

## 汇川技术(300124.SZ)

### 三季度预告超预期，新能源汽车控制器销售超预期爆发

评级：**买入** 前次 **买入**

目标价(元)：**75-**

分析师 分析师

曾朵红 沈成

S0740514080001

S0740514080003

zengdh@r.qlzq.com.cn shencheng@r.qlzq.com.cn  
2015年10月14日

#### 基本状况

总股本(百万股)	794.50
流通股本(百万股)	620.99
市价(元)	40.51
市值(百万元)	32185.30
流通市值(百万元)	25156.16

#### 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)	57.45	48.30	37.21	27.49	20.98
PEG	1.09	1.84	1.23	0.77	0.67
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)	794.50	794.50	794.50	794.50	794.50

备注：市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 公司前三季度净利润预计同比增长**20-30%超出市场预期**，第三季度同比增长超过**50%**，有望超额完成全年目标。汇川技术发布2015年前三季度业绩预告，营业收入同比增长15%-20%，约18.33-19.12亿元，归属于上市公司股东净利润增长20-30%，约5.58-6.04亿元。按照中值来估算，预计2015年前三季度实现收入18.72亿元，同比增长17.5%，净利润约为5.81亿元，同比增长25%，对应每股收益0.73元。公司第三季度收入为7.20-8.03亿元，净利润2.28-2.74亿元，以中值来估算，三季度收入为7.62亿元，同比增长37.5%，环比增长15.92%，净利润为2.51亿，同比增长54%，环比增长23.08%。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%，前三季度收入和利润增速大幅提升，我们预计四季度收入和利润增长将持续有较大幅度的增长，全年能够很好的完成全年目标，且很可能超额完成经营目标。
- 新能源汽车控制器销售持续爆发，大幅超出市场预期，四季度销售将更加旺盛，预计全年将有望实现翻倍以上增长。今年下半年以来新能源汽车的产销数据持续超预期，最新工信部公布1-9月份产量15.6万辆，同比增长近3倍，纯电动商用车产量3.97万辆，同比增长近7倍，混合动力商用车产量1.26万辆，同比增长75%，新能源商用车因为明年部分车型补贴退坡而出现大幅增长，第9月份新能源汽车产量3.28万辆，其中的纯电动商用车1.14万辆，同比增长4倍，跟7、8月份的6000多辆环比又有大幅度提高，预计商用车四季度的爆发将更加猛烈。宇通在商用车领域市场份额最高，汇川是宇通的独家电机控制器供应商，宇通约占汇川新能源汽车控制器90%多的业务，宇通去年前三季度出货量分别为约900、1400、1300辆，今年前三季度分别为约1200、2400、6000辆，而四季度是新能源汽车产销旺季，宇通去年四季度实现约3800辆，全年实现7405辆，今年四季度有望实现7000辆以上的新能源车，全年预计会在1.5万辆以上，同比有翻倍以上的增长。根据公司的定期报告我们测算汇川去年1/2/3/4季度新能源汽车控制器收入大约在0.6/0.3/0.5/1.5亿元，汇川的新能源汽车控制器上半年收入1.6亿元，同比增长70%，订单约2.6亿元，同比增长超过140%，结合考虑宇通季度销量，同时考虑汇川在物流车、乘用车领域的布局和市场情况，测算汇川三季度新能源汽车控制器业务收入约为2.2-2.4亿元，前三季度收入预计在3.8-4亿元，同比去年1.4亿元增长170-185%，公司全年新能源汽车控制器收入将超过6亿元，甚至达到6.5亿元以上，同比去年新能源汽车控制器收入2.94亿将实现翻倍以上增长。汇川自2014年起

就新能源汽车控制器而言已经是全国最大的供应商，今年将进一步奠定王者的地位，同时我们也分析到由于汇川的控制器研发平台和变频器平台共享，研发协同效应好，所以公司新能源汽车控制器的盈利能力也大幅超越同行。

- **通用伺服系统同比持续高速增长，预计全年同比增长 60-80%，是增长潜力和持续性非常好的产品。**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，目前已是国内最好。公司重点开拓电子、锂电等行业并提供解决方案，今年保持了高速增长的态势。上半年收入 1 个亿，增长 75%，预计前三季度将保持 70% 增速，收入预计超过 1.6 亿。公司通用伺服+PLC/控制器+总线技术，甚至解决方案一起打包销售，在家电、LED/LCD/锂电等行业都有很好的表现，开始加快对松下等外资品牌的替代，全年预计可以保持 70% 以上的增长，收入或将达到 2.5 亿元，成为公司下一个重要级的产品，也是未来公司在机器人和智能装备领域体现竞争力的拳头产品，也为公司下一步布局数字化工厂、参与系统集成的一个重要入口。此外，注塑机专用伺服上半年因为宏观经济的影响下滑超过 20%，三季度预计也有所好转。
- **尽管工控行业低迷，但是汇川通用变频和电梯一体机 5/6 月以来开始回暖，全年有望保持增长。**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，但 5 月开始订单转增，同时公司积极开发外资客户、开拓海外市场，上半年收入 3.8 亿略有下降，三季度电梯一体机业务预计将转正，预计三季度电梯一体机的收入在 2.2 亿以上，预计前三季度收入为 6 亿以上，电梯一体机业务公司未来将持续推进加快合资及进口品牌开发、电梯改造维保市场、海外市场和多产品四大战略，预计全年将略有增长。通用变频的需求与宏观经济关联度很大，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，主要是公司细分领域有所发力，公司抓住一些细分行业的结构性新需求，新一代通用变频 MD500 也进一步扩大了可达市场，跟通用伺服进行部分的组合销售，今年上半年收入 2.1 亿，下滑约 3%，但毛利率大概有 1% 的增长，下半年情况有所好转，预计第三季度收入在 1.2 亿元左右，前三季度收入预计为 3.3 亿左右，预计开始实现增长，全年有望实现 10% 左右的增长。
- **各个产品毛利率略有波动，整体高毛利率产品占比提升，全年有望保持 50% 以上的毛利率。**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的下降。但是公司的主力产品电梯一体机保持平稳，通用变频随着 MD500 等新产品的逐渐切换毛利率将有所提升，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有上升的趋势。下半年来看，光伏逆变器的边际影响逐渐减少，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，预计下半年毛利率环比略有提升，全年毛利率在 50% 以上。
- **销售费用率、管理费用率同比下降，投资收益和营业外收入有所增加，对利润也有积极的贡献。**公司前三季度成本控制较好，销售费用、管理费用同比增幅均低于营业收入增幅，预计将延续上半年销售费用率持续下降、管理费用率小幅下降的趋势，进一步体现规模效应和公司实施管理优化的效果。银行理财产品投资收益有所增加，此外，三季度软件退税形成的营业外收入较去年同期也有所增加。公司授予股票期权的员工行权产生的可税前抵扣费用增加，使得所得税费用也有所减少。
- **中国制造 2025 政策利好预期升温，公司工业 4.0 卡位极好，后续将加大投资并购力度，有望率先成为工业 4.0 巨头。**新华社报道德国总理默克尔有望近期访华，“中国制造 2025”与德国“工业 4.0”对接工作将稳步推进。此外，10 月份召开的十八届五中全会将研究制定“十三五”规划，机器人产业“十三五”发展规划也有望推出，中国制造 2025 政策层面利好不断。汇川技术在变频器、控制器、伺服等核心零部件掌握核心技术优势，工业 4.0 卡位极好。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 4.0 的巨头。而今年 6 月份公布的公司收购的江苏经纬，正在进行深度的融合，因为轨道交通牵引控制系统国内潜在市场预计超过 100 亿，将来也是增长潜力巨大的产品，也进一步体现公司投资并购的战略眼光和整合能力。
- **盈利预测和估值：**我们预计 2015-2017 年 EPS 分别为 1.11/1.50/1.96 元，同比增长 30/35/31%，考虑到公司新能源汽车电机控制器业务持续超预期、电动车已从客车进入乘用车方向，考虑到 2015 年公司在工业 4.0 有极佳的战略位置、考虑到公司也将积极外延收购，给予汇川 2016 年 50 倍 PE，目标价 75 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。

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	7,900
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

#### 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：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。