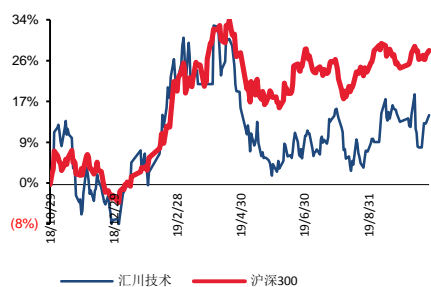


工业 资本货物

## 产品结构变化致毛利率下降，核心竞争力未受影响

### ■ 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)	40,934/33,372
12个月最高/最低(元)	28.85/19.98

### 相关研究报告:

《Q2 业绩降幅环比收窄，电梯及轨交业务提供有力支撑》

—2019/08/27

《工控，项目型市场相对景气，工程变频国产化迎契机》

—2019/07/26

《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

**事件：**公司发布 2019 年三季报，实现营收 49.08 亿，较上年同期增长 24.61%，归母净利润 6.46 亿，较上年同期下滑 18.65%；其中，Q3 实现营收 21.89 亿，同比增长 49.31%，归母净利润 2.47 亿，同比下降 16.95%。同时，公司公告关于发行股份购买资产并募集配套资金事项获得中国证监会核准批复。

**经济环境低迷，电梯、轨交、EU 等业务表现较好。**受经济周期和中美贸易影响，近一年来，国内制造业整体投资增量处于较低水平。扣除贝思特合并报表影响(贝思特 Q3 实现收入约 7.18 亿)，营收同比增速约 6.4%，其中，通用自动化业务 18.71 亿，同比+2.48%；电液伺服(含伊士通)约 3.55 亿，同比-6.31%；工业机器人 0.71 亿，同比增+16.85%。手机、机床、面板等公司优势行业近一年来持续低迷，但在空压机、空调制冷、风电等行业，公司通过行业专机与多产品解决方案，逐步扩大市场份额，此外在 EU 项目端，公司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。我们认为，公司通用自动化的核心竞争力未变，变频、伺服等业务毛利率多年来维持行业高位，此外，公司积极进行组织变革及人才结构优化，“行业+区域销售”双线发力，作为工业自动化行业龙头，有望在复苏期重回强势。

新能源汽车业务，受补贴退坡的标准和政策影响，客车、物流车业务下滑，新能源汽车业务收入 3.41 亿，同比-23.45%。但乘用车业务保持快速增长，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，通过了多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、增强后市场的策略，实现收入 10.25 亿，同比+11.85%；轨交业务确认收入约 3 亿，同比大幅增长 135%，我们认为这两项业务有望在中长期保持高景气度。

公司前三季销售毛利率 38.27%，同比下降 4.86pct，其中 Q3 毛利率 34.85%，降幅较大，主要因产品结构变化所致，贝思特产品毛利率约 25%左右，此外轨交业务占比提升，此外新能源汽车产品降价拖累。期间费用率 27.51%，同比增加 1pct，财务费用增长较大，此外，增值税退税金额减少影响业绩。

当前，9 月制造业 PMI 为 49.8，边际回暖，尽管总体低于荣枯线，但以装备制造业和高技术产业为代表的新动能保持平稳增长态势，9

执业资格证书编码: S1190517120001

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

月制造业工业增加值也有所改善, 同比+5.6%。在人力成本上升、进口替代等背景下, 智能制造长期景气向好趋势不改。

**顺利并表贝思特, 巩固电梯行业领先地位。**公司已拿到证监会批文, 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。“两旧”市场(旧楼加装和旧梯改造)有望支撑电梯市场中长期景气, 1-9月全国电梯产量85.7万台, 同比增长15.8%, 验证了我们的判断。

**投资建议。**我们看好公司平台产品+基于工艺的行业解决方案的核心竞争力, 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。考虑到当前的经济环境, 预计公司2019-2021年EPS为0.7元、0.88元、1.11元, 对应估值为35倍、28倍、22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	6477	8381	10908
(+/-%)	23%	10%	29%	30%
净利润(百万元)	1167	1165	1460	1848
(+/-%)	10%	0%	25%	27%
摊薄每股收益(元)	0.70	0.70	0.88	1.11
市盈率(PE)	35	35	28	22

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	6477	8381	10908	成长性					
减: 营业成本	2622	3418	3671	4742	6142	营业收入增长率	31%	23%	10%	29%	30%
营业税费	46	46	50	65	85	营业利润增长率	42%	8%	-3%	26%	27%
销售费用	441	504	565	720	937	净利润增长率	14%	10%	0%	25%	27%
管理费用	847	292	972	1299	1767	EBITDA增长率	3%	89%	-23%	24%	25%
财务费用	(26)	(13)	(16)	(18)	(16)	EBIT增长率	2%	95%	-25%	27%	27%
资产减值损失	57	35	40	44	40	NOPLAT增长率	36%	14%	-4%	26%	27%
加: 公允价值变动收益	0	3	0	0	0	投资资本增长率	-1%	83%	-32%	55%	-12%
投资和汇兑收益	75	58	52	47	42	净资产增长率	15%	14%	23%	18%	19%
营业利润	1185	1283	1247	1575	1995	利润率					
加: 营业外净收支	18	1	7	7	7	毛利率	45%	42%	43%	43%	44%
利润总额	1202	1284	1254	1583	2002	营业利润率	25%	22%	19%	19%	18%
减: 所得税	111	75	88	122	155	净利润率	22%	20%	18%	17%	17%
净利润	1060	1167	1165	1460	1848	EBITDA/营业收入	20%	30%	21%	20%	20%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	18%	28%	19%	19%	18%
货币资金	2411	516	3284	3790	5467	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	49	37	26
应收账款	1458	2003	1629	3120	3121	流动营业资本周转天数	138	169	161	138	136
应收票据	1485	1445	1644	2515	2837	流动资产周转天数	507	452	485	495	479
预付账款	55	46	58	84	96	应收帐款周转天数	99	106	101	102	103
存货	1031	1264	1245	1971	2191	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	627	599	554
可供出售金融资产	29	47	47	47	47	投资资本周转天数	245	280	276	221	194
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%	14.5%	15.4%	16.3%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROA	12.1%	11.7%	9.5%	9.3%	10.3%
固定资产	706	885	876	842	757	ROIC	32.2%	37.0%	19.4%	35.7%	29.2%
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	12250	15631	17925	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%	24.6%
应付账款	1491	1290	2343	2218	3444	偿债能力					
应付票据	793	1027	798	1594	1547	资产负债率	36.7%	36.7%	34.3%	39.2%	36.7%
其他流动负债						负债权益比	58.0%	58.1%	52.3%	64.4%	57.9%
长期借款	0	90	0	1285	346	流动比率	2.24	2.19	2.42	2.85	2.60
其他非流动负债						速动比率	1.91	1.83	2.11	2.42	2.24
负债总额	3322	3795	4205	6125	6571	利息保障倍数	-32.20	-128.15	-78.11	-85.57	-127.02
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	6090	7551	9398	分红比率	47.1%	28.5%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	5725	6535	8045	9506	11353	股息收益率	1.2%	0.8%	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	1165	1460	1848	EPS(元)	0.64	0.70	0.70	0.88	1.11
加: 折旧和摊销	106	144	142	150	152	BVPS(元)	3.26	3.76	4.66	5.54	6.65
资产减值准备	57	35	0	0	0	PE(X)	38	35	35	28	22
公允价值变动损失	0	(3)	0	0	0	PB(X)	8	7	5	4	4
财务费用	(24)	(20)	(16)	(18)	(16)	P/FCF	34	(39)	17	78	25
投资收益	(75)	(58)	(52)	(47)	(42)	P/S	9	7	6	5	4
少数股东损益	31	42	0	0	0	EV/EBITDA	49	19	27	22	17
营运资金的变动	(39)	(2085)	1755	(2389)	619	CAGR(%)	10.2%	15.2%	5.9%	10.2%	15.2%
经营活动产生现金	492	471	2995	(844)	2561	PEG	3.8	2.3	5.9	2.7	1.5
投资活动产生现金	(370)	151	52	47	42	ROIC/WACC	2.9	3.3	1.7	3.2	2.6
融资活动产生现金	(762)	(103)	(278)	1303	(925)	REP	4.9	1.7	5.3	1.9	2.4

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
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@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。