

**机械设备**
**业绩短期放缓，下轮成长可期**

2019年10月29日

**——汇川技术（300124.SZ）2019年三季度报点评**
**公司评级：买入（维持）**
**分析师：赵晓闯**

执业证书号：S1030511010004

电话：0755-83199599

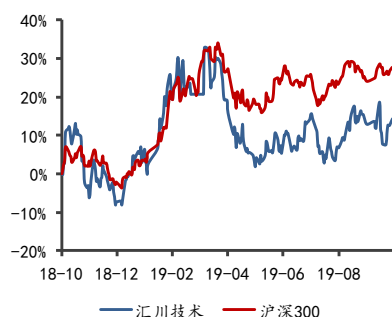
邮箱：Zhaoxc@csco.com.cn

**公司具备证券投资咨询业务资格**

相关报告：

汇川技术深度报告：工控进口替代龙头，多轮驱动成长-181119

汇川技术(300124.SZ)与沪深300对比表现



公司数据与预测	Wind 资讯
总市值(亿元)	407.85
流通市值(亿元)	332.50
总股本(亿股)	16.62
流通股本(亿股)	13.55
日均成交额(百万元)	230.58
近一个月换手(%)	12.48
第一大股东	汇川投资有限

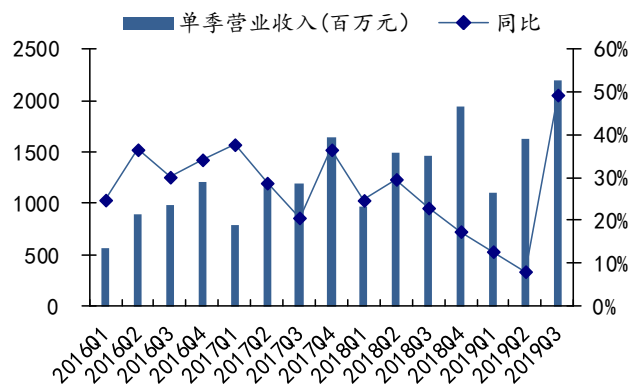
请务必阅读文末重要声明及免责条款

**核心观点：**

- 1) **公司期间业绩稍低于市场预期。**公司前三季度实现营收49.1亿元(+24.6%，剔除贝思特并表后为+6.4%)，归母净利润6.5亿元(-18.7%，剔除并表后约为-24%)；剔除并表因素，公司Q1/Q2/Q3营收同比增速为12.78%/8.12%/0.4%，归母净利润同比增速为-34.3%/-10.1%/-33%。
- 2) **毛利率下降是利润下滑主因。**前三季度公司综合毛利率同比减少4.9pcts，剔除并表因素，毛利率同比减少约2.5pcts。毛利率下滑一方面是轨交业务等低毛利率业务占比提升，一方面是新能源车业务毛利率下滑，以及通用自动化业务行业不景气竞争加剧所致。季度趋势看，剔除并表因素，第三季度毛利率同比、环比均已基本持平，呈稳定趋势。
- 3) **电梯业务板块稳健增长，收购贝思特后协同效应可期。**公司电梯一体化业务前三季度电收入10.3亿元(+11.9%)，增长稳健。公司和贝思特在大配套、客户及市场等方面可形成协同效应，提升运营效率和业绩的同时，可向全球市场拓展。
- 4) **新能源汽车板块短期拖累业绩，轨交板块是亮点。**由于新能源汽车补贴政策影响，新能源汽车板块期间营收3.4亿元(-23.5%)，但多项产品取得定点，预计对部分车型明年开始批量供货，2021年将放量可期。轨道交通业务“走出苏州”战略持续实现，期间实现营收3亿元(+135%)，中标南通、青岛地铁订单，品牌影响力持续提升。
- 5) **盈利预测与投资评级。**我们预测公司2019/2020/2021年EPS分别为0.66/0.88/1.08元，动态PE分别为37/28/23倍。公司业绩短期受行业景气影响放缓，但通过内生产品拓展以及外延并购，工业自动化业务进口替代空间仍较大，新能源车及轨交业务放量可期，我们维持公司“买入”的投资评级。
- 6) **风险提示：**下游行业持续不景气；新能源车业务低于预期等。

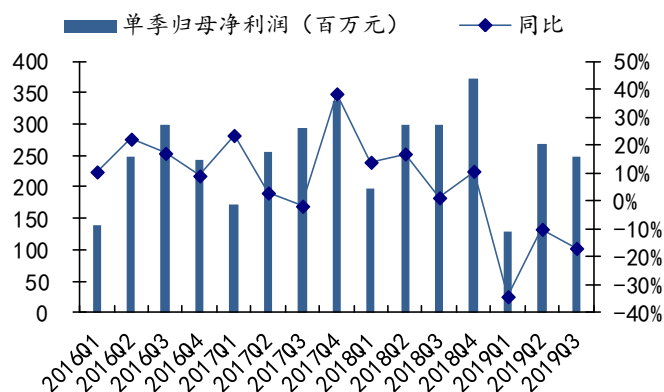
预测指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5874.36	7823.57	10247.20	12134.60
收入同比	22.96%	33.18%	30.98%	18.42%
净利润(百万元)	1166.9	1092.56	1464.95	1791.56
净利润同比	10.08%	-6.37%	34.08%	22.29%
毛利率	41.81%	37.84%	36.86%	37.47%
净利率	15.42%	15.18%	14.89%	15.38%
EPS(元)	0.70	0.66	0.88	1.08
PE(倍)	47.2	37.3	27.8	22.8

Figure 1 公司营业收入增长情况



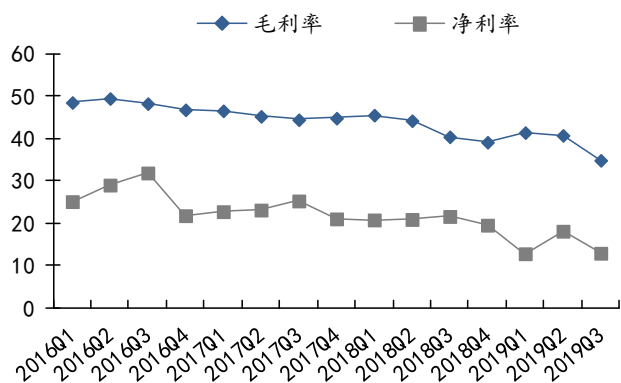
资料来源：公司年报、世纪证券研究所

Figure 2 公司归母净利润增长情况



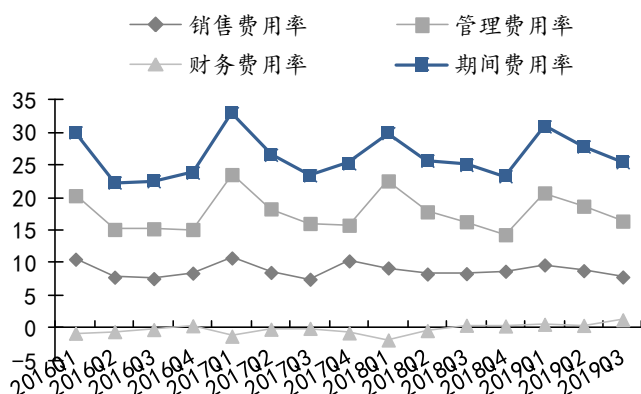
资料来源：公司年报、世纪证券研究所

Figure 3 公司毛利率及净利率情况(单季度,%)



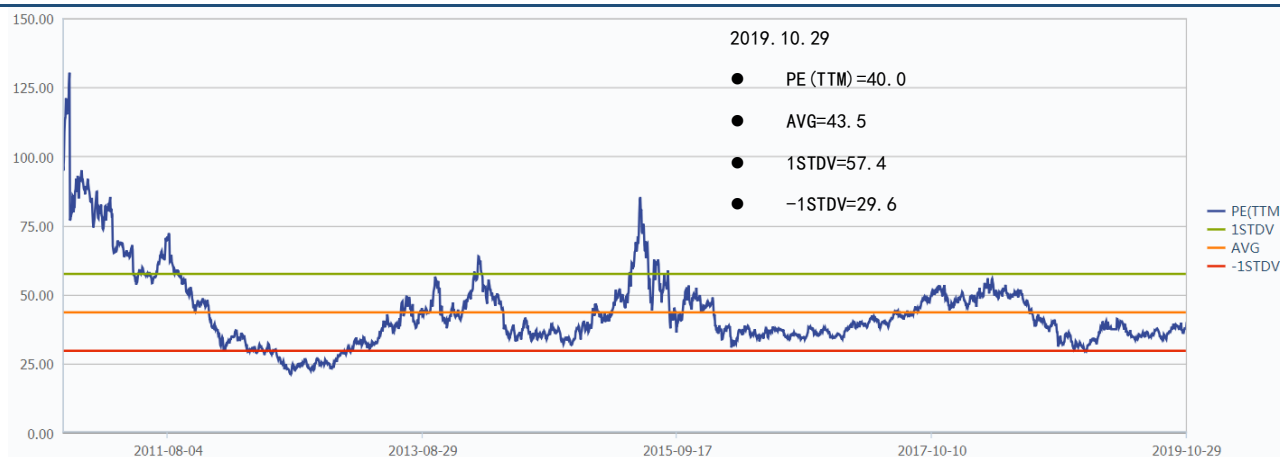
资料来源：公司年报、世纪证券研究所

Figure 4 公司费用率情况(单季度,%)



资料来源：公司年报、世纪证券研究所

Figure 5 汇川技术 PE 估值分析



资料来源：wind、世纪证券研究所

## 关键假设

### 1) 收入增长假设

**变频器类业务：**通用变频类业务 2019 年以来受制造下投资增速下滑影响，增速放缓至个位数，而电梯一体化业务保持了两位数稳健增长，预计变频类业务 2019 全年实现 10%左右增长。收购的贝思特 7 月份并表，预计全年贡献约 16 亿左右收入。2020 及 2021 年，预计元变频器类业务增长约 20%左右，贝思特从 2020 年全部收入并表，贡献约 27 亿元收入，预计贝思特 2020 及 2021 年收入增速约 7%左右。

**其他通用自动化类业务：**由于 3C、机床等下游行业放缓，公司伺服系统业务、及控制类控制技术类业务 2019 年增速有所放缓；公司在 PLC 及 CNC 方面持续推出新品，与伺服业务形成协同，公司通用自动化类业务虽然市占率不断提升，但仍有较大替代空间，随着产品平台化及事业部组织推进，未来增长可期，预计 2019/2020/2021 年，运动控制类收入增速 0%/25%/20%，控制技术类业务收入增速 10%/30%/25%，传感器类收入增速 30%/30%/35%。

**电液伺服及工业机器人等其他业务：**第三季度电液伺服业务下滑幅度收窄，公司深耕细分产品并布局新产品，为未来增长打下基础；工业机器人业务第三季度增速提升，主要是公司围绕“核心部件+整机+视觉+工艺”经营策略，面对手机行业需求下滑的情况，重点拓展锂电、玩具等行业，持续深挖行业应用工艺，加强机器人与工业视觉的深度耦合，提升产品竞争力。我们预计公司电液伺服及工业机器人等其他业务 2019/2020/2021 年收入增速分别为 40%/30%/20%。

**新能源汽车及轨道交通业务：**由于新能源汽车补贴政策影响，2019 年新能源汽车业务收入有所下滑，主要是新能源客车业务下滑，但新能源客车五合一产品通过测试，下半年开始供货，乘用车多项产品取得定点，并通过了几家国际车企的质量审核，预计对部分车型明年开始批量供货，2020 年可望放量。轨道交通业务“走出苏州”战略持续得以实现，低基数情况下业务快速增长，；目前在手订单约 10 亿左右，未来几年业绩有保障。预计新能源及轨道交通类业务 2019/2020/2021 年增速分别达-10%/20%/30%。

### 2) 毛利率假设

变频、伺服、PLC&HMI 等工控自动化类业务，尤其通用类产品由于工业品特性及竞争因素，价格会呈小幅下降趋势，公司通过研发投入及为客户提供综

合机电自动化产品和方案，毛利率将基本保持稳定，下降幅度有限。新能源动力总成及轨道交通类业务毛利率相对较低，将会稍微拉低公司综合毛利率。同时，并表的贝思特综合毛利率约 24%，会拉低综合毛利率。我们预计主要受产品结构影响，未来几年公司综合毛利率下滑至 37%左右的水平。

### 3) 费用假设:

由于公司业务市场拓展及研发投入，近两年销售费用及管理费用增长较快，2017 年达到近年高点；目前公司也在有意识控制费用，同时考虑并表的贝思特费用率较低，公司整体费用率保持平稳稍降趋势。

Figure 6 公司营业收入及毛利率预测（贝思特业务合并到变频器类业务里面）

营业收入（百万元）	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
变频器类	1203	1341	1402	1665	2229	2840	4686	6326	7275
同比		11.4%	4.5%	18.7%	33.9%	27.4%	65.0%	35.0%	15.0%
运动控制类	268	296	349	502	934	1201	1201	1502	1802
同比		10.5%	17.8%	43.7%	86.2%	28.6%	0%	25%	20%
控制技术类	61	66	74	106	208	267	294	382	478
同比		6.9%	12.1%	44.4%	96.2%	28.3%	10.0%	30.0%	25.0%
新能源及轨道交通类	156	376	752	1,087	1,017	1085	977	1172	1524
同比		141.6%	99.9%	44.6%	-6.4%	6.8%	-10%	20%	30%
传感器类	15	24	28	35	45	71	92	120	161
同比		60.3%	17.6%	23.0%	30.1%	56.5%	30.0%	30.0%	35.0%
其他业务	22	140	166	266	344	409	573	745	894
同比		523.3%	19.1%	60.3%	29.0%	19.1%	40%	30%	20%
<b>合计收入</b>	<b>1726</b>	<b>2243</b>	<b>2771</b>	<b>3660</b>	<b>4777</b>	<b>5874</b>	<b>7824</b>	<b>10247</b>	<b>12135</b>
<b>同比</b>		<b>29.9%</b>	<b>23.5%</b>	<b>32.1%</b>	<b>30.5%</b>	<b>23.0%</b>	<b>33.2%</b>	<b>31.0%</b>	<b>18.4%</b>
毛利率	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
变频器类	55.0%	53.2%	51.7%	50.6%	47.9%	45.1%	38.0%	36.0%	36.5%
运动控制类	49%	48.6%	46.8%	46.3%	45.7%	43.6%	45.0%	44.0%	44.0%
控制技术类	56.5%	53.9%	54.6%	50.2%	51.2%	47.7%	44.5%	45.0%	45.0%
新能源及轨道交通类	46%	44.6%	43.7%	45.5%	37.5%	28.5%	23.0%	25.0%	28.0%
传感器类	41.5%	43.8%	44.4%	46.3%	44.2%	44.9%	46.5%	45.0%	45.0%
其他业务	37%	40.3%	44.3%	46.0%	44.2%	45.2%	42.0%	43.0%	43.0%
<b>综合毛利率</b>	<b>52.8%</b>	<b>50.2%</b>	<b>48.5%</b>	<b>48.1%</b>	<b>45.1%</b>	<b>41.8%</b>	<b>37.8%</b>	<b>36.9%</b>	<b>37.5%</b>

资料来源：wind、公司财报、世纪证券研究所

附：财务预测摘要

<b>报表预测</b>					
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
营业收入	4777.30	5874.36	7823.57	10247.20	12134.60
减：营业成本	2621.93	3418.18	4863.18	6469.68	7587.37
营业税金及附加	45.92	45.67	62.59	81.98	97.08
营业费用	441.16	504.46	594.59	758.29	897.96
管理费用	847.18	292.23	1251.77	1537.08	1820.19
财务费用	-26.05	-12.79	56.18	60.31	45.76
资产减值损失	57.46	35.04	50.00	58.00	68.00
加：投资收益	75.12	57.54	70.00	75.00	82.00
其他经营损益	-260.8	-409.16	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>1184.63</b>	<b>1282.7</b>	<b>1015.26</b>	<b>1356.86</b>	<b>1700.24</b>
加：其他非经营损益	17.62	0.96	250.00	270.00	290.00
<b>利润总额</b>	<b>1202.25</b>	<b>1283.66</b>	<b>1265.26</b>	<b>1626.86</b>	<b>1990.24</b>
减：所得税	110.89	74.94	77.69	100.87	124.04
<b>净利润</b>	<b>1091.36</b>	<b>1208.72</b>	<b>1187.57</b>	<b>1525.99</b>	<b>1866.21</b>
减：少数股东损益	31.32	41.82	95.01	61.04	74.65
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1060.04</b>	<b>1166.9</b>	<b>1092.56</b>	<b>1464.95</b>	<b>1791.56</b>
<b>财务分析和估值指标汇总</b>					
	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>收益率</b>					
毛利率	45.12%	41.81%	37.84%	36.86%	37.47%
三费/销售收入	26.42%	25.46%	24.32%	22.99%	22.78%
EBIT/销售收入	17.83%	15.61%	16.79%	16.36%	16.68%
EBITDA/销售收入	20.05%	18.06%	19.78%	18.65%	18.42%
销售净利率	17.39%	15.42%	15.18%	14.89%	15.38%
<b>资产获利率</b>					
ROE	14.73%	13.85%	14.90%	16.65%	16.92%
ROA	9.89%	9.30%	10.74%	12.15%	12.90%
ROIC	17.72%	18.25%	14.92%	16.54%	17.52%
<b>增长率</b>					
销售收入增长率	30.53%	22.96%	33.18%	30.98%	18.42%
EBIT 增长率	-17.55%	7.64%	43.28%	27.66%	20.69%
EBITDA 增长率	-14.84%	10.78%	45.86%	23.47%	16.99%
净利润增长率	-15.27%	9.09%	-6.37%	34.08%	22.29%
总资产增长率	13.19%	14.48%	24.10%	12.85%	13.67%
股东权益增长率	15.07%	15.04%	17.50%	19.97%	20.36%
经营营运资本增长率	3.64%	75.79%	3.37%	25.14%	25.81%
<b>资本结构</b>					
资产负债率	33.50%	33.70%	36.87%	33.00%	29.16%
投资资本/总资产	56.04%	67.91%	65.26%	67.26%	69.92%
债务/总负债	7.21%	20.01%	28.98%	23.77%	19.74%
流动比率	2.42	2.34	2.25	2.61	3.06
速动比率	1.83	1.31	1.88	2.18	2.56
<b>资产管理效率</b>					
总资产周转率	0.55	0.60	0.64	0.74	0.77
固定资产周转率	6.77	6.64	9.07	15.42	19.07
应收账款周转率	1.65	1.72	1.48	1.68	1.65
存货周转率	2.54	2.70	3.04	3.41	3.45

数据来源：wind、世纪证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

### 投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； 增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。