2018 年 08 月 20 日
证券研究报告•2018 年半年报点评
汇川技术（300124）电气设备

增持（首次）
当前价：27.35 元
目标价：30.00 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

半年报符合预期，智能装备稳定增长

投资要点

- **业绩总结：**公司 2018 年上半年实现营业收入 24.7 亿元，同比增长 27.7%；实现归母净利润 5.0 亿元，同比增长 15.7%；其中第二季度实现营收 15.0 亿元，同比增长 29.7%，环比增长 53.6%，实现归母净利润 3.0 亿元，同比增长 16.7%。
- **智能化装备和机器人板块 2018H1 实现营收 21.4 亿元，同比增长 24.4%，毛利率 46.1%。**其中通用变频类产品实现营收 11.8 亿元，同比增长 29.0%，其中电梯一体化实现 5.5 亿元，同比增速 8.6%。运动控制类产品实现营收 5.9 亿元，同比增长 29.0%，其中电液伺服业务实现 2.8 亿元，同比增速 20.0%。控制类产品实现营收 1.3 亿元，同比增长 38.6%。2018 年上半年国内 OEM 市场的增速有所回落，项目型市场订单持续增长。自动化领域主要是应用层面的创新，考验的更多公司的管理能力包括成本控制能力和渠道能力。汇川具备很强的本土化能力，预计在智能装备领域能进一步提升其竞争力。
- **新能源汽车动力总成板块实现营收 2.9 亿元，同比增速 96%。**2018 年上半年国内纯电动客车市场累计生产 31303 辆，同比增长 283.9%。其中汇川主要客户宇通在 2018 年上半年实现销量共计 8519 辆，其中 6 月单月销量为 1248 辆。另外，物流车的需求量迅速上升。以新能源物流车为代表的新能源专用车 2018 年上半年共销售 1.8 万台，同比增长 45.1%。
- **轨交牵引系统实现营收 0.5 亿元，同比减少 37%。**江苏经纬 2018H1 中标苏州 5 号线工程车辆采购项目，订单 4.2 亿元；中标北京亦庄电车项目，订单约 0.6 亿元；中标贵阳 2 号线 1 期和 2 期工程车辆采购项目，预计订单 2.5 亿元。2018 年 7 月 13 日。国务院颁布《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理意见》（下称 52 号文）以替代 81 号文件，提高了地铁和轻轨的审批门槛，同时也重新启动了新一轮的审批程序。预计汇川的轨交订单能够加速落地。
- **盈利预测与评级。**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.72 元、0.82 元、0.95 元，未来三年归母净利润将保持 14.41%的复合增长率。考虑到公司是工控领域和新能源产品领域的龙头公司，根据分部估值法，对应公司的 2018 年 PE 为 41.6 倍，对应目标价 30 元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动，新能源汽车产销量低于预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4777.30	6423.03	9002.22	12672.89
增长率	30.53%	34.45%	40.16%	40.78%
归属母公司净利润（百万元）	1060.04	1203.61	1363.67	1587.45
增长率	13.76%	13.54%	13.30%	16.41%
每股收益 EPS（元）	0.64	0.72	0.82	0.95
净资产收益率 ROE	19.06%	18.41%	17.78%	17.66%
PE	43	38	33	29
PB	8.39	7.12	6.05	5.15

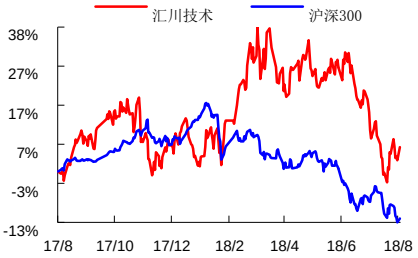
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：谭菁
执业证号：S1250517090002
电话：010-57631196
邮箱：tanj@swsc.com.cn

联系人：陈瑶
电话：0755-23914886
邮箱：cyao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.64
流通 A 股(亿股)	13.43
52 周内股价区间(元)	25.0-35.72
总市值(亿元)	455.15
总资产(亿元)	94.37
每股净资产(元)	3.34

相关研究

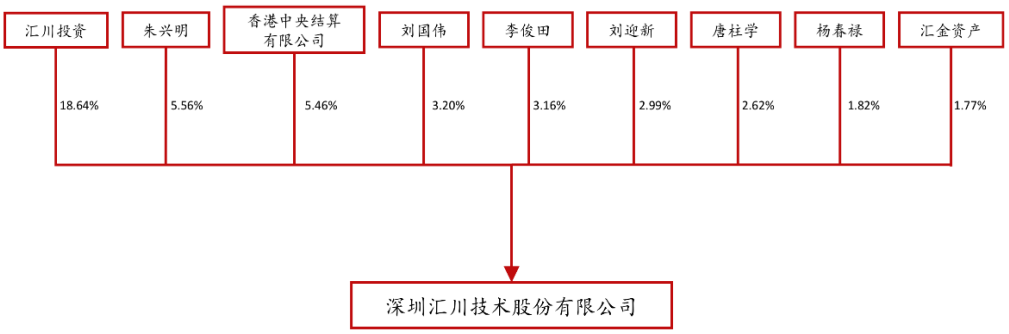
1 业务多点开花，布局综合解决方案

公司从单一变频器业务企业转变为集成五大业务板块的工控龙头公司。公司成立于 2003 年 4 月，并与 2010 年 9 月上市，是专门从事工业自动化和新能源相关产品研发、生产和销售的高新技术企业。经过 15 年的发展，公司已经从单一的变频器供应商发展成机电综合产品及解决方案供应商。目前公司主要产品包括：1）服务于智能装备领域的工业自动化产品，包括各种变频器、伺服系统等；2）服务于工业机器人领域的核心部件、整机及解决方案，包括机器人专用控制系统、伺服系统等；3）服务于新能源汽车领域的动力总成产品，包括各种电机控制器、辅助动力系统等；4）服务于轨道交通领域的牵引与控制系统，包括牵引变流器、辅助变流器等；5）服务于设备后服务市场的工业互联网解决方案，包括工业云、信息化管理平台等。公司产品广泛应用于新能源汽车、电梯、轨道交通等行业。

图 1：公司发展及布局历程

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司主要股东及持股比例

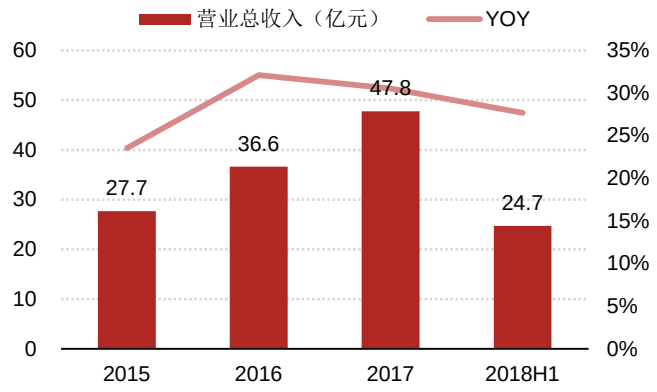


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 智能装备业务稳健增长

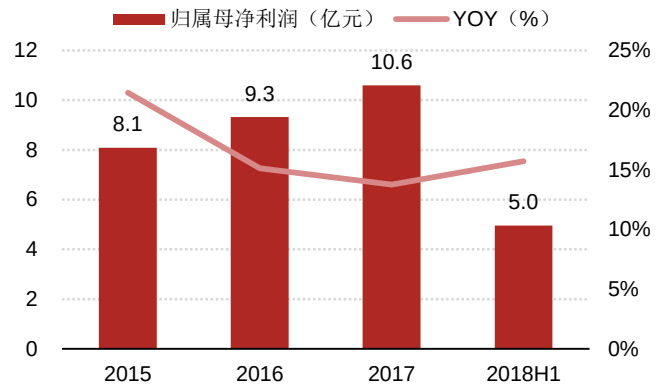
公司 2018 年 8 月 18 日发布半年度报告，2018 年上半年实现营业收入 24.7 亿元，同比增长 27.8%；实现归母净利润 5.0 亿元，同比增长 15.7%；其中第二季度实现营收 15.0 亿元，同比增长 29.7%，实现归母净利润 3.0 亿元，同比增长 16.7%。

图 3：公司 2015 年以来营收及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司 2015 年以来归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

智能装备和机器人板块 2018H1 实现营收 21.4 亿元，同比增长 24.4%，毛利率 46.1%。其中通用变频类产品实现营收 11.8 亿元，同比增长 29%，其中电梯一体化实现 5.5 亿元，同比增速 8.6%。运动控制类产品实现营收 5.9 亿元，同比增长 29.0%，其中电液伺服业务实现 2.8 亿元，同比增速 20.0%。控制类产品实现营收 1.3 亿元，同比增长 38.6%。

2018 年上半年海外和国内自动化龙头公司表现不一：ABB 在中国订单增速为 20%，非常强劲。日本减速机龙头公司（HDS）（产品主要为减速机）2018 年 2 季度订单同比、环比分别下滑 46.9%、47.3%。安川公司在中国区的订单数据有所走弱。发那科在中国的订单大幅度减少 34%。三菱电机营收同比增长 1.6%，净利润则下滑 16.5%。

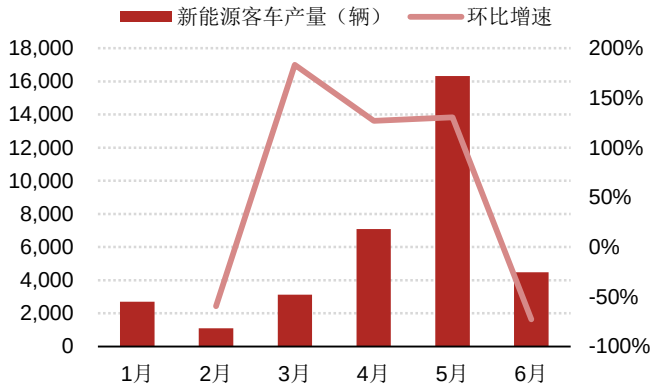
2018 年上半年国内 OEM 市场的增速有所回落，项目型市场订单持续增长。国内自动化行业已经走过粗放的阶段，进入下一个阶段。而自动化领域主要是应用层面的创新，考验的更多公司的管理能力包括成本控制能力和渠道能力。汇川具备很强的本土化能力，预计在智能装备领域能进一步提升其竞争力。

新能源汽车动力总成板块实现营收 2.9 亿元，同比增速 96.0%。2018 年上半年国内纯电动客车市场累计生产 31303 辆，同比增长 283.9%。其中汇川主要客户宇通在 2018 年上半年实现销量共计 8519 辆，其中 6 月单月销量为 1248 辆。宇通目前从两个角度应对 6 月 12 日正式施行的补贴下滑。一，调整策略为“守一二线，功三四线”，2018 年上半年，宇通新能源客公交车销量占整体销量的 27.89%，而仅在四线城市的销量占比达 43.0%。二，借 2018 年俄罗斯世界杯，宇通布局海外市场，并获央视大幅度报道“世界杯上的中国车”。目前已经有 3233 辆宇通客车在俄罗斯提供客运服务。

另外，随着快递业务量近年来迅速提升，城市物流车的需求量迅速上升。新能源物流车生命周期成本低于燃油物流车，经济效益凸显。以新能源物流车为代表的新能源专用车 2018 年上半年共销售 1.8 万台，同比增长 45.1%。目前新能源物流车渗透率仅不足 2%，预计 2020 年渗透率达到 10.0%，市场存在很大扩大空间。汇川在 2017 年初制定“巩固大巴车，发展

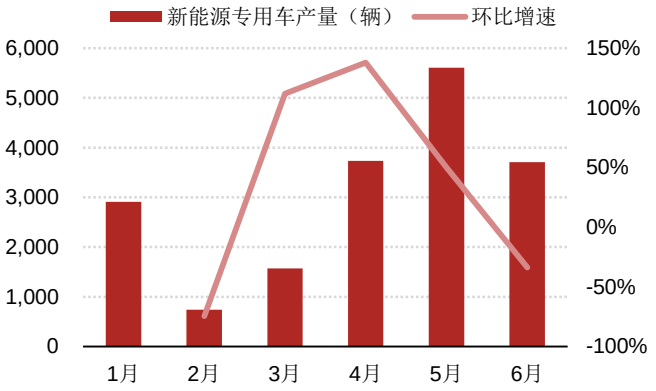
物流车，布局乘用车”战略，与北汽、福建新龙马、陕汽等大客户达成合作关系，已获得一万套电控订单。

图 5：2018 年 1-6 月新能源客车产量



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2018 年 1-6 月新能源专用车产量



数据来源：Wind，西南证券整理

轨交牵引系统实现营收 0.5 亿元，同比减少 37.0%。江苏经纬 2018H1 中标苏州 5 号线工程车辆采购项目，订单 4.2 亿元；中标北京亦庄电车项目，订单约 0.6 亿元；中标贵阳 2 号线 1 期和 2 期工程车辆采购项目，预计订单 2.5 亿元。

2018 年 7 月 13 日。国务院颁布《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理意见》(下称 52 号文）以替代 81 号文件，提高了地铁和轻轨的审批门槛，同时也重新启动了新一轮的审批程序。此后，吉林、四川、江苏、湖北等地方发改委相继通过建设规划方案。有的地方有所缩减，有的地方有所增加。对于汇川来说，主要关注江苏的地方规划。2018 年 8 月 14 日，国家发改委正式对《苏州市城市轨道交通第三期建设规划（2018-2023 年)》作出批复，同意建设 6 号线、7 号线、8 号线及 S1 线等 4 个项目，规划期为 2018-2023 年。线路总长 137 公里，总投资约为 950 亿元。目前，轨道交通集团正在积极推进各项前期准备工作，力争 2018 年底开工建设 6 号线、S1 线，2019 年开工建设 7 号线、8 号线，预计到 2024 年左右，4 条线路将全部建成。

3 盈利预测

关键假设：

假设 1：国内智能装备市场保持高速增长，假设该市场 2018-2020 的市场增速为 10%；

假设 2：公司作为进口替代的龙头，享受高于市场的增速。假设订单增速为 40%、45%、45%；

假设 3：由于新能源汽车补贴逐年下调，所以新能源产品销售价格每年下降，假设 2018-2020 年产品降价幅度分别为 16%、14%、12%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2017A	2018E	2019E	2020E
智能装备和工业机器人	收入	37.60	47.96	65.61	90.12
	增速	46.07%	27.55%	36.82%	37.34%
	毛利率	47.15%	46.10%	45.19%	44.51%
新能源产品	收入	10.17	16.27	24.41	36.61
	增速	-6.44%	60.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	37.46%	36.00%	34.00%	32.00%
合计	收入	47.77	64.23	90.02	126.73
	增速	30.48%	34.46%	40.16%	40.78%
	毛利率	45.11%	43.54%	42.15%	40.90%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.72 元、0.82 元、0.95 元，对应 PE 分别为 38 倍、33 倍、29 倍。行业可比公司 2018 年估值为 36.3 倍。如果仅仅是考虑工控部分的话，我们认为可以给到 40 倍的估值，因为公司是所有工控里面最具备成长性的公司，具备“小华为”的特征，对应的市值为 440 亿元。新能源汽车和轨交板块目前体量还小，但是公司是汽车电控里最具备卡位优势的企业，所以给与 60 亿市值的增量，总计 500 亿元，对应 2018 年的估值为 41.6 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2：工控可比公司相对估值

证券代码	证券简称	最新股价（元）	市值（亿元）	EPS			PE		
				17A	18E	19E	17A	18E	19E
002139.SZ	拓邦股份	4.55	46.40	0.32	0.27	0.36	14.22	16.96	12.56
600885.SH	宏发股份	21.15	157.52	1.29	1.06	1.31	16.40	19.96	16.10
002851.SZ	麦格米特	25.70	69.65	0.69	0.74	1.01	37.39	34.59	25.47
002747.SZ	埃斯顿	12.40	103.91	0.11	0.18	0.28	112.73	68.58	44.35
603416.SH	信捷电气	23.07	32.43	0.88	1.17	1.50	26.22	19.71	15.42
002334.SZ	英威腾	5.51	41.56	0.30	0.38	0.46	18.42	14.67	12.02
002527.SZ	新时达	6.41	39.75	0.22	0.31	0.37	29.14	20.37	17.42
平均值							36.36	27.84	20.48

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4777.30	6423.03	9002.22	12672.89
营业成本	2621.93	3626.32	5207.56	7490.19
营业税金及附加	45.92	64.23	90.02	126.73
销售费用	441.16	563.12	797.26	1126.57
管理费用	847.18	1068.99	1520.79	2148.06
财务费用	-26.05	3.54	5.30	7.92
资产减值损失	57.46	10.00	50.00	150.00
投资收益	75.12	150.00	100.00	70.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1184.63	1236.83	1431.28	1693.42
其他非经营损益	17.62	109.43	95.85	87.33
利润总额	1202.25	1346.25	1527.13	1780.75
所得税	110.89	107.08	123.17	146.40
净利润	1091.36	1239.17	1403.96	1634.35
少数股东损益	31.32	35.57	40.29	46.91
归属母公司股东净利润	1060.04	1203.61	1363.67	1587.45

现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1091.36	1239.17	1403.96	1634.35
折旧与摊销	106.00	125.08	145.85	163.48
财务费用	-26.05	3.54	5.30	7.92
资产减值损失	57.46	10.00	50.00	150.00
经营营运资本变动	63.14	-468.23	-935.89	-1249.39
其他	-800.24	-211.56	-94.52	-152.35
经营活动现金流净额	491.68	698.00	574.70	554.02
资本支出	-276.20	-220.00	-220.00	-220.00
其他	-93.49	50.00	0.00	-30.00
投资活动现金流净额	-369.69	-170.00	-220.00	-250.00
短期借款	92.90	-208.03	0.00	0.00
长期借款	-11.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	93.26	0.00	0.00	0.00
支付股利	-457.61	-212.01	-240.72	-272.73
其他	-479.77	3.85	34.70	32.08
筹资活动现金流净额	-762.23	-416.19	-206.02	-240.66
现金流量净额	-642.54	111.80	148.68	63.36

资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2411.44	2523.24	2671.92	2735.29
应收和预付款项	2997.43	4047.53	5685.81	7993.67
存货	1031.20	1446.72	2085.31	3012.01
其他流动资产	633.20	851.33	1193.18	1679.70
长期股权投资	271.65	271.65	271.65	271.65
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	789.12	828.90	856.54	875.19
无形资产和开发支出	611.24	667.73	715.58	754.80
其他非流动资产	301.84	400.50	499.15	597.81
资产总计	9047.12	11037.59	13979.16	17920.11
短期借款	208.03	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2246.39	3145.68	4467.35	6405.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	867.22	1160.88	1617.54	2259.01
负债合计	3321.64	4306.56	6084.89	8664.22
股本	1664.12	1664.12	1664.12	1664.12
资本公积	1369.26	1369.26	1369.26	1369.26
留存收益	2896.50	3888.09	5011.04	6325.75
归属母公司股东权益	5426.24	6396.23	7519.17	8833.89
少数股东权益	299.24	334.80	375.10	422.00
股东权益合计	5725.48	6731.03	7894.27	9255.89
负债和股东权益合计	9047.12	11037.59	13979.16	17920.11

财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
销售收入增长率	30.53%	34.45%	40.16%	40.78%
营业利润增长率	42.37%	4.41%	15.72%	18.31%
净利润增长率	11.34%	13.54%	13.30%	16.41%
EBITDA 增长率	38.17%	7.98%	15.89%	17.85%
获利能力				
毛利率	45.12%	43.54%	42.15%	40.90%
三费率	26.42%	25.47%	25.81%	25.90%
净利率	22.84%	19.29%	15.60%	12.90%
ROE	19.06%	18.41%	17.78%	17.66%
ROA	12.06%	11.23%	10.04%	9.12%
ROIC	30.54%	29.88%	27.64%	25.40%
EBITDA/销售收入	26.47%	21.26%	17.58%	14.72%
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.64	0.72	0.79
固定资产周转率	7.11	8.37	10.68	14.64
应收账款周转率	3.60	3.66	3.75	3.74
存货周转率	2.88	2.86	2.91	2.91
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	71.00%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	36.71%	39.02%	43.53%	48.35%
带息债务/总负债	6.26%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.24	2.16	1.99	1.84
速动比率	1.91	1.81	1.64	1.48
股利支付率	43.17%	17.61%	17.65%	17.18%
每股指标				
每股收益	0.64	0.72	0.82	0.95
每股净资产	3.26	3.84	4.52	5.31
每股经营现金	0.30	0.42	0.35	0.33
每股股利	0.27	0.13	0.14	0.16

业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
EBITDA	1264.59	1365.45	1582.43	1864.82
PE	42.94	37.82	33.38	28.67
PB	8.39	7.12	6.05	5.15
PS	9.53	7.09	5.06	3.59
EV/EBITDA	34.03	31.20	26.76	22.62
股息率	1.01%	0.47%	0.53%	0.60%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn