

汇川技术（300124）业绩点评

上半年通用自动化超预期，下半年动力总成值得期待

买入（维持）

2017年7月13日

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码：S0600516080001

zengdh@dwzq.com.cn

021-60199798

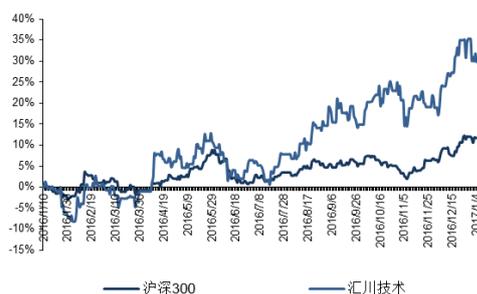
投资要点：

■ 公司发布中报预告，2017年上半年营收增长25-35%符合预期，净利润增长0-15%略低于预期，预计下半年利润增长将明显提速。公司发布业绩公告，预计2017年上半年营业收入18.31-19.77亿元，同比增长25%-35%，归属上市公司股东净利润3.89-4.47亿元，同比增长0%-15%；第二季度营业收入10.49-11.96亿元，同比增长10%-33%；归属上市公司股东净利润2.17-2.75亿元，同比增长-13%-10%。若按照业绩预告的中值估计，上半年营业收入19.04亿元，同比增长30%，归属上市公司股东净利润4.18亿元，同比增长8%，对应EPS为0.25元；第二季度营收11.22亿元，同比增长25%，净利润2.45亿，同比微降1%。收入的增长主要来自于通用自动化业务的超预期，而利润的小幅增长则主要是因为上半年新能源汽车电控业务下降、行业营销和研发的大力投入，预计下半年新能源汽车业务将实现大幅度的增长，下半年利润增长将有明显的改善。

■ 通用自动化业务，尤其是通用伺服，上半年持续超预期增长，预计2017年将增长50%以上。通用自动化业务自去年下半年起复苏，今年上半年持续超预期增长。我国固定资产投资增速自去年8月起稳步提升，今年1-5月固定资产投资同比增长8.6%，PMI自去年8月以来连续11个月位于荣枯线之上，6月PMI数据51.7有所反弹，预计下半年自动化行业需求仍将比较旺盛。汇川技术的行业营销持续深入，通过解决方案卖产品，市占率不断快速提升。我们预计上半年通用变频增速在60-70%，公司在纺织、空压机等领域表现较好，6月开始订单增长有所放缓，下半年新能源汽车空调是增长的亮点，全年预计增长50%左右。通用伺服预计上半年增长翻一倍，受益于产业升级以及锂电、3C等新兴行业快速发展，5、6月趋势依然很强劲，预计全年有望实现翻倍增长，预计明年增速仍在50%以上。公司的PLC产品一季度增长96%，上半年预计增长约70%，预计全年将增长50%以上。电梯一体机业务一季度增长13%，预计上半年增长接近20%，我国房屋新开工面积2016年同比增长8.1%，2017年1-5月同比增长9.5%，由于电梯的安装滞后于房屋开工，预计下半年电梯一体机仍将保持较好增长，全年预计增长10%以上，未来保持相对的稳定。

■ 新能源汽车电控由于受补贴政策影响上半年下滑不少，三季度将大幅改善，乘用车动力总成值得期待。2017年1-6月，新能源汽车累计销量19.5万台，同增30.1%，其中商用车累计销量3.1万辆，同比下滑38%；其中6月，商用车销售达1.6万台，环比增长149%，同比增长56%，超出市场预期，三季度新能源公交进入采购的旺季，物流车也开始逐步的放量，预计三季

股价走势



市场数据

收盘价（元）	24.64
一年最低/最高价	17.98/25.90
市净率（倍）	9.16
流通市值（百万）	31579.14

基础数据

每股净资产（元）	2.96
资产负债率（%）	35.42%
总股本（百万股）	1665
流通A股（百万股）	1282

相关研究

1. 通用自动化增长超预期，新能源汽车动力总成值得期待 2017-4-25
2. 工控王者今年超预期增长，全面打造新能源汽车和智能制造龙头企业 2017-4-19
3. 一季度预告符合预期，通用自动化业务持续超预期增长 2017-4-9
4. 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
5. 轨交子公司引入新投资者，智能制造战略布局有望提速 2017-1-23

度商用车同比和环比都降大幅增长，乘用车则依然高增长的态势。去年上半年汇川新能源汽车电控业务收入 2.81 亿元，全部来自于商用车，因此今年上半年下滑预计约 50%，但是 6 月宇通新能源客车销量约 1800 辆，环比显著改善，汇川 6 月电控同比环比也出现大幅度增长，上半年订单下滑幅度不大，随着 3 季度进入旺季，预计客车电控将有大幅的增长，物流车也将迅速的放量全年有望实现 1 亿以上的收入。乘用车方面，公司研发投入大、进展顺利，目前已与多家整车厂开展合作，包括国际和国际品牌，同时公司与 Brusa 合作，开发的乘用车动力总成系统也即将推出，将是明后年的重要增长点。整体而言，我们预计公司新能源汽车业务今年仍将有望实现 30% 以上增长，是未来发展潜力非常大的方向。

- **毛利率因收入结构变化有所降低，人员数量增长和研发投入增长较多导致利润增速低于收入增速。**上半年公司综合毛利率略有下降，主要是公司毛利率较低的轨交牵引系统业务收入占比提升和新能源汽车电控毛利率预计同比下降，轨道交通业务未来国产化推进后预计将明显改善，而新能源汽车电控业务同比略有下滑，环比将有所改善。公司期间费用率同比增长远超收入的增长，一方面员工数量有所增长，2016 年底员工总数 4522 人，同比年初增长 24%，其中研发人员 1290 人，较年初增长 48%，而且今年上半年仍在大幅扩大汽车电子研发队伍，在工业机器人领域投入也较大；另一方面，公司开展行业营销，细分行业都需要配销售人员，销售费用增长也较快。公司期间费用率的大幅增长导致公司利润增长明显低于收入增长。
- **投资建议：**我们预计 2017-2019 年归属上市公司股东净利润为 11.7 亿、15.2 亿、19.5 亿元，EPS 分别为 0.70/0.91/1.17 元，同比增长 25/30/28%，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，给予 2017 年 40 倍 PE，目标价 28 元，维持买入评级。
- **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 2：汇川技术财务三张表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	6390.3	7371.4	9094.4	11112.7	营业收入	3660.0	4830.6	6159.6	7801.9
现金	1707.8	1700.0	1870.0	1963.5	营业成本	1899.0	2521.6	3207.4	4058.8
应收款项	2136.6	2382.2	3037.6	3847.5	营业税金及附加	37.3	43.5	55.4	70.2
存货	751.0	967.2	1230.2	1556.8	营业费用	306.2	415.4	511.2	624.2
其他	1794.8	2322.0	2956.6	3744.9	管理费用	613.2	826.0	1007.4	1242.3
非流动资产	1583.6	1612.6	1600.3	1586.3	财务费用	-8.4	-35.0	-26.1	-23.7
长期股权投资	203.3	203.3	203.3	203.3	投资净收益	30.1	30.0	36.0	43.0
固定资产	646.4	685.1	682.4	678.0	其他	-10.7	9.6	9.6	9.6
无形资产	287.8	278.2	268.6	259.0	营业利润	832.1	1098.7	1449.8	1882.7
其他	446.0	446.0	446.0	446.0	营业外净收支	211.6	210.0	252.0	289.8
资产总计	7973.9	8984.0	10694.7	12699.0	利润总额	1043.6	1308.7	1701.8	2172.5
流动负债	2855.6	3262.2	4186.9	5184.5	所得税费用	63.5	103.4	132.7	162.9
短期借款	117.1	370.5	562.2	615.5	少数股东损益	48.3	38.6	50.2	64.3
应付账款	1158.1	1613.7	2021.1	2557.6	归属母公司净利润	931.8	1166.7	1518.8	1945.2
其他	1580.4	1278.0	1603.6	2011.3	EBIT	833.2	1033.7	1387.7	1816.0
非流动负债	136.0	136.0	136.0	136.0	EBITDA	921.3	1078.2	1434.0	1864.1
长期借款	11.0	11.0	11.0	11.0			25.2%	30.2%	28.1%
其他	125.0	125.0	125.0	125.0	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	2991.6	3398.1	4322.9	5320.5	每股收益(元)	0.56	0.70	0.91	1.17
少数股东权益	266.5	286.7	313.3	347.4	每股净资产(元)	2.84	3.18	3.64	4.22
归属母公司股东权益	4715.8	5299.1	6058.6	7031.2	发行在外股份(百万股)	1659.9	1665.1	1665.1	1665.1
负债和股东权益总计	7973.9	8984.0	10694.7	12699.0	ROIC(%)	17.0%	17.8%	20.5%	23.1%
					ROE(%)	19.8%	22.0%	25.1%	27.7%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	48.1%	47.8%	47.9%	48.0%
经营活动现金流	420.3	356.0	771.8	1046.9	EBIT Margin(%)	22.8%	21.4%	22.5%	23.3%
投资活动现金流	-400.2	-33.9	-34.1	-34.1	销售净利率(%)	25.5%	24.2%	24.7%	24.9%
筹资活动现金流	695.0	-330.0	-567.7	-919.3	资产负债率(%)	37.5%	37.8%	40.4%	41.9%
现金净增加额	716.7	-7.8	170.0	93.5	收入增长率(%)	32.1%	32.0%	27.5%	26.7%
折旧和摊销	88.1	44.5	46.4	48.1	净利润增长率(%)	15.1%	25.2%	30.2%	28.1%
资本开支	-82.8	-33.9	-34.1	-34.1	P/E	40.95	32.81	25.20	19.68
营运资本变动	-137.1	-875.3	-820.0	-980.5	P/B	8.09	7.20	6.30	5.43
企业自由现金流	692.9	87.3	471.7	713.3	EV/EBITDA	44.67	38.55	29.63	23.33

资料来源：wind，东吴证券研究所

免责声明

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>

