



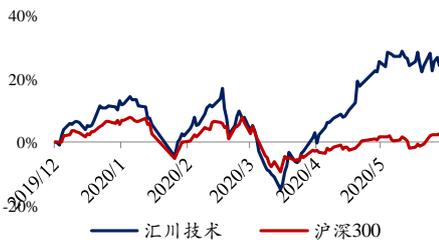
国际客户牵引战略落地，自动化业务加速进口替代

投资评级：买入（首次）

报告日期：2020-06-08

收盘价（元）	34.55
近 12 个月最高/最低（元）	36.15/23.20
总股本（百万股）	1731
流通股本（百万股）	1381
流通股比例（%）	75.74
总市值（亿元）	595
流通市值（亿元）	475

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿枝

执业证书号：S0010520020001

相关报告

事件：汇川联合动力驱动电机控制器产品获得欧洲某知名汽车企业新能源汽车平台的定点。

主要观点：

➤ **定点国际客户示范意义巨大，有利于推动客户开拓与供应链建设。**电控产品首次突破海外市场，标志着公司研发制造、质量管理体系实现从工业品到汽车电子的跨越。国际客户牵引是公司新能源汽车业务的核心成长力，将大幅提升公司新能源产品的国际影响力。海外客户“背书”有利于开拓国内市场，国际主机厂品牌效应带动下，研发、管理、制造体系可以和国际接轨，供应链议价能力将大幅提升，后期规模效应也将反哺供应链，公司新能源汽车业务有望进入良性循环。

➤ **国内乘用车客户进入放量期，汽车电子业务有望减亏。**

汽车电子产品对研发与制造体系要求严格，2016 年开始，公司投入近 800 名研发人员，设备资本开支超 3 亿/年，而车品从定点到放量时间周期约 18-24 个月，这就造成公司 2017-2019 年该业务持续亏损。截止 2020 年 Q1，乘用车产品在国内已定点超过 8 家主机厂，成为 3 家造车新势力主供，并进入广汽、长城等一线车企供应体系。我们判断 随着新定点客户持续放量，2020 年有望大幅减亏。

➤ **自动化加速国产替代，2020 年将成为公司自动化业务发展的分水岭。**

2020 年 2-5 月，疫情影响下，竞争对手物流与供应链受损，生产、制造与发货严重挤压，公司应用“保供给策略”大幅抢占市场份额。其中截止 2 月底，安川中国区订单下滑 22%，而同期汇川订单同比增长预计超 40%。疫情缓解后，公司继续利用产能与渠道优势，针对下沉市场加强分销，自动化业务将维持逆势增长。全年维度看，伺服和变频市场份额有望大幅超过安川与西门子。

➤ **组织架构变革提升经营效率，盈利能力拐点来临。**

公司受制于定制化模式瓶颈，造成人均收入与利润增长率下滑，掣肘在于散单市场的通用品发挥不了行业专机优势。为此，公司于 2019 年启动第四次组织架构调整，搭建敏捷的流程组织，制定标准业务流程以提升经营效率。我们认为公司组织架构变革有两方面意义：一方面，组织架构改革，有望拉通多产品技术平台，强化通用品竞争力，降低研发与制造摊销；另一方面，以效益为导向严控成本，盈利能力将持续提升。

投资建议

预计公司 2020-2022 年分别实现净利润 14.58/18.91/24.56 亿元，同比增速分别为 53.2%/30.2%/29.8%，对应 PE40X/31X/24X。公司目前是 A 股中最有可能成长为智能制造平台型企业的标的，疫情背景下自动化份额

呈现加速提升态势，新能源电控突破订单海外客户，组织架构变革下，公司盈利能力拐点向上，首次推荐，给予“买入”评级。

风险提示

1、下沉策略实施受阻；2、工业自动化景气度下行；3、新能源汽车研发进展受阻；4、组织架构调整与管理变革受阻；

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7390	9834	12086	14972
收入同比(%)	26%	33%	23%	24%
归属母公司净利润	951	1458	1891	2456
净利润同比(%)	-18%	53%	30%	30%
毛利率(%)	38%	38%	38%	39%
ROE(%)	11%	14%	16%	17%
每股收益(元)	0.55	0.84	1.09	1.42
P/E	62.49	41.02	31.63	24.36
P/B	6.90	5.94	5.00	4.15
EV/EBITDA	56.72	37.22	27.59	20.17

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 乘用车短期承压，国际客户牵引是核心动力	5
2 投资策略	7
2.1 分项业务收入预测	7
2.2 可比公司估值与投资建议	8
3 风险提示:	8
4 附录: 公司历史财务数据	8

图表目录

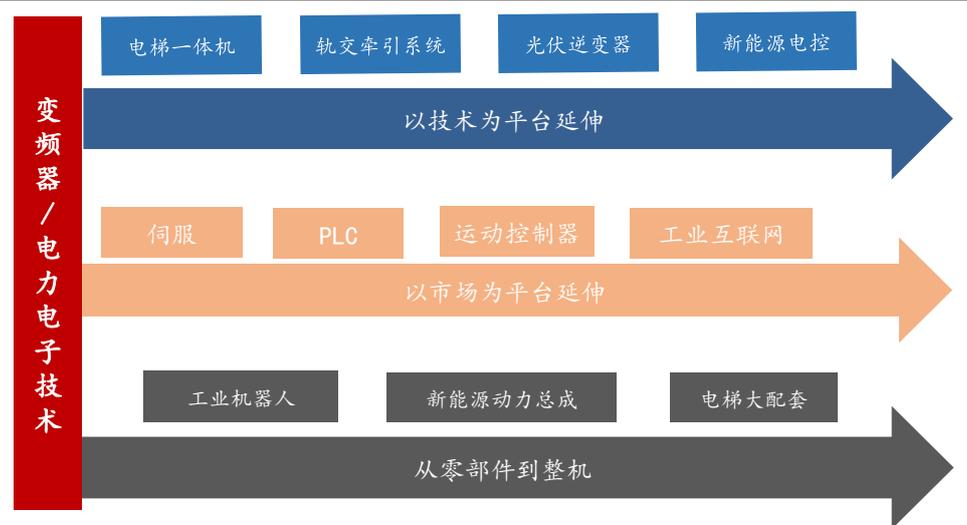
图表 1 公司战略以技术与市场平台为延伸	5
图表 3 公司新能源汽车业务发展路径（红色框为乘用车部分）	6
图表 4 新能源乘用车已形成完整的产品体系	6
图表 5 受补贴下滑影响，新能源汽车收入下滑	7
图表 6 乘用车大幅拖累新能源产品毛利率滑	7
图表 7 预计 2020-2022 年营业收入为 98/121/150 亿元	7
图表 8 可比公司 2020-2021 年平均估值水平 PE 56X/42X	8
图表 9 2011-2019 年营收 CAGR 达 30%	8
图表 10 2010-2019 年净利润整体保持增长趋势	8
图表 11 2017Q2-2020Q1 净利润与同比增速	9
图表 12 2017Q2-2020Q1 净利润率与 ROE	9

1 乘用车短期承压，国际客户牵引是核心动力

电驱动是新能源汽车核心零部件，实现了传统燃油车动力总成（发动机+变速箱）的替代，其性能决定了新能源汽车驾驶性能。电驱动主要由电控、电机、减速器构成，其中电控作用是控制电机电压或电流，完成电机的驱动转矩和方向控制。

公司战略以技术为平台延伸&以市场为平台为延伸，优化创造价值能力，同时在优势领域从核心零部件做到整机配套，提升市场空间。电控是公司以电力电子技术为平台在新能源汽车市场的延伸。

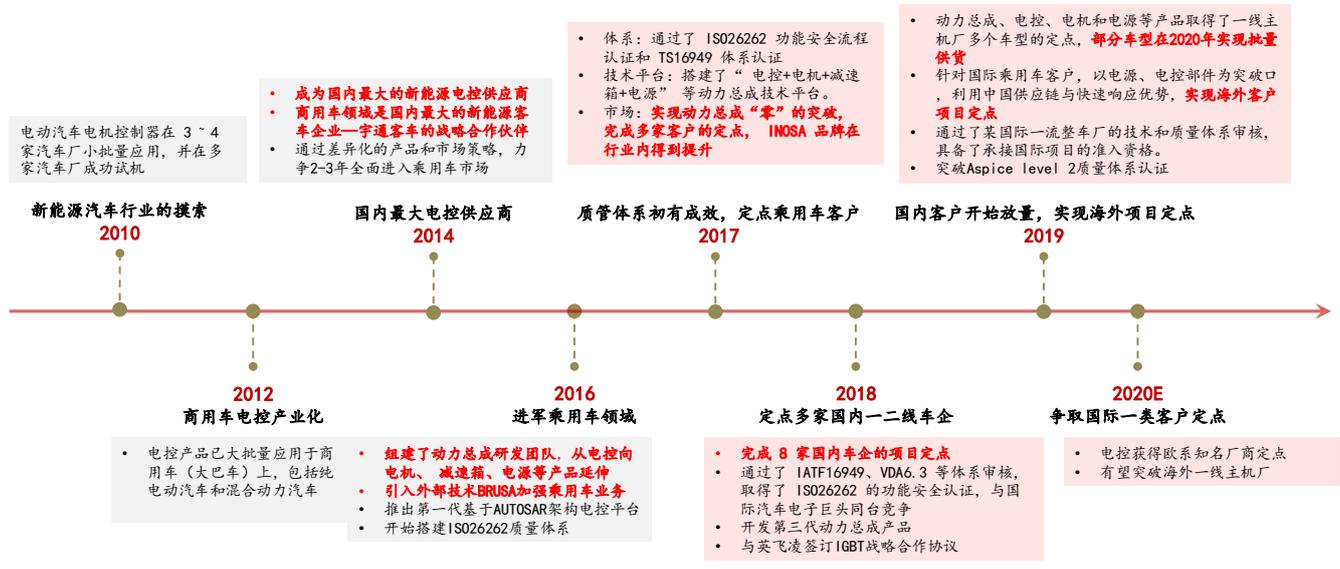
图表 1 公司战略以技术与市场平台为延伸



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司从 2010 年布局新能源商用车领域，与国内最大的客车供应商宇通合作并成为国内最大的第三方电控供应商，技术平台从“单电控”产品延伸到“三合一、五合一”集成化控制器。国内新能源商用车市场发展比较成熟，公司在行业处于领先地位。2014 年开始布局新能源乘用车领域，通过国际客户牵引的战略提升研发、流程管理、质量管理体系的能力。截止 2018 年底已定点 8 家国内车企，2019 年部分车型实现批量供货。

图表 2 公司新能源汽车业务发展路径 (红色框为乘用车部分)



资料来源:公司公告,华安证券研究所

公司已经形成了完整的产品体系,包括电机控制器、高性能电机、DC/DC 电源、OBC 电源、五合一控制器、电驱总成、电源总成等,为新能源商用车、乘用车提供低成本、高品质的综合产品解决方案与服务。

图表 3 新能源乘用车已形成完整的产品体系

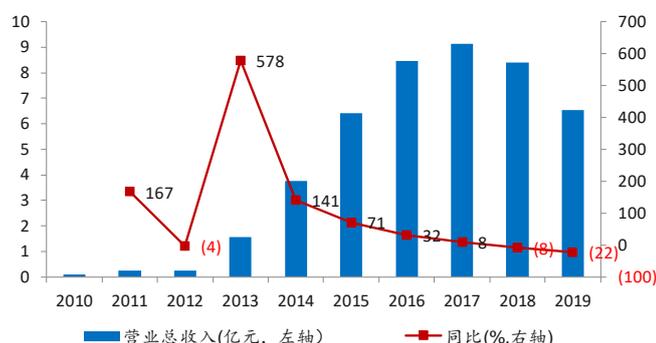


资料来源:公司官网,华安证券研究所

2018 年 2 月 13 日与 2019 年 3 月 26 日财政部发布了新能源汽车补贴调整政策,市场竞争加剧,行业盈利持续恶化,2019 年新能源汽车总体销量下滑约 4%,其中商用车下滑较大。公司受补贴退坡影响商用车电控价格与毛利率开始下滑。

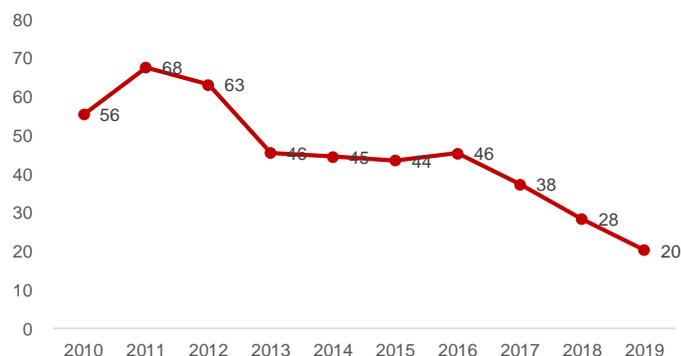
新能源乘用车还处于市场发展的初期阶段,市场规模较小,公司新能源乘用车业务处于战略投入期。国际客户对汽车电子制造体系要求较高,检测与自动化生产设备需要投入大量资本开支,短期新能源乘用车业务盈利能力承压,随着公司国内定点主机厂开始放量,规模效应驱动下盈利能力有望提升。

图表 4 受补贴下滑影响，新能源汽车收入下滑



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 5 乘用车大幅拖累新能源产品毛利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

注意：图表“乘用车大幅拖累新能源产品毛利率”2016-2019年包含新能源汽车与轨道交通综合毛利率。

2 投资策略

2.1 分项业务收入预测

图表 6 预计 2020-2022 年营业收入为 98/121/150 亿元

项目	单位	2019A	2020E	2021E	2022E
贝斯特					
销售收入	百万元	1404	2421.00	2765.02	3196.92
增长率	%	—	—	14.21	15.62
变频器					
销售收入	百万元	2972	3204	3532	3849
增长率	%	4.66	7.82	10.23	8.98
可编程逻辑控制器					
销售收入	百万元	302	444	601	771
增长率	%	13.00	47.20	35.12	28.31
新能源					
销售收入	百万元	1018	1294	1736	2471
增长率	%	-6.17	27.07	34.20	42.30
运动控制系统					
销售收入	百万元	1147	1793	2558	3541
增长率	%	-4.51	56.30	42.70	38.40
其它业务					
销售收入	百万元	545	676	892	1142
增长率	%	-	24.04	32.00	28.00
合计					
销售收入	百万元	7390	9833	12086	14972
增长率	%	25.81	33.06	22.91	23.88

资料来源：华安证券研究所（可比公司盈利预测与估值取自 2020/06/08 Wind 一致预期）

2.2 可比公司估值与投资建议

我们选取锐科激光、埃斯顿、宏发股份，作为 A 股国内自动化行业估值对标，选取三花智控、宁德时代作为新能源汽车核心零部件估值对标，2020-2021 年平均 PE 为 56X/42X，汇川低于可比公司平均估值水平。

考虑到公司目前是 A 股中最有可能成长为智能制造平台型企业的标的，疫情背景下自动化份额呈现加速提升态势，新能源电控突破订单海外客户，组织架构变革下，公司盈利能力拐点向上，首次推荐，给予“买入”评级

图表 7 可比公司 2020-2021 年平均估值水平 PE 56X/42X

证券代码	公司简称	EPS			PE		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
300747.SZ	锐科激光	1.69	2.02	2.76	59	49	36
002747.SZ	埃斯顿	0.08	0.14	0.19	136	79	57
600885.SH	宏发股份	0.95	1.13	1.39	37	31	25
002050.SZ	三花智控	0.52	0.43	0.52	37	45	37
300759.SZ	宁德时代	0.83	0.99	1.33	92	77	57
	平均值				72	56	42
300124.SZ	汇川技术				62	41	32

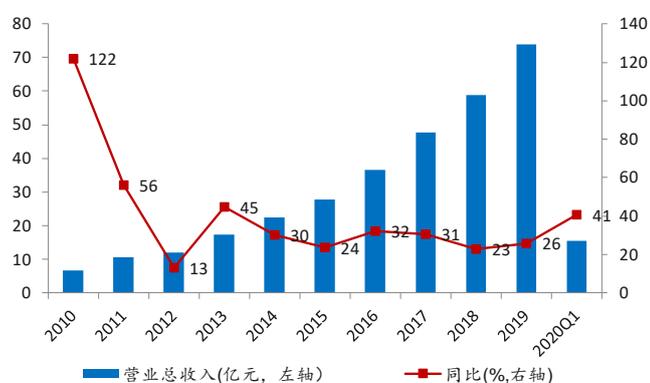
资料来源：Wind，华安证券研究所（可比公司盈利预测与估值取自 2020/06/08 Wind 一致预期）

3 风险提示：

- 1、下沉策略实施受阻；
- 2、工业自动化景气度下行；
- 3、新能源汽车研发进展受阻；
- 4、组织架构调整与管理变革受阻；

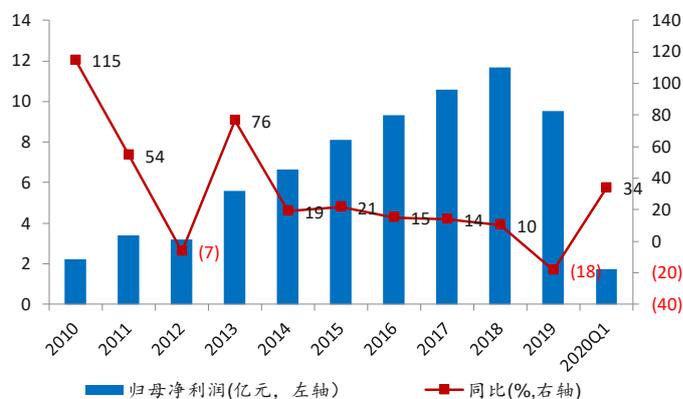
4 附录：公司历史财务数据

图表 8 2011-2019 年营收 CAGR 达 30%



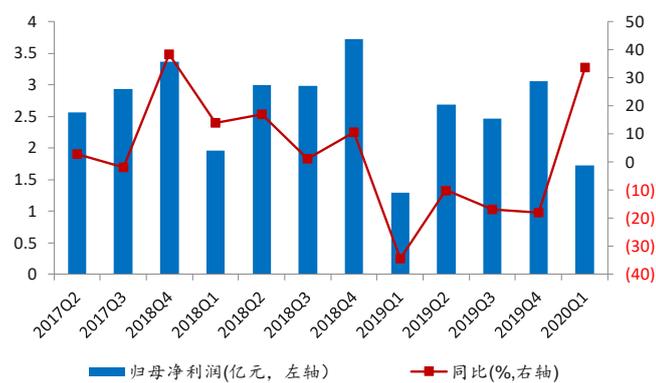
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 2010-2019 年净利润整体保持增长趋势



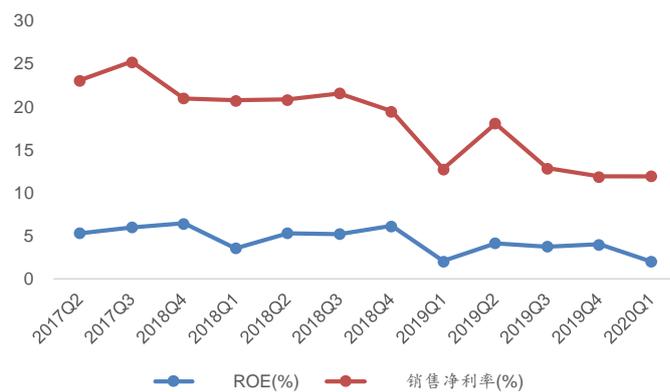
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 2017Q2-2020Q1 净利润与同比增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 2017Q2-2020Q1 净利润率与 ROE



资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
流动资产	9512	12914	15188	18540	
现金	1752	3852	4466	6371	
应收账款	2432	2808	3482	4315	
其他应收款	25	56	65	79	
预付账款	80	102	123	153	
存货	1710	1984	2414	2971	
其他流动资产	3513	4113	4639	4651	
非流动资产	5374	5683	6037	6358	
长期投资	875	944	1014	1085	
固定资产	1643	1882	2123	2339	
无形资产	2611	2610	2654	2688	
其他非流动资产	246	246	246	246	
资产总计	14886	18597	21225	24898	
流动负债	5268	7229	7916	9101	
短期借款	1264	1696	1365	1081	
应付账款	1501	1518	1837	2275	
其他流动负债	2503	4015	4714	5746	
非流动负债	682	900	850	749	
长期借款	472	690	640	540	
其他非流动负债	210	210	210	210	
负债合计	5950	8129	8766	9851	
少数股东权益	319	392	492	624	
股本	1732	1732	1732	1732	
资本公积	2813	2813	2813	2813	
留存收益	4284	5742	7633	10089	
归属母公司股东	8618	10076	11968	14423	
负债和股东权	14886	18597	21225	24898	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金	1310	2017	1655	2938	
净利润	1010	1532	1991	2588	
折旧摊销	218	244	286	327	
财务费用	56	91	96	79	
投资损失	-76	-70	-70	-71	
营运资金变动	92	227	-642	22	
其他经营现金	10	-7	-7	-7	
投资活动现金	-1307	-476	-564	-570	
资本支出	-249	-476	-564	-570	
长期投资	-789	0	0	0	
其他投资现金	-269	0	0	0	
筹资活动现金	1053	559	-478	-464	
短期借款	0	432	-331	-285	
长期借款	0	218	-50	-100	
普通股增加	309	0	0	0	
资本公积增加	0	-105	-117	-120	
其他筹资现金	744	13	21	41	
现金净增加额	1056	2100	614	1905	

资料来源:公司公告,华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
营业收入	7390	9834	12086	14973	
营业成本	4608	6097	7453	9187	
营业税金及附加	46	72	85	105	
销售费用	627	777	931	1108	
管理费用	423	492	568	689	
财务费用	53	74	58	34	
资产减值损失	-41	0	0	0	
公允价值变动收	11	0	0	0	
投资净收益	76	70	70	71	
营业利润	1047	1616	2095	2723	
营业外收入	13	0	0	0	
营业外支出	4	0	0	0	
利润总额	1056	1623	2101	2730	
所得税	46	92	110	143	
净利润	1010	1532	1991	2588	
少数股东损益	58	73	100	132	
归属母公司净利润	952	1458	1891	2456	
EBITDA	1049	1559	2067	2715	
EPS (元)	0.55	0.84	1.09	1.42	

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	25.81%	33.06%	22.91%	23.88%
营业利润	-18.35%	54.28%	29.63%	30.01%
归属于母公司净利	-18.42%	53.20%	29.69%	29.84%
获利能力				
毛利率(%)	37.65%	38.00%	38.33%	38.65%
净利率(%)	0.26%	12.88%	14.83%	15.65%
ROE(%)	11.05%	14.47%	15.80%	17.03%
ROIC(%)	13.02%	20.28%	23.96%	31.13%
偿债能力				
资产负债率(%)	39.97%	43.71%	41.30%	39.57%
净负债比率(%)	20.26%	23.78%	16.84%	11.30%
流动比率	1.81	1.79	1.92	2.04
速动比率	1.48	1.51	1.61	1.71
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.59	0.61	0.65
应收账款周转率	3.36	3.75	3.84	3.84
应付账款周转率	6.37	6.51	7.21	7.28
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊	0.55	0.84	1.09	1.42
每股经营现金流	0.76	1.16	0.96	1.70
每股净资产(最新	4.98	5.82	6.91	8.33
估值比率				
P/E	62.49	41.02	31.63	24.36
P/B	6.90	5.94	5.00	4.15
EV/EBITDA	56.72	37.22	27.59	20.17

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。