

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 21.73

分析师: 邹玲玲

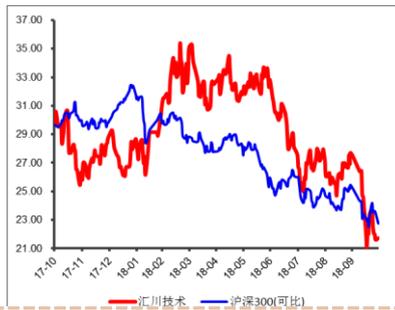
执业证书编号: S0740517040001

Email: zoull@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	1664
流通股本(百万股)	1343
市价(元)	21.99
市值(百万元)	36595
流通市值(百万元)	29526

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 1 业绩符合预期, 工控持续增长, 静待新能源车业务放量
- 2 工控龙头强者恒强, 新能源动力总成渐入收获期
- 3 业绩快报符合预期, 工控业务望持续高增

### 公司盈利预测及估值

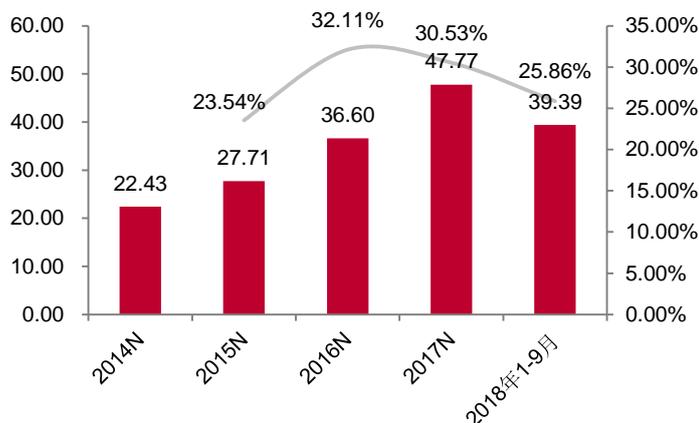
指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,660.05	4,777.30	6,097.05	7,886.82	10,200.17
增长率 yoy%	32.11%	30.53%	27.63%	29.35%	29.33%
净利润	931.8	1,060.0	1,251.9	1,597.0	1,964.7
增长率 yoy%	15.14%	13.76%	18.10%	27.57%	23.03%
每股收益(元)	0.56	0.64	0.75	0.96	1.18
每股现金流量	0.25	0.30	0.30	1.03	1.28
净资产收益率	19.76%	19.54%	18.99%	21.51%	23.26%
P/E	38.6	33.9	28.7	22.5	18.3
PEG	2.1	1.5	1.8	1.2	0.8
P/B	7.6	6.6	5.5	4.8	4.3

备注:

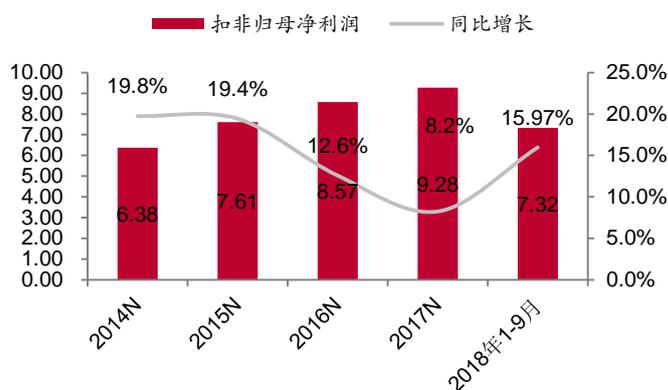
### 投资要点

- **业绩符合预期。**公司发布 2018 三季报: 1) 前三季度公司实现营收 39.39 亿元, 同比+25.86%; 归母净利润为 7.94 亿元, 同比+9.80%, 扣非归母净利润 7.32 亿元, 同比+15.97%。2) 单季度看, Q3 实现营收 14.66 亿元, 同比+22.95%; 扣非归母净利润 2.75 亿元, 同比+2.80%。3) 三项费用上, 销售/管理(含研发 5.15 亿)/财务费用分别为 3.36/7.27/-0.18 亿元, 同比 23.73%/23.80%/-38.64%, 相应费率为 8.53%/18.45%/-0.47%, 同比变动-0.15/-0.31/-0.04 个 pct; 经营现金流量净额 1.86 亿元。
- **经济下行压力下, 通用自动化仍保持高增, 电梯一体化增速超预期。**工控行业与宏观经济相关性高, 9 月 PMI 为 50.8, 经济压力加大。从 1-9 月制造业固定资产投资累计同比为 8.7%, 其中 3C/有色/化纤/电气机械/专用设备/通用/石油/家具等制造业的固定资产投资完成额仍保持较高增速; 从工业机器人产量看, 自 18 年 6 月, 当月增速从 35%环比降到 7.2%, 由此判断工控行业增速将有所放缓。公司作为国内工控龙头, 在“行业营销+技术营销+品牌营销”策略下, 市占率持续提升。通用自动化业务订单增速达到 40%, 远高于行业增速。分业务看, 前三季度, 公司通用自动化业务营收 18.25 亿元, 同比+32.87%; 电梯一体化收入 9.17 亿元, 同比+12.68%, 略高于预期; 电液伺服(含伊士通)收入 3.79 亿元, 同比+8.48%, 略低于预期; 轨交业务收入 1.28 亿元, 同比+57.25%。长期来看, 汇川已具备技术与产品平台、品牌力和定制化能力, 有望穿越行业波动, 高于行业增长。
- **毛利率环比略有下滑, 影响利润增速。**三季度单季公司综合毛利率为 40.41%, 环比下滑, 略低于预期。毛利率下滑原因主要是: 1) 工业品市场及竞争加剧, 产品价格每年下降; 2) 产品结构上, 电梯一体化毛利率有所下降(电梯大配套趋势下, 外部采购部分零部件, 拉低毛利率), 毛利率相对较低的乘用车电控产品及轨交产品营收单季度占比提升; 3) 环保要求、关键器件涨价等原因导致原材料成本上升。短期看, 公司全年毛利率有望维持在当前水平; 长期看, 随着新能源汽车业务的占比提升, 毛利率会因产品结构原因, 有一定下降。
- **乘用车电机控制器业务渐显成效。**公司作为商用车电控龙头, 战略发展乘用车业务。前三季度, 公司新能源汽车业务收入 4.45 亿元, 同比+19.44%, Q3 单季度实现收入 1.6 亿元; 该收入目前主要由客车业务驱动, 在补贴大幅退坡下, 新能源物流车业务销量不及预期, 收入不到 1 亿元; 乘用车领域, 公司已有部分乘用车定点车型实现批量供货, 订单增长较好, 国内一线品牌车型定点正在积极推进中, 随着 2019 年开始, 整车厂新车型陆续推出, 公司乘用车电控产品将逐渐发力。
- **研发投入期, 人员扩张带来费用端增长。**公司持续加大在乘用车领域研发投入, 前三季度投入 5.15 亿, 研发占比营收高达 13%。截止三季度末, 研发人员超 2000 人。我们预计, 在未来 1-2 年研发投入绝对额仍会保持较高水平, 但增速会有放缓。
- **投资建议:**公司管理层优异, 以“小业务—强平台—大公司”成长模式, 成为工控领军, 未来将受益智能制造升级, 战略上大力布局新能源汽车动力总成, 我们认为公司凭借其研发、服务、制造等本土化优势, 有能力在乘用车电控领域及动力总成领域成为行业领军者。预计 2018-2020 年分别实现归母净利润 12.5/16/19.6 亿元, 对应 PE 分别为 29/23/18 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:**宏观经济下行、新能源汽车业务拓展不及预期、房地产市场下滑、行业竞争加剧、制造业产业升级不及预期;

## 附录：汇川技术财务数据概览

**图表 1：营业收入及同比增速（亿元）**


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 2：扣非归母净利润及同比增速（亿元）**


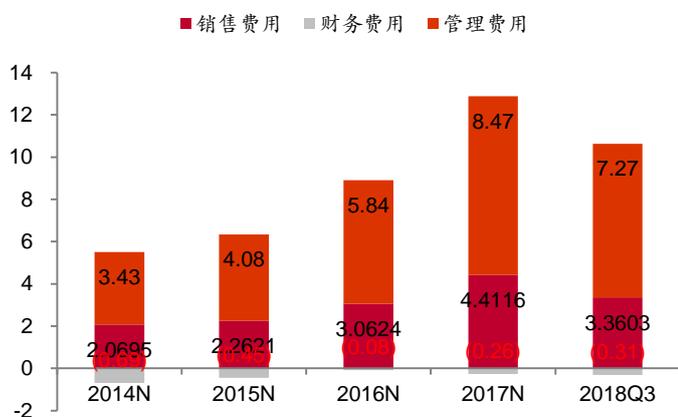
来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 3：公司历年分产品营收及同比/环比增速（分季度/半年度对比）**

产品 (亿元)	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2017年	2017年同比	2018H1	2018H1同比	2018前三季度	2018前三季度同比
通用自动化(1+2+3)	3.81	5.40	4.52	5.92	19.65	0.78			18.25	
1)通用变频器	2.15	2.85	2.40	3.68	11.08	0.59	11.81	29%	10.19	33%
2)通用伺服	1.33	2.07	1.74	1.77	6.91	1.17			6.61	
3)PLC&HMI等	0.33	0.48	0.38	0.47	1.66	1.85			1.46	
电梯一体化业务	1.93	3.07	3.14	3.07	11.21	0.16	5.52	8.57%	9.17	12.68%
电液伺服 (电液事业部+伊士顿)	0.93	1.38	1.19	1.32	4.82	0.22	2.76	20%	3.79	8.48%
新能源汽车	0.44	1.02	2.27	5.41	9.14	0.08	2.85	96%	4.45	19.44%
轨道交通	0.46	0.23	0.12	0.19	1.00	(0.56)			1.28	57.25%
工业机器人					0.83	184%	0.5 (仅莱恩+南京汇川)		0.60	72.87%

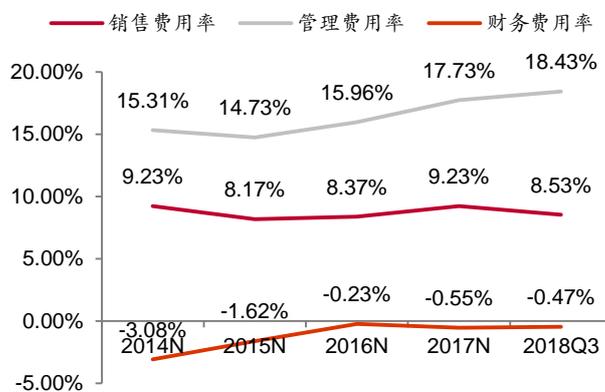
来源：公司公告，中泰证券研究所

备注：2017H1 数据为根据此前年报披露加总，涉及小数位取舍或出现误差，从而与 2018H1 所公布的同比增速有偏差，应属于正常误差范围内；2018 前三季度数据摘自三季报；

**图表 4：2014-2018 前三季度三项费用（亿元）**


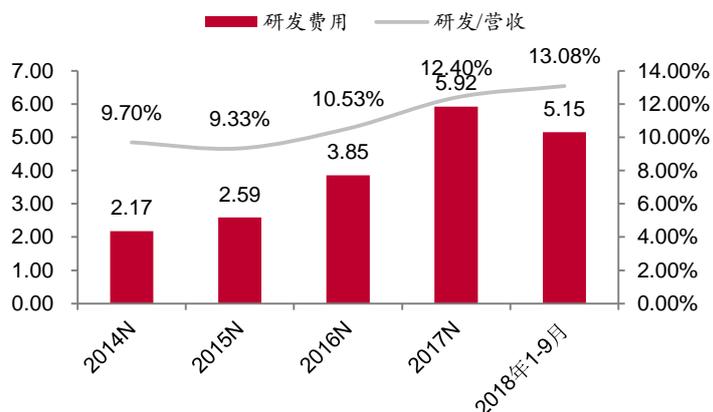
来源：公司公告，中泰证券研究所

管理费用中，包含研发费用 5.15 亿元；

**图表 5：2014-2018 前三季度三项费用率（%）**


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6: 研发投入及占比 (亿元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 风险提示

- 宏观经济下行、新能源汽车业务拓展不及预期、房地产市场下滑、行业竞争加剧、制造业产业升级不及预期;

图表：公司盈利预测（百万元）

2018年10月29日										
利润表						财务指标				
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,660.0	4,777.3	6,097.1	7,886.8	10,200.2	成长性				
减：营业成本	1,899.0	2,621.9	3,449.9	4,503.3	5,831.2	营业收入增长率	32.1%	30.5%	27.6%	29.4%
营业税费	37.3	45.9	53.4	63.1	81.6	营业利润增长率	14.8%	42.4%	-12.2%	34.2%
销售费用	306.2	441.2	506.1	650.7	833.4	净利润增长率	15.1%	13.8%	18.1%	27.6%
管理费用	584.3	847.2	1,085.3	1,344.5	1,720.7	EBITDA增长率	25.5%	3.3%	23.7%	32.2%
财务费用	-8.4	-26.0	-12.8	11.6	5.3	EBIT增长率	21.2%	1.8%	25.6%	31.4%
资产减值损失	39.6	57.5	5.0	6.0	5.0	NOPLAT增长率	23.5%	36.0%	-6.8%	36.6%
加：公允价值变动收益	-	-	0.8	-	-	投资资本增长率	21.9%	-1.1%	46.2%	4.6%
投资和汇兑收益	30.1	75.1	55.0	65.1	60.0	净资产增长率	16.1%	14.9%	21.0%	12.4%
营业利润	832.1	1,184.6	1,040.4	1,395.9	1,793.7	利润率				
加：营业外净收支	211.6	17.6	316.0	337.0	336.5	毛利率	48.1%	45.1%	43.4%	42.9%
利润总额	1,043.6	1,202.3	1,356.4	1,732.9	2,130.2	营业利润率	22.7%	24.8%	17.1%	17.7%
减：所得税	63.5	110.9	69.8	89.9	106.8	净利润率	25.5%	22.2%	20.5%	19.3%
净利润	931.8	1,060.0	1,251.9	1,597.0	1,964.7	EBITDA/营业收入	24.9%	19.7%	19.1%	19.5%
资产负债表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	22.5%	17.6%	17.3%	17.6%
货币资金	1,707.8	2,411.4	3,048.5	3,943.4	5,100.1	运营效率				
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	61	51	42	40
应收账款	1,169.8	1,457.6	1,455.4	1,830.7	1,852.7	流动资产周转天数	179	138	125	116
应收票据	966.8	1,484.7	1,597.7	1,732.2	1,837.8	流动资产周转天数	544	507	463	429
预付账款	27.9	55.2	40.8	93.2	74.7	应收账款周转天数	98	99	86	75
存货	751.0	1,031.2	1,460.4	1,767.0	2,379.7	存货周转天数	65	67	74	73
其他流动资产	1,766.9	633.2	1,004.9	819.0	911.9	总资产周转天数	685	641	602	557
可供出售金融资产	14.5	29.0	41.5	41.5	41.5	投资资本周转天数	293	245	235	221
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率				
长期股权投资	203.3	271.7	513.8	513.8	513.8	ROE	19.8%	19.5%	19.0%	21.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	12.3%	12.1%	11.3%	12.6%
固定资产	638.0	705.6	731.8	1,027.8	1,305.0	ROIC	28.9%	32.2%	30.3%	28.3%
在建工程	8.4	83.5	545.9	439.2	236.4	费用率				
无形资产	287.8	299.8	275.0	249.1	222.1	销售费用率	8.4%	9.2%	8.3%	8.2%
其他非流动资产	431.5	584.3	627.0	603.3	614.6	管理费用率	16.0%	17.7%	17.8%	17.0%
资产总额	7,973.9	9,047.1	11,342.8	13,060.2	15,090.2	财务费用率	-0.2%	-0.5%	-0.2%	0.1%
短期债务	115.1	208.0	1,201.0	1,429.8	1,608.7	三费/营业收入	24.1%	26.4%	25.9%	25.1%
应付账款	1,345.7	1,491.0	1,441.4	1,735.9	2,086.8	偿债能力				
应付票据	474.3	793.2	1,027.6	1,174.0	1,579.6	资产负债率	37.5%	36.7%	38.9%	40.4%
其他流动负债	920.5	664.1	576.4	765.6	796.6	60.0%	58.0%	63.7%	67.7%	
长期借款	11.0	-	-	-	-	流动比率	2.24	2.24	2.03	2.00
其他非流动负债	125.0	165.3	169.0	167.2	168.1	速动比率	1.97	1.91	1.68	1.65
负债总额	2,991.6	3,321.6	4,415.4	5,272.5	6,239.7	利息保障倍数	-97.52	-32.20	-62.42	119.69
少数股东权益	266.5	299.2	334.0	363.9	405.0	分红指标				
股本	1,659.9	1,664.1	1,664.2	1,664.2	1,664.2	DPS(元)	0.26	0.30	0.36	0.46
留存收益	3,574.3	4,265.8	4,929.2	5,759.7	6,781.3	分红比率	49.1%	47.1%	48.0%	48.0%
股东权益	4,982.3	5,725.5	6,927.4	7,787.7	8,850.4	股息收益率	1.3%	1.4%	1.7%	2.1%
现金流量表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标				
净利润	980.2	1,091.4	1,251.9	1,597.0	1,964.7	BPS(元)	0.56	0.64	0.75	0.96
加：折旧和摊销	91.6	106.0	112.0	156.5	203.9	BVPS(元)	2.83	3.26	3.96	4.46
资产减值准备	39.6	57.5	-	-	-	PE(X)	38.6	33.9	28.7	22.5
公允价值变动损失	-	-	0.8	-	-	PB(X)	7.6	6.6	5.5	4.8
财务费用	-30.0	-23.6	-12.8	11.6	5.3	P/FCF	78.6	30.3	48.4	22.4
投资收益	-30.1	-75.1	-55.0	-65.1	-60.0	F/S	9.8	7.5	5.9	4.6
少数股东损益	48.3	31.3	34.7	46.0	58.7	EV/EBITDA	35.4	48.9	29.3	21.7
营运资金的变动	-480.2	-45.4	-628.5	-30.9	-37.5	CAGR(%)	18.8%	22.8%	15.5%	18.8%
经营活动产生现金	420.3	491.7	503.2	1,715.2	2,135.1	PEG	2.1	1.5	1.8	1.2
投资活动产生现金	-400.2	-369.7	-776.3	-254.8	-191.3	ROIC/WACC	2.8	3.1	2.9	2.7
融资活动产生现金	695.0	-762.2	910.2	-565.5	-787.1	REP	3.6	4.6	2.5	2.0

来源：wind，中泰证券研究所

备注：由于该财务模型尚未根据最新的会计准则调整，此模型将与政府相关的补助、增值税退税等计入营业外收入中，研发费用列入管理费用中，特此说明。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。