

2017年12月08日

王奕超

H98072@capital.com.tw

目标价(元)

32

公司基本资讯

产业别	电气设备
A 股价(2017/12/7)	26.17
深证成指(2017/12/7)	10801.25
股价 12 个月高/低	31.26/17.98
总发行股数(百万)	1665.11
A 股数(百万)	1276.32
A 市值(亿元)	334.01
主要股东	深圳市汇川投资有限公司 (18.63%)
每股净值(元)	3.06
股价/账面净值	8.56
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-11.6 -8.9 30.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017/08/25	25.33	买入

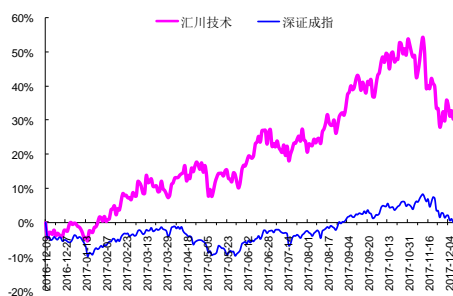
产品组合

变频器类	51%
新能源&轨交类	11%
伺服系统	24%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	8.5%
一般法人	24.2%

股价相对大盘走势



汇川技术(300124.SZ)

Buy 买入

工业自动化需求持续扩大，变频器业绩亮丽，多数业务长期成长空间广阔，2017 年前三季度汇川技术实现营收 yoy+27.6%

结论与建议：

年内工业自动化市场势头向好，公司持续布局变频器市场，新能源业务近年稳定增长，伺服器和轨道交通业务未来成长空间巨大，2017 年前三季度公司实现营收 31.3 亿元，yoy+27.57%，归母净利润 7.2 亿，yoy+5.03%。预计公司 2017，2018 年实现净利润 10.3 亿 (yoy+10.7%，EPS 为 0.62 元) 和 12.6 亿 (yoy+22.06%，EPS 为 0.76 元)，目前 A 股股价对应 PE 为 43 倍和 35 倍。我们看好公司长期发展，给予买入的投资建议。

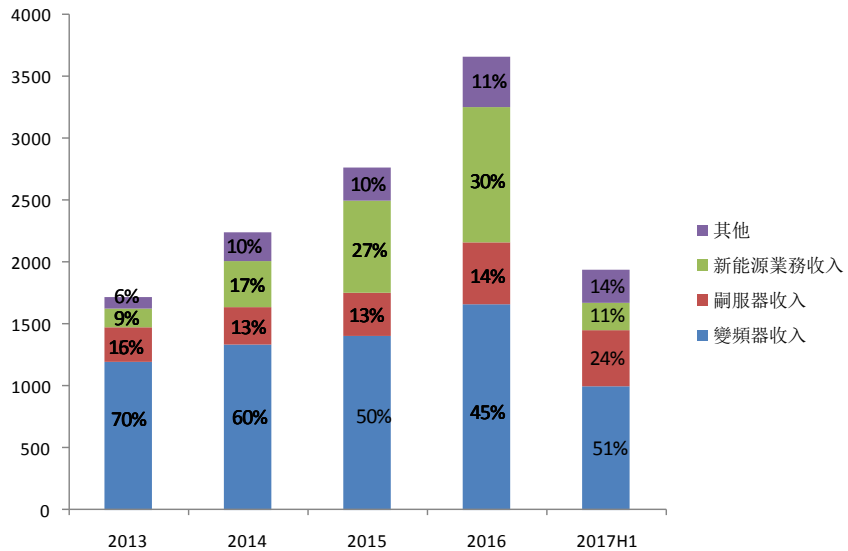
- **变频器国内龙头，销售业绩亮丽：**公司变频器业务为主营产品，目前在国内变频器市场已经取得本土企业中龙头地位，主要产品为通用变频器和电梯一体化变频器。通用产品应用广泛，下游涉及行业包括起重机，纺织，冶金，化工等。17 年内公司透过优化销售结构，满足各个下游行业独特的需求而取得良好业绩，前三季度通用营收实现 7.4 亿元，yoy+52.3%。而另一大板块电梯一体化变频器随着房地产投资完成额增速提高，叠加公司在此领域的品牌知名度，年内实现营收 8.1 亿元，yoy+18.32%。
- **新能源业务稳健发展：**新能源业务是近年来公司成长最快的板块。由于新能源汽车行业受政府政策强力支持，短短三年内销量翻 5 倍，公司新能源业务呈现超高速增长，从 2012 年 2200 万元到 2016 年 8.45 亿的规模。未来看，新能源行业仍然在向上的轨道，公司新能源业务有望持续稳定发展。
- **伺服器未来前景良好：**近年国内工业机器人随着行业自动化的发展进入快速增长阶段，17 年前三季度产量实现 9.5 万套，yoy+69.4%，到 2020 年规模有望达到 23 万台。工业机器人的增长激发了伺服器需求，公司伺服器业务前三季度收入实现 5.1 亿元，yoy+112.9%。同时，国内伺服器市场主要被国外品牌霸占，未来伺服器市场成长不仅广阔，替代空间也较大。随着本土企业对核心技术的积累，预计国内企业能占到这块蛋糕的更大份额。
- **期待轨道交通业务未来突破：**国内交通轨道即将进入快速增长阶段。目前国内城轨规模 4153 公里，而按照地方政府规划 2020 年全国城轨，地铁将达到 6200 公里，2050 年将达到 11700 公里，将占世界轨道总里程一半。在如此广大市场中，公司与苏州地铁，青岛有轨电车已签约，提供牵引控制系统，2016 年全年轨道交通业务完成 2.29 亿元，另外新增订单 5.3 亿。此业务成长潜力巨大，看好未来发展。
- **重视研发投入，股权激励再次落地：**年内，公司加强对研发投入的力度，前三季度研发人工提升至 1490 人，yoy+55%，研发支出到达 2.75 亿元，yoy+75.5%。而公司 1 月执行第三次股权激励计划，激励目标员工 627 人中有三分之一为研发人员，反映出公司对研发人员的重视。在行业竞争激烈的环境下，公司对研发的重视有望提高品牌知名度，提升公司竞争能力。
- **风险提示：**行业竞争激烈，工控行业恢复不如预期

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016F	2017F	2018F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	560	666	809	932	1,032	1,259
同比增减	%	76.39%	18.94%	21.46%	15.14%	10.72%	22.06%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.44	0.85	1.02	1.17	0.62	0.76
同比增减	%	76.39%	-40.90%	19.50%	15.14%	-47.12%	22.06%
A 股市盈率(P/E)	倍	18.36	31.06	25.99	22.57	42.68	34.97
股利 (DPS)	RMB 元	0.994	0.5	0.5	0.275	0.309810974	0.378145168
股息率 (Yield)	%	5.99%	2.93%	2.89%	1.21%	1.17%	1.43%

### ➤ 汇川技术公司概况

公司从事工业自动化业务，为许多传统行业提供高科技工业产品。经过多年对产品研发投入和品牌塑造，公司已成为工业自动化本土企业中龙头。目前公司收入主营产品为变频器，伺服器，及新能源控制器，变频器业务近年来发展企稳，整体占营收的一半，伺服器和新能源业务由于下游行业需求扩大，正处于加速发展过程当中，每年营收占比逐步提升。

图 1：公司产品收入（单位：百万元，%）



资料来源：Choice，群益金鼎证券整理

### ◇ 变频器行业国内龙头，业绩亮丽

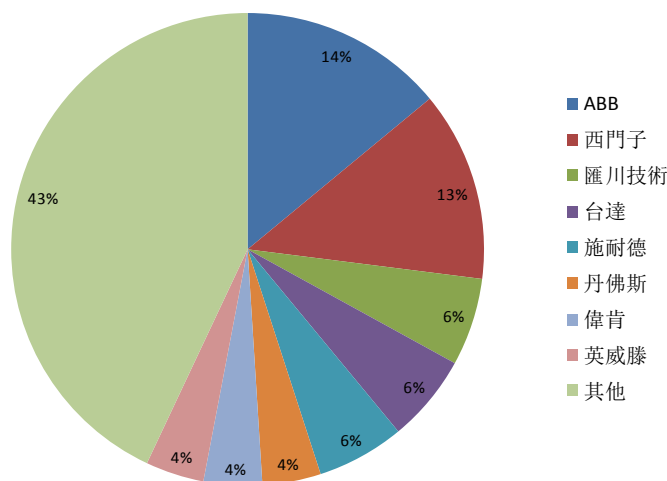
变频器是透过变频技术以及微电子技术而提供节能，调速的一个电力控制设备。随着国内工业自动化程度持续提高，变频器也逐渐得到更广泛的使用。由于变频器技术门槛高，国内企业对核心技术积累还不如国外品牌，变频器市场还是以国外品牌 ABB 和西门子为主，两个公司占整个市场的三分之一。但汇川技术透过多年的研发以及对品牌的塑造，现在已经超过日本品牌以及国内本土企业，站稳了行业第三大企业，市占率维持在 6%。

公司变频器业务 17 年前三季度实现 15.5 亿元，yoy+30%，营收占比为 50%，主要以通用变频器和电梯一体化变频器为主。通用变频器下游运用行业广泛，涉及行业包括纺织，起重机，冶金，石化，化工等。年内工控行业复苏和宏观景气高提升了下游行业对自动化的需求，公司抓紧契机，用多元销售渠道来满足各个下游行业的独特需求，前三季度交出了亮丽的销售成绩单，通用变频器营收实现 7.4 亿元，yoy+52.3%。

公司变频器另一板块电梯一体化变频器保持稳定增长，前三季度电梯一体化

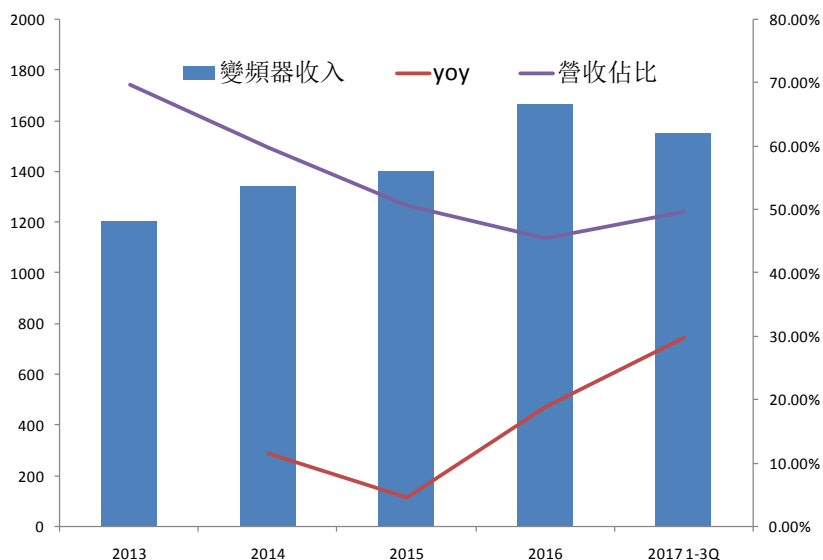
营收实现 8.1 亿元，yoy+18.3%。电梯变频器业务驱动因素主要是房地产行业的走势，17 前三季度国内房地产投资 80.6 万亿元，yoy+8.1%，增势趋稳。由于房地产市场巨大，国内电梯销售量规模排名世界第一，2016 年电梯销量 90 万台。同时公司电梯业务市场也包括旧电梯的保修，国内电梯保有量 2016 年达到 493.7 万台，旧电梯结合新电梯增长为公司提供一个巨大的市场，此业务未来仍有发展空间。

图 2：国内变频器市场（单位：%）



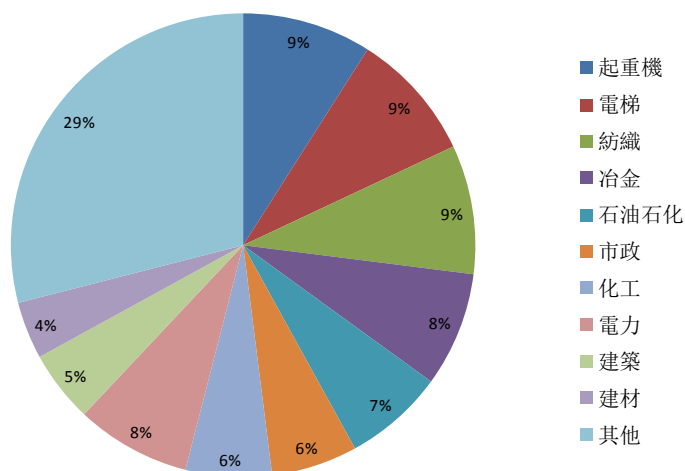
资料来源：中国产业咨询网，群益金鼎证券整理

图 3：公司变频器收入（单位：百万元，%）



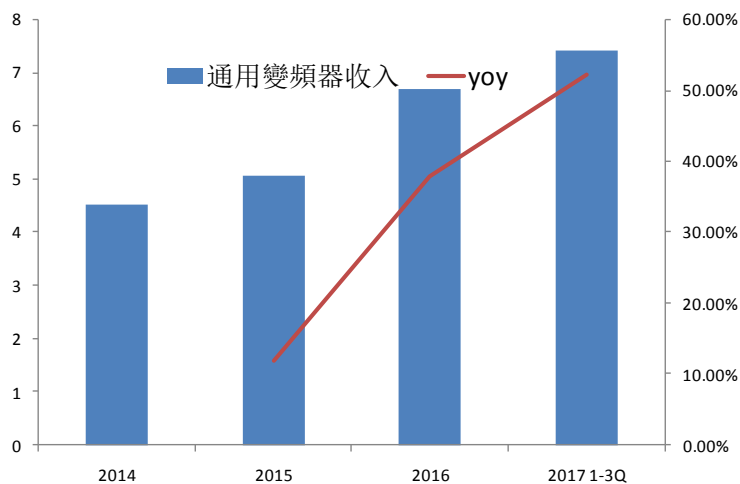
资料来源：Choice，群益金鼎证券整理

图 4：变频器下游行业（单位：%）



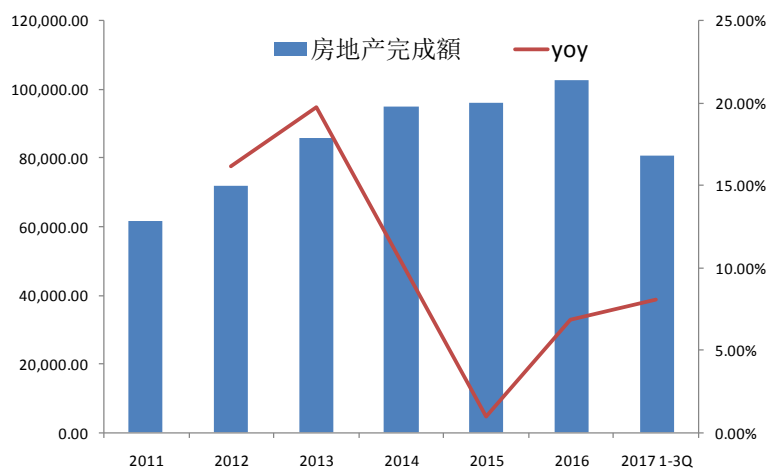
资料来源：中国产业咨询网，群益金鼎证券整理

图 5: 通用变频器收入 (单位: 亿元, %)



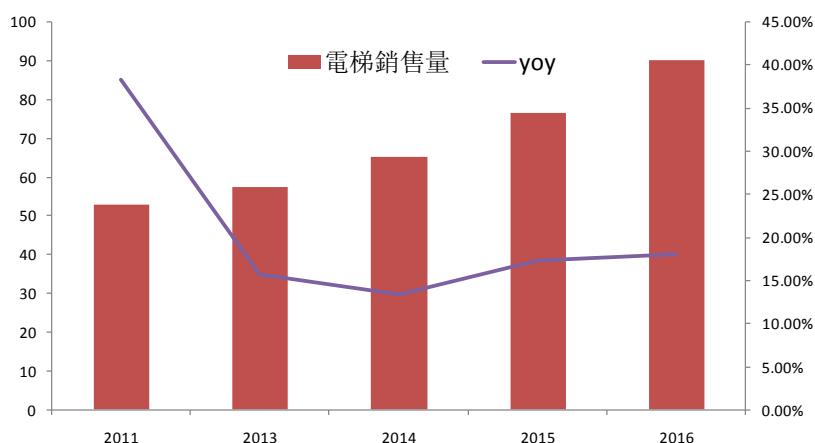
资料来源：Choice，群益金鼎证券整理

图 6: 房地产投资完成额 (单位: 亿元, %)



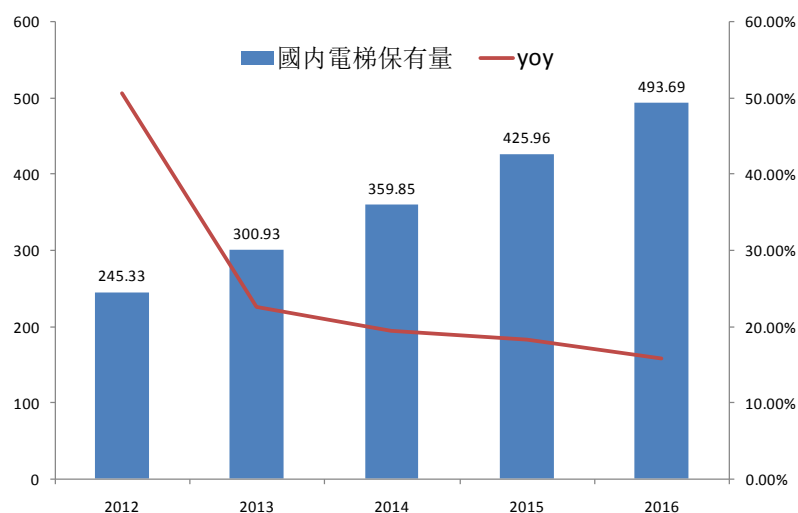
资料来源：Choice，群益金鼎证券整理

图 7: 国内电梯销量 (单位: 万台, %)



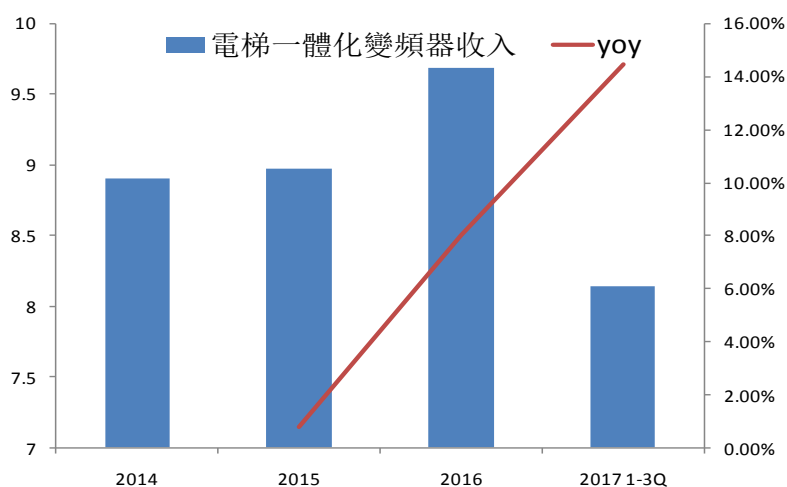
资料来源: Choice, 群益金鼎证券整理

图 8: 国内电梯保有量 (单位: 万台, %)



资料来源: 国家质检总局, 群益金鼎证券整理

图 9: 电梯一体化收入 (单位: 亿元, %)



资料来源: Choice, 群益金鼎证券整理

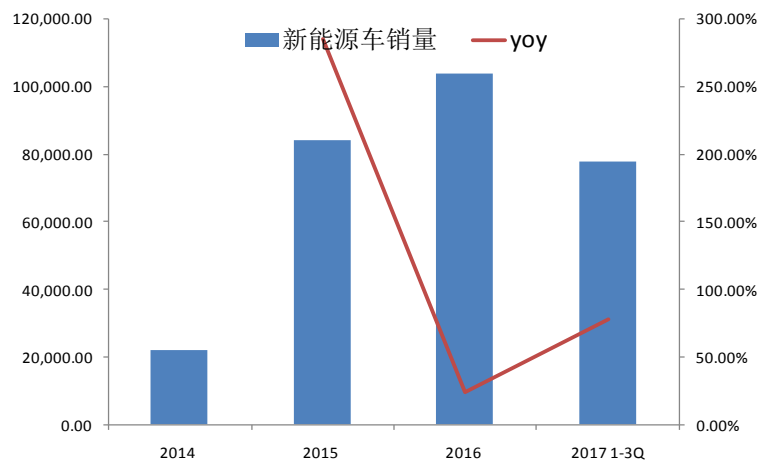
### ◇ 新能源业务稳健发展

公司新能源汽车业务主要以制造新能源汽车控制器为主，业务规模因新能源汽车受政策青睐而暴增。早在 2014 年，国内政府开始对新能源汽车大力支持，年内对新能源行业补贴规模高达 70 亿。在“十三五”规划下更是加强对新能源的开发，强调对电动汽车动力系统和产业链技术系统开发，到 2020 年当年目标产量为 200 万辆以上，累计产量超过 500 万辆。在政府如此强烈引导下，国内新能源汽车销量增长势如破竹，2015 年销量从前年的 2 万辆增长到 8.4 万辆，yoy+285%。在整个行情向上的背景下，公司新能源业务同样规模扩大。2012 年，此业务收入仅 2200 万，但 2016 年规模已到达 8.45 亿，总营收的占比从 2% 提升至 30%。

值得一提的是 2017 年上半年政府对新能源车行业补贴有所调整，新能源客车销量同比下滑 38%。公司新能源业务下游主要顾客为客车企业，因此公司 2017 上半年新能源业务也衰退 yoy-48% 至 1.46 亿元。但在三季度客车销量释放，公司新能源大客户宇通客车 1-10 月的销售量出现回暖迹象，实现累计销量 4.6 万台，yoy-11.6%，降幅缩小。公司前三季度新能源业务衰退幅度也收窄，实现 3.7 亿元，yoy-18.3%。

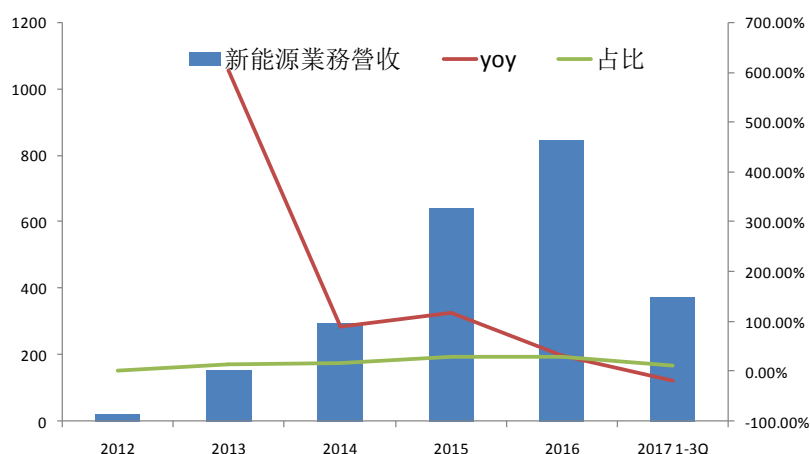
短期内，政府补贴减少对企业销售量会造成负面影响，拖累公司新能源业务。但长期围观，新能源行业仍然朝阳，未来新能源车产销持续的成长让公司新能源业务有较大的发展空间。

图 10：国内新能源汽车销量（单位：辆，%）



数据来源：Choice，群益金鼎证券整理

图 11：汇川技术新能源业务营收（单位：百万元）



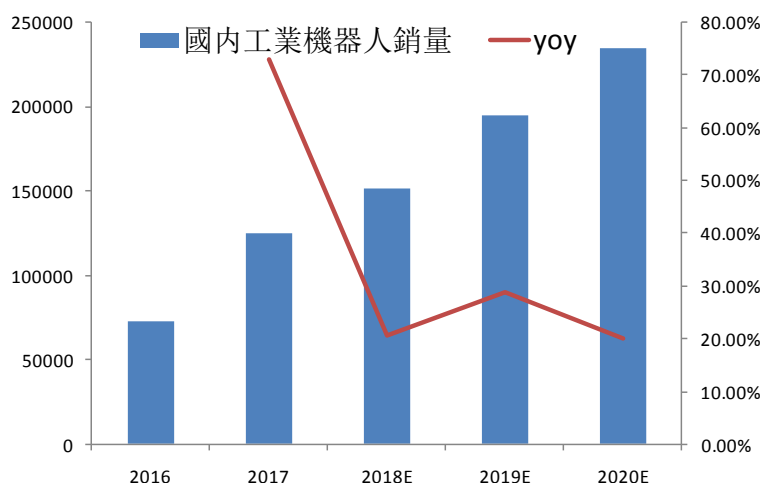
数据来源: Choice, 群益金鼎证券整理

### ◇ 通用伺服器未来前景良好

在产能自动化和智慧化发展的大背景下,工业机器人是产能升级过程中不可缺少的一部分。工业机器人目前运用最广泛的领域为汽车制造,但也开始拓展入其他行业。由于中国为制造大国,自动化需求巨大,工业机器人产量在国内的发展如火如荼。2016年,国内工业机器人销量7.2万台,yoy+119%,2017年前三季度维持高速发展,销量9.5万台,yoy+69.4%。到2020年,工业机器人国内规模有望到达23.4万台,平均每年以34%增速发展。

工业机器人其中核心零件为伺服器,机器人销量阶段性爆发增长也同样带动了公司通用伺服器业务。前三季度公司通用伺服器业务实现5.1亿元,yoy+112.9%,营收占比提升7个百分点至16.3%。同时,国内伺服器市场同样还是因技术因素,被外国品牌霸占。目前整个伺服器市场外国公司市占率70%左右。但随着本土企业对技术的累计,同时拥有当地化的优势,未来伺服器市场替代空间较大,公司伺服器前途亮丽。

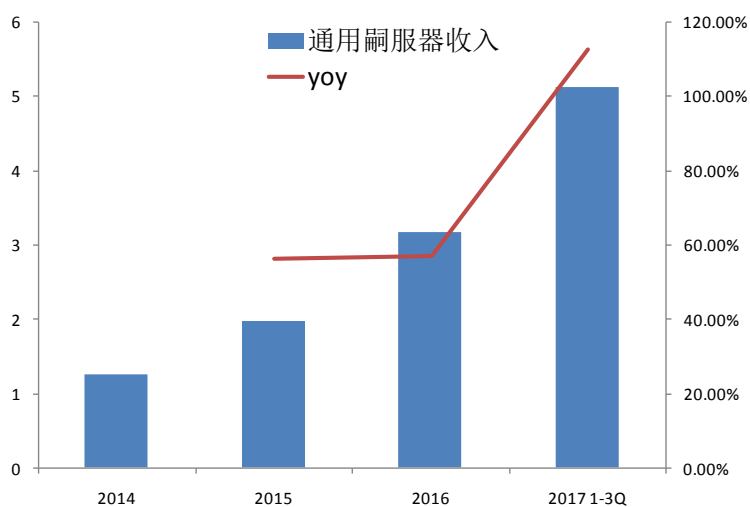
图 12: 国内工业机器人销量(单位:台,%)



数据来源: Choice, 群益金鼎证券整理

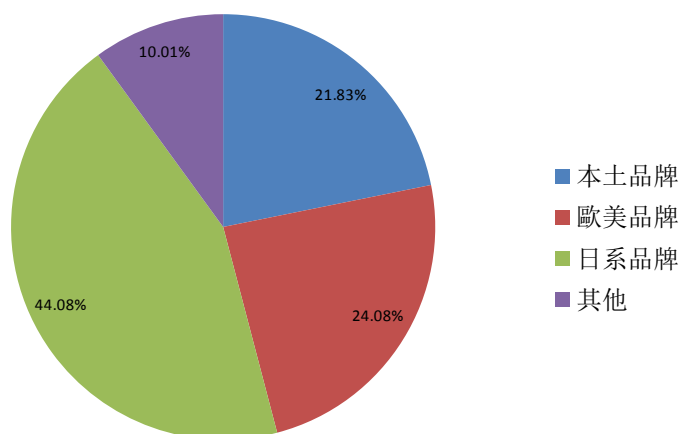
图 13: 公司通用伺服器业务收入(单位:亿,%)





数据来源: Choice, 群益金鼎证券整理

图 14: 国内伺服器市场分化



数据来源: Choice, 群益金鼎证券整理

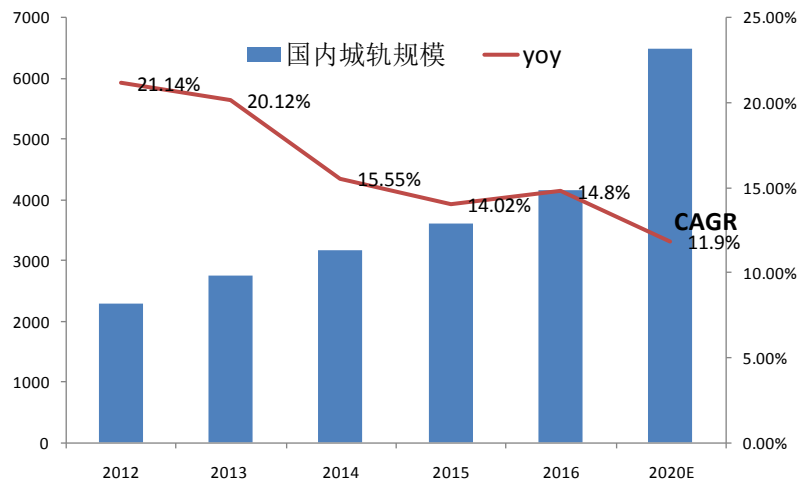
#### ◇ 期待轨道交通业务未来突破

国内轨道交通未来将进入快速发展期。据城市轨道交通协会发布的 2016 年统计报告, 目前国内城轨运营线长度 4153 公里。而在“十三五”规划下, 城轨规模将快速增长, 预计 2020 年全国轨道运营长度将到达 6200 公里, 2050 年计画规模到达 11700 公里, 占世界轨道总里程的一半。轨道规模扩张将大幅推动轨道牵引及控制系统, 预计未来五年市场需求量约 100 亿, 公司轨道业务潜力巨大。

公司已和苏州地铁签约, 为苏州地铁提供牵引控制系统, 2016 年轨道交通业务完成 2.3 亿元, 同时新增订单 5.3 亿元, 未来随着轨道总长度的增长, 期待此业务收入进入高速增长期。

图 15: 国内轨道规模 (单位: 公里, %)





数据来源: Choice, 群益金鼎证券整理

#### ◇ 重视研发投入，股权激励再次落地

公司在行业内取得国内龙头企业的地位是透过对核心技术研发，提高产品竞争力和优势而取得的。在 2017 年内，公司加大对产品研发力度，研发成员从去年 961 人员增至 1490，yoy+55%，同时研发总支出到达 2.8 亿，yoy+75.5%。在 1 月实施的股权计画中，股权激励对象 627 员工里，其中有三分之一位研究员，可见公司对研发成员的重视以及投入。

目前研发产品主要包括变频器和新能源，两个支撑营收增长的板块。变频器方面，MD500 小功率变频器，MD810 多传变频器，MD880 多传变频器为进度最高的产品，目的是提升通用变频器的有望提升公司在变频器市场中的竞争力，知名度。新能源方面，主要研发产品为电机控制器，持续开发具有国际竞争力的电机控制器，提供新能源行业发展为电机控制器带来的需求增长。

展望未来，在国内企业技术尚不如国外企业，行业内仍然激烈竞争的背景下，公司对研发新产品投入长期的回报能提升公司竞争力，为公司未来做好良好的布局。

表 1: 汇川技术研发投入

	2017	2016	yoy
研发人数	1490	961	55%
研发支出 (百万)	27.59	15.72	75.45%

数据来源: Choice, 群益金鼎证券整理

#### ➤ 盈利预测

虽然公司面临激烈竞争，但行业景气度高，主要业务发展空间较大，我们看好公司长期表现。

综合以上分析，预计公司 2017 年和 2018 年归母净利润为 10.3 亿 (yoy+10.7%,EPS 为 0.62 元)，和 12.6 亿 (yoy+22.06%，EPS 为 0.76 元)。当前 A 股市场股价对应 17 年及 18 年 P/E 为分别为 43 和 35 倍，对此给予买入的投资建议。

➤ 风险提示

1. 行业竞争激烈，工控行业恢复不如预期

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ ); 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

附一: 合并损益表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
营业额	1726	2243	2771	3660	4749	5863
经营成本	814	1116	1428	1899	2540	3187
毛利	912	1127	1343	1761	2209	2677
营业税金及附加	15	20	27	37	47	59
销售费用	187	207	226	306	475	586
管理费用	250	343	408	584	807	880
财务费用	(67)	(69)	(45)	(8)	47	59
资产减值损失	12	11	28	40	25	25
投资收益	0	3	26	30	30	30
营业利润	514	617	725	832	1037	1298
税前利润	667	775	905	1044	1186	1447
所得税	98	85	71	63	107	130
少数股东权益	9	24	25	48	47	58
净利润	560	666	809	932	1032	1259

附二: 合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
货币资金	2100	1836	1408	1708	2977	4456
存货	322	439	576	751	789	828
应收帐款	355	489	782	1131	1187	1247
流动资产合计	3292	3989	4674	6390	8483	10530
长期投资净额	0	4	3	203	213	224
固定资产合计	207	219	594	638	670	703
在建工程	91	236	1	8	9	9
无形资产及其他资产合计	130	120	183	288	302	317
资产总计	3795	4671	5947	7974	10569	12675
流动负债合计	528	974	1575	2856	4928	6397
长期负债合计	34	51	82	136	143	150
负债合计	562	1025	1657	2992	5071	6547
少数股东权益	162	178	230	267	280	294
股东权益合计	3234	3646	4290	4982	5498	6128
负债和股东权益总计	3795	4671	5947	7974	10569	12675

附三: 合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
经营活动产生的现金流量净额	452	524	802	420	980	1196
投资活动产生的现金流量净额	(181)	(80)	(776)	(400)	(440)	(484)
筹资活动产生的现金流量净额	(204)	(308)	(154)	695	730	766
现金及现金等价物净增加额	67	137	(127)	717	1270	1478

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。