

**汇川技术(300124)/电气自动化设备 工控强劲增长, 下半年新能源汽车业务望迎来放量**
**评级: 买入(维持)**

市场价格: 24.34

目标价格: 29.34

分析师: 邵晶鑫

执业证书编号: S0740517010005

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

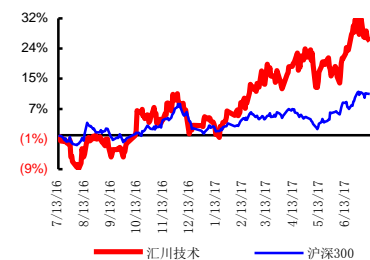
分析师: 邹玲玲

执业证书编号: S0740517040001

Email: zoull@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,665
流通股本(百万股)	1,282
市价(元)	24.34
市值(百万元)	40,529
流通市值(百万元)	31,195

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 工控领军望持续高增, 谱写新能源汽车动力总成新篇章
- 2 伺服和通用变频高增长, 未来与新能源车、轨交业务齐发力
- 3 新能源汽车电控和通用伺服持续高增长, 积极布局工业机器人和乘用车领域

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,770.53	3,660.05	4,919.60	6,434.88	8,330.43
增长率 yoy%	23.54%	32.11%	34.41%	30.80%	29.46%
净利润	809.3	931.8	1,113.8	1,416.0	1,736.8
增长率 yoy%	21.46%	15.14%	19.53%	27.13%	22.66%
每股收益(元)	0.49	0.56	0.67	0.85	1.04
每股现金流量	1.01	0.25	0.25	0.62	0.84
净资产收益率	19.93%	19.76%	18.20%	19.52%	20.09%
P/E	50.7	44.0	36.8	29.0	23.6
PEG	2.4	1.9	1.9	1.4	1.0
P/B	10.1	8.7	6.7	5.7	4.7

备注:

**投资要点**

- **事件:** 公司发布 2017 年半年度业绩预告, 实现营业收入 18.3 亿元-1.98 亿元, 同比增长 25%-35%, 归属于母公司净利润 3.89 亿元-4.47 亿元, 同比增长 0% -15%。
- **受益设备制造下游复苏, 工控业务望超预期增长。** 工控下游与宏观经济相关性较强, 6 月 PMI 指数 51.7 已连续 9 月在枯荣线之上, 工控下游自去年下半年以来持续回暖。2017 年 1 季度公司通用伺服、通用变频器、plc&HMI 类产品收入分别同比增长 105.88%、75.86%、96.52%。公司深耕工业控制领域十多年, 已经成为工控行业领军, 行业一体化解决方案能力强, 随着公司技术营销持续深入, 通用自动化业务(通用伺服、通用变频器、PLC 等)在 17 年上半年同比快速增长, 我们预计, 公司工控业务在 17 年上半年乃至全年有望超预期增长。
- **新能源汽车业务研发投入增长期, 蓄势待发。** 公司在新能源客车电控领域与宇通深度合作, 目前已经成为客车领域龙头, 凭借其产品性能的绝对竞争优势, 在大力发展物流车领域同时努力将客车的龙头地位延伸至物流车领域, 并布局新能源乘用车市场。目前公司已搭建了国内一流的新能源乘用车动力总成团队, 与拥有超 30 年新能源汽车研发经验的瑞士 Brusa 战略合作, 引进技术并本土化, 瞄准国内外一流乘用车市场, 现阶段计划先在国内实现四、五个乘用车定点车型开发。我们认为, 公司拥有强大的电力电子平台, 在制造、品质及成本控制上有竞争优势, 凭借其研发、服务、制造等本土化优势, 未来有能力在乘用车电控领域及动力总成领域成为行业领军者。
- **上半年净利润增速承压, 不改全年业绩预期。** 公司 2017 年上半年业绩净利润增速低于行业增速, 主要系整体人员数量同比增加, 在研发上投入持续加大, 导致费用大幅增加。同时受到新能源汽车补贴政策影响, 17 年上半年大巴车和物流车销量低于预期, 产品价格有下降压力, 公司新能源车电控业务收入及毛利率承压。2017 年 6 月新能源汽车产销量 6.5、5.9 万辆, 同比增长 43%、33%; 其中, 商用车产销均为 1.6 万辆, 新能源车销量拐点显现。虽然上半年净利润增速承压, 但全年来看, 公司新能源汽车业务收入将随着客车及物流车放量仍将保持较高增长, 同时我们预计公司工控业务订单超预期增长, 全年业绩仍将保持稳定发展。
- **投资建议:** 预计 2017-2019 年分别实现归母净利润 11.14\14.16\17.37 亿元, 同比分别增长 19.53%\27.13%\22.66%, 对应 EPS 分别为 0.67、0.85、1.04, 对应 2017-2018 年 PE 分别为 36.8\29.0\23.6 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下行、新能源汽车业务拓展不及预期、房地产市场下滑、行业竞争加剧

图表：公司财务预测

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,770.5	3,660.0	4,919.6	6,434.9	8,330.4	成长性					
减：营业成本	1,427.7	1,899.0	2,632.5	3,473.2	4,540.1	营业收入增长率	23.5%	32.1%	34.4%	30.8%	29.5%
营业税费	27.1	37.3	49.1	64.9	83.6	营业利润增长率	17.5%	14.8%	21.9%	29.2%	25.9%
销售费用	226.2	306.2	388.6	514.8	666.4	净利润增长率	21.5%	15.1%	19.5%	27.1%	22.7%
管理费用	408.1	584.3	797.0	1,016.7	1,314.5	EBITDA增长率	23.8%	25.5%	27.0%	27.6%	24.8%
财务费用	-45.0	-8.4	-32.1	-46.9	-68.3	EBIT增长率	24.1%	21.2%	27.1%	29.7%	26.6%
资产减值损失	28.1	39.6	33.8	36.7	35.3	NOPLAT增长率	28.5%	23.5%	21.1%	28.6%	25.0%
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	53.7%	21.9%	26.9%	11.4%	7.6%
投资和汇兑收益	26.5	30.1	28.3	29.2	28.7	净资产增长率	17.7%	16.1%	29.4%	18.8%	19.4%
营业利润	724.8	832.1	1,014.7	1,310.8	1,650.9	利润率					
加：营业外净收支	180.6	211.6	218.5	258.5	278.5	毛利率	48.5%	48.1%	46.5%	46.0%	45.5%
利润总额	905.4	1,043.6	1,233.2	1,569.3	1,929.4	营业利润率	26.2%	22.7%	20.6%	20.4%	19.8%
减：所得税	71.4	63.5	60.8	77.3	97.3	净利润率	29.2%	25.5%	22.6%	22.0%	20.8%
净利润	809.3	931.8	1,113.8	1,416.0	1,736.8	EBITDA/营业收入	26.2%	24.9%	23.5%	23.0%	22.1%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	24.5%	22.5%	21.3%	21.1%	20.6%
货币资金	1,407.5	1,707.8	2,263.0	2,960.0	4,031.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	53	61	47	36	27
应收帐款	818.2	1,169.8	1,454.0	1,978.0	2,492.3	流动资产周转天数	187	179	170	164	148
应收票据	566.7	966.8	1,083.0	1,562.4	1,816.0	流动资产周转天数	563	544	507	475	462
预付帐款	17.6	27.9	34.3	48.3	59.3	应收帐款周转天数	87	98	96	96	97
存货	576.3	751.0	1,105.3	1,333.1	1,861.4	存货周转天数	66	65	68	68	69
其他流动资产	1,287.4	1,766.9	1,527.1	1,647.0	1,587.1	总资产周转天数	690	685	626	569	532
可供出售金融资产	-	14.5	4.8	6.5	8.6	投资资本周转天数	287	293	271	245	207
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	3.0	203.3	203.3	203.3	203.3	ROE	19.9%	19.8%	18.2%	19.5%	20.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	14.0%	12.3%	12.8%	13.3%	13.7%
固定资产	594.1	638.0	634.1	648.1	613.4	ROIC	35.9%	28.9%	28.7%	29.0%	32.6%
在建工程	0.5	8.4	61.7	88.4	44.2	费用率					
无形资产	183.2	287.8	322.6	277.5	232.3	销售费用率	8.2%	8.4%	7.9%	8.0%	8.0%
其他非流动资产	492.0	431.5	442.4	463.7	443.8	管理费用率	14.7%	16.0%	16.2%	15.8%	15.8%
资产总额	5,946.5	7,973.9	9,135.7	11,216.2	13,392.7	财务费用率	-1.6%	-0.2%	-0.7%	-0.7%	-0.8%
短期债务	-	115.1	89.7	83.2	-	三费/营业收入	21.3%	24.1%	23.4%	23.1%	23.0%
应付帐款	693.3	1,345.7	1,039.7	1,721.6	1,855.9	偿债能力					
应付票据	428.7	474.3	783.5	872.0	1,294.6	资产负债率	27.9%	37.5%	29.4%	31.7%	31.7%
其他流动负债	452.8	920.5	684.4	791.2	999.5	负债权益比	38.6%	60.0%	41.7%	46.5%	46.5%
长期借款	13.0	11.0	11.0	-	-	流动比率	2.97	2.24	2.87	2.75	2.85
其他非流动负债	68.8	125.0	81.6	91.8	99.5	速动比率	2.60	1.97	2.45	2.36	2.41
负债总额	1,656.7	2,991.6	2,689.8	3,559.8	4,249.4	利息保障倍数	-15.12	-97.52	-32.60	-28.96	-25.17
少数股东权益	230.1	266.5	325.1	401.2	496.5	分红指标					
股本	795.3	1,659.9	1,665.1	1,665.1	1,665.1	DPS(元)	0.24	0.28	0.13	0.17	0.21
留存收益	3,298.8	3,574.3	4,455.7	5,590.1	6,981.7	分红比率	49.1%	49.1%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	4,289.8	4,982.3	6,445.9	7,656.4	9,143.3	股息收益率	1.0%	1.1%	0.5%	0.7%	0.8%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	834.0	980.2	1,113.8	1,416.0	1,736.8	EPS(元)	0.49	0.56	0.67	0.85	1.04
加：折旧和摊销	50.4	91.6	110.8	119.6	124.0	BVPS(元)	2.44	2.83	3.68	4.36	5.19
资产减值准备	28.1	39.6	-	-	-	PE(X)	50.7	44.0	36.8	29.0	23.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.1	8.7	6.7	5.7	4.7
财务费用	-54.3	-30.0	-32.1	-46.9	-68.3	P/FCF	-363.6	89.6	198.6	44.3	31.5
投资收益	-26.5	-30.1	-28.3	-29.2	-28.7	P/S	14.8	11.2	8.3	6.4	4.9
少数股东损益	24.7	48.3	58.6	76.1	95.3	EV/EBITDA	49.8	35.4	33.7	26.0	20.3
营运资金的变动	-871.0	-480.2	-805.6	-499.1	-454.8	CAGR(X)	21.4%	23.2%	19.3%	21.4%	23.2%
经营活动产生现金	801.8	420.3	417.2	1,036.5	1,404.3	PEG	2.4	1.9	1.9	1.4	1.0
投资活动产生现金	-776.0	-400.2	-157.0	-87.4	26.6	ROIC/WACC	3.4	2.8	2.7	2.8	3.1
融资活动产生现金	-153.8	695.0	295.0	-252.1	-359.9	REP	3.9	3.6	3.4	3.0	2.4

来源：中泰证券研究所



**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。