汇川技术（300124）点评报告

通用变频和伺服增长超预期，持续加码新能源汽车和智能制造

2016 年 10 月 15 日

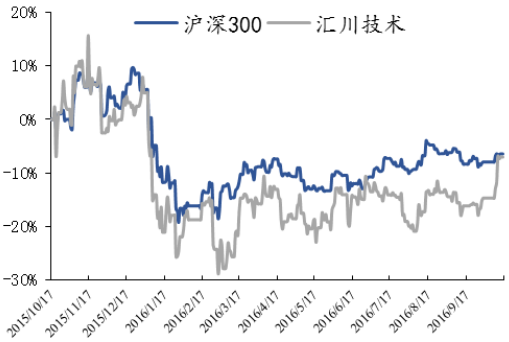
首席证券分析师 曾朵红
执业资格证书号码：S0600516080001
zengdh@dwzq.com.cn
021-60199798

买入（维持）

投资要点：

- **2016 年前三季度营收增长 25-35%，净利润增长 12-22%，符合市场和我们的预期。**汇川技术发布业绩预告，预计公司 2016 年前三季度营业收入 23.39-25.26 亿元，同比增长 25-35%，归属上市公司股东净利润 6.57-7.15 亿元，同比增长 12-22%；公司第三季度营业收入 8.74-10.61 亿元，同比增长 15.12%-39.76%，归属上市公司股东净利润 2.68-3.27 亿元，同比增长 4.63%-27.52%。若按照业绩预告的中值估计，公司前三季度营业收入 24.33 亿元，同比增长 30%，归属上市公司股东净利润 6.86 亿，同比增长 17%，对应 EPS 为 0.43 元；第三季度营收 9.68 亿，同比增长 27.44%，归属上市公司股东净利润 2.97 亿，同比增长 16.08%，在去年三季度高基数情景下做到这个增速已经很不错。公司业绩增长主要是通用伺服、通用变频器、新能源汽车电机控制器等产品收入增长较好，以及江苏经纬的并表，公司前三季度非经常性损益对净利润影响约为 0.45 亿，较去年同期 0.27 亿有所增长。
- **新能源客车电控增长较好，物流车电控待年底放量，乘用车是明年的发力点，预计板块全年将实现 30-40%的增长。**公司新能源汽车电控一季度受核查骗补影响有所下滑，二季度大幅好转，三季度由于新的补贴政策未出台，增长趋缓，公司电控主要客户宇通 2016 年 1-9 月份累计生产出电动客车 9634 台和插电式混合动力客车 2710 台，总共为 1.23 万台，去年同期分别为 7061 和 2728 台，总量为 0.98 万台，今年同比增长 26%，同时由于预期补贴标准的变化车型上今年 8 米以上车比例显著增加，产品单价提升，预计前三季度新能源汽车板块 30%左右的增长，2015 年前三季度电控收入为 3.53 亿元，今年预计约为 4.59 亿元，公司上半年电控收入为 2.81 亿元，同比增长 75%，第三季度为 1.78 亿元，单季度下滑约 8%，去年四季度因为冲量电控订单 4 亿多，收入确认 2.89 亿，今年四季度冲量预计不如去年，但是 8 米以上的车结构好于去年，公司在大巴车电控方面年预计有 20-30%的增长。物流车领域，公司已为北汽，福建新龙马，陕汽通家等客户供货，预计在物流车进入新的一批推广目录后，四季度公司物流车电控将有较快增长，公司目标是 1 亿。乘用车领域，公司的电控已在几家客户试机或销售，我们预计明年公司将实现批量销售，2017 年乘用车电控目标收入 1 亿元。此外，公司的充电桩产品也已进入客户供应商体系并开始供货。新能源汽车板块公司的目标是全年实现 30-50%增长，考虑四季度的高基数和补贴政策落地推迟，我们预计将有 30-40%的增长。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	20.61
一年最低/最高价	15.64/23.21
市净率（倍）	8.10
流通市值（百万）	26,037

基础数据

每股净资产（元）	2.55
资产负债率（%）	26.05%
总股本（百万股）	1604
流通 A 股（百万股）	1263

相关研究

1、第三期股权激励落地，积极开发新能源汽车动力总成 2016-10-12

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- **宏观经济持续向好传递到工控领域，通用伺服和通用变频增长超预期提速，电梯一体机稳定增长，轨道交通业务下半年预计将翻倍增长。**通用伺服主要下游行业 3C、锂电景气度较好，上半年增长 40%，前三季度我们预计实现 50%的增长，单季度 70%的增长，通用伺服整体解决方案和产品品质深受认可，2016 年将实现 50-60%增长，明年仍将维持 50%以上增速。通用变频器上半年收入 2.56 亿元，同比增长 24%，上半年增长已好于年初预期，下半年随着宏观经济进一步好转，下游需求进一步提升，前三季度预计实现 30%以上增长，第三季度预计实现 45-50%的高增速，显著超出市场的预期，2016 年全年我们认为将实现 30%以上的增长，需求的好转和产品竞争力的提升将持续，我们预计明年也将有 25-30%的增长，存在超预期的空间。电梯一体机业务去年逐季好转，今年受益于房地产的较好增长、公司市场份额的提升和外资品牌大客户的开拓，上半年收入 4.23 亿，同比增长 11%,前三季度预计增长 10%，第三季度增长约为 8%，2016 全年增速预计在 8-10%，同时预计明年仍将有 5-10%的增长，好于市场预期。江苏经纬去年 7 月开始并表，去年下半年贡献收入 0.65 亿，今年上半年收入 0.59 亿，公司苏州地铁 2 号线延长线和 4 号线正在逐步交付，苏州地铁 3 号线共 4.3 亿订单明年预计也将开始交付，预计 2016 年前三季度实现约 1.3 亿收入，全年将有望实现 2 亿以上收入。
- **三季度管理费用率有所增长，毛利率因产品结构变化和竞争加剧有所降低，前三季度非经常性损益 4500 万。**今年公司在新能源汽车和工业机器人业务研发投入有所增加，同时公司整体人员数增加，以及江苏经纬去年 7 月并表，使得公司销售费用、管理费用增速高于收入增速，前三季度销售和管理费用率同比有所增长，第三季度管理费用率依然同比增加。公司将继续控制人员扩张以控制费用，全年预计增速预计将和收入增速相当。此外，由于毛利率较低的轨道交通业务自去年 7 月并表后占比逐渐提升，以及公司所在市场竞争加剧，公司前三季度综合毛利率同比下滑。公司正加快消化吸收轨交牵引技术，预计未来随着轨交牵引系统国产化率的提升，其毛利率将有所增长。公司前三季度非经常性损益约 4500 万元，较去年同期 2700 万元增长 67%，预计主要是政府补贴和理财收益。
- **第三期股权激励方案落地，是目前为止覆盖员工范围最广的一次，管理层与员工动力十足。**汇川技术 10 月 12 日公告了第三期股权激励计划（草案），以 9.77 元价格授予 5682 万股（其中预留 200 万股），占目前公司股本 16.07 亿股的 3.54%，激励对象共 652 人包括公司董事、高管、中层管理人员、核心技术（业务）人员。公司在 2013 年首次对 227 名员工授予 1252 万股，在 2015 年对 172 名员工授予 454 万股，本次股权激励是到目前为止覆盖范围最广的一次，将实现核心人员的近乎全面覆盖。本次股权激励的股权自授予日起，将在 2017-2020 年每年解禁 25%，授予条件为以 2015 年业绩为基数，2016、2017、2018、2019 年净利润增长率分别不低于 10%、20%、35%、45%，业绩目标较低且锁定期较长，将确保员工得到有效激励，同时可体现公司更加注重长期持续的发展。按照 10 月 11 日股价 19.57 元/股计算，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

股权激励需摊销总费用为 1.12 亿元，2016-2020 年分别为 0.10 亿、0.54 亿、0.28 亿、0.15 亿、0.06 亿，对公司的利润摊薄较小。通过实行本次股权激励，将充分调动核心员工的工作热情，为公司长远发展保驾护航。

- **设立苏州子公司汇川联合动力，在东莞松山湖（生态园）建设研发运营中心，加码新能源汽车动力总成和工业机器人。**公司 9 月 13 日公告，拟使用 2 亿元自有资金，在江苏省苏州市设立全资子公司苏州汇川联合动力系统有限公司，现已完成工商注册登记。该子公司主要从事新能源汽车动力总成系统（包括电机控制器、电机、减速机、电源、充电设备、智能控制软件、车联网等产品）的研发、销售与服务。公司 2015 年新能源汽车业务订单突破 8 亿元，实现收入 6.42 亿元，2016 年 9 月 19 日，公司第 10 万台新能源汽车电机控制器下线，奠定了国内新能源汽车电机控制器领域领军企业的地位。成立联合动力子公司，将进一步完善公司在新能源汽车领域特别是乘用车领域的业务拓展和战略布局。公司 9 月 13 日还公告了拟在东莞松山湖高新技术产业开发区投资不低于 2.83 亿元建设“汇川技术研发运营中心项目”，从事工业机器人及关键核心部件、新能源汽车及关键零部件、自动化装备、机电产品，以及各种软件的研发、设计、系统集成、销售和技术服务。松山湖（生态园）已形成初具规模的产业集群，园区着力打造包括机器人产业、新能源产业在内的“4+1”现代产业体系，已引进一批国内外行业知名企业，具有良好的产业配套和招商引资政策，对于稳定现有核心骨干员工、吸引珠三角地区的优秀人才都具有积极作用。
- **产业并购基金加速新能源汽车和智能制造布局，收购上海莱恩完善机械传动领域，外延扩张有望进一步提速，打造工业 4.0 龙头标的。**公司去年 10 月公告拟使用不超过人民币 8 亿元，发起设立或参与发起设立多个产业并购基金，去年 11 月公告将出资 1 亿元与招科创新成立智能装备与硬件产业投资基金；今年 1 月公司公告出资 1.4 亿元成立投资欧洲德语区的并购基金，布局新能源汽车和智能制造领域，并于 7 月公告追加认缴出资 3.6 亿元，累计认缴出资 5 亿元。我们预计在解决股权激励问题之后，公司并购基金在欧洲的产业布局将提速，而且预计公司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。汇川作为我国工业自动化龙头企业，在变频器、控制器、伺服等核心零部件领域掌握核心技术优势，公司在 5 月公告设立深圳沃尔曼建设精密轴承及相关精密机械部件平台，6 月底收购滚珠丝杠公司上海莱恩，进一步完善汇川技术在机械传动领域的产品和整体解决方案。公司目标成为世界一流的工业自动化产品及解决方案供应商，将不断优化产业布局，有望率先成为工业 4.0 的巨头。
- **盈利预测和估值：**预计 2016-2018 年归属上市公司股东净利润为 9.75 亿、12.67 亿、16.15 亿元，EPS 分别为 0.61/0.79/1.01 元，同比增长 20/30/27%，考虑到公司新能源汽车电机控制器的行业龙头地位、电动车已从客车进入物流车、乘用车方向，考虑到公司在工业 4.0 有极佳的战略位置、并加大新能源汽车动力总成和工业机器人研发投入、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

产业基金将加快外延，给予公司 2017 年 35 倍 PE，目标价 28 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）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	**1,726**	**2,243**	**2,771**	**3,562**	**4,491**	**5,472**
增长率	44.64%	29.9%	23.5%	28.6%	26.1%	21.8%
营业成本	-814	-1,116	-1,428	-1,854	-2,331	-2,832
% 销售收入	47.2%	49.8%	51.5%	52.1%	51.9%	51.7%
毛利	912	1,127	1,343	1,708	2,161	2,641
% 销售收入	52.8%	50.2%	48.5%	47.9%	48.1%	48.3%
营业税金及附加	-15	-20	-27	-32	-40	-49
% 销售收入	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-187	-207	-226	-292	-350	-416
% 销售收入	10.8%	9.2%	8.2%	8.2%	7.8%	7.6%
管理费用	-250	-343	-408	-548	-656	-761
% 销售收入	14.5%	15.3%	14.7%	15.4%	14.6%	13.9%
息税前利润（EBIT）	459	556	681	835	1,114	1,415
% 销售收入	26.6%	24.8%	24.6%	23.4%	24.8%	25.9%
财务费用	66.8	69.2	45.0	40.2	47.7	70.4
% 销售收入	-3.9%	-3.1%	-1.6%	-1.1%	-1.1%	-1.3%
资产减值损失	-12	-11	-28	-33	-34	-18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	3	26	35	45	55
% 税前利润	0.0%	0.4%	2.9%	3.2%	3.1%	3.0%
营业利润	514	617	725	877	1,173	1,523
营业利润率	29.8%	27.5%	26.2%	24.6%	26.1%	27.8%
营业外收支	153	159	181	217	256	302
税前利润	**667**	**775**	**905**	**1,094**	**1,429**	**1,824**
利润率	38.7%	34.6%	32.7%	30.7%	31.8%	33.3%
所得税	-98	-85	-71	-87	-121	-161
所得税率	14.7%	11.0%	7.9%	8.0%	8.5%	8.8%
净利润	569	690	834	1,006	1,307	1,664
少数股东损益	9	24	25	32	40	49
归属于母公司的净利润	**560**	**666**	**809**	**975**	**1,267**	**1,615**
净利率	32.5%	29.7%	29.2%	27.4%	28.2%	29.5%
				20%	30%	27%

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	569	690	834	1,006	1,307	1,664
少数股东损益	0	0	0	32	40	49
非现金支出	43	54	78	33	34	18
非经营收益	-81	-83	-106	-252	-301	-357
营运资金变动	-79	-137	-5	-1,144	-85	-422
经营活动现金净流	**452**	**524**	**802**	**-325**	**995**	**952**
资本开支	71	127	207	-408	-214	-287
投资	-98	-403	-988	0	0	0
其他	-11	450	419	35	45	55
投资活动现金净流	**-181**	**-80**	**-776**	**443**	**259**	**342**
股权募资	21	77	190	59	0	0
债权募资	0	0	-5	0	0	0
其他	-226	-385	-338	0	-802	0
筹资活动现金净流	**-205**	**-308**	**-153**	**59**	**-802**	**0**
现金净流量	**67**	**137**	**-127**	**176**	**452**	**1,294**

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,100	1,836	1,408	1,552	1,964	3,208
应收款项	784	1,216	1,385	1,685	2,094	2,525
存货	322	439	576	635	766	892
其他流动资产	85	498	1,305	1,344	1,359	1,374
流动资产	3,292	3,989	4,674	5,216	6,183	7,999
%总资产	86.7%	85.4%	78.6%	82.8%	84.6%	87.5%
长期投资	0	4	3	3	3	3
固定资产	297	455	595	683	733	756
%总资产	7.8%	9.7%	10.0%	10.8%	10.0%	8.3%
无形资产	175	162	462	183	175	167
非流动资产	503	683	1,273	1,082	1,124	1,139
%总资产	13.3%	14.6%	21.4%	17.2%	15.4%	12.5%
资产总计	**3,795**	**4,671**	**5,947**	**6,298**	**7,307**	**9,138**
短期借款	0	0	2	2	2	2
应付款项	383	803	1,304	653	1,157	1,325
其他流动负债	145	172	269	1,008	206	206
流动负债	528	974	1,575	1,663	1,365	1,533
长期贷款	0	0	13	13	13	13
其他长期负债	34	51	69	69	69	69
负债	**562**	**1,025**	**1,657**	**1,745**	**1,447**	**1,615**
普通股股东权益	3,072	3,468	4,060	4,291	5,558	7,173
少数股东权益	162	178	230	262	302	351
负债股东权益合计	**3,795**	**4,671**	**5,947**	**6,298**	**7,307**	**9,138**

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	1.441	0.852	1.018	0.608	0.790	1.007
每股净资产(元)	7.901	4.432	5.105	2.675	3.465	4.472
每股经营现金净流(元)	1.163	0.670	1.008	-0.222	0.595	0.563
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	18.24%	19.21%	19.93%	22.71%	22.80%	22.51%
总资产收益率	14.76%	14.26%	13.61%	15.47%	17.34%	17.67%
投入资本收益率	34.54%	27.40%	21.69%	25.50%	26.09%	29.82%
增长率						
营业总收入增长率	44.64%	29.94%	23.54%	28.55%	26.10%	21.85%
EBIT增长率	77.96%	21.12%	22.55%	22.53%	33.43%	27.01%
净利润增长率	76.39%	18.94%	21.46%	20.42%	30.03%	27.42%
总资产增长率	27.64%	23.08%	27.30%	5.90%	16.03%	25.07%
资产管理能力						
应收账款周转天数	59.5	70.5	86.3	85.0	83.0	81.0
存货周转天数	107.3	124.6	129.9	125.0	120.0	115.0
应付账款周转天数	98.5	107.2	112.4	109.5	127.8	116.8
固定资产周转天数	43.2	34.6	53.5	65.2	57.6	50.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-64.95%	-50.35%	-32.46%	-33.76%	-33.26%	-42.44%
EBIT利息保障倍数	-6.9	-8.0	-15.2	-20.8	-23.4	-20.1
资产负债率	14.80%	21.95%	27.86%	27.70%	19.80%	17.67%

资料来源：公开资料，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn