

# 汇川技术 (300124)

## 新能源汽车领域恢复未来潜力大，通用领域景气高企增速放缓

买入 (维持)

2017年10月17日

首席证券分析师 曾朵红

执业证书编号:

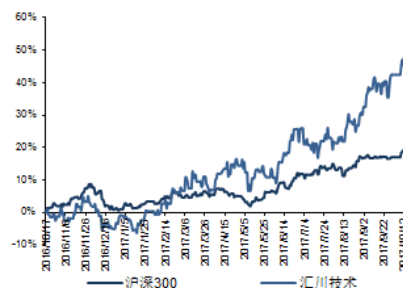
S0600516080001

021-60199798

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

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	3,660	4,749	6,297	8,392
同比 (%)	32.1	29.8	32.6	33.3
净利润 (百万元)	932	1,070	1,395	1,869
同比 (%)	15.1	14.8	30.4	33.9
毛利率 (%)	48.1	46.9	46.8	46.6
ROE (%)	19.8	20.4	23.5	27.1
每股收益 (元)	0.56	0.64	0.84	1.12
P/E	53.26	46.52	35.68	26.64
P/B	10.52	9.45	8.34	7.21

股价走势



### 投资要点

■ 2017年前三季度营收增长20-30%，净利润增长0-10%。汇川技术发布业绩预告，预计公司2017年前三季度营业收入29.44-31.89亿元，同比增长20-30%，归属上市公司股东净利润6.89-7.57亿元，同比增长0-10%；公司第三季度营业收入11.37-12.36亿元，同比增长15%-25%，归属上市公司股东净利润2.85-3.15亿元，同比增长-5%-5%。若按照公司给出的第三季度业绩预告的中值估计，公司前三季度营业收入31.23亿元，同比增长27%，归属上市公司股东净利润7.29亿元，同比增长6%，对应EPS为0.44元；第三季度营收11.86亿元，同比增长20%，归属上市公司股东净利润3.00亿元，同比增长0%。公司收入增长主要是随着设备制造业的结构性复苏与增长，以及公司行业营销和技术营销的持续深入，公司的通用自动化业务（包含伺服系统、PLC、通用变频器等产品）同比取得较快增长。公司前三季度非经常性损益对净利润影响约为0.92亿元，较去年同期0.46亿元有所增长。

■ 工控行业景气度自去年下半年逐步复苏以来，今年三季度进一步回暖；公司通用自动化自去年三季度率先超预期，今年三季度因为基数效应增速有所放缓。工控行业自2016年下半年出现拐点后需求持续好转，尤其是去年四季度显示全面复苏，今年以来景气度持续向好，今年9月PMI52.4达2012年5月以来最高值，三季度工控行业景气度超预期。公司作为工控行业龙头，在通用领域深耕细分行业，提供细分行业特色的解决方案，通用自动化业务自去年三季度开始率先复苏，通用变频和通用伺服订单和收入明显上了一个台阶，一直持续至今，当然由于去年三季度开始的高基数，今年三季度预计通用变频、电梯一体机、注塑机伺服在收入增速上比上半年有所放缓，通用伺服则因为需求特别旺盛预计依然保持上半年翻倍增长的态势，我们预计公司全年通用变频器、通用伺服、PLC&HMI营收将分别实现50%、100%、80%以上的增长，电梯一体机预计保持10%左右的增长。毛利率上，预计通用变频器上半年毛利率略有下降，主要是因为返点因素，通用伺服毛利率同比提升，PLC&HMI维持稳定，电梯一体机因为产品价格下降较多预计下降1-2%。

### 市场数据

收盘价 (元)	29.11
一年最低/最高价	17.98/30.20
市净率 (倍)	10.18
流通A股市值 (百万元)	37153.63

### 基础数据

每股净资产 (元)	2.86
资本负债率 (%)	41.48%
总股本 (百万股)	1,665.11
流通A股 (百万)	1,276.32

### 相关研究

1. 通用自动化业务超预期，新能源车动力总成蓄势待发 2017-08-25
2. 上半年通用自动化超预期，下半年动力总成值得期待 2017-07-13
3. 通用自动化增长超预期，新能源汽车动力总成值得期待 2017-04-25
4. 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 2017-04-19
5. 一季度预告符合预期，通用自动化业务持续超预期增长 2017-04-09

图表 1: 公司分季度订单销情况 (亿元)

		2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
智能装备 &机器人	订单	4.4	7.3	6.6	6.6	5.6	8.4	9	8.8	8.9	11.4
	同比	-10%	15%	7%	18%	28%	15%	37%	33%	59%	36%
新能源 &轨交	订单	0.9	2.1	2.5	4.4	1	7.7	3.1	4.7	0.4	3.0
	同比	10%	364%	228%	69%	13%	271%	24%	7%	-60%	-61%
合计	订单	5.3	9.4	9.1	11.0	6.5	16.1	12.1	13.5	9.4	14.5
	同比	-7%	38%	32%	34%	23%	72%	34%	23%	45%	-10%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

■ **新能源汽车领域, 大巴深化与宇通的合作, 物流车领域大举突破, 强力布局国内和国外乘用车领域, 是公司战略重点方向。**上半年受政策影响, 新能源商用车包括客车与物流车产量仅 3.3 万辆、同降 38.0%, 导致公司上半年新能源汽车业务收入同比下降近 50%, 商用车三季度开始回暖, 1-3 季度累计生产 8 万辆新能源商用车, 同比下降 6.2%, 其中物流车约 4.5 万辆, 同比增长约 375%, 客车约 3.5 万辆, 同比下降 40%, 四季度放量值得期待。因此, 在新能源客车领域, 公司主控唯一客户宇通三季度产量约 6000 台, 同比增长 5%, 珠海银隆、南京金龙等也有所放量, 三季度客车领域开始有所恢复, 四季度值得期待; 而在新能源物流车领域, 公司今年取得重大突破, 国内前十大物流车公司中有九家均为公司客户, 公司微面、蓝牌 4.5T 轻卡等拓展顺利, 我们预计有望达 4 万余台物流车电机电控, 市占率将占到 60-70%, 成为最大的增量, 因此 1-3 季度公司汽车电子业务订单已开始恢复较好增长, 但是因为确认原因收入依然有所下降, 随着商用车四季度的放量预计全年依然有望保持较好的增长, 有望达到 30% 的目标。更值得期待的是, 在新能源乘用车领域, 公司自去年开始强力布局的领域, 新能源汽车整体有 5-600 人的研发队伍, 平台和体系建设符合国际一流供应商水准, 已经在几个车企中有定点, 且国内一线品牌接触非常深入, 定点可期, 海外大众宝马等也非常认可公司的实力, 未来突破也值得期待, 全球乘用车电动化趋势非常明确, 国内外乘用车巨头都在纷纷抢滩布局, 汇川有望成为乘用车动力总成领域非常重要的供应商。

■ **利润增速明显低于收入增速, 预计毛利率略有下降, 费用率显著提升, 非经常性损益增加有正贡献。**公司前三季度利润增速依然明显低于收入增速, 延续上半年的趋势, 跟公司整体的经营战略有关。公司今年整体人员数量同比大幅增加, 并且主要在新能源汽车领域研发力度加大, 导致相关人员费用、研发材料等费用增速高于业绩增长, 上半年销售人员同增 23%, 研发人员同增 55%, 研发费用同增 75.45%, 主要为汽车电子研发投入, 预计前三季度销售费用率和管理费用率同比显著提升。公司前三季度股权激励行权或解禁产生的可所得税前抵扣费用减少, 上年同期母公司收到所得税退还, 使得本年所得税费用较上年同期增长。此外, 公司前三季度非经常性损益约 9200 万元, 其中上半年为 6400 万, 较去年前三季度 4583 万元增长约 100%, 预计主要是政府补贴和理财收益, 对利润增长有明显正贡献。

- **盈利预测:** 我们预计 2017-2019 年归属上市公司股东净利润为 10.70/13.95/18.69 亿元, 分别同增 15%/30%/34%; EPS 分别为 0.64/0.84/1.12 元。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 2018 年 40 倍 PE, 目标价 34 元, 维持买入评级。
- **风险提示:** 宏观经济增速下滑、电动车行业发展低于预期、电动车业务布局进度低于预期。

汇川技术三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>6390.3</b>	<b>7292.7</b>	<b>9281.7</b>	<b>11848.2</b>	<b>营业收入</b>	<b>3660.0</b>	<b>4749.4</b>	<b>6296.9</b>	<b>8391.8</b>
现金	1707.8	1700.0	1870.0	1963.5	营业成本	1899.0	2522.6	3347.4	4479.6
应收款项	2136.6	2342.1	3105.3	4138.4	营业税金及附加	37.3	42.7	56.7	75.5
存货	751.0	967.6	1283.9	1718.2	营业费用	306.2	427.4	554.1	696.5
其他	1794.8	2283.0	3022.5	4028.1	管理费用	613.2	840.7	1099.0	1419.4
<b>非流动资产</b>	<b>1583.6</b>	<b>1612.6</b>	<b>1600.3</b>	<b>1586.3</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>832.1</b>	<b>990.4</b>	<b>1311.5</b>	<b>1797.0</b>
其他	446.0	446.0	446.0	446.0	营业外净收支	211.6	210.0	252.0	289.8
<b>资产总计</b>	<b>7973.9</b>	<b>8905.3</b>	<b>10882.1</b>	<b>13434.5</b>	<b>利润总额</b>	<b>1043.6</b>	<b>1200.4</b>	<b>1563.5</b>	<b>2086.8</b>
<b>流动负债</b>	<b>2855.6</b>	<b>3272.3</b>	<b>4368.4</b>	<b>5677.5</b>	所得税费用	63.5	94.8	122.0	156.5
短期借款	117.1	370.5	562.2	615.5	少数股东损益	48.3	35.4	46.1	61.8
应付账款	1158.1	1614.3	2109.3	2822.8	<b>归属母公司净利</b>	<b>931.8</b>	<b>1070.2</b>	<b>1395.4</b>	<b>1868.5</b>
其他	1580.4	1287.4	1696.9	2239.2	EBIT	833.2	925.4	1249.4	1730.3
<b>非流动负债</b>	<b>136.0</b>	<b>136.0</b>	<b>136.0</b>	<b>136.0</b>	EBITDA	921.3	969.9	1295.7	1778.5
长期借款	11.0	11.0	11.0	11.0			15%	30%	34%
其他	125.0	125.0	125.0	125.0	<b>重要财务与估值</b>				
<b>负债总计</b>	<b>2991.6</b>	<b>3408.3</b>	<b>4504.4</b>	<b>5813.5</b>	<b>指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
少数股东权益	266.5	285.0	309.5	342.2	每股收益(元)	0.56	0.64	0.84	1.12
归属母公司股东权益	4715.8	5250.9	5948.6	6882.8	每股净资产(元)	2.84	3.15	3.57	4.13
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7973.9</b>	<b>8944.2</b>	<b>10762.4</b>	<b>13038.6</b>	发行在外股份				
					(百万股)	1659.9	1665.1	1665.1	1665.1
					ROIC(%)	17.0%	16.1%	18.5%	21.6%
					ROE(%)	19.8%	20.4%	23.5%	27.1%
					毛利率(%)	48.1%	46.9%	46.8%	46.6%
					EBIT Margin(%)	22.8%	19.5%	19.8%	20.6%
					销售净利率(%)	25.5%	22.5%	22.2%	22.3%
					资产负债率(%)	37.5%	38.3%	41.4%	43.3%
					收入增长率(%)	32.1%	29.8%	32.6%	33.3%
					净利润增长率				
					(%)	15.1%	14.8%	30.4%	33.9%
					P/E	53.26	46.52	35.68	26.64
					P/B	10.52	9.45	8.34	7.21
					EV/EBITDA	57.12	54.68	41.78	31.18

数据来源: Wind 资讯, 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>