

2018 年业绩符合预期，通用自动化是亮点， 新能源待乘用车发力

买入（维持）

2019 年 01 月 29 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	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,777	5,638	7,113	9,485
同比（%）	30.5%	18.0%	26.2%	33.4%
归母净利润（百万元）	1060	1148	1380	1794
同比（%）	13.8%	8.3%	20.2%	30.0%
每股收益（元/股）	0.64	0.69	0.83	1.08
P/E（倍）	36.33	33.53	27.90	21.46

投资要点

- 公司发布 2018 年度业绩预告，预计营收增长 10-25%，净利润增长 0-15%，基本符合预期。公司预计 2018 年全年实现营收 52.55 亿元~59.72 亿元，同增 10%~25%，归母净利润 10.60~12.19 亿元，同增 0~15%。按中值估计，2018 年全年共实现营收 56.14 亿元，同增 17.50%，实现归母净利润 11.40 亿元，同增 7.50%。单季来看，以中值测算四季度实现营收 16.75 亿元，同增 1.63%，归母净利润净利润 3.46 亿元，同增 2.57%。
- 制造业景气度走弱，预计 1Q 工控行业低点，而汇川的工控业务体现较强的阿尔法，通用自动化订单和收入增长远好于行业，注塑机下半年下降、工业机器人明显放缓，电梯一体机相对平稳。具体而言：(1)汇川工控的阿尔法明显，预计通用自动化业务全年整体订单增速依然很高，预计全年通用收入增长仍在 30% 以上。(2)工业机器人方面，Q3 起增速下滑，但全年看仍有一定幅度的增长。(3)电梯一体机方面，预计全年增长 10% 以上，但毛利率同比下降。(4)注塑机三四季度订单和收入同比均下降，全年预计略有增长，2019 年依然有压力。
- 下半年客车、专用车业务不及预期明显下降，乘用车业务放量符合预期，但目前体量仍小，全年汽车电子营收预计小幅下滑，毛利率同比下滑。(1)客车方面，第四季度客车电控业务依然明显下降，2018 年全年宇通纯电动客车产量 23232 辆，同增 16%，考虑到价格下降，客车电控业务总体预计小幅下降。(2)物流车方面，纯电专用车全年产量 11.32 万辆，同比-26%。物流车电控 2017 年 30% 的份额，18 年预计市占率提升，但是总量下降和单价下降，物流车电控预计明显的下降。(3)乘用车领域，目前国内已有十几个定点、3 个车型销售，一线品牌定点吉利，通过大众体系三大认证。17 年定点的车型 18 年开始放量，2019 年将是乘用车电控业务放量的元年。汽车电子业务毛利率四季度预计同比环比下降，主要因为收入不及预期规模效应不够明显，同时乘用车业务占比提升。
- 轨道交通业务符合预期，预计收入 2 亿+，同比 100%+，期末订单预计约 12.7 亿，逐步进入高速增长期，不过毛利率不高。
- 盈利预测与投资评级：工控行业预计 19Q1 是底部，公司订单增速一直远快于行业，客车和物流车影响汽车电子业绩，乘用车业务快速推进，我们坚定看好公司智能制造+电动车“双王”，预计 2018-20 年归母净利润 11.48/13.80/17.94 亿，EPS 分别 0.69/0.83/1.08 元/股，增速 8.3/20.2/30%，给予 19 年 35 倍 PE，目标价 29.05 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)	23.13
一年最低/最高价	19.01/36.16
市净率(倍)	6.55
流通 A 股市值(百万元)	31339.83

基础数据

每股净资产(元)	3.53
资产负债率(%)	37.30
总股本(百万股)	1664.16
流通 A 股(百万股)	1354.94

相关研究

- 1、《汇川技术 (300124)：公布第四期股权激励计划草案，锁定长期持续发展》2019-01-03
- 2、《汇川技术 (300124)：轨交再中大单，市场空间广阔》2018-12-24
- 3、《汇川技术 (300124) 三季度报点评：通用业务增长体现阿尔法，电动车布局长远》2018-10-29

公司发布业绩预告，预计 2018 年全年实现营收 52.55 亿元~59.72 亿元，同增 10%~25%，实现归母净利润 10.60~12.19 亿元，同增 0~15%。按中值估计，2018 年全年共实现营收 56.14 亿元，同增 17.50%，实现归母净利润 11.40 亿元，同增 7.50%。单季来看，以中值测算四季度实现营收 16.75 亿元，同增 1.63%，归母净利润净利润 3.46 亿元，同增 2.57%，营收、净利润增长基本符合市场预期，本期毛利率、净利率水平有所下降，主要原因是相对低毛利的汽车电子业务占比提升等。预计全年非经常性损益对公司净利润的影响金额约 1.16 亿元，2017 年为 1.32 亿元，18 年扣非后归母净利润约 10.24 亿元（中值），同增 10.3%。

表 1：公司按季度收入利润情况

	2018Q4E	2018Q3	2018Q2	2018Q1	2017Q4	2017Q3	2017Q2	2017Q1
营业收入	13.16-20.33	14.66	14.97	9.75	16.48	11.93	11.55	7.82
YOY	-20%-23%	22.95%	29.64%	24.73%	36.53%	20.65%	28.77%	37.73%
归母净利润	2.66-4.25	2.98	3.00	1.96	3.37	2.94	2.56	1.72
YOY	-20%-26%	1.19%	16.91%	13.94%	38.48%	-1.82%	2.90%	23.54%
销售毛利率	40%	40.41%	44.22%	45.54%	44.82%	44.45%	45.25%	46.57%
销售净利率	20%	21.57%	20.86%	20.75%	21.00%	25.24%	23.09%	22.71%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

制造业景气度走弱，预计 1Q 工控行业低点，而汇川的工控业务体现较强的阿尔法，通用自动化 18 年订单增长远高于行业，注塑机下半年下降、工业机器人明显放缓，电梯一体机相对平稳。行业来看，PMI 全年下滑，前 11 个月尚处在荣枯线上，12 月下行至 49.40；制造业固定资产投资持续增长，前 11 个月累计增速 9.5%；工控行业增速继续回落，2018Q3 季度自动化产品口径同比增速 4.1%，较上季度的 9.0%继续放缓，预计 Q4 进一步走低，2019 年 1Q 预计是最低点。

- 汇川工控的阿尔法明显，通用自动化业务全年整体订单很高的增速，收入确认情况向好，较前三季度继续提速，预计全年通用收入增长仍在 30% 以上。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，而先进制造业增长三季度开始明显的放缓，包括 3C、锂电、光伏等，四季度预计开始有点起色。整体来看，通用自动化仍是公司收入增长的支撑板块。
- 工业机器人方面，三季度起增速开始大幅下滑，但全年看仍有一定幅度的增长，工业机器人中最主要的 SCARA 机器人整机，17 年出货量不足 1000 台，18 年总体在 1000 台以上。
- 电梯一体机方面，预计全年增长 10% 以上，上半年同比增长 8.6%。电梯业务增长主要来自跨国企业客户的放量、出口的增长、还有品类的丰富，但毛利率同比下降。
- 受下游不景气影响，注塑机三四季度订单和收入同比均下降，全年预计略有增

长，2019 年依然有压力。

表 2：工控行业规模增速

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
季度自动化产品口径同比增速	11.2%	14.3%	17.4%	18.1%	12.0%	9.0%	4.1%
季度OEM行业口径同比增速	12.3%	14.5%	19.2%	18.9%	13.1%	10.6%	3.7%
季度项目型行业口径同比增速	5.6%	7.7%	10.5%	10.6%	9.4%	9.7%	6.1%

数据来源：工控网，东吴证券研究所

下半年客车、专用车业务不及预期明显下降，乘用车业务放量符合预期，但目前体量仍小，全年汽车电子营收预计小幅下滑，毛利率同比下滑。

- **客车方面**，汇川与宇通深度战略合作，宇通纯电动客车产量 2018 年 Q1~Q4 分别 1625/6609/3094/11904 辆，同比分别+955%/+315%/-30%/-14%，第四季度客车电控业务依然明显下降，2018 年全年宇通纯电动客车产量 23232 辆，同增 16%，考虑到价格下降，客车电控业务总体预计小幅下降。
- **物流车方面**，纯电专用车产量 2018 年 Q1~Q4 分别 5962/13656/21818/71796 辆，同比分别 364%/17%/-32%/-34%。纯电专用车全年产量 11.32 万辆，同比-26%。物流车电控 2017 年 30%的份额，18 年预计市占率提升，但是总量下降和单价下降，物流车电控预计明显的下降。
- **乘用车领域**，公司投巨资打造乘用车电控平台取得喜人成果，目前国内已有十几个定点、3 个车型销售，一线品牌定点吉利，通过大众体系三大认证。17 年定点的车型 18 年开始放量，东南、威马都有放量，19 年威马增量较大，另外此前定点的小鹏、车和家等也将放量，2019 年将是乘用车电控业务放量的元年。
- 汽车电子业务毛利率四季度预计同比环比下降，主要因为收入不及预期规模效应不够明显，同时乘用车业务占比提升。

轨道交通业务按订单节奏预计收入 2 亿+，同比 100%+，期末订单预计约 12.7 亿，逐步进入高速增长期，不过毛利率不高。轨道交通业务 17 年底开始从订单上有不错的表现，从苏州走向全国的开始，宁波、贵阳、南通项目订单落地，18 年 2 月中标苏州 5 号线 4.2 亿元，18 年 3 月中标贵阳项目 2.55 亿元，12 月再中南通项目 1.93 亿元，截至 18H1 在手订单已达 12.5 亿，预计 18 年收入约 2 亿元，至年末在手订单仍有 12.74 亿元，未来三年有望保持一个高增速，轨交牵引系统的毛利率暂时不高，未来有提升空间。

表 3：公司轨交订单统计

订单	2017A	2018H1	2018H2
轨道交通期初存量订单	6.10	5.13	12.51
轨道交通报告期新增订单	0.20	7.98	1.93
确认订单金额	1.17	0.60	1.70
轨道交通期末存量订单	5.13	12.51	12.74

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

投资建议：工控行业预计 19Q1 是底部，公司订单增速一直远快于行业，客车和物流车影响汽车电子业绩，乘用车业务快速推进，我们坚定看好公司智能制造+电动车“双王”，预计 2018-20 年归母净利润 11.48/13.80/17.94 亿，EPS 分别 0.69/0.83/1.08 元/股，增速 8.3/20.2/30%，给予 19 年 35 倍 PE，目标价 29.05 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。

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
流动资产	7073.3	7768.1	9190.8	11292.2	营业收入	4777.3	5637.5	7112.7	9485.4
现金	2411.4	2154.1	2335.3	2717.4	减:营业成本	2621.9	3257.1	4173.1	5645.1
应收账款	2942.3	3552.4	4287.1	5197.5	营业税金及附加	45.9	53.6	66.1	85.4
存货	1031.2	1249.3	1543.5	2010.6	营业费用	441.2	513.0	625.9	777.8
其他流动资产	688.4	812.3	1024.9	1366.8	管理费用	847.2	986.6	1216.3	1565.1
非流动资产	1973.9	2141.3	2373.0	2669.1	财务费用	-26.0	-73.3	-78.6	-88.4
长期股权投资	271.7	271.7	271.7	271.7	资产减值损失	-57.5	-30.0	-35.0	-40.0
固定资产	789.1	966.6	1208.3	1514.3	加:投资净收益	75.1	80.0	80.0	85.0
在建工程	83.5	85.1	130.5	174.2	其他收益	262.4	260.0	298.5	343.5
无形资产	299.8	289.8	279.8	269.8	营业利润	1184.6	1240.6	1488.3	1928.9
其他非流动资产	613.3	613.3	613.3	613.3	加:营业外净收支	17.6	18.0	21.6	25.9
资产总计	9047.1	9909.4	11563.8	13961.3	利润总额	1202.3	1258.6	1509.9	1954.9
流动负债	3156.3	3390.2	4256.8	5634.1	减:所得税费用	110.9	62.9	75.5	97.7
短期借款	219.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	31.3	47.8	54.5	63.1
应付账款	1597.5	1963.2	2572.5	3557.2	归属母公司净利润	1060.0	1147.8	1379.9	1794.0
其他流动负债	1339.7	1427.0	1684.3	2076.9	EBIT	821.1	827.3	1031.2	1412.0
非流动负债	165.3	165.3	165.3	165.3	EBITDA	924.1	925.4	1158.6	1579.8
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他非流动负债	165.3	165.3	165.3	165.3	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债合计	3321.6	3555.5	4422.1	5799.4	每股收益(元)	0.64	0.69	0.83	1.08
少数股东权益	299.2	325.1	354.0	387.5	每股净资产(元)	3.26	3.62	4.08	4.67
	5426.2	6028.7	6787.7	7774.4	发行在外股份(百万股)	1665.1	1664.2	1664.2	1664.2
归属母公司股东权益					ROIC(%)	14.1%	14.1%	17.1%	21.1%
负债和股东权益	9047.1	9909.4	11563.8	13961.3	ROE(%)	19.5%	19.0%	20.3%	23.1%
					毛利率(%)	45.1%	42.2%	41.3%	40.5%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	22.2%	20.4%	19.4%	18.9%
经营活动现金流	491.7	745.1	1196.3	1693.2	资产负债率(%)	36.7%	35.9%	38.2%	41.5%
投资活动现金流	-369.7	-238.2	-394.1	-503.9	收入增长率(%)	30.5%	18.0%	26.2%	33.4%
筹资活动现金流	-762.2	-764.4	-620.9	-807.3	净利润增长率(%)	13.8%	8.3%	20.2%	30.0%
现金净增加额	-642.5	-257.4	181.3	382.1	P/E	36.33	33.53	27.90	21.46
折旧和摊销	103.0	98.1	127.4	167.8	P/B	7.10	6.38	5.67	4.95
资本开支	-173.0	-238.2	-394.1	-503.9	EV/EBITDA	45.27	45.46	37.06	28.05
营运资本变动	110.4	-556.7	-374.9	-342.0					

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>

