



## 增持(维持)

所属行业: 电气自动化设备  
当前价格(元): 64.52

### 证券分析师

倪正洋

资格编号: S0120521020003

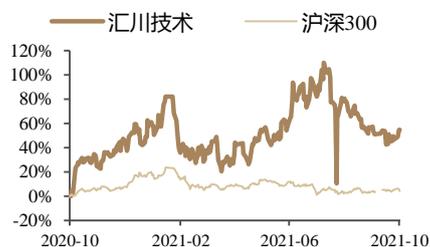
邮箱: nizy@tebon.com.cn

### 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(%)	-0.95	-13.07	-16.48
相对涨幅(%)	-1.95	-15.08	-15.93

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

- 《工业数据点评: 9月工业增加值同比+3.1%, 制造业转型升级节奏稳健》, 2021.10.18
- 《工业利润数据: 高技术制造业引领, 消费制造业稳定恢复, 内需是国内产业升级的重要驱动》, 2021.9.28
- 《工业数据点评: 生产、投资均呈结构性高景气, 高技术制造业持续引领》, 2021.9.16

## 汇川技术(300124.SZ): 竞争力获持续验证 业绩点评: Q3单季归母净利9.3亿元, 前三季度累计达24.9亿元

### 投资要点

- 业绩总结:** 2021Q3单季, 汇川收入同比+53%达50.7亿元, 归母净利同比+28%达9.3亿元。2021前三季度, 汇川累计实现收入133.5亿元, 同比+65%, 实现归母净利润24.9亿元, 同比+66%。
- 收入业绩表现亮眼, 竞争力获持续验证。** Q3单季, 公司收入同比+53%、环比+4%, 销售毛利率、净利率分别为36.1%、18.9%, 环比分别小幅-1.5pp、-1.0pp。其中, 我们认为收入结构变化是公司毛利率波动的重要因素之一。**细拆公司季度收入**, 通用自动化业务实现收入23.2亿元, 同比+81%, **通用变频、通用伺服、PLC&HMI**分别实现收入**7.9、10.2、2.1**亿元, 其中**通用伺服Q3收入与2020年Q3+Q4收入相当, 业务弹性高**, PLC&HMI收入环比增加, 向好发展。新能源业务方面, 汇川Q3单季收入达8.7亿, 同比+189%、环比+55%, 占公司三季度收入的比例达到17%, 较Q2提升5.6pp, 新能源业务在公司总收入中的比例扩大, 一方面印证公司综合实力, 另外长期有望成为公司重要盈利增长点。我们认为公司表现亮眼, 管理能力强, 竞争实力获持续验证。
- 伺服业务竞争力强、弹性高, 同时中长期有望突破PLC并在数字化、智能化领域持续拓展。**通用自动化业务是公司重要的盈利来源, 分别来看, **通用变频:**下游多为传统工业的变频市场, 在去产能方式优化、电机能耗新标实施、“3060双碳政策”等因素推动下, 长期增速有望较此前上台阶。国产替代浪潮中, 汇川变频产品经过近20年积累, 体系完善有望抓住更多机会。**通用伺服:**与变频相比, 伺服是更加标准的产品, 在特定行业所需的多类设备间具较好通用性, 汇川伺服业务具备高弹性, 且公司年产1100万台伺服的项目已于今年10月动工, 满产对应年产值约60亿元, 从产能方面为业务高增提供保障。**PLC:**我们认为PLC内嵌的软件包具有较强行业定制属性, 汇川以变频专机拓展行业的经验具有较强借鉴作用, 叠加公司雄厚研发实力, 是国内最有希望突破PLC的厂商之一, 该产品也将为公司在数字化、智能化领域的发展打下坚实基础。
- 投资建议。**我们预计公司2021-2023年归母净利分别为34.5/47.8/59.6亿元, 对应PE 49/35/28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, 伺服业务拓展不及预期。

### 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):	41.70-87.56
总市值(百万元):	169,107.79
总资产(百万元):	24,366.23
每股净资产(元):	5.44

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	17,408	22,728	27,766
(+/-)YOY(%)	25.8%	55.8%	51.2%	30.6%	22.2%
净利润(百万元)	952	2,100	3,454	4,780	5,957
(+/-)YOY(%)	-18.4%	120.6%	64.5%	38.4%	24.6%
全面摊薄EPS(元)	0.58	1.22	1.32	1.82	2.27
毛利率(%)	37.6%	39.0%	38.0%	38.8%	38.9%
净资产收益率(%)	11.0%	19.7%	21.2%	22.7%	22.1%

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	1.32	1.82	2.27
每股净资产	4.06	6.21	8.03	10.30
每股经营现金流	0.56	1.01	1.68	2.15
每股股利	0.36	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	76.48	48.96	35.38	28.39
P/B	22.99	10.40	8.03	6.26
P/S	9.64	9.71	7.44	6.09
EV/EBITDA	62.61	41.04	29.71	23.46
股息率%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	39.0%	38.0%	38.8%	38.9%
净利润率	18.2%	19.8%	21.0%	21.5%
净资产收益率	19.7%	21.2%	22.7%	22.1%
资产回报率	11.3%	12.9%	14.1%	14.0%
投资回报率	16.2%	18.8%	20.1%	19.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	55.8%	51.2%	30.6%	22.2%
EBIT 增长率	106.4%	62.0%	36.7%	23.5%
净利润增长率	120.6%	64.5%	38.4%	24.6%
偿债能力指标				
资产负债率	40.9%	37.1%	35.9%	33.9%
流动比率	2.1	2.4	2.5	2.7
速动比率	1.6	2.0	2.1	2.2
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	115.0
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	8.5	10.5	11.2	11.4

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,100	3,454	4,780	5,957
少数股东损益	82	158	219	266
非现金支出	462	413	503	603
非经营收益	-191	94	85	85
营运资金变动	-985	-1,470	-1,176	-1,270
经营活动现金流	1,467	2,649	4,412	5,641
资产	-357	-700	-950	-1,100
投资	408	-200	-300	-300
其他	-554	0	0	0
投资活动现金流	-504	-900	-1,250	-1,400
债权募资	103	-331	0	0
股权募资	5	2,176	0	0
其他	-556	-94	-85	-85
融资活动现金流	-449	1,751	-85	-85
现金净流量	502	3,499	3,076	4,156

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2021 年 10 月 27 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	1,833	22,728	27,766
营业成本	7,027	10,797	13,904	16,975
毛利率%	39.0%	38.0%	38.8%	38.9%
营业税金及附加	59	87	114	139
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	871	1,045	1,331	1,581
营业费用率%	7.6%	6.0%	5.9%	5.7%
管理费用	580	742	911	1,092
管理费用率%	5.0%	4.3%	4.0%	3.9%
研发费用	1,023	1,417	1,776	2,085
研发费用率%	8.9%	8.1%	7.8%	7.5%
EBIT	2,243	3,634	4,967	6,134
财务费用	-55	-26	-117	-207
财务费用率%	-0.5%	-0.1%	-0.5%	-0.7%
资产减值损失	-92	-50	-50	-50
投资收益	153	0	0	0
营业利润	2,348	3,818	5,303	6,607
营业外收支	-4	0	0	0
利润总额	2,344	3,818	5,303	6,607
EBITDA	2,543	3,997	5,420	6,687
所得税	162	206	303	384
有效所得税率%	6.9%	5.4%	5.7%	5.8%
少数股东损益	82	158	219	266
归属母公司所有者净利润	2,100	3,454	4,780	5,957

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,041	6,541	9,617	13,773
应收账款及应收票据	3,161	4,745	6,189	7,531
存货	2,420	3,500	4,331	5,298
其它流动资产	3,837	5,183	6,333	7,427
流动资产合计	12,458	19,969	26,470	34,029
长期股权投资	996	1,196	1,496	1,796
固定资产	1,351	1,662	2,024	2,446
在建工程	612	708	846	1,012
无形资产	498	426	425	384
非流动资产合计	6,189	6,726	7,524	8,371
资产总计	18,648	26,695	33,994	42,400
短期借款	331	0	0	0
应付票据及应付账款	3,799	5,827	7,619	9,301
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,824	2,387	2,894	3,395
流动负债合计	5,954	8,214	10,513	12,696
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	9,892	12,191	14,374
实收资本	1,720	2,621	2,621	2,621
普通股股东权益	10,637	16,267	21,047	27,004
少数股东权益	378	536	755	1,021
负债和所有者权益合计	18,648	26,695	33,994	42,400

# 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

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；	类别	评级	说明
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。	股票投资评级	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范围包括证券投资咨询业务。