

2017年04月11日

汇川技术 (300124.SZ)

通用自动化产品增长超预期，新能源车交规业务蓄势待发

■事件：汇川技术公布 2016 年年报，报告期内实现营业收入 36.60 亿元，同比增长 32.11%；归属于母公司的净利润 9.31 亿元，同比增长 15.14%；扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润为 8.57 元，同期同比增长 161.23%。实现每股 EPS 0.59 元，业绩符合预期。公司计划每 10 股派发现金红利 2.75 元（含税）。

■工控强势复苏，通用变频和通用伺服带动公司高增长。2016 年公司通用自动化产品取得较快增长，其中通用变频器实现销售收入 6.96 亿元，同比增长 38%；通用伺服实现销售收入 3.18 亿，同比增长 57%；PLC 产品实现销售收入 8983 万元，同比增长 38%。在 2016 年自动化行业整体向下的行情下，由于公司在研发和销售端实施了以行业营销为中心的管理变革，自动化业务订单相比 2016 年取得同比 50% 以上的增长，从而公司三项通用自动化业务增速均高于行业增速。2017 年公司将持续推进 MD500 系列小功率变频器、MD810/MD880 多传系列变频器、新一代伺服驱动器等产品的开发工作；同时强化市场端产业链思维，聚焦行业大客户，深耕纺织、空压机、车用空调、锂电、3C。公司 2017 年度经营目标：销售收入同比增长 20%-40%，归属于上市公司股东的净利润同比增长 10 %-30%。

■电梯一体机业务开拓国际市场，维持业务稳定。2016 年电梯一体化业务实现销售收入 9.68 亿元，同比增长 8%。国内电梯行业受到房地产市场波动的影响，但公司凭借国际大客户和海外市场较快增长，收入规模达到预期。报告期内，公司先后拿下多家 500 万级以上客户，国内市场份额得到进一步提升；跨国企业客户的二线品牌市场份额持续提升，跨国企业客户一线品牌市场已经进入产品定制化开发阶段，附件产品开始放量；海外市场增长超过 50%，在印度电梯市场已经占据领导地位。2017 年公司将进入行业 TOP 客户为目标进行精耕细作，并为细分行业提供整体解决方案和技术迭代；在拓展改造市场方面，成立 EU 行业线，面向改造市场、维保管理等提供一体化解决方案和服务。

■聚焦新能源客车，布局新能源物流车和乘用车，未来潜力大。2016 年公司在新能源汽车领域共实现销售收入 8.45 亿元，同比增长 31% 报告期内，公司成立苏州汇川联合动力系统有限公司，以此作为独立实体拓展新能源乘用车市场。同时公司是国内最大新能源客车企业宇通客车战略合作伙伴。在新能源物流车领域，成功布局微面和蓝牌 4.5T 轻卡等车型，已与多家车企完成了试制或配置公告。2017 年公

公司快报

证券研究报告

二次设备

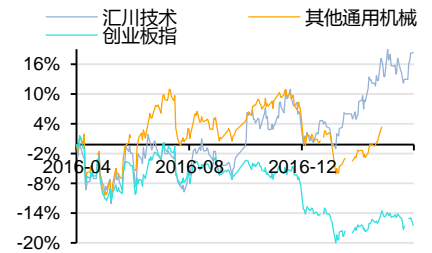
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**27 元**
股价 (2017-04-10) **22.99 元**

交易数据

总市值 (百万元)	38,280.35
流通市值 (百万元)	29,464.46
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	17.09/39.35 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.19	17.48	33.84
绝对收益	4.26	15.47	19.6

黄守宏

分析师

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

邓永康

报告联系人

dengk@essence.com.cn

相关报告

汇川技术：工控下游回暖，新能源与轨交延续高增长	2017-03-02
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

司计划在新能源乘用车领新开发准入客户不少于三家，定点车型不少于四个；新能源客车领域，持续为战略客户提供有竞争力的集成式电机控制器，以巩固公司在新能源客车领域的领先地位；利用辅助控制产品拓展其他客车市场，以完善公司的客户结构，创造新能源客车的新增长点。

■轨交业务并表，子公司引入新投资者，有望在苏州以外城市实现突破。报告期内，公司轨道交通业务实现收入 2.29 亿元，由于江苏经纬轨道并表原因，使得公司轨道交通牵引系统实现 250% 以上。在 2016 年 11 月份，公司顺利通过了自主化城轨牵引系统载客前评审。另外，报告期内公司签订了《苏州市轨道交通 3 号线工程车辆牵引系统采购项目合同文件》，该项目预计在 2017 年-2019 年陆续交付。经纬轨道签订佛山市南海区现代有轨电车项目牵引系统采购合同，合同总金额逾 8000 万元。2017 年经纬轨道要不断壮大销售队伍，并利用内外部资源，逐步深入拓展全国市场，力争在苏州以外市场中标 1-2 条地铁线。在有轨电车及城际轨道产品方面，持续与斯柯达保持战略合作。

■管理费用率同比增长较多，导致利润增速低于收入增速，综合毛利率略有下降。报告期内，研发投入 3.85 亿元，新增研发人员 421 人，主要因为公司在新能源汽车业务与工业机器人业务的研发投入持续增大。截止报告期末，公司已获得证书或正在申请的发明专利 327 项、实用新型专利 430 项等。由于江苏经纬轨道并表，导致公司管理费用同比增长 43.19%，高于收入增速，由于公司产品收入结构变化和市场竞争加剧等原因，2016 年公司产品综合毛利率 48.47%，同比降低 0.35pct，但仍然处于较高水平。公司在报告期内启动并实施第三期股权激励计划，采取的激励工具为限制性股票为公司未来发展提供支撑。

■投资建议：我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.70/0.89/1.14 元，业绩增速分别为 24.5%、27.1%、29.2%。考虑到工业自动化和新能源汽车市场增速回升，机器人和控制器产品将保持高速增长，维持公司买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 27 元。

■风险提示：宏观经济增速下滑、房地产投资增速超预期下降、新能源车销量不达预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,770.5	3,660.0	4,702.3	6,018.7	7,795.0
净利润	809.3	931.8	1,122.7	1,414.6	1,826.9
每股收益(元)	0.49	0.56	0.70	0.89	1.14
每股净资产(元)	2.44	2.83	3.84	4.55	5.47
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	47.3	41.1	33.0	26.0	20.1
市净率(倍)	9.4	8.1	6.0	5.1	4.2
净利润率	29.2%	25.5%	24.7%	24.5%	24.4%
净资产收益率	19.9%	19.8%	18.1%	19.5%	20.9%
股息收益率	1.0%	0.0%	0.0%	0.8%	1.0%
ROIC	35.9%	28.9%	30.9%	35.3%	44.2%

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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,770.5	3,660.0	4,702.3	6,018.7	7,795.0	成长性					
减:营业成本	1,427.7	1,899.0	2,454.3	3,135.4	4,051.8	营业收入增长率	23.5%	32.1%	28.5%	28.0%	29.5%
营业税费	27.1	37.3	47.9	61.3	79.4	营业利润增长率	17.5%	14.8%	34.0%	30.9%	32.7%
销售费用	226.2	306.2	402.9	527.7	683.4	净利润增长率	21.5%	15.1%	24.5%	27.1%	29.2%
管理费用	408.1	584.3	727.2	900.7	1,127.5	EBITDA 增长率	23.8%	25.5%	29.1%	28.0%	31.1%
财务费用	-45.0	-8.4	-41.5	-67.2	-87.1	EBIT 增长率	24.1%	21.2%	30.4%	29.7%	32.9%
资产减值损失	28.1	39.6	26.3	31.3	32.4	NOPLAT 增长率	28.5%	23.5%	30.4%	29.7%	32.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	53.7%	21.9%	13.5%	5.9%	17.6%
投资和汇兑收益	26.5	30.1	30.1	30.1	30.1	净资产增长率	17.7%	16.1%	35.0%	18.7%	20.3%
营业利润	724.8	832.1	1,115.4	1,459.6	1,937.5	利润率					
加:营业外净收支	180.6	211.6	183.6	191.9	195.7	毛利率	48.5%	48.1%	47.8%	47.9%	48.0%
利润总额	905.4	1,043.6	1,298.9	1,651.5	2,133.2	营业利润率	26.2%	22.7%	23.7%	24.3%	24.9%
减:所得税	71.4	63.5	79.0	100.4	129.7	净利润率	29.2%	25.5%	24.7%	24.5%	24.4%
净利润	809.3	931.8	1,159.8	1,474.6	1,904.7	EBITDA/营业收入	26.2%	24.9%	25.0%	25.0%	25.3%
						EBIT/营业收入	24.5%	22.5%	22.8%	23.1%	23.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	53	61	48	37	27
						流动资产周转天数	187	179	166	149	137
						流动营业资本周转天数	563	544	557	560	535
						应收账款周转天数	87	98	103	108	108
						存货周转天数	66	65	66	66	65
						总资产周转天数	690	685	679	656	608
						投资资本周转天数	287	293	267	228	197
						投资回报率					
						ROE	19.9%	19.8%	18.1%	19.5%	20.9%
						ROA	14.0%	12.3%	12.5%	12.7%	14.1%
						ROIC	35.9%	28.9%	30.9%	35.3%	44.2%
						费用率					
						销售费用率	8.2%	8.4%	8.6%	8.8%	8.8%
						管理费用率	14.7%	16.0%	15.5%	15.0%	14.5%
						财务费用率	-1.6%	-0.2%	-0.9%	-1.1%	-1.1%
						三费/营业收入	21.3%	24.1%	23.1%	22.6%	22.1%
						偿债能力					
						资产负债率	27.9%	37.5%	31.1%	34.4%	32.2%
						负债权益比	38.6%	60.0%	45.1%	52.5%	47.4%
						流动比率	2.97	2.24	2.82	2.61	2.85
						速动比率	2.60	1.97	2.49	2.30	2.49
						利息保障倍数	-15.12	-97.52	-25.85	-20.71	-21.26
						分红指标					
						DPS(元)	0.24	-	-	0.18	0.23
						分红比率	49.1%	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	1.0%	0.0%	0.0%	0.8%	1.0%

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,407.5	1,707.8	2,886.5	3,903.5	4,854.3
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	818.2	1,169.8	1,515.0	2,088.6	2,578.5
应收票据	566.7	966.8	1,003.4	1,518.3	1,747.6
预付账款	17.6	27.9	30.9	44.2	52.8
存货	576.3	751.0	961.2	1,241.9	1,593.4
其他流动资产	1,287.4	1,766.9	1,766.9	1,766.9	1,766.9
可供出售金融资产	-	14.5	14.5	14.5	14.5
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	3.0	203.3	303.3	353.3	353.3
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	594.1	638.0	621.4	600.7	576.1
在建工程	0.5	8.4	15.5	22.2	28.6
无形资产	183.2	287.8	298.5	302.8	300.7
其他非流动资产	492.0	431.5	343.8	313.8	293.1
资产总额	5,946.5	7,973.9	9,760.8	12,170.8	14,159.7
短期债务	-	115.1	-	-	-
应付账款	693.3	1,345.7	1,226.3	2,087.9	2,205.3
应付票据	428.7	474.3	635.1	914.1	1,005.9
其他流动负债	452.8	920.5	1,033.5	1,046.8	1,203.9
长期借款	13.0	11.0	15.0	15.0	15.0
其他非流动负债	68.8	125.0	125.0	125.0	125.0
负债总额	1,656.7	2,991.6	3,034.9	4,188.7	4,555.1
少数股东权益	230.1	266.5	326.7	403.1	501.9
股本	795.3	1,659.9	1,665.1	1,665.1	1,665.1
留存收益	3,298.8	3,574.3	4,734.1	5,913.8	7,437.5
股东权益	4,289.8	4,982.3	6,725.9	7,982.0	9,604.6

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	834.0	980.2	1,159.8	1,474.6	1,904.7
加:折旧和摊销	50.4	91.6	103.1	113.9	124.7
资产减值准备	28.1	39.6	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-54.3	-30.0	-41.5	-67.2	-87.1
投资损失	-26.5	-30.1	-30.1	-30.1	-30.1
少数股东损益	24.7	48.3	60.2	76.5	98.8
营运资金的变动	-872.2	-477.2	-452.7	-248.8	-692.2
经营活动产生现金流量	801.8	420.3	798.8	1,318.9	1,318.9
投资活动产生现金流量	-776.0	-400.2	-74.2	-74.2	-74.2
融资活动产生现金流量	-153.8	695.0	454.0	-227.7	-293.9

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.49	0.56	0.70	0.89	1.14
BVPS(元)	2.44	2.83	3.84	4.55	5.47
PE(X)	47.3	41.1	33.0	26.0	20.1
PB(X)	9.4	8.1	6.0	5.1	4.2
P/FCF	-339.3	83.6	63.1	30.5	31.6
P/S	13.8	10.5	8.1	6.4	4.9
EV/EBITDA	49.8	35.4	30.2	23.0	17.1
CAGR(%)	23.0%	26.9%	20.9%	23.0%	26.9%
PEG	2.1	1.5	1.6	1.1	0.7
ROIC/WACC	3.4	2.7	2.9	3.4	4.2
REP	3.9	3.6	3.3	2.6	1.7

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