

证券研究报告

平安电力设备

强烈推荐 (维持)

证券分析师

侯建峰

投资咨询资格编号

S1480513040001

010-56800146

houjianfeng791@pingan.com.cn

研究助理

朱栋

一般证券从业资格编号

S1060114070038

010-56800144

zhudong615@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

汇川技术 (300124)

新能源汽车发力，助推业绩反转趋势

事项：

汇川技术于1月27日发布2014年度业绩预告，预计2014年营业收入同比增长25%~35%，实现归属于上市公司股东净利润同比增长12%~25%。

平安观点：

- **14年营收维持快速增长，毛利率趋降：**公司2014年营收预计突破20亿元，实现净利润近7亿元，营收维持较快增速的原因，主要系伊士通并表及新能源汽车电机控制器、通用伺服等产品快速增长所致。其中，伊士通14年预计销售收入贡献近1.5亿元。公司业绩增速低于营收的主要原因：1) 产品收入结构的变化及市场竞争的加剧，导致综合毛利率降低；2) 新增并购带来管理费用率的提高；3) 2013年公司收到的软件增值税退税金额较大，导致2014年营业外收入同比增幅小于收入增幅。2015年随着新品通用变频器MD500、专用伺服系统IS580的推广，公司毛利率有望维持在50%的水平。
- **地产企稳及进口替代，支撑变频主业稳步增长：**汇川技术的电梯一体化机业务占比营收的近40%，2H14受益于托底政策的陆续出台，地产行业已现企稳态势。考虑到未来保障房的建设，其对成本的考量有望加速国产替代的进程，汇川技术正逐步打开合资品牌的市场。3Q14公司业绩出现下滑，主要系通用变频器业务的增速放缓所致，与国内宏观经济的下行有关。我们认为，未来地产行业的企稳，辅以公司新系列产品的切换以及大客户进口替代战略的实施，有望支撑公司的变频主业实现稳步增长。
- **4Q14新能源汽车业务环比增长近3倍，驶出成长第三极：**1~3Q14公司新能源汽车电机控制器的收入为1.4个亿，其中近80%来自宇通客车。宇通客车2014年12月的新能源客车销量达2602辆，14年全年销量近7500辆，其中4Q14近4500辆，3Q14近1100辆。我们据此测算，汇川技术4Q14新能源汽车电机控制器的收入近2亿，14年全年收入有望超3亿，占比总营收的近15%。考虑到公司的战略合作方宇通客车，在国内纯电动客车的市场份额近15%，插电式混动客车的份额近40%，随着补贴政策及充电设施的不断完善，2015年公司有望依托先发优势在新能源客车领域实现倍速以上增长，成为推动其业绩实现30%以上增长的新的成长极。
- **盈利预测与投资建议：**预计14~16年公司EPS为0.88、1.17和1.66元，对应1月27日收盘价PE分别为40.0、30.0和21.1倍，我们认为公司质地优良，长期看好其成长价值，新的成长极新能源汽车和伺服机器人业务有望加速推动公司业绩的反转，维持“强烈推荐”评级，未来6个月目标价45元。
- **风险提示：**1) 宏观经济增速进一步下滑的风险；2) 新能源汽车推广不及预期。

单位:百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	3292	3598	4206	5185
现金	2100	2118	2100	2082
应收账款	355	414	596	887
其他应收款	13	24	32	46
预付账款	24	27	42	63
存货	322	413	610	916
其他流动资产	477	603	826	1191
非流动资产	503	530	576	614
长期投资	0	0	0	0
固定资产	207	278	318	340
无形资产	130	149	172	200
其他非流动资产	167	103	87	73
资产总计	3795	4128	4782	5799
流动负债	528	531	727	1051
短期借款	0	0	0	0
应付账款	309	348	519	804
其他流动负债	219	184	207	247
非流动负债	34	34	34	34
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	34	34	34	34
负债合计	562	565	761	1085
少数股东 权益	162	187	214	246
股本	389	781	781	781
资本公积	1620	1233	1233	1233
留存收益	1064	1362	1793	2454
归属母公司股东权益	3072	3376	3807	4468
负债和股东权益	3795	4128	4782	5799

单位:百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	452	420	525	676
净利润	569	709	941	1331
折旧摊销	31	31	39	46
财务费用	-67	-26	-26	-26
投资损失	0	-1	-1	-1
营运资金变动	-128	-304	-438	-694
其他经营现金流	47	11	11	21
投资活动现金流	-181	-48	-88	-81
资本支出	71	51	51	51
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-110	3	-37	-31
筹资活动现金流	-204	-354	-456	-613
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	392	0	0
资本公积增加	53	-386	0	0
其他筹资现金流	-257	-360	-456	-613
现金净增加额	67	18	-18	-18

单位:百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1726	2326	3226	4772
营业成本	814	1162	1652	2514
营业税金及附加	15	19	26	37
营业费用	187	186	242	334
管理费用	250	326	419	573
财务费用	-67	-26	-26	-26
资产减值损失	12	9	9	9
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	1	1	1
营业利润	514	653	905	1332
营业外收入	155	180	200	230
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	667	832	1103	1561
所得税	98	123	162	230
净利润	569	709	941	1331
少数股东损益	9	25	28	31
归属母公司净利润	560	685	913	1300
EBITDA	478	658	917	1352
EPS (元)	1.44	0.88	1.17	1.66

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入 (%)	44.6	34.8	38.7	47.9
营业利润 (%)	65.2	27.1	38.4	47.3
归属于母公司净利润 (%)	76.4	22.2	33.4	42.3
获利能力				
毛利率 (%)	52.8	50.1	48.8	47.3
净利率 (%)	32.5	29.4	28.3	27.2
ROE (%)	18.2	20.3	24.0	29.1
ROIC (%)	35.4	38.0	39.9	43.0
偿债能力				
资产负债率 (%)	14.8	13.7	15.9	18.7
净负债比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	6.24	6.78	5.79	4.93
速动比率	5.63	6.00	4.95	4.06
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.59	0.72	0.90
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	3.71	3.54	3.81	3.80
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.88	1.17	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	0.54	0.67	0.87
每股净资产(最新摊薄)	3.93	4.32	4.87	5.72
估值比率				
P/E	48.88	40.00	29.99	21.07
P/B	8.91	8.11	7.19	6.13
EV/EBITDA	53	39	28	19

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：0755-82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：021-33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033