汇川技术(300124.SZ)

增长改善和外延扩张将是最大看点

评级:	买入	前 次	买入
目标价(元):		88	

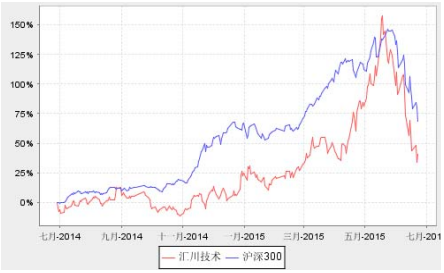
分析师 曾朵红 S0740514080001 zengdh@r.qlzq.com.cn
分析师 沈成 S0740514080003 shencheng@r.qlzq.com.cn

2015 年 7 月 14 日

基本状况

总股本(百万股)	790.89
流通股本(百万股)	617.42
市价(元)	53.24
市值(百万元)	42107.15
流通市值(百万元)	32871.46

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1,725.8	2,242.5	2,685.7	3,453.8	4,470.4
营业收入增速	44.64%	29.94%	19.76%	28.60%	29.43%
净利润增长率	76.39%	18.94%	29.82%	35.33%	31.04%
摊薄每股收益（元）	0.72	0.85	1.11	1.50	1.96
前次预测每股收益（元）					
市场预测每股收益（元）					
偏差率（本次-市场/市					
市盈率（倍）	4.3	62.52	48.16	35.59	27.16
PEG	1.07	1.81	1.21	0.76	0.66
每股净资产（元）	7.88	4.41	5.02	6.51	8.47
每股现金流量（元）	1.16	0.67	0.62	1.01	1.05
净资产收益率	18.28%	19.30%	22.03%	22.97%	23.13%
市净率	7.42	6.62	7.97	6.14	4.72
总股本（百万元）	782.45	782.4	782.45	782.45	782.45

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **上半年净利润预计同比增长 0-10%，二季度同比有所好转，预计下半年将进一步好转。**汇川发布 2015 年半年度业绩预告，营业收入同比增长 5%-10%，约 10.92-11.44 亿元，归属于上市公司股东净利润增长 0-10%，约 3.02-3.32 亿元。按照中值来估算，预计 2015 年上半年实现收入 11.18 亿元，同比增长 7.5%，净利润我们预计至少与收入增速持平，约为 3.24 亿元，同比增长 7.5%，对应每股收益 0.41 元。第二季度收入约为 6.63 亿元，同比增长 10.69%，环比增长 45.71%；第二季度实现净利润 1.98 亿，同比增长 9.11%，环比增长 56.78%，二季度较一季度收入和净利润增速同比都有所加快。公司在 2014 年报中提出 2015 年力争完成年度经营目标：销售收入同比增长 15%-35%，净利润同比增长 15%-30%，我们预计下半年收入和利润增长将持续提速，全年能够完成年初的既定目标。

- **新能源汽车电机控制器、通用伺服系统同比保持高速增长，而光伏逆变器、注塑机伺服同比明显下滑，电梯一体机和通用变频预计同比持平。**新能源汽车销售延续去年的爆发态势，整体预计同比 150%以上的增长，其中大巴车也有近翻倍的增长，尤其是宇通今年的销售目标同比翻倍以上，汇川的新能源汽车控制器今年同样延续爆发的态势，预计同比增长超过 60%。通用伺服产品自 2014 年全面投向市场以来反响很好，大幅领先同行，重点开拓电子、锂电等行业并提供解决方案，今年保持了高速增长的态势，预计同比增长 70%以上。随着房地产投资的下滑导致电梯上半年需求一般，电梯一体机增长出现压力，公司积极开发外资客户、开拓海外市场，上半年预计基本持平，全年预计将有所增长。通用变频的需求与宏观经济关联度也很大，今年一季度以来需求较为疲软，订单有所下滑，5 月份开始有好转趋势，6 月份继续向好，上半年整体估计略有增长，下半年增长将明显提速。光伏逆变器因为公司整体去年下半年开始采取收缩的策略，今年上半年同比出现较大幅度下滑，全年预计也将下滑；注塑机专用伺服因为受下游需求不振的影响，同比也出现较大幅度的下滑，下半年将有所好转。

- **毛利率上半年同比略有下降，主要产品毛利率保持平稳，下半年毛利率预计将保持在 50%左右。**受到需求下滑和竞争加剧的影响，光伏逆变器、高压变频器、注塑机专用伺服系统产品毛利率均出现不同程度

此报告专供民生加银基金管理有限公司研究报告公共邮箱阅读

- 的下降，从而导致公司产品综合毛利率较去年同期略有下降。但是公司的主力产品电梯一体机、通用变频器毛利率保持平稳，通用伺服、新能源汽车电机控制器这些快速放量的产品毛利率保持平稳。下半年来看，光伏逆变器的边际影响减少，而通用伺服/变频/电梯一体机的边际影响加大，新能源汽车电机控制器也将进一步放量，预计全年公司综合毛利率保持在50%左右。

- **销售费用同比略有下降，管理费用同比有所增长，投资收益有所增加，但政府补贴有所下降。**公司上半年成本控制较好，销售费用同比有所下降，进一步体现规模效应和公司实施管理优化的效果，而管理费用有所增长，主要是新产品的部门员工不断加大招聘力度，新产品研发投入也持续增加，以及股权激励费用计提。此外，政府补贴同比减少，导致营业外收入较去年同期略有下降，而增值税退税部分预计较为正常。银行理财产品投资收益增加，利息收入有所减少，公司加大了现金管理力度。公司授予股票期权的员工部分行权，产生的可税前抵扣费用增加，使得所得税费用减少。

- **掌握工业互联网控制器入口，引入总线技术，搭建工业互联网的平台，后续将加大工业4.0领域的投资并购力度，有望率先成为工业4.0的巨头。**汇川通过电梯物联网的应用的摸索，已经搭建了工业互联网的应用平台，积累了几万个客户，未来3-5年逐步往千万级客户拓展。汇川技术提供的变频器、控制器、伺服正是工业互联网的重要入口，且公司已经率先引入EtherCat总线，开始由设备层、控制层往网络层拓展，同时将把客户、经销商和供应商等联合起来成立工业互联网联盟，形成以汇川为核心的工业互联网生态圈。公司7月11日发布公告，将来会继续加大在工业4.0领域的投资力度，投资并购方向包括核心部件、MES系统、系统集成等，汇川有望率先成为工业互联网的巨头。

- **电动车电机控制器已经是客车领域最大的供应商，今年有效拓展到乘用车，并将加大投资力度。**汇川技术与宇通签订战略合作框架协议，2014年一举成为了国内电机控制器的最大供应商，开发的五合一产品成为同行纷纷效仿的标准配置。2015年新能源客车市场继续高歌猛进，汇川依然独家供应宇通的电机控制器，拓展比亚迪、金龙等辅机控制器供应，更重要的是开始进军乘用车市场，已开发出乘用车控制器产品，且引领最先进的技术潮流，已跟多家乘用车厂达成合作的意向,将成为电动车领域举足轻重的核心零部件供应商。公司下一步将进一步加大电动车领域的投入，也会考虑外延的模式来加大电动领域的技术储备。

- **通过收购江苏经纬快速切入轨道交通市场，强强联合后成长空间巨大，高端装备领域将有持续突破。**公司以自有资金2.85亿收购及增资获得江苏经纬50%股权，成功切入轨道交通牵引领域。国内仅有南车时代与江苏经纬突破轨道交通牵引与控制技术，经纬已完成苏州2号线，并开始交付苏州4号线。江苏经纬主要采用斯柯达的技术，汇川入主后能够快速吸收和创新。考虑到轨道交通牵引系统未来5年平均每年100亿的市场空间，考虑市场格局和经纬作为唯一的民营企业的定位，我们相信江苏经纬未来收入规模有望达到15-20亿，成长空间巨大。轨道交通领域也是高端装备领域的一个重要方向，公司同时也在海油装备等高端领域进行积极拓展。

- **公司发布维护公司股价稳定方案的公告，大股东和高管计划增持不少5000万元，并积极推进外延扩张。**公司于7月9日早间披露《关于第一大股东及部分董事、高级管理人员增持公司股份计划的公告》，第一大股东汇川投资及部分董事、高管拟合计增持公司股份市值不少于5,000万元，并承诺在增持期间及在增持完成后六个月内不转让其所持有的公司股份。公司7月10日发布公告，将根据公司实际情况及股市表现，积极推动员工持股计划、股份回购、股权激励、原始股东增持等工作。同时公司将进一步加强信息披露，积极拓展工业4.0和新能源汽车领域，继续加大在工业4.0领域、新能源汽车领域的外延投资力度。

- **盈利预测和估值：**考虑到宏观经济的影响，我们略为下调盈利预测，预计2015-2017年EPS分别为1.11/1.50/1.96元，同比增长30/35/31%，考虑到2015年公司在工业互联网、工业4.0方面都有极佳的战略位置、电动车已从客车进入乘用车方向，考虑到公司积极外延收购并成功切入轨道交通领域，考虑到互联网、软件公司、电动车相关公司的估值，给予汇川2015年80倍市盈率，目标价88元，维持买入评级，中期来看我们坚信公司具备至少千亿市值的潜力。

- **风险提示：**宏观经济增速下滑、房地产投资增速超预期下降、新产品开发进度低于预期。

此报告专供民生加银基金管理有限公司研究报告公共邮箱阅读

图表 1：汇川技术财务三张表

损益表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	**1,193**	**1,726**	**2,243**	**2,686**	**3,454**	**4,470**
增长率	*13.20%*	*44.6%*	*29.9%*	*19.8%*	*28.6%*	*29.4%*
营业成本	-570	-814	-1,116	-1,327	-1,704	-2,208
%销售收入	*47.8%*	*47.2%*	*49.8%*	*49.4%*	*49.3%*	*49.4%*
毛利	623	912	1,127	1,359	1,750	2,262
%销售收入	*52.2%*	*52.8%*	*50.2%*	*50.6%*	*50.7%*	*50.6%*
营业税金及附加	-11	-15	-20	-24	-31	-40
%销售收入	*1.0%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*
营业费用	-145	-187	-207	-228	-252	-291
%销售收入	*12.1%*	*10.8%*	*9.2%*	*8.5%*	*7.3%*	*6.5%*
管理费用	-209	-250	-343	-357	-421	-505
%销售收入	*17.5%*	*14.5%*	*15.3%*	*13.3%*	*12.2%*	*11.3%*
息税前利润（EBIT）	258	459	556	749	1,045	1,426
%销售收入	*21.6%*	*26.6%*	*24.8%*	*27.9%*	*30.3%*	*31.9%*
财务费用	59	67	69	75	97	127
%销售收入	*-4.9%*	*-3.9%*	*-3.1%*	*-2.8%*	*-2.8%*	*-2.8%*
资产减值损失	-6	-12	-11	-11	-8	-14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	3	8	18	25
%税前利润	*0.0%*	*0.0%*	*0.4%*	*0.8%*	*1.3%*	*1.4%*
营业利润	311	514	617	821	1,152	1,563
营业利润率	*26.1%*	*29.8%*	*27.5%*	*30.6%*	*33.4%*	*35.0%*
营业外收支	56	153	159	190	228	263
税前利润	**367**	**667**	**775**	**1,012**	**1,380**	**1,826**
利润率	*30.8%*	*38.7%*	*34.6%*	*37.7%*	*40.0%*	*40.8%*
所得税	-47	-98	-85	-121	-179	-256
所得税率	*12.8%*	*14.7%*	*11.0%*	*12.0%*	*13.0%*	*14.0%*
净利润	320	569	690	890	1,201	1,570
少数股东损益	3	9	24	25	30	37
归属于母公司的净利润	**318**	**560**	**666**	**865**	**1,171**	**1,534**
净利率	*26.6%*	*32.5%*	*29.7%*	*32.2%*	*33.9%*	*34.3%*
					35%	31%

现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	320	569	690	890	1,201	1,570
少数股东损益	0	0	0	25	30	37
非现金支出	29	43	54	11	8	14
非经营收益	-65	-81	-83	-198	-246	-288
营运资金变动	-22	-79	-137	-219	-175	-473
经营活动现金净流	**263**	**452**	**524**	**509**	**818**	**860**
资本开支	38	71	127	-144	-186	-248
投资	0	-98	-403	0	0	0
其他	-216	-11	450	8	18	25
投资活动现金净流	**-254**	**-181**	**-80**	**152**	**204**	**273**
股权募资	5	21	77	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-119	-226	-385	0	-391	0
筹资活动现金净流	**-115**	**-205**	**-308**	**0**	**-391**	**0**
现金净流量	**-105**	**67**	**137**	**661**	**631**	**1,133**

资产负债表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	2,002	2,100	1,836	2,472	3,073	4,169
应收款项	491	784	1,216	1,155	1,447	1,889
存货	156	322	439	332	426	552
其他流动资产	31	85	498	523	534	550
流动资产	2,680	3,292	3,989	4,481	5,479	7,159
%总资产	*90.1%*	*86.7%*	*85.4%*	*86.0%*	*87.7%*	*90.1%*
长期投资	0	0	4	4	4	4
固定资产	209	297	455	543	593	616
%总资产	*7.0%*	*7.8%*	*9.7%*	*10.4%*	*9.5%*	*7.8%*
无形资产	71	175	162	119	111	103
非流动资产	293	503	683	729	771	786
%总资产	*9.9%*	*13.3%*	*14.6%*	*14.0%*	*12.3%*	*9.9%*
资产总计	**2,973**	**3,795**	**4,671**	**5,210**	**6,250**	**7,945**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	171	383	803	478	708	833
其他流动负债	73	145	172	536	145	145
流动负债	245	528	974	1,014	853	978
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	23	34	51	51	51	51
负债	**267**	**562**	**1,025**	**1,065**	**904**	**1,029**
普通股股东权益	2,692	3,065	3,452	3,926	5,097	6,631
少数股东权益	14	162	178	203	234	270
负债股东权益合计	**2,973**	**3,789**	**4,656**	**5,194**	**6,234**	**7,930**

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益(元)	0.817	1.441	0.852	1.106	1.496	1.960
每股净资产(元)	6.924	7.884	4.412	5.018	6.514	8.474
每股经营现金净流(元)	0.677	1.163	0.670	0.618	1.007	1.053
每股股利(元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	11.80%	18.28%	19.30%	22.03%	22.97%	23.13%
总资产收益率	10.68%	14.79%	14.31%	16.65%	18.78%	19.34%
投入资本收益率	31.95%	34.74%	27.64%	39.87%	40.35%	44.96%
增长率						
营业总收入增长率	13.20%	44.64%	29.94%	19.76%	28.60%	29.43%
EBIT增长率	-16.57%	77.96%	21.12%	34.73%	39.52%	36.43%
净利润增长率	-6.60%	76.39%	18.94%	29.82%	35.33%	31.04%
总资产增长率	11.24%	27.43%	22.88%	11.53%	19.97%	27.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	51.8	60.5	71.9	69.4	65.7	66.8
存货周转天数	128.8	107.3	124.6	91.3	91.3	91.3
应付账款周转天数	71.7	98.5	107.2	109.5	127.8	116.8
固定资产周转天数	60.4	43.2	34.6	35.4	35.3	31.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-74.00%	-65.08%	-50.56%	-59.86%	-57.64%	-60.41%
EBIT利息保障倍数	-4.4	-6.9	-8.0	-9.9	-10.8	-11.3
资产负债率	8.99%	14.82%	22.02%	20.50%	14.50%	12.97%

来源：齐鲁证券研究所

此报告专供民生加银基金管理有限公司研究报告公共邮箱阅读

投资评级说明

买入: 预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上
增持: 预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%-15%
持有: 预期未来 6－12 个月内波动幅度在-5%-+5%
减持: 预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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“齐鲁证券有限公司”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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

此报告专供民生加银基金管理有限公司研究报告公共邮箱阅读