

汇川技术(300124)/电气自动化设备
工控领军望持续高增，谱写新能源汽车动力总成新篇章
评级：买入(维持)

市场价格：23.73

目标价格：29.24

分析师：邵晶鑫

执业证书编号：S0740517010005

Email: shaojx@r.qizq.com.cn

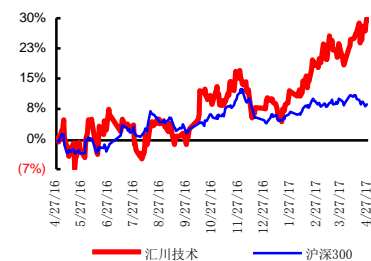
分析师：邹玲玲

执业证书编号：S074517040001

Email: zoull@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,665
流通股本(百万股)	1,282
市价(元)	23.73
市值(百万元)	39,513
流通市值(百万元)	30,413

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 伺服和通用变频高增长，未来与新能源车、轨交业务齐发力
- 2 新能源汽车电控和通用伺服持续高增长，积极布局工业机器人和乘用车领域
- 3 汇川技术：新能源汽车电控高速增长，通用伺服和变频增长较好

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,770.5	3,660.0	4,937.7	6,575.6	8,476.1
增长率 yoy%	23.5%	32.1%	34.9%	33.2%	28.9%
净利润	809.3	931.8	1,138.5	1,438.6	1,767.6
增长率 yoy%	21.5%	15.1%	22.2%	26.4%	22.9%
每股收益(元)	0.49	0.56	0.68	0.86	1.06
每股现金流量	1.01	0.25	0.25	0.61	0.88
净资产收益率	19.9%	19.8%	18.5%	19.7%	20.3%
P/E	48.8	42.4	34.7	27.5	22.4
PEG	2.2	1.8	1.7	1.2	0.9
P/B	9.7	8.4	6.4	5.4	4.5

备注：

投资要点

- **16年业绩稳定增长，符合预期：**①公司2016年报，实现营收36.60亿元，同比增长32.11%；归母净利润9.32亿元，同比增长15.14%，扣非归母净利润8.57亿元，同比增长12.57%；年度利润分配方案：每10股派现2.75元。公司提出了**2017年经营目标：实现销售收入同比增长20%-40%，归属于上市公司股东的净利润同比增长10%-30%**。②公司16年综合毛利率48.12%，同比微降0.35个pct.，在同行业中保持高位；销售/管理/财务费用分别为3.06/5.84/-0.08亿元，比上年同期变动35.38%/43.19%/81.22%，相应费率同比变动0.20/1.24/1.39个pct.，其中管理费用同比增加主要是研发费用大幅增长。

一季报稳定增长，毛利率略有下滑：公司公告2017年Q1实现营收7.82亿元，同比增长37.73%；归母净利润1.72亿元，同比增长23.54%，扣非归母净利润1.49亿元，同比增长16.33%；2017Q1毛利率46.57%，同比下降4.04个pct.；销售/管理/财务费用为0.84/1.84/-0.10亿元，比上年同期变动40.2%/59.71%/-115.14%，相应销售/管理费率同比变动0.19/3.24个pct.。

- **工控领军，下游需求望持续回暖：**自16年8月-3月PMI指数已连续8月站在枯荣线之上，工控下游持续回暖。公司深耕工业控制领域十多年，公司已经在电机驱动与控制、电力电子、工业网络通信等核心技术方面取得了领先优势，具备提供变频器、伺服系统、控制系统等核心部件及行业一体化解决方案，工控产品居国内领先地位。随着人力成本上升，一方面是下游制造业回暖，特别是在3C自动化领域，新能源汽车、工业机器人等领域景气向上，另一方面产业升级带来工控产品需求增长，我们认为工控下游回暖仍具有持续性。公司在工控领域管理和营销精细化，推行行业线运作，为客户提供行业定制化整体解决方案，竞争力提升。同时能快速响应下游需求，在成本和效率上具有显著优势。2017年一季度，工控下游需求持续高增，公司工控板块业务持续超预期增长。其中，通用变频器营业收入2.15亿元、同比增长5.86%；通用伺服产品实现营收1.33亿，同比增长105.88%，plc、HMI类产品营收0.33亿，同比增长96.52%。我们预计2017年工控领域将从需求复苏到稳定增长，公司在工控领域扎实布局，有望超预期增长。

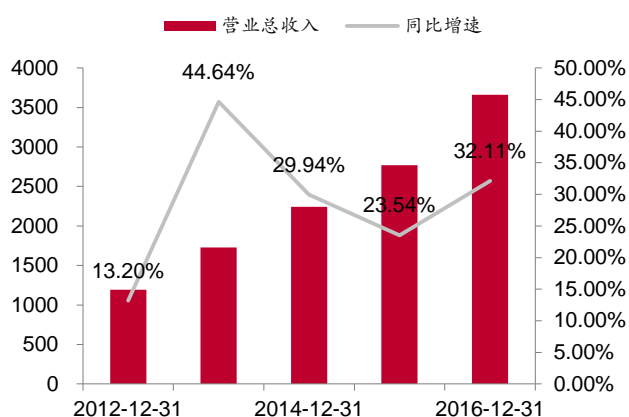
- **电控龙头，大力推进新能源汽车动力总成。**公司在新能源客车电机控制器领域与宇通深度合作，目前已经成为客车电控领域领军。在巩固龙头地位的同时，公司将拓展物流车并将发展重心放在新能源乘用车这个广阔的市场。目前公司已搭建了国内一流的新能源乘用车动力总成团队，与拥有超30年新能源汽车研发经验的瑞士 Brusa 战略合作，引进技术并本土化，瞄准国内外一流乘用车市场。在下游市场开拓上，公司已与多家乘用车企业深入对接，力争在今年新开发准入客户不少于三家，定点车型不少于四个。我们认为，公司在研发、管理、制造生产、市场开拓等综合实力强，有能力在乘用车电控领域及动力总成领域成为行业领军者。我们预计2018年公司乘用车电控产品将实现批量销售。2016年新能源电机控制器稳定增长，实现收入8.45亿元，同比增长31%；2017年一季度虽然受到政策影响下滑，实现销售收入0.44亿元，同比下降38.35%，但公司会以辅控产品以及研发新品开发其他客户，创造新增增长点。
- **研发持续投入，成长潜力十足：**公司重视研发，2016年公司新增研发人员421人，研发投入3.85亿元（2015年2.45亿），通过持续的高比例研发投入及引进国际领先技术，进一步提升了新能源汽车动力总成、电机与驱动控制、工业机器人本体设计等方面的核心技术水平，巩固了公司在该领域的领先地位。2016年实施第三期股权激励，彰显公司对自身发展的信心，成长潜力与动力十足。
- **投资建议：**预计2017-2019年分别实现归母净利润11.39亿、14.39亿和17.68亿元，同比分别增长22.2%、26.4%和22.9%，对应EPS分别为0.68、0.86、1.06，对应2017-2018年PE分别为34.7、27.5、22.4倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行、新能源汽车产业政策调整、房地产市场下滑

16 年业绩稳定增长，符合预期

16 年营业收入重启高增长态势

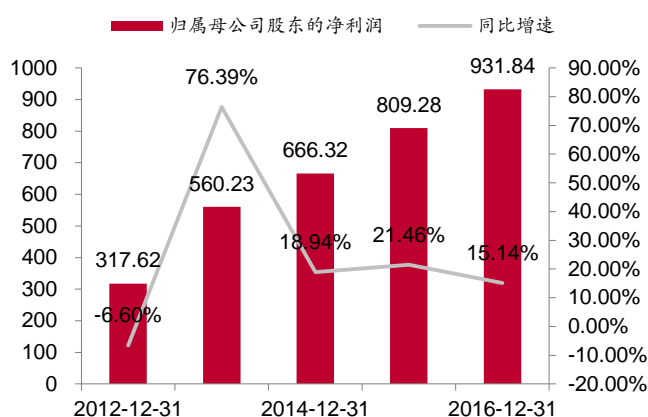
- 公司 2016 年报显示，实现营业收入 36.60 亿元，同比增长 32.11%；归母净利润 9.32 亿元，同比增长 15.14%，扣非归母净利润 8.57 亿元，同比增长 12.57%；年度利润分配方案：每 10 股派现 2.75 元。并提出了 2017 年经营目标：实现销售收入同比增长 20%-40%，归属于上市公司股东的净利润同比增长 10%-30%。

图表 1: 2012-2016 营业收入及同比增速 (百万元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2: 2012-2016 归母净利润及同比增速 (百万元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司 16 年综合毛利率 48.12%，同比微降 0.35 个 pct.，在同行业中保持高位；销售/管理/财务费用分别为 3.06/5.84/-0.08 亿元，比上年同期变动 35.38%/43.19%/81.22%，相应费率同比变动 0.20/1.24/1.39 个 pct.。其中管理费用增加除了江苏经纬并表外，主要是由于研发费用较上期大幅增长。

17 年 1 季度业绩稳定增长，综合毛利率略有下滑

- 公司公告 2017 年 Q1 实现营收 7.82 亿元，同比增长 37.73%；归母净利润 1.72 亿元，同比增长 23.54%，扣非归母净利润 1.49 亿元，同比增长 16.33%；2017 年一季度公司综合毛利率 46.57%，同比下滑 4.04 个 pct.，环比下滑 1.55 个 pct.；销售/管理/财务费用为 0.84/1.84/-0.10 亿元，比上年同期变动 40.2%/59.71%/-115.14%，相应费率同比变动 0.19/3.24 个 pct.。

工控、新能源汽车电机控制器及轨交业务增长全面发力

图表 3：分业务营业收入及同比增长

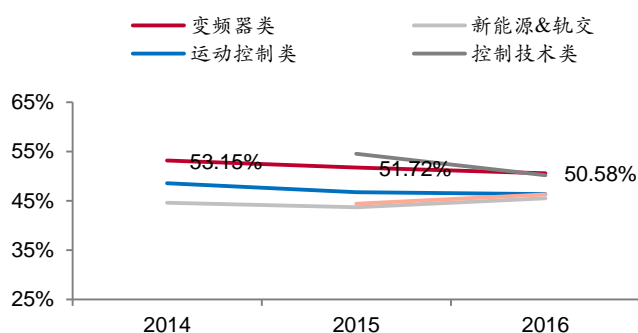
分业务	2015年	同比增长	2016年	同比增长
变频器类	1,401.81	4.53%	1,664.52	18.74%
新能源&轨交	751.66	99.91%	1,086.53	44.55%
运动控制类	349.04	17.81%	501.63	43.72%
控制技术类	73.56	12.13%	106.25	44.44%
传感器类	28.25	17.56%	34.75	23.01%
其他	166.22	19.05%	266.37	60.25%

来源：公司公告，中泰证券研究所

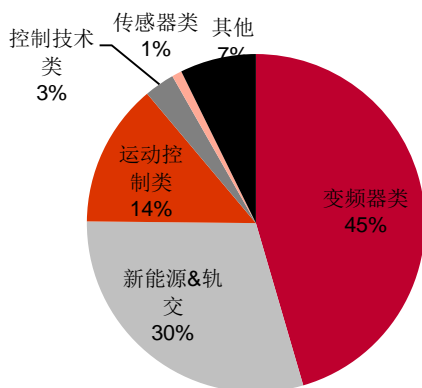
图表 4：分业务毛利率及变动

	2014	2015	2016	同比变动
变频器类	53.15%	51.72%	50.58%	-1.14%
新能源&轨交	44.60%	43.67%	45.53%	1.86%
运动控制类	48.56%	46.75%	46.33%	-0.42%
控制技术类		54.55%	50.20%	-4.35%
传感器类		44.40%	46.27%	1.87%
其他		44.34%	46.03%	1.69%

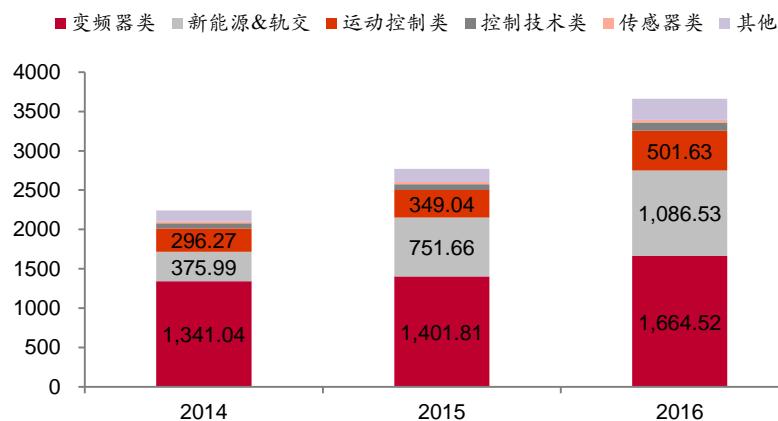
来源：中泰证券研究所

图表 5：分业务毛利率变化


来源：中泰证券研究所

图表 6：2016 年主营构成


来源：中泰证券研究所

图表 7：2014-2016 年公司主营构成


来源：中泰证券研究所

- **工控领军，下游需求望持续回暖：**自 2016 年 8 月-2017 年 3 月，PMI 指数已连续 8 个月在枯荣线之上，工控下游需求呈现持续回暖。公司掌握工业自动化领域矢量变频器、伺服、plc 等核心技术，并成熟地将技术应用在新能源汽车、电梯、空压机、3C 制造、机器人/机械手等细分行业。公司抓变能力强，能对下游需求快速反应，2016 年工业自动化业务（通用变频器、伺服、PLC、工业机器人等）超预期高增长。

- **2017 年一季度，工控下游需求持续高增，公司工控板块业务持续超预期增长。**其中，通用变频器营业收入 2.15 亿元、同比增长 5.86%；通用伺服产品实现营收 1.33 亿，同比增长 105.88%，plc、HMI 类产品营收 0.33 亿，同比增长 96.52%。我们预计 2017 年工控领域将从需求复苏到稳定增长。
- **电控龙头，大力推进新能源汽车动力总成。**公司在新能源客车电机控制器领域与宇通深度合作，目前已经成为客车电控领域领军。在巩固龙头地位的同时，公司将拓展物流车和乘用车市场，并将发展重心放在新能源乘用车这个广阔的市场。目前公司已搭建了国内一流的新能源乘用车动力总成团队（含电机、电控、电源、减速机等），与拥有超 30 年新能源汽车研发经验的瑞士 Brusa 战略合作，引进技术并本土化，瞄准国内外一流乘用车市场。在下游市场开拓上，公司已与多家乘用车企业深入对接。我们认为，公司在研发、管理、制造生产、市场开拓等综合实力强，有能力在乘用车电控领域及动力总成领域成为行业领军者。公司年报中披露将力争在今年新开发准入客户不少于三家，定点车型不少于四个。我们预计 2018 年公司乘用车电控产品将实现批量销售。受到新能源汽车补贴退坡的影响，公司与宇通合作的主控产品将承压，但公司会以辅控产品以及研发新品开发其他客户，创造新增长点。
- **2016 年新能源电机控制器稳定增长，2017 年一季度受到政策影响下滑：**2016 年新能源汽车实现营收 8.45 亿元，同比增长 31%，其中下游宇通客车贡献 70%-80% 份额。受到新能源汽车补贴政策影响，2017 年一季度整个行业处于调整期，下游新能源汽车销量同比下滑。公司新能源汽车业务实现销售收入 0.44 亿元，同比下降 38.35%。

风险提示

- 宏观经济下行
- 新能源汽车产业政策调整
- 房地产市场下滑

图表：公司财务预测

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,770.5	3,660.0	4,937.7	6,575.6	8,476.1	成长性					
减：营业成本	1,427.7	1,899.0	2,617.8	3,504.2	4,543.2	营业收入增长率	23.5%	32.1%	34.9%	33.2%	28.9%
营业税费	27.1	37.3	49.3	66.3	85.1	营业利润增长率	17.5%	14.8%	26.5%	31.8%	26.8%
销售费用	226.2	306.2	390.1	526.0	678.1	净利润增长率	21.5%	15.1%	22.2%	26.4%	22.9%
管理费用	408.1	584.3	790.0	1,038.9	1,337.5	EBITDA增长率	23.8%	25.5%	31.1%	29.8%	25.6%
财务费用	-45.0	-8.4	-31.9	-44.8	-66.6	EBIT增长率	24.1%	21.2%	31.7%	32.0%	27.4%
资产减值损失	28.1	39.6	33.8	36.7	35.3	NOPLAT增长率	28.5%	23.5%	25.7%	31.2%	25.8%
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	53.7%	21.9%	27.7%	12.6%	6.8%
投资和汇兑收益	26.5	30.1	28.3	29.2	28.7	净资产增长率	17.7%	16.1%	29.8%	19.0%	19.7%
营业利润	724.8	832.1	1,053.0	1,387.8	1,759.0	利润率					
加：营业外净收支	180.6	211.6	208.5	209.9	209.2	毛利率	48.5%	48.1%	47.0%	46.7%	46.4%
利润总额	905.4	1,043.6	1,261.5	1,597.7	1,968.2	营业利润率	26.2%	22.7%	21.3%	21.1%	20.8%
减：所得税	71.4	63.5	63.1	81.8	103.7	净利率	29.2%	25.5%	23.1%	21.9%	20.9%
净利润	809.3	931.8	1,138.5	1,438.6	1,767.6	EBITDA/营业收入	26.2%	24.9%	24.2%	23.6%	23.0%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	24.5%	22.5%	22.0%	21.6%	21.5%
货币资金	1,407.5	1,707.8	2,271.3	3,024.8	4,053.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	53	61	46	35	27
应收账款	818.2	1,169.8	1,463.6	2,043.4	2,505.0	流动营业资本周转天数	187	179	170	164	148
应收票据	566.7	966.8	1,090.6	1,612.7	1,824.8	流动资产周转天数	563	544	506	471	459
预付账款	17.6	27.9	34.0	49.4	58.3	应收账款周转天数	87	98	96	96	97
存货	576.3	751.0	1,095.0	1,365.2	1,831.5	存货周转天数	66	65	67	67	68
其他流动资产	1,287.4	1,766.9	1,527.1	1,647.0	1,587.1	总资产周转天数	690	665	624	563	527
可供出售金融资产	-	14.5	4.8	6.5	8.6	投资资本周转天数	287	293	271	243	206
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	3.0	203.3	203.3	203.3	203.3	ROE	19.9%	19.8%	18.5%	19.7%	20.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	14.0%	12.3%	13.1%	13.3%	13.9%
固定资产	594.1	638.0	634.1	648.1	613.4	ROIC	35.9%	28.9%	29.8%	30.6%	34.2%
在建工程	0.5	8.4	61.7	88.4	44.2	费用率					
无形资产	183.2	287.8	322.6	277.5	232.3	销售费用率	8.2%	8.4%	7.9%	8.0%	8.0%
其他非流动资产	492.0	431.5	442.4	463.7	443.8	管理费用率	14.7%	16.0%	16.0%	15.8%	15.8%
资产总额	5,946.5	7,973.9	9,150.6	11,429.8	13,405.6	财务费用率	-1.6%	-0.2%	-0.6%	-0.7%	-0.8%
短期债券	-	115.1	102.1	185.2	-	三费/营业收入	21.3%	24.1%	23.3%	23.1%	23.0%
应付账款	893.3	1,345.7	1,026.4	1,759.5	1,820.4	偿债能力					
应付票据	428.7	474.3	776.5	893.7	1,274.3	资产负债率	27.9%	37.5%	29.3%	32.7%	31.3%
其他流动负债	452.8	920.5	686.1	802.8	1,001.5	负债权益比	38.6%	60.0%	41.5%	48.5%	45.6%
长期借款	13.0	11.0	11.0	-	-	流动比率	2.97	2.24	2.89	2.68	2.90
其他非流动负债	68.8	125.0	81.6	91.8	99.5	速动比率	2.60	1.97	2.46	2.30	2.45
负债总额	1,656.7	2,991.6	2,683.6	3,733.1	4,195.7	利息保障倍数	-15.12	-97.52	-34.03	-32.00	-27.40
少数股东权益	230.1	266.5	326.4	403.7	500.7	分红指标					
股本	795.3	1,659.9	1,665.1	1,665.1	1,665.1	EPS (元)	0.24	-	0.14	0.17	0.21
留存收益	3,298.8	3,574.3	4,475.4	5,627.9	7,044.1	分红比率	49.1%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	4,289.8	4,982.3	6,466.9	7,696.7	9,209.9	股息收益率	1.0%	0.0%	0.6%	0.7%	0.9%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	834.0	980.2	1,138.5	1,438.6	1,767.6	EPS (元)	0.49	0.56	0.68	0.86	1.06
加：折旧和摊销	50.4	91.6	110.8	119.6	124.0	BVPS (元)	2.44	2.83	3.69	4.38	5.23
资产减值准备	28.1	39.6	-	-	-	PE (X)	48.8	42.4	34.7	27.5	22.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB (X)	9.7	8.4	6.4	5.4	4.5
财务费用	-54.3	-30.0	-31.9	-44.8	-66.6	F/FCF	-350.2	86.3	180.8	40.1	31.2
投资收益	-26.5	-30.1	-28.3	-29.2	-28.7	F/S	14.3	10.8	8.0	6.0	4.7
少数股东损益	24.7	48.3	59.9	77.3	97.0	EV/EBITDA	49.8	35.4	31.4	23.8	18.4
营运资金的变动	-871.0	-480.2	-830.7	-551.6	-421.5	CAGR (%)	22.0%	23.9%	20.2%	22.0%	23.9%
经营活动产生现金	801.8	420.3	418.3	1,010.0	1,471.7	PEG	2.2	1.8	1.7	1.2	0.9
投资活动产生现金	-776.0	-400.2	-157.0	-87.4	26.6	ROIC/WACC	3.4	2.8	2.8	2.9	3.3
融资活动产生现金	-153.8	695.0	302.2	-169.1	-469.7	REP	3.9	3.6	3.2	2.7	2.2

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。