

# 通用业务增长体现阿尔法，电动车布局长远 买入（维持）

2018 年 10 月 17 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

| 盈利预测预估值    | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 4777  | 5937  | 7515  | 10194 |
| 同比（%）      | 31%   | 24%   | 27%   | 36%   |
| 归母净利润（百万元） | 1060  | 1200  | 1496  | 1996  |
| 同比（%）      | 14%   | 13%   | 25%   | 33%   |
| 每股收益（元/股）  | 0.64  | 0.72  | 0.90  | 1.2   |
| P/E（倍）     | 33.11 | 29.24 | 23.44 | 17.57 |

## 投资要点

- 公司发布三季报预告，预计营收增长 20-30%，净利润增长 5-15%，略低于预期。公司发布业绩预告，预计 2018 前三季度营收 37.56-40.69 亿，同增 20%-30%，归母净利润 7.59-8.32 亿元，同增 5%-15%；对应 2018Q3 营收 14.31-15.50 亿，同增 20%-30%；归母净利润 2.80-3.09 亿，同增 -5%-5%。若按照中值估计，前三季度营收 39.12 亿，同增 25%，归母净利润 7.95 亿，同增 10%，EPS 为 0.48 元，第三季度营收 14.4 亿，同增 21%，净利润 2.99 亿，同比增长 1.7%，EPS 为 0.18 元，三季报预告整体收入在预期范围内，净利润略低于市场预期，主要三季度毛利率超预期下降和费用率同比提升。今年前三季度非经常性收益影响约为 6100 万元，去年同期为 9200 万元，所以前三季度扣非净利润 7.34 亿元，预计增长约 16%，第三季度扣非净利润 2.76 亿元，预计同比增长约 3%。
- 通用自动化 Q3 收入整体有所放缓，但 1-9 月累计订单增速仍然超过 40%，通用变频增长好于通用伺服，传统制造增长依然较好，但先进制造已开始走弱：PMI 全年高于荣枯线，在 51%左右震荡；制造业固定资产投资持续翘尾增长，16 年制造业投资增速见底，17 年保持 5%增速，今年 1-8 月制造业固定资产投资完成额累计同增 7.5%。17 年工控全年增速 16.9%，2018 年 Q2 单季度 9%增长，低于 Q1 的增速 12%，预计工控增速将进一步放缓。
- 因为过渡期后淡季，第三季度汽车电子业务同比下降，前三季度增长符合预期，全年预计 30%左右的增长，乘用车定点和放量是后续看点：客车方面汇川与宇通深度合作，据节能网数据 2017H1、2017H2、2018H1 宇通电动客车产量分别为 2818、21707、9184 辆，2018H1 同比增长 226%，今年电控价格下降 20-25%，上半年汽车电子业务预计 80-100%的收入增长，订单增速预计 60-80%。乘用车领域，公司投巨资打造乘用车电控平台已取得喜人效果，今年国内已有十几个定点、3 个车型销售，一线品牌定点吉利，海外欧美汽车巨头都来公司考察，通过大众体系三大认证，去年定点的车型今年放量不错，预计收入将有望在 1.5 亿左右。
- 第三季度毛利率同比下降低于预期，前三季度费用增长超过收入增速、非经营性损益明显减少和软件退税减少影响净利润。公司 1-9 月毛利率预计同比下降 2 个百分点，考虑到上半年毛利率同比下降 1.04%，我们测算三季度毛利率下降约 3.5%。
- 盈利预测与投资评级：预测公司 2018-2020 年净利润 12.0/15.0/20.0 亿，EPS 为 0.72/0.90/1.2 元，对应 PE 分别为 29x/23x/18x，由于公司为公司智能制造+电动车“双王”标的，给以 2019 年 40 倍 PE，对应目标价 36 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：工控行业发展不及预期，电动车定点进度不及预期。

## 股价走势



## 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 21.08       |
| 一年最低/最高价      | 20.42/36.16 |
| 市净率(倍)        | 6.30        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 28303.81    |

## 基础数据

|             |         |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元)    | 3.34    |
| 资产负债率(%)    | 38.15   |
| 总股本(百万股)    | 1664.16 |
| 流通 A 股(百万股) | 1342.69 |

## 相关研究

- 1、《汇川技术（300124）：中报整体符合预期，智能制造+电动车空间广阔》2018-08-20
- 2、《汇川技术（300124）：业绩预告符合预期，通用自动化和电动车业务增长强劲》2018-07-16
- 3、《汇川技术（300124）：收购少数股东权益，整合布局智能制造》2018-06-28

公司发布三季报预告，预计营收增长 20-30%，净利润增长 5-15%，略低于预期。公司发布业绩预报，预计 2018 前三季度营收 37.56-40.69 亿，同增 20%-30%，归母净利润 7.59-8.32 亿元，同增 5%-15%；对应 2018Q3 营收 14.31-15.50 亿，同增 20%-30%；归母净利润 2.80-3.09 亿，同增-5%-5%。若按照中值估计，前三季度营收 39.12 亿，同增 25%，归母净利润 7.95 亿，同增 10%，EPS 为 0.48 元，第三季度营收 14.4 亿，同增 21%，净利润 2.99 亿，同比增长 1.7%，EPS 为 0.18 元，三季报预告整体收入在预期范围内，净利润略低于市场预期，主要三季度毛利率超预期下降和费用率同比提升。今年前三季度非经常性收益影响约为 6100 万元，去年同期为 9200 万元，所以前三季度扣非净利润 7.34 亿元，预计增长约 16%，第三季度扣非净利润 2.76 亿元，预计同比增长约 3%。

图 1：公司经营情况

|             | 18Q3E     | 18Q2  | 18Q1  | 17Q4  | 17Q3  | 17Q2  | 17Q1  |
|-------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入       | 14.3-15.5 | 14.97 | 9.75  | 16.48 | 11.93 | 11.55 | 7.82  |
| 同比(%)       | 20-30%    | 29.6% | 24.7% | 36.5% | 20.7% | 28.8% | 37.7% |
| 归属母公司股东的净利润 | 7.59-8.32 | 3.00  | 1.96  | 3.37  | 2.94  | 2.56  | 1.72  |
| 同比(%)       | 5-15%     | 16.9% | 13.9% | 38.5% | -1.8% | 2.9%  | 23.5% |
| 销售毛利率(%)    | 42.0%     | 44.2% | 45.5% | 44.8% | 44.5% | 45.3% | 46.6% |
| 销售净利率(%)    | 20.0%     | 20.9% | 20.8% | 21.0% | 25.2% | 23.1% | 22.7% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

通用自动化 Q3 收入整体有所放缓，但 1-9 月累计订单增速仍然超过 40%，通用变频增长好于通用伺服，传统制造增长依然较好，但先进制造已开始走弱。PMI 全年高于荣枯线，在 51%左右震荡；制造业固定资产投资持续翘尾增长，16 年制造业投资增速见底，17 年保持 5%增速，今年 1-8 月制造业固定资产投资完成额累计同增 7.5%。17 年工控全年增速 16.9%，2018 年 Q2 单季度 9%增长，低于 Q1 的增速 12%，预计工控增速将进一步放缓。

- 汇川的阿尔法明显，通用自动化业务整体前三季度订单依然保持在 40%以上增长，收入保持 30%的增长，其中通用变频器三季度增长相较上半年有所提速，预计第三季度增长超过 30%，通用伺服增长和上半年差不多，30%左右，PLC 增长则有所放缓。从下游行业来看，传统制造业的订单和收入增长依然较为强劲，包括冶金、起重、纺织等，而先进制造业增长开始明显的放缓，包括 3C、锂电、光伏等。
- 工业机器人行业三季度开始增速大幅下滑，从 30%以上回落至 10%以内，公司工业机器人业务三季度也出现下滑，当然整体基数不大。

- 一体机方面:电梯一体机业务三季度增速预计略高于上半年,预计前三季度 10% 的增长,上半年同比增长 8.6%,主要是因为跨国企业客户有所放量、海外增长以及电梯一体机附带产品增加,但是毛利率承压。
- 受下游不景气影响,注塑机电液伺服第三季度订单和收入同比均有所下降,上半年保持 25-30% 的增长,前三季度依然有所增长。

图 2: 季度自动化市场增速

|               | 17Q1  | 17Q2  | 17Q3  | 17Q4  | 18Q1  | 18Q2  |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 季度自动化市场增速     | 11.2% | 14.3% | 17.4% | 18.1% | 12.0% | 9.0%  |
| 其中: 季度OEM市场增速 | 12.3% | 14.5% | 19.2% | 18.9% | 13.1% | 10.6% |
| 季度项目型市场增速     | 5.6%  | 7.7%  | 10.5% | 10.6% | 9.4%  | 9.7%  |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

因为过渡期后淡季,第三季度汽车电子业务同比下降,前三季度增长符合预期,全年预计 30% 左右的增长,乘用车定点和放量是后续看点。

- 客车方面汇川与宇通深度合作,据节能网数据 2017H1、2017H2、2018H1 宇通电动客车产量分别为 2818、21707、9184 辆,2018H1 同比增长 226%,今年电控价格下降 20-25%,上半年汽车电子业务预计 80-100% 的收入增长,订单增速预计 60-80%。6 月 11 日之后开始执行新的补贴政策,客车市场降温,18Q3 宇通累计出货 3100 辆,同比下滑 30%,三季度汽车电子业务同比明显下降,但是四季度开始起量,总体客车方面汽车电子业务预计小幅下降。
- 物流车方面,上半年政策过度期销量很少,9 月开始有点量,整体销量不及预期,1-9 月物流车销量 4.1 万辆,同比下滑 10% 左右,今年四季度物流车的抢装将不如去年,物流车整体预计 10 万辆,公司物流车领域市场份额有望由去年的 20% 提升至 30% 以上,且有新一代电控电机一体产品,预计总体将保持一定的增长。
- 乘用车领域,公司投巨资打造乘用车电控平台已取得喜人效果,今年国内已有十几个定点、3 个车型销售,一线品牌定点吉利,海外欧美汽车巨头都来公司考察,通过大众体系三大认证,去年定点的车型今年放量不错,预计收入将有望在 1.5 亿左右,年底将确定国内一线品牌定点的情况,明年将有较大放量,2020 年将是乘用车业务大幅上量的一年。
- 轨道交通今年初以来,新签订单较多,去年三季度开始收入确认则很少,所以我们预计三季度轨道交通收入确认同比几倍的增长,全年预计大幅度增长。

图 3: 轨道交通订单量

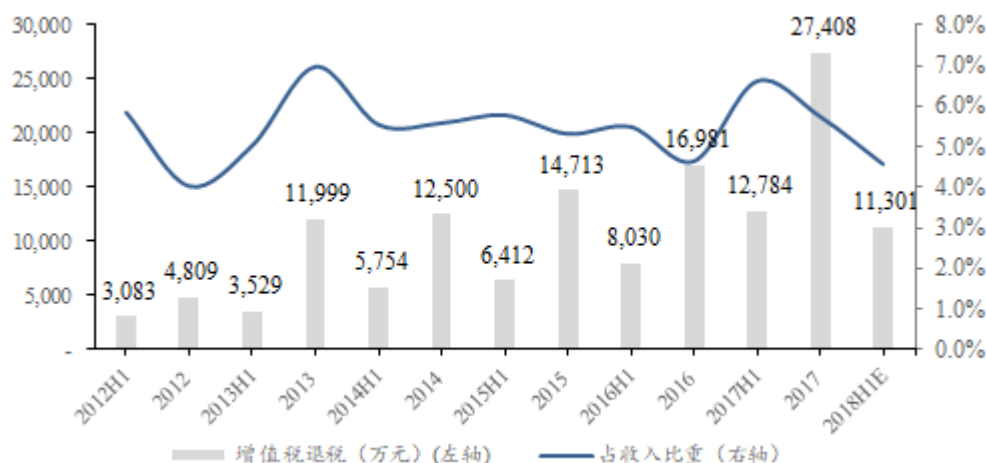
| 订单             | 2016Q1 | 2016H1 | 2016Q1-3 | 2016Q1-4 | 2017Q1 | 2017H1 | 2017Q1-4 | 2017H2 | 2018Q1 | 2018H1 |
|----------------|--------|--------|----------|----------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|
| 截至报告期初存量订单     |        |        |          | 3.5      | 6.1    | 6.1    | 6.1      | 6.1    | 5.1    | 5.1    |
| 截至报告期内新增订单     |        |        |          | 5.3      | 0.0    | 0.0    | 0.2      | 0.2    | 1.4    | 5.6    |
| 截至报告期内确认收入订单金额 |        |        |          | 2.7      | 0.5    | 0.8    | 1.2      | 0.4    | 0.1    | 0.5    |
| 截至报告期末存量订单     |        |        |          | 6.1      | 5.6    | 5.3    | 5.1      | 5.1    | 6.4    | 10.3   |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

第三季度毛利率同比明显下降低于预期, 前三季度费用增长超过收入增速、非经营性损益明显减少和软件退税减少影响净利润。

- 公司 1-9 月毛利率预计同比下降 2 个百分点, 考虑到上半年毛利率同比下降 1.04%, 我们测算三季度毛利率下降约 3.5%, 一方面估计是通用伺服、电梯一体机、汽车电子业务毛利率下降有关, 其中通用伺服和电梯一体机竞争加剧, 产品价格下降导致毛利率下降, 汽车电子业务主要是客车宇通方面降价压力大, 乘用车汽车电子业务毛利率偏低, 另一方面估计跟毛利率偏低的业务包括高压变频和轨道交通增长较快有关, 拉低了总体的毛利率, 预计四季度毛利率同比下降, 环比或有所缓解, 全年毛利率预计下降 2-3%。
- 费用方面, 公司从 2016 年下半年开始全面布局乘用车业务, 2017 年开始管理费用大幅度上升, 2018 年也将持续扩大汽车电子研发队伍, 2018 年电动车研发团队计划从 600 扩至 800-1000 人。今年上半年来看管理费用和销售费用增长略低于收入增长, 但是去年三季度管理费用和销售费用环比下降, 今年三季度管理和销售费用环比提升, 同时三季度收入增长放缓, 导致 1-9 月管理和销售费用同比增长均超过了收入的增长, 第三季度费用率明显的提升。
- 此外, 非经常损益减少、软件退税减少, 也影响了利润增速。前三季度累计包含伊士通补偿款和拆迁补偿等共计 0.92 亿影响净利润率, 而今年非经常损益累计 0.61 亿, 同比减少 0.31 亿。18H1 收到计入其他的软件退税累计为 1.13 亿, 17 年同期为 1.28 亿, 17 年 1-9 月软件退税为 1.9 亿元, 18 年 1-8 月为 1.54 亿。

图 4: 增值退税数据 (累计)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

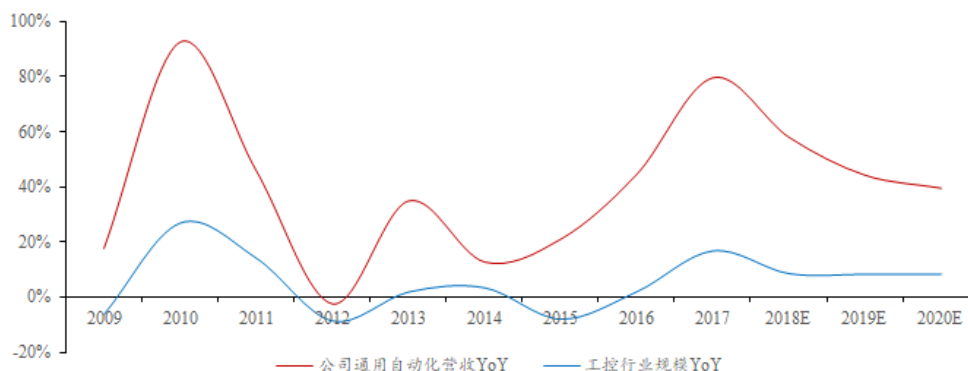
## ■ 投资建议

虽然短期受工控景气放缓影响，通用自动化和注塑机相关业务增长放缓，但是汇川依然体现了很强的阿尔法，通用自动化总体增长明显优于同行，通用变频和伺服的产品竞争力都在持续提升，中期我们依然看有几倍的成长空间；新能源汽车领域，公司继续保持跟宇通的独家合作和领先产品定位，物流车领域份额第一，乘用车领域收入端开始超预期，国内一线更多定点可期待，2020 年将在收入上有很大的体现，总体我们坚定看好公司智能制造+电动车“双王”目标，预测公司 2018-2020 年净利润 12.0/15.0/20.0 亿，EPS 为 0.72/0.90/1.2 元，对应 PE 分别为 29x/23x/18x，给以 2019 年 40 倍 PE，对应目标价 36 元，维持“买入”评级。

## ■ 风险提示

工控行业发展不及预期，电动车定点进度不及预期。

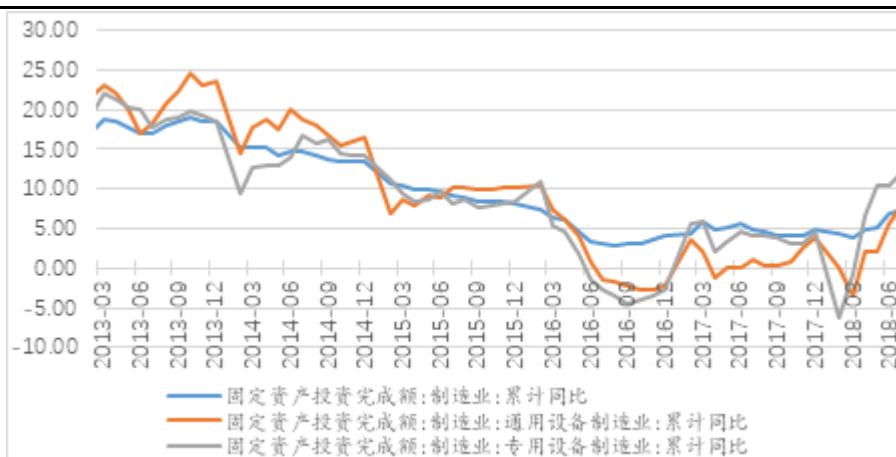
图 5：汇川通用自动化增速和工控行业增速对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：制造业投资累计同比增速





数据来源: Wind, 东吴证券研究所

汇川技术三大财务预测表

| 资产负债表（百万元）        |               |                |                |                | 利润表（百万元）         |               |               |               |                |
|-------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
|                   | 2017          | 2018E          | 2019E          | 2020E          |                  | 2017          | 2018E         | 2019E         | 2020E          |
| <b>流动资产</b>       | <b>7073.3</b> | <b>7924.2</b>  | <b>9333.3</b>  | <b>11757.8</b> | <b>营业收入</b>      | <b>4777.3</b> | <b>5936.6</b> | <b>7514.8</b> | <b>10193.5</b> |
| 现金                | 2411.4        | 2015.4         | 1837.3         | 1500.0         | 营业成本             | 2621.9        | 3422.0        | 4369.3        | 6014.9         |
| 应收款项              | 2942.3        | 3740.9         | 4797.1         | 6646.7         | 营业税金及附加          | 45.9          | 56.4          | 69.9          | 91.7           |
| 存货                | 1031.2        | 1312.5         | 1616.0         | 2142.3         | 营业费用             | 441.2         | 534.3         | 646.3         | 810.4          |
| 其他                | 688.4         | 855.4          | 1082.8         | 1468.8         | 管理费用             | 847.2         | 1027.0        | 1270.0        | 1620.8         |
| <b>非流动资产</b>      | <b>1973.9</b> | <b>2171.3</b>  | <b>2439.4</b>  | <b>2778.5</b>  | 财务费用             | -26.0         | -70.9         | -67.4         | -51.9          |
| 长期股权投资            | 271.7         | 271.7          | 271.7          | 271.7          | 投资净收益            | 75.1          | 78.0          | 80.0          | 85.0           |
| 固定资产              | 789.1         | 996.6          | 1274.7         | 1623.8         | 其他               | 262.4         | 290.0         | 353.8         | 417.5          |
| 无形资产              | 299.8         | 289.8          | 279.8          | 269.8          | <b>营业利润</b>      | <b>1184.6</b> | <b>1335.8</b> | <b>1660.5</b> | <b>2210.0</b>  |
| 其他                | 613.3         | 613.3          | 613.3          | 613.3          | 营业外净收支           | 17.6          | 18.0          | 21.6          | 25.9           |
| <b>资产总计</b>       | <b>9047.1</b> | <b>10095.6</b> | <b>11772.8</b> | <b>14536.3</b> | <b>利润总额</b>      | <b>1202.3</b> | <b>1353.8</b> | <b>1682.1</b> | <b>2236.0</b>  |
| <b>流动负债</b>       | <b>3156.3</b> | <b>3557.5</b>  | <b>4393.5</b>  | <b>6038.7</b>  | 所得税费用            | 110.9         | 121.8         | 151.4         | 201.2          |
| 短期借款              | 219.0         | 0.0            | 0.0            | 217.3          | 少数股东损益           | 31.3          | 32.0          | 34.4          | 38.7           |
| 应付账款              | 1597.5        | 2062.6         | 2633.6         | 3625.4         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>1060.0</b> | <b>1199.9</b> | <b>1496.3</b> | <b>1996.1</b>  |
| 其他                | 1339.7        | 1495.0         | 1760.0         | 2196.0         | EBIT             | 821.1         | 896.9         | 1159.3        | 1655.7         |
| <b>非流动负债</b>      | <b>165.3</b>  | <b>165.3</b>   | <b>165.3</b>   | <b>165.3</b>   | EBITDA           | 924.1         | 995.0         | 1286.8        | 1823.8         |
| 长期借款              | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0            |                  |               |               |               |                |
| 其他                | 165.3         | 165.3          | 165.3          | 165.3          |                  |               |               |               |                |
| <b>负债总计</b>       | <b>3321.6</b> | <b>3722.9</b>  | <b>4558.9</b>  | <b>6204.1</b>  | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2017</b>   | <b>2018E</b>  | <b>2019E</b>  | <b>2020E</b>   |
| 少数股东权益            | 299.2         | 316.6          | 334.8          | 355.3          | 每股收益(元)          | 0.64          | 0.72          | 0.90          | 1.20           |
| 归属母公司股东权益         | 5426.2        | 6056.1         | 6879.1         | 7976.9         | 每股净资产(元)         | 3.26          | 3.64          | 4.13          | 4.79           |
| <b>负债和股东权益总计</b>  | <b>9047.1</b> | <b>10095.6</b> | <b>11772.8</b> | <b>14536.3</b> | 发行在外股份(百万股)      | 1665.1        | 1664.2        | 1664.2        | 1664.2         |
|                   |               |                |                |                | ROIC(%)          | 14.1%         | 14.5%         | 17.3%         | 20.2%          |
|                   |               |                |                |                | ROE(%)           | 19.5%         | 19.8%         | 21.8%         | 25.0%          |
| <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2017</b>   | <b>2018E</b>   | <b>2019E</b>   | <b>2020E</b>   | 毛利率(%)           | 45.1%         | 42.4%         | 41.9%         | 41.0%          |
| 经营活动现金流           | 491.7         | 631.2          | 890.9          | 850.8          | EBIT Margin(%)   | 17.2%         | 15.1%         | 15.4%         | 16.2%          |
| 投资活动现金流           | -369.7        | -238.2         | -395.6         | -507.2         | 销售净利率(%)         | 22.2%         | 20.2%         | 19.9%         | 19.6%          |
| 筹资活动现金流           | -762.2        | -789.1         | -673.3         | -680.9         | 资产负债率(%)         | 36.7%         | 36.9%         | 38.7%         | 42.7%          |
| 现金净增加额            | -642.5        | -396.0         | -178.1         | -337.3         | 收入增长率(%)         | 30.5%         | 24.3%         | 26.6%         | 35.6%          |
| 折旧和摊销             | 103.0         | 98.1           | 127.5          | 168.2          | 净利润增长率(%)        | 13.8%         | 13.2%         | 24.7%         | 33.4%          |
| 资本开支              | -173.0        | -238.2         | -395.6         | -507.2         | P/E              | 33.11         | 29.24         | 23.44         | 17.57          |
| 营运资本变动            | 110.4         | -684.2         | -751.2         | -1333.9        | P/B              | 6.47          | 5.79          | 5.10          | 4.40           |
| 企业自由现金流           | 853.6         | -8.0           | 35.7           | -166.3         | EV/EBITDA        | 41.58         | 39.02         | 30.82         | 22.65          |

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

## 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>

