

2018年04月25日

汇川技术 (300124.SZ)

公司快报

证券研究报告

二次设备

## 收入持续放量，新能源车进展顺利

■事件：公司发布 2017 年年报和一季报，2017 年公司实现收入 47.77 亿元 (yoy+30.53%)，归母净利润 10.6 亿元 (yoy+13.76%)，扣非后归母净利润 9.28 亿元 (yoy+8.24%)，公司综合毛利率 45.12%，比去年同期下降 3pcts。2018Q1 实现收入 9.75 亿元 (yoy+24.73%)，归母净利润 1.96 亿元 (yoy+13.94%)，扣非后归母净利润为 1.81 亿元 (yoy+21.94%)。综合毛利率为 45.54%，比去年同期下降 1.03pcts。

■通用自动化高速增长，深化行业线运作并提升解决方案定制能力。2017 年工控行业迎来强劲复苏，根据工控网数据，工业自动化市场规模增长 16.5%。公司通用自动化业务(包括通用变频器、通用伺服、PLC)同比增长 78%，变频器类产品实现营收 22.29 亿元，市场份额仅次于 ABB 和西门子，进入第一集团军。公司伺服系统营收接近 10 亿规模，市场份额也有所提升，居第五位，为国产品牌第一名。电液伺服也取得了较快增长，2017 年实现营收 4.82 亿元，同比增长 22%。

一季度受春节等因素影响，通用自动化业务仍维持较快速度增长，预计全年加速。

■电梯一体化增长超预期，巩固国内市场并开拓跨国企业客户。公司国内电梯一体化控制产品市占率约 30%-40%。2017 年在整体行业下滑情况下仍实现销售收入 11.21 亿元，同比增长 16%，国内市占率有所提升。公司还开拓了 2 家跨国企业，并计划 2018 年继续发展 2 家跨国公司。预计随着别墅梯等解决方案的推出，未来电梯业务还将维持稳定增长。

■工业机器人开始放量。根据机器人协会数据，2017 年中国市场工业机器人销售 13.6 万台，同比增长 60%。公司以“机器人+工艺”的整套系统解决方案为核心优势，在手机智造等行业已经实现批量销售，并不断探索半导体、小家电等行业应用。17 年公司机器人业务(包含南京汇川、上海莱恩)实现销售收入 0.83 亿元，同比增长 184%。公司 17 年陆续推出了 800mm 和 1000mm 臂长的 SCARA 机器人、小型六关节机器人等多款机器人产品。预计 2018 年工业机器人业务维持高增长。

■新能源车业务稳扎稳打：客车保持领先，物流车增长迅速，乘用车进展顺利。受 17 年补贴下滑，新能源车机电控利润空间受到挤压。公司新能源车业务采取“巩固大巴车、发力物流车、布局乘用车”策略，17 年实现销售收入 9.14 亿元，同比增长 8%。客车略有下滑，物流车高速增长。乘用车方面，公司搭建了“电控+电机+减速箱+电源”

投资评级 **买入-A**  
维持评级

6 个月目标价：**40.00 元**  
股价 (2018-04-25) **33.02 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	54,950.72
流通市值(百万元)	40,536.40
总股本(百万股)	1,664.16
流通股本(百万股)	1,227.63
12 个月价格区间	21.87/35.72 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.4	16.71	42.67
绝对收益	-1.99	17.05	43.19

邓永康 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450517050005  
dengky@essence.com.cn

傅鸿浩 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450517080003  
fuhh@essence.com.cn

陈乐 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450517110003  
chenle1@essence.com.cn

吴用 报告联系人  
wuyong1@essence.com.cn

### 相关报告

- 汇川技术：一季报预告符合预期，收入稳健增长/邓永康 2018-04-10
- 汇川技术：通用自动化业务大幅增长，新能源车业务长期依旧看好/邓永康 2017-10-25
- 汇川技术：通用自动化业务大幅增长，新能源车、轨交业务蓄势待发/邓永康 2017-08-25
- 汇川技术：通用自动化产品增长超预期，新能源车交规业务蓄势待发/黄守宏 2017-04-11

等动力总成技术平台，完成多家客户的定点车型，部分车型开始批量供货，总计约几千台。18 年公司争取开拓 2 家战略合作伙伴，预计 2020 年前后将实现乘用车业务规模供应。

■**轨道交通立足苏州，布局全国。**公司中标包括苏州、宁波、贵阳在内多个城市的车辆牵引系统采购项目，成功突破苏州地域限制，开始布局全国市场。公司还获得了青岛地铁项目，电机对外销售实现零突破。由于地铁项目建设周期和收入确认原因，公司 2017 年轨道交通业务实现收入 1 亿元，同比下滑 56%。2018 年是项目交付高峰期，预计该业务板块 18 年会有较快增长。

■**高研发投入影响短期业绩增速，影响逐步减缓。**公司除轨道交通业务外，其余板块均保持较快增长提振公司业绩。但公司毛利率下滑 3 个百分点，主要是因为 1) 产品结构变化，低毛利新产品占比上升；2) 部分原材料价格上涨。公司净利润率下滑 3.94 个百分点，除了产品结构调整外，还因为销售费用和管理费用均上涨了 44%。其中管理费用因研发投入而持续加大。2017 年公司研发人员合计 1697 人，研发投入 5.92 亿元，研发费用率为 12.40%，上涨 1.9 个百分点。研发费用大部分投入于新能源汽车业务板块，随着公司逐步推进该业务布局，开始试产车，未来研发费用投入对利润率增速影响逐步缩小。未来收入增速与利润增速的差距将缩小。

■**投资建议：**我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.77/0.96/1.38 元，业绩增速分别为 21%、25%、44%。看好公司自动化业务维持高增长，新能源车、机器人业务布局持续深入。维持公司买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 40 元。

■**风险提示：**宏观经济增速下滑、房地产投资下降、新能源车销量不达预期

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	3,660.0	4,777.3	6,613.0	8,666.7	11,550.8
净利润	931.8	1,060.0	1,277.7	1,594.6	2,290.8
每股收益(元)	0.56	0.64	0.77	0.96	1.38
每股净资产(元)	2.83	3.26	4.33	5.29	6.67

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	59.0	51.8	43.0	34.5	24.0
市净率(倍)	11.7	10.1	7.6	6.2	5.0
净利润率	25.5%	22.2%	19.3%	18.4%	19.8%
净资产收益率	19.8%	19.5%	17.7%	18.1%	20.7%
股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	28.9%	32.2%	35.9%	36.6%	39.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,660.0	4,777.3	6,613.0	8,666.7	11,550.8	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,899.0	2,621.9	3,731.4	4,980.2	6,814.0	营业收入增长率	32.1%	30.5%	38.4%	31.1%	33.3%
营业税费	37.3	45.9	63.6	83.3	111.1	营业利润增长率	14.8%	42.4%	9.8%	15.9%	37.5%
销售费用	306.2	441.2	643.9	843.8	1,009.1	净利润增长率	15.1%	13.8%	20.5%	24.8%	43.7%
管理费用	584.3	847.2	1,239.1	1,623.9	1,933.3	EBITDA 增长率	25.5%	3.3%	48.2%	15.7%	35.1%
财务费用	-8.4	-26.0	-22.7	-28.9	-46.8	EBIT 增长率	21.2%	1.8%	52.3%	15.7%	37.1%
资产减值损失	39.6	57.5	57.5	57.5	57.5	NOPLAT 增长率	23.5%	36.0%	10.3%	15.7%	37.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	21.9%	-1.1%	13.5%	27.5%	11.3%
投资和汇兑收益	30.1	75.1	400.0	400.0	400.0	净资产增长率	16.1%	14.9%	31.8%	21.8%	25.7%
营业利润	832.1	1,184.6	1,300.3	1,506.9	2,072.7	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	211.6	17.6	148.8	301.7	525.4	毛利率	48.1%	45.1%	43.6%	42.5%	41.0%
利润总额	1,043.6	1,202.3	1,449.1	1,808.6	2,598.1	营业利润率	22.7%	24.8%	19.7%	17.4%	17.9%
减:所得税	63.5	110.9	133.7	166.8	239.6	净利润率	25.5%	22.2%	19.3%	18.4%	19.8%
净利润	931.8	1,060.0	1,277.7	1,594.6	2,290.8	EBITDA/营业收入	24.9%	19.7%	21.1%	18.6%	18.9%
						EBIT/营业收入	22.5%	17.6%	19.3%	17.1%	17.5%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	61	51	39	31	24
						流动营业资本周转天数	179	138	103	104	99
货币资金	1,707.8	2,411.4	3,652.4	4,374.7	6,116.6	流动资产周转天数	544	507	470	469	461
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	98	99	104	109	109
应收帐款	1,169.8	1,457.6	2,363.1	2,884.9	4,109.6	存货周转天数	65	67	71	72	73
应收票据	966.8	1,484.7	1,908.8	2,538.5	3,388.8	总资产周转天数	685	641	579	555	529
预付帐款	27.9	55.2	63.1	94.7	121.2	投资资本周转天数	293	245	188	173	154
存货	751.0	1,031.2	1,568.5	1,876.8	2,820.9	<b>投资回报率</b>					
其他流动资产	1,766.9	633.2	633.2	633.2	633.2	ROE	19.8%	19.5%	17.7%	18.1%	20.7%
可供出售金融资产	14.5	29.0	29.0	29.0	29.0	ROA	12.3%	12.1%	10.8%	11.3%	12.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	28.9%	32.2%	35.9%	36.6%	39.3%
长期股权投资	203.3	271.7	371.7	421.7	421.7	<b>费用率</b>					
投资性房地产	-	-	-	-	-	销售费用率	8.4%	9.2%	9.7%	9.7%	8.7%
固定资产	638.0	705.6	735.8	757.8	771.1	管理费用率	16.0%	17.7%	18.7%	18.7%	16.7%
在建工程	8.4	83.5	150.7	214.5	275.1	财务费用率	-0.2%	-0.5%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
无形资产	287.8	299.8	319.3	332.1	338.2	三费/营业收入	24.1%	26.4%	28.1%	28.1%	25.1%
其他非流动资产	431.5	584.3	420.9	359.5	378.4	<b>偿债能力</b>					
资产总额	7,973.9	9,047.1	12,216.5	14,517.5	19,403.6	资产负债率	37.5%	36.7%	38.2%	36.7%	40.5%
短期债务	115.1	208.0	-	27.9	-	负债权益比	60.0%	58.0%	61.9%	58.0%	68.1%
应付帐款	1,345.7	1,491.0	2,697.2	2,879.3	4,670.8	流动比率	2.24	2.24	2.26	2.43	2.24
应付票据	474.3	793.2	1,089.6	1,339.8	2,012.2	速动比率	1.97	1.91	1.91	2.06	1.87
其他流动负债	920.5	664.1	715.7	861.0	995.5	利息保障倍数	-97.52	-32.20	-56.32	-51.14	-43.32
长期借款	11.0	-	4.0	57.8	15.0	<b>分红指标</b>					
其他非流动负债	125.0	165.3	165.3	165.3	165.3	DPS(元)	0.28	-	-	-	-
负债总额	2,991.6	3,321.6	4,671.9	5,331.2	7,858.8	分红比率	49.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
少数股东权益	266.5	299.2	337.0	384.1	451.8	股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	1,659.9	1,664.1	1,664.2	1,664.2	1,664.2						
留存收益	3,574.3	4,265.8	5,543.4	7,138.0	9,428.8						
股东权益	4,982.3	5,725.5	7,544.6	9,186.3	11,544.8						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.56	0.64	0.77	0.96	1.38
						BVPS(元)	2.83	3.26	4.33	5.29	6.67
净利润	980.2	1,091.4	1,277.7	1,594.6	2,290.8	PE(X)	59.0	51.8	43.0	34.5	24.0
加:折旧和摊销	91.6	106.0	118.1	136.4	155.1	PB(X)	11.7	10.1	7.6	6.2	5.0
资产减值准备	39.6	57.5	-	-	-	P/FCF	120.1	46.3	86.4	82.8	32.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	15.0	11.5	8.3	6.3	4.8
财务费用	-30.0	-23.6	-22.7	-28.9	-46.8	EV/EBITDA	35.4	48.9	36.8	31.5	22.5
投资损失	-30.1	-75.1	-400.0	-400.0	-400.0	CAGR(%)	18.8%	29.3%	16.4%	18.8%	29.3%
少数股东损益	48.3	31.3	37.8	47.1	67.7	PEG	3.1	1.8	2.6	1.8	0.8
营运资金的变动	-477.2	-38.5	-257.2	-899.5	-467.9	ROIC/WACC	2.7	3.1	3.4	3.5	3.7
经营活动产生现金流量	420.3	491.7	753.6	449.7	1,598.8	REP	3.6	4.7	4.1	3.1	2.5
投资活动产生现金流量	-400.2	-369.7	165.0	165.0	165.0						
融资活动产生现金流量	695.0	-762.2	322.3	107.6	-21.9						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

邓永康、傅鸿浩、陈乐声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
王秋实		010-83321351	wangqs@essence.com.cn	
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
姜雪		010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034