



增持(维持)

所属行业: 电气自动化设备
当前价格(元): 73.99

证券分析师

倪正洋

资格编号: S0120521020003

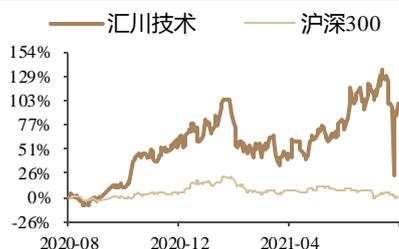
邮箱: nizey@tebon.com.cn

研究助理

张宇虹

邮箱: zhangyh3@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.39	10.52	22.24
相对涨幅(%)	-3.42	16.57	28.04

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1.《汇川技术(300124.SZ): 工控龙头在“平原”业务中大放异彩》, 2021.8.20

汇川技术(300124.SZ): 通用伺服高速增长, 盈利能力提升展现管理变革成效

2021H1 归母净利润同比+102%为 15.6 亿元, 净利率同比+3pp 达 20%

投资要点

- **业绩总结:** 2021H1 公司营收同比+73%达 82.7 亿元, 归母净利润同比+102%达 15.6 亿元。其中 Q2 单季营收同比+50%为 48.6 亿元; 归母净利润同比+52%为 9.2 亿元。
- **四大类业务表现均靓丽, 其中通用自动化增速远超行业, 公司竞争力卓尔不群。** 2021H1, 公司通用自动化业务实现收入 43.9 亿元, 同比+88%, 远超工业自动化市场 26% 的增速 (MIR 统计), 在新兴行业 (锂电、硅晶制造、3C 等) 实现高速增长, 在传统 OEM 设备 (纺织、印包等等) 和 EU 市场 (港口、冶金等) 也取得了优异成绩。分产品来看, 其中, 通用伺服收入同比+133%达 19 亿元, 超过 2020 年全年, 且在去年同比+112%的高增速情况下继续高速增长; 通用变频收入同比约+68%达 15.4 亿元, 在国内的市占率进一步提升。此外, 被定位为成熟型的电梯电气大配套业务也实现了较快增长, 收入同比+30%达 24.2 亿元, 且在跨国企业拿下多个定点, 未来增速有望提升; 新能源汽车业务收入同比+176%达 9.1 亿元, 其中乘用车业务随造车新势力放量取得爆发式增长; 工业机器人及轨交业务也实现了翻倍以上增长。在制造业上行、部分原材料短缺的客观背景下, 汇川实现了远超行业的增速, 验证了公司产品、品牌、管理等多位一体的过硬综合实力。
- **管理变革成效持续体现, 净利率同比+2.9pp 达 19.9%。** 从盈利能力来看, 受大宗商品涨价、芯片短缺等影响, 公司部分产品毛利率有所下降, 叠加较低毛利业务占比提升使得 2021H1 综合毛利率同比-1.5pp 为 38.3%, 但公司通过精益管控, 净利率同比+2.9pp 达 19.9%, 凭借管理优化推动盈利能力持续提升。从费用端来看, 期间费用率同比-5.8pp 为 18.6%, 其中管理费用率 (不含研发) 同比-1.2pp 为 4.5%, 销售费用率同比-1.3pp 为 6.2%, 财务费用率同比-1pp 为-0.3%, 研发费用率同比-2.3pp 为 8.2% (我们认为主要系研发人员增速低于营收增速)。从现金流来看, 2021H1 经营活动产生的现金流量净额同比-21%, 主要系报告期内支付的采购款、支付的税费增加所致, 若仅考虑销售商品、提供劳务收到的现金则同比+47%为 57.0 亿元, 收入高增速时保持了良好回款能力。我们认为, 公司高效的管理组织, 是其丰富的行业线、业务线、产品线落实到业绩绝对高速增长和盈利能力提升的重要基础, 本轮管理变革将为公司中长期的高质量可持续发展奠定基础。
- **投资建议。** 我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 34.9/47.9/59.4 亿元, 对应 PE 56/41/33 倍。短期基于公司伺服业务高弹性, 长期基于工控、工业机器人、新能源乘用车电控业务的广阔空间, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济增速放缓, 芯片等原材料缺货, PLC 拓展不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	2,621.01
流通 A 股(百万股):	2,075.54
52 周内股价区间(元):	34.20-87.56
总市值(百万元):	193,928.79
总资产(百万元):	23,203.40
每股净资产(元):	5.30

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,390	11,511	17,297	22,468	27,446
(+/-)YOY(%)	25.8%	55.8%	50.3%	29.9%	22.2%
净利润(百万元)	952	2,100	3,491	4,787	5,935
(+/-)YOY(%)	-18.4%	120.6%	66.2%	37.1%	24.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.58	1.22	1.33	1.83	2.26
毛利率(%)	37.6%	39.0%	39.2%	39.5%	39.6%
净资产收益率(%)	11.0%	19.7%	21.4%	22.7%	22.0%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.22	1.33	1.83	2.26
每股净资产	4.06	6.22	8.05	10.31
每股经营现金流	0.56	0.95	1.56	2.08
每股股利	0.36	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	92.34	55.54	40.52	32.67
P/B	27.76	11.89	9.19	7.18
P/S	11.05	11.21	8.63	7.07
EV/EBITDA	75.70	47.12	34.47	27.19
股息率%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	39.0%	39.2%	39.5%	39.6%
净利润率	18.2%	20.2%	21.3%	21.6%
净资产收益率	19.7%	21.4%	22.7%	22.0%
资产回报率	11.3%	13.0%	14.0%	13.9%
投资回报率	16.2%	19.2%	20.4%	19.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	55.8%	50.3%	29.9%	22.2%
EBIT 增长率	106.4%	66.0%	35.2%	23.7%
净利润增长率	120.6%	66.2%	37.1%	24.0%
偿债能力指标				
资产负债率	40.9%	37.0%	36.0%	34.2%
流动比率	2.1	2.4	2.5	2.7
速动比率	1.6	2.0	2.1	2.3
现金比率	0.5	0.8	0.9	1.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	95.1	95.0	95.0	95.0
存货周转天数	125.7	120.0	115.0	110.0
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.6
固定资产周转率	8.5	10.8	12.4	13.8

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,100	3,491	4,787	5,935
少数股东损益	82	165	199	247
非现金支出	462	350	394	469
非经营收益	-191	-79	-139	-189
营运资金变动	-985	-1,435	-1,152	-1,006
经营活动现金流	1,467	2,491	4,089	5,457
资产	-357	-500	-700	-700
投资	408	-200	-300	-300
其他	-554	173	225	274
投资活动现金流	-504	-527	-775	-726
债权募资	103	0	0	0
股权募资	5	2,176	0	0
其他	-556	-425	-85	-85
融资活动现金流	-449	1,751	-85	-85
现金净流量	502	3,715	3,228	4,646

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2021 年 8 月 23 日

资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	11,511	17,297	22,468	27,446
营业成本	7,027	10,522	13,591	16,587
毛利率%	39.0%	39.2%	39.5%	39.6%
营业税金及附加	59	90	117	143
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	871	1,142	1,438	1,729
营业费用率%	7.6%	6.6%	6.4%	6.3%
管理费用	580	796	1,011	1,208
管理费用率%	5.0%	4.6%	4.5%	4.4%
研发费用	1,023	1,557	2,022	2,470
研发费用率%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%
EBIT	2,243	3,724	5,037	6,231
财务费用	-55	20	-40	-99
财务费用率%	-0.5%	0.1%	-0.2%	-0.4%
资产减值损失	-92	-70	-50	-50
投资收益	153	173	225	274
营业利润	2,348	3,869	5,276	6,577
营业外收支	-4	0	0	0
利润总额	2,344	3,869	5,276	6,577
EBITDA	2,543	4,004	5,381	6,650
所得税	162	213	290	395
有效所得税率%	6.9%	5.5%	5.5%	6.0%
少数股东损益	82	165	199	247
归属母公司所有者净利润	2,100	3,491	4,787	5,935

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,041	6,756	9,984	14,630
应收账款及应收票据	3,161	4,745	6,163	7,528
存货	2,420	3,389	4,232	4,949
其它流动资产	3,837	5,256	6,495	7,624
流动资产合计	12,458	20,146	26,874	34,731
长期股权投资	996	1,196	1,496	1,796
固定资产	1,351	1,600	1,817	1,991
在建工程	612	568	608	635
无形资产	498	512	611	691
非流动资产合计	6,189	6,610	7,266	7,846
资产总计	18,648	26,756	34,140	42,578
短期借款	331	0	0	0
应付票据及应付账款	3,799	5,679	7,447	9,089
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,824	2,552	3,182	3,796
流动负债合计	5,954	8,231	10,629	12,884
长期借款	1,424	1,424	1,424	1,424
其它长期负债	254	254	254	254
非流动负债合计	1,678	1,678	1,678	1,678
负债总计	7,632	9,909	12,307	14,562
实收资本	1,720	2,621	2,621	2,621
普通股股东权益	10,637	16,304	21,091	27,026
少数股东权益	378	543	742	989
负债和所有者权益合计	18,648	26,756	34,140	42,578

信息披露

分析师与研究助理简介

倪正洋，2021年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有5年机械研究经验，1年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020年获得iFinD机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业2019年新财富第三名，2017年新财富第二名，2017年金牛奖第二名，2016年新财富第四名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	买入	相对强于市场表现20%以上；
	增持	相对强于市场表现5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现5%以下。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。