

**汇川技术（300124）/电气设备**
**贝思特并表完成，业绩基本符合预期**
**评级：增持（维持）**

市场价格：25.56

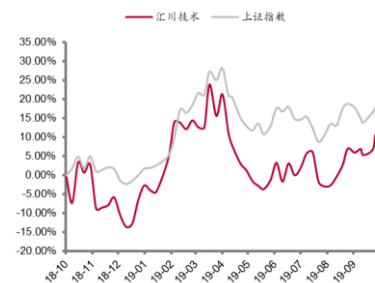
分析师：苏晨

执业证书编号：S0740519050003

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1662
流通股本(百万股)	1355
市价(元)	25.56
市值(百万元)	42480
流通市值(百万元)	34633

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,777.30	5,874.36	8,122.75	10,423.30	12,655.87
增长率 yoy%	30.53%	22.96%	38.27%	28.32%	21.42%
净利润	1,060.04	1,166.90	1,282.16	1,666.31	2,024.04
增长率 yoy%	13.76%	10.08%	9.88%	29.96%	21.47%
每股收益(元)	0.64	0.70	0.77	1.00	1.22
每股现金流量	-0.38	0.31	0.12	0.12	0.12
净资产收益率	19.54%	18.69%	17.47%	19.93%	20.97%
P/E	40.1	36.4	33.1	25.5	21.0
PEG	2.43	1.80	3.08	1.55	1.04
P/B	7.8	6.8	5.8	5.1	4.4

备注：

**投资要点**

- 公司发布 2019 年三季度业绩预告：**公司 2019 年前三季度实现营业收入 45.30-51.21 亿元，同比增长 15%-30%，实现归母净利润 5.96-7.15 亿元，同比下滑 10%-25%；公司单三季度实现营业收入 20.53-22.73 亿元，同比增长 40%-55%，实现归母净利润 2.23-2.68 亿元，同比下滑 10%-25%；业绩基本符合市场预期。
- 贝思特并表致营收大幅增长，产品结构变动及股权激励费用致业绩增速较低。**公司前三季度及单三季度营业收入增速较高原因系 2019 年 7 月起新增合并主体贝思特；公司前三季度及单三季度同比增速低于收入原因系 1) 产品结构变化、市场竞争加剧、贝思特并表等因素导致综合毛利率有所降低；2) 报告期内实施第四期股权激励计划，导致股权激励费用增加（2019 年预计摊销费用为 0.52 亿元）；3) 收到的增值税软件退税金额减少、财务费用同比快速增长。
- 电梯一体化业务迈向全球一流，老旧小区改造及后市场需求放量带来增长新动力。**2019 年 7 月公司完成对贝思特 51% 股权的过户，贝思特主要产品为人机界面交互、电线电缆系统等，客户大多为海外和跨国企业，与公司在产品与市场方面产生协同效应，增强公司一体化、大配套系统的竞争力，从而迈向世界一流一体化解决方案供应商。今年 7 月政治局会议指出稳定制造业投资与实施城镇老旧小区改造等补短板工程，预计新增电梯需求空间超过 80 万台；随着国内电梯市场陆续步入大修期，后市场需求爆发将为公司带来显著增长驱动力。
- 下游需求等待筑底回升，制造业新趋势带来发展新契机。**短期内宏观经济增速放缓，PMI 与投资增速触底回升；长期来看，制造业人口红利不再、进口替代持续推进、市场份额持续集中、解决方案趋势明晰，工控行业景气度长期向好。9 月 PMI 继续位于荣枯线以下，但环比有所改善，下游景气度有望迎来触底回升；当前制造业发展呈现小批量、多品种、定制化趋势，公司积极布局“一轴一网一生态”战略与精益生产模式，有望通过强大研发实力与细分领域精耕优势获得份额的进一步提升。
- 投资建议：**公司为国内工业自动化龙头，技术底蕴深厚，行业营销能力出色，贝思特并购完成后电梯一体化竞争实力显著增强。预计 19-21 年公司归母净利润将分别达 12.82/16.66/20.24 亿元，EPS 分别为 0.77/1.00/1.22 元，对应 2019 年 10 月 14 日收盘价 PE 分别为 33.1/25.5/21.0，维持增持评级。
- 风险提示：**新能源政策及装机不及预期、电网招标不及预期、市场竞争加剧风险

图表 1: 公司财务预测 (金额: 百万元)

2019年10月14日	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>利润表</b>						<b>成长性</b>					
营业收入	4,777.3	5,874.4	8,122.7	10,423.3	12,655.9	营业收入增长率	30.5%	23.0%	38.3%	28.3%	21.4%
减:营业成本	2,621.9	3,418.2	4,970.0	6,396.9	7,722.0	营业利润增长率	42.4%	8.3%	3.6%	23.7%	23.9%
营业税费	45.9	45.7	74.7	92.3	108.9	净利润增长率	13.8%	10.1%	9.9%	30.0%	21.5%
销售费用	441.2	504.5	714.8	896.4	1,063.1	EBITDA增长率	3.3%	88.7%	-38.1%	29.0%	26.9%
管理费用	847.2	292.2	1,421.5	1,798.0	2,151.5	EBIT增长率	1.8%	95.4%	-41.7%	32.0%	29.0%
财务费用	-26.0	-12.8	-23.1	-17.6	-19.9	NOPLAT增长率	36.0%	13.7%	2.1%	24.9%	24.4%
资产减值损失	57.5	35.0	40.0	40.0	40.0	投资资本增长率	-1.1%	82.9%	13.6%	15.3%	13.5%
加:公允价值变动收益	-	2.8	-	-	-	净资产增长率	14.9%	14.1%	17.2%	14.1%	15.6%
投资和汇兑收益	75.1	57.5	54.2	62.3	58.0	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>1,184.6</b>	<b>1,282.7</b>	<b>1,329.1</b>	<b>1,644.5</b>	<b>2,038.2</b>	毛利率	45.1%	41.8%	38.8%	38.6%	39.0%
加:营业外净收支	17.6	1.0	95.7	194.7	193.7	营业利润率	24.8%	21.8%	16.4%	15.8%	16.1%
<b>利润总额</b>	<b>1,202.3</b>	<b>1,283.7</b>	<b>1,424.8</b>	<b>1,839.2</b>	<b>2,231.9</b>	净利率	22.2%	19.9%	15.8%	16.0%	16.0%
减:所得税	110.9	74.9	92.6	115.0	133.9	EBITDA/营业收入	19.7%	30.3%	13.5%	13.6%	14.2%
<b>净利润</b>	<b>1,060.0</b>	<b>1,166.9</b>	<b>1,282.2</b>	<b>1,666.3</b>	<b>2,024.0</b>	EBIT/营业收入	17.6%	27.9%	11.8%	12.1%	12.9%
<b>资产负债表</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	2,411.4	515.8	713.2	915.1	1,111.2	固定资产周转天数	51	49	39	31	26
交易性金融资产	-	458.2	458.2	458.2	458.2	流动资产周转天数	138	169	183	170	167
应收账款	1,457.6	2,002.7	2,509.9	3,744.1	4,341.6	流动资本周转天数	507	452	401	378	376
应收票据	1,484.7	1,445.2	2,841.8	2,659.4	4,020.1	应收账款周转天数	99	106	100	108	115
预付款项	55.2	46.5	101.3	88.9	140.7	存货周转天数	67	70	80	80	79
存货	1,031.2	1,263.8	2,325.7	2,294.4	3,282.6	总资产周转天数	641	594	519	474	458
其他流动资产	633.2	1,961.1	1,453.7	1,349.4	1,588.1	投资资本周转天数	245	280	280	250	235
可供出售金融资产	29.0	47.1	30.2	35.4	37.6	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	19.5%	18.7%	17.5%	20.0%	21.0%
长期股权投资	271.7	577.7	769.3	957.9	1,186.7	ROA	12.1%	11.7%	10.2%	12.0%	11.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	32.2%	37.0%	20.7%	22.7%	24.5%
固定资产	705.6	884.8	887.4	894.2	901.4	<b>费用率</b>					
在建工程	83.5	167.8	317.8	467.8	617.8	销售费用率	9.2%	8.6%	8.8%	8.6%	8.4%
无形资产	299.8	368.0	318.7	269.3	220.0	管理费用率	17.7%	5.0%	17.5%	17.3%	17.0%
其他非流动资产	584.3	590.6	383.1	209.2	-45.0	财务费用率	-0.5%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
<b>资产总额</b>	<b>9,047.1</b>	<b>10,329.4</b>	<b>13,110.3</b>	<b>14,343.4</b>	<b>17,861.0</b>	三费/营业收入	26.4%	13.3%	26.0%	25.7%	25.2%
短期债务	208.0	574.6	505.6	675.9	528.1	<b>偿债能力</b>					
应付账款	1,491.0	1,290.5	2,323.3	2,328.0	3,501.3	资产负债率	36.7%	36.7%	41.6%	39.1%	43.4%
应付票据	793.2	1,027.4	1,457.6	1,563.1	2,297.9	负债权益比	58.0%	58.1%	71.1%	64.1%	76.8%
其他流动负债	664.1	625.1	1,002.6	865.1	1,256.8	流动比率	2.24	2.19	1.97	2.12	1.97
长期借款	-	90.0	-	-	-	速动比率	1.91	1.83	1.53	1.70	1.54
其他非流动负债	165.3	187.1	159.1	170.5	172.2	利息保障倍数	-32.20	-128.15	-41.45	-71.76	-81.95
<b>负债总额</b>	<b>3,321.6</b>	<b>3,794.6</b>	<b>5,448.3</b>	<b>5,602.7</b>	<b>7,756.3</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	299.2	292.7	342.7	400.7	474.6	DPS(元)	0.30	0.20	0.32	0.39	0.44
股本	1,664.1	1,662.2	1,662.2	1,662.2	1,662.2	分红比率	47.1%	28.5%	41.6%	39.1%	36.4%
留存收益	4,265.8	4,924.8	5,657.1	6,677.9	7,967.9	股息收益率	1.2%	0.8%	1.3%	1.5%	1.7%
<b>股东权益</b>	<b>5,725.5</b>	<b>6,534.8</b>	<b>7,662.0</b>	<b>8,740.7</b>	<b>10,104.7</b>	<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EPS(元)	0.64	0.70	0.77	1.00	1.22
净利润	1,091.4	1,208.7	1,282.2	1,666.3	2,024.0	BVPS(元)	3.26	3.76	4.40	5.02	5.79
加:折旧和摊销	106.0	144.2	143.6	157.0	172.3	PE(X)	40.1	36.4	33.1	25.5	21.0
资产减值准备	57.5	35.0	-	-	-	PB(X)	7.8	6.8	5.8	5.1	4.4
公允价值变动损失	-	-2.8	-	-	-	P/FCF	35.8	-40.2	132.9	52.5	51.0
财务费用	-23.6	-20.2	-23.1	-17.6	-19.9	P/S	8.9	7.2	5.2	4.1	3.4
投资收益	-75.1	-57.5	-54.2	-62.3	-58.0	EV/EBITDA	48.9	18.6	38.1	29.5	23.1
少数股东损益	31.3	41.8	50.0	58.0	74.0	CAGR(%)	16.5%	20.2%	10.8%	16.5%	20.2%
营运资金的变动	-38.5	-2,085.0	-683.8	-936.4	-909.0	PEG	2.4	1.8	3.1	1.5	1.0
<b>经营活动产生现金</b>	<b>491.7</b>	<b>471.3</b>	<b>714.7</b>	<b>865.0</b>	<b>1,283.5</b>	ROIC/WACC	3.1	3.6	2.0	2.2	2.4
投资活动产生现金	-369.7	151.2	-175.7	-207.5	-224.3	REP	4.6	1.6	3.1	2.5	2.0
融资活动产生现金	-762.2	-103.3	-341.5	-455.5	-863.1						

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。