

Q1 全年低点，通用 Q2 复苏和乘用车电控值得期待

买入 (维持)

2019 年 04 月 26 日

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	5,874	8,083	10,527	14,329
同比 (%)	23.0%	37.6%	30.2%	36.1%
归母净利润 (百万元)	1167	1417	1800	2379
同比 (%)	10.1%	21.5%	27.0%	32.2%
每股收益 (元/股)	0.70	0.85	1.08	1.43
P/E (倍)	37.39	30.72	24.19	18.30

投资要点

- 收入同增 12.78%略超预期，归母净利润同减 34.28%，总体符合预期。**
 公司发布 2019 年一季度报告，报告期内实现营业收入 11 亿元，同比增长 12.78%，略超预期；实现利润总额 1.5 亿元，同比下降 30.85%；实现归属母公司净利润 1.29 亿元，同比下降 34.28%，符合预期，对应 EPS 为 0.08 元。19Q1 毛利率为 41.41%，同比下降 4.13pct，环比上升 2.29pct；19Q1 归母净利率为 11.74%，同比下降 8.41pct，环比下降 7.52pct。公司扣非净利润 1.01 亿元，同比下降 44.07%，主要是因为结构性存款改为银行理财，去年 2000 多万的利息收入为经常性收益，今年改成了非经常性收益带来的影响。
- 通用板块 Q2 有望明显复苏，新能源乘用车 19 年放量潜力大，电梯收入增速略超预期，轨交业务持续高增。**通用自动化营收 5.03 亿元，同增 5.23%，其中变频/伺服/PLC&HMI 营收分别 2.96 亿/1.66 亿/0.41 亿元，通用变频增长最快，通用 3 月开始有复苏迹象，Q2 将有明显复苏，汇川通用自动化板块阿尔法极强，通用自动化板块增速有望恢复到 30-50% 的增长区间。新能源汽车业务营收 0.75 亿，同比下降 8.8%，主要系客车和物流车承压，19 年乘用车电控开始放量未来潜力大。电梯一体机营收 2.41 亿，同增 12.35%略超预期，携手贝思特后市占率有望进一步提升。轨交收入 0.83 亿元、同增 6.6 倍实现盈利，江苏经纬进入持续高增长的新阶段。
- 毛利率环比企稳，几重因素叠加导致净利润率偏低，未来有望回升。**19Q1 公司毛利率 41.41%，同比下降 4.13pct，环比增长 2.29pct，毛利率率同比下降，一方面是去年通用自动化产品下半年毛利率低于上半年，今年预计环比稳定，另一方面是轨交业务毛利率较低占比提升的缘故。而归母净利润率环比降低 7.52pct 至 11.74%，同比降低 8.41pct，除了毛利率以外，主要系受增值税退税减少、股权激励费用及汇率波动等影响，当然管理费用有正贡献。这些项目合计影响净利润约 4000 万左右，影响公司 3.6 个百分点的归母净利率，剔除这些影响后公司归母净利率可至 15.4%。
- 盈利预测与投资评级：预计公司 19-21 年归母净利润为 14.17/18.00/23.79 亿元，同比分别+21.55%/27.0%/32.2%；EPS 分别 0.85/1.08/1.43 元；对应现价 PE 分别 31/24/18 倍。**3 月 PMI 超预期反弹，工控提前复苏，汇川通用自动化业务增长有望加速；新能源乘用车电控业务今年开始放量，未来潜力可期，给予 19 年 45 倍 PE，目标价 38.4 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济风险、客户拓展低于预期**

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.20
一年最低/最高价	19.01/34.64
市净率(倍)	7.02
流通 A 股市值(百万元)	35499.51

基础数据

每股净资产(元)	3.92
资产负债率(%)	34.00
总股本(百万股)	1661.96
流通 A 股(百万股)	1354.94

相关研究

- 《汇川技术 (300124) 年报点评：整体符合预期，工控复苏和乘用车电控值得期待!》2019-04-17
- 《汇川技术 (300124)：一季度预告是低点，工控复苏和乘用车电控值得期待》2019-04-11
- 《汇川技术 (300124)：收购贝思特稳定现金流业务，丰富业务形态和经营模式》2019-04-06

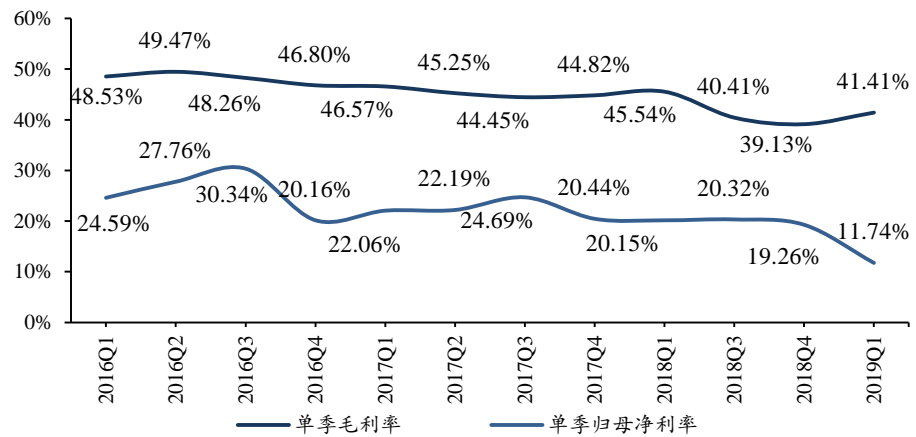
收入同增 12.78%略超预期，归母净利润同减 34.28%，总体符合预期。公司发布 2019 年一季度报告，报告期内实现营业收入 11 亿元，同比增长 12.78%，略超预期；实现利润总额 1.5 亿元，同比下降 30.85%；实现归属母公司净利润 1.29 亿元，同比下降 34.28%，符合预期，对应 EPS 为 0.08 元。19Q1 毛利率为 41.41%，同比下降 4.13pct，环比上升 2.29pct；19Q1 归母净利率为 11.74%，同比下降 8.41pct，环比下降 7.52pct。公司扣非净利润 1.01 亿元，同比下降 44.07%，主要是因为结构性存款改为银行理财，去年 2000 多万的利息收入为经常性收益，今年改成了非经常性收益带来的影响。

表 1：公司 19Q1 关键财务数据

	2019Q1	2018Q1	单季度同比	2018Q4	环比
营业收入	11.00	9.75	12.8%	19.35	-43.2%
毛利率	41.4%	45.5%		39.1%	
营业利润	1.50	2.17	-30.8%	4.07	-63.1%
利润总额	1.51	2.19	-31.0%	4.11	-63.3%
归属母公司净利润	1.29	1.96	-34.3%	3.73	-65.4%
扣非归母净利润	1.01	1.81	-44.1%	3.19	-68.2%
归母净利率	11.7%	20.1%		19.3%	
股本	16.62	16.64		16.62	-
EPS	0.08	0.12	-34.2%	0.22	-65.4%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：公司 19Q1 毛利率 41.41%，同减 4.13pct，环增 2.29pct



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

通用自动化营收同增 5.23%，通用变频增长最快，通用 3 月开始有复苏迹象，Q2 将有明显复苏。19Q1 公司通用自动化业务共实现营收 5.03 亿元，同增 5.23%；从产品来看，变频/伺服/PLC&HMI 营收分别 2.96 亿/1.66 亿/0.41 亿元。Q1 公司继续强化去年在 EU 领域增长的良好势头，也紧抓冶金、化工等传统行业盈利好转资本开支持续增加的趋势，带动通用变频业务持续增长，而通用伺服下游的 3C 还相对疲软，锂电、光伏

等需求开始好转，总体一季度仍有压力，但是3月以来通用变频和伺服的需求出现额明显的复苏迹象。3月官方PMI达50.5回到荣枯线上方，3月制造业规模以上工业增加值同增7.2%，增速回升1.6pct，通用设备制造业规模以上工业增加值同增8.4%，增速大幅回升4pct，均表现出较强的反弹迹象。通用自动化2018年Q1-Q4同比增长12/9/4/0%，市场预期一季度下降，从3月来看，我们判断有望提前超预期复苏，在2季度将会有明显体现，汇川通用自动化板块阿尔法极强，通用自动化板块增速有望恢复到30-50%的增长区间。

新能源汽车业务同比下降8.8%，主要系客车和物流车承压，19年乘用车电控开始放量未来潜力大。19Q1公司新能源汽车业务实现营收0.75亿元，同比下降8.8%，低于预期，主要因为18年Q4和19年Q1电动客车和物流车出货量一般，其中宇通18年Q4和19年Q1产量分别为11904辆和2894辆，同比-14.07%和+78.09%，物流车71796辆和4466辆，同比-33.82%和-25.09%，去年Q4的订单留存到今年一季度同比估计明显下降，从产量来看Q1订单预计同比增长，而乘用车业务在Q1占比和体现较少。公司乘用车业务17年完成部分二三线车企定点，18年小幅放量，实现了1亿多收入，18年拿到广汽、长城等一线品牌定点，19年有望开始大幅度增长，20年有望加快放量；海外客户方面，通用大众、奔驰体系认证，19年目标拿到一家定点。客户“三步走”战略稳步推进，乘用车业务潜力大。

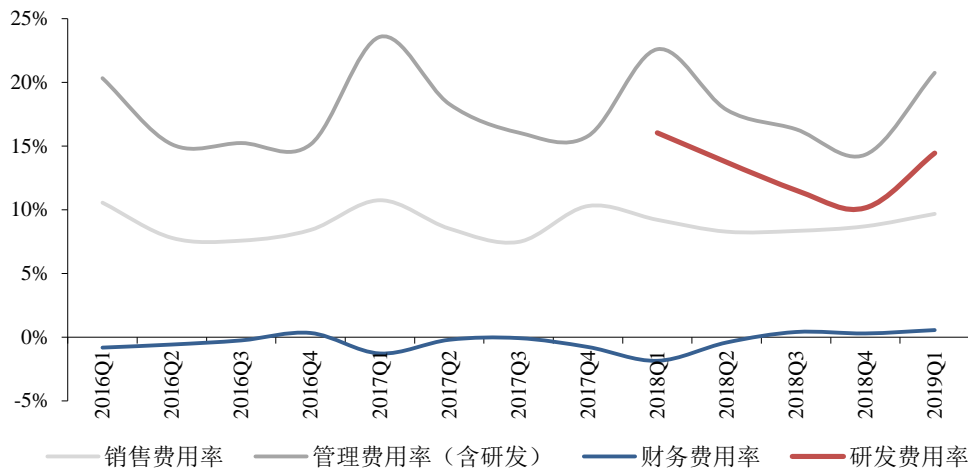
电梯一体机营收同增12.35%略超预期，携手贝思特后市占率有望进一步提升。19Q1公司电梯一体化业务实现收入2.41亿元，同增12.35%，略超预期，全年有望延续去年以来的良好态势。电梯业务的增长一方面来自跨国企业客户的放量、另一方面来自解决方案产品占比提升，“大配套”趋势加速。此外，19年公司拟收购贝思特100%股权，贝思特18年营收24.24亿元，净利润2.35亿元。联手后汇川电梯业务“大配套”解决方案能力有望继续提升，同时两家公司产品、客户方面互补，协同效应强，汇川在跨国企业和出口方面有望加快突破，打造电梯行业国际一流的解决方案供应商。

轨交收入同增6.6倍实现盈利，江苏经纬进入持续高增长的新阶段。Q1轨交业务实现营收0.83亿元，同比大幅增长655.25%，同时江苏经纬一季度首次实现盈利。公司自从2015年上半年收购江苏经纬后潜心整合消化技术，17年底开始逐步走出苏州迈向全国，截至18年末，轨交子公司苏州经纬累计在手订单13.8亿元，预计19年起进入密集交付确认期，19-21年每年确认的订单在4-6亿元。轨交牵引行业国内是百亿规模的市场，未来汇川有望进入行业前三的份额。

管理（含研发）费用率同比下降1.85%，销售费用率同比提升0.46%，费用管控效果显著。公司19Q1费用同比增长16.66%至3.41亿元，期间费用率上升1.03个百分点至30.98%。其中，销售、管理（含研发）分别同比上升18.47%、上升3.56%至1.06亿元、2.28亿元，而财务费用0.06亿元，上年同期为负，主要是少了2000多万的利息收入；销售、管理（含研发）费用率分别上升0.46、下降1.85个百分点至9.67%、20.75%。

全年研发费用同比上升 1.59% 至 1.59 亿元，研发费用率同比下降 1.59pct 至 14.45%。公司经过 2 年的研发人员和费用的大幅扩张后，去年下半年开始注重控制规模和提升效率，费用控制效果显著。

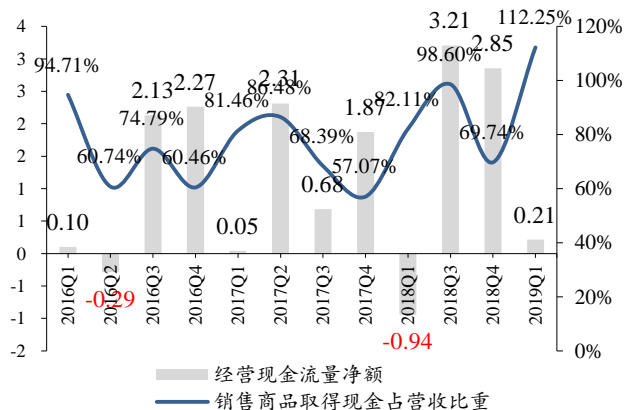
图 2：公司分季度费用率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

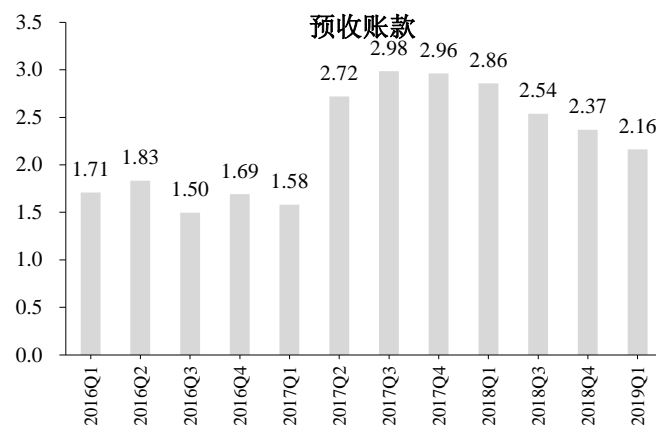
现金流同比改善；应收账款同比下降，显示出公司客户质量有所好转。2019 年 Q1 经营活动现金流量净流入 0.21 亿元，上年同期净流出 0.94 亿元，19Q1 同比改善；销售商品取得现金 12.35 亿元，同比增长 54.17%。期末预收款项 2.16 亿元，比年初下降 0.20 亿元，主要是轨交订单加快确认。期末应收账款 16.72 亿元，较期初下降 2.98 亿元，应收账款周转天数较期初上升 45.13 天至 148.96 天，应收账款同比回落的原因是公司对客户结构的调整，主动放弃了部分资金恶化的客户。期末存货 13.73 亿元，较期初上升 1.10 亿元；存货周转天数上升 61.81 天至 184.16 天。

图 3：公司 19Q1 形现金流同比改善



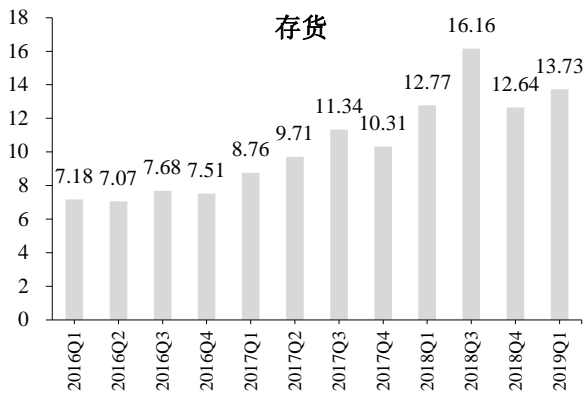
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：预收账款同、环比回落



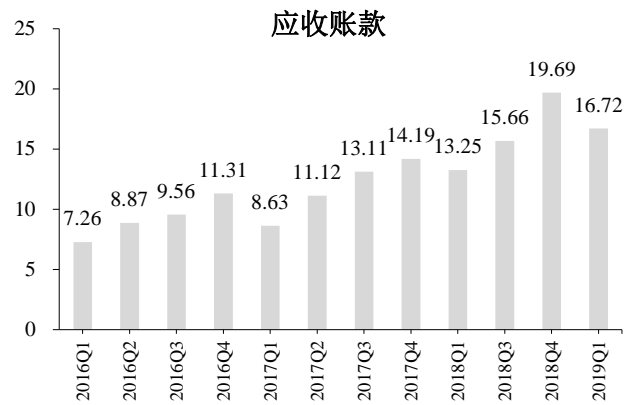
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5: 19Q1 存货同、环比增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: 19Q1 应收账款显著回落



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

毛利率环比企稳, 几重因素叠加导致净利润率偏低, 未来有望回升。19Q1 公司毛利率 41.41%, 同比下降 4.13pct, 环比增长 2.29pct, 毛利率同比下降, 一方面是去年通用自动化产品下半年毛利率低于上半年, 今年预计环比稳定, 另一方面是轨交业务毛利率较低占比提升的缘故。而归母净利润率环比降低 7.52pct 至 11.74%, 同比降低 8.41pct, 除了毛利率以外, 主要系受增值税退税减少、股权激励费用及汇率波动等影响, 当然管理费用有正贡献。上年同期增值税退税为 6424 万元, 占收入的比重为 6.0%, 正常在 5% 左右, 今年 1-2 月公告 2474 万元 (约占收入 2.2%), 今年其他收益为 3832 万元, 去年同期为 7200 万元。公司第四期股权激励计划 1 月 25 日落地, 需摊销的总费用 1.44 亿元, 19 年三、四期共需摊销 0.85 亿元股权激励费用, 测算一季度预计摊销 0.16 亿元左右, 上年同期不到 500 万。欧元贬值, 公司旗下并购基金晶瑞的投资损失增加。这些项目合计影响净利润约 4000 万左右, 影响公司 3.6 个百分点的归母净利率, 剔除这些影响后公司归母净利率可至 15.4%。

图 7: 公司增值税退税情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 2：公司历年股权激励计划需摊销费用

	授予日	需摊销总费用（万元）	2017	2018	2019	2020	2021	2022
第一期	2013/1/31	9,146.89						
第二期	2015/5/25	3,317.00	539.00	138.00				
第三期	2016/12/6	8,350.48	5,324.74	1,705.74	674.53	175.01		
第四期	2019/1/25	14,420.93			7,842.44	4,345.63	2,134.62	98.23
		费用合计（万元）	5,863.74	1,843.74	8,516.97	4,520.64	2,134.62	98.23

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：预计公司 19-21 年归母净利润为 14.17/18.00/23.79 亿元，同比分别+21.55%/27.0%/32.2%；EPS 分别 0.85/1.08/1.43 元；对应现价 PE 分别 31/24/18 倍。3 月 PMI 超预期反弹，工控提前复苏，汇川通用自动化业务增长有望加速；新能源乘用车电控业务今年开始放量，未来潜力可期，给予 19 年 45 倍 PE，目标价 38.4 元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济风险、客户拓展低于预期

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)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	7693.4	11650.1	14235.0	17842.5	营业收入	5874.4	8083.1	10526.9	14328.7
现金	515.8	1500.0	1500.0	1500.0	减:营业成本	3418.2	4786.5	6310.6	8804.8
应收账款	3447.9	5093.5	6345.0	7851.3	营业税金及附加	45.7	76.8	97.9	129.0
存货	1263.8	1835.9	2334.1	3136.0	营业费用	504.5	637.6	777.7	958.2
其他流动资产	2465.9	3220.7	4055.9	5355.2	管理费用	1004.0	1325.0	1672.9	2176.8
非流动资产	2636.0	2767.6	2983.5	3261.7	财务费用	-12.8	44.7	77.1	94.0
长期股权投资	577.7	577.7	577.7	577.7	资产减值损失	-32.3	-30.0	-35.0	-40.0
固定资产	1052.6	1196.4	1424.6	1715.1	加:投资净收益	57.5	80.0	80.0	85.0
在建工程	167.8	110.3	138.1	176.4	其他收益	310.4	260.0	298.5	343.5
无形资产	368.0	355.7	343.5	331.2	营业利润	1282.7	1552.7	1969.2	2594.5
其他非流动资产	637.7	637.7	637.7	637.7	加:营业外净收支	1.0	18.0	21.6	25.9
资产总计	10329.4	14417.7	17218.5	21104.3	利润总额	1283.7	1570.7	1990.8	2620.4
流动负债	3517.5	6809.9	8582.8	11115.6	减:所得税费用	74.9	94.2	119.4	157.2
短期借款	584.6	1900.2	2239.6	2463.0	少数股东损益	41.8	59.1	71.1	83.7
应付账款	1848.4	2885.0	3890.1	5548.2	归属母公司净利润	1166.9	1417.4	1800.2	2379.4
其他流动负债	1084.5	2024.7	2453.1	3104.4	EBIT	902.0	1257.3	1667.8	2259.9
非流动负债	277.1	277.1	277.1	277.1	EBITDA	1040.2	1376.7	1821.2	2455.9
长期借款	90.0	90.0	90.0	90.0					
其他非流动负债	187.1	187.1	187.1	187.1	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	3794.6	7087.0	8859.9	11392.7	每股收益(元)	0.70	0.85	1.08	1.43
少数股东权益	292.7	324.1	361.8	406.2	每股净资产(元)	3.75	4.22	4.81	5.60
归属母公司股东权益	6242.1	7006.6	7996.8	9305.4	发行在外股份(百万股)	1665.1	1662.0	1662.0	1662.0
负债和股东权益	10329.4	14417.7	17218.5	21104.3	ROIC(%)	14.3%	16.3%	17.5%	20.3%
					ROE(%)	18.7%	20.2%	22.5%	25.6%
					毛利率(%)	41.8%	40.8%	40.1%	38.6%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	19.9%	17.5%	17.1%	16.6%
经营活动现金流	471.3	567.5	875.0	1361.6	资产负债率(%)	36.7%	49.2%	51.5%	54.0%
投资活动现金流	151.2	-246.0	-404.3	-514.3	收入增长率(%)	23.0%	37.6%	30.2%	36.1%
筹资活动现金流	-103.3	662.8	-470.7	-847.3	净利润增长率(%)	10.1%	21.5%	27.0%	32.2%
现金净增加额	520.7	984.2	0.0	0.0	P/E	37.39	30.72	24.19	18.30
折旧和摊销	138.2	119.4	153.4	196.0	P/B	6.99	6.21	5.45	4.68
资本开支	-302.1	-246.0	-404.3	-514.3	EV/EBITDA	45.59	36.84	28.82	22.40
营运资本变动	-2087.1	-1030.7	-1151.3	-1298.2					

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>

