

受传统业务拖累整体增速不高 新能源汽车和通用伺服增长依然强劲

汇川技术 (300124.SH)

推荐 维持

投资要点:

1. 事件

公司发布 2015 年度中报, 实现营业收入 11.12 亿元, 同比增长 6.94%, 归属净利 3.30 亿元, 同比增长 9.39%。

2. 我们的分析与判断

(一)、受传统业务拖累整体业绩增速不高

公司上半年的营业收入增速和净利润增速均不足 10%, 相比于公司历年来的平均业绩增速仍处于低位。主要原因是公司的电梯一体机、通用变频、注塑机伺服三项传统业务面向的下游是电梯、注塑机、机床、空压机、起重机、纺织等制造业。这些行业受国家整体经济周期影响, 大多处于同比持平或下滑的状态。从 2014 年的收入结构来看, 这三项传统业务占公司营业收入的比重为近 70%, 因此公司整体业绩受到了较大程度的拖累, 仅取得了不足 10% 的增速。具体来看, 上半年电梯一体机与通用变频产品分别实现收入 3.8 亿元、2.1 亿元, 同比均略有下降; 而注塑机伺服产品实现收入 7420 万元, 同比下降约 18%。另外, 光伏逆变器业务仍在收缩之中, 上半年仅实现 1000 万元收入, 同比下降了 80%。

(二)、新能源汽车和通用伺服增长依然强劲

虽然传统业务增长趋缓, 但公司近年来培育的通用伺服和新能源汽车电机控制器业务仍然增长强劲。通用伺服产品收入超过 1 亿元, 同比增长 75%; 新能源汽车电机控制器等产品实现收入约 1.6 亿元, 同比增长接近 70%。

主要原因是公司的通用伺服产品经过前期数年的技术积累, 技术水平在国内已达到遥遥领先, 并逐渐开始替代松下等国际品牌。且通用伺服主要面向锂电、机器人、3C 等新兴行业, 下游保持了较高的景气度, 因此增速较理想。而新能源汽车电机控制器业务受益于新能源汽车行业整体的高增速及公司产品线从主驱动电机控制器向集成式电机控制器和助力转向等辅助动力系统的不断延伸, 也保持了较高的增速。

(三)、订单增速企稳回升

公司第一季度的销售订单情况较不理想, 工业自动化订单同比下降 9.98%, 新能源订单同比增长 9.52%。而从半年报中披露的订单情况来看, 呈现出明显的企稳回升态势。整个上半年的工业自动化订单增速达 4.2%, 新能源订单增速达 135.7%。将第二季度的订单情况分拆出来, 工业自动化订单同比增长 15.1%, 新能源订单暴增 364.3%。

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

- 1、公司简评_汇川技术: 新能源汽车已成为公司主要增长动力 未来看点是机器人 2015.03.20
- 2、公司深度_汇川技术: 电动汽车和机器人铸就新一轮高速增长 2015.04.02
- 3、公司简评_汇川技术: 新一轮股权激励筹划中 工业 4.0 和工业互联网龙头腾飞在即 2015.04.21
- 4、公司跟踪_汇川技术: 收购江苏经纬 分享百亿轨交市场 2015.06.09

(四)、毛利率降幅收窄、期间费用率小幅增加

毛利率降幅收窄: 上半年毛利率为 49.5%，同比 2014 年下降 0.87%，降幅相比第一季度明显收窄。我们认为毛利率的下降主要是与产品结构有关，公司各项产品中，新能源汽车电机控制器属于毛利偏低的产品，该业务的较快增长直接导致了公司整体毛利率的下降。我们认为随着 MD500、IS580 等系列新产品的切换，后续两个季度的毛利率将保持稳定或继续小幅回升。

期间费用率小幅增加: 上半年公司的期间费用率同比增长 0.40%。其中销售费用率实现了 0.76 个百分点的下降。管理费用率上升 0.23 个百分点，原因是公司新增员工数较多，从去年年中的 3015 人增长到了目前的 3420 人。虽然从数据上看财务费用率出现了上升，但实际上是由于部分剩余资金用于购买了理财产品，原来在财务费用科目中的利息收入进入了投资收益科目中（1511 万元）。

表 1、汇川技术重要财务比率变化（%）

重要比率	2014 年上半年	2015 年上半年(%)	变化(%)
毛利率	50.36%	49.49%	-0.87%
销售费用率	9.11%	8.35%	-0.76%
管理费用率	16.04%	16.27%	0.23%
财务费用率	-2.96%	-2.02%	0.94%
期间费用率	22.20%	22.60%	0.40%

资料来源：中国银河证券研究部整理

(五)、财务指标稳定、现金流保持强劲

从主要财务指标来看，基本上都保持稳定。预收账款、存货两项预示公司后续增长动力的指标依然保持高位。预收账款高达 7568 万元；而存货由 2014 年年底的 4.4 亿元进一步攀升至近 5.04 亿元。预付账款增长较多是由于公司增加了部分原材料预付款。

表 2、汇川技术重要财务指标分析（百万元）

重要比率	2014 年年报数据	2015 年中报数据	变化
应收账款	48944.12	59198.53	20.95%
应付账款	34709.06	42317.09	21.92%
预收账款	6664.18	7568.57	13.57%
预付账款	1574.45	2936.92	86.54%
存货	43943.51	50396.38	14.68%

资料来源：中国银河证券研究部整理

经营性现金流依然强劲: 公司 2015 年上半年经营性现金流净额为 2.84 亿元，占净利润的比重超过 70%，且同比去年上半年的经营性现金流净额也大幅增长 294%。主要原因是公司货款回收金额有所增加，上半年销售商品、提供劳务收到的现金同比去年同期增长 111%。另外，部分供应商货款结算以自开汇票代替了汇票背书转让。

3. 投资建议

受国家整体经济周期影响，公司传统业务表现不佳，但新能源汽车电机控制器和通用伺服两项较新的业务表现依然抢眼。未来机器人及智能装备、重型装备、工业互联网等培育中的业

务亦有望成长为公司新的增长极，我们依然看好公司今后的发展。近期公司第一大股东以每股 50.5 元的价格增持公司股份共 5000 万元也彰显了公司管理层看好公司未来发展的决心。考虑到电梯、注塑机等传统下游行业仍然处于低谷之中，我们将公司 15-17 年业绩调降为 1.08 元、1.46 元和 1.85 元，依然维持推荐的投资评级。

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