太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2019-04-16

公司点评报告

买入/维持

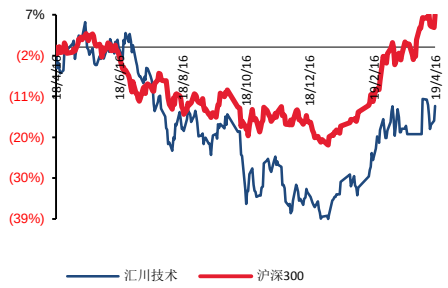
汇川技术(300124)

昨收盘：28.31

工业 资本货物

工控龙头业绩稳健，“双王战略”持续推进

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,662/1,355
总市值/流通(百万元)	47,050/38,358
12 个月最高/最低(元)	34.83/19.98

相关研究报告：

汇川技术(300124)《业绩稳健，“双王”战略持续推进》--2018/10/25

证券分析师：张文臣

电话：010-88321731

E-MAIL：zhangwc@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010005

证券分析师：周涛

电话：010-88321940

E-MAIL：zhoutao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517120001

证券分析师：刘晶敏

电话：010-88321616

E-MAIL：liujm@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190516050001

事件：公司发布 2018 年年报，实现营收 58.74 亿元，同比增长 22.96%；归母净利润 11.67 亿元，同比增长 10.08%；实现扣非归母净利润 10.51 亿元，同比增长 13.3%；公司基本每股收益为 0.71 元，较上年同期增长 9.23%。

此前，公司发布 2019 年一季度业绩预告，报告期内实现营收同比增长 5%-15%，归母净利润同比下滑 20%-40%。

业绩稳健，龙头地位彰显。2018 年，宏观背景下，工控行业需求“前高后低”态势明显，其中 OEM 市场整体增长仅 4.1%左右，项目型市场整体增长 9.5%，公司作为国内变频、伺服领军企业，深耕行业应用，通用自动化产品市场占有率持续提升，实现收入 25.87 亿，同比+32.05%；电梯一体化实现收入 13.7 亿，同比+22.34%。公司把握 EU 项目端行业升级改造的景气度，持续提供基于工艺的变频传动解决方案，打造行业标签。工业机器人业务收入 0.84 亿元，同比增长 11.55%，发挥“核心部件+整机+工艺”的竞争优势，聚焦精密制造和新能源产业市场，布局和培育新机会市场。盈利能力方面，随着产品收入结构变化及市场竞争影响，产品毛利率为 41.81%，同比下降 3.3pct，仍处于行业较高水平。当前，3 月 PMI 再次回到临界点以上，政策层面上“稳增长+宽信用”趋势逐渐强化，在人力成本上升、进口替代等背景下，智能制造景气向好趋势不改。我们维持工控复苏将持续的观点，国家着力推进产业升级、扩大内需，在“强投资”到“强消费”转换的背景下，此轮工控复苏与 2010 年有本质不同。基于去年同期基数，Q1 业绩预告有所下滑，预计上半年业绩相对承压，看好公司下半年通用自动化业务加速向好。

轨交多点突破，新能源乘用车放量可期。2018 年轨交业务实现了全国多点突破，报告期内新增订单 10.8 亿元，实现收入 2.12 亿元，同比增长 111.55%，经纬轨道参与多个项目投标，并在苏州、北京、青岛、贵阳、南通等地中标，已是国内极少数拥有核心技术且具备成功运营经验的轨道交通牵引系统供应商，看好公司的异地拿单能力。2018 年，汽车电动化趋势下，新能源汽车产销量保持高速增长，主要因新能源乘用车领域市场需求持续放量，但受政策补贴影响，新能源商用车（客车、物流车）市场需求低迷，公司新能源汽车业务共实现收入 8.41 亿，同比下降 7.97%，值得强调的是，公司新能源乘用车业务收入快速增长，报告期内，累计完成 8 家国内车企的项目定点并实

证券分析师：方杰
电话：010-88321942
E-MAIL：fangjie@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190517120002

现部分车型批量销售，已研发搭建新一代的电控、电机、减速机、电源等技术与产品平台，正在开发第三代动力总成产品，预计年底推向市场；已通过 IATF16949、VDA6.3 等体系审核，取得 ISO26262 的功能安全认证，在功能安全、软件、EMC 测试等方面已获得国内和国际一流整车厂的认可，公司致力于成为国际一流的新能源汽车领域领先的动力总成系统供应商。

持续加大研发投入，受益抵扣新规落地。2018 年公司研发投入 7.12 亿元，同比+20.2%，研发费用率 12.11%，通过持续的高比例研发投入及引进国际领先技术，进一步提升新能源汽车动力总成、电机与驱动控制、工业控制软件、工业机器人本体设计等方面的核心技术水平，巩固领先地位。值得一提的是，研发费用扣除比例提升至 75%新规效果显现，减税金额提升至 7200 万。国家减税降费措施有望持续落地，公司作为科技创新型龙头企业，将持续受益。

投资建议。公司着力打造“小业务，强平台，大公司”的生长和发展的模式，抵御行业波动风险能力突出，宏观环境低迷也是优质公司加速进口替代与市场份额扩大的良机。看好公司“双王”战略的持续推进，预计公司 2019-2021 年实现归属母公司股东净利润 13.31 亿、16.76 亿、21.34 亿，对应 EPS 为 0.8 元、1.01 元、1.28 元，对应估值为 35 倍、28 倍、21 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济持续下行，新品研发低于预期

■ **盈利预测和财务指标：**

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	**5874**	**7541**	**9788**	**12785**
(+/-%)	23%	28%	30%	31%
净利润(百万元)	**1167**	**1331**	**1676**	**2134**
(+/-%)	10%	14%	26%	27%
摊薄每股收益(元)	0.70	0.80	1.01	1.28
市盈率(PE)	40	35	28	22

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**4777**	**5874**	**7541**	**9788**	**12785**
减:营业成本	2622	3418	4297	5566	7229
营业税费	46	46	59	76	99
销售费用	441	504	658	841	1098
管理费用	847	292	1131	1517	2071
财务费用	(26)	(13)	(16)	(18)	(16)
资产减值损失	57	35	40	44	40
加:公允价值变动收益	0	3	0	0	0
投资和汇兑收益	75	58	52	47	42
营业利润	**1185**	**1283**	**1424**	**1809**	**2305**
加:营业外净收支	18	1	7	7	7
利润总额	**1202**	**1284**	**1432**	**1817**	**2313**
减:所得税	111	75	101	140	179
净利润	**1060**	**1167**	**1331**	**1676**	**2134**
资产负债表	**2017**	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
货币资金	2411	516	2931	4423	6406
交易性金融资产	0	458	458	458	458
应收帐款	1458	2003	2226	3320	3995
应收票据	1485	1445	2152	2706	3567
预付帐款	55	46	76	91	121
存货	1031	1264	1672	2102	2796
其他流动资产	633	1961	1454	1349	1588
可供出售金融资产	29	47	47	47	47
持有至到期投资	0	0	0	0	0
长期股权投资	272	578	578	578	578
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	706	885	876	842	757
在建工程	84	168	84	17	0
无形资产	300	368	319	269	220
其他非流动资产					
资产总额	**9047**	**10329**	**13446**	**16793**	**21097**
短期债务	208	575	28	26	24
应付帐款	1491	1290	2962	2391	4272
应付票据	793	1027	1109	1699	1998
其他流动负债					
长期借款	0	90	0	1757	1428
其他非流动负债					
负债总额	**3322**	**3795**	**5236**	**6906**	**9076**
少数股东权益	**299**	**293**	**293**	**293**	**293**
股本	1664	1662	1662	1662	1662
留存收益	4266	4925	6256	7932	10066
股东权益	**5725**	**6535**	**8210**	**9887**	**12021**
现金流量表	**2017**	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
净利润	1091	1209	1331	1676	2134
加:折旧和摊销	106	144	142	150	152
资产减值准备	57	35	0	0	0
公允价值变动损失	0	(3)	0	0	0
财务费用	(24)	(20)	(16)	(18)	(16)
投资收益	(75)	(58)	(52)	(47)	(42)
少数股东损益	31	42	0	0	0
营运资金的变动	(39)	(2085)	1236	(2091)	28
经营活动产生现金	**492**	**471**	**2641**	**(329)**	**2257**
投资活动产生现金	**(370)**	**151**	**52**	**47**	**42**
融资活动产生现金	**(762)**	**(103)**	**(278)**	**1775**	**(316)**

财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长性					
营业收入增长率	31%	23%	28%	30%	31%
营业利润增长率	42%	8%	11%	27%	27%
净利润增长率	14%	10%	14%	26%	27%
EBITDA增长率	3%	89%	-13%	25%	26%
EBIT增长率	2%	95%	-14%	27%	28%
NOPLAT增长率	36%	14%	10%	26%	28%
投资资本增长率	-1%	83%	-23%	42%	-2%
净资产增长率	15%	14%	26%	20%	22%
利润率					
毛利率	45%	42%	43%	43%	43%
营业利润率	25%	22%	19%	18%	18%
净利润率	22%	20%	18%	17%	17%
EBITDA/营业收入	20%	30%	21%	20%	19%
EBIT/营业收入	18%	28%	19%	18%	18%
运营效率					
固定资产周转天数	51	49	42	32	23
流动营业资本周转天数	138	169	151	132	130
流动资产周转天数	507	452	445	467	470
应收帐款周转天数	99	106	101	102	103
存货周转天数	67	70	70	69	69
总资产周转天数	641	594	567	556	533
投资资本周转天数	245	280	250	203	180
投资回报率					
ROE	19.1%	18.5%	16.2%	17.0%	17.8%
ROA	12.1%	11.7%	9.9%	10.0%	10.1%
ROIC	32.2%	37.0%	22.2%	36.3%	32.6%
费用率					
销售费用率	9.2%	8.6%	8.7%	8.6%	8.6%
管理费用率	17.7%	5.0%	15.0%	15.5%	16.2%
财务费用率	-0.5%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%
三费/营业收入	26.4%	13.3%	23.5%	23.9%	24.7%
偿债能力					
资产负债率	36.7%	36.7%	38.9%	41.1%	43.0%
负债权益比	58.0%	58.1%	63.8%	69.9%	75.5%
流动比率	2.24	2.19	2.16	2.90	2.53
速动比率	1.91	1.83	1.83	2.48	2.16
利息保障倍数	-32.20	-128.15	-89.38	-98.42	-146.94
分红指标					
DPS(元)	0.30	-	-	-	-
分红比率	47.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
业绩和估值指标	**2017**	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
EPS(元)	0.64	0.70	0.80	1.01	1.28
BVPS(元)	3.26	3.76	4.76	5.77	7.06
PE(X)	44	40	35	28	22
PB(X)	9	8	6	5	4
P/FCF	39	(44)	23	31	24
P/S	10	8	6	5	4
EV/EBITDA	49	19	28	23	17
CAGR(%)	15.4%	20.9%	10.7%	15.4%	20.9%
PEG	2.9	1.9	3.3	1.8	1.1
ROIC/WACC	2.9	3.3	2.0	3.3	2.9
REP	4.9	1.7	4.8	2.1	2.2

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。