

# 汇川技术（300124）点评报告

## 一季度预告符合预期，通用自动化业务持续超预期增长

2017年4月9日

买入（维持）

首席证券分析师 曾朵红

投资要点：

执业资格证书号码：S0600516080001

[zengdh@dwzq.com.cn](mailto:zengdh@dwzq.com.cn)

021-60199798

研究助理 于潇

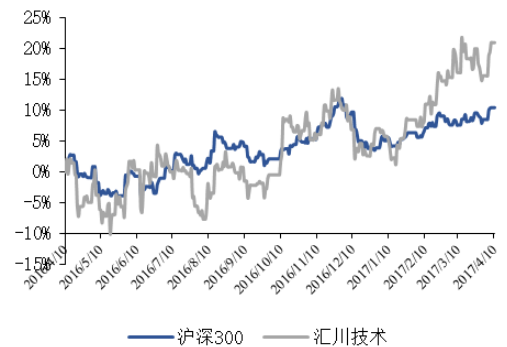
[yuxiao@dwzq.com.cn](mailto:yuxiao@dwzq.com.cn)

021-60199586

■ 公司 2017 年第一季度收入增长 25-45%超预期，订单增长 40-50%超出预期，利润增长 15-30%符合预期。汇川技术发布业绩预告，预计 2017 年第一季度营收 7.10 亿-8.23 亿元，同比增长 25%-45%，归属于上市公司股东的净利润 1.61 亿-1.81 亿元，同比增长 15%-30%。若按预测区间中值测算，公司第一季度收入 7.66 亿，同比增长 35%，归母净利润 1.71 亿，同比增长 23%。公司收入增长超出市场预期，一季度除轨交业务之外其它产品的订单增长预计在 40-50%，将为二季度的增长提供较好的支撑。公司净利润增速低于收入增速，一方面由于公司产品结构变化毛利率略有降低，另一方面公司整体人员数量增加较大，研发投入同比增长，相关的人员费用、股权激励分摊费用、差旅费、技术咨询费用等相应增加，使得费用增速高于收入增速。

■ 工控强势复苏通用变频和通用伺服一季度超高增长带动公司收入高增长，预计 2017 全年有望实现 50%左右的增长。工控行业需求自去年下半年起开始复苏，机床、通用设备等出货增长出现拐点，由负转正，今年继续维持增长势头。汇川在通用领域的行业营销持续深入，通过工艺卖产品，为越来越多的行业提供深度解决方案，一方面在新兴行业比如 3C、锂电等继续维持良好的势头，同时在纺织、空压机、新能源汽车空调等行业去年也取得突破。因此，公司通用自动化业务去年三季度开始同比增速由上半年的 2-30%提升到 60-70%，今年上半年势头依然，我们预计一季度通用变频增速在 60%-70%，预计 2017 全年也将实现 40%以上的增长，实现收入 8.5 亿-9 亿元，通用伺服 2014 年推出后在 3C、锂电等领域应用非常好，一季度预计实现 70%-80%增长，我们预计今年将实现 50%以上增长，预计收入 4.5 亿-5 亿元。注塑机伺服受益于下游需求好转和纯电注塑机伺服推广，一季度预计有 30%增长，预计全年将实现 20%以上增长。公司电梯一体机业务一季度增长约 10%，国内房地产市场略有回暖，同时公司在国际品牌的渗透率逐渐提升，海外市场如印度等取得了较好增长，我们预计今年公司电梯一体机业务将实现 5-10%增长，将实现 10 亿以上收入。去年一季度，汇川变频类 2.93 亿元，包括通用变频、电梯一体机，运动控制类 1.08 亿元，包括通用伺服和注塑机伺服。控制类产品随着中型 PLC 的推出，竞争力持续提升，去年一季度为 0.19 亿，今年一季度增长约 50%，我们预计今年也将实现 40%以上增长，预计实现收入 1.4 亿-1.5 亿。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价（元）	22.97
一年最低/最高价	18.19/23.24
市净率（倍）	7.28
流通市值（百万）	29439

### 基础数据

每股净资产（元）	2.59
资产负债率（%）	26.05%
总股本（百万股）	1665
流通 A 股（百万股）	1282

### 相关研究

- 通用自动化增长超预期，新能源汽车动力总成值得期待 2017-2-26
- 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
- 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

- **由于政策的调整新能源汽车板块 1、2 月下，3 月起开始恢复，预计全年实现 30-50% 增长，未来潜力大。**新的补贴政策去年底落地，对于客车尤其增加了很多指标要求，1、2 月份电动客车几乎没有销售，第三批推广目录 634 个车型目录中有 454 款客车，调整的速度非常快，预计电动客车二季度开始恢复正常，下半年将有较好增长，乘用车则在 2 月就出现产销拐点，物流车也将逐步开始放量。汇川最主要的客户宇通一季度新能源客车出货量不到 500 台，其中 3 月出货接近 400 台，去年同期为 1300-1400 台，其中 1 月为 1100 台，2/3 月均为 100 多台，宇通今年一季度新能源客车出现大幅度的下降，而汇川新能源汽车业务去年一季度约为 0.7 亿元，今年一季度同比下滑预计约 30%，去年宇通的占比下降到 75%，开发了南京金龙、珠海银隆等新客户，所以新能源汽车业务好于同行和宇通。目前公司的电机产品已给宇通试机，今年有望实现较好的销售，新客户方面的销售份额也将进一步提升；在新能源物流车领域，预计今年将翻倍增长，公司物流车电控有望实现 1 亿以上收入；乘用车领域，公司已与多家整车厂进行合作，包括国内和国际品牌，全新平台乘用车电控产品今年下半年开始销售，同时公司的乘用车动力总成系统也即将推出，将在明年有大的贡献。因此，公司新能源汽车业务今年有望实现 30-50% 的增长，并且是未来发展潜力非常大的方向。
- **轨交子公司引入新投资者，有望在苏州以外城市实现突破，国产化后毛利率将明显改善。**公司 2016 年轨道交通苏州地铁项目陆续交付，今年一季度取得较好增长，在手订单 5 亿元以上，去年实现收入 2 亿元以上，预计 2017 全年有望实现 3-4 亿收入。公司轨交地铁业务集中于苏州，深圳地铁项目正积极参与招标，有希望实现突破。今年 1 月公司发布公告，轨交子公司引入新投资者庄仲生，承诺在 2017-2018 年内在苏州、深圳以外的城市地铁招标中至少成功获取一条完整的牵引系统订单。庄仲生自 2003 年起任上海天海受电弓制造有限公司董事长，其在受电弓领域国内市占率约 70%，业绩遍布北京、上海、天津、深圳、南京等十几个城市，在轨道交通领域积累了丰富的资源及产业经验，将帮助经纬轨道提升其市场开拓能力。公司持续加大轨道交通牵引系统产品国产化研发力度，积极降低系统成本，2016 年毛利率已有所改善，预计在 35% 左右，随着国产化项目持续推进，预计未来轨交业务盈利能力仍将持续提升。
- **综合毛利率略有下降，期间管理费用率同比增长较多导致利润增速明显低于收入增速。**公司第一季度毛利率小幅下降，预计主要是由于业务结构变化，轨交牵引系统等产品收入占比逐渐提升，而轨交牵引系统毛利率未来仍有较大提升空间。公司今年员工数量同比增加较大，截至 2016 年 6 月底，公司员工总数为 3926 人，较 2016 年初增长 7%，研发人员 961，较 2016 年初增长 11%，去年下半年进一步扩张，预计到年底公司员工总数约为 4500 人，同比期初增长 20% 多，在新能源汽车领域研发投入也进一步加大，导致一季度费用率同比明显提升。此外公司第三期股权激励今年 1 月授予完成，对 2017 年全年费用影响为 5324 万，一季度将影响管理费用 1300 多万。人员显著增加、研发力度持续加大和股权激励费用是公司一季度利润增长明显

低于收入增长的主要原因。

- **盈利预测和估值:** 我们预计 2016-2018 年归属上市公司股东净利润为 9.55 亿、12.53 亿、16.02 亿元, EPS 分别为 0.57/0.75/0.96 元, 同比增长 19/30/28%, 考虑到公司新能源汽车电控的龙头地位、同时在乘用车领域的大力布局, 考虑到工控自动化今年的强势复苏和公司工控领域的龙头对位, 给与 2017 年 37 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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业总收入</b>	<b>1,726</b>	<b>2,243</b>	<b>2,771</b>	<b>3,621</b>	<b>4,575</b>	<b>5,575</b>	货币资金	2,100	1,836	1,408	1,501	2,472	3,695
增长率	44.64%	29.9%	23.5%	30.7%	26.3%	21.9%	应收账款	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	5,215	6,760	8,570
% 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%	85.7%	88.3%
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%	9.3%	7.8%
% 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	-564	-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%	15.6%	14.5%	13.8%	% 总资产	13.3%	14.6%	21.4%	17.2%	14.3%	11.7%
息税前利润 (EBIT)	459	556	681	814	1,099	1,395	<b>资产总计</b>	<b>3,795</b>	<b>4,671</b>	<b>5,947</b>	<b>6,296</b>	<b>7,884</b>	<b>9,709</b>
% 销售收入	26.6%	24.8%	24.6%	22.5%	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	47.0	77.5	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%	-1.4%	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%	3.3%	3.2%	3.0%	<b>负债</b>	<b>562</b>	<b>1,025</b>	<b>1,657</b>	<b>1,764</b>	<b>1,482</b>	<b>1,656</b>
营业利润	514	617	725	855	1,157	1,509	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,072</b>	<b>3,468</b>	<b>4,060</b>	<b>4,271</b>	<b>6,101</b>	<b>7,704</b>
营业利润率	29.8%	27.5%	26.2%	23.6%	25.3%	27.1%	少数股东权益	162	178	230	261	301	350
营业外收支	153	159	181	217	256	302	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,795</b>	<b>4,671</b>	<b>5,947</b>	<b>6,296</b>	<b>7,884</b>	<b>9,709</b>
税前利润	667	775	905	1,072	1,412	1,811	<b>比率分析</b>						
利润率	38.7%	34.6%	32.7%	29.6%	30.9%	32.5%	<b>每股指标</b>						
所得税	-98	-85	-71	-86	-120	-159	每股收益 (元)	1.441	0.852	1.018	0.573	0.753	0.964
所得税率	14.7%	11.0%	7.9%	8.0%	8.5%	8.8%	每股净资产 (元)	7.901	4.432	5.105	2.663	3.668	4.632
净利润	569	690	834	986	1,292	1,652	每股经营现金净流 (元)	1.163	0.670	1.008	-0.255	0.564	0.530
少数股东损益	9	24	25	31	40	49	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
归属于母公司的净利润	560	666	809	955	1,253	1,602	<b>回报率</b>						
净利率	32.5%	29.7%	29.2%	26.4%	27.4%	28.7%	净资产收益率	18.24%	19.21%	19.93%	22.36%	20.54%	20.81%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	14.76%	14.26%	13.61%	15.17%	15.89%	16.51%
净利润	569	690	834	986	1,292	1,652	投入资本收益率	34.54%	27.40%	21.69%	24.60%	25.52%	29.11%
少数股东损益	0	0	0	31	40	49	<b>增长率</b>						
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%	19.44%	35.08%	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%	17.99%	31.21%	27.93%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>452</b>	<b>524</b>	<b>802</b>	<b>-377</b>	<b>977</b>	<b>931</b>	总资产增长率	27.64%	23.08%	27.30%	5.88%	25.21%	23.15%
资本开支	71	127	207	-408	-214	-287	<b>资产管理能力</b>						
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-181</b>	<b>-80</b>	<b>-776</b>	<b>443</b>	<b>259</b>	<b>342</b>	应付账款周转天数	98.5	107.2	112.4	109.5	127.8	116.8
股权筹资	21	77	190	59	576	0	固定资产周转天数	43.2	34.6	53.5	64.1	56.6	49.8
债权筹资	0	0	-5	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-226	-385	-338	0	-802	0	净负债/股东权益	-64.95%	-50.35%	-32.46%	-32.78%	-38.38%	-45.70%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-205</b>	<b>-308</b>	<b>-153</b>	<b>59</b>	<b>-225</b>	<b>0</b>	EBIT 利息保障倍数	-6.9	-8.0	-15.2	-20.3	-23.4	-18.0
<b>现金净流量</b>	<b>67</b>	<b>137</b>	<b>-127</b>	<b>124</b>	<b>1,011</b>	<b>1,272</b>	资产负债率	14.80%	21.95%	27.86%	28.01%	18.80%	17.05%

资料来源: 公开资料, 东吴证券研究所

## 免責聲明

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>

