

汇川技术 (300124)

证券研究报告

2017年04月27日

通用工控需求强复苏，新能源车待业绩释放

受益下游需求复苏，通用工控业务推动一季度业绩大幅增长

公司 2017 年一季度实现营业收入 7.82 亿，同比增长 37.73%；实现归母净利润 1.72 亿，同比增长 23.54%。一季度整体毛利率为 46.57%，较 2016 年下降 1.55 个百分点。收入继续维持高增长主要源于通用工控类及轨道交通牵引类业务延续高增长；毛利率水平下降源于一季度研发投入（管理费用 1.84 亿）继续增加有关。

继续受益下游复苏，通用变频器、伺服、PLC 延续高速增长

工控下游行业延续 2016 年三季度复苏，2017 年第一季度通用变频器、伺服、PLC 及 HMI 分别销售 2.15 亿、1.33 亿、0.33 亿，对应同比增长 75.86%、105.88%和 96.25%。按照行业分类，公司智能装备&机器人销售数量同比增加 62.36%，订单金额同比增加 60.41%。工控下游应用，一方面传统行业智能化升级；另一方面新兴市场出现，如变频空调、锂电等，派生需求带动公司通用变频、伺服、PLC 等板块收入快速增长。

新能源车暂受政策调整影响，二季度物流车、客车将陆续释放业绩

由于新能源汽车政策调整，影响一季度销量，宇通客车销量下降 50%。公司宇通以及客车出货季节特征影响，一季度销售实现 0.44 亿元，同比下降 38.35%。公司目前主要为客车供应电机电控产品，宇通是公司第一大客户，销售占比约 80%，同时共计也积极寻求其他客车客户，预计客车销量会在三、四季度放量。2017 年公司将重点开发物流车市场、布局乘用车市场。目前已经跟进一些物流车企，预计二季度开始释放业绩；乘用车目前订单规模较小，公司与东风、吉利、奇瑞、北汽等车企均有接触，预计 2018-2019 年将是乘用车释放业绩阶段。

轨道交通一季度收入同比增长 146%，公司积极拓展新市场

一季度轨交业务交付兑现收入 0.46 亿，同比增长 146.41%。经纬轨道一季度末在手存量订单 5.56 亿，在手订单充足。其中去年签订的苏州 3 号线工程约 4.26 亿的订单还未开始交付。公司在轨交业务方向拓展苏州、深圳之外市场积极性很高，子公司经纬轨道一季度引入自然人投资者庄仲生（现任咸阳现代轨道交通设备有限公司董事长），以期借助其在轨交领域的资源和力量，在 2017-2018 年之间，在苏州、深圳之外的国内城市获得至少一条完整牵引系统订单。

投资建议：预计公司 2017-2019 年实现净利润 12.09 亿、15.12 亿、18.43 亿，同比增长 29.83%、24.95%、21.94%；对应 EPS 0.73、0.91、1.11，P/E 33 倍、26 倍、21 倍，维持“增持”评级。

风险提示：或存在新能源乘用车市场拓展不达预期风险。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,770.53	3,660.05	4,868.48	6,541.89	8,309.90
增长率(%)	23.54	32.11	33.02	34.37	27.03
EBITDA(百万元)	726.65	911.73	1,173.96	1,481.60	1,838.84
净利润(百万元)	809.28	931.84	1,209.77	1,511.61	1,843.29
增长率(%)	21.46	15.14	29.83	24.95	21.94
EPS(元/股)	0.49	0.56	0.73	0.91	1.11
市盈率(P/E)	48.82	42.40	32.67	26.14	21.44
市净率(P/B)	9.73	8.38	6.59	5.58	4.63
市销率(P/S)	14.26	10.80	8.12	6.04	4.76
EV/EBITDA	49.76	35.42	31.58	24.48	19.21

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电气设备/电气自动化设备
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	23.73 元
目标价格	26 元
上次目标价	26 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,665.09
流通 A 股股本(百万股)	1,281.62
A 股总市值(百万元)	39,512.51
流通 A 股市值(百万元)	30,412.86
每股净资产(元)	2.96
资产负债率(%)	35.42
一年内最高/最低(元)	38.89/16.98

作者

李恩国	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010001	
lienguo@tfzq.com	
杨藻	联系人
yangzao@tfzq.com	
李丹丹	联系人
lidandan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《汇川技术-公司点评:工控龙头受益下游结构复苏，机电电控等待物流车需求启动》 2017-03-09

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,407.50	1,707.83	2,635.07	3,468.64	4,521.16
应收账款	818.23	1,169.83	1,139.43	1,770.02	1,925.74
预付账款	17.56	27.91	44.25	44.41	71.35
存货	576.25	751.05	1,065.01	1,427.12	1,737.61
其他	1,854.05	2,733.70	2,434.54	3,057.28	3,459.85
流动资产合计	4,673.60	6,390.32	7,318.31	9,767.47	11,715.71
长期股权投资	2.98	203.25	203.25	203.25	203.25
固定资产	594.14	638.02	634.31	649.24	662.34
在建工程	0.55	8.42	41.05	72.63	73.58
无形资产	183.22	287.81	252.46	217.11	181.76
其他	492.02	446.04	442.90	463.46	443.12
非流动资产合计	1,272.91	1,583.55	1,573.98	1,605.69	1,564.05
资产总计	5,946.51	7,973.87	8,892.29	11,373.16	13,279.76
短期借款	0.00	115.13	0.00	0.00	0.00
应付账款	693.33	1,345.71	1,180.86	1,938.12	2,245.91
其他	881.52	1,394.75	1,315.83	1,885.15	1,947.36
流动负债合计	1,574.85	2,855.60	2,496.69	3,823.27	4,193.27
长期借款	13.00	11.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	68.84	124.98	81.60	91.80	99.46
非流动负债合计	81.84	135.98	81.60	91.80	99.46
负债合计	1,656.69	2,991.58	2,578.28	3,915.07	4,292.73
少数股东权益	230.13	266.50	313.99	375.17	455.97
股本	795.25	1,659.88	1,665.36	1,665.36	1,665.36
资本公积	1,538.99	1,280.25	1,265.72	1,265.72	1,265.72
留存收益	3,298.78	3,574.32	4,334.65	5,417.55	6,865.70
其他	(1,573.32)	(1,798.65)	(1,265.72)	(1,265.72)	(1,265.72)
股东权益合计	4,289.83	4,982.29	6,314.01	7,458.08	8,987.04
负债和股东权益总	5,946.51	7,973.87	8,892.29	11,373.16	13,279.76

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	833.97	980.17	1,209.77	1,511.61	1,843.29
折旧摊销	50.38	91.63	66.43	68.85	71.30
财务费用	(54.31)	(30.03)	(30.84)	(61.45)	(80.44)
投资损失	(26.48)	(30.06)	(30.00)	(18.00)	(20.00)
营运资金变动	(872.19)	(477.24)	(297.77)	(299.94)	(497.85)
其它	870.44	(114.12)	47.49	61.17	80.80
经营活动现金流	801.81	420.35	965.08	1,262.23	1,397.09
资本支出	469.34	424.59	103.39	69.79	42.34
长期投资	(1.17)	200.27	0.00	0.00	0.00
其他	(1,244.16)	(1,025.09)	(118.85)	(131.79)	(72.34)
投资活动现金流	(775.99)	(400.23)	(15.47)	(62.00)	(30.00)
债权融资	15.00	128.13	1.33	1.78	1.70
股权融资	218.80	131.55	540.63	62.03	81.21
其他	(387.57)	435.32	(564.33)	(430.47)	(397.49)
筹资活动现金流	(153.77)	695.00	(22.37)	(366.66)	(314.58)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(127.95)	715.12	927.24	833.57	1,052.52

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,770.53	3,660.05	4,868.48	6,541.89	8,309.90
营业成本	1,427.69	1,899.01	2,603.03	3,546.62	4,529.64
营业税金及附加	27.11	37.28	43.82	63.17	79.89
营业费用	226.21	306.24	389.48	523.35	664.79
管理费用	408.08	584.32	754.61	1,013.99	1,288.03
财务费用	(44.97)	(8.45)	(30.84)	(61.45)	(80.44)
资产减值损失	28.07	39.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	26.48	30.06	30.00	18.00	20.00
其他	(52.97)	(60.12)	(60.00)	(36.00)	(40.00)
营业利润	724.82	832.09	1,138.37	1,474.21	1,847.98
营业外收入	181.51	212.88	200.00	200.00	200.00
营业外支出	0.92	1.33	0.86	1.04	1.07
利润总额	905.41	1,043.65	1,337.51	1,673.17	2,046.91
所得税	71.44	63.48	80.25	100.39	122.81
净利润	833.97	980.17	1,257.26	1,572.78	1,924.09
少数股东损益	24.69	48.33	47.49	61.17	80.80
归属于母公司净利润	809.28	931.84	1,209.77	1,511.61	1,843.29
每股收益(元)	0.49	0.56	0.73	0.91	1.11

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	23.54%	32.11%	33.02%	34.37%	27.03%
营业利润	17.52%	14.80%	36.81%	29.50%	25.35%
归属于母公司净利润	21.46%	15.14%	29.83%	24.95%	21.94%
获利能力					
毛利率	48.47%	48.12%	46.53%	45.79%	45.49%
净利率	29.21%	25.46%	24.85%	23.11%	22.18%
ROE	19.93%	19.76%	20.16%	21.34%	21.61%
ROIC	35.92%	28.86%	31.86%	37.42%	43.28%
偿债能力					
资产负债率	27.86%	37.52%	28.99%	34.42%	32.33%
净负债率	-18.89%	4.70%	18.30%	-0.78%	4.95%
流动比率	2.97	2.24	2.93	2.55	2.79
速动比率	2.60	1.97	2.50	2.18	2.38
营运能力					
应收账款周转率	4.14	3.68	4.22	4.50	4.50
存货周转率	5.46	5.52	5.36	5.25	5.25
总资产周转率	0.52	0.53	0.58	0.65	0.67
每股指标(元)					
每股收益	0.49	0.56	0.73	0.91	1.11
每股经营现金流	0.48	0.25	0.58	0.76	0.84
每股净资产	2.44	2.83	3.60	4.25	5.12
估值比率					
市盈率	48.82	42.40	32.67	26.14	21.44
市净率	9.73	8.38	6.59	5.58	4.63
EV/EBITDA	49.76	35.42	31.58	24.48	19.21
EV/EBIT	53.18	39.21	33.47	25.68	19.98

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com