11%	27.76%	26.97%	25.75%
EBITDA (百万元)	910.47	1,124.64	1,340.56	1,579.04	1,902.58
净利润 (百万元)	809.28	931.84	1,143.78	1,349.09	1,636.47
增长率 (%)	21.46%	15.14%	22.74%	17.95%	21.30%
EPS (元/股)	0.49	0.56	0.69	0.81	0.98
市盈率 (P/E)	47.30	41.08	33.47	28.38	23.39
市净率 (P/B)	9.43	8.12	6.53	5.31	4.33
EV/EBITDA	18.98	33.04	27.38	22.97	18.75

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,299.7	1,456.3	1,847.2	2,376.78	3,065.47	营业收入	2,770.5	3,660.0	4,676.0	5,937.1	7,465.7
应收账款+票据	1,384.8	2,136.6	2,731.9	3,492.30	4,465.60	营业成本	1,427.6	1,899.0	2,461.6	3,211.1	4,076.5
预付账款	17.56	27.91	33.48	40.18	48.21	营业税金及附加	27.11	37.28	47.63	60.47	76.04
存货	576.25	751.05	970.40	1,275.15	1,575.61	营业费用	226.21	306.24	388.11	492.78	619.66
其他	1,256.4	1,726.4	1,750.0	1,780.00	1,800.00	管理费用	408.08	584.32	748.17	949.94	1,194.5
流动资产合计	4,534.8	6,098.3	7,332.9	8,964.41	10,954.8	财务费用	-44.97	-8.45	-44.75	-61.17	-79.45
长期股权投资	2.98	203.25	203.25	203.25	203.25	资产减值损失	28.07	39.62	45.56	52.39	60.26
固定资产	594.14	638.02	514.14	645.01	760.51	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.55	8.42	300.00	325.00	350.00	投资净收益	-1.19	-13.94	0.00	0.00	0.00
无形资产	183.22	287.81	252.81	217.81	182.81	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	375.45	370.79	374.70	378.43	386.43	营业利润	697.15	788.09	1,029.6	1,231.5	1,518.1
非流动资产合计	1,156.3	1,508.3	1,644.9	1,769.50	1,883.00	营业外净收益	208.26	255.56	232.81	255.81	281.81
资产总计	5,691.2	7,606.6	8,977.8	10,733.9	12,837.8	利润总额	905.41	1,043.6	1,262.4	1,487.3	1,799.9
短期借款	0.00	115.13	0.00	0.00	0.00	所得税	71.44	63.48	63.12	74.37	90.00
应付账款+票据	961.30	1,158.0	1,332.0	1,531.00	1,761.00	净利润	833.97	980.17	1,199.3	1,413.0	1,709.9
其他	405.52	1,302.6	1,426.7	1,570.73	1,734.73	少数股东损益	24.69	48.33	55.58	63.92	73.50
流动负债合计	1,366.8	2,575.8	2,758.7	3,101.73	3,495.73	归属于母公司净利	809.28	931.84	1,143.7	1,349.0	1,636.4
长期带息负债	13.00	11.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他	21.56	37.51	37.51	37.51	37.51	成长能力					
非流动负债合计	34.56	48.51	37.51	37.51	37.51	营业收入	23.54%	32.11%	27.76%	26.97%	25.75%
负债合计	1,401.3	2,624.3	2,796.2	3,139.25	3,533.25	EBIT	21.84%	20.11%	17.67%	17.15%	20.67%
少数股东权益	230.13	266.50	322.08	386.00	459.50	EBITDA	21.66%	23.52%	19.20%	17.79%	20.49%
股本	795.25	1,659.8	1,659.8	1,659.88	1,659.88	归属于母公司净利	18.94%	15.14%	22.74%	17.95%	21.30%
资本公积	1,446.2	744.43	744.43	744.43	744.43	获利能力					
留存收益	1,818.2	2,311.4	3,455.2	4,804.34	6,440.82	毛利率	48.47%	48.12%	47.36%	45.91%	45.40%
股东权益合计	4,289.8	4,982.2	6,181.6	7,594.66	9,304.64	净利率	30.10%	26.78%	25.65%	23.80%	22.90%
负债和股东权益总	5,691.2	7,606.6	8,977.8	10,733.9	12,837.8	ROE	19.93%	19.76%	19.52%	18.71%	18.50%
						ROIC	33.18%	24.78%	25.16%	25.18%	25.69%
						偿债能力					
						资产负债率	24.62%	34.50%	31.15%	29.25%	27.52%
						流动比率	3.32	2.37	2.66	2.89	3.13
						速动比率	1.98	1.41	1.67	1.91	2.17
						营运能力					
						应收账款周转率	2.05	1.74	1.74	1.73	1.70
						存货周转率	2.48	2.53	2.54	2.52	2.59
						总资产周转率	0.49	0.48	0.52	0.55	0.58
						每股指标(元)					
						每股收益	0.49	0.56	0.69	0.81	0.98
						每股经营现金流	0.48	0.25	0.33	0.33	0.42
						每股净资产	2.44	2.83	3.52	4.33	5.31
						估值比率					
						市盈率	47.30	41.08	33.47	28.38	23.39
						市净率	9.43	8.12	6.53	5.31	4.33
						EV/EBITDA	18.98	33.04	27.38	22.97	18.75
						EV/EBIT	20.09	35.97	30.20	25.47	20.76

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

