

利润略超预期，工控复苏势头明确
买入（维持）

2020年03月01日

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5,874	7,394	10,539	12,570
同比（%）	23.0%	25.9%	42.5%	19.3%
归母净利润（百万元）	1167	1047	1475	1873
同比（%）	10.1%	-10.3%	40.8%	27.0%
每股收益（元/股）	0.70	0.60	0.85	1.08
P/E（倍）	40.33	46.82	33.24	26.17

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

投资要点

- **19年营收增长25.9%、净利润同比-10.3%，接近预告上限、略超预期。**公司公布2019年业绩快报，初步核算全年营收73.94亿，同比+25.9%；归母净利润10.47亿，同比-10.3%，接近业绩预告-5%~25%的上限。分季度来看，倒算Q4单季实现归母净利润24.9亿，同比+28.5%，主要来自贝思特并表的影响；Q4单季实现归母净利4.01亿元，同比增长7.5%，扣除贝思特并表的贡献，利润降幅仍有显著收窄。
- **工控行业19Q4出现拐点，预计疫情后行业复苏叠加新品+组织变革有望驱动高增长。**19年Q1/Q2/Q3工控市场营收分别+1.7%/-1.0%/-2.9%，降幅环比持续扩大，Q4工控市场增速回升至-0.2%。20年初短期受疫情影响，下游需求有所滞后，但我们认为并不影响行业恢复的大趋势，疫情过后预计工控行业继续加速。汇川通用自动化订单19年9月开始好转，下游先进制造、光伏、电子等板块明显好转，拐点明确，但受Q3订单低迷影响Q4收入端仍有下降。20年1月/2月尽管受春节假期及疫情的影响，但增长势头良好，从下游看口罩机、纺织类设备拉动PLC需求增长，手机仍在恢复，风电、印包延续了较好的态势。2020年汇川新产品+组织变革有望驱动高增长。
- **新能源汽车19年压力大，但定点推进顺利，电控已获海外认可，20年有望大幅减亏。**19年新能源汽车整体受退补等因素影响，产销整体小幅不及预期，预计2020年国内新能源车销量同比增长35%-50%。商用车电控下滑明显，预计19年全年收入和毛利率明显下滑。乘用车领域，汇川经过2年多沉淀开始快速增长，19年国内二线威马、东南、理想制造开始放量，同时19年汇川乘用车电机电控定点推进顺利。展望20年，客车和物流车预计扭转颓势恢复增长，乘用车放量和产能利用率提升个，总体收入实现较高增长，利润有望大幅减亏。
- **电梯增长稳健，收购贝思特事宜全部完成，20年继续增厚业绩，同时进一步发挥协同效应。**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，公司电梯一体机业务全年保持稳健增长的态势。7月完成对贝思特51%股权的现金收购后开始全部并表，目前收购事项全部完成。收购贝思特后公司电梯业务“大配套”解决方案能力持续提升，同时两家公司协同效应强，19年预计增厚1亿左右利润，20年有望增厚2.5-2.8亿的利润。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司2019-2021年归母净利润分别10.47亿/14.75亿/18.73亿，同比分别-10.3%/+40.8%/+27.0%，对应现价PE分别47/33/26倍。给予目标价35.7元，对应2020年42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) 28.31
一年最低/最高价 21.32/32.39
市净率(倍) 7.27
流通A股市值(百万元) 39108.58

基础数据

每股净资产(元) 3.89
资产负债率(%) 42.20
总股本(百万股) 1731.69
流通A股(百万股) 1381.44

相关研究

- 1、《汇川技术（300124）：年报预告符合预期，工控触底好转、电控突破在即》2020-01-20
- 2、《汇川技术（300124）：通用拐点明确、电控有望突破》2019-12-04
- 3、《汇川技术（300124）：增速放缓、费用压力下整体回落，自动化订单有所改善》2019-10-29

19 年营收增长 25.9%、净利润同比-10.3%，接近预告上限、略超预期。公司公布 2019 年业绩快报，初步核算全年营收 73.94 亿，同比+25.9%；归母净利润 10.47 亿，同比-10.3%，接近业绩预告-5%~-25%的上限。分季度来看，倒算 Q4 单季实现归母净利润 24.9 亿，同比+28.5%，主要来自贝思特并表的影响；Q4 单季实现归母净利 4.01 亿元，同比增长 7.5%，扣除贝思特并表的贡献，利润降幅仍有显著收窄。

表 1：公司分季度盈利情况

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019A
营收 (亿元)	11.00	16.19	21.89	24.86	73.94
YOY	12.8%	8.1%	49.3%	28.5%	25.87%
营业利润 (亿元)	1.50	2.90	2.92		
YOY	-30.8%	-13.8%	-9.5%		
归母净利润 (亿元)	1.29	2.69	2.47	4.01	10.47
YOY	-34.3%	-10.1%	-16.9%	7.5%	-10.29%
扣非归母净利润 (亿元)	1.01	2.43	2.22		
YOY	-44.1%	-12.3%	-19.4%		
归母净利润/营收	11.7%	16.6%	11.3%	16.12%	14.16%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

工控行业 19Q4 出现拐点，汇川通用自动化 19Q4 订单恢复，20 年初订单仍有增长；20 年初受疫情影响行业复苏有所滞后，预计疫情后行业复苏叠加新品+组织变革有望驱动高增长。

- 19 年受贸易战影响，工控下游投资信心较差，工控行业整体低迷，19 年 Q1/Q2/Q3 工控市场营收分别+1.7%/-1.0%/-2.9%，降幅环比持续扩大，Q4 工控市场增速回升至-0.2%。Q4 起制造业景气度有恢复迹象：1) 宏观指标来看，19 年 11 月/12 月/20 年 1 月 PMI 分别达 50.2/50.2/50，持续位于荣枯线上，但 2 月受疫情影响大幅回落至 35.7；全年制造业固投同比增长 3.1%，比前三季度的 2.5%有所改善；10-12 月工业增加值当月增速分别 4.6%/6.3%/7%，增速环比持续改善；2) 中观数据来看，10-12 月工业机器人产量分别 1.43/1.61/2.00 万台，同比分别 1.7%/4.3%/15.3%，同环比均在大幅改善；19Q4 机床数据也有明显改善。整体来看，19Q4 的制造业景气度开始出现回暖迹象。20 年初短期受疫情影响，下游需求有所滞后，但我们认为并不影响行业恢复的大趋势，此外疫情对纺织包装等行业需求带来正向影响，电子行业影响也有限，复苏势头明确，疫情过后预计工控行业继续加速，下游光伏、锂电、3C 等行业有望恢复高增长，传统制造业也有望逐渐走出阴霾。
- 汇川通用自动化订单 19 年 9 月开始好转，9/10 月份订单开始出现增长，此前基本为略有下降，受基数较高影响 11 月订单下降、12 月同比增长较好，下游先进制造、光伏、电子等板块明显好转，拐点明确，但受 Q3 订单低迷影响 Q4 收入端仍有下降。20 年 1 月/2 月尽管受春节假期及疫情的影响，但增长势头良好，从下游看口罩机、纺织类设备拉动 PLC 需求增长，手机仍在恢复，风

电、印包延续了较好的态势。

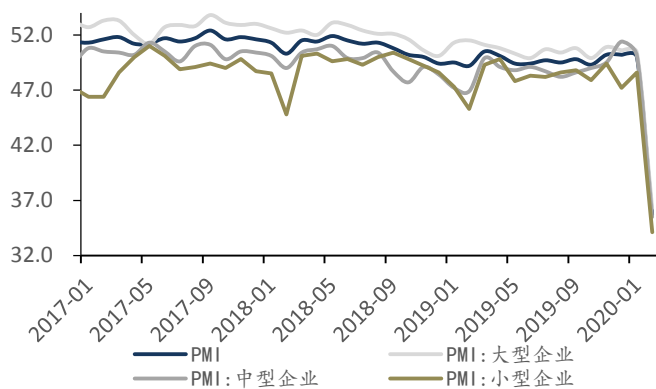
- 2020 年汇川新产品+组织变革有望驱动高增长。1) 19 年汇川推出了新的伺服平台产品 SV660 系列, 基于 EtherCAT 总线协议的重磅 PLC 产品 AC800 系列、H5U 等也密集发布, 客户端反馈良好, 20 年基于德国 PA 的 CNC 平台产品、新一代变频产品也将悉数推出, 公司的基于 EtherCAT 的产品生态逐渐形成, 解决方案能力极大丰富, 竞争力显著提升; 2) 19 年起汇川在华为背景的咨询公司传世智慧帮助下, 深度推进组织变革工作, 致力打造“以客户为中心、敏捷的流程化组织”, 规划了为期 3 年的一系列变革项目, 19 年 10 月首批三大核心项目公司治理 (CG)、战略 (SM)、营销 (LTC/MCR) 已启动, 预计 1-3 年显现成效, 有望继续强化公司的竞争力、组织效率、成本费用管控能力、人均产值等。20 年行业复苏叠加新产品+组织变革, 预计通用自动化板块有望恢复 20-40% 的高增长。

表 2: 工控行业分季度情况

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4
季度自动化市场营收 (亿元)	310.1	322.7	331.2	300.3	324.6	328.9	331.5	309.1
季度自动化市场增速	12.0%	9.0%	4.1%	0.0%	1.7%	-1.0%	-2.9%	-0.2%
其中: 季度 OEM 市场增速	13.1%	10.6%	3.7%	-6.4%	-3.7%	-3.3%	-6.0%	-3.9%
季度项目型市场增速	9.4%	9.7%	6.1%	5.0%	5.8%	3.5%	2.0%	4.3%

数据来源: 工控网, 东吴证券研究所

图 1: 20 年 2 月制造业 PMI 受疫情影响大幅回落



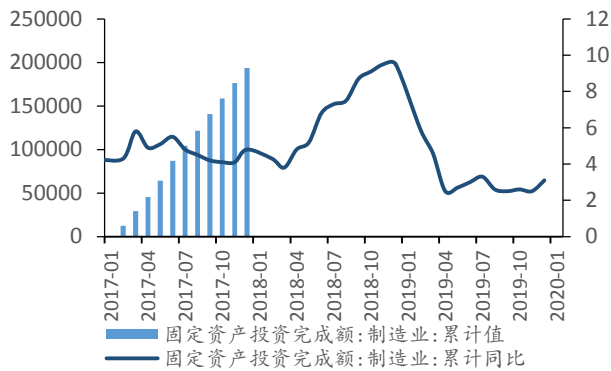
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 19.11-12 工业增加值+6.3%/+7%环比回升



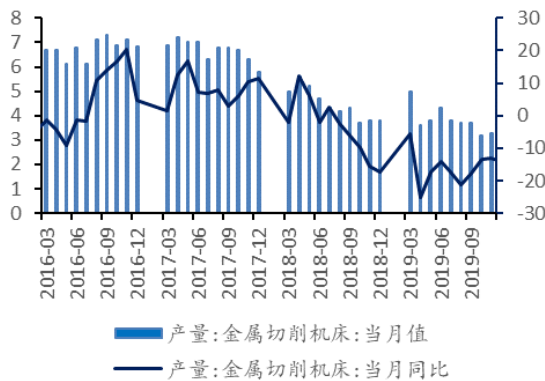
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3：12 月制造业固投同增 3.1%，增速环比改善



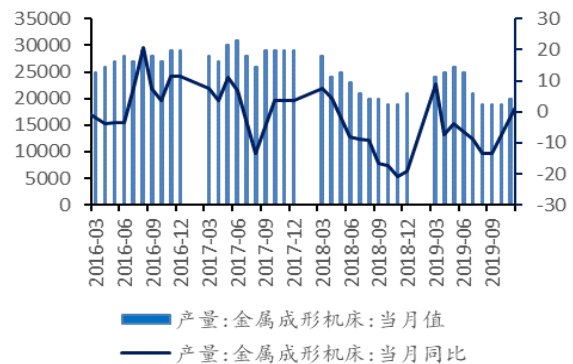
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：19 年 11/12 月切削机床产量环比增长



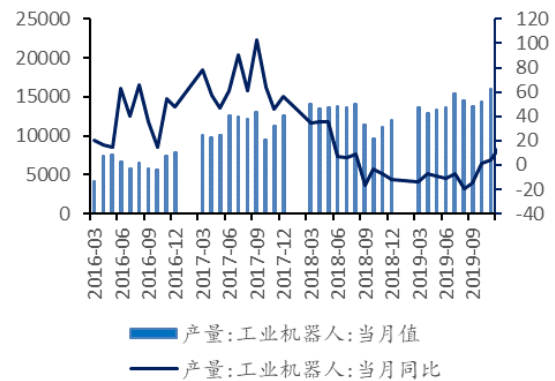
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：19 年 11/12 月成形机床产量同环比改善



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：19 年 11/12 月工业机器人产量同环比显著改善



数据来源：Wind，东吴证券研究所

新能源汽车 19 年压力大，但定点推进顺利，电控已获海外认可，20 年有望大幅减亏。

- 19 年新能源汽车整体受退补等因素影响，产销整体小幅不及预期，中汽协数据显示，2019 年新能源汽车总销量 120.6 万辆，同比-4%；分车型看，乘用车销量 106 万辆，同比小幅+0.7%；商用车销量 14.6 万辆，同比-28.3%。单季度看 Q4 乘用车/客车/物流车产量分别 27.3 万/3.0 万/4.2 万辆，同比分别 -37.1%/-37.3%/-41.4%。汇川战略客户宇通全年产量 2.07 万辆，同比-10.9%；其中 Q4 产量 0.63 万辆，同比-47.5%。20 年是海外车企电动车放量元年，国内市场国产 Tesla 进度持续超预期、合资车企开始起量，预计新能源汽车产销开始恢复增长，预计 2020 年国内新能源车销量 160-180 万辆，同比增长 35%-50%。
- 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 19 年下半年批量交货，产品性能、可靠性、包括体积和成本都得到优化，但宇通 Q4 产量大幅下降，同时产品降价压力较大，毛利率下降幅度大；物流车领域，Q4 行业大幅下滑、退补影响产品单价、同时汇川物流车业务进行了适当战略收缩，商用车电控下滑明显，预计 19 年全年收入和毛利率明显下滑。

- 乘用车领域，汇川经过2年多沉淀开始快速增长，19年国内二线威马、东南、理想制造开始放量，GGII数据显示19年汇川合计装机电控系统2.76万套（18年仅1.13万套），其中威马装机1.79万套，占比65%，其次是理想汽车下半年开始起量，全年装机3750套，占比13.6%，东南汽车装机2245套，占比8.1%。同时19年汇川乘用车电机电控定点推进顺利，国内拿到5家定点，海外车企定点顺利推进中。20年降价幅度预计趋缓，同时国内一线车企开始放量，乘用车收入预计有较好的增长，海外预计后年开始贡献，预计20年新能源汽车板块有望大幅减亏。
- 总体来说，新能源汽车板块19年收入和毛利率压力均较大；展望20年，客车和物流车预计扭转颓势恢复增长，乘用车放量和产能利用率提升个，总体收入实现较高增长，利润有望大幅减亏。

表3：汇川新能源车装机统计（GGII口径）

	2017H2		2018H1		2018H2		2019H1		2019H2	
	装机量	占比	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%	9099	79.8%	8835	54.6%
理想汽车	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	3750	23.2%
东南汽车	1213	15.4%	18	34.6%	1484	13.1%	1988	17.4%	257	1.6%
金康汽车	0	0.0%	0	0.0%	629	5.6%	4	0.0%	535	3.3%
猎豹汽车	3232	41.0%	19	36.5%	1129	10.0%	298	2.6%	4	0.0%
红星汽车	0	0.0%	2	3.8%	1635	14.5%	0	0.0%	10	0.1%
昌河汽车	2918	37.0%	0	0.0%	600	5.3%	0	0.0%	0	0.0%
东风裕隆	515	6.5%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
山西成功汽车	0	0.0%	0	0.0%	105	0.9%	0	0.0%	0	0.0%
其他厂商:	0	0.0%	13	25.0%	91	0.8%	11	0.1%	2784	17.2%
合计	7878		52		11293		11400		16175	

数据来源：GGII，东吴证券研究所

电梯增长稳健，收购贝思特事宜全部完成，20年继续增厚业绩，同时进一步发挥协同效应。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，公司电梯一体机业务全年保持稳健增长的态势。7月完成对贝思特51%股权的现金收购后开始全部并表，目前收购事项全部完成。收购贝思特后公司电梯业务“大配套”解决方案能力持续提升，同时两家公司协同效应强，19年预计增厚1亿左右利润，20年有望增厚2.5-2.8亿的利润。

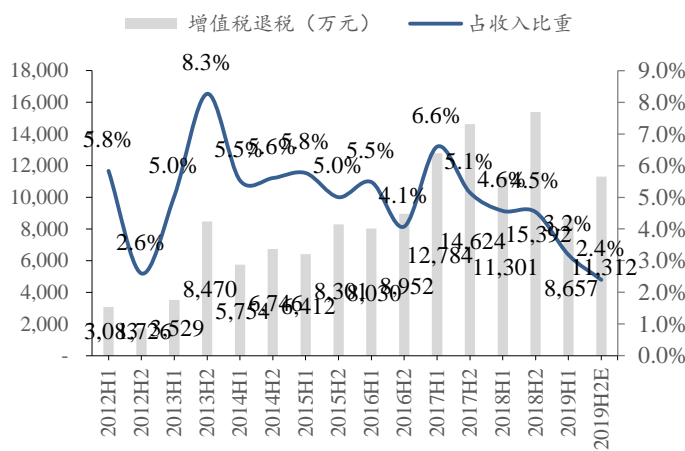
表4：贝思特上半年业绩情况

(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

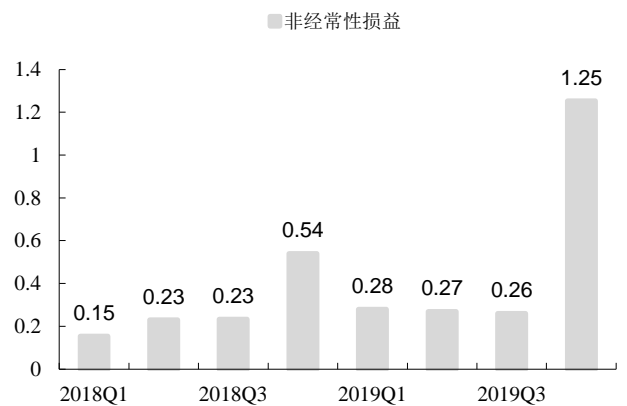
毛利率受并表影响同比下降，退税减少，非经常损益增加，股权激励冲回有所增厚，费用率控制好于预期，组织变革后管理效率提升，管理费用下降值得期待。受毛利率较低的贝思特并表影响，预计 Q4 毛利率仍同比有所下降，但不考虑贝思特预计汇川 Q4 毛利率环比持平，其中工控核心产品毛利率持稳、新能源汽车产品毛利率压力大。此外，公司收到的增值税退税从 18 年起有所减少，19 年全年累计收到退税 2.0 亿元，同比减少 25.2%，对本期净利润也有一定影响。结合业绩预告，19 年非经常损益影响额 2.06 亿，同比大幅+77.6%。此外，第三期股权激励费用部分冲回，集中在 Q4 确认，对本期利润有影响。费用方面，员工薪酬、社保、公积金等支付增加，费用率有所上升，但上升幅度预计好于预期，组织变革后管理效率有望提升，管理费用下降值得期待。

图 7：公司增值税退税从 18 年以来显著减少



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：19 年非经常性损益大幅增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：预计公司 2019-2021 年归母净利润分别 10.47 亿/14.75 亿/18.73 亿，同比分别-10.3%/+40.8%/+27.0%，对应现价 PE 分别 47/33/26 倍。给予目标价 35.7 元，对应 2020 年 42 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	10401.2	13926.1	15548.0	营业收入	5874.4	7393.8	10539.1	12569.9
现金	515.8	1000.0	1050.0	1102.5	减:营业成本	3418.2	4580.7	6661.0	7871.9
应收账款	3447.9	4659.1	6352.4	6887.6	营业税金及附加	45.7	73.9	100.1	116.9
存货	1263.8	1757.0	2463.6	2803.7	营业费用	504.5	594.5	765.9	882.1
其他流动资产	2465.9	2985.2	4060.1	4754.1	管理费用	1004.0	1191.2	1586.6	1861.0
非流动资产	2636.0	2813.1	2986.6	3230.2	财务费用	-12.8	38.2	76.1	93.6
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	1241.9	1427.8	1683.6	加:投资净收益	57.5	150.0	130.0	136.5
在建工程					其他收益	310.4	119.0	166.0	199.3
无形资产	368.0	355.7	343.5	331.2	营业利润	1282.7	1184.3	1645.3	2080.3
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	13214.3	16912.7	18778.1	利润总额	1283.7	1204.3	1669.3	2109.1
流动负债	3517.5	5781.4	8627.5	9415.9	减:所得税费用	74.9	72.3	116.9	147.6
短期借款	584.6	1110.5	1997.6	1695.6	少数股东损益	41.8	84.9	77.6	88.3
应付账款	1848.4	2761.0	4106.1	4960.4	归属母公司净利润	1166.9	1047.1	1474.9	1873.2
其他流动负债	1084.5	1909.9	2523.8	2759.9	EBIT	902.0	953.5	1425.4	1838.1
非流动负债	277.1	277.1	277.1	277.1	EBITDA	1040.2	1076.4	1587.0	2043.6
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	6058.5	8904.6	9692.9	每股收益(元)	0.70	0.60	0.85	1.08
少数股东权益	292.7	337.8	379.0	425.8	每股净资产(元)	3.76	3.94	4.41	5.00
归属母公司股东权益	6242.1	6818.0	7629.2	8659.4	发行在外股份(百万股)	1662.2	1731.7	1731.7	1731.7
负债和股东权益	10329.4	13214.3	16912.7	18778.1	ROIC(%)	14.3%	13.3%	16.2%	18.1%
					ROE(%)	18.7%	15.4%	19.3%	21.6%
					毛利率(%)	41.8%	38.0%	36.8%	37.4%
					销售净利率(%)	19.9%	14.2%	14.0%	14.9%
					资产负债率(%)	36.7%	45.8%	52.7%	51.6%
					收入增长率(%)	23.0%	25.9%	42.5%	19.3%
					净利润增长率(%)	10.1%	-10.3%	40.8%	27.0%
					P/E	40.33	46.82	33.24	26.17
					P/B	7.54	7.19	6.43	5.66
					EV/EBITDA	48.89	49.35	35.26	27.77

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>