

2017年03月1日

汇川技术 (300124.SZ)

工控下游回暖，新能源与轨交延续高速增长

■ **事件：**公司发布 2016 年度业绩快报，实现营业收入 36.60 亿，同比增长 32.09%；归属上市公司股东净利 9.55 亿，同比增长 17.94%；基本每股收益为 0.60 元，同比增长 17.65%；符合预期。

■ **变频器主业稳定提升：**在传统变频器方面，公司推陈出新（包括 NICE9000 四象限一体机等相应面世）并扩张到门机/控制器等外围设备，同时着力拓展合资品牌和海外业务；2016 年上半年合资及大客户订销售单取得增长，市场份额有所提升，预计全年电梯一体机增速在 5-10%。在伺服领域，公司同样采取积极营销策略，我们预计 16 年变频器业务（除电梯）望实现 15%~20% 增长。而多款新产品开发完成也在进一步提升通用变频器产品的市场竞争力，16 年前三季度通用变频器业务同比增长 37.67%，预计 16 年全年该业务增长在 40%+。

■ **变频器主业稳定提升：**在传统变频器方面，公司推陈出新（包括 NICE9000 四象限一体机等相应面世）并扩张到门机/控制器等外围设备，同时着力拓展合资品牌和海外业务；2016 年上半年合资及大客户订销售单取得增长，市场份额有所提升，预计全年电梯一体机增速在 5-10%。在伺服领域，公司同样采取积极营销策略，我们预计 16 年变频器业务（除电梯）望实现 15%~20% 增长。而多款新产品开发完成也在进一步提升通用变频器产品的市场竞争力，16 年前三季度通用变频器业务同比增长 37.67%，预计 16 年全年该业务增长在 40%+。

■ **工控自动化受益下游需求提振增势明显，布局不断完善：**公司伺服产品质量优异，正努力实现挑战并替代国际知名品牌松下及台达市场份额的目标，未来有望持续受益智能制造和机器人市场，保持高增长。16 年前三季度，公司专用伺服和通用伺服分别同比增长 25% 和 53%。伺服下游除了 3C 和锂电需求保持旺盛外，四季度以来纺织自动化和包装自动化需求逐步回暖，我们预计专用伺服和通用伺服 16 年全年的增速将保持在 30% 和 50% 以上，同时 2017 年有望延续这种高增长的态势。以伺服为基础，公司业务已覆盖工控产业链的所有重要产品线。2016 年 8 月公司半年度报告公告参股深圳沃尔曼 20% 股权，收购并增资上海莱恩 60% 股权，完善了在机械传动领域的产品和整体解决方案的布局，为公司在工业自动化领域的发展打下坚实基础。

■ **新能源与轨交业务延续高增，物流车电控或成业务新亮点：**前三季

公司快报

证券研究报告

二次设备

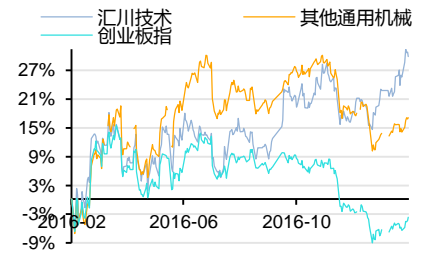
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**24.93 元**
股价 (2017-02-28) **21.90 元**

交易数据

总市值 (百万元)	36,282.24
流通市值 (百万元)	27,926.52
总股本 (百万股)	1,665.09
流通股本 (百万股)	1,281.62
12 个月价格区间	17.09/40.20 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.95	13.35	20.75
绝对收益	5.57	2.78	15.91

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024
huangsh@essence.com.cn
021-35082092

相关报告

汇川技术：股权激励再推出，期待工业自动化领军持续高速发展	2016-10-12
汇川技术：新能源车电控、伺服维持高速增长，业绩符合预期	2016-08-09
汇川技术：电控、伺服、轨交，助力公司业绩持续增长	2016-04-12
汇川技术：电控、伺服助推增长，业绩符合预期	2016-03-07

度公司新能源车电机电控业务同比增长 30%，我们预计该项业务全年收入在 8 亿以上规模。公司在主驱与宇通客车深度合作形成稳定供应关系，同时也在积极拓展辅驱和物流车电机电控业务。公司目前已开发诸如东风及新龙马等物流车客户，有望形成业务新亮点。轨交方面订单陆续落地，2016 年 6 月，公司公告正式签署苏州地铁 3 号线订单（人民币 3.9 亿元+ 557 万美元）外，预计将在 2017 年逐步确认收入。同时，公司加大轨道交通牵引系统产品国产化研发力度，并持续跟进苏州以外城市的地铁与轻轨项目。

- **投资建议：**看好公司在新能源车电控及轨交方面的优势布局，并预计工控自动化产品会逐步对国外品牌进一步替代。由于公司股权激励新增股份，我们相应调整公司 2017-2018 年 EPS 0.66、0.82 元；给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 24.93 元，对应 400 亿市值。
- **风险提示：**新能源车销量不及预期，轨交订单下滑风险，房地产行业不景气导致电梯一体机业务下滑。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	2,242.6	2,770.5	3,597.4	4,423.0	5,686.4
净利润	666.3	809.3	954.6	1,094.8	1,368.6
每股收益(元)	0.40	0.49	0.60	0.66	0.82
每股净资产(元)	2.08	2.44	3.41	3.72	4.21
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	54.5	44.8	36.6	33.1	26.5
市净率(倍)	10.5	8.9	6.4	5.9	5.2
净利润率	29.7%	29.2%	26.5%	24.8%	24.1%
净资产收益率	19.2%	19.9%	17.4%	17.7%	19.5%
股息收益率	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	1.5%
ROIC	44.5%	35.9%	28.3%	26.7%	33.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,242.6	2,770.5	3,597.4	4,423.0	5,686.4	成长性					
减:营业成本	1,116.0	1,427.7	1,826.9	2,266.4	2,929.9	营业收入增长率	29.9%	23.5%	29.8%	22.9%	28.6%
营业税费	20.1	27.1	33.7	42.4	53.9	营业利润增长率	20.0%	17.5%	20.5%	18.1%	29.8%
销售费用	206.9	226.2	295.0	362.7	466.3	净利润增长率	18.9%	21.5%	18.0%	14.8%	25.1%
管理费用	343.4	408.1	518.0	645.8	830.2	EBITDA 增长率	23.4%	23.8%	34.8%	19.5%	27.8%
财务费用	-69.2	-45.0	-65.8	-93.4	-102.5	EBIT 增长率	22.5%	24.1%	38.2%	19.7%	28.1%
资产减值损失	11.3	28.1	11.0	11.0	15.0	NOPLAT 增长率	27.8%	28.5%	21.1%	15.8%	31.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	59.3%	53.7%	22.6%	5.0%	24.4%
投资和汇兑收益	2.8	26.5	26.5	30.0	50.0	净资产增长率	12.8%	17.7%	33.7%	12.0%	13.4%
营业利润	616.8	724.8	873.6	1,031.4	1,338.6	利润率					
加:营业外净收支	158.6	180.6	178.5	178.5	178.5	毛利率	50.2%	48.5%	49.2%	48.8%	48.5%
利润总额	775.4	905.4	1,052.1	1,209.9	1,517.1	营业利润率	27.5%	26.2%	24.3%	23.3%	23.5%
减:所得税	85.3	71.4	68.9	81.4	105.6	净利润率	29.7%	29.2%	26.5%	24.8%	24.1%
净利润	666.3	809.3	954.6	1,095.8	1,370.5	EBITDA/营业收入	26.2%	26.2%	27.2%	26.5%	26.3%
						EBIT/营业收入	24.4%	24.5%	26.1%	25.4%	25.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	34	53	58	48	40
						流动资产周转天数	148	187	201	193	178
						流动营业资本周转天数	584	563	515	520	475
						应收账款周转天数	71	87	73	77	79
						存货周转天数	61	66	60	63	64
						总资产周转天数	680	690	634	614	554
						投资资本周转天数	228	287	299	274	245
						投资回报率					
						ROE	19.2%	19.9%	17.4%	17.7%	19.5%
						ROA	14.8%	14.0%	14.6%	13.4%	15.3%
						ROIC	44.5%	35.9%	28.3%	26.7%	33.3%
						费用率					
						销售费用率	9.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
						管理费用率	15.3%	14.7%	14.4%	14.6%	14.6%
						财务费用率	-3.1%	-1.6%	-1.8%	-2.1%	-1.8%
						三费/营业收入	21.5%	21.3%	20.8%	20.7%	21.0%
						偿债能力					
						资产负债率	22.0%	27.9%	14.8%	23.2%	20.2%
						负债权益比	28.1%	38.6%	17.4%	30.3%	25.3%
						流动比率	4.09	2.97	5.94	3.79	4.40
						速动比率	3.64	2.60	5.28	3.31	3.79
						利息保障倍数	-7.92	-15.12	-14.28	-12.05	-14.06
						分红指标					
						DPS(元)	0.24	0.25	0.24	0.27	0.34
						分红比率	58.7%	49.1%	40.0%	40.0%	40.0%
						股息收益率	1.4%	1.4%	1.1%	1.3%	1.6%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	690.1	834.0	954.6	1,095.8	1,370.5	EPS(元)	0.42	0.50	0.60	0.66	0.82
加:折旧和摊销	42.5	50.4	40.1	45.9	54.5	BVPS(元)	2.16	2.53	3.41	3.82	4.34
资产减值准备	11.3	28.1	-	-	-	PE(X)	43.0	35.4	36.6	31.9	25.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.3	7.1	6.4	5.7	5.0
财务费用	-68.2	-54.3	-65.8	-93.4	-102.5	P/FCF	1,662.8	-254.0	104.5	37.5	66.0
投资损失	-2.8	-26.5	-26.5	-30.0	-50.0	P/S	12.8	10.3	9.7	7.9	6.1
少数股东损益	23.7	24.7	28.5	32.7	40.9	EV/EBITDA	36.0	49.8	33.4	27.6	21.6
营运资金的变动	-576.4	-871.0	-532.5	-113.1	-801.6	CAGR(%)	17.8%	18.6%	20.0%	17.8%	19.2%
经营活动产生现金流量	524.2	801.8	398.5	938.0	511.8	PEG	2.4	1.9	1.8	1.8	1.3
投资活动产生现金流量	-79.6	-776.0	26.5	-85.0	-65.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-308.1	-153.8	512.0	-344.9	-445.7	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034