

汇川技术 (300124)

通用自动化势头持续向好，新能源汽车领域恢复潜力大

买入 (维持)

2017年10月26日

首席证券分析师 曾朵红

执业证书编号:

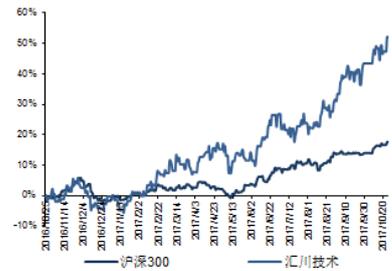
S0600516080001

021-60199798

zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	3,660	4,635	6,119	8,171
同比 (%)	32.1%	26.6%	32.0%	33.5%
净利润 (百万元)	932	1068	1395	1867
同比 (%)	15.1%	14.6%	30.7%	33.8%
毛利率 (%)	48.1%	46.1%	46.0%	45.8%
ROE (%)	19.8%	20.3%	23.5%	27.1%
每股收益 (元)	0.56	0.64	0.84	1.12
P/E	53.26	46.63	35.68	26.66
P/B	10.52	9.45	8.35	7.21

股价走势



投资要点

■ **2017年前三季度营收增长 27.57%，净利润增长 5.03%**。汇川技术发布三季度报告，2017年前三季度营业收入 31.30 亿元，同比增长 27.57%，归属上市公司股东净利润 7.23 亿元，同比增长 5.03%，对应 EPS0.44 元；其中第三季度营业收入 11.93 亿元，同比增长 20.65%，归属上市公司股东净利润 2.94 亿元，同比下降 1.82%，对应 EPS0.18 元。公司在三季报预告中给出前三季度营收增长 20%-30%，净利润增长 0%-10%，其中第三季度营收增长 15%-25%，净利润增长 -5%-5%，三季报结果符合预期。

■ **公司前三季度通用变频、通用伺服、PLC&HMI 分别同增 52.28%、112.85%、76.53%，第三季度增速部分减慢，通用板块有望保持快速增长**。受益于工控行业的持续向好，公司作为行业龙头，通用自动化业务势头持续向好，2017年前三季度通用自动化业务实现销售收入 13.73 亿元，同比增长 70%以上，增速远高于行业增速。其中，通用变频器产品 2017年前三季度实现销售收入 7.40 亿元，同比增长 52.28%；其中第三季度销售收入 2.40 亿元，在去年高基数情况下仍实现约 20%增长，且今年三季度大巴空调变频器销售下降，通用变频的行业解决方案也取得很好的效果，加速替代 ABB\西门子等品牌，我们预计公司通用变频器全年将实现 45%以上的增长。公司通用伺服产品前三季度实现销售收入 5.14 亿元，同比增长 112.85%；其中第三季度销售收入 1.74 亿元，同增约 107%，通用伺服去年三季度以来一直保持翻倍以上的增长持续超预期，公司通用伺服整体解决方案和产品资质深受认可，下游行业 3C、锂电、半导体等景气度高，自动化改造非常明显，因此我们预计公司通用伺服全年将实现 100%以上的增长。PLC&HMI 类产品前三季度实现销售收入 1.19 亿元，同比增长 76.53%，其中第三季度 0.38 亿元，同比增长 47%，我们预计公司全年将实现 60%左右的增长。2017年9月，PMI 达 52.4，通用设备工业增加值同增 11.1%维持高位，并且全国 PPI 同比上涨 6.9%、环比上涨 1.0%，在持续三个月环比下降后有所回升，全球和我国制造业持续复苏势头不减，公司四季度增长有望提速，我们预计全年公司通用自动化业务有 65%以上的增长。

市场数据

收盘价 (元)	30.59
一年最低/最高价	17.98/30.80
市净率 (倍)	10.01
流通 A 股市值 (百万元)	39042.58

基础数据

每股净资产 (元)	3.06
资本负债率 (%)	38.40
总股本 (百万股)	1,665.11
流通 A 股 (百万)	1,276.32

相关研究

1. 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 2017-10-17
2. 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
3. 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
4. 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
5. 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

图表 1: 公司分业务板块营收 (亿元)

	2016H	2016Q3	2016Q4	2016	2017H1	同增	2017Q3	同增	2017Q1-Q3	同增
通用变频器	2.86	2.00	2.00	6.86	5.00	75%	2.40	20%	7.40	52%
通用自动化										
通用伺服	1.51	0.90	0.90	3.32	3.40	125%	1.74	93%	5.14	113%
PLC&HMI	0.42	0.26	0.26	0.93	0.81	95%	0.38	47%	1.19	77%
电梯一体化	4.23	2.88	2.57	9.68	5.00	18%	3.14	9%	8.14	14%
电解液伺服	1.76	-	0.70	3.95	2.31	31%	1.19	-	3.50	27%
新能源汽车	2.81	1.75	3.89	8.45	1.46	-48%	2.27	30%	3.73	-18%
轨交	0.59	0.76	0.94	2.29	0.69	15.43%	0.12	-84%	0.81	-40%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

■ **公司电解液伺服、电梯一体机平稳增长。**电解液伺服(含伊士通团队)方面,由于去年三季度开始的高基数,今年三季度电液伺服实现销售收入 3.50 亿元,增速放缓,同比增长 26.87%;其中第三季度 1.19 亿元;公司积极布局,宁波伊士通团队也实现较好增长,预计全年电解液伺服板块将实现 20%左右的增长。电梯一体化业务实现销售收入 8.14 亿元,同比增长 14.44%;其中第三季度 3.14 亿元,同比增长 9%;公司电梯一体化业务的增长得益于通力、蒂森、迅达等跨国企业份额的提升,以及国内品牌的稳定中略有增长,因此我们预计全年电梯一体化业务将实现 10%以上的增长。

■ **新能源汽车三季度好转预计全年正增长,物流车领域大举突破,强力布局国内和国外乘用车领域,市场潜力巨大。**新能源汽车业务上半年受政策影响营收下滑 48%,第三季度商用车开始回暖,公司汽车电子业务订单已开始恢复较好增长,但是因为毛利率下降、确认收入原因依然有所下降,2017 年前三季度公司新能源汽车业务实现销售收入 3.73 亿元,同比下降 18.32%;其中第三季度 2.27 亿元,同增 30%。公司三季度业绩恢复,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,受制于价格下降,前三季度下滑较为明显,但是四季度旺季很值得期待;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,物流车因为环保因素导致确认收入较慢,因此我们预计有望达 4 万余台物流车电控,市占率将占到 40%左右,是今年新能源汽车业务的最大增量,而明年我们预计市场份额将上升到 60-70%,也将是重要增量。当然更值得期待的是,在新能源乘用车领域,公司自去年开始强力布局的领域,平台和体系建设符合国际一流供应商水准,乘用车已经在国内几个车企中有定点,且国内一线品牌接触非常深入,我们预计今年有望在 1-2 个一线品牌车企实现定点,海外大众宝马等也非常认可公司的实力,多次验厂,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,收入利润的明显贡献预计将在 2019 年,未来潜力和弹性大。四季度是客车和物流车的旺季,我们预计 2017 年整体新能源汽车板块将有望实现 10%左右的正增长。

■ **轨道交通贡献营收较低，接下来的半年有望收获大订单。**公司轨道交通业务前三季度实现收入 0.81 亿元，同比下降 39.82%；其中第三季度仅确认收入 0.12 亿元，同比下降 84%，目前仍有 5 亿左右的订单未确认收入。按照公司与江苏经纬签订的业绩承诺，将原有的 2017 年 6 月 30 日前至少成功获得 1 条完整的牵引系统订单改为 2018 年 3 月 31 日前至少完成 2 条分属不同城市的完整牵引系统订单；另外，公司增资扩股引入投资者马建锋、庄仲生，补充条件为投资者将动用自身在轨道交通领域的业务资源和力量，协助经纬轨道在 2017-2018 年合计两个年度在国内（不含苏州、深圳）地铁招标中至少成功获取一条完整的牵引系统订单，否则其股权将被转让或回购，因此我们预计今明两年可以拿到 2-3 条线的订单。

图表 2: 公司分季度运营情况 (百万元)

单季度分析	1Q2015	2Q2015	3Q2015	4Q2015	1Q2016	2Q2016	3Q2016	4Q2016	1Q2017	2Q2017	3Q2017
营业收入	455	657	759	899	568	897	988	1,207	782	1,155	1,193
营业成本	232	330	373	493	292	453	511	642	418	632	663
营业税金及附加	4	6	8	9	5	8	8	16	9	11	13
销售费用	44	49	60	73	60	70	75	102	84	98	89
管理费用	83	98	109	118	115	136	151	183	184	211	191
财务费用	(12)	(11)	(9)	(14)	(5)	(5)	(3)	4	(10)	(2)	(1)
资产减值损失	0	6	0	22	0	12	(5)	32	(0)	7	(3)
营业利润	110	186	224	204	108	232	264	228	105	366	306
营业外收入	38	36	48	60	55	38	65	55	94	(68)	21
营业外支出	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0	1
利润总额	148	222	272	264	163	269	328	283	199	297	326
所得税	17	11	11	33	21	9	14	21	21	30	25
净利润	131	211	260	231	142	260	315	263	178	267	301
少数股东损益	5	7	4	8	3	11	15	19	5	10	7
归属于母公司所有者的净利润	126	204	256	223	140	249	300	243	172	256	294
每股收益 (元)	0.08	0.12	0.15	0.13	0.08	0.15	0.18	0.15	0.10	0.15	0.18
营业收入 YoY	3%	10%	37%	39%	25%	37%	30%	34%	38%	29%	21%
营业收入 QoQ	-30%	44%	16%	18%	-37%	58%	10%	22%	-35%	48%	3%
营业成本 YoY	7%	10%	37%	51%	26%	38%	37%	30%	43%	40%	30%
营业成本 QoQ	-29%	42%	13%	32%	-41%	55%	13%	26%	-35%	51%	5%
销售费用 YoY	-14%	12%	14%	23%	38%	42%	25%	38%	40%	41%	19%
管理费用 YoY	0%	17%	24%	33%	38%	39%	38%	55%	60%	56%	27%
财务费用 YoY	-14%	-37%	-39%	-43%	-60%	-52%	-71%	-129%	115%	-54%	-65%
营业利润 YoY	10%	7%	49%	6%	-2%	25%	18%	12%	-3%	58%	16%
净利润 YoY	5%	12%	57%	11%	10%	22%	17%	9%	24%	3%	-2%
主营业务毛利率	49.0%	49.8%	50.9%	45.1%	48.5%	49.5%	48.3%	46.8%	46.6%	45.2%	44.4%
税金及附加比例	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	1.3%	1.1%	1.0%	1.1%
销售费用率	9.6%	7.5%	7.9%	8.2%	10.6%	7.8%	7.6%	8.4%	10.7%	8.5%	7.5%
管理费用率	18.3%	14.8%	14.4%	13.1%	20.3%	15.1%	15.2%	15.1%	23.6%	18.3%	16.1%
营业利润率	24.3%	28.3%	29.5%	22.7%	19.0%	25.8%	26.7%	18.9%	13.5%	31.6%	25.6%
净利润率	27.8%	31.0%	33.7%	24.8%	24.6%	27.8%	30.3%	20.2%	22.1%	22.2%	24.7%

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

■ **前三季度毛利率下降 3.49 个百分点，因研发费用大幅增长前三季度管理费用率同比提高，存货、预收账款增长良好。**公司前三季度毛利率 45.27%，同比下降 3.49 个百分点；其中第一季度到三季度毛利率分别为 46.57%、45.25%、44.45%；去年第一到第三季度毛利率分别为 48.53%、49.47%、48.26%，综合毛利率的下降主要是因为新能源汽车电控价格下降导致毛利率下降，同时电梯一体机价格下降和配件占比提高拉低毛利率，预计全年的毛利率稳定在 45% 左右。费用率方

面，公司 2017 年前 3 季度期间费用同比增长 42.31%至 8.45 亿元，期间费用率上升 2.8 个百分点至 27.01%。其中，销售费用方面，公司前三季度销售费用 2.72 亿元，同比增长 32.68%，销售费用率 8.68%，同比上升 0.33 个百分点；其中第三季度公司销售费用 0.89 亿元，同比增长 19%，销售费用率 7%。管理费用方面，公司前三季度管理费用 5.87 亿元，同比增长 46.14%，管理费用率 18.76%，同比增加 2.38 个百分点；其中第三季度管理费用 1.91 亿元，同比增长 27%，占营收比重 16%，三季度费用增长有所放缓，管理费用整体的大幅增长主要是在新能源乘用车领域的研发费用大幅增长，新能源汽车去年来打造了 600 多人的研发队伍，占到整个公司研发人数约 30%，研发费用及材料费用大幅增加。公司前三季度存货 11.34 亿，较期初增加 50.93%，主要是新能源汽车订单增长较多，四季度将是确认的旺季；预收账款 2.98 亿，较期初增加 76.57%，主要是由于子公司江苏经纬和苏州汇川预收款增加；经营活动产生的现金流 3.04 亿，较上期增加 56.94%，主要由于业绩增长下对票据托收、现金回款的拉动。

- **盈利预测：**我们预计 2017-2019 年归属上市公司股东净利润为 10.68/13.95/18.67 亿元，分别同增 15%/31%/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和重大进展，考虑到工控自动化今年的强势复苏和公司工控领域的绝对龙头对位，给予 2018 年 45 倍 PE，目标价 37.8 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。

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>

