

2019年08月27日

汇川技术 (300124.SZ)

短期业绩承压，下半年有望逐步改善

■**事件**：汇川技术公布 2019 年半年报，报告期内公司实现营收 27.19 亿元，同比增长 9.96%；实现归母净利润 3.99 亿元，同比下降 19.67%；每股收益 0.24 元/股。公司上半年利润下滑，主要原因：1) 受需求疲软及行业竞争加剧影响，毛利率下滑 3.72 Pcts，其中新能源与轨交业务毛利率下滑 13.74 Pcts；2) 市场及研发费用投入持续加大，期间费用率 29.13%，同比增加 1.74 Pcts。

■**受宏观经营环境影响，自动化业务整体增速放缓**。2019 年上半年，受到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。根据国家统计局数据，19H1 国内制造业投资同比增长 3.0%，同比和环比分别下滑 3.8 Pcts。受 3C、机床等行业需求明显下滑影响，2019 年上半年公司工业机器人与自动化业务整体增长 5.57%，毛利率下滑 1.27 Pcts。具体来看，1) 通用自动化业务实现营收 12.16 亿元，同比增长 3%；2) 工业机器人业务实现营收 0.46 亿元，同比增长 8%；3) 伺服业务（含伊士通团队）实现营收 2.44 亿元，同比下滑 12%。从 7/8 月制造业投资增速及自动化日企的表现来看，短期内制造业投资出现趋势反转的概率仍偏小。但某些子细分领域的终端需求对应的产业链投资可能会出现分化，如锂电、5G、光伏等；同时中美贸易冲突及国内制造业人力成本大幅攀升有望给本土自动化企业带来更多发展机会。我们认为 2019 年下半年，公司自动化业务有望出现环比改善。

■**电梯业务保持稳健增长，拟收购贝思特有望带来显著协同**。中国已是全球最大的电梯生产国与消费国，2017 年我国电梯产量已经达到 81 万台，2005-2017 年间复合增长率达到 16.10%。未来几年，我国电梯行业呈现稳步上升态势，城镇化、旧梯升级报废、旧建筑物加装及海外出口等将推动电梯市场稳步上升。2019 年上半年，公司电梯一体化业务实现销售收入 6.2 亿，同比增长 12.32%。同时，公司拟以现金 12.69 亿和发行股份 5,619 万股购买贝思特 100% 股权。汇川以电梯控制类产品为主，贝思特则专注于人机界面、门系统等电子与结构类电梯配件，收购贝思特将使双方在产品、客户、营销、管理等多方面产生协同，显著提升汇川在电梯行业的整体解决方案能力和综合竞争力。2017/18/19H1，贝思特实现营收 21.8、24.2 和 11.4 亿元，实现净利润 2.08、2.39 和 1.26 亿元，若收购成功还有望带来显著业绩增厚。

■**新能源业务上半年承压，下半年有望改善**。2019H1 我国新能源乘用车和商用车销量分别达到 57.5 万辆和 5.3 万辆，乘用车较去年同期增长 61.6%，但商用车轻微下滑。2019 年上半年，公司新能源乘用车业务收入实现快速增长，但由于新能源商用车业务由于补贴退坡及市场竞争加剧而出现较大下滑，公司整体新能源汽车业务实现销售收入 2.26 亿元，同比下滑 20%。同时，由于乘用车占比上升，新能源业务毛利率也有所下滑。我们测算分析，2019 年全年商用车仍有望达到 20 万辆，同比增长 30%；与此同时，乘用车 B 端和 C 端都有望政策托底；整体全年 160 万辆产销完成概率较大。上半年，公司新能源车业务相关研发项目进展顺利，落地速度加快。从节奏上看，8 月行业基本面见底，9 月往后行业景气度有望恢复。受益于行业景气复苏红利、研发项目落地优势、经营调整成效，公司新能源车业务或将于下半年出现逐季改善。

■**轨道交通业务快速增长，外埠拓展成果显著**。公司轨交业务主要包括牵引变流器、辅助变流器、高压箱、牵引电机和 TCMS 等牵引与控制系统。2019 年上半年，公司轨交业务实现销售 2.59 亿元（含税），同比增长 433%。公司在手订单充裕，19H1 公司新签订单 2.14 亿元，累计在手订单 9.17 亿元。在市场拓展方面，2017 年，公司推行的轨交业务“走出苏州”的发展目标，2018 年在北京亦庄有轨电车、贵阳地铁 2 号线取得突破。2019 年上半年，公司外埠拓展持续取得硕果，分别与南通地铁项

公司快报

证券研究报告

二次设备

投资评级 **买入-A**

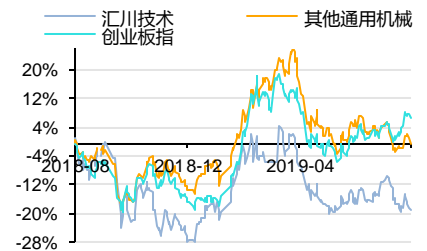
维持评级

6 个月目标价：**28.00 元**
股价 (2019-08-26) **22.30 元**

交易数据

总市值 (百万元)	37,061.81
流通市值 (百万元)	30,215.23
总股本 (百万股)	1,661.96
流通股本 (百万股)	1,354.94
12 个月价格区间	19.98/28.85 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.17	-12.85	-29.44
绝对收益	-8.68	-1.97	-17.17

邓永康 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517050005
dengyk@essence.com.cn

吴用 分析师
SAC 执业证书编号：S1450518070003
wuyong1@essence.com.cn

彭广春 报告联系人
penggc@essence.com.cn

丁肖逸 报告联系人
dingxy@essence.com.cn

相关报告

- 汇川技术：工控龙头稳健增长，乘用车有望放量/邓永康 2019-04-16
- 汇川技术：拟收购贝思特，强强联合提升竞争力/邓永康 2019-04-06
- 汇川技术：中报符合预期，新业务布局持续深入/邓永康 2018-08-19

目笔青岛电机项目签署 1.88 亿元和 5271 万元订单。

■**投资建议：**维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 28.00 元。我们预计公司 2019 年-2021 年的净利润分别为 11.69、14.33、19.29 亿元，净利润增速分别为 0.2%、22.5%、34.7%；EPS 为 0.70、0.86 和 1.16 元。维持公司买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 28.00 元。

■**风险提示：**下游需求不及预期，行业竞争继续加剧，收购不成功或后期整合不力等。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	4,777.3	5,874.4	6,627.2	7,893.2	9,879.4
净利润	1,060.0	1,166.9	1,168.9	1,432.5	1,929.2
每股收益(元)	0.64	0.70	0.70	0.86	1.16
每股净资产(元)	3.26	3.76	4.46	5.07	5.90

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	35.0	31.8	31.7	25.9	19.2
市净率(倍)	6.8	5.9	5.0	4.4	3.8
净利润率	22.2%	19.9%	17.6%	18.1%	19.5%
净资产收益率	19.5%	18.7%	15.8%	17.0%	19.7%
股息收益率	47.1%	28.5%	27.6%	29.4%	28.5%
ROIC	32.2%	37.0%	18.6%	38.1%	31.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,777.3	5,874.4	6,627.2	7,893.2	9,879.4	成长性					
减:营业成本	2,621.9	3,418.2	3,800.5	4,572.1	5,862.1	营业收入增长率	30.5%	23.0%	12.8%	19.1%	25.2%
营业税费	45.9	45.7	49.7	59.2	72.1	营业利润增长率	42.4%	8.3%	-5.7%	23.4%	36.1%
销售费用	441.2	504.5	536.8	623.6	706.4	净利润增长率	13.8%	10.1%	0.2%	22.5%	34.7%
管理费用	847.2	1,004.0	1,131.9	1,231.3	1,363.4	EBITDA 增长率	3.3%	13.1%	21.9%	18.9%	33.3%
财务费用	-26.0	-12.8	-42.9	-79.9	-103.0	EBIT 增长率	1.8%	10.5%	25.8%	21.1%	36.5%
资产减值损失	57.5	35.0	24.0	23.8	27.6	NOPLAT 增长率	36.0%	13.7%	-7.9%	21.1%	36.5%
加:公允价值变动收益	-	2.8	20.0	-36.1	17.4	投资资本增长率	-1.1%	82.9%	-40.8%	64.6%	-24.3%
投资和汇兑收益	75.1	57.5	62.0	64.9	61.5	净资产增长率	14.9%	14.1%	18.7%	13.8%	16.5%
营业利润	1,184.6	1,282.7	1,209.1	1,491.8	2,029.6	利润率					
加:营业外净收支	17.6	1.0	76.7	76.8	86.5	毛利率	45.1%	41.8%	42.7%	42.1%	40.7%
利润总额	1,202.3	1,283.7	1,285.8	1,568.6	2,116.1	营业利润率	24.8%	21.8%	18.2%	18.9%	20.5%
减:所得税	110.9	74.9	71.3	86.3	116.4	净利润率	22.2%	19.9%	17.6%	18.1%	19.5%
净利润	1,060.0	1,166.9	1,168.9	1,432.5	1,929.2	EBITDA/营业收入	19.7%	18.1%	19.6%	19.6%	20.8%
						EBIT/营业收入	17.6%	15.8%	17.6%	17.9%	19.5%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	51	49	46	35	25
货币资金	2,411.4	515.8	3,492.9	2,315.9	5,174.7	流动营业资本周转天数	138	169	143	122	118
交易性金融资产	-	458.2	478.2	442.2	459.5	流动资产周转天数	507	452	472	466	456
应收账款	1,457.6	2,002.7	1,345.2	2,630.0	2,302.7	应收账款周转天数	99	106	91	91	90
应收票据	1,484.7	1,445.2	1,715.7	2,070.0	2,722.6	存货周转天数	67	70	65	69	70
预付账款	55.2	46.5	61.7	75.3	96.9	总资产周转天数	641	594	610	576	540
存货	1,031.2	1,263.8	1,122.2	1,893.9	1,933.9	投资资本周转天数	245	280	256	211	184
其他流动资产	633.2	1,961.1	1,453.7	1,349.4	1,588.1	投资回报率					
可供出售金融资产	29.0	47.1	30.2	35.4	37.6	ROE	19.5%	18.7%	15.8%	17.0%	19.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.1%	11.7%	10.0%	11.3%	12.1%
长期股权投资	271.7	577.7	577.7	577.7	577.7	ROIC	32.2%	37.0%	18.6%	38.1%	31.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	705.6	884.8	801.9	719.0	636.2	销售费用率	9.2%	8.6%	8.1%	7.9%	7.2%
在建工程	83.5	167.8	167.8	167.8	167.8	管理费用率	17.70%	17.10%	17.10%	15.60%	13.80%
无形资产	299.8	368.0	318.7	269.3	220.0	财务费用率	-0.5%	-0.2%	-0.6%	-1.0%	-1.0%
其他非流动资产	584.3	590.6	574.7	589.4	564.0	三费/营业收入	26.4%	25.5%	24.5%	22.5%	19.9%
资产总额	9,047.1	10,329.4	12,140.6	13,135.4	16,481.5	偿债能力					
短期债务	208.0	574.6	-	-	-	资产负债率	36.7%	36.7%	36.1%	32.8%	37.7%
应付账款	1,491.0	1,290.5	2,471.3	1,926.3	3,477.3	负债权益比	58.0%	58.1%	56.6%	48.9%	60.4%
应付票据	793.2	1,027.4	862.1	1,444.0	1,553.8	流动比率	2.24	2.19	2.29	2.60	2.37
其他流动负债	664.1	625.1	893.0	773.0	1,004.2	速动比率	1.91	1.83	2.02	2.14	2.05
长期借款	-	90.0	-	-	-	利息保障倍数	-32.20	-72.50	-27.19	-17.68	-18.71
其他非流动负债	165.3	187.1	159.1	170.5	172.2	分红指标					
负债总额	3,321.6	3,794.6	4,385.5	4,313.8	6,207.5	DPS(元)	0.30	0.20	0.19	0.25	0.33
少数股东权益	299.2	292.7	338.3	388.1	458.6	分红比率	47.1%	28.5%	27.6%	29.4%	28.5%
股本	1,664.1	1,662.2	1,662.2	1,662.2	1,662.2	股息收益率	1.3%	0.9%	0.9%	1.1%	1.5%
留存收益	4,265.8	4,924.8	5,754.5	6,771.3	8,153.2						
股东权益	5,725.5	6,534.8	7,755.0	8,821.6	10,274.0						

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标					
利润	1,091.4	1,208.7	1,168.9	1,432.5	1,929.2	EPS(元)	0.64	0.70	0.70	0.86	1.16
加:折旧和摊销	106.0	144.2	132.2	132.2	132.2	BVPS(元)	3.26	3.76	4.46	5.07	5.90
资产减值准备	57.5	35.0	-	-	-	PE(X)	35.0	31.8	31.7	25.9	19.2
公允价值变动损失	-	-2.8	20.0	-36.1	17.4	PB(X)	6.8	5.9	5.0	4.4	3.8
财务费用	-23.6	-20.2	-42.9	-79.9	-103.0	P/FCF	31.2	-35.1	12.7	-44.8	11.1
投资损失	-75.1	-57.5	-62.0	-64.9	-61.5	P/S	7.8	6.3	5.6	4.7	3.8
少数股东损益	31.3	41.8	45.6	49.8	70.5	EV/EBITDA	48.9	31.1	25.5	22.3	15.4
营运资金的变动	-38.5	-2,085.0	2,293.0	-2,408.6	1,294.8	CAGR(%)	10.7%	18.3%	7.4%	10.7%	18.3%
经营活动产生现金流量	491.7	471.3	3,554.8	-974.9	3,279.7	PEG	3.3	1.7	4.3	2.4	1.1
投资活动产生现金流量	-369.7	151.2	38.9	131.8	24.6	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-762.2	-103.3	-616.6	-333.8	-445.5	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

邓永康、吴用声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034