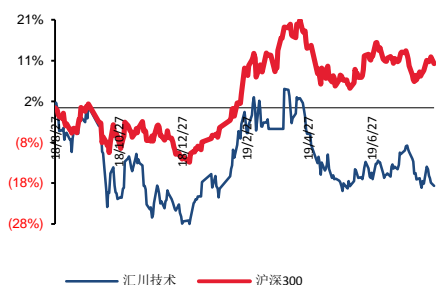


工业 资本货物

Q2 业绩降幅环比收窄，电梯及轨交业务提供有力支撑

■ 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)	37,062/30,215
12 个月最高/最低(元)	28.85/19.98

相关研究报告:

《工控，项目型市场相对景气，工程变频国产化迎契机》

--2019/07/26

汇川技术(300124)《工控龙头业绩稳健，“双王战略”持续推进》

--2019/04/18

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

事件：公司发布 2019 年半年报，实现营收 27.19 亿，同比增长 9.96%；归母净利润 3.99 亿，同比下降 19.67%；其中，Q2 实现营收 16.19 亿，同比增长 8.12%，归母净利润 2.69 亿，同比下降 10.09%。

Q2 业绩降幅环比收窄，新能源乘用车业务快速增长。上半年受经济周期和中美贸易影响，国内制造业整体投资增量处于较低水平，3C、机床、注塑等 OEM 市场需求下滑。公司通用自动化产品实现收入 12.16 亿，同比+3%，通用变频增速放缓，伺服同比下滑；作为国内变频、伺服领军企业，在通用自动化产品市场深耕行业应用，对于传统设备制造业领域，通过行业专机与多产品解决方案逐步扩大市场份额；在 EU 项目端，公司以高效、绿色为突破口，把握行业升级改造及国产化契机，持续提供基于工艺的变频传动解决方案；工业机器人业务收入 0.46 亿元，同比+8%，公司围绕“核心部件+整机+视觉+工艺”经营策略，面对手机行业需求下滑，重点拓展锂电、玩具等行业，订单增长明显。

新能源汽车业务，受补贴退坡的标准和过渡期安排政策影响，客车、物流车业务下滑，公司新能源汽车业务收入 2.26 亿元，同比下滑 20%。公司新能源乘用车业务出现了快速增长，电控、电机、电源等产品取得了多家主机厂数个车型的定点，部分车型有望在明年实现批量供货。针对国际乘用车客户，通过了三家国际一流整车厂的技术和质量体系审核，具备了承接项目的准入资格。

电梯及轨交业务是公司当前收入增长的基石。电梯一体化业务持续落实扩大海外大配套、增强后市场部件的销售策略，实现收入 6.2 亿，同比+12.32%；轨交业务确认收入约 2.3 亿，同比大幅增长，实现扭亏为盈进入收获期，在手订单饱满，截至报告期末在手订单共计约 9.2 亿。我们认为这两项业务有望在中长期保持高景气度。

公司上半年产品毛利率 41.02%，同比下降 3.72pct，仍处于行业较高水平，估计主要受轨交业务占比提升及新能源汽车产品降价所致。期间费用率 29.14%，同比增加 1.76pct，主要受销售费用、财务费用增长影响。当前，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。分季度看，Q2 业绩下滑 10.09%，环比 Q1 降幅收窄，工控行业需求有望于年底探底回升。

收购贝思特把握大配套行业趋势，中长期业绩有力支撑。汇川电梯一

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

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

体化业务以国产品牌配套为主，外资客户占比并不高。贝思特作为全球最大的电梯电气系统供应商之一，人机界面、门机系统、线束线缆、井道电气等业务其在跨国公司和海外占比 60%以上，客户包括迅达、通力、东芝、奥蒂斯等一线品牌，此次合作将在产品、客户资源、区域布局上形成较好的优势互补。电梯行业“大配套”已成为主要趋势，汇川与贝思特的合作将是电梯业务的强强联合。城镇化和老龄化是推动电梯需求增长的根本动力，而电梯配置密度的提高将削弱地产行业增速降低的影响。上半年，全国电梯产量 46.3 万台，同比增长 18.1%；城镇老旧小区改造电梯加装有望成为未来三年增长动力，太平洋宏观团队测算，此次全国老旧小区加装电梯量的潜力空间达 306 万台，拉动约 1.2 万亿投资。

持续加大研发投入，受益抵扣新规落地。上半年公司研发投入 3.71 亿元，同比+7%，研发费用率维持 13.63%高位，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。研发费用扣除比例提升至 75%新规效果显现，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。公司基于“平台+多产品+工艺”的研发布局及孵化能力，具有较强的抵御行业波动风险能力，宏观环境低迷期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 28 倍、23 倍、18 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)	32	28	23	18

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	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4777	5874	7541	9788	12785	成长性					
减: 营业成本	2622	3418	4297	5566	7229	营业收入增长率	31%	23%	28%	30%	31%
营业税费	46	46	59	76	99	营业利润增长率	42%	8%	11%	27%	27%
销售费用	441	504	658	841	1098	净利润增长率	14%	10%	14%	26%	27%
管理费用	847	292	1131	1517	2071	EBITDA增长率	3%	89%	-13%	25%	26%
财务费用	(26)	(13)	(16)	(18)	(16)	EBIT增长率	2%	95%	-14%	27%	28%
资产减值损失	57	35	40	44	40	NOPLAT增长率	36%	14%	10%	26%	28%
加: 公允价值变动收益	0	3	0	0	0	投资资本增长率	-1%	83%	-23%	42%	-2%
投资和汇兑收益	75	58	52	47	42	净资产增长率	15%	14%	26%	20%	22%
营业利润	1185	1283	1424	1809	2305	利润率					
加: 营业外净收支	18	1	7	7	7	毛利率	45%	42%	43%	43%	43%
利润总额	1202	1284	1432	1817	2313	营业利润率	25%	22%	19%	18%	18%
减: 所得税	111	75	101	140	179	净利润率	22%	20%	18%	17%	17%
净利润	1060	1167	1331	1676	2134	EBITDA/营业收入	20%	30%	21%	20%	19%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	18%	28%	19%	18%	18%
货币资金	2411	516	2931	4423	6406	运营效率					
交易性金融资产	0	458	458	458	458	固定资产周转天数	51	49	42	32	23
应收帐款	1458	2003	2226	3320	3995	流动营业资本周转天数	138	169	151	132	130
应收票据	1485	1445	2152	2706	3567	流动资产周转天数	507	452	445	467	470
预付帐款	55	46	76	91	121	应收帐款周转天数	99	106	101	102	103
存货	1031	1264	1672	2102	2796	存货周转天数	67	70	70	69	69
其他流动资产	633	1961	1454	1349	1588	总资产周转天数	641	594	567	556	533
可供出售金融资产	29	47	47	47	47	投资资本周转天数	245	280	250	203	180
持有至到期投资	0	0	0	0	0	投资回报率					
长期股权投资	272	578	578	578	578	ROE	19.1%	18.5%	16.2%	17.0%	17.8%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROA	12.1%	11.7%	9.9%	10.0%	10.1%
固定资产	706	885	876	842	757	ROIC	32.2%	37.0%	22.2%	36.3%	32.6%
在建工程	84	168	84	17	0	费用率					
无形资产	300	368	319	269	220	销售费用率	9.2%	8.6%	8.7%	8.6%	8.6%
其他非流动资产						管理费用率	17.7%	5.0%	15.0%	15.5%	16.2%
资产总额	9047	10329	13446	16793	21097	财务费用率	-0.5%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%
短期债务	208	575	28	26	24	三费/营业收入	26.4%	13.3%	23.5%	23.9%	24.7%
应付帐款	1491	1290	2962	2391	4272	偿债能力					
应付票据	793	1027	1109	1699	1998	资产负债率	36.7%	36.7%	38.9%	41.1%	43.0%
其他流动负债						负债权益比	58.0%	58.1%	63.8%	69.9%	75.5%
长期借款	0	90	0	1757	1428	流动比率	2.24	2.19	2.16	2.90	2.53
其他非流动负债						速动比率	1.91	1.83	1.83	2.48	2.16
负债总额	3322	3795	5236	6906	9076	利息保障倍数	-32.20	-128.15	-89.38	-98.42	-146.94
少数股东权益	299	293	293	293	293	分红指标					
股本	1664	1662	1662	1662	1662	DPS(元)	0.30	0.20	-	-	-
留存收益	4266	4925	6256	7932	10066	分红比率	47.1%	28.5%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	5725	6535	8210	9887	12021	股息收益率	1.3%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1091	1209	1331	1676	2134	EPS(元)	0.64	0.70	0.80	1.01	1.28
加: 折旧和摊销	106	144	142	150	152	BVPS(元)	3.26	3.76	4.76	5.77	7.06
资产减值准备	57	35	0	0	0	PE(X)	36	32	28	23	18
公允价值变动损失	0	(3)	0	0	0	PB(X)	7	6	5	4	3
财务费用	(24)	(20)	(16)	(18)	(16)	P/FCF	32	(36)	18	25	19
投资收益	(75)	(58)	(52)	(47)	(42)	P/S	8	6	5	4	3
少数股东损益	31	42	0	0	0	EV/EBITDA	49	19	22	18	13
营运资金的变动	(39)	(2085)	1236	(2091)	28	CAGR(%)	15.4%	20.9%	10.7%	15.4%	20.9%
经营活动产生现金	492	471	2641	(329)	2257	PEG	2.3	1.6	2.6	1.5	0.8
投资活动产生现金	(370)	151	52	47	42	ROIC/WACC	2.9	3.3	2.0	3.2	2.9
融资活动产生现金	(762)	(103)	(278)	1775	(316)	REP	5.0	1.7	3.8	1.7	1.8

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@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	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@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	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@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	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。