

增长放缓和费用压力，预告低于预期
买入（维持）

2019年10月17日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn
研究助理 柴嘉辉

chaijh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5,874	7,552	10,154	12,399
同比（%）	23.0%	28.6%	34.5%	22.1%
归母净利润（百万元）	1167	1056	1405	1782
同比（%）	10.1%	-9.5%	33.0%	26.8%
每股收益（元/股）	0.70	0.64	0.85	1.07
P/E（倍）	33.97	37.52	28.21	22.25

投资要点

■ 19Q1-3 营收增长 15-30%，净利润同比下降 10-25%，略低于预期。公司公布 2019 年前三季度业绩预告，预计 2019 年前三季度实现营收 45.3-51.2 亿元，同增 15%-30%，归母净利润 5.96-7.15 亿元，同比下降 10%-25%。本期非经常性损益影响 0.79 亿元，上年同期为 0.62 亿元。分季度来看，Q3 单季度实现营收 20.5-22.7 亿元，同增 40%-55%，Q3 营收大幅增长主要是贝思特并表影响；Q3 单季度实现归母净利润 2.23-2.68 亿元，同比下降 25%-10%。整体略低于预期。

■ 通用自动化 Q3 订单降幅收窄，注塑机恢复增长，贸易战缓和和先进制造需求转好，通用板块有望逐步恢复高增长。通用板块前三季度和第三季度订单依然略有下降，其中先进制造、传统制造板块相对来说压力最大，纺织和 EU 保持增长，纺织第三季度估计也有压力。结合行业周期来看，9 月份预计总体有所恢复，随着贸易战缓和、公司伺服/PLC 新产品推出，先进制造中的 3C、硅晶等明年有望恢复增长，纺织、机床等下游信心恢复后也会好转，通用自动化总体将走出低谷，恢复高增长。

■ 电梯业务抗周期属性强，增长依然稳健，贝思特并表增厚业绩。19 年房地产开工面积增长+旧房改造需求提振电梯需求，同时公司海外客户持续开拓，公司电梯一体机前三季度仍保持稳健增长态势。收购贝思特事项 4 月公告以来，7 月现金收购的 51% 股权已完成过户，7 月起开始并表；同时定增收购剩余 49% 股权事项继续推进，9 月初获证监会审核无条件通过，预计 11 月全部并表。贝思特 Q3 盈利预计在 0.6 亿左右，但并表时贝思特存货、无形资产、固定资产等资产评估增值，资产增值部分的结转、摊销及计提折旧增加了本期成本费用，对本期净利润有一定影响。

■ 新能源汽车今年压力较大，客车领域降价多、乘用车二线车企开始放量，定点推进顺利，今年是黎明前的黑暗。客车领域，新一代产品开发顺利，但大客户宇通产品降价压力较大，毛利率下降幅度大；物流车领域进行了适当战略收缩，商用车电控下滑明显；乘用车领域，汇川经过 2 年多的积淀开始快速增长，19 年主要来自国内二线品牌的放量，一线车企 18 年实现几家定点 B 点、20 年放量，包括长城、广汽等厂商 20 年开始放量，海外一线车企 19 年目标拿到一家定点，2021 年后开始放量。总体来说，新能源汽车板块前三季度收入和毛利率压力均较大。

■ 盈利预测与投资评级：预计 2019-2021 年归母净利润分别为 10.56/14.05/17.82 亿，同比 -9.5%/+33.0%/+26.8%；EPS 分别为 0.64/0.85/1.07 元，对应现价 PE 分别 38 倍/28 倍/22 倍，给予目标价 30 元，对应 2020 年 35 倍 PE，维持“买入”评级。

■ 风险提示：宏观经济持续下行、竞争加剧、电动车定点进展慢

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.85
一年最低/最高价	18.85/28.94
市净率(倍)	6.12
流通 A 股市值(百万元)	32315.39

基础数据

每股净资产(元)	3.90
资产负债率(%)	36.54
总股本(百万股)	1661.96
流通 A 股(百万股)	1354.94

相关研究

- 1、《汇川技术（300124）中报点评：通用自动化体现龙头阿尔法、电动车业务短期承压》2019-08-27
- 2、《汇川技术（300124）中报预告点评：二季度增长放缓，有待工控复苏和乘用车起量》2019-07-14
- 3、《汇川技术（300124）：收购贝思特方案更新，跨国客户优势凸显》2019-05-24

19Q1-3 营收增长 15-30%，净利润同比下降 10-25%，略低于预期。公司公布 2019 年前三季度业绩预告，预计 2019 年前三季度实现营收 45.3-51.2 亿元，同增 15%-30%，归母净利润 5.96-7.15 亿元，同比下降 10%-25%。本期非经常性损益影响 0.79 亿元，上年同期为 0.62 亿元。分季度来看，Q3 单季度实现营收 20.5-22.7 亿元，同增 40%-55%，Q3 营收大幅增长主要是贝思特并表影响；Q3 单季度实现归母净利润 2.23-2.68 亿元，同比下降 25%-10%。按中值计算，19Q3 实现营收 21.6 亿（+47.5%）、归母净利润 2.46 亿（-17.5%），每股收益 0.14 元/股。略低于预期。

表 1：公司分季度盈利情况

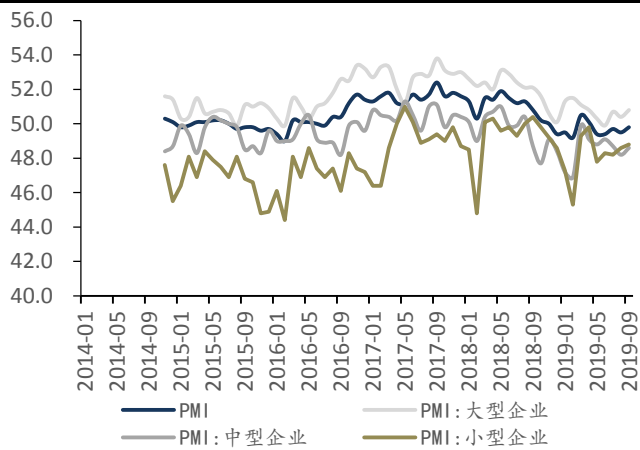
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	19Q3中位数	19Q1-3	19Q1-3中位数
营收 (亿元)	9.75	14.97	14.66	19.35	11.00	16.19	20.53~22.73	21.63	45.30~51.21	48.25
YOY	24.7%	29.6%	23.0%	17.5%	12.8%	8.1%	40%~55%	47.5%	15%~30%	22.50%
营业利润 (亿元)	2.17	3.36	3.23	4.07	1.50	2.90				
YOY	106.2%	-8.1%	5.6%	-0.2%	-30.8%	-13.8%				
归母净利润 (亿元)	1.96	3.00	2.98	3.73	1.29	2.69	2.23~2.68	2.46	5.96~7.15	6.55
YOY	13.9%	16.9%	1.2%	10.7%	-34.3%	-10.1%	-25%~-10%	-17.5%	-25%~-10%	-17.50%
扣非归母净利润 (亿元)	1.81	2.77	2.75	3.19	1.01	2.43	1.97~2.41	2.19	5.17~6.36	5.76
YOY	21.9%	28.2%	2.8%	7.6%	-44.1%	-12.3%	-28.3%~-12.3%	-20.27%	-29%~-13%	-21.34%
归母净利润/营收	20.1%	20.0%	20.3%	19.3%	11.7%	16.6%	10.9%~13.2%	11.37%	13.1%~14.0%	13.58%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

通用自动化 Q3 订单降幅收窄，注塑机恢复增长，贸易战缓和和先进制造需求转好，通用板块有望逐步恢复高增长。

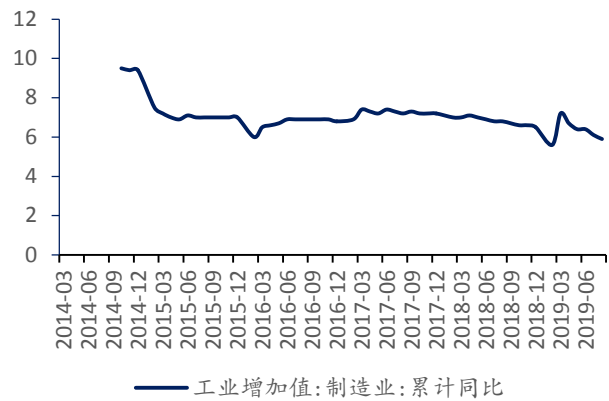
- 去年贸易战影响下工控行业从 18Q3 起开始下行，今年 Q1 略复苏，当季工控市场营收 1.7% 环比上升，但 Q2 起贸易争端继续发酵，对制造业投资信心影响较大，当季工控市场营收 -1.0% 环比转弱。Q3 起制造业景气度仍在低位，但 9 月略有回升，从宏观指标上来看，7/8/9 月制造业 PMI 分别 49.7/49.5/49.8，9 月有小幅回升，但 PMI 仍在荣枯线以下；另一方面，特朗普 11 日表示，中美两国已“非常接近”结束贸易战，贸易缓和背景下工控下游投资信心有望逐步恢复
- 前三季度通用自动化订单预计略有下降，收入略有增长，其中变频好于伺服，9 月有所恢复，注塑机伺服三季度转为增长。跟行业周期类似，汇川通用板块前三季度和第三季度订单依然略有下降，其中先进制造、传统制造板块相对来说压力最大，纺织和 EU 保持增长，纺织第三季度估计也有压力。结合行业周期来看，9 月份预计总体有所恢复，随着贸易战缓和、公司伺服/PLC 新产品推出，先进制造中的 3C、硅晶等明年有望恢复增长，纺织、机床等下游信心恢复后也会好转，通用自动化总体将走出低谷，恢复高增长。

图 1：9 月 PMI 小幅回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：7-8 月工业增加值回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：工控行业分季度情况

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
季度自动化市场营收（亿元）	310.1	322.7	331.2	300.3	324.6	328.9
季度自动化市场增速	12.0%	9.0%	4.1%	0.0%	1.7%	-1.0%
其中：季度 OEM 市场增速	13.1%	10.6%	3.7%	-6.4%	-3.7%	-3.3%
季度项目型市场增速	9.4%	9.7%	6.1%	5.0%	5.8%	3.5%

数据来源：工控网，东吴证券研究所

电梯业务抗周期属性强，增长依然稳健，贝思特并表增厚业绩。19 年房地产开工面积增长+旧房改造需求提振电梯需求，同时公司海外客户持续开拓，公司电梯一体机前三季度仍保持稳健增长态势。收购贝思特事项 4 月公告以来，7 月现金收购的 51% 股权已完成过户，7 月起开始并表；同时定增收购剩余 49% 股权事项继续推进，9 月初获证监会审核无条件通过，预计 11 月全部并表。贝思特 Q3 盈利预计在 0.6 亿左右，但并表时贝思特存货、无形资产、固定资产等资产评估增值，资产增值部分的结转、摊销及计提折旧增加了本期成本费用，对本期净利润有一定影响。

表 3：贝思特上半年业绩情况

(亿元)	2019H	2019H YoY	2019 预测	2019H 完成度	2018H	2018A	2018H 完成度
营业收入	11.40	0.97%	25.76	44.25%	11.29	24.24	46.57%
营业成本	8.41	-3.50%	19.53	43.04%	8.71	18.24	47.75%
毛利润	2.99	16.07%	6.23	48.02%	2.58	6.00	42.97%
净利润	1.25	45.79%	2.36	53.07%	0.86	2.39	35.91%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新能源汽车今年压力较大，客车领域降价多、乘用车二线车企开始放量，定点推进顺利，今年是黎明前的黑暗。

- 今年新能源汽车行业受补贴退坡等因素影响，产销整体小幅不及预期，据中汽

协数据，2019年1-9月新能源汽车总销量87.2万辆，同比+20.8%，其中7/8/9月销量分别8.0/8.5/8.0万辆，同比分别-4.7%/-15.8%/-34.2%，同比降幅扩大；分车型看，新能源乘用车1-9月销量79.2万辆，同比+26.1%，新能源商用车销量8.0万辆，同比-14.7%。汇川的战略客户宇通客车Q1/Q2/Q3产量分别2894/5538/6011辆，同比分别+78.1%/-16.2%/+94.3%，Q1-3合计产量14,443辆，同比+27.5%。

- 客车领域，公司继续聚焦战略客户宇通，第三代五合一电控产品已经在客户端完成夏标装车测试，产品性能、可靠性、包括体积和成本都得到优化，预计下半年批量交付，但宇通产品降价压力较大，毛利率下降幅度大；物流车领域，由于行业整体增速一般、退补影响产品单价、物流车进行了适当战略收缩，商用车电控下滑明显，预计全年收入和毛利率仍将明显下滑。
- 乘用车领域，汇川经过2年多的积淀开始快速增长，19年主要来自国内二线品牌的放量，GGII统计数据显示1-8月汇川合计装机新能源车电控系统13570套，其中主要是威马，占比近8成，少量是东南等，Q4威马有望继续放量，车和家（理想）开始起量，全年乘用车预计维持高增。公司乘用车客户中，一线车企18年实现几家定点、20年放量，包括长城、广汽等厂商20年开始放量，海外一线车企19年目标拿到一家定点，2021年后开始放量。
- 总体来说，新能源汽车板块前三季度收入和毛利率压力均较大。

表4：汇川新能源车装机统计（GGII口径）

	2017H2		2018H1		2018H2		2019.1-8	
	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比
威马汽车	0	0.0%	0	0.0%	5620	49.8%	10848	79.9%
东南汽车	1213	15.4%	18	34.6%	1484	13.1%	1988	14.6%
猎豹汽车	3232	41.0%	19	36.5%	1129	10.0%	302	2.2%
理想汽车	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	254	1.9%
金康汽车	0	0.0%	0	0.0%	629	5.6%	142	1.0%
东风裕隆	515	6.5%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
昌河汽车	2918	37.0%	0	0.0%	600	5.3%	0	0.0%
红星汽车	0	0.0%	2	3.8%	1635	14.5%	0	0.0%
山西成功汽车	0	0.0%	0	0.0%	105	0.9%	0	0.0%
其他厂商:	0	0.0%	13	25.0%	91	0.8%	36	0.3%
合计	7878		52		11293		13570	

数据来源：GGII，东吴证券研究所

轨交业务在手订单9.2亿，18年开始密集交付。在苏州地区，经纬已经中标轨交2、3、4、5号线牵引系统，有轨电车2号线牵引系统，中标率几乎100%；其他地区，已中标宁波4、2号线二期牵引系统、贵阳2号线一、二期，19H中标南通轨交1号线一期、青岛8号线电机项目，走向全国趋势继续推进。从订单角度来看，截至18年底公司在手订单共计约9.2亿。19-21年每年确认的订单在3-5亿，19年全年增速预计翻倍

以上。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。

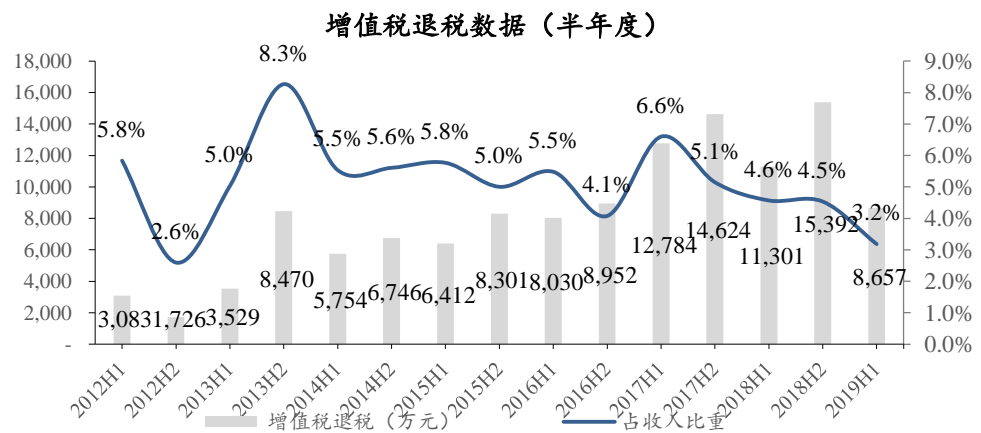
表 5：汇川轨交订单情况

时间	金额 (亿)	项目	交付
2015.7		苏州市高新区有轨电车2号线	
2015.12	4.26	苏州市轨交3号线	2017-19
2018.1	1.23	宁波轨交4号线及2号线二期工程车辆牵引系统采购项目II标段	2018.6-2019.12
2018.3	2.55	贵阳市轨道交通2号线一期工程及二期工程车辆牵引系统采购项目	2018.12-2020.2 (一期, 暂定)
2018.6	4.2	苏州市轨道交通5号线工程车辆牵引系统采购项目合同	2019-2021
2019.1	1.93	南通市城市轨道交通1号线一期工程车辆牵引系统采购项目	2020.6--2021.12
2019H1	0.53	青岛市轨交8号线电机项目	
合计	14.7		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2019Q1-3 毛利率同比下降、费用同比明显提升、退税减少，导致利润减少。2019 年前三季度毛利率环比下降，主要是贝思特并表的影响，不考虑贝思特汇川 Q3 毛利率环比持平，通用自动化核心产品毛利率维持较好，变频预计维持稳定、伺服小幅提升，但新能源汽车毛利率有所下降。费用方面，员工薪酬、社保、公积金等支付增加，同时股权激励费用有所增加，此外财务费用提升，导致费用整体有所提升。此外，公司收到的增值税退税从 18 年起持续减少，19 年 1-8 月累计收到退税 1.25 亿元，同比减少 18.4%，也对本期净利润产生影响。

图 3：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 6：公司需摊销的股权激励费用

	需摊销总费用 (万元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
第一期	9,146.89						
第二期	3,317.00	539.00	138.00				
第三期	8,350.48	5,324.74	1,705.74	674.53	175.01		
第四期	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 2019-2021 年归母净利润分别为 10.56/14.05/17.82 亿，同比-9.5%/+33.0%/+26.8%；EPS 分别为 0.64/0.85/1.07 元，对应现价 PE 分别 38 倍/28 倍/22 倍，给予目标价 30 元，对应 2020 年 35 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济持续下行、竞争加剧、电动车定点进展慢

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	11097.4	13937.7	15781.8	营业收入	5874.4	7551.7	10153.5	12399.5
现金	515.8	1500.0	1500.0	1500.0	减:营业成本	3418.2	4692.2	6460.4	7838.3
应收账款	3447.9	4758.6	6119.9	6794.2	营业税金及附加	45.7	71.7	94.4	111.6
存货	1263.8	1799.7	2389.5	2791.7	营业费用	504.5	613.4	762.3	906.1
其他流动资产	2465.9	3039.1	3928.3	4695.9	管理费用	1004.0	1222.9	1557.8	1877.6
非流动资产	2636.0	2767.6	2983.5	3261.7	财务费用	-12.8	36.6	68.5	81.5
长期股权投资	577.7	577.7	577.7	577.7	资产减值损失				
固定资产	1052.6	1196.4	1424.6	1715.1	加:投资净收益	57.5	50.0	55.0	59.4
在建工程					其他收益	310.4	250.0	278.6	305.0
无形资产	368.0	355.7	343.5	331.2	营业利润	1282.7	1214.9	1543.7	1948.7
其他非流动资产	637.7	637.7	637.7	637.7	加:营业外净收支	1.0	20.0	24.0	28.8
资产总计	10329.4	13865.0	16921.2	19043.6	利润总额	1283.7	1234.9	1567.7	1977.5
流动负债	3517.5	6416.6	8663.6	9765.2	减:所得税费用	74.9	74.1	94.1	118.7
短期借款	584.6	1629.9	2222.7	2064.3	少数股东损益	41.8	104.5	68.5	77.1
应付账款	1848.4	2828.2	3982.4	4939.2	归属母公司净利润	1166.9	1056.3	1405.1	1781.7
其他流动负债	1084.5	1958.5	2458.5	2761.7	EBIT	902.0	951.5	1278.6	1665.9
非流动负债	277.1	277.1	277.1	277.1	EBITDA	1040.2	1070.9	1432.0	1861.9
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	6693.7	8940.7	10042.2	每股收益(元)	0.70	0.64	0.85	1.07
少数股东权益	292.7	348.2	384.6	425.5	每股净资产(元)	3.76	4.11	4.57	5.16
归属母公司股东权益	6242.1	6823.1	7595.9	8575.9	发行在外股份(百万股)	1662.2	1662.0	1662.0	1662.0
负债和股东权益	10329.4	13865.0	16921.2	19043.6	ROIC(%)	14.3%	12.7%	14.0%	16.2%
					ROE(%)	18.7%	15.5%	18.5%	20.8%
					毛利率(%)	41.8%	37.9%	36.4%	36.8%
					销售净利率(%)	19.9%	14.0%	13.8%	14.4%
					资产负债率(%)	36.7%	48.3%	52.8%	52.7%
					收入增长率(%)	23.0%	28.6%	34.5%	22.1%
					净利润增长率(%)	10.1%	-9.5%	33.0%	26.8%
					P/E	33.97	37.52	28.21	22.25
					P/B	6.35	5.81	5.22	4.62
					EV/EBITDA	41.76	43.27	33.93	26.69

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>

