

研究所
 证券分析师：谭倩 S0350512090002
 010-88576939-808
tanq@ghzq.com.cn
 联系人：李恩国
 010-88576878-812 lieg@ghzq.com.cn

新能源汽车、工业互联网、智能装备等多亮点助公司腾飞——汇川技术（300124）点评报告

主要观点：

1、优质工控龙头企业

公司是专门从事工业自动化控制产品的研发、生产和销售的企业，定位服务于中高端设备制造商。公司产品涵盖工业自动化（变频器、运动控制、控制技术），一体化及专机（电梯专用驱动器、起重专用驱动器、塑机专用驱动器、煤矿防爆专用变频器、纺织专用系统），新能源产品（光伏逆变器、新能源汽车电机控制器）等细分领域。今年，公司将着力发展智能装备、新能源汽车、工业互联网三大领域。

表 1：汇川技术战略布局

战略方向	执行方式
智能装备	在伺服系统领先优势下，加强控制器、工业视觉等核心零部件的应用，以及行业解决方案的推广。同时积极发展机器人业务，形成行业解决方案。
新能源汽车	在客车领域，公司已经成为中国新能源汽车电机控制器最大份额的供应商；2015年公司主要进行乘用车电机控制业务布局。
工业互联网	基于变频器、控制器在存量和增量较大的市场份额为入口，开发物联网平台，为客户提供服务，谋求在庞大的后市场商业机会。

资料来源：公司公告，国海证券整理

2、电动汽车控制器订单高增长，客车领域遥遥领先，乘用车成为新增长点

公司新能源产品中，新能源汽车占比80%。2014年下半年以来，政策频推及技术进步，带动新能源汽车行业出现快速发展势头，整体市场开始放量，包括新能源汽车充电桩在内的关键产品呈现供不应求的状态。今年一季度新能源汽车行业大幅好于市场预期，根据汽车协会数据显示，2015年3月，全国新能源汽车产量14,158辆，同比增长2.5倍；1~3月累计生产新能源汽车27,001辆，同比增长2.5倍，呈现出淡季不淡的市场热情。预计2015年、2016年整个行业需求会继续快速上升。同时，今年是“十二五”收官之年，面对考核压力，我们预计政策红利仍将不断释放，带动新能源汽车保持高速增长。

我们看好新能源汽车持续高增长下带动公司电机控制器井喷。主要逻辑有以下几点：

1) 虽然电机控制器相对新能源汽车其他核心零部件价格优势不明显，但区别于普通工业电机控制器，新能源汽车对电机控制器要求较高，技术优势明显的公司优先受益；

2) 汇川技术是中国工业变频器及控制器主要供应商之一，2009年组建新能源技术团队，向新能源行业渗透。2009年10月公司推出了电动汽车驱动器，并在5家客户端实验成功。2013年公司完成新能源汽车电机控制器订单约1.2亿元。2014年1-9月，受益于政策利好和大客户销售支撑，新能源汽车电机控制器实现销售收入1.4亿元，同比取得大幅度增长。公司2014年电动汽车控制器订单超过4亿，市场占有率第一。凭借公司技术、市场等优势，订单预计持续饱满，公司龙头地位将继续牢固；

3) 公司目前在新能源客车领域已经占有一席之地，接下来的重点是介入乘用车市场。新的市场为公司带来更大市场空间。

3、以电梯行业为工业互联网突破口，搭建物联网平台，聚焦后服务市场

近年房地产行业增速放缓，从而对电梯上的变频器有影响。由于公司在电梯行业的市场占有率较高，所以此部分业务增速略有平缓。基于公司较大的存量和增量市场份额，公司现已将电梯行业为工业互联网突破口，大力拓展工业物联网领域。电梯变频器作为数据的入口，搭建物联网平台，打开工业互联网市场，同时公司电梯一体化的客户主要是非三大家族的小型品牌，一般没有独立搭建物联网平台的能力，公司未来希望通过提供后市场服务寻找新的盈利模式。此方案以无线中继模块为核心，通过串行通信获取电梯控制器数据，并把这些数据通过有线或无线网络传到服务器。2014年8月，公司与中国联通签订物联网战略框架合作协议，在电梯物联网领域展开全面深入的合作。在此基础上，公司将目前拥有在电梯行业的物联网模式和经验往空压机、大型起重设备上延伸，主要是后服务市场。

4、机器人业务领域优势明显，国内唯一自主研发机器人电气解决方案的企业

机器人属于汇川的战略产品，公司前期加大研发投入，不是采购零部件组装，而是从根本上解决技术的国产化。公司现已经在绝大部分核心零部件实现了国产化，包括电控、变频器、伺服器、工业视觉等，未来需要通过多种渠道解决减速器技术。未来发展会将核心部件与客户生产线工艺需求结合起来，形成行业解决方案。根据下游行业需求，将在更多的行业去验证且进一步完善机器人电气综合解决方案。凭借汇川深厚的技术积累、雄厚的资本实力、高瞻远瞩的定位和极强的执行力，公司有望引爆机器人行业热情，引领中国工业4.0升级。

5、盈利预测

我们预计公司2015~2017年的EPS分别为1.04元、1.39元和1.69元，对应PE 分别为51倍、38倍和31倍，给予公司“增持”的评级。

6、风险提示

技术突破不达预期。

重要财务指标				单位:百万元
主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2243	2920	3760	4510
同比(%)	29.94%	30.21%	28.77%	19.95%
归属母公司净利润	666	815	1088	1324
同比(%)	18.94%	22.28%	33.59%	21.62%
毛利率(%)	50.23%	48.70%	47.50%	46.36%
ROE(%)	19.37%	21.13%	25.83%	28.66%
每股收益(元)	0.85	1.04	1.39	1.69
P/E	62.00	50.71	37.96	31.21
P/B	11.97	10.66	9.93	8.88
EV/EBITDA	-2.13	41.63	30.83	25.29

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	3989	4216	4706	5129	营业收入	2243	2920	3760	4510
现金	1836	2432	2550	2694	营业成本	1116	1498	1974	2419
应收账款	489	347	397	411	营业税金及附加	20	16	17	18
其它应收款	32	20	22	24	营业费用	207	224	278	291
预付账款	16	46	37	67	管理费用	343	396	416	447
存货	439	718	932	1066	财务费用	(69)	(48)	(56)	(59)
其他	1177	653	769	866	资产减值损失	11	10	11	11
非流动资产	683	752	858	930	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	1	2	2	投资净收益	3	1	1	2
固定资产	219	356	452	526	营业利润	617	826	1121	1385
无形资产	120	130	145	146	营业外收入	159	124	146	143
其他	340	264	259	255	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	4671	4967	5564	6059	利润总额	775	948	1266	1528
流动负债	974	866	1160	1143	所得税	85	122	163	187
短期借款	0	0	0	0	净利润	690	826	1103	1341
应付账款	347	513	756	660	少数股东损益	24	12	15	17
其他	627	353	404	483	归属母公司净利润	666	815	1088	1324
非流动负债	51	36	40	42	EBITDA	777	939	1264	1536
长期借款	0	0	0	0	EPS (摊薄)	0.85	1.04	1.39	1.69
其他	51	36	40	42					
负债合计	1025	902	1201	1186	主要财务比率				
少数股东权益	178	190	205	221	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
股本	782	782	782	782	成长能力				
资本公积	1328	1328	1069	810	营业收入增长率	0.30	0.30	0.29	0.20
留存收益	1342	1765	2308	3060	营业利润增长率	0.20	0.34	0.36	0.24
归属母公司股东权益	3452	3876	4159	4652	归属于母公司净利润增长率	0.19	0.22	0.34	0.22
负债和股东权益	4671	4967	5564	6059	获利能力				
					毛利率	0.50	0.49	0.47	0.46
					净利率	0.31	0.28	0.29	0.30
					ROE	0.19	0.21	0.26	0.29
					ROIC	0.19	0.20	0.25	0.28
					偿债能力				
					资产负债率	0.22	0.18	0.22	0.20
					净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00
					流动比率	4.09	4.87	4.06	4.49
					速动比率	3.64	4.04	3.25	3.55
					营运能力				
					总资产周转率	0.53	0.61	0.71	0.78
					应收账款周转率	5.31	6.99	10.11	11.16
					应付账款周转率	3.40	3.48	3.11	3.42
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.85	1.04	1.39	1.69
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	1.29	1.30	1.34
					每股净资产(最新摊薄)	4.41	4.95	5.32	5.95
					估值比率				
					P/E	62.00	50.71	37.96	31.21
					P/B	11.97	10.66	9.93	8.88
					EV/EBITDA	(2.13)	41.63	30.83	25.29

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	533	1013	1016	1049
净利润	690	826	1103	1341
折旧摊销	42	38	54	67
财务费用	(69)	(48)	(56)	(59)
投资损失	(3)	(1)	(1)	(2)
营运资金变动	(171)	230	(63)	(290)
其它	44	(34)	(21)	(8)
投资活动现金流	(80)	(73)	(149)	(132)
资本支出	(128)	(87)	(111)	(118)
长期投资	403	3	(0)	(1)
其他	(355)	11	(38)	(14)
筹资活动现金流	(308)	(343)	(749)	(772)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股本增加	394	0	0	0
资本公积金增加	(284)	0	(259)	(259)
其他	(418)	(343)	(490)	(513)
现金净增加额	146	596	118	145

【电力设备与新能源小组介绍】

谭倩：美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、锂电池行业分析师，带领团队获得2013年水晶球公用事业行业公募榜单第四名，2014年第五名。

何魏伟：中山大学经济学硕士、武汉大学工学学士，两年核电站工作经验，2012年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

李恩国：天津大学管理学硕士、工学学士，七年国家电网公司跨区电网设备采购及设备质量管理经验，2014年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

【分析师承诺】

谭倩，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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内

请务必阅读正文后免责条款部分

容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。