

# 工控业务保持快速增长，新能源汽车业务有望多点发力

——2017 年年报及 2018 年一季报点评

事件：汇川技术发布 17 年年报及 18 年一季报。公司 17 年营收 47.8 亿元(yoy+30.55%)，归母净利润 10.6 亿元(yoy+13.8%)。18 年一季度营收 9.75 亿元(yoy+24.7%)，归母净利润 1.96 亿元(yoy+13.9%)。

## 核心观点

- **通用变频优势保持，电梯业务客户产品双向开拓**：通用变频器 17 年收入 11.1 亿元(yoy+59%)，公司受益龙头地位，并加速进行高压产品国产替代；电梯 17 年收入 11.2 亿元(yoy+16%)，公司开拓大客户，丰富产品线，提升价值量。18 年一季报电梯收入 2.2 亿(yoy+10%)，**预计全年通用变频器收入增速 30%以上，电梯业务增速 12%。伺服接近一线品牌，电液伺服进军同源技术行业**：17 年伺服收入接近 10 亿(yoy+86%)，市占率提升 1.2 个点，印证伺服国产替代加速逻辑。电液伺服收入 4.82 亿元(yoy+22%)，公司加速开拓压铸机、折弯机等领域。一季度电液伺服收入 1.2 亿元(yoy+30%)，**我们预计全年通用伺服及电液伺服业务均将保持 30%以上增速。**
- **新能源汽车 17 年物流车爆发，乘用车试水，18 年有望多点开花**。17 年收入 9.2 亿元(yoy+8%)，受客车下滑影响，物流车成增长主力(yoy+170%)。新能源乘用车完成 8 家客户十几个车型定点，估计销售收入 3000 万元，安装量 3000 辆。**18 年一季度新能源汽车销量大幅超预期，预计全年 40%以上增速。**
- 17 年毛利率下降 3 个点，原因来自新能源汽车及变频器业务。预计 18 年毛利率稳定在 44%。**短期费用持续增长，长期业绩转化能力强**：公司 17 年销售及管理费用同比增长 44%/45%，我们认为费用短期增长有能力在未来转换成良好业绩贡献。**预计随营收规模扩大，营收及净利润增速差值逐渐缩小。**

## 财务预测与投资建议

- 预测公司 2018-2020 年每股收益为 0.79、0.96、1.12 元，我们认为公司合理估值水平为 2018 年 53 倍市盈率，对应目标价 41.6 元，维持买入评级。

## 风险提示

- 宏观经济发展不及预期，影响工业自动化产品下游需求。
- 原材料价格上涨较快，影响公司毛利率水平。
- 新能源汽车产销及乘用车推广不及预期，影响公司电机电控业务收入。

公司主要财务信息					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3,660	4,777	6,354	8,258	10,396
同比增长	32.1%	30.5%	33.0%	30.0%	25.9%
营业利润 (百万元)	832	1,185	1,513	1,832	2,144
同比增长	14.8%	42.4%	27.7%	21.1%	17.1%
归属母公司净利润 (百万元)	932	1,060	1,306	1,599	1,868
同比增长	15.1%	13.8%	23.2%	22.4%	16.8%
每股收益 (元)	0.56	0.64	0.79	0.96	1.12
毛利率	48.1%	45.1%	44.2%	43.5%	42.7%
净利率	25.5%	22.2%	20.6%	19.4%	18.0%
净资产收益率	21.2%	20.9%	21.4%	22.0%	22.5%
市盈率 (倍)	58.6	51.5	41.8	34.2	29.2
市净率 (倍)	11.6	10.1	8.1	7.0	6.1

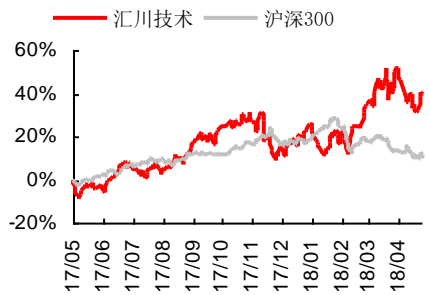
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2018 年 05 月 02 日)	33.25 元
目标价格	41.60 元
52 周最高价/最低价	35.72/21.87 元
总股本/流通 A 股 (万股)	166,416/122,763
A 股市值 (百万元)	55,333
国家/地区	中国
行业	电力设备及新能源
报告发布日期	2018 年 05 月 02 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	0.7	-6.7	17.1	39.3
相对表现 (%)	2.4	-3.5	29.0	29.5
沪深 300 (%)	-1.7	-3.2	-11.9	9.8



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 **彭翀**  
021-63325888-6103  
pengchong@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860514050002

联系人 **陈聪颖**  
021-63325888-7900  
chencongying@orientsec.com.cn

相关报告	
增资前海晶瑞并购基金，转向并购驱动发展路线	2018-04-23
一季报营收增速符合预期，全年业绩高增长可期	2018-04-16
工控打造强业绩支撑，新业务再造增长引擎	2018-04-09

## 重大投资要素

### 我们区别于市场的观点

市场目前普遍对公司新能源乘用车业务能否实现重大突破持怀疑态度，并感到产品研发周期较长。

**我们坚定看好公司新能源乘用车电机电控业务。**首先，我们认为伴随补贴退坡和成本压力，电机电控行业未来势必要有很大一部分市场要交给第三方去做，而汇川相比国内第三方供应商来讲，产品路线和技术基础领先优势明显，相比国外供应商而言，汇川的响应速度和产品迭代能力更胜一筹，因此未来市占率水平一定能达到较高水平。其次，关于产品研发周期问题，根据公司 17 年年报及 18 年一季报情况，我们认为公司新能源乘用车领域开拓速度是快于市场预期的，如果顺利的话我们预计在 19 年公司新能源乘用车业务收入就能达到 2 亿元左右。

另外，市场普遍对公司费用较高的问题表示忧虑。

**我们认为公司当前时点费用率高是非常必要的，也是非常正常的。**作为一个依靠技术作为核心竞争力的制造业公司而言，只有稳定的研发投入才能保证未来可持续发展。我们预计公司未来 2-3 年还是会继续保持高费用投入，尤其是在研发投入方面，以保证公司在新能源乘用车、工业机器人、工业软件等方面的技术积累，我们预计以上产品将陆续在 19-20 年开始回报。

### 关键假设

(1) 工控业务 2018-2019 通用变频器市场规模增速为 6%，汇川市占率水平分别为 5.6%及 6.5%，伺服市场新增规模为 71、80 亿元，汇川渗透率为 5.8%、6.8%。

(2) 新能源汽车电机电控 2018-2019 年市场规模 270、318 亿元，汇川市占率 4.9%、5.6%。

### 股价催化因素

- (1) 月度宏观经济指标（PMI、PPI、固定资产投资等）持续向好且超出预期；
- (2) 工控下游重点细分行业月度数据（市场规模增速、企业经营情况等）好于预期；
- (3) 公司季度业绩增速高于市场预期；
- (4) 新能源乘用车电机电控拿到供应商资质的车型数量不断提升；
- (5) 轨交牵引有大订单突破。

### 估值和目标价格

我们采用相对估值法对公司估值，公司 2018-2020 年每股收益为 0.79、0.96、1.12 元，我们认为公司合理估值水平为 2018 年 53 倍市盈率，对应目标价 41.6 元，维持买入评级。

### 风险提示

- (1) 宏观经济发展不及预期，影响工业自动化产品下游需求。
- (2) 原材料价格上涨较快，影响公司毛利率水平。
- (3) 新能源汽车产销及乘用车推广不及预期，影响公司电机电控业务收入。

## 目 录

年报及一季报收入符合预期，自动化及物流车贡献大 .....	5
受益市场高景气和公司龙头地位，工控业务持续高增长 .....	5
通用变频优势保持，电梯业务客户产品双向开拓 .....	7
伺服业务接近第一梯队，电液伺服进军同源技术行业 .....	8
依托自动化业务优异表现，PLC+HMI 实现快速增长 .....	9
整机销售元年，工业机器人成公司迈入智能制造第一环 .....	10
新能源汽车业务有望多点发力，轨交业务异地拓展顺利进行 .....	11
17 年物流车爆发，乘用车试水，18 年新能源汽车业务集中发力 .....	11
轨交业务在手订单充足，异地拓展顺利 .....	13
毛利率预计保持稳定，费用端短期略有上升 .....	13
17 年毛利率略微下滑，18 年预计保持稳定 .....	13
短期费用端持续增长，长期业绩转化能力强 .....	14
其他财务指标分析 .....	15
盈利预测与投资建议 .....	16
盈利预测 .....	16
投资建议 .....	17
风险提示 .....	18

## 图表目录

图 1: 汇川 17/18 年营收增速为 30.6%/24.7% (百万元)	5
图 2: 汇川 17/18 年归母净利润增速为 14%/14% (百万元)	5
图 3: 从 2016 年 8 月开始 PMI 及 PPI 持续回暖	6
图 4: 2017 年叠加用电量, 固定资产投资存小幅下行趋势	6
图 5: 2017 年工业自动化市场同比增速 16.5%	6
图 6: 2017 年 OEM 及项目型市场增速 22.6%/11.2% (亿元)	6
图 7: 汇川 2016-2018 年一季度订单情况	7
图 8: 汇川 2017 年变频器业务实现 34% 收入增速 (百万元)	8
图 9: 电梯需求主要来自增量及存量市场 (万台)	8
图 10: 汇川 2017 年伺服业务收入增速 86% (百万元)	9
图 11: 汇川 PLC+HMI 2017 年收入增速 96%, 预计 2018 年增速接近 50% (百万元)	9
图 12: 汇川典型工业机器人产品及解决方案	10
图 13: 2017 年新能源客车产销量下降 24%, 物流车增长 150%	11
图 14: 宇通客车 2017 年销量增速下降 7% (辆)	11
图 15: 汇川部分已经定点及安装的企业	11
图 16: 18 年一季度新能源汽车销量表	12
图 17: 17 年新能源汽车收入增速 8%, 18 年 30% (百万元)	12
图 18: 汇川轨交牵引在手订单充足	13
图 19: 汇川 17 年毛利率下降 3 个点, 预计 18 年稳定在 44%	14
图 20: 汇川 17 年生产及技术人员增速最快	14
图 21: 汇川研发费用持续快速增长 (百万元)	14
图 22: 2007-2017 年三费情况柱形图 (百万元)	15
图 23: 公司营收和归母净利润增速差值将逐渐缩小 (百万元)	15
图 24: 随生产规模扩大公司存货和应收账款规模增长	16
图 25: 应收账款和存货增加影响 1 季度现金流水平 (百万元)	16
图 26: 汇川可比公司估值水平	18

## 年报及一季报收入符合预期，自动化及物流车贡献大

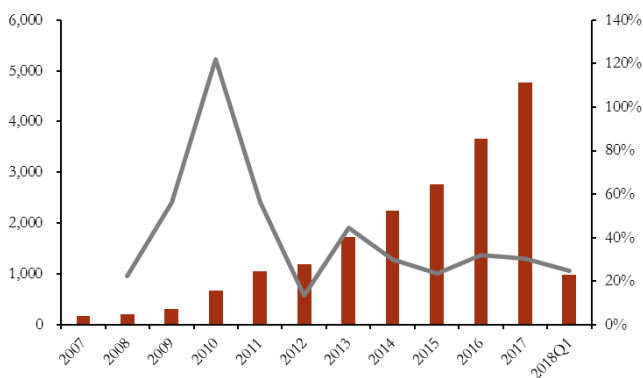
公司 2017 年实现营业收入 47.8 亿元，同比增长 30.55%，收入增长原因一是通用自动化业务的全面增长，全年增速达到 78%，二是新能源物流车取得较快增长，全年安装量达到 3 万台，接替新能源客车成为公司新能源业务增长又一引擎。但增速略低于 2016 年同期 32.11% 的水平，主要原因在于 2017 年新能源客车受补贴退坡影响较大，增速低于公司预期，且轨交业务受收入确认节奏影响不及预期。

公司实现归母净利润 10.65 亿元，同比增长 14.24%，略低于 2016 年同期 15.14% 的增速，主要原因在于一是公司整体毛利率水平略有下降，相比 16 年同比下降 3 个点，主要原因在于产品结构变化、新能源汽车领域竞争加剧及原材料涨价；二是由于去年公司在新能源汽车、精密机械制造及工业机器人领域投入较大，导致销售费用及管理费用水平同比增长 44.06%/53.69%。17 年公司实现基本每股收益 0.65 元，同比增长 10.2%。公司 17 年分红计划为每 10 股派发现金红利 3 元。公司 2017 年营业收入和归母净利润同比增速情况符合 2016 年公司给出的经营计划（2017 年经营目标销售收入同比增长 20-40%，归母净利润同比增长 10-30%）。

公司 2018 年一季度实现营业收入 9.75 亿元，同比增长 24.7%。收入增长主要来自通用自动化及新能源汽车业务，但增速略低于 2017 年同期 37.73% 的增速，主要原因在于 2017 年工控行业全面回暖，公司自动化业务增速较快，2018 年一季度面对收入基数较大，同期增速相对回落，其次由于订单确认周期在 1-1.5 个月左右，2018 年相比 2017 年春节时间较晚，导致一部分订单没有及时确认到一季度报表中，由此影响 18 年营收。

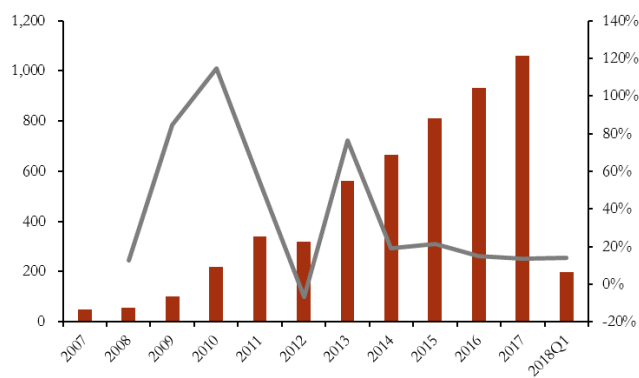
公司实现归母净利润 2 亿元，同比增长 14%。低于 2017 年同期 23.54% 的增速，原因在于三费水平同比上升 13%，另外 18 年一季度公司营业外收入相比 17 年同期下降 57%，主要由于 18 年政府软件退税节奏不定及同期政府拆迁补偿减少等问题；对应基本每股收益 0.12 元，同比增长 10%。

图 1：汇川 17/18 年营收增速为 30.6%/24.7%（百万元）



数据来源：公司年报及一季报、东方证券研究所

图 2：汇川 17/18 年归母净利润增速为 14%/14%（百万元）



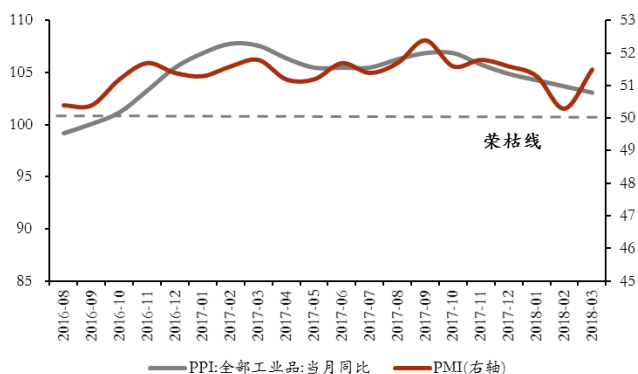
数据来源：公司年报及一季报、东方证券研究所

## 受益市场高景气和公司龙头地位，工控业务持续高增长

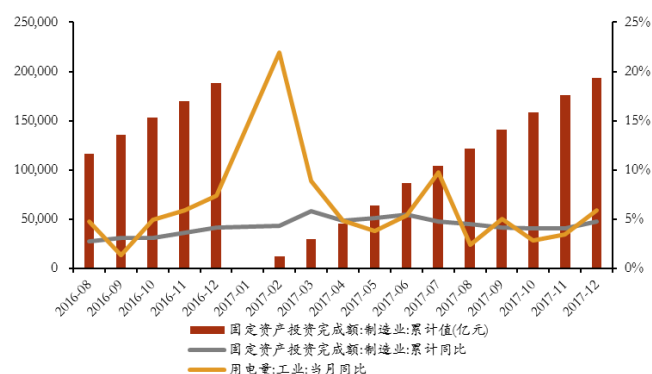
宏观经济数据显示 17 年工控市场需求景气程度高。公司 2017 年工业自动化业务实现收入 3.76 亿元，同比增长 46.13%，收入增长逻辑为市场需求扩张叠加公司市占率提升。市场需求角度，2017 年全年工业自动化市场需求持续旺盛，首先从宏观经济指标来看，2016 年 8 月份 PMI 指数开始回



暖，并持续维持在荣枯线以上；制造业固定资产投资在 2016 年 8 月开始小幅回暖，2017 年全年制造业固定资产投资完成额 19.36 万亿元，同比增长 4.8%。但叠加工业用电量增速后，可以看到 2017 年制造业固定资产投资存在小幅下行趋势，而工业用电量同比反弹较大，说明下游市场，尤其是项目型市场，工厂开工率较高，但新上马项目有限，设备需求来源以升级改造原有项目为主。除此之外，通用及专用设备工业增加值从 2016 年 Q3 开始稳步上行，2017 年通用及专用设备工业增加值累计同比为 10.5% 和 11.8%，说明随下游厂商经营状况改善，对设备的更新换代要求逐步显现。

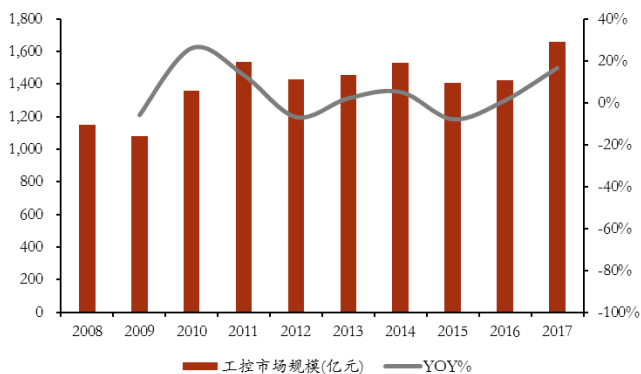
**图 3：从 2016 年 8 月开始 PMI 及 PPI 持续回暖**


数据来源：Wind、东方证券研究所

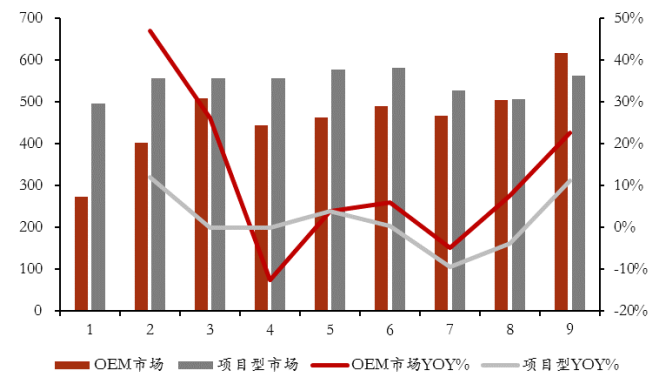
**图 4：2017 年叠加用电量，固定资产投资存小幅下行趋势**


数据来源：Wind、东方证券研究所

实际工控市场规模增速情况也印证以上宏观数据。工业自动化市场规模同比增速 16.5%，达到 1657 亿元。其中 OEM 市场规模增速 22.6%，相较 2016 年同比提升 14.8 个点，达到 618 亿元，项目型市场规模增速达到 11.2%，一扫 15、16 两年负增长的阴霾，市场规模达 564 亿元。从产品角度，全年低压变频器市场规模同比增速接近 13%，通用伺服、CNC 数控系统的同比增速在 25% 以上，PLC 规模增速也接近 25%。从下游应用行业角度，OEM 市场中电子制造设备、机床、纺织、包装为增速最快的三大行业（增速分别为 55%、25% 及 25%），项目型市场中公共设施、化工及市政为增速前三名（增速分别为 23%、20%、15%）。以上数据表明，2017 年工控市场主要需求来自 OEM 市场的新兴行业需求（如电子制造、工业机器人、数控机床等）及传统行业的升级改造（如包装、纺织、食品饮料等行业），而项目型市场主要行业以存量设备改造为主。

**图 5：2017 年工业自动化市场同比增速 16.5%**


数据来源：工控网、东方证券研究所

**图 6：2017 年 OEM 及项目型市场增速 22.6%/11.2% (亿元)**


数据来源：工控网、东方证券研究所

在市场规模扩张基础上，公司利用自身行业营销优势，不断提升市占率水平。17年公司变频器、伺服、PLC业务增速分别为34%/86%/96%，均远高于行业规模增速，说明公司贯彻的行业解决方案营销模式有效帮助公司提高市占率水平。在市场规模和市占率双升情况下，公司订单情况表现优异，智能装备&机器人业务17年总订单达到45.6亿元，同比增长43.4%，其中上半年为20.35亿元，同比增长45.3%，下半年为25.2亿元，同比增长42%，**表明2017年工控行业全年需求持续走强。**

我们认为，2018年工控行业将继续保持需求旺盛状态，公司自动化业务有望实现快速增长。从18年一季报表现来看，通用自动化板块仍然保持快速增长势头，我们估计公司18年一季度通用自动化业务实现收入5亿元左右，主要收入来源包括通用变频器及伺服业务。从订单口径来看，智能装备&机器人业务一季度实现快速增长，销售订单金额11.6亿元，同比增长30%。

图7：汇川2016-2018年一季度订单情况

百万元	半年累计值		半年值		半年累计值		半年值		2018Q1	
	2016H1	2016H2	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2017H1	2017H2	2018Q1	同比增减%
智能装备&机器人	1400.70	3177.22	1400.70	1776.52	2035.11	4555.86	2035.11	2520.74	1157.5747	29.7%
新能源&轨道交通	867.36	1652.81	867.36	785.44	347.67	1328.78	347.67	981.11	244.3856	449.8%
合计	2268.06	4830.02	2268.06	2561.96	2382.78	5884.64	2382.78	3501.85	1401.96	49.6%

数据来源：公司年报、东方证券研究所

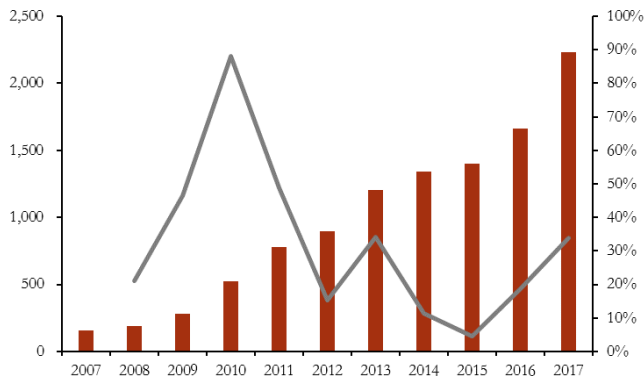
### 通用变频优势保持，电梯业务客户产品双向开拓

17年公司变频器业务实现收入22.3亿元，同比增长34%，毛利率48%，同比下降3个点。收入增长逻辑在于市场规模攀升叠加公司在空压机、纺织及包装等行业市占率水平的不断提升。叠加市场规模增速影响，汇川市占率水平相比2016年提升接近2个点。

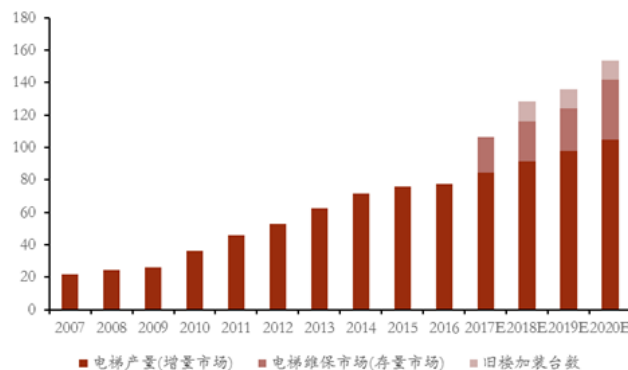
公司变频器业务可以拆分成通用变频器和电梯一体化机业务。公司在通用变频器业务继续保持龙头优势，并加速进行高压产品对外资品牌替代。通用变频器实现收入11.1亿元，同比增长59%，产量达到52.6万套，产能利用率达到167%，产品需求的火热程度超出市场预期。高压类变频收入预计在2.5亿元左右，相比2016年增速在200%以上，原因主要有两点：一是高压变频市场随整体工控市场需求放量实现快速增长，市场规模增速由2016年的-7%增长为17年的8%；二是对汇川而言，公司高压产品主要需求来源在冶金领域，传统设备近几年陆续进入更换周期，伴随公司产品技术的不断提升，在项目型市场对外资老旧设备进行替代成为公司增长新动力。低压类产品收入预计在8.6亿元左右，同比增长在40%以上，公司继续在空压机、纺织、印刷包装等传统优势行业保持领先地位，低压变频的市占率水平提升1个多点。

另外，电梯一体化机业务实现收入11.2亿元，同比增长16%。17年公司电梯业务对客户和产品两个方向进行大力开拓，成效显著。不同于公司其他工业自动化产品受宏观经济波动影响较大，电梯业务主要需求来自于房地产市场、轨道交通建设、出口等增量市场及旧楼维保、旧楼加装等存量市场。2017年房地产行业新开工面积累计同比出现下滑，公司电梯业务增量的主要来源一是对跨国大客户，如巨人通力、蒂森克虏伯等品牌的持续开拓；二是国内灯塔客户集中度的持续提升；三是产品结构更加多样，除一体化机外，公司还能提供控制柜、编码器等其他产品，有效提高单机价

量, 经我们计算, 公司 17 年电梯一体化单机价值量接近 4000 元/台, 相比往年提升 10% 以上; 四是公司海外业务的稳定持续增长, 17 年公司海外收入达到 1 亿多元, 其中绝大多数为电梯贡献。

**图 8: 汇川 2017 年变频器业务实现 34% 收入增速 (百万元)**


数据来源: Wind、中国产业信息网、东方证券研究所

**图 9: 电梯需求主要来自增量及存量市场 (万台)**


数据来源: Wind、东方证券研究所

**预计 18 年公司在电梯业务将继续在国内外大客户、存量市场和海外市场进行开拓。**2018 年一季度电梯实现收入 2.2 亿元, 同比增长 10%, 从订单口径来看略有下降, 但预计 2 季度将有所好转。我们预计 18 年全年电梯业务将实现收入 12-13 亿元, 同比增长 12%。主要增长动力来自三方面, 一是国内电梯维保市场和旧楼加装等存量市场, 二是对国际品牌客户及国内大客户的开拓, 三是海外市场。我们预计 18 年国内维保及旧楼加装市场将继续贡献一定收入; 同时预计今年公司将继续开拓 2 个左右跨国客户, 伴随汇川对国际一线品牌及国内大客户的开拓, 18 年汇川市占率有望提升 0.5-1 个点; 三是汇川电梯业务海外市场的开拓将会稳步进行, 预计每年能够增加 1-2 万台的销量。同时伴随公司电梯产品线的日益完善和解决方案的多样, 我们预计公司市占率水平将提升至少 0.6%, 带动公司电梯业务的稳定增长。

**另外, 我们认为 18 年公司将继续依靠完善的行业解决方案享受行业增长和进口替代所带来的红利, 预计通用变频器业务将实现 30% 以上增长, 收入在 14 亿元左右。**我们预计通用变频器业务今年将继续保持 30% 以上的高速增长势头, 主要原因在于下游纺织、空压机、包装等行业自动化的升级改造还处于上升阶段, 公司面向行业的解决方案营销方式将继续帮助公司提升 1 个百分点左右的市占率水平。

### 伺服业务接近第一梯队, 电液伺服进军同源技术行业

17 年公司运动控制类业务 (伺服产品) 实现收入 9.3 亿元, 同比增速达到 86%, 远超伺服行业规模增速的 30%。伺服产品收入接近 10 亿大关对汇川而言意义重大, 根据第三方数据显示, 16 年在国内伺服产品销售突破 10 亿大关的品牌只有三个第一梯队品牌, 安川、三菱和松下, 汇川伺服业务的业绩表现表明其技术和服务能力已经接近伺服一线品牌之列。

其中通用伺服业务实现收入 6.9 亿元, 同比增长超过 100%, 叠加市场规模增速影响, 汇川市占率水平相比 2016 年提升 1.2 个点, 是市占率水平提升最快的一年, 印证了我们之前提到的国产伺服系统已经进入进口替代加速期的逻辑。伺服产品需求的主要推动力量来自于 3C 制造、屏幕检测、锂电、半导体等新兴行业, 公司的行业解决方案得到一些主流厂商的认可, 品牌效应已经建立起来。



此外，公司电液伺服业务（电液事业部+伊士通）17年实现收入4.82亿元，同比增长22%，在行业增速相对稳定的条件下，实现如此快速增长实属不易。公司2017年在巩固拓展注塑机行业同时，也开始进军同源技术行业，在油压机、压铸机、折弯机等其他液压领域均实现突破，在产品方面，公司推出的ES180多传伺服平台，油冷伺服系统及压铸机、油压机行业解决方案已经得到业内认可，除注塑机外，公司在油压机、全电注塑机等行业也实现了批量销售。

图 10：汇川 2017 年伺服业务收入增速 86%（百万元）



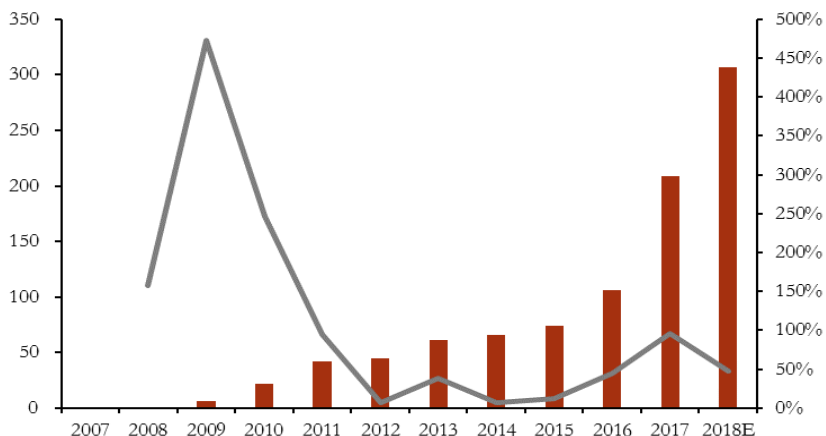
数据来源：Wind、东方证券研究所

预计公司 18 年伺服业务高速增长趋势不变。18 年一季度电液伺服实现收入 1.2 亿元，同比增长 30%，我们预计全年电液伺服增速能够达到 30%以上。目前公司电液伺服行业解决方案已经从注塑机延伸至全电注塑、油压机、压铸机等行业，伴随这些行业陆续进入自动化改造加速期，公司行业解决方案产品需求量将得到保证。另外，我们预计 18 年通用伺服业务将保持 30%以上增速水平，一方面，手机制造、TP 行业、硅晶半导体、锂电等行业天然需要高度自动化水平，伴随行业的快速发展，伺服产品的需求水平也将逐步提升，我们预计 18 年我国伺服行业市场规模将突破 500 亿元；另一方面，汇川作为伺服行业龙头将持续享受进口替代加速红利，预计公司 18 年伺服产品渗透率将提升 1 个点接近 6%。

### 依托自动化业务优异表现，PLC+HMI 实现快速增长

17 年 PLC 及 HMI 产品实现收入 2.1 亿元，同比增长 96%，超出市场预期。叠加市场规模增速影响，汇川市占率水平相比 2016 年提升 0.7 个点。一方面，17 年 PLC 及 HMI 公司目前 PLC 及 HMI 产品销售方式还是依托公司变频及伺服产品的销售，因此与变频及伺服业务增速的相关性较高；另一方面，公司在去年推出中型 PLC 之后，产品整体竞争力有所增强。我们预计 2018 年 PLC 及 HMI 产品需求仍将保持较快增长势头，PLC 及 HMI 产品能够实现收入 2.5 亿元，同比增长接近 50%。

图 11：汇川 PLC+HMI2017 年收入增速 96%，预计 2018 年增速接近 50%（百万元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

### 整机销售元年，工业机器人成公司迈入智能制造第一环

17年公司工业机器人+南京汇川+上海莱恩共计实现销售收入0.83亿元，同比增长184%。其中工业机器人实现出货量接近1000台，同比增长300%以上（2016年出货量300台）。2017年是公司实现工业机器人整机销售元年，在SCARA机器人基础上，公司还推出了800mm、1000mm臂长的SCARA机器人及小型六关节机器人，围绕贴合、叠片、点胶、锁附等工艺，在手机制造、锂电等行业都提出切实有效的行业解决方案。

我们认为工业机器人业务对公司的意义有两层：一是公司利用自身技术和销售渠道优势充分享受行业高增长和国产化率提升带来的业绩红利，其次就是工业机器人业务是公司布局智能制造方向的重要一环，是公司从电气产品供应商转变为机电一体化供应商的关键一步。我们之前在汇川首次报告中提到汇川下一步的发展方向就是要全面向西门子、ABB等国际巨头靠拢，从针对行业的产品型解决方案提供商转向智能化产线式解决方案供应商。要想实现这样的战略转型，第一步就是要解决工业机器人等智能制造核心环节，提高精密机械生产能力。目前公司在工业机器人领域具备除减速机以外所有其他部件的生产能力，有效提高产品毛利率，并在手机制造、半导体和小家电等行业快速拓展。我们预计2018年其工业机器人出货量将达到5000台左右，同比增长500%，收入水平有望突破亿元大关。公司将持续重视工业机器人业务，并有能力在国内市场占据一席之地。

图 12：汇川典型工业机器人产品及解决方案



电机上下料解决方案



手机玻璃上下料解决方案



SCARA机器人



六轴机器人

数据来源：公司官网、东方证券研究所

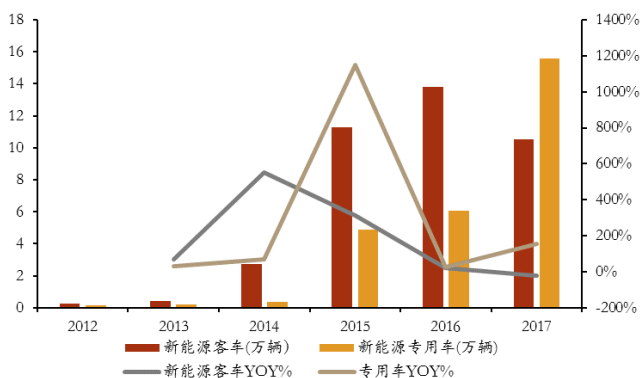
## 新能源汽车业务有望多点发力，轨交业务异地拓展顺利进行

### 17 年物流车爆发，乘用车试水，18 年新能源汽车业务集中发力

17 年新能源汽车业务实现收入 9.2 亿元，同比增长 8%，增速低于 2016 年同期的 32%，收入增长的主要原因在于新能源物流车市场的快速发展。17 年汇川新能源汽车业务仍然呈现出“前低后高”的态势，上半年受补贴政策影响，新能源客车及物流车产量仅 3.3 万辆，同比下降 38%，导致公司上半年新能源汽车业务收入同比下降近 50%，三季度开始新能源商用车生产情况开始回暖，并在四季度快速增长，客车最后冲刺帮助公司实现全年 8% 的增长。17 年新能源客车累计生产 10.5 万辆，同比下降 24%，物流车累计产销量达到 14.8 万辆，同比增长接近 150%。

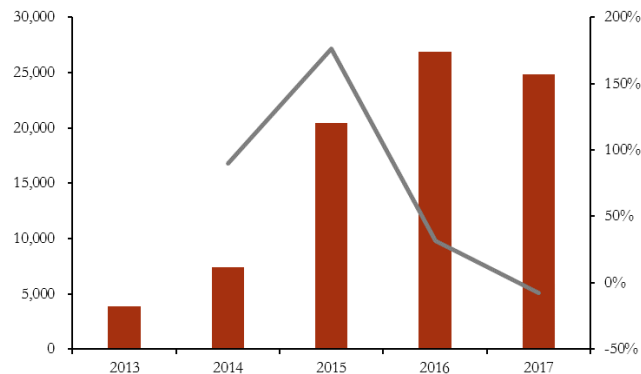
从以上数据看出 17 年汇川新能源汽车业务主要增长动力由新能源客车切换为新能源物流车。2017 年宇通新能源客车销量仅为 24865 辆，同比下滑 7%，虽然汇川一直坚持一手深度绑定宇通，一手开拓新用户的发展路线，17 年宇通占公司收入比重下降至 60% 左右，新能源客车首次的产量下滑仍在一定程度上影响汇川业绩。但基于汇川 16 年在新能源物流车领域积淀深厚，17 年物流车领域安装量在 3 万台左右，同比增长 170% 以上，公司针对 4.5T 轻卡车型开发的动力总成解决方案、对微型面包车开发的“控制器+电机”解决方案均得到主力大客户认可。同时公司对运营商、物流平台及车企开发 T-BOX 物流车车联网平台，对物流车各买卖主体进行服务覆盖。

图 13: 2017 年新能源客车产销量下降 24%，物流车增长 150%



数据来源：中汽协、东方证券研究所

图 14: 宇通客车 2017 年销量增速下降 7% (辆)



数据来源：Wind、东方证券研究所

17 年公司在新能源乘用车领域小有成就，动力总成产品实现零的突破。公司于 2016 年开始布局新能源乘用车市场，17 年已经完成 8 家客户十几个车型的定点，包括吉利、东南、猎豹、威马及小鹏等，预计实现销售收入 3000 万元左右，安装量在 3000 辆左右。公司在新能源乘用车开发过程中始终坚持覆盖 A 级及 A 级以上车型的产品路线，并在技术方面严格把关，一方面，公司已经通过 ISO26262 及 TS16949 体系认证；另一方面，“电控+电机+减速箱+电源”的动力总成技术平台已经搭建完毕，并已经在东南汽车上得到应用。同时，公司对海外客户的定点也在进程当中。当然由于目前新能源乘用车的安装量还较少，无法形成规模效应，且针对产品的前期技术开发投入较大，还未达到盈亏平衡点，但预计 2020 年前后新能源乘用车电机电控将成为公司业绩支柱业务。

图 15: 汇川部分已经定点及安装的企业



传统整车厂



互联网车企

数据来源：公司官网、东方证券研究所

18 年一季度新能源汽车业务得益于新能源汽车行情的景气，收入情况大幅超出市场预期。从收入口径来看，估计新能源汽车机电控业务实现收入 0.9 亿元左右，同比增长 105%，从订单口径来看，一季度新能源&轨交销售订单金额达到 2.44 亿元，同比增长 450%。整体来看，汽车市场未受新能源汽车补贴退坡影响，实现产销快速增长。一季度新能源汽车产销分别完成 15、14.3 万辆，同比增长 150%以上。其中新能源客车实现销量 8607 辆，同比 2017 年一季度增长 328%。其中宇通一季度实现销量 1841 辆，同比增加近 300%，我们认为主要原因包括公众对新能源车接受度提升及 18 年新能源汽车补贴政策落实前抢装等。补贴退坡最为严重的新能源物流车一季度销量也实现 1.8 万辆，同比增加 374%，可见即使在补贴大幅退坡情况下，物流车的刚需依然存在。汇川受益于一季度新能源汽车市场的兴起实现业务较大增长。

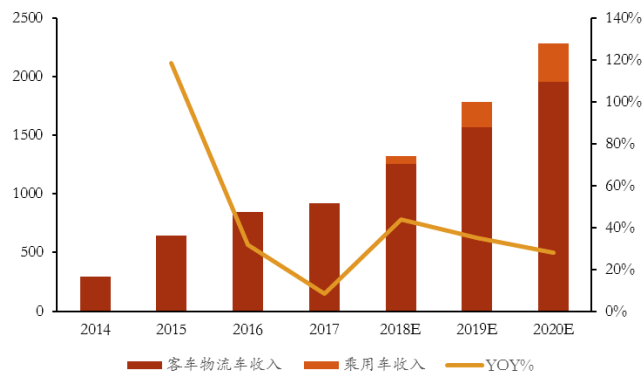
我们预计 18 年全年公司新能源汽车业务将实现全面开花，新能源汽车业务将实现 40%以上增速，收入规模达到 13 亿元左右。一方面，客车目前新能源渗透率 40%，新能源物流车销量市占率仅为 4%，两者均有巨大的增量空间；另一方面，参考 18 年一季度市场表现，新能源商用车销量达到 2.7 万辆，同比增速在 400%以上，可见即使在补贴大幅退坡情况下，客车及物流车的刚需依然存在。在新能源客车领域，汇川将继续保持领先地位，最大下游客户宇通客车将持续受益于龙头地位提升市占率水平，带动汇川享受市场规模和市占率双升红利；新能源物流车由于去年基数较大，18 年增速恐有所下滑，但新能源物流车替换原有燃油车趋势不变，预计汇川新能源客车及物流车业务 18 年收入增速仍然能保持在 30%以上。新能源乘用车方面，2018 年公司最大的任务就是要尽可能多的拿到乘用车整车厂机电控资质，目前公司正积极推进广汽、长安的定点进程，并力图依靠扎实的技术水平开展与海外客户的合作。

图 16：18 年一季度新能源汽车销量表

图 17：17 年新能源汽车收入增速 8%，18 年 30%（百万元）

台	新能源客车	新能源物流车	合计
2017Q1	2233	3796	6029
2017Q2	10038	16355	26393
2017Q3	23610	36442	60052
2017Q4	70124	188122	258246
2018Q1	9557.24	17993.04	27550
YOY%	328%	374%	357%

数据来源：电动汽车网、汽车工业信息网、东方证券研究所



数据来源：公司年报、东方证券研究所

### 轨交业务在手订单充足，异地拓展顺利

17 年轨交牵引业务实现收入 1 亿元，同比下降 56%，主要原因在于地铁项目建设周期和收入确认问题。2017 年是公司轨交牵引业务实现异地突破的重要一年，“走出苏州”战略目标得到实现。目前公司在手订单金额超过 13 亿元，其中 2017 年确认 1 亿元，则还剩余 12 亿元没有确认。18 年一季度收入估计轨交确认收入在 0.1 亿元左右，我们预计 2018 全年轨交牵引收入将在 2 亿元以上，2019 年有望达到 5 亿元以上。

图 18：汇川轨交牵引在手订单充足

序号	项目名称	中标金额(百万元)	公示/中标时间	项目交付期限
1	贵阳市轨道交通 2 号线一期及二期	254.9	2018.03.14	I 期 2018 年 12 月-2020 年 2 月 II 期 2020
2	苏州市轨道交通 5 号线工程车辆牵引系统采购项目	419.7	2018.02.12	2019 年 11 月至 2021 年 6 月
3	宁波市轨道交通 4 号线及 2 号线二期工程车辆牵引系统采购项目 II 标段	122.90	2017.10.21	2018 年 6 月至 2019 年 12 月
4	中车青岛四方机车签订佛山市南海区现代有轨电车	80.00	2016.03.28	
5	苏州市轨道交通 3 号线工程车辆牵引系统采购项目	426.00	2015.12.28	2017 年-2019 年分批交付

数据来源：公司公告、东方证券研究所

### 毛利率预计保持稳定，费用端短期略有上升

公司 2017 年整体毛利率下降 3 个百分点到 45%，三费合计占营收比重接近 27%，同比增加 3 个点。其中销售费用同比增加 44%，销售人数增加 35%，占营业收入比重达到 9.23%。管理费用同比增加 45%，占营收比重为 17.7%，主要由于研发费用同比增加 50%到 5.7 亿元。18 年一季度综合毛利率为 45.54%，略有回升，三费同比增加 13%接近 3 亿元。

### 17 年毛利率略微下滑，18 年预计保持稳定

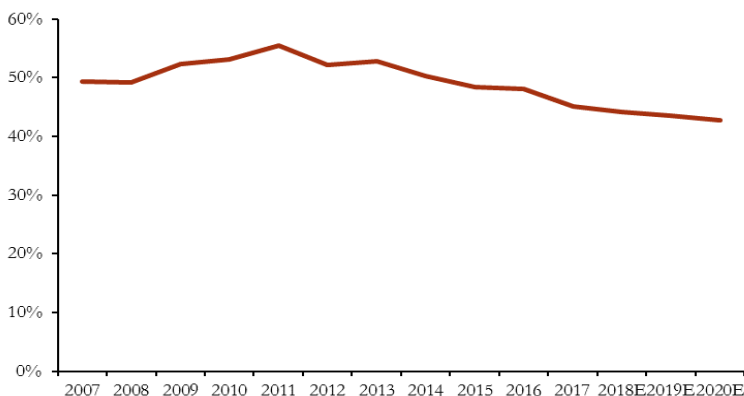
公司 17 年整体毛利率下降 3 个点，业务角度毛利率下降幅度较大的为新能源电机电控及变频器业务。电机电控由于新能源汽车补贴退坡导致价格承压，叠加电机产品比重上升及原材料价格上升因素，估计 17 年毛利率水平下降 8-9 个点，拉低整体毛利率 1.3 个点；变频器业务一是高压产品占



比从 16 年 10% 提升至 17 年 20% 多，产品结构调整估计使毛利率下调 1-1.5 个点，另外 17 年电子元器件等原材料涨价，估计使得毛利率水平下降 1.5-2 个点，总体拉低整体毛利率 1.5 个点。

**18 年我们预计整体毛利率将稳定在 44% 左右。**一方面，公司工业自动化业务侧重行业解决方案的提出，能有效保持较高的毛利水平，另一方面，新能源汽车业务虽然存在补贴退坡导致的价格下降压力，但公司能够通过原材料成本控制及提高生产效率等方式避免毛利率快速下降的现象发生。

**图 19：汇川 17 年毛利率下降 3 个点，预计 18 年稳定在 44%**



数据来源：Wind、东方证券研究所

## 短期费用端持续增长，长期业绩转化能力强

公司销售及管理费用持续上升，主要来源于对新能源汽车、工业机器人等业务投入。公司 17 年销售费用 4.4 亿元，占营收比重 9.2%，同比增长 44%，管理费用 8.5 亿元，占营收比重 17.7%，同比增长 45%，销售及管理费用的大幅增长主要原因在于公司在新能源汽车、精密机械制造及工业机器人等方面的大力投入。**体现在销售费用端是员工人数的较快增长使得相关费用上涨较快**，2017 年公司员工人数达到 6619 人，增长 2097 人，其中生产人员及技术人员增长最为迅速，侧面印证公司经营规模的持续扩张和对技术水平的高度重视；**体现在管理费用端就是研发费用的持续快速增长**，17 年研发费用达到 5.7 亿元，同比增速 50%，占营收比重为 12%，相比行业平均研发投入占营收比重高 3 个点。18 年一季度销售费用及管理费用合计超过 3 亿元，同比增长 15.6%。

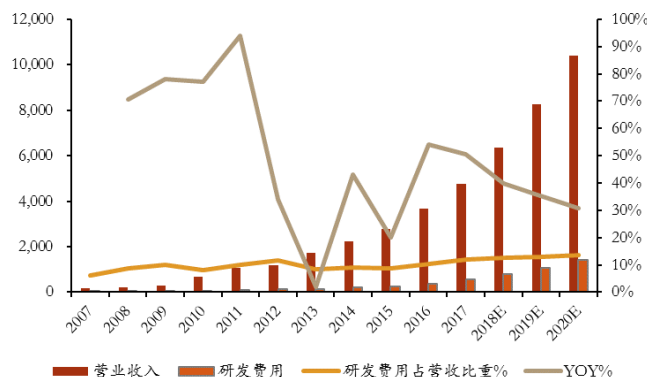
**我们预计 2018 年销售费用接近 6 亿元，同比增长 30%，管理费用达到 11.3 亿元，同比增长约 34%。**保持较高增速的原因在于一是公司还会继续增加技术人员数量，尤其是在新能源汽车领域，根据公司指引，今年预计还会在新能源汽车领域增加至少 200 名研发人员；另外在新能源汽车、工业机器人、工业软件等方面公司将持续保持较高的研发投入。我们认为短期来看，销售和管理费用的增加会在一定程度上影响公司盈利水平，但在长期来看，持续而稳定的研发及人员投入是保障一个以技术为发展核心的制造企业业绩长期稳定增长的基石，预计 2020 年公司在新能源汽车方面的研发费用回报比可以达到 2.7，因此**现在费用的短期增长有能力在未来几年转换成良好的业绩贡献。**

**图 20：汇川 17 年生产及技术人员增速最快**

**图 21：汇川研发费用持续快速增长（百万元）**

	2016	2017	增加	增加比例
生产人员	1859	2905	1046	56%
销售人员	871	1176	305	35%
技术人员	1290	1697	407	32%
财务人员	79	92	13	16%
人力资源及行政人员	244	303	59	24%
其他人员	179	446	267	149%
合计	4522	6619	2097	46%

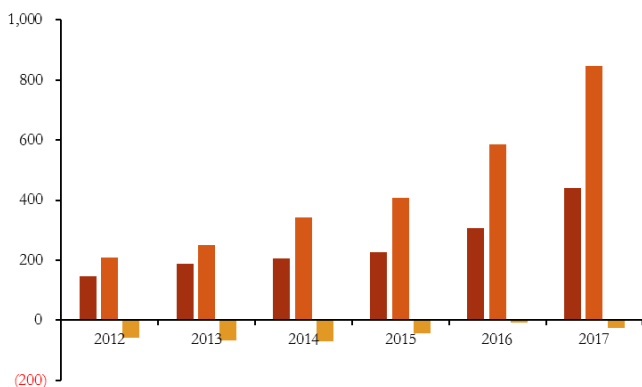
数据来源：公司年报、东方证券研究所



数据来源：Wind、东方证券研究所

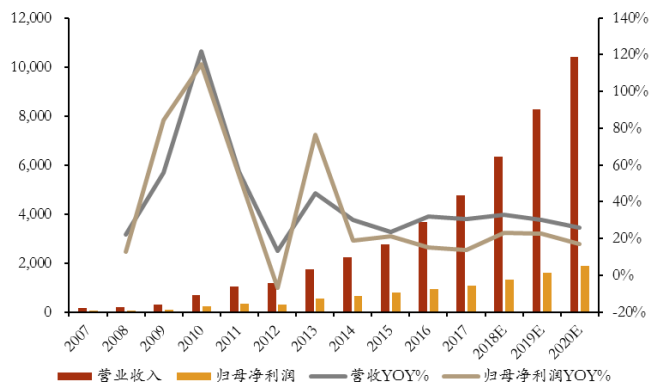
预计随营收规模扩大，摊薄费用效果明显，营收及净利润增速差值将逐渐缩小。17 年公司净利率为 22.2%，同比下降 3.3 个点，同时归母净利润增速为 13.8%，低于营业收入 30.5% 的增速。主要由于毛利率下降、三费增长及股权激励行权或解除限售产生的所得税前可抵扣费用减少使所得税费用较上年同期增长 74.69%。但另一方面，17 年营收增速与归母净利润增速的差值同比 16 年缩小 0.3 个点（16 年公司营收增速与归母净利润增速的差值为 17 个点），我们预计 18 年营收增速与归母净利润增速的差值将会大幅缩小，一是基于 2017 年归母净利润基数相对较小的缘故，其次是由于公司在营收规模不断扩大情况下，销售和管理费用将有效得到摊薄。

图 22：2007-2017 年三费情况柱形图（百万元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 23：公司营收和归母净利润增速差值将逐渐缩小（百万元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

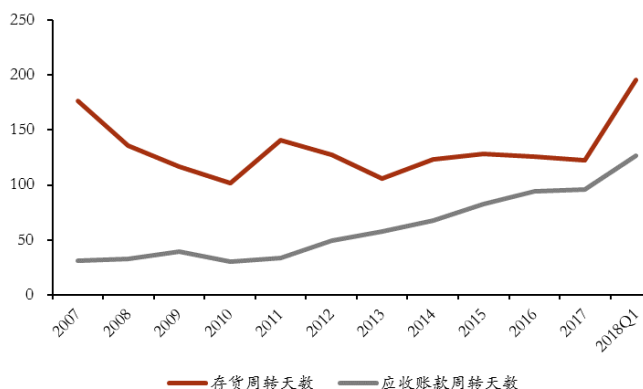
## 其他财务指标分析

17 年公司 ROE 为 20.9%，相比 2016 年降低 0.34 个点。最主要原因在于销售净利率低于 16 年 3.27 个点。公司资产周转率相比 16 年略有提升（由 0.53 提升为 0.56）。

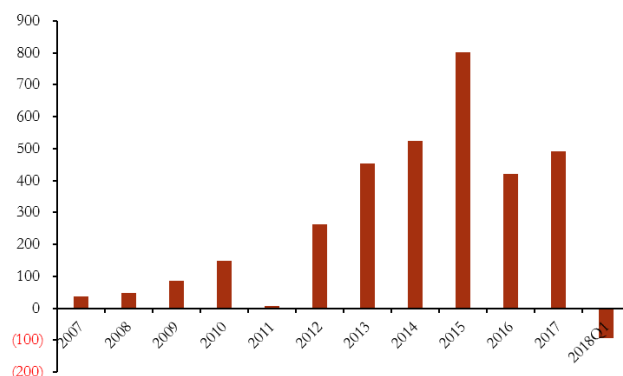
随公司收入规模扩大，应收票据、应收账款和存货增长较快。公司 17 年应收票据、应收账款和存货相比 16 年分别增长 54%/26%/37%，分别占到总资产的 16%/16%/11%，应收账款周转天数由 94 天增加至 96 天。2018 年一季报也存在类似现象，应收票据、应收账款和存货相比 17 年一季度分别增长 42%/54%/46%，分别占到总资产的 17%/14%/14%。一方面，以上三项指标与营业收入

入规模相关性较高，从公司历史情况来看，随公司营收不断增长，应收票据、应收账款和存货呈现持续上升态势，尤其是 17 年存货当中增速最快的项目是原材料，增速达到 64%，可见公司存货增长最主要原因就是销售规模的扩大；其次，工控行业存在 1 季度回款较少的现象，同时由于 2 季度需求将逐渐起来，需要在 1 季度集中备货，因此存货水平也会有有一定上涨。

而应收账款的增多和备货资金的增加又会直接影响 1 季度现金流水平，因此我们看到公司 18 年 1 季度经营活动产生的现金流净额为负，主要原因也是由于 18 年 1 季度及预计未来订单规模扩大导致应收账款和存货规模扩大。

**图 24：随生产规模扩大公司存货和应收账款规模增长**


数据来源：Wind、东方证券研究所

**图 25：应收账款和存货增加影响 1 季度现金流水平 (百万元)**


数据来源：Wind、东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2018-2020 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入的大幅增长主要来自于两方面，一是通用自动化产品下游需求的持续增长和公司市场占有率水平提升；二是在国内环保需求和相关政策推动下，新能源汽车下游需求攀升，公司产品在安全性和稳定性上具有较强竞争力，市场占有率水平得到稳步推进。
- 2) 公司 18-20 年毛利率分别为 44.2%、43.5% 和 42.7%，呈现缓慢下降态势。其中新能源汽车电机电控业务由于新能源汽车补贴退坡加之行业内竞争较为激烈，价格压力较大，对公司整体毛利率情况造成一定冲击；同时公司伴随轨交牵引、新能源汽车电机、工业机器人等新业务成长产品结构发生改变，公司毛利率水平必然会下降，但公司毛利率水平下降将会是缓慢的，首先公司通用自动化业务不以低价取胜，对毛利率有强支撑，其次，公司力争以技术进步换取更大成本空间。
- 3) 公司 18-20 年销售费用率为 8.98%、8.92% 和 8.9%，管理费用率为 17.81%、18.17% 和 18.63%。管理费用的小幅增长主要考虑到研发费用的持续增加，但由于销售收入的增长对管理费用有一定的摊薄影响，因此增幅较小。从绝对值来看，由于新能源乘用车、工业机器人、工业互联网等业务影响公司未来几年研发费用仍将保持较快增长势头，预计研发费用占营业收入比重为维持在 12%-13%。

- 4) 公司 18-20 年平均所得税率为 10.86%，汇川及多家子公司享有高新技术企业所得税优惠，其中母公司税率为 10%，恩格瑞斯享受两免三减半的优惠政策，税率为 12.5%，其余子公司税率为 15%。

**收入分类预测表**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>变频器类</b>					
销售收入 (百万元)	1,664.5	2,229.2	2,717.9	3,112.9	3,653.8
增长率	18.7%	33.9%	21.9%	14.5%	17.4%
毛利率	50.6%	47.9%	47.0%	47.0%	46.0%
<b>伺服系统</b>					
销售收入 (百万元)	501.6	934.1	1,233.1	1,669.6	2,166.7
增长率	43.7%	86.2%	32.0%	35.4%	29.8%
毛利率	46.3%	45.7%	45.0%	44.0%	43.0%
<b>新能源产品</b>					
销售收入 (百万元)	1,086.5	1,016.7	1,574.8	2,321.9	2,915.1
增长率	44.6%	-6.4%	54.9%	47.4%	25.5%
毛利率	45.5%	37.5%	38.0%	37.0%	36.0%
<b>可编程逻辑控制器</b>					
销售收入 (百万元)	106.3	208.5	306.7	452.8	649.9
增长率	44.4%	96.2%	47.1%	47.7%	43.5%
毛利率	50.2%	51.1%	51.0%	51.0%	51.0%
<b>传感器类</b>					
销售收入 (百万元)	34.7	45.2	60.0	75.5	96.6
增长率	23.0%	30.1%	32.7%	25.8%	27.9%
毛利率	46.3%	44.2%	43.7%	44.1%	44.5%
<b>其他主营业务</b>					
销售收入 (百万元)	266.4	343.6	461.4	625.6	913.9
增长率	60.3%	29.0%	34.3%	35.6%	46.1%
毛利率	46.0%	44.2%	42.3%	43.3%	44.1%
合计	3,660.0	4,777.3	6,354.0	8,258.4	10,396.0
增长率	32.1%	30.5%	33.0%	30.0%	25.9%
综合毛利率	48.1%	45.1%	44.2%	43.5%	42.7%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

公司为工业自动化行业龙头，A 股市场对工业自动化企业主要采用相对估值法。从可比公司估值角度，我们认为汇川技术估值在 53 倍左右。我们按照汇川的业务结构选择可比公司。其中英威腾及华中数控主营业务均为工业自动化，两公司工业自动化业务对营收贡献占比均在 60%-80% 区间，与汇川技术大体相当，同时英威腾也在开展新能源汽车及轨道交通牵引业务，与汇川业务结构高度相近。机器人与埃斯顿是以工业机器人为核心的智能装备供应商，由于其工业机器人电气环节设备基本均为自配，产品结构 with 汇川非常相近，同时由于汇川工业机器人业务发展较快，未来将成为埃斯顿和机器人的直接竞争对手，因此选取这两家公司作为可比公司具备一定参考性。最后展鹏科技是专注做电梯控制的公司，前面四家可比公司基本概括了汇川除电梯一体化机之外全部业务，因此选择展鹏科技作为可比公司。

图 26：汇川可比公司估值水平

	最新价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率		
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
英威腾	7.11	0.30	0.37	0.45	29.97	24.16	19.76
机器人	19.48	0.28	0.35	0.44	76.69	60.89	48.48
埃斯顿	13.07	0.11	0.19	0.30	103.38	58.01	38.64
华中数控	17.40	0.19	0.32	0.45	89.75	53.34	37.93
展鹏科技	17.68	0.34	0.40	0.42	49.95	46.20	44.00
最大值					103.38	60.89	48.48
最小值					29.97	24.16	19.76
平均数					69.95	48.52	37.76
调整后平均					72.13	52.52	40.19

数据来源：Wind、东方证券研究所

基于以上表格，我们认为应给予汇川 2018 年 53 倍 PE，我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.65/0.79/0.96 元，目标价 41.6 元。

## 风险提示

**宏观经济发展不及预期，影响工业自动化产品下游需求。**宏观经济发展停滞将造成下游制造业整体开工率水平下滑，从而导致对中游工业自动化产品需求的大幅下降。

**原材料价格上涨较快，影响公司毛利率水平。**2018 年初电子元器件涨价使公司面临较大成本压力，从而影响整体毛利率水平。

**新能源汽车产销不及预期，影响公司新能源汽车电机电控业务。**新能源客车及物流车可能受补贴退坡、牌照政策等影响产销严重不达预期，公司新能源汽车业务收入可能不达预期。**新能源乘用车可能产品推广进度不及预期，影响公司未来 1-2 年营收。**公司在进行乘用车电机电控定点过程中，可能遇到进程不及预期情况，导致新能源乘用车电机电控销量规模不达公司已有规划，直接影响新能源汽车业务发展。



**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,708	2,411	2,746	3,303	4,158	营业收入	3,660	4,777	6,354	8,258	10,396
应收账款	1,131	1,419	1,667	2,261	2,961	营业成本	1,899	2,622	3,545	4,666	5,957
预付账款	28	55	51	71	78	营业税金及附加	37	46	61	79	100
存货	751	1,031	1,414	1,864	2,386	营业费用	306	441	570	737	926
其他	2,773	2,156	3,364	4,371	5,510	管理费用	584	847	1,132	1,501	1,936
<b>流动资产合计</b>	<b>6,390</b>	<b>7,073</b>	<b>9,243</b>	<b>11,870</b>	<b>15,094</b>	财务费用	(8)	(26)	(35)	(30)	7
长期股权投资	203	272	272	272	272	资产减值损失	40	57	57	57	57
固定资产	638	706	827	1,020	1,103	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	8	84	79	77	76	投资净收益	30	75	100	159	203
无形资产	288	300	299	302	314	<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>320</b>	<b>389</b>	<b>424</b>	<b>528</b>
其他	446	613	352	352	350	营业利润	832	1,185	1,513	1,832	2,144
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,584</b>	<b>1,974</b>	<b>1,829</b>	<b>2,023</b>	<b>2,115</b>	营业外收入	213	20	16	20	26
<b>资产总计</b>	<b>7,974</b>	<b>9,047</b>	<b>11,072</b>	<b>13,893</b>	<b>17,209</b>	营业外支出	1	2	3	4	5
短期借款	115	208	0	754	1,716	<b>利润总额</b>	<b>1,044</b>	<b>1,202</b>	<b>1,526</b>	<b>1,848</b>	<b>2,165</b>
应付账款	684	804	1,262	1,660	2,120	所得税	63	111	177	192	230
其他	2,057	2,144	2,632	3,248	3,948	<b>净利润</b>	<b>980</b>	<b>1,091</b>	<b>1,349</b>	<b>1,657</b>	<b>1,936</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,856</b>	<b>3,156</b>	<b>3,893</b>	<b>5,662</b>	<b>7,784</b>	少数股东损益	48	31	43	58	67
长期借款	11	0	(2)	(4)	(6)	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>932</b>	<b>1,060</b>	<b>1,306</b>	<b>1,599</b>	<b>1,868</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.56	0.64	0.79	0.96	1.12
其他	125	165	80	80	80						
<b>非流动负债合计</b>	<b>136</b>	<b>165</b>	<b>78</b>	<b>76</b>	<b>74</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>2,992</b>	<b>3,322</b>	<b>3,971</b>	<b>5,739</b>	<b>7,858</b>		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	267	299	342	399	467	<b>成长能力</b>					
股本	1,660	1,664	1,664	1,664	1,664	营业收入	32.1%	30.5%	33.0%	30.0%	25.9%
资本公积	744	844	1,369	1,369	1,369	营业利润	14.8%	42.4%	27.7%	21.1%	17.1%
留存收益	2,294	2,896	3,704	4,700	5,830	归属于母公司净利润	15.1%	13.8%	23.2%	22.4%	16.8%
其他	17	22	22	22	22	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>4,982</b>	<b>5,725</b>	<b>7,100</b>	<b>8,154</b>	<b>9,352</b>	毛利率	48.1%	45.1%	44.2%	43.5%	42.7%
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,974</b>	<b>9,047</b>	<b>11,072</b>	<b>13,893</b>	<b>17,209</b>	净利率	25.5%	22.2%	20.6%	19.4%	18.0%
						ROE	21.2%	20.9%	21.4%	22.0%	22.5%
						ROIC	16.4%	19.0%	20.0%	20.1%	19.2%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	37.5%	36.7%	35.9%	41.3%	45.7%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	2.24	2.24	2.37	2.10	1.94
						速动比率	1.97	1.91	2.01	1.77	1.63
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	3.8	3.7	4.1	4.2	4.0
						存货周转率	2.8	2.9	2.9	2.8	2.8
						总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.56	0.64	0.79	0.96	1.12
						每股经营现金流	0.25	0.30	0.67	0.32	0.40
						每股净资产	2.83	3.26	4.06	4.66	5.34
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	58.6	51.5	41.8	34.2	29.2
						市净率	11.6	10.1	8.1	7.0	6.1
						EV/EBITDA	58.5	43.5	35.0	28.7	24.1
						EV/EBIT	66.3	47.1	37.0	30.3	25.4

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	980	1,091	1,349	1,657	1,936
折旧摊销	109	98	84	102	120
财务费用	(8)	(26)	(35)	(30)	7
投资损失	(30)	(75)	(100)	(159)	(203)
营运资金变动	(249)	210	(881)	(1,045)	(1,198)
其它	(382)	(807)	699	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>420</b>	<b>492</b>	<b>1,116</b>	<b>524</b>	<b>662</b>
资本支出	(236)	(224)	(198)	(296)	(212)
长期投资	(215)	(83)	0	0	0
其他	51	(63)	91	148	191
<b>投资活动现金流</b>	<b>(400)</b>	<b>(370)</b>	<b>(107)</b>	<b>(147)</b>	<b>(21)</b>
债权融资	(1)	1	(2)	(2)	(2)
股权融资	606	93	0	0	0
其他	90	(856)	(672)	182	216
<b>筹资活动现金流</b>	<b>695</b>	<b>(762)</b>	<b>(674)</b>	<b>180</b>	<b>214</b>
汇率变动影响	2	(2)	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>717</b>	<b>(643)</b>	<b>335</b>	<b>557</b>	<b>855</b>

资料来源：东方证券研究所

## 信息披露

---

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有汇川技术(300124.SZ)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

