

汇川技术(300124)

公司研究/点评报告

工控进口替代加速，电动车业务持续减亏

—汇川技术 2020 年报及 2021 年一季报点评

点评报告/电力设备与新能源行业

2021 年 4 月 27 日

一、事件概述

4 月 26 日，公司发布年报，2020 年度实现营收 115.11 亿元，同比增长 55.76%；归母净利润 21.00 亿元，同比增长 120.62%；基本每股收益 1.22 元。其中 Q4 实现营收 34.13 亿元，同比增长 37.50%；归母净利润 6.02 亿元，同比增长 96.73%。公司同时发布 2021 年一季报，2021Q1 实现营收 34.13 亿元，同比增长 120.53%；归母净利润 6.46 亿元，同比增长 274.66%。

二、分析与判断

➤ 工控业务加速进口替代，Q1 工控板块增长 146%，业绩亮眼有望保持高增

2020 年工控行业自 3 月起强势复苏，下游需求持续旺盛，叠加外资品牌受疫情影响供货能力不足及客户响应较慢，公司加速抢占份额业绩亮眼，全年实现收入约 53.15 亿元，同比增长约 63%，远超行业平均增速。其中，通用变频器收入 21.23 亿元，同比增长 37%，通用伺服收入 18.43 亿元，同比增长 112%，PLC&HMI 收入 4.23 亿元，同比增长 115%，电液系统收入 6.70 亿元（含伊士通）。据睿工业统计，公司低压变频器、通用伺服系统市占率分别约 12% 和 10%，分别位居国内市场第三名和第四名，市场份额同比提升明显，与外资企业差距迅速缩小。今年 3 月制造业 PMI 为 51.9%，环比上升 1.3%，连续 13 个月位于扩张区间，2021Q1 工控行业持续旺盛，工控板块实现收入约 19.04 亿元，同比增长约 146%，其中，通用变频器收入 6.67 亿元，同比增长 135%，通用伺服系统收入 8.05 亿元，同比增长 194%，PLC&HMI 收入 1.35 亿元，同比增长 71%，电液系统收入 2.12 亿元（含伊士通）。近期上游功率元器件等供应紧张，外资品牌供货受到一定冲击，而汇川原材料的战略储备库存充足，IGBT 等器件国产化进展较好，预计公司将加速抢占外资品牌份额，带动工控业务保持高增趋势。

➤ 新能源乘用车电控放量增长，2021 年有望持续减亏

公司新能源汽车业务实现收入 11.02 亿元，同比增长约 69%。其中，乘用车领域在造车新势力客户理想、小鹏、威马等带动下快速放量；专用车领域供货上汽通用五菱等快速增长，推出重卡行业解决方案，客车领域受下游需求影响短期承压。公司持续加大客户拓展力度，目前海外已定点 3 家客户，国内突破广汽、奇瑞、长城等车企，预计今年国内外一线车企将持续突破。去年新能源汽车业务在乘用车电控放量及组织变革的带动下显著减亏，2021Q1 订单旺盛，实现收入约 3.46 亿元，同比增长约 286%，预计今年有望进一步减亏，明年有望实现盈利。

➤ 电梯业务协同效应显现，市场领先地位稳固

公司不断加强与贝思特的业务融合，协同效应逐步显现，电梯业务（含贝斯特）在跨国企业、国内市场的稳健增长，全年实现收入 43.44 亿元，同比增长约 54%；2021Q1 实现销售收入约 9.21 亿元，同比增长约 53%。随着嘉善制造基地的启用，以及对跨国企业及海外市场的持续拓展，公司电梯业绩有望持续稳健增长，市场领先地位稳固。

➤ 盈利能力显著提升，定增申请获批竞争力有望增强

公司产品结构优化以及降本增效措施初见成效，带动毛利率同比提升 0.38% 至 39.34%。公司实施组织变革后第一年经营效率显著提升，期间费用率同比下降 5.49% 至 21.02%，其中销售费用率下降 0.91%、管理费用率下降 0.69%、研发费用率下降 2.69%、财务费用率下降 1.20%。随着今年工控、新能源汽车业务规模效应进一步体现，以及“上顶下沉”战略积极推进，预计今年盈利能力仍有提升空间。

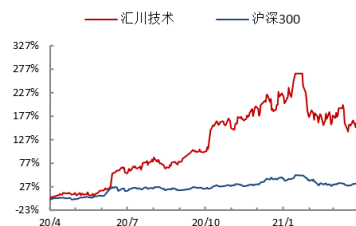
推荐 维持评级

当前价格： 79.52

交易数据 2021-04-26

| | |
|-----------------|--------------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 114.15/31.03 |
| 总股本(百万股) | 1719.72 |
| 流通股本(百万股) | 1406.94 |
| 流通股比例(%) | 82% |
| 总市值(亿元) | 1367.52 |
| 流通市值(亿元) | 1118.80 |

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：WIND，民生证券研究院

分析师：于潇

执业证 S0100520080001
 电话：021-60876734
 邮箱：yuxiao@mszq.com

研究助理：丁亚

执业证 S0100120120042
 电话：021-60876734
 邮箱：dingya@mszq.com

相关研究

1. 汇川技术 2020 三季报点评：工控进口替代加速，乘用车电控快速放量
2. 汇川技术 2020 业绩快报点评：工控板块业绩高增，乘用车电控放量增长

三、投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 29.09、37.65、48.42 亿元，同比增长 38.5%、29.4%、28.6%，EPS 为 1.69、2.19、2.82 元，对应估值 47、36、28 倍 PE，公司市场份额持续提升，考虑到公司的行业龙头地位和长期成长空间，参考工控自动化（申万）指数 59 倍 PE，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

海外疫情持续时间超预期，行业增长低于预期，行业竞争超预期。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 11,511 | 15,087 | 19,325 | 24,431 |
| 增长率（%） | 55.8% | 31.1% | 28.1% | 26.4% |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 2,100 | 2,909 | 3,765 | 4,842 |
| 增长率（%） | 120.6% | 38.5% | 29.4% | 28.6% |
| 每股收益（元） | 1.22 | 1.69 | 2.19 | 2.82 |
| PE（现价） | 65.2 | 47.0 | 36.3 | 28.2 |
| PB | 12.9 | 10.1 | 7.9 | 6.2 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 11,511 | 15,087 | 19,325 | 24,431 |
| 营业成本 | 7,027 | 9,144 | 11,716 | 14,745 |
| 营业税金及附加 | 59 | 77 | 99 | 125 |
| 销售费用 | 871 | 1,056 | 1,295 | 1,588 |
| 管理费用 | 580 | 679 | 831 | 1,051 |
| 研发费用 | 1,023 | 1,282 | 1,643 | 2,077 |
| EBIT | 1,951 | 2,848 | 3,742 | 4,845 |
| 财务费用 | (55) | 37 | 31 | 7 |
| 资产减值损失 | (92) | (60) | (74) | (85) |
| 投资收益 | 153 | 150 | 180 | 216 |
| 营业利润 | 2,348 | 3,229 | 4,172 | 5,338 |
| 营业外收支 | (4) | 25 | 30 | 36 |
| 利润总额 | 2,344 | 3,254 | 4,202 | 5,375 |
| 所得税 | 162 | 225 | 290 | 371 |
| 净利润 | 2,182 | 3,030 | 3,912 | 5,004 |
| 归属于母公司净利润 | 2,100 | 2,909 | 3,765 | 4,842 |
| EBITDA | 2,251 | 3,126 | 4,034 | 5,155 |
| 资产负债表 (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 3041 | 6862 | 11143 | 16725 |
| 应收账款及票据 | 3161 | 4074 | 5218 | 6596 |
| 预付款项 | 210 | 274 | 351 | 442 |
| 存货 | 2420 | 3214 | 4161 | 5143 |
| 其他流动资产 | 127 | 127 | 127 | 127 |
| 流动资产合计 | 12458 | 18058 | 24681 | 32530 |
| 长期股权投资 | 996 | 1146 | 1326 | 1542 |
| 固定资产 | 1351 | 1549 | 1772 | 1985 |
| 无形资产 | 498 | 415 | 345 | 288 |
| 非流动资产合计 | 6189 | 6535 | 6730 | 6935 |
| 资产合计 | 18648 | 24593 | 31410 | 39466 |
| 短期借款 | 331 | 397 | 597 | 897 |
| 应付账款及票据 | 3799 | 4938 | 6327 | 7962 |
| 其他流动负债 | 258 | 258 | 258 | 258 |
| 流动负债合计 | 5954 | 7870 | 9975 | 12527 |
| 长期借款 | 1424 | 2424 | 3224 | 3724 |
| 其他长期负债 | 254 | 254 | 254 | 254 |
| 非流动负债合计 | 1678 | 2678 | 3478 | 3978 |
| 负债合计 | 7632 | 10548 | 13453 | 16505 |
| 股本 | 1720 | 1720 | 1720 | 1720 |
| 少数股东权益 | 378 | 499 | 646 | 807 |
| 股东权益合计 | 11016 | 14045 | 17957 | 22961 |
| 负债和股东权益合计 | 18648 | 24593 | 31410 | 39466 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

| 主要财务指标 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 55.8% | 31.1% | 28.1% | 26.4% |
| EBIT 增长率 | 134.9% | 46.0% | 31.4% | 29.5% |
| 净利润增长率 | 120.6% | 38.5% | 29.4% | 28.6% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 39.0% | 39.4% | 39.4% | 39.6% |
| 净利率 | 18.2% | 19.3% | 19.5% | 19.8% |
| 总资产收益率 ROA | 11.3% | 11.8% | 12.0% | 12.3% |
| 净资产收益率 ROE | 19.7% | 21.5% | 21.7% | 21.9% |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 2.1 | 2.3 | 2.5 | 2.6 |
| 速动比率 | 1.7 | 1.9 | 2.1 | 2.2 |
| 现金比率 | 0.7 | 1.0 | 1.2 | 1.4 |
| 资产负债率 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 84.9 | 83.0 | 83.0 | 83.0 |
| 存货周转天数 | 105.8 | 108.0 | 108.0 | 108.0 |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 1.2 | 1.7 | 2.2 | 2.8 |
| 每股净资产 | 6.2 | 7.9 | 10.1 | 12.9 |
| 每股经营现金流 | 0.7 | 1.9 | 2.1 | 2.8 |
| 每股股利 | 0.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 65.2 | 47.0 | 36.3 | 28.2 |
| PB | 12.9 | 10.1 | 7.9 | 6.2 |
| EV/EBITDA | 41.4 | 30.1 | 22.8 | 17.2 |
| 股息收益率 | 0.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 现金流量表 (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 净利润 | 2,182 | 3,030 | 3,912 | 5,004 |
| 折旧和摊销 | 322 | 146 | 123 | 95 |
| 营运资金变动 | (1,051) | 60 | (348) | (329) |
| 经营活动现金流 | 1,261 | 3,198 | 3,676 | 4,771 |
| 资本开支 | 357 | 287 | 277 | 264 |
| 投资 | 408 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (504) | (287) | (277) | (264) |
| 股权募资 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 103 | 942 | 800 | 125 |
| 筹资活动现金流 | (449) | 871 | 801 | 172 |
| 现金净流量 | 309 | 3,782 | 4,200 | 4,679 |

分析师与研究助理简介

于潇，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。

丁亚，多年光伏产业研究经验，曾就职于SOLARZOOM、新时代证券，2020年12月加入民生证券

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|-----------------------------|------|------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 15% 以上 |
| | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间 |
| | 中性 | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来股价跌幅 5% 以上 |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上 |
| | 中性 | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上 |

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。