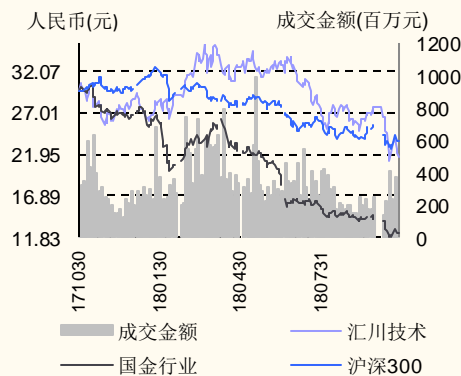


汇川技术 (300124.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 21.61 元
 目标价格 (人民币): 32.90-32.90 元
 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 1,342.69
 总市值 (百万元) 35,962.60
 年内股价最高最低 (元) 35.39/21.08
 沪深 300 指数 3173.64



相关报告

1. 《汇川技术深度报告-精耕智能制造, 发力新能源车, “双王战略”助...》, 2018.10.18

姚遥 分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
 (8621)61357595
 yaoy@gzjq.com.cn

通用业务增长快速, 毛利率下降拖累业绩

公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益 (元) | 0.579 | 0.637 | 0.703 | 0.872 | 1.064 |
| 每股净资产 (元) | 2.84 | 3.26 | 3.80 | 4.42 | 5.14 |
| 每股经营性现金流 (元) | 0.25 | 0.30 | 0.53 | 0.60 | 0.66 |
| 市盈率 (倍) | 35.14 | 45.58 | 30.75 | 24.79 | 20.30 |
| 净利润增长率 (%) | 15.14% | 13.76% | 10.32% | 24.08% | 22.08% |
| 净资产收益率 (%) | 19.76% | 19.54% | 18.51% | 19.73% | 20.70% |
| 总股本 (百万股) | 1,610.53 | 1,665.11 | 1,664.16 | 1,664.16 | 1,664.16 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司公布 2018 年三季报, 2018 年 1-9 月公司收入和归母净利润分别为 39.39 亿、7.94 亿, 同比分别增长 25.86%、9.8%, 2018Q3 公司收入和归母净利润分别为 14.66 亿、2.98 亿, 同比分别增长 22.95%、1.19%。

经营分析

- **18Q3 营收增速略放缓, 前三季度毛利率下滑较明显。**公司 2018Q3 营收为 22.95%, 相对中报有所进一步下滑, 前三季度归母净利润增速明显低于收入增速, 我们认为最主要原因是毛利率快速下降所致, 前三季度 Q3 毛利率为 43.14%, 对比去年同期下降了 2.1pct, 主要原因为: 1) 竞争加剧导致价格下降, 通用变频等和新能源车产品毛利率下滑压力较大 2) 轨道交通今年增长较快且毛利率有所下降拉低总体毛利率; 3) 电梯业务由于电阻电容等原材料价格上涨, 毛利率下降。三费方面: 前三季度管理费用和销售费用同比分别增长 23.7%、20.1%, 主要系公司研发和管理员工数仍在快速提升。
- **分业务来看: 电梯和通用业务表现稳健, 电液伺服和新能源汽车业务增速有所回落。**前三季度通用自动化业务营收 18.25 亿元, 同比增长 32.9%, 其中通用变频器 Q3 增长 60.4% 带动前三季度通用变频增速达 37.7%, 通用伺服和 PLC 分别达到 6.61、1.46 亿, 同比分别提升 2.6%、22.7%。前三季度, 得益于外资客户放量电梯一体化业务营收 9.2 亿, 同比增长 12.7%, 高于原定目标; 电液伺服营收 3.8 亿, 同比增长 8%, 主要原因为注塑机行业走弱; 新能源乘用车实现了客户批量供货, 全年预计收入超 1 亿, 但受到物流车和客车出货不及预期影响整体新能源汽车业务营收 4.45 亿, 同比增长仅 19%, 第四季度产销旺季到来有望拉动公司新能源车驱动产品出货。
- **我们继续看好公司通用业务和新能源乘用车发展。**在经营环境比上半年变差的情况下公司 Q3 通用业务仍保持稳定增长凸显公司强劲内生能力, 其中变频器业务 Q3 增长较快, 我们判断是公司在冶金、化工等解决方案市场发获突破, 订单确认加快所致。新能源乘用车目前已定点车企十多家, 全年订单超公司预期, 受益知名车企开始供货及已有定点车型放量, 我们认为明年新能源乘用车会继续放量, 整体新能源车结构进一步改善。

盈利预测与投资建议

■ 公司是工控和新能源车电控龙头企业, 预计 2018-2020 年净利润至 11.7 亿、14.5 亿、17.7 亿, 给予公司目标价 32.9 元, 对应 2019 年 38 倍。

风险提示

■ 需求不足风险; 电子元器件供货紧张风险; 新能源政策风险; 库存上升风险

图表 1: 2018 前三季度和 Q3 财务摘要 (百万)

| | 2018Q1-Q3 | 2017Q1-Q3 | YOY | 2018Q3 | 2017Q3 | YOY |
|----------|-----------|-----------|--------|----------|----------|--------|
| 营业总收入 | 3,939.04 | 3,129.62 | 25.86% | 1,466.33 | 1,192.61 | 22.95% |
| 归母净利润 | 794.09 | 723.20 | 9.80% | 297.97 | 294.47 | 1.19% |
| 扣非归母净利润 | 732.40 | 631.55 | 15.97% | 274.68 | 267.19 | 2.80% |
| 研发费用 | 515.40 | 411.07 | 15.97% | 169.01 | 135.21 | 2.80% |
| 毛利率(%) | 43.13 | 45.27 | -2.14 | 40.41 | 44.45 | -4.03 |
| 净利率(%) | 21.10 | 23.82 | -2.72 | 21.57 | 25.24 | -3.67 |
| 销售费用率(%) | 8.53 | 8.68 | -0.15 | 8.34 | 7.47 | 0.86 |
| 管理费用率(%) | 5.37 | 5.63 | -0.26 | 4.79 | 4.81 | -0.02 |
| 财务费用率(%) | -0.47 | -0.42 | -0.04 | 0.40 | -0.07 | 0.48 |

来源: 公司公告、国金证券研究所 注: 公司今年三季报将研发费用从管理费用单独提取且并列出来, 所以公司追溯调整了去年同期管理费用

图表 2: 公司营收拆分预测

| | 2015A | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 变频器类 (亿) | 14.02 | 16.64 | 22.29 | 28.12 | 35.07 | 43.18 |
| 收入增速 | - | 19% | 34% | 26% | 25% | 23% |
| 毛利率 | 51.72% | 50.58% | 47.92% | 45.55% | 45.07% | 44.73% |
| 运动控制类 (亿) | 4.83 | 7.13 | 11.18 | 13.44 | 16.52 | 20.25 |
| 收入增速 | - | 48% | 57% | 20% | 23% | 23% |
| 毛利率 | 46.75% | 46.33% | 45.72% | 44.70% | 44.50% | 44.20% |
| 控制技术类 (PLC+机器人) | 0.74 | 1.04 | 3.04 | 4.19 | 5.46 | 6.93 |
| 收入增速 | - | 41% | 193% | 38% | 30% | 27% |
| 毛利率 | 54.55% | 50.20% | 51.15% | 49.00% | 48.50% | 48.00% |
| 新能源&轨道交通 | 7.52 | 10.87 | 10.17 | 12.64 | 18.11 | 28.11 |
| 收入增速 | - | 45% | -6% | 24% | 43% | 55% |
| 毛利率 | 43.67% | 45.53% | 37.52% | 34.46% | 31.87% | 28.38% |
| 传感器类 | 0.28 | 0.35 | 0.45 | 0.61 | 0.79 | 0.99 |
| 收入增速 | - | 25% | 29% | 35% | 30% | 25% |
| 毛利率 | 44.40% | 46.27% | 44.16% | 44.00% | 43.50% | 43.50% |
| 其它主营业务业务 | 0.32 | 0.57 | 1.60 | 0.86 | 1.14 | 1.49 |
| 收入增速 | - | 80% | 179% | -46% | 34% | 30% |
| 毛利率 | 44.34% | 46.03% | 42.63% | 42.50% | 42.50% | 42.50% |
| 总收入 | 27.71 | 36.60 | 47.77 | 59.86 | 77.09 | 100.94 |
| 收入增速 | - | 32.11% | 30.52% | 25.30% | 28.78% | 30.94% |
| 总毛利 | 13.43 | 17.61 | 21.55 | 25.86 | 32.41 | 40.63 |
| 毛利率 | 48.47% | 48.12% | 45.12% | 43.20% | 42.04% | 40.25% |

来源: 公司公告、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 主营业务收入 | 2,771 | 3,660 | 4,777 | 5,986 | 7,709 | 10,094 | 货币资金 | 1,408 | 1,708 | 2,411 | 2,765 | 3,349 | 4,011 |
| 增长率 | | 32.1% | 30.5% | 25.3% | 28.8% | 30.9% | 应收款项 | 1,385 | 2,137 | 2,942 | 3,315 | 4,467 | 6,208 |
| 主营业务成本 | -1,428 | -1,899 | -2,622 | -3,400 | -4,468 | -6,031 | 存货 | 576 | 751 | 1,031 | 1,457 | 1,794 | 2,208 |
| %销售收入 | 51.5% | 51.9% | 54.9% | 56.8% | 58.0% | 59.7% | 其他流动资产 | 1,305 | 1,795 | 688 | 722 | 752 | 797 |
| 毛利 | 1,343 | 1,761 | 2,155 | 2,586 | 3,241 | 4,063 | 流动资产 | 4,674 | 6,390 | 7,073 | 8,259 | 10,362 | 13,224 |
| %销售收入 | 48.5% | 48.1% | 45.1% | 43.2% | 42.0% | 40.3% | %总资产 | 78.6% | 80.1% | 78.2% | 77.0% | 79.4% | 82.2% |
| 营业税金及附加 | -27 | -37 | -46 | -54 | -68 | -88 | 长期投资 | 3 | 218 | 301 | 636 | 751 | 866 |
| %销售收入 | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 固定资产 | 595 | 646 | 789 | 832 | 864 | 884 |
| 营业费用 | -226 | -306 | -441 | -546 | -695 | -895 | %总资产 | 10.0% | 8.1% | 8.7% | 7.8% | 6.6% | 5.5% |
| %销售收入 | 8.2% | 8.4% | 9.2% | 9.1% | 9.0% | 8.9% | 无形资产 | 462 | 606 | 625 | 643 | 660 | 676 |
| 管理费用 | -408 | -584 | -847 | -1,048 | -1,257 | -1,554 | 非流动资产 | 1,273 | 1,584 | 1,974 | 2,471 | 2,684 | 2,864 |
| %销售收入 | 14.7% | 16.0% | 17.7% | 17.5% | 16.3% | 15.4% | %总资产 | 21.4% | 19.9% | 21.8% | 23.0% | 20.6% | 17.8% |
| 息税前利润 (EBIT) | 681 | 833 | 821 | 939 | 1,221 | 1,525 | 资产总计 | 5,947 | 7,974 | 9,047 | 10,730 | 13,046 | 16,088 |
| %销售收入 | 24.6% | 22.8% | 17.2% | 15.7% | 15.8% | 15.1% | 短期借款 | 2 | 117 | 219 | 449 | 686 | 1,005 |
| 财务费用 | 45 | 8 | 26 | 28 | 22 | 16 | 应付款项 | 1,304 | 1,989 | 2,580 | 3,022 | 3,881 | 5,152 |
| %销售收入 | -1.6% | -0.2% | -0.5% | -0.5% | -0.3% | -0.2% | 其他流动负债 | 269 | 750 | 357 | 443 | 565 | 735 |
| 资产减值损失 | -28 | -40 | -57 | -78 | -74 | -88 | 流动负债 | 1,575 | 2,856 | 3,156 | 3,914 | 5,132 | 6,892 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 13 | 11 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 26 | 30 | 75 | 75 | 87 | 120 | 其他长期负债 | 69 | 125 | 165 | 166 | 194 | 231 |
| %税前利润 | 2.9% | 2.9% | 6.2% | 5.7% | 5.3% | 6.0% | 负债 | 1,657 | 2,992 | 3,322 | 4,080 | 5,326 | 7,123 |
| 营业利润 | 725 | 832 | 1,185 | 1,304 | 1,606 | 1,952 | 普通股股东权益 | 4,060 | 4,716 | 5,426 | 6,319 | 7,353 | 8,556 |
| 营业利润率 | 26.2% | 22.7% | 24.8% | 21.8% | 20.8% | 19.3% | 少数股东权益 | 230 | 267 | 299 | 331 | 366 | 408 |
| 营业外收支 | 181 | 212 | 18 | 19 | 27 | 34 | 负债股东权益合计 | 5,947 | 7,974 | 9,047 | 10,730 | 13,046 | 16,088 |
| 税前利润 | 905 | 1,044 | 1,202 | 1,323 | 1,633 | 1,986 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 32.7% | 28.5% | 25.2% | 22.1% | 21.2% | 19.7% | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 所得税 | -71 | -63 | -111 | -122 | -147 | -173 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 7.9% | 6.1% | 9.2% | 9.2% | 9.0% | 8.7% | 每股收益 | 1.018 | 0.579 | 0.637 | 0.703 | 0.872 | 1.064 |
| 净利润 | 834 | 980 | 1,091 | 1,202 | 1,486 | 1,813 | 每股净资产 | 5.105 | 2.841 | 3.261 | 3.797 | 4.419 | 5.142 |
| 少数股东损益 | 25 | 48 | 31 | 32 | 35 | 42 | 每股经营现金净流 | 1.008 | 0.253 | 0.295 | 0.530 | 0.601 | 0.663 |
| 归属于母公司的净利润 | 809 | 932 | 1,060 | 1,169 | 1,451 | 1,771 | 每股股利 | 0.500 | 0.280 | 0.300 | 0.330 | 0.380 | 0.420 |
| 净利率 | 29.2% | 25.5% | 22.2% | 19.5% | 18.8% | 17.5% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 19.93% | 19.76% | 19.54% | 18.51% | 19.73% | 20.70% |
| 净利润 | 834 | 980 | 1,091 | 1,202 | 1,486 | 1,813 | 总资产收益率 | 13.61% | 11.69% | 11.72% | 10.90% | 11.12% | 11.01% |
| 少数股东损益 | 25 | 48 | 31 | 32 | 35 | 42 | 投入资本收益率 | 14.58% | 15.31% | 12.54% | 12.00% | 13.22% | 13.97% |
| 非现金支出 | 78 | 131 | 163 | 186 | 195 | 222 | 增长率 | | | | | | |
| 非经营收益 | -106 | -75 | -139 | -132 | -96 | -121 | 主营业务收入增长率 | 23.54% | 32.11% | 30.53% | 25.30% | 28.78% | 30.94% |
| 营运资金变动 | -5 | -616 | -625 | -374 | -586 | -812 | EBIT增长率 | 22.55% | 22.27% | -1.45% | 14.30% | 30.09% | 24.91% |
| 经营活动现金净流 | 802 | 420 | 492 | 882 | 1,000 | 1,103 | 净利润增长率 | 21.46% | 15.14% | 13.76% | 10.32% | 24.08% | 22.08% |
| 资本开支 | -207 | -136 | -160 | -193 | -174 | -145 | 总资产增长率 | 27.30% | 34.09% | 13.46% | 18.60% | 21.58% | 23.32% |
| 投资 | -988 | -692 | 1,072 | -320 | -100 | -100 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 其他 | 419 | 428 | -1,282 | 75 | 87 | 120 | 应收账款周转天数 | 83.7 | 95.4 | 97.4 | 101.0 | 102.0 | 102.0 |
| 投资活动现金净流 | -776 | -400 | -370 | -438 | -187 | -125 | 存货周转天数 | 129.8 | 127.6 | 124.1 | 158.0 | 148.0 | 135.0 |
| 股权募资 | 190 | 584 | 124 | 257 | 201 | 116 | 应付账款周转天数 | 112.4 | 116.9 | 103.6 | 106.0 | 106.0 | 106.5 |
| 债权募资 | -5 | 91 | 91 | 226 | 239 | 321 | 固定资产周转天数 | 78.3 | 63.6 | 53.9 | 43.8 | 34.1 | 25.7 |
| 其他 | -338 | 22 | -980 | -574 | -669 | -753 | 偿债能力 | | | | | | |
| 筹资活动现金净流 | -153 | 697 | -765 | -91 | -229 | -317 | 净负债/股东权益 | -32.46% | -31.71% | -38.29% | -34.82% | -34.50% | -33.53% |
| 现金净流量 | -127 | 717 | -643 | 353 | 584 | 662 | EBIT利息保障倍数 | -15.2 | -98.7 | -31.5 | -33.0 | -55.6 | -96.9 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 27.86% | 37.52% | 36.71% | 38.02% | 40.83% | 44.28% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 11 | 17 | 19 | 36 | 60 |
| 增持 | 3 | 4 | 4 | 8 | 18 |
| 中性 | 2 | 3 | 3 | 6 | 8 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.44 | 1.42 | 1.38 | 1.40 | 1.40 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

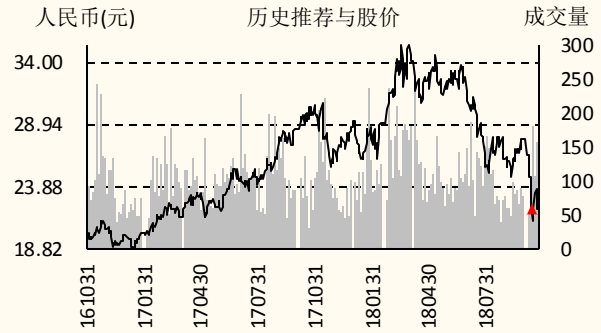
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1 | 2018-10-18 | 买入 | 22.06 | 32.90~32.90 |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH