

中信证券研究部


弓永峰
首席电新分析师
S1010517070002



刘海博
首席机械分析师
S1010512080011



林劼
电新分析师
S1010519040001

核心观点

公司预告上半年归母净利润 3.47-4.22 亿元（同比-30%~-15%），基本符合预期，关注工控复苏进程，同时认识到公司作为国内优质龙头的穿越周期能力，看好公司维持超越行业的增速优势，且考虑贝思特 7 月起开始并表，进一步增厚公司未来业绩，上调公司 2019-2021 年净利润预测至 13.74/17.25/21.21 亿元，对应 EPS 为 0.83/1.04/1.28 元。给予目标价 32.8 元，维持“买入”评级。

业绩预告符合预期。公司发布 2019 年半年度业绩预告，预计 2019 年上半年营业收入为 25.96-28.44 亿元，同比+5%~15%；归母净利润 3.47-4.22 亿元，同比-30%~-15%；报告期内非经常性损益影响约 5300 万元，扣非后归母净利润为 2.94-3.69 亿元，基本符合预期。

产品结构变动毛利率承压，人员增长激励实施费用增加。公司现有产品结构中，新能源汽车产品受产业链整体降价压力的影响，毛利率预计仍维持较弱表现；考虑可能在公司扩大工控交付产品类型的过程中，部分新增产品毛利率较低，预计整体毛利率水平维持在 40%~42%。自 2018 年起，公司员工人数（7769 人，+17.4%）、人均薪酬（16.04 万元，+11.4%）出现较快增长，导致 2019H1 人员开支同比增长较多；公司第四期股权计划将在 2019 年内摊销 7842.44 万元。预计上述影响将伴随公司管控和会计年份变化而逐渐减小，长期来看人才积累及长效激励是公司持续增长的重要动力之一。

看好龙头穿越周期，收购资产增厚业绩。2019 年工控行业整体增速趋缓的形势下，我们看好公司维持超越行业的增速，工控业务维持稳健增长，未来伴随制造升级的大趋势持续加速增长。此外，公司已完成贝思特 51%股权过户，贝思特自 2019 年 7 月起并表，双方在电梯大配套领域协同优势明显，且考虑到贝思特 2017-2018 年归母净利润达 2.08/2.39 亿元，盈利能力稳定，有望进一步增厚公司业绩。

风险因素：制造业景气度不及预期，制造业升级改造不及预期，新能源汽车产品定点不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：看好公司维持工控领域的相对行业增速优势，穿越周期静待复苏。考虑公司现金收购贝思特 51%股权已完成过户，贝思特自 2019 年 7 月起成为公司控股子公司并纳入合并报表范围，上调公司 2019-2021 年净利润预测至 13.74/17.25/21.21 亿元（原 2019-2021 年预测为 13.61/16.78/20.05 亿元），对应 EPS 为 0.83/1.04/1.28 元，对应当前股价 28/22/18x PE，目前公司 PE 倍数处于历史估值中枢下限，看好公司作为国内工控优质龙头享有增速优势带来的估值溢价，目标价 32.8 元/股，维持“买入”评级。

汇川技术	300124
评级	买入（维持）
当前价	23.11 元
目标价	32.80 元
总股本	1,662 百万股
流通股本	1,355 百万股
52 周最高/最低价	30.55/19.98 元
近 1 月绝对涨幅	1.32%
近 6 月绝对涨幅	7.00%
近 12 月绝对涨幅	-25.02%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,777.30	5,874.36	8,376.42	11,835.57	14,370.37
营业收入增长率	31%	23%	43%	41%	21%
净利润(百万元)	1,060.04	1,166.90	1,374.39	1,724.72	2,120.65
净利润增长率	14%	10%	18%	25%	23%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.65	0.71	0.83	1.04	1.28
毛利率%	45%	42%	39%	38%	39%
净资产收益率 ROE%	19.54%	18.69%	18.04%	19.87%	21.26%
每股净资产(元)	3.26	3.76	4.58	5.22	6.00
PE	36	33	28	22	18
PB	7	6	5	4	4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 7 月 12 日收盘价

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E	指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,777	5,874	8,376	11,836	14,370	货币资金	2,411	516	2,957	3,731	3,622
营业成本	2,622	3,418	5,150	7,282	8,826	存货	1,031	1,264	1,989	2,790	3,351
毛利率	45.12%	41.81%	38.52%	38.47%	38.58%	应收账款	2,904	3,414	4,891	6,906	8,376
营业税金及附加	46	46	65	92	112	其他流动资产	727	2,499	2,786	3,001	3,612
销售费用	441	504	624	837	1,006	流动资产	7,073	7,693	12,623	16,428	18,961
营业费用率	9.23%	8.59%	7.45%	7.07%	7.00%	固定资产	706	885	1,454	1,776	2,051
管理费用	847	292	406	574	683	长期股权投资	272	578	578	578	578
管理费用率	17.73%	4.97%	4.85%	4.85%	4.75%	无形资产	300	368	368	368	368
财务费用	(26)	(13)	54	112	145	其他长期资产	697	806	870	958	1,002
财务费用率	-0.55%	-0.22%	0.64%	0.95%	1.01%	非流动资产	1,974	2,636	3,270	3,680	3,998
投资收益	75	58	54	62	58	资产总计	9,047	10,329	15,893	20,107	22,959
营业利润	1,185	1,283	1,502	2,026	2,493	短期借款	208	575	3,222	4,647	4,953
营业利润率	24.80%	21.84%	17.93%	17.12%	17.35%	应付账款	1,598	1,848	3,021	4,216	5,020
营业外收入	20	10	81	37	43	其他流动负债	1,351	1,095	1,312	1,595	1,751
营业外支出	2	9	4	5	6	流动负债	3,156	3,517	7,555	10,458	11,724
利润总额	1,202	1,284	1,579	2,058	2,530	长期借款	0	90	90	90	90
所得税	111	75	92	120	148	其他长期负债	165	187	226	260	292
所得税率	9.22%	5.84%	5.84%	5.84%	5.84%	非流动性负债	165	277	316	350	382
少数股东损益	31	42	112	213	262	负债合计	3,322	3,795	7,871	10,808	12,106
归属于母公司股东的净利润	1,060	1,167	1,374	1,725	2,121	股本	1,664	1,662	1,662	1,662	1,662
净利率	22.19%	19.86%	16.41%	14.57%	14.76%	资本公积	1,369	1,360	1,360	1,360	1,360
						归属于母公司所有者权益合计	5,426	6,242	7,616	8,681	9,974
						少数股东权益	299	293	405	618	879
						股东权益合计	5,725	6,535	8,022	9,299	10,854
						负债股东权益总计	9,047	10,329	15,893	20,107	22,959

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	1,202	1,284	1,579	2,058	2,530
所得税支出	-111	-75	-92	-120	-148
折旧和摊销	106	144	153	201	249
营运资金的变化	-672	-869	-1,136	-1,642	-1,738
其他经营现金流	-34	-13	58	147	157
经营现金流合计	492	471	561	643	1,051
资本支出	-167	-284	-770	-580	-550
投资收益	75	58	54	62	58
其他投资现金流	-277	378	-13	-13	-14
投资现金流合计	-370	151	-729	-531	-506
发行股票	124	0	0	0	0
负债变化	1,683	947	2,663	1,433	318
股息支出	-499	0	0	-660	-828
其他融资现金流	-2,070	-1,051	-54	-112	-145
融资现金流合计	-762	-103	2,609	661	-654
现金及现金等价物净增加额	-640	519	2,442	773	-109

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	30.53%	22.96%	42.59%	41.30%	21.42%
营业利润增长率	42.37%	8.28%	17.12%	34.85%	23.08%
净利润增长率	13.76%	10.08%	17.78%	25.49%	22.96%
毛利率	45.12%	41.81%	38.52%	38.47%	38.58%
EBITDA Margin	26.74%	24.09%	19.97%	18.23%	18.52%
净利率	22.19%	19.86%	16.41%	14.57%	14.76%
净资产收益率	19.54%	18.69%	18.04%	19.87%	21.26%
总资产收益率	11.72%	11.30%	8.65%	8.58%	9.24%
资产负债率	36.71%	36.74%	49.53%	53.75%	52.73%
所得税率	9.22%	5.84%	5.84%	5.84%	5.84%
股利支付率	47.10%	0.00%	48.00%	48.00%	48.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”)除外)分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W)分发；在欧盟由CLSA (UK)分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买(400021) Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH11994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会)分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问(修正)规例(2005)》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK)发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年(金融推介)令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变现以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为(前述金融机构之客户)因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。