

新能源汽车已成为公司主要增长动力 未来看点是机器人

投资要点:

1. 事件

2014年公司实现营业收入22.42亿元,较上年同期增长29.94%;实现营业利润6.16亿元,较上年同期增长20.00%;实现归属于上市公司股东的净利润6.66亿元,较上年同期增长18.94%;公司基本每股收益为0.85元,较上年同期增长18.06%。

公司公告2015Q1业绩预告,净利润实现1.20亿至1.32亿元,同比增长0%至10%。

2. 我们的分析与判断

(一)、新能源客车电机控制器已成为业绩增长的主动力

从公司2014年各项业务的增速来看,变频器、伺服系统的增速都只有10%左右。为公司带来增量的主力是新能源汽车电机控制器。汽车电机控制器2014年实现收入2.94亿元,订单突破4亿元,公司已成为国内第一汽车电机控制器厂商,市场占有率超过30%。我国2014年新能源汽车销量不足8万辆,而从各个口径的预测来看,2015年这一数字将暴增至20万辆,增速达150%。

(二)、新能源乘用车电机控制器、机器人等有望成为2015年新的增长点

乘用车方面,公司作为国内变频器领域的龙头,通过和宇通的长期合作大大加深了对汽车行业的理解,无疑是国内新能源乘用车整车厂最好的合作伙伴。公司14年投入大批研发力量开发乘用车电机控制器,产品的性能、集成度、体积都有较大的提升,我们认为2015年公司将与行业内领军新能源乘用车厂商的战略合作落地。

机器人方面,公司2014年通过战略收购(南京汇川的工业视觉和长春汇通的绝对值编码器)、自主研发(高性能总线式伺服、DDR直驱电机)和外部挖人(新加坡海归团队开发的机器人控制器)多种形式,获得了机器人全部核心零部件的自主研发能力。下一步,公司将与各行业的系统集成商开展互补性合作,公司提供整体解决方案,具体包括核心零部件、开放性平台和模板化功能包,系统集成商在公司的模板化功能包基础上用开放性平台做简单的二次开发就可将自身掌握的行业工艺融入到解决方案中,最终形成贴近终端用户需求的智能化机器人整体解决方案。这种运营模式可复制能力强,可望在较短时间内在陶瓷、注塑机、电梯等公司具有客户优势和行业口碑的下游行业中形成大批量销售。

汇川技术(300124.SH)

推荐 首次评级

分析师

张玲

☎: (8610) 6656 8643

✉: zhangling_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514020003

特此鸣谢

于化鹏: (8610) 83571395

(yuhuapeng@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

相关研究

另外，15 年可望获得一定突破的是起重行业专机和工程型变频器。起重行业是市场空间可与电梯比拟的大行业，公司也是耕耘了多年，今年的重要进展是获得了样板点大客户中联重科，中联重科的塔机全球市场占有率达到 20%，其生产的全球最大塔机 T3000 起重能力高达 160 吨。与中联重科的合作一方面对公司营收的拉动作用明显，另外也为公司日后在更高端的港机市场攻城略地打下了较好的基础。工程型变频器是公司寄予厚望的领域，其重要程度可能不亚于机器人和汽车电子，市场空间大、利润高，长期被 ABB、西门子两大外资占据，主要面向冶金轧机、石油钻井平台、矿山机械、港口起重机等重型装备市场。公司 2014 年推出的 HE 系列工程型变频器已在部分行业拿到订单，主要包括矿山机械领域的太原重工和湘电重装以及石油钻井平台的中海油等。这块业务目前还处于培育的初期，营收的规模还不是太大，但一个有利的因素是部分下游经营压力较大，通过核心部件国产化来降成本成为趋势，公司的产品解决方案做到位了之后空间很大。最后，公司的 IS620 系列通用伺服受益下游 3C、锂电、机器人行业的高景气度，也将保持较快的增速。

（三）、2015 年公司净利润率有望提升

我们认为，2015 年公司产品毛利率有望上升，期间费用率将下降，公司净利润率有望提升。

毛利率方面，第一，2015 年公司有 IS620、MD500、IS580、工程型变频器等多项新一代产品切换，新产品体积减小、成本下降带来的将是毛利率的上升；第二，光伏逆变器产品毛利率低，公司在 15 年将会收缩阵线，这一低毛利的产品比重将减少，也有利于公司的整体毛利率提升。我们预测 2015 年公司的毛利率将从 51% 重新提高至 52% 左右。

期间费用率方面，第一，目前机器人产品线、工程传动、MD500 等主要产品已经研发完成，2015 年研发支出会明显降低；第二，公司将 2015 年定位为管理优化年，以提升管理效率为主，在公司人数上不会有明显的增长；第三，公司 15 年的股权激励费用也大幅降低，从 3600 万元减少到 1800 万元。综合上述因素，公司总体的期间费用率上会有较为明显的降低。

（四）、公司财务指标健康 需重点关注存货变化

现金流依然强劲：公司 2014 年全年经营性现金流入高达 5.24 亿元，占归属净利润的比重高达 80% 左右，且第四季度销售商品、提供劳务收到的现金高达 6.2 亿元，相当于第二、第三季度之和。公司的盈利是高质量的。

存货结构变化较大：公司 2014 年年底存货为 4.39 亿元，同比三季报的 4.67 亿元有所降低。但结构较去年年底有较大变化，发出商品 1.18 亿元，相比去年同期的 0.98 亿元较正常。但产成品高达 1.97 亿，同比去年的 0.75 亿元大幅增长 1.22 亿元。公司大部分产品是订单制生产，存货中的产成品比重不应过高，这意味着公司目前的业绩表现有低估的可能，后续需重点关注。

（五）、15Q1 营收增速将逐步回升

2015Q1 营收增速较慢主要是因为 2014Q1 营业外收入较多造成基数较高，一般情况下营业外收入约是营业收入的 6%，而 2014Q1 营业外收入是营业收入的 9%。随着基数的恢复正常，季度营收增速将逐步回升。

3. 投资建议

公司的发展领域已经从传统的工控行业扩展到了电动汽车和机器人两大蓝海。2015 年公司目标销售收入同比增加 15%至 35%，盈利增长 15%至 30%。我们认为领域的扩张、毛利率的提升以及期间费用率的下降，或使得公司业绩超经营目标。我们预计公司 15-17 年业绩为 1.18 元、1.55 元和 1.99 元。对目前股价 PE 为 34 倍、26 倍和 20 倍，首次覆盖给予推荐的投资评级。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

张玲，电力设备及新能源行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359liusiyao@chinastock.com.cn