

2018年04月11日

工控持续景气，电控渐进佳境 买入（维持）

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199798

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 张月

021-60199586

zhangyue@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	3,660	4,778	6,262	8,207
同比（%）	32.1%	30.6%	31.0%	31.1%
净利润（百万元）	932	1069	1332	1753
同比（%）	15.1%	14.7%	24.6%	31.6%
每股收益（元/股）	0.58	0.65	0.80	1.05
P/E（倍）	55.31	49.23	39.97	30.38

投资要点

■ **公司 2018 年第一季度收入增长 20-30%，利润增长 5-25%：**汇川技术发布业绩预告，预计 2018Q1 营收 9.4-10.2 亿元，同比增长 20-30%，归母净利润 1.8-2.2 亿，同比增长 5-25%。若按中值计算，公司一季度收入 9.8 亿元，同比增长 25%，归母净利润 2.0 亿，同比增长 15%，公司一季度收入增长略低于预期，利润增长符合预期。我们预计公司二季度开始收入与利润有望逐步提升，全年营收有望实现 30%以上的增长。

■ **工控持续景气，龙头超越周期，我们预计公司一季度通用自动化 40%左右增长，二季度开始有望提速，预计工业机器人 2018 年高速增长，电液伺服、电梯一体机保持平稳：**

■ **公司通用自动化产品市占率提升、进口替代硕果累累。**公司目前变频器、伺服基本可覆盖国内 100%、80%市场需求，目前变频器产品已经在 EU 市场有突破，通用伺服产品下游需求旺盛，推出全新 SV820N 系列伺服紧抓下游市场，公司 PLC 产品采用倍福 EtherCAT 协议，通用性、协同性强。

■ **我们预计通用自动化一季度 40%左右增长，二季度增长有望提速，未来 3 年公司通用自动化营收中枢在 30-60%。**2018 年一季度，由于过年时间相对较晚，并且订单确认有 30-45 天左右的周期，导致公司 3 月份订单确认有所延后、部分将放在二季度确认，因此我们预计公司 2018Q1 自动化业务收入在 40%左右增长，我们预计 2018 年全年公司通用变频器、通用伺服、PLC 分别有望实现 40-50%、50-60%、50%左右的增长，预计通用自动化营收在 50%左右，未来 3 年通用自动化营收增速中枢在 30-60%。

■ 除此之外，公司工业机器人 2017 年已经迎来高速增长元年，公司定位泛 3C+轻量型机器人，与外资企业差异化竞争进展良好，2018 年我们预计出货量有望实现 4000-5000 台，订单有望实现 4-5 亿，与公司通用自动化协同作用逐步加强；公司电液伺服竞争力突出，我们预计一季度增长较好，全年有 20%以上增长；电梯一体机 2017 年市场超预期发展，由于去年一季度基数较高，我们预计一季度与去年基本持平，全年有望实现 5-10%增速。

■ **风险提示：**宏观经济波动，新产品布局不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.00
一年最低/最高价	20.81/36.49
市净率(倍)	10.46
流通 A 股市值(百万元)	39259.67

基础数据

每股净资产(元)	3.06
资产负债率(%)	38.40
总股本(百万股)	1664.16
流通 A 股(百万股)	1227.63

相关研究

- 1、《轨交有望再填订单，稳住苏州走向全国》2018-03-14
- 2、《全年业绩符合预期，四季度增长提速，全年受益于智能制造、电动车浪潮》2018-02-27
- 3、《业绩预告营收超预期，高质量增长至龙头，制造业皇冠上明珠》2018-01-30

- **电动车电控一季度预计翻番增长，汽车电子空间广阔。**1-2月全国电动车产销8.2万辆和7.5万辆，同比分别增长226%和200%，3月份电动车合格证6.5万辆，同比增长101%，整车销量方面抢装行情继续发展，产销持续高景气。
 - ◆ **宇通2018Q1排产量增长200%，客车电控上半年将持续修复。**公司客车电控营收占汽车电子60%左右，其灯塔客户宇通2017年四个季度产量分别为500/2674/6186/16020辆，同比变化分别为-37%/56%/+9%/+12%，上半年基数较低，目前，宇通客车18Q1排产量3000辆同比增长200%，全年目标预计2.7万辆左右同比小幅增长，另外公司产品在珠海银隆、南京金龙等辅控也有所放量，因此我们预计公司客车电控营收2018Q1随宇通排产量一样有望翻倍以上的增长，2018Q2量上由于去年低基数仍将有较高增速，而由于逐步执行新价格，Q2单价将有一定下降，收入整体全年将相对平稳。
 - ◆ **物流车下半年有望放量，全年有望继续贡献汽车电子最大增量。**公司物流车电控营收占汽车电子40%左右，2017年全年订单3万台左右，市占率约20%，2018年由于受到补贴政策影响，我们预计国内物流车上半年市场量较小，下半年开始放量，公司市占率有望回升至近40%比例，提升空间广阔，我们预计公司物流车电控下半年开始将随市场趋势一样同比有望高增长，2018全年有望继续贡献公司汽车电子最大增量。
 - ◆ **乘用车电控硕果累累，国内已有至少一家一线定点，国外预计已通过大众三项认定。**公司大力布局下目前项目推进紧锣密鼓，国内方面已拿到十几款二三线车型定点，预计至少一家一线品牌定点，国外大众预计已经通过三项认定，宝马、戴姆勒多次验厂，2018年下半年预计将落地一些海外A级乘用车型。公司2018年有望持续扩张研发团队至1000人左右，未来研发投入将占公司总研发投入的一半左右，公司2017年乘用车预计已经有了来自国内三个品牌的几千万的营收，我们预计2018年公司乘用车将有一定放量，大幅放量将在2019年。
 - ◆ **我们预计2018年一季度电动车业务有望实现了翻番的增长，**2018年客车、物流车电控稳步增长，乘用车部分车型逐步放量，全年汽车电子预计有30%左右增长，公司未来公司定位动力总成，市场空间相当广阔，长期来看，未来汽车电子有望实现与通用自动化相当的体量。
- **轨交庄总承诺如期达成，18年将至少再添一单。**目前，在苏州地区，江苏经纬已经中标轨交2、3、4、5号线（5号线为中标第一候选人），有轨电车2号线牵引系统，中标率几乎100%；在非苏州深圳地区，已经中标宁波4号线及2号线二期、贵阳2号线一期及二期（贵州为中标第一候选人），目前江苏经纬董事长业绩承诺已经达成，按投资者庄仲生的业绩承诺18年有望再获至少一条非苏州深圳的完整订单。另外从营收角度，算上两条第一候选人线路，公司在手订单有望达到13亿左右，2018-21年，苏州3号线、宁波4号线、苏州5号线、贵州2号线等有望陆续交付，未来3年轨交业绩高速增长可期。
- **费用率高点已过，毛利率略有下降，预计利润和收入剪刀差逐步收敛。**公司2016年以来打造了600多人的电动车研发队伍，研发人数占比约30%，

电动车板块 2017-2019 年有望分别投入 3、4、5 亿左右的研发费用，主要用于乘用车电控研发，受此影响 2017Q1-Q3 管理费用率达 18.76% 的历史高点，预计 2017 年全年约 18%，同比 2016 年提升约 2 个百分点。2018 年，公司电动车团队有望继续扩至 1000 人左右，但是高点已过，一季度费用率预计低于 2017 年全年费用率水平。而受到产品结构性变化、电动车电控价格下滑、通用自动化竞争加剧等因素影响，公司产品一季度毛利率预计相比 2017 年有 1 个百分点左右的下滑，公司对此加强管控下滑空间有限。2018Q1 公司利润增速低于营收增速，一方面受到毛利率下滑影响，另一方面也是由于政府退税对营业利润的贡献时间有不稳定性，这一部分受到的影响二季度有望补回来，因此我们预计公司 2018Q2 开始公司营收与利润有望逐级提高，利润增长仍将低于营收增长，但是其剪刀差将相比于 2017 年有所收敛。

- **盈利预测和估值:** 公司通用产品市占率持续提升，二季度开始增长有望提速，汽车电子一季度预计翻番增长，乘用车布局逐渐进入收获期，空间广阔。我们预计 2018-2019 年归母净利润为 13.32/17.53 亿，分别同增 25/32%；EPS 分别为 0.80/1.05 元。给予 2018 年 50 倍 PE，目标价 40 元，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济增速下滑、制造业投资增速超预期下降、新产品开发进度低于预期。

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
流动资产	6390.3	7344.5	9109.2	11420.1	营业收入	3660.0	4778.3	6261.9	8207.1
现金	1707.8	1700.0	1700.0	1700.0	营业成本	1899.0	2584.1	3429.7	4519.1
应收款项	2136.6	2356.4	3088.0	4047.3	营业税金及附加	37.3	45.4	56.4	73.9
存货	751.0	991.1	1315.5	1733.3	营业费用	306.2	430.0	532.3	656.6
其他	1794.8	2296.9	3005.7	3939.4	管理费用	584.3	860.1	1127.1	1411.6
非流动资产	1583.6	1809.1	2139.3	2563.8	财务费用	-8.4	-40.1	-13.4	20.6
长期股权投资	203.3	203.3	203.3	203.3	投资净收益	30.1	40.0	48.0	57.6
固定资产	646.4	881.6	1221.4	1655.5	其他	-39.6	0.0	0.0	0.0
无形资产	287.8	278.2	268.6	259.0	营业利润	832.1	938.8	1177.8	1582.9
其他	446.0	446.0	446.0	446.0	营业外净收支	211.6	270.0	324.0	388.8
资产总计	7973.9	9153.6	11248.6	13983.9	利润总额	1043.6	1208.8	1501.8	1971.7
流动负债	2855.6	3484.6	4895.2	6732.2	所得税费用	63.5	108.8	135.2	177.5
短期借款	117.1	511.8	1003.8	1644.9	少数股东损益	48.3	30.8	34.2	41.3
应付账款	1158.1	1653.7	2161.2	2847.6	归属母公司净利润	931.8	1069.2	1332.5	1753.0
其他	1580.4	1319.1	1730.3	2239.7	EBIT	833.2	858.7	1116.4	1545.9
非流动负债	136.0	136.0	136.0	136.0	EBITDA	921.3	906.7	1177.1	1626.3
长期借款	11.0	11.0	11.0	11.0					
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	3620.6	5031.2	6868.2	每股收益(元)	0.58	0.65	0.80	1.05
少数股东权益	266.5	282.6	300.7	322.6	每股净资产(元)	2.93	3.15	3.56	4.08
归属母公司股东权益	4715.8	5250.4	5916.6	6793.1	发行在外股份(百万股)	1610.5	1665.1	1664.2	1664.2
负债和股东权益总计	7973.9	9153.6	11248.6	13983.9	ROIC(%)	17.0%	14.5%	15.8%	18.0%
					ROE(%)	19.8%	20.4%	22.5%	25.8%
					毛利率(%)	48.1%	45.9%	45.2%	44.9%
					EBIT Margin(%)	22.8%	18.0%	17.8%	18.8%
					销售净利率(%)	25.5%	22.4%	21.3%	21.4%
					资产负债率(%)	37.5%	39.6%	44.7%	49.1%
					收入增长率(%)	32.1%	30.6%	31.0%	31.1%
					净利润增长率(%)	15.1%	14.7%	24.6%	31.6%
					P/E	55.31	49.23	39.97	30.38
					P/B	10.93	10.15	9.00	7.84
					EV/EBITDA	59.19	60.83	48.06	35.91

数据来源: 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>