

汇川技术（300124）点评报告

业绩预告符合预期，加速布局新能源汽车和智能制造

2016年10月31日

买入（维持）

投资要点：

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

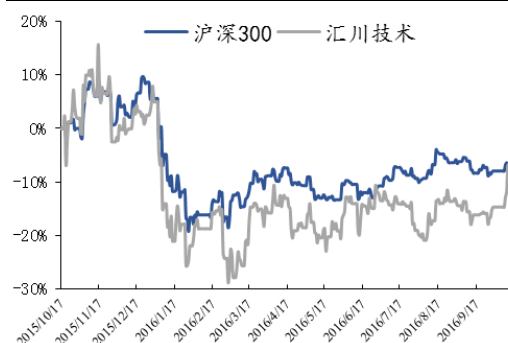
■ **2016年业绩增长10-30%，符合市场和我们的预期。**公司发布业绩预告，预计2016年归属于上市公司股东的净利润增长10%-30%，为8.90亿-10.52亿元。若按中值预计，公司全年业绩增长20%，归属股东净利润9.71亿，符合市场和我们的预期。公司业绩增长，一方面由于今年行业营销持续深入，在更多行业提供深度解决方案，同时品牌竞争力增强，公司伺服系统、通用低压变频器、控制系统等产品取得较好增长；另一方面，新能源汽车行业需求增长，公司的新能源汽车电控等产品增长较好，且新能源汽车板块在公司业务构成中占比提升。公司预计全年非经常性损益占归属股东净利润比例低于10%。

■ **行业营销战略+产品竞争力提升，通用伺服和通用变频增长超预期。**工业自动化领域，公司的行业营销战略执行较好，在多个行业推出深度解决方案，同时产品竞争力持续提升，取得较好增长。通用伺服整体解决方案和产品品质深受认可，主要下游行业3C、锂电景气度较好，前三季度增长53%，其中第三季度增速达83%，超出市场预期，预计今年全年增长50-60%，明年仍将实现50%增长。通用变频在空压机等行业提供专机和解决方案，市占率稳步提升，前三季度营收4.42亿增长37.67%，其中第三季度收入达1.82亿，同比增长75%超预期，我们预计今年将实现约40%增长，明年仍将实现30%增长。公司中型PLC产品推出，提高了整体解决方案的配套能力，预计今年和明年PLC都将实现40%增长。

■ **新能源汽车电控预计全年30-40%增长，后续看物流车年底冲量和明年乘用车发力。**公司新能源汽车电机控制器三季度表现因补贴政策推迟低于预期，我们预计四季度补贴政策落地后将快速放量，客车领域今年预计增长20-30%；物流车领域公司已与东风、陕汽通家等多家企业合作，公司今年加入了沃特玛联盟，预计四季度冲量，明年将有30-50%增长；乘用车领域基于全新平台电控产品预计今年内可以试机，预计明年将实现批量销售，后年将有较大贡献。公司新能源汽车板块全年预计实现30-40%增长，明年将有30%增长。

■ **轨道交通全年预计实现2亿收入明年预计翻倍以上增长，持续跟进苏州、深圳以外地铁项目招标。**公司今年主要交付苏州地铁4号线，前三季度1.35亿收入，全年预计实现2亿收入。地铁方面明年苏州地铁4号线预计仍有1亿以上订单，苏州地铁3号线4.26亿订单将开始交付；有轨电车方面，公司今年中标了佛山南海有轨电车项目超过0.8亿，累积在手订单1亿以上。我们预计明年公司地铁、有轨电车合计有望交付4亿以上订单。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	20.27
一年最低/最高价	15.64/23.21
市净率（倍）	7.28
流通市值（百万）	25608

基础数据

每股净资产（元）	2.68
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
- 2.通用变频和通用伺服增长超预期，积极布局新能源汽车和智能制造 2016-10-27

公司正积极参与深圳等城市的地铁项目招标,加大国产化研发以提高毛利率,轨道交通业务未来将成为公司又一支柱业务。

- **第三期股权激励方案已落地,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,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

计划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 0.60/0.78/1.00 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、产业基金将加快外延，目标价 28 元，对应公司 2017 年 35 倍 PE，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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	1,726	2,243	2,771	3,621	4,575	5,575	货币资金	2,100	1,836	1,408	1,506	1,900	3,116
增长率	44.64%	29.9%	23.5%	30.7%	26.3%	21.9%	应收款项	784	1,216	1,385	1,713	2,133	2,572
营业成本	-814	-1,116	-1,428	-1,914	-2,415	-2,937	存货	322	439	576	655	794	925
%销售收入	47.2%	49.8%	51.5%	52.9%	52.8%	52.7%	其他流动资产	85	498	1,305	1,346	1,361	1,377
毛利	912	1,127	1,343	1,707	2,160	2,638	流动资产	3,292	3,989	4,674	5,220	6,188	7,991
%销售收入	52.8%	50.2%	48.5%	47.1%	47.2%	47.3%	%总资产	86.7%	85.4%	78.6%	82.8%	84.6%	87.5%
营业税金及附加	-15	-20	-27	-33	-41	-50	长期投资	0	4	3	3	3	3
%销售收入	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	297	455	595	683	733	756
营业费用	-187	-207	-226	-297	-357	-424	%总资产	7.8%	9.7%	10.0%	10.8%	10.0%	8.3%
%销售收入	10.8%	9.2%	8.2%	8.2%	7.8%	7.6%	无形资产	175	162	462	183	175	167
管理费用	-250	-343	-408	-558	-663	-769	非流动资产	503	683	1,273	1,082	1,124	1,139
%销售收入	14.5%	15.3%	14.7%	15.4%	14.5%	13.8%	%总资产	13.3%	14.6%	21.4%	17.2%	15.4%	12.5%
息税前利润 (EBIT)	459	556	681	820	1,099	1,394	资产总计	3,795	4,671	5,947	6,302	7,312	9,130
%销售收入	26.6%	24.8%	24.6%	22.6%	24.0%	25.0%	短期借款	0	0	2	2	2	2
财务费用	66.8	69.2	45.0	40.2	47.1	69.5	应付款项	383	803	1,304	672	1,192	1,366
%销售收入	-3.9%	-3.1%	-1.6%	-1.1%	-1.0%	-1.2%	其他流动负债	145	172	269	1,008	206	206
资产减值损失	-12	-11	-28	-34	-35	-18	流动负债	528	974	1,575	1,682	1,400	1,574
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	13	13	13	13
投资收益	0	3	26	35	45	55	其他长期负债	34	51	69	69	69	69
%税前利润	0.0%	0.4%	2.9%	3.2%	3.2%	3.1%	负债	562	1,025	1,657	1,764	1,482	1,656
营业利润	514	617	725	861	1,156	1,501	普通股股东权益	3,072	3,468	4,060	4,277	5,529	7,125
营业利润率	29.8%	27.5%	26.2%	23.8%	25.3%	26.9%	少数股东权益	162	178	230	261	301	350
营业外收支	153	159	181	217	256	302	负债股东权益合计	3,795	4,671	5,947	6,302	7,312	9,130
税前利润	667	775	905	1,078	1,412	1,803	比率分析						
利润率	38.7%	34.6%	32.7%	29.8%	30.9%	32.3%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-98	-85	-71	-86	-120	-159	每股指标						
所得税率	14.7%	11.0%	7.9%	8.0%	8.5%	8.8%	每股收益 (元)	1.441	0.852	1.018	0.599	0.781	0.995
净利润	569	690	834	992	1,292	1,644	每股净资产 (元)	7.901	4.432	5.105	2.666	3.447	4.442
少数股东损益	9	24	25	31	40	49	每股经营现金净流 (元)	1.163	0.670	1.008	-0.251	0.584	0.545
归属于母公司的净利润	560	666	809	960	1,253	1,595	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
净利率	32.5%	29.7%	29.2%	26.5%	27.4%	28.6%	回报率						
		18.9%	21.5%	18.7%	30.4%	27.4%	净资产收益率	18.24%	19.21%	19.93%	22.46%	22.65%	22.39%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	14.76%	14.26%	13.61%	15.24%	17.13%	17.47%
净利润	569	690	834	992	1,292	1,644	投入资本收益率	34.54%	27.40%	21.69%	24.79%	25.51%	29.10%
少数股东损益	0	0	0	31	40	49	增长率						
非现金支出	43	54	78	34	35	18	营业总收入增长率	44.64%	29.94%	23.54%	30.70%	26.34%	21.86%
非经营收益	-81	-83	-106	-252	-301	-357	EBIT增长率	77.96%	21.12%	22.55%	20.35%	34.01%	26.88%
营运资金变动	-79	-137	-5	-1,177	-89	-431	净利润增长率	76.39%	18.94%	21.46%	18.67%	30.42%	27.36%
经营活动现金净流	452	524	802	-371	977	923	总资产增长率	27.64%	23.08%	27.30%	5.98%	16.03%	24.86%
资本开支	71	127	207	-408	-214	-287	资产管理能力						
投资	-98	-403	-988	0	0	0	应收账款周转天数	59.5	70.5	86.3	85.0	83.0	81.0
其他	-11	450	419	35	45	55	存货周转天数	107.3	124.6	129.9	125.0	120.0	115.0
投资活动现金净流	-181	-80	-776	443	259	342	应付账款周转天数	98.5	107.2	112.4	109.5	127.8	116.8
股权募资	21	77	190	59	0	0	固定资产周转天数	43.2	34.6	53.5	64.1	56.6	49.8
债权募资	0	0	-5	0	0	0	偿债能力						
其他	-226	-385	-338	0	-802	0	净负债/股东权益	-64.95%	-50.35%	-32.46%	-32.86%	-32.34%	-41.49%
筹资活动现金净流	-205	-308	-153	59	-802	0	EBIT利息保障倍数	-6.9	-8.0	-15.2	-20.4	-23.4	-20.1
现金净流量	67	137	-127	130	434	1,264	资产负债率	14.80%	21.95%	27.86%	27.99%	20.27%	18.14%

资料来源：公开资料，东吴证券研究所

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>

