

汇川技术(300124.SZ)

 评级: **买入** 前次 买入

 目标价(元): **75-**

 分析师 联系人
 曾朵红 于潇

S0740514080001

预中标牵引大单, 轨交业务爆发在即

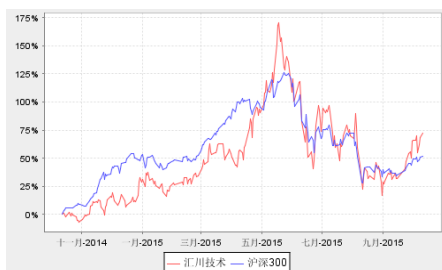
zengdh@r.qlzq.com.cn yuxiao@r.qlzq.com.cn

2015年11月23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)	47.80
市值(百万元)	37977.22
流通市值(百万元)	29683.16

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)	67.79	57.00	43.90	32.44	24.76
PEG	1.09	1.84	1.47	0.92	0.80
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	9.53	7.34	5.64
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

- 子公司江苏经纬轨道在苏州轨道交通3号线招标中总分第一, 有望获得约4.26亿元订单。**公司发布公告, 2015年11月21日, 经苏州市轨道交通3号线工程车辆牵引系统采购项目评标委员会对参与投标的三家单位的商务标、技术标和价格标进行综合评审确定, 并经苏州市公证处现场公证, 公司控股子公司经纬轨道在参与投标的单位中总分位列第一。该结果还需要经苏州市轨道交通建设领导小组审核以及公示无异议后才能正式确认中标。经纬轨道针对该项目的投标价为人民币3.90亿元、美元556.79万元, 按1美元=6.3835人民币元汇率换算的合计总价为人民币4.25亿元, 该金额约占汇川技术2014年度经审计营收的18.99%。苏州市轨道交通3号线全长45.21km, 设车站37座, 车辆配置为50列, 6节编组, 线路工程于2014年年底开工建设, 预计2019年通车。本次招标产品为车辆牵引系统, 招标数量为50列/300车节。
- 轨交牵引控制系统市场空间巨大, 江苏经纬是唯一有投标资质民营企业, 将通过汇川大平台提升竞争力。**我国轨道交通2014年末累计运营线路3173公里, 2020年将建成城轨、地铁6200公里, 2050年将建成11700公里。根据中国城市轨道交通协会等行业数据和测算, 2015-2020年全国轨道交通牵引与控制系统年均需求量约100亿元(含地铁、有轨电车、轻轨)。轨交牵引与控制系统是轨交机车里壁垒最高的零部件之一, 掌握技术的主要为西门子、阿尔斯通、庞巴迪、ABB等外资企业, 国内仅有南车时代, 其过去几年市场份额迅速由10%多提升到去年50%左右。江苏经纬2014年3月获得斯柯达全套技术转让, 是国际上的主流技术平台之一, 成为唯一一家具有投标资质的民营企业, 稀缺性不言而喻。汇川的大工控、工程传动等与机车牵引和控制有很大的技术同源性, 汇川后续将利用其研发、采购和制造平台, 帮助江苏经纬对斯柯达技术消化吸收和二次开发, 降低成本以提升毛利率。
- 苏州3号线中标将明显提升业绩, 新线突破值得期待, 轨交业务将成为公司重要业务支柱。**江苏经纬2013年交付完成苏州2号线后, 2014年开始交付苏州4号线的订单, 4号线订单包含40列*4动2拖, 预计为几个亿的规模, 同时公司在青岛也有轻轨项目中标。江苏经纬2014年收入6267万, 今年前三季度并表收入很少, 仅1000万左右。汇川持有江苏经纬50%股份, 随着苏州地铁4号线的逐渐交付, 苏州地

铁3号线若中标后将在明后年开始交付，我们预计将给公司2016/2017年带来较大的业绩增厚。目前江苏经纬在跟踪的项目，地铁方面，除了苏州外，无锡、深圳、郑州等城市都在紧密跟进，汇川在深圳耕耘多年，我们预计将有所突破；有轨电车领域苏州、青岛等地项目都在跟踪；轻轨方面，公司11月11日公告中披露今年轻轨有一些订单，其它城市也都在持续跟进。我们预计江苏经纬将在明后年开始迎来业绩爆发增长。

- **新能源汽车电机控制器业绩靓丽，明年预计仍将实现50%以上高增长，有望比肩电梯一体机。**最新工信部公布1-10月份新能源汽车累计生产20.69万辆，同比增长3倍。其中，纯电动商用车生产5.93万辆，同比增长9倍，插电式混合动力商用车生产1.50万辆，同比增长88%。汇川是商用车龙头宇通的独家电机控制器供应商，行业技术优势显著，今年前3季度新能源汽车电机控制器实现3.53亿元收入，同比增长150%。而四季度是新能源汽车产销旺季，我们预计公司新能源汽车电机控制器全年有望实现6亿收入，同比去年2.94亿元将实现翻倍增长。2016年预计宇通新能源商用车仍将持续高增长，同时公司今年在物流车、乘用车、低速车等领域的积极布局和投入，明年也将开始进入收获期，我们预计公司新能源汽车控制器明年仍将有50%以上的高速增长，有望成为跟电梯一体机相当规模的产品。
- **公司工业4.0卡位极好，将加速智能制造领域布局，有望率先成为工业4.0的巨头。**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10月27日发布公告，拟使用不超过人民币8亿元，发起设立或者与符合资质的专业投资者共同发起、设立多个产业并购基金，拟投资于国内外智能制造和新能源汽车领域，主要投资方向包括核心部件、智能装备、软件、系统集成等。公司11月12日发布公告，拟与招科创新成立智能装备与硬件产业投资基金，公司出资1亿元。通过成立产业并购基金，将加速公司在核心部件、MES系统、系统集成等方向布局，汇川有望率先成为工业4.0的巨头。
- **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、考虑到公司将成立产业基金加快外延，给予公司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）							资产负债表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	1,193	1,726	2,243	2,686	3,454	4,470	货币资金	2,002	2,100	1,836	2,472	3,073	4,169
增长率	13.20%	44.6%	29.9%	19.8%	28.6%	29.4%	应收账款	491	784	1,216	1,155	1,447	1,889
营业成本	-570	-814	-1,116	-1,327	-1,704	-2,208	存货	156	322	439	332	426	552
%销售收入	47.8%	47.2%	49.8%	49.4%	49.3%	49.4%	其他流动资产	31	85	498	523	534	550
毛利	623	912	1,127	1,359	1,750	2,262	流动资产	2,680	3,292	3,989	4,481	5,479	7,159
%销售收入	52.2%	52.8%	50.2%	50.6%	50.7%	50.6%	%总资产	90.1%	86.7%	85.4%	86.0%	87.7%	90.1%
营业税金及附加	-11	-15	-20	-24	-31	-40	长期投资	0	0	4	4	4	4
%销售收入	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	209	297	455	543	593	616
营业费用	-145	-187	-207	-228	-252	-291	%总资产	7.0%	7.8%	9.7%	10.4%	9.5%	7.8%
%销售收入	12.1%	10.8%	9.2%	8.5%	7.3%	6.5%	无形资产	71	175	162	119	111	103
管理费用	-209	-250	-343	-357	-421	-505	非流动资产	293	503	683	729	771	786
%销售收入	17.5%	14.5%	15.3%	13.3%	12.2%	11.3%	%总资产	9.9%	13.3%	14.6%	14.0%	12.3%	9.9%
息税前利润（EBIT）	258	459	556	749	1,045	1,426	资产总计	2,973	3,795	4,671	5,210	6,250	7,945
%销售收入	21.6%	26.6%	24.8%	27.9%	30.3%	31.9%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	59	67	69	75	97	127	应付款项	171	383	803	478	708	833
%销售收入	4.9%	3.9%	3.1%	2.8%	2.8%	2.8%	其他流动负债	73	145	172	536	145	145
资产减值损失	-6	-12	-11	-11	-8	-14	流动负债	245	528	974	1,014	853	978
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	3	8	18	25	其他长期负债	23	34	51	51	51	51
%税前利润	0.0%	0.0%	0.4%	0.8%	1.3%	1.4%	负债	267	562	1,025	1,065	904	1,029
营业利润	311	514	617	821	1,152	1,563	普通股股东权益	2,692	3,065	3,452	3,926	5,097	6,631
营业利润率	26.1%	29.8%	27.5%	30.6%	33.4%	35.0%	少数股东权益	14	162	178	203	234	270
营业外收支	56	153	159	190	228	263	负债股东权益合计	2,973	3,789	4,656	5,194	6,234	7,945
税前利润	367	667	775	1,012	1,380	1,826	比率分析						
利润率	30.8%	38.7%	34.6%	37.7%	40.0%	40.8%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-47	-98	-85	-121	-179	-256	每股指标						
所得税率	12.8%	14.7%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%	每股收益(元)	0.817	1.441	0.852	1.106	1.496	1.960
净利润	320	569	690	890	1,201	1,570	每股净资产(元)	6.924	7.884	4.412	5.018	6.514	8.474
少数股东损益	3	9	24	25	30	37	每股经营现金净流(元)	0.677	1.163	0.670	0.618	1.007	1.053
归属于母公司的净利润	318	560	666	865	1,171	1,534	每股股利(元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
净利率	26.6%	32.5%	29.7%	32.2%	33.9%	34.3%	回报率						
							净资产收益率	11.80%	18.28%	19.30%	22.03%	22.97%	23.13%
现金流量表（人民币百万元）							总资产收益率	10.68%	14.79%	14.31%	16.65%	18.78%	19.34%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	31.95%	34.74%	27.64%	39.87%	40.35%	44.96%
净利润	320	569	690	890	1,201	1,570	增长率						
少数股东损益	0	0	0	25	30	37	营业总收入增长率	13.20%	44.64%	29.94%	19.76%	28.60%	29.43%
非现金支出	29	43	54	11	8	14	EBIT增长率	-16.57%	77.96%	21.12%	34.73%	39.52%	36.43%
非经营收益	-65	-81	-83	-198	-246	-288	净利润增长率	-6.60%	76.39%	18.94%	29.82%	35.33%	31.04%
营运资金变动	-22	-79	-137	-219	-175	-473	总资产增长率	11.24%	27.43%	22.88%	11.53%	19.97%	27.12%
经营活动现金净流	263	452	524	509	818	860	资产管理能力						
资本开支	38	71	127	-144	-186	-248	应收账款周转天数	51.8	60.5	71.9	69.4	65.7	66.8
投资	0	-98	-403	0	0	0	存货周转天数	128.8	107.3	124.6	91.3	91.3	91.3
其他	-216	-11	450	8	18	25	应付账款周转天数	71.7	98.5	107.2	109.5	127.8	116.8
投资活动现金净流	-254	-181	-80	152	204	273	固定资产周转天数	60.4	43.2	34.6	35.4	35.3	31.4
股权募资	5	21	77	0	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	0	0	0	净负债/股东权益	-74.00%	-65.08%	-50.56%	-59.86%	-57.64%	-60.41%
其他	-119	-226	-385	0	-391	0	EBIT利息保障倍数	-4.4	-6.9	-8.0	-9.9	-10.8	-11.3
筹资活动现金净流	-115	-205	-308	0	-391	0	资产负债率	8.99%	14.82%	22.02%	20.50%	14.50%	12.97%
现金净流量	-105	67	137	661	631	1,133							

来源：中泰证券研究所

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。