汇川技术(300124.SZ)

业绩预告符合预期，新能源汽车控制器和通用伺服高增长

评级：买入 前次：买入

目标价（元）：55.6

分析师 曾朵红 S0740514080001

联系人 于潇

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

2016 年 01 月 28 日

基本状况

总股本(百万股)	795.25
流通股本(百万股)	621.74
市价(元)	33.46
市值(百万元)	26,584.05
流通市值(百万元)	20,778.21

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	2,781.2	3,499.3	4,532.0
营业收入增速	44.64%	29.94%	24.02%	25.82%	29.51%
净利润增长率	76.39%	18.94%	24.64%	32.97%	31.91%
摊薄每股收益（元）	0.70	0.84	1.04	1.39	1.83
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/市场）					
市盈率（倍）	47.50	39.93	32.04	24.10	18.27
PEG	1.09	1.84	1.30	0.73	0.57
每股净资产（元）	7.88	4.43	4.91	6.29	8.13
每股现金流量	1.16	0.67	0.49	0.93	0.93
净资产收益率	18.28%	19.21%	21.29%	22.06%	22.54%
市净率	7.42	6.59	6.81	5.32	4.12
总股本（百万股）	795.25	795.25	795.25	795.25	795.25

备注：市场预测取聚源一致预期

投资要点

- **公司 2015 年业绩预计同比增长 18%～28%符合预期,拟 10 股转增 10 股派息 5 元：**公司发布 2015 年度业绩预告，报告期内公司实现营业收入 26.91 亿元～29.15 亿元，同比增长 20%～30%；实现归属母公司净利润 7.86 亿元～8.53 亿元，同比增长 18%～28%；实现 EPS 为 0.99 元～1.07 元。2015 年第四季度实现营业收入 8.20 亿元～10.44 亿元，同比增长 26.31%～60.86%；实现归属母公司股东净利润 2.00 亿～2.67 亿元，同比增长-0.79%～32.26%；对应 EPS 为 0.25 元～0.34 元。若按照中值来估算，预计 2015 年营收 28.03 亿，同比增长 25%，实现归属母公司净利润 8.20 亿，同比增长 23%，每股收益 1.03 元；第四季度营收 9.32 亿，同比增长 43.58%，环比增长 23%,归母净利润 2.33 亿，同比增长 15.74%，环比下降 9%,2015 年业绩预告整体符合预期。以中值估算公司 2015 年归属于母公司的净利润率 29.24%，第四季度 25.04%，比前三季度 31.33%有较大幅度的下降，主要是因为第四季度新能源汽车控制器确认占比显著提升,同时第四季度销售返点比例提高和年底计提奖金所致。此外，公司收到第一大股东汇川投资提交的《关于 2015 年度利润分配预案的提议和承诺》，提议向全体股东每 10 股派息 5 元，以资本公积金每 10 股转增 10 股。

- **新能源汽车电机控制器 15 年预计同比增长 120%以上，16 年预计仍将实现 50%以上的高增长。**最新工信部公布 2015 年 12 月，我国新能源汽车生产 9.98 万辆，同比增长 3 倍。2015 年产量达 37.9 万辆，同比增长 4 倍。其中，纯电动商用车生产 14.79 万辆，同比增长 8 倍，插电式混合动力商用车生产 2.46 万辆，同比增长 79%。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%。宇通客车 2015 年客车总销量 6.7 万辆，预计新能源客车销量超过 2 万辆,而 2014 年新能源客车销售 7000 多辆,同比增长超过 180%。我们预计汇川新能源汽车电机控制器 2015 年有望实现 6 亿以上的收入，同比 14 年 2.94 亿元将实现 120%以上的

增长。2016 年预计宇通新能源商用车仍将持续 40%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，2016 年也将开始进入收获期，我们预计公司新能源汽车控制器 16 年仍将有 50%以上的高速增长，收入规模有望与第一大产品电梯一体保持相当的规模,2017 年有望成为第一大产品。

- **通用伺服 15 年预计保持 60%左右的增长,专用伺服略有下降,16 年预计通用伺服仍将保持 50%以上的增长。**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。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，产品进口替代情况较好，增速预计会高于松下、安川、台达等外资品牌，有很大的增长潜力。前三季度通用伺服实现收入 1.49 亿元，同比增长 60%，我们预计全年可以保持 60%左右的增长，收入或将达到 2.2 亿元左右,也是 2015 年的重要增长点。通用伺服潜在市场大需求好，有望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 18%，0.742 亿元，三季度有所好转，前三季度实现销售收入 1.11 亿元,同比下滑约 12%,我们预计四季度注塑机伺服将进一步好转,预计全年下滑幅度在 10%以内,2016 年注塑机伺服需求有望维持稳定.

- **电梯一体机业务和通用变频器 2015 年略有增长,电梯一体机预计 2016 年略有增长,而通用变频器有望保持较高增长。**公司电梯一体机产品随着房地产投资的下滑导致上半年需求一般，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有所好转，前三季度实现收入 6.52 亿，同比去年 6.5 亿略有增长。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，2015 年我们预计略有增长,市场过于担心电梯一体机业务的下滑,实际上我们认为 2016 年电梯一体机仍将保持略有增长的态势。通用变频的需求与宏观经济关联度很大，15 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。通用变频上半年收入 2.1 亿，下滑约 3%，下半年情况有所好转，前三季度实现收入 3.14 亿，同比略有增长,第四季度进一步好转,不过全年仍然只有个位数的增长,但是市场份额得到了有效的提升,2016 年公司在通用变频器领域的竞争优势有望进一步加强,进口替代进一步加速,通用变频器有望保持两位数以上的增长。

- **苏州地铁大订单 2016 年开始进入收入确认期，新线突破值得期待，轨交业务开始爆发且未来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,汇川持有江苏经纬 50%股份。江苏经纬 2014 年收入 6267 万，15 年前三季度并表收入很少，仅 1000 万左右,2015 年全年收入预计与 2014 年处于相当水平,而 2015 年 12 月份中标的苏州地铁 3 号线 4.26 亿元订单,将在 16/17 年交付，因此 2016 年开始轨道交通将开始显著贡献收入和利润。同时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 2016 年将有所突破；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。汇川和江苏经纬在推进斯柯达技术消化上进展也很顺利，后续盈利能力也有望进一步提升，我们预计江苏经纬将在 2016 年开始迎来业绩爆发性增长,同时潜在目标市场容量在 100 亿/年,江苏经纬作为唯一的有业绩的民营企业,且只有南车时代和几家外资企业竞争的格局之下,汇川在轨道交通业务上将有望取得较高的市场份额,未来有望成长为公司的一大业务支柱。

- **公司工业 4.0 卡位极好，前期规划将使用不超过 8 亿元设立并购基金，预计后续外延仍将推进，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，公司的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，与公司的主营业务相关、能形成规模效应或者协同效应、具有良好发展前景的目标企业或资产，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；1 月 22 日发布公告，公司出资 1.4 亿元成立投资欧洲德语区的并购基金；预计后续仍将发起或参与发起设立产业并购基金，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 1.04/1.39/1.83 元，同比增长 25/33/32%，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、考虑到公司成立产业基金将加快外延，给予公司 2016 年 40 倍 PE，目标价 55.6 元，维持买入评级，中期来看我们坚信公司具备千亿市值的潜力。

- **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**	**2,781**	**3,499**	**4,532**
增长率	*13.20%*	*44.6%*	*29.9%*	*24.0%*	*25.8%*	*29.5%*
营业成本	-570	-814	-1,116	-1,391	-1,751	-2,272
% 销售收入	*47.8%*	*47.2%*	*49.8%*	*50.0%*	*50.0%*	*50.1%*
毛利	623	912	1,127	1,390	1,748	2,260
% 销售收入	*52.2%*	*52.8%*	*50.2%*	*50.0%*	*50.0%*	*49.9%*
营业税金及附加	-11	-15	-20	-25	-31	-41
% 销售收入	*1.0%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*
营业费用	-145	-187	-207	-239	-266	-308
% 销售收入	*12.1%*	*10.8%*	*9.2%*	*8.6%*	*7.6%*	*6.8%*
管理费用	-209	-250	-343	-417	-476	-567
% 销售收入	*17.5%*	*14.5%*	*15.3%*	*15.0%*	*13.6%*	*12.5%*
息税前利润（EBIT）	258	459	556	709	975	1,345
% 销售收入	*21.6%*	*26.6%*	*24.8%*	*25.5%*	*27.9%*	*29.7%*
财务费用	59	67	69	59	75	96
% 销售收入	*-4.9%*	*-3.9%*	*-3.1%*	*-2.1%*	*-2.1%*	*-2.1%*
资产减值损失	-6	-12	-11	-12	-8	-15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	3	28	40	50
% 税前利润	*0.0%*	*0.0%*	*0.4%*	*2.9%*	*3.1%*	*2.9%*
营业利润	311	514	617	783	1,082	1,477
营业利润率	*26.1%*	*29.8%*	*27.5%*	*28.2%*	*30.9%*	*32.6%*
营业外收支	56	153	159	182	208	233
税前利润	**367**	**667**	**775**	**966**	**1,290**	**1,710**
利润率	*30.8%*	*38.7%*	*34.6%*	*34.7%*	*36.9%*	*37.7%*
所得税	-47	-98	-85	-116	-161	-222
所得税率	*12.8%*	*14.7%*	*11.0%*	*12.0%*	*12.5%*	*13.0%*
净利润	320	569	690	850	1,129	1,487
少数股东损益	3	9	24	19	25	31
归属于母公司的净利润	**318**	**560**	**666**	**830**	**1,104**	**1,457**
净利率	*26.6%*	*32.5%*	*29.7%*	*29.9%*	*31.6%*	*32.1%*
					33%	32%

现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	320	569	690	850	1,129	1,487
少数股东损益	0	0	0	19	25	31
非现金支出	29	43	54	12	8	15
非经营收益	-65	-81	-83	-210	-248	-283
营运资金变动	-22	-79	-137	-259	-151	-481
经营活动现金净流	**263**	**452**	**524**	**413**	**762**	**769**
资本开支	38	71	127	-137	-166	-218
投资	0	-98	-403	0	0	0
其他	-216	-11	450	28	40	50
投资活动现金净流	**-254**	**-181**	**-80**	**165**	**206**	**268**
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	-397	0
筹资活动现金净流	**-115**	**-205**	**-308**	**0**	**-397**	**0**
现金净流量	**-105**	**67**	**137**	**577**	**570**	**1,037**

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	2,393	2,939	3,945
应收款项	491	784	1,216	1,196	1,466	1,915
存货	156	322	439	348	438	568
其他流动资产	31	85	498	525	536	551
流动资产	2,680	3,292	3,989	4,462	5,378	6,979
% 总资产	*90.1%*	*86.7%*	*85.4%*	*86.0%*	*87.5%*	*89.9%*
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%*	*10.5%*	*9.6%*	*7.9%*
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%*	*12.5%*	*10.1%*
资产总计	**2,973**	**3,795**	**4,671**	**5,191**	**6,149**	**7,765**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	171	383	803	499	726	854
其他流动负债	73	145	172	542	145	145
流动负债	245	528	974	1,041	871	999
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**	**1,092**	**922**	**1,050**
普通股股东权益	2,692	3,065	3,468	3,901	5,005	6,462
少数股东权益	14	162	178	197	222	253
负债股东权益合计	**2,973**	**3,789**	**4,671**	**5,191**	**6,149**	**7,765**

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	1.045	1.389	1.832
每股净资产(元)	6.924	7.884	4.432	4.910	6.294	8.126
每股经营现金净流(元)	0.677	1.163	0.670	0.495	0.927	0.928
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%	19.21%	21.29%	22.06%	22.54%
总资产收益率	10.68%	14.79%	14.26%	16.00%	17.96%	18.76%
投入资本收益率	31.95%	34.74%	27.40%	36.66%	37.35%	42.31%
增长率						
营业总收入增长率	13.20%	44.64%	29.94%	24.02%	25.82%	29.51%
EBIT增长率	-16.57%	77.96%	21.12%	27.42%	37.60%	37.95%
净利润增长率	-6.60%	76.39%	18.94%	24.64%	32.97%	31.91%
总资产增长率	11.24%	27.43%	23.29%	11.11%	18.47%	26.28%
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	34.2	34.8	31.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-74.00%	-65.08%	-50.35%	-58.40%	-56.23%	-58.76%
EBIT利息保障倍数	-4.4	-6.9	-8.0	-12.0	-13.0	-13.9
资产负债率	8.99%	14.82%	21.95%	21.04%	14.99%	13.53%

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“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“证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。