

强烈推荐-A (维持)

汇川技术 300124.SZ

目标估值: 35-37 元

当前股价: 28.31 元

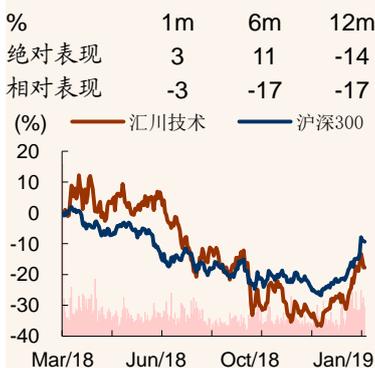
2019 年 04 月 16 日

业绩符合预期, 乘用车业务开始放量

基础数据

上证综指	3254
总股本(万股)	166196
已上市流通股(万股)	135494
总市值(亿元)	471
流通市值(亿元)	384
每股净资产(MRQ)	3.8
ROE(TTM)	18.7
资产负债率	36.7%
主要股东	深圳市汇川投资有限
主要股东持股比例	18.64%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《汇川技术(300124)一收购贝思特 100%股权, 电梯业务打响海外第一枪》2019-04-05
- 2、《汇川技术(300124)一收入维持高增长, 静待乘用车业务放量》2019-03-01
- 3、《汇川技术(300124)一通用自动化板块竞争优势突出, 静待乘用车业务放量》2019-01-28

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

研究助理

普绍增
pushaozeng@cmschina.com.cn

公司发布 2018 年年报: 报告期内, 公司实现收入、归上净利润、扣非后归上净利润分别为 58.74、11.67、10.51 亿元, 分别同比增长 22.96%、10.08%、13.3%, 业绩增长符合预期。公司通用业务竞争力突出, 随行业企稳将获得更高的增长; 新能源汽车业务短期受客车、物流车增长放缓影响, 2019 年随乘用车业务放量, 开始步入新一轮增长期; 电梯业务通过收购贝思特, 布局海外, 稳健发展。公司平台架构更加清晰, 在扩张中仍然保持着低边际成本, 是其不同于其余国内竞争对手的核心特点、核心优势。看好公司的长期竞争力, 维持“强烈推荐-A”评级, 维持目标价为 35-37 元。

- **业绩增长符合预期。**2018 年公司实现收入、归上净利润、扣非后归上净利润分别为 58.74、11.67、10.51 亿元, 分别同比增长 22.96%、10.08%、13.3%。其中, 4 季度实现收入、归上利润、扣非后归上利润分别为 19.35、3.73、3.19 亿元, 分别同比增长 17.46%、10.68%、7.6%。业绩增长符合预期。
- **毛利率波动主要系新能源汽车影响。**2018 年全年, 公司综合毛利率为 41.81%, 下降 3.3 个百分点, 主要系: (1) 新能源商用车宇通等降价, 乘用车业务毛利率相对较低, 导致毛利率下降 10.56 个百分点, 下降至 18 年下半年的 25.22%; (2) 电梯业务在变频器之外销售了一定的配套产品, 配套产品毛利率相对较低; (3) 公司自动化业务下半年开始有一定价格竞争, 毛利率略有下滑。
- **通用板块继续高增长, 通用伺服竞争力突出。**2018 年公司收入增长 22.96%, 主要系: 1) 通用板块实现收入 25.87 亿元, 同比增长 32.05%; 2) 电梯业务实现收入 13.7 亿元, 同比增长 22.34%; 3) 电液伺服实现收入 4.95 亿元, 同比增长 3%; 4) 新能源汽车业务实现收入 8.41 亿元, 同比下降 7.97%; 5) 轨道交通实现收入 2.12 亿元, 同比增长 111.55%。其中, 4 季度公司通用伺服业务实现收入 2.6 亿元, 同比增长近 50%。
- **8 家国内车企定点, 乘用车业务步入高增长期。**截至 2018 年底, 公司累计完成了 8 家国内车企的项目定点, 定点车型数量估计更多。部分项目在 2018 年已经取得批量销售, 估算公司乘用车业务 18 年实现收入 1.5 亿元左右, 高增长。2019 年随定点车型逐步放量, 预计公司乘用车业务将开始步入高增长期。
- **投资建议:** 维持“强烈推荐-A”评级, 维持目标价为 35-37 元。
- **风险提示:** 自动化行业企稳不及预期, 乘用车发量不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	4777	5874	7710	10142	13207
同比增长	31%	23%	31%	32%	30%
营业利润(百万元)	1185	1283	1521	1897	2423
同比增长	42%	8%	19%	25%	28%
净利润(百万元)	1060	1167	1376	1715	2187
同比增长	14%	10%	18%	25%	28%
每股收益(元)	0.64	0.70	0.83	1.03	1.32
PE	44.4	40.3	34.2	27.4	21.5
PB	8.7	7.5	6.3	5.3	4.3

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、年报要点与分析.....	5
二、通用自动化业务竞争力突出，乘用车业务开始放量.....	9
2.1 自动化行业正在探底阶段，公司通用板块竞争力突出.....	9
2.2 乘用车业务开始放量.....	13
2.3 轨交板块在手订单充足，收入确认开始加速.....	14
三、全球化布局开始启动.....	15
业绩预测假设.....	17
风险提示.....	17

图表目录

图 1 公司收入及主要驱动因素（百万元）.....	9
图 2 通用板块占公司收入比重已经很高（%）.....	9
图 3 工控自动化行业与 PPI 指数有很强的相关性.....	10
图 4 工控自动化行业与 PMI 指数有很强的相关性.....	10
图 5 OEM 市场季度增速有所回落.....	10
图 6 项目型市场仍保持稳健增长.....	10
图 7 “产品+工艺”综合解决方案.....	12
图 8 低压变频器下游应用分布比较分散.....	12
图 9 低压变频器市占率对比.....	12
图 10 伺服系统下游应用分布比较分散.....	12
图 11 伺服系统市占率对比.....	12
图 12 汇川新能源板块收入与宇通新能源车销量有很强相关性.....	13
图 13 新能源专用车产量（单位，辆）.....	13
图 14 公司轨交业务收入与估算.....	14
图 15 安川收入结构.....	15
图 16 安川收入增速.....	15
图 17 发那科收入结构.....	16
图 18 发那科收入增速.....	16

图 19: 汇川技术历史 PE Band.....	17
图 20: 汇川技术历史 PB Band.....	17
表 1: 业绩摘要.....	5
表 2: 公司毛利率波动主要系新能源汽车板块毛利率下降 (单位, 亿元)	6
表 3: 公司财务费用情况 (单位, 百万元)	6
表 4: 收入分析-季报、年报口径.....	6
表 5: 收入分析-单季度	7
表 6: 公司收入质量情况分析.....	7
表 7: 公司负债情况分析 (单位, %、百万元)	7
表 8: 公司人力资源情况.....	7
表 9: 公司经营指标分析	8
表 10: 公司经营指标分析.....	8
表 11: 通用板块季度情况	9
表 12: HDS 公司订单金额绝对额已经很低.....	10
表 13: 安川订单增速 (按地区分类)	11
表 14: 发那科订单增速 (按地区分类)	11
表 15: 公司新能源汽车业务收入估算 (单位, 百万元)	13
表 16: 公司部分新能源汽车研发项目情况	13
表 17: 公司乘用车研发团队分工情况.....	14
表 18: 公司乘用车业务布局进程.....	14
表 19: 目前电控企业主要类型.....	14
表 20: 公司目前轨交在手订单情况 (单位, 百万元, 含税)	15
表 21: 公司轨交业务中标情况.....	15
表 22: 收入情况与假设.....	17

附：财务预测表..... 18

一、年报要点与分析

业绩增长符合预期。2018 年公司实现收入、归上净利润、扣非后归上净利润分别为 58.74、11.67、10.51 亿元，分别同比增长 22.96%、10.08%、13.3%。其中，4 季度实现收入、归上利润、扣非后归上利润分别为 19.35、3.73、3.19 亿元，分别同比增长 17.46%、10.68%、7.6%。业绩增长符合预期。

通用板块继续高增长，通用伺服竞争力突出。2018 年公司收入增长 22.96%，主要系：1) 通用板块实现收入 25.87 亿元，同比增长 32.05%；2) 电梯业务实现收入 13.7 亿元，同比增长 22.34%；3) 电液伺服实现收入 4.95 亿元，同比增长 3%；4) 新能源汽车业务实现收入 8.41 亿元，同比下降 7.97%；5) 轨道交通实现收入 2.12 亿元，同比增长 111.55%。

2018 年 4 季度，公司通用伺服业务实现收入 2.6 亿元，同比增长近 50%，公司通用伺服在 18 年 2、3 季度 25%-30% 的增长之后，重新回到高增长。伺服属于成长性行业，目前公司市占率在 8% 左右，随行业增长，公司市占率提高，预计对公司的贡献会越来越大。

毛利率波动主要系新能源汽车影响。2018 年全年，公司综合毛利率为 41.81%，下降 3.3 个百分点，其中，下半年毛利率为 39.68%，同、环比分别下降 4.98、5.06 个百分点。毛利率波动较大主要系：(1) 新能源商用车宇通等降价，乘用车业务毛利率相对较低，导致整个板块毛利率从 18 年上半年的 35.78% 下降至 18 年下半年的 25.22%，下降 10.56 个百分点；(2) 电梯业务在变频器之外销售了一定的配套产品，配套产品毛利率相对较低；(3) 公司自动化业务下半年开始有一定价格竞争，毛利率略有下滑。

费用率管控良好。2018 年，公司销售、管理、财务费用率分别为 8.59%、17.09%、-0.22%，分别下降 0.65、0.64、上升 0.33 个百分点。公司继续推进组织架构优化，持续推动管、销费用率下降。财务费用上升主要系利息收入减少、汇兑损益增加所致。

表 1：业绩摘要

(人民币, 百万)	2017 年	2018 年	同比变动 (%)	2017 Q4	2018 Q4	同比变动 (%)
营业收入	4777.3	5874.4	23.0	1647.7	1935.3	17.5
销售税金	(45.9)	(45.7)	(0.5)	(13.7)	(12.7)	(7.5)
营业成本	(2621.9)	(3418.2)	30.4	(909.2)	(1178.1)	29.6
毛利润	2109.4	2410.5	14.3	724.8	744.6	2.7
销售费用	(441.2)	(504.5)	14.3	(169.6)	(168.4)	(0.7)
管理费用	(847.2)	(1004.0)	18.5	(260.0)	(277.2)	6.6
经营利润	821.1	902.0	9.9	295.2	298.9	1.3
资产减值损失	(57.5)	(35.0)	(39.0)	(53.9)	(30.5)	(43.3)
公允价值变动收益	0.0	2.8		0.0	1.6	
财务费用	26.0	12.8	(50.9)	12.7	(5.6)	(144.3)
投资收益	75.1	57.5	(23.4)	24.1	10.3	(57.3)
营业外收入	19.7	10.4	(47.4)	(27.0)	3.2	(111.8)
营业外支出	(2.1)	(9.4)	345.1	(1.0)	0.5	(156.9)
利润总额	1202.3	1283.7	6.8	380.0	410.7	8.1
所得税	(110.9)	(74.9)	(32.4)	(34.0)	(33.2)	(2.5)
税后净利润	1091.4	1208.7	10.8	346.0	377.6	9.1
少数股东权益	(31.3)	(41.8)	33.5	(9.2)	(4.8)	(48.1)
归母净利润	1060.0	1166.9	10.1	336.8	372.8	10.7

(人民币, 百万)	2017年	2018年	同比变动 (%)	2017 Q4	2018 Q4	同比变动 (%)
扣非后归母净利润	927.8	1051.2	13.3	296.3	318.8	7.6
主要比率 (%)	百分点变动					
毛利率	45.12	41.81	(3.30)	44.82	39.13	(5.69)
销售费用率	9.23	8.59	(0.65)	10.29	8.70	(1.59)
管理费用率	17.73	17.09	(0.64)	15.78	14.32	(1.46)
财务费用率	(0.55)	(0.22)	0.33	(0.77)	0.29	1.07
经营利润率	17.19	15.35	(1.83)	17.92	15.45	(2.47)
税后净利率	22.84	20.58	(2.27)	21.00	19.51	(1.49)
所得税率	9.22	5.84	(3.39)	8.94	8.07	(0.87)
少数股东权益率	2.87	3.46	0.59	2.65	1.26	(1.39)

资料来源: 公司数据, wind, 招商证券

表 2: 公司毛利率波动主要系新能源汽车板块毛利率下降 (单位, 亿元)

	2018H1			2018H2			毛利率 百分点变动
	收入	成本	毛利率 (%)	收入	成本	毛利率 (%)	
变频器类	11.86	6.32	46.72	16.54	9.29	43.85	(2.87)
运动控制类	5.91	3.29	44.38	6.10	3.49	42.80	(1.58)
控制技术类	1.28	0.67	48.01	1.39	0.73	47.46	(0.56)
新能源&轨交	3.33	2.14	35.78	7.53	5.63	25.22	(10.56)
传感器类	0.29	0.17	43.09	0.41	0.22	46.13	3.04
其他	2.05	1.09	47.09	2.04	1.16	43.29	(3.80)

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 3: 公司财务费用情况 (单位, 百万元)

	2017年	2018年	同比 (%)
利息费用	16.60	16.04	(3.38)
减: 利息收入	47.28	40.24	(14.89)
汇兑损益	2.47	7.59	206.78
其他	2.15	3.82	77.30
合计	-26.05	-12.79	(50.89)

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 4: 收入分析-季报、年报口径

报告期	2017	2017	2017	2017	2018	2018	2018	2018
	一季报	中报	三季报	年报	一季报	中报	三季报	年报
营业总收入	7.8	19.4	31.3	47.8	9.8	24.7	39.4	58.7
同比 (%)	37.7	32.2	27.6	30.6	24.7	27.7	25.9	23.0
通用变频 收入 (亿元)	2.2	5.0	7.4	11.1	2.8	6.3	10.2	14.7
同比 (%)	75.9	75.0	52.3	59.2	30.2	26.8	37.7	32.7
通用伺服 收入 (亿元)	1.3	3.4	5.1	6.9	1.8	4.4	6.6	9.2
同比 (%)	105.9	125.0	112.9	117.0	35.3	29.7	28.6	33.3
PLC&HMI 收入 (亿元)	0.3	0.9	1.2	1.9	0.5	1.3	1.5	1.9
同比 (%)	96.3	93.0	76.5	79.2	36.4	38.5	22.7	0.0
电梯一体化 收入 (亿元)	1.9	5.0	8.1	11.2	2.1	5.5	9.2	13.7
同比 (%)	13.0	18.0	14.4	15.8	9.0	10.4	12.7	22.2
电液伺服 收入 (亿元)	0.9	2.3	3.5	4.8	1.1	2.8	3.8	5.0
同比 (%)	13.5	31.0	26.9	22.0	21.0	19.7	8.3	2.7
新能源汽车 收入 (亿元)	0.4	1.5	3.7	9.1	0.7	2.9	4.5	8.4
同比 (%)	(38.4)	(48.0)	(18.3)	8.2	54.5	95.5	19.3	(8.0)
轨道交通 收入 (亿元)	0.5	0.7	0.8	1.0	0.2	0.5	1.3	2.1
同比 (%)	146.4	15.4	(39.8)	(55.2)	(47.8)	(30.0)	58.0	111.6

敬请阅读末页的重要说明

传感器类	收入 (亿元)	0.1	0.2	0.4	0.5	0.1	0.3	0.5	0.7
	同比 (%)	50.4	57.9	58.3	30.3	47.0	40.0	22.1	56.5

资料来源: 公司公告、招商证券

表 5: 收入分析-单季度

		17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
收入合计		7.8	11.6	11.9	16.5	9.8	15.0	14.7	19.4
同比 (%)		37.7	28.8	20.7	36.5	24.7	29.6	22.9	17.5
通用变频	收入 (亿元)	2.2	2.9	2.4	3.7	2.8	3.5	3.9	4.5
	同比 (%)	75.9	74.4	19.9	75.2	30.2	24.2	60.4	22.6
通用伺服	收入 (亿元)	1.3	2.1	1.7	1.8	1.8	2.6	2.2	2.6
	同比 (%)	105.9	139.3	92.5	130.0	35.3	26.1	26.4	47.2
PLC&HMI	收入 (亿元)	0.3	0.6	0.3	0.7	0.5	0.8	0.2	0.4
	同比 (%)	96.3	91.2	36.1	84.0	36.4	39.6	(32.2)	(38.0)
电梯一体化	收入 (亿元)	1.9	3.1	3.1	3.1	2.1	3.4	3.7	4.5
	同比 (%)	13.0	21.4	9.2	19.6	9.0	11.3	16.2	47.6
电液伺服	收入 (亿元)	0.9	1.4	1.2	1.3	1.1	1.6	1.0	1.2
	同比 (%)	13.5	46.2	19.6	10.8	21.0	18.7	(13.8)	(12.1)
新能源汽车	收入 (亿元)	0.4	1.0	2.3	5.4	0.7	2.2	1.6	4.0
	同比 (%)	(38.4)	(51.3)	29.2	39.3	54.5	113.1	(29.7)	(26.8)
轨道交通	收入 (亿元)	0.5	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.8	0.8
	同比 (%)	146.4	(44.6)	(83.5)	(77.2)	(47.8)	6.2	544.6	292.6
传感器类	收入 (亿元)	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
	同比 (%)	50.4	65.4	58.9	(32.7)	47.0	33.6	0.0	238.1

资料来源: 公司公告、招商证券

表 6: 公司收入质量情况分析

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
赊销比 (%)	39.9	44.7	52.8	48.7	57.3	60.8	58.1
存货营收占比 (%)	13.1	18.7	19.6	20.8	20.5	21.6	21.5
商品劳务获现金营收比例 (%)	70.5	61.4	65.6	92.5	69.7	71.0	80.3
经营现金流税后净利润比 (%)	82.2	79.5	76.0	96.1	42.9	45.1	39.0

资料来源: 公司公告、招商证券

表 7: 公司负债情况分析 (单位, %, 百万元)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
负债率	8.99	14.80	21.95	27.86	37.52	36.72	36.74
短期借款					115.13	208.03	574.61
长期借款				13.00	11.00		90.00
短融				60.73	469.73		
一年到期非流动负债				2.00	2.00		
应付票据及账款	130.42	308.68	710.55	961.30	1158.08	1597.53	1848.39
带息负债				73.7	595.9	208.0	664.6

资料来源: 公司公告、招商证券

表 8: 公司人力资源情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
博士		9	9	11	17	29	33
硕士	179	218	301	435	604	962	1,282
本科	683	795	917	1,125	1,618	1,916	2,518
其他学历	972	1,388	1,723	2,086	2,283	3,712	3,936
员工总人数	1,834	2,410	2,950	3,657	4,522	6,619	7,769

资料来源: 公司公告、招商证券

表 9: 公司经营指标分析

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
管理费用率 (%)	12.14	10.84	9.23	8.17	8.37	9.23	8.59
薪酬总额估算 (百万元)	239.18	298.37	392.61	488.11	652.43	942.19	1244.15
人均薪酬 (万元/人)	13.04	14.06	14.65	14.78	15.95	16.91	17.29
员工 (人)	1,834	2,410	2,950	3,657	4,522	6,619	7,769
人均产值 (万元/人)	65.06	71.61	76.02	75.76	80.94	72.18	75.61
人均产值于薪酬比 (倍)	4.99	5.09	5.19	5.13	5.07	4.27	4.37

资料来源: 公司公告、招商证券

表 10: 公司经营指标分析

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	同比 (%)
预付款 (百万)	6.1	24.3	15.7	17.6	27.9	55.2	46.5	(15.7)
预收款 (百万)	21.6	48.3	66.6	182.0	169.0	296.0	236.9	(20.0)
存货 (百万)	156.1	322.4	439.4	576.3	751.0	1,031.2	1,263.8	22.6
购买商品支付现金 (百万)	96.0	141.3	231.4	908.5	1,072.9	1,411.5	2,372.7	68.1
调整后的购买支出 (百万)	0.0	319.5	633.2	1,159.2	1,269.7	1,850.9	2,623.6	41.7
人均薪酬 (万元/人)	13.0	14.1	14.6	14.8	16.0	16.9	17.3	2.2
企业所得税 (百万元)	47.2	98.3	85.3	71.4	63.5	110.9	74.9	(32.4)

资料来源: 公司公告、招商证券

二、通用自动化业务竞争力突出，乘用车业务开始放量

2.1 自动化行业正在探底阶段，公司通用板块竞争力突出

通用板块是公司近年增长主要动力。公司增长主要驱动为：2009年，电梯拉动；2013年，新能源商用车电控拉动；2016年，通用板块拉动。目前，通用板块占公司收入的比重已达44%以上，对公司整体增长具有很强的影响力。

2018年公司通用板块实现收入25.87亿元，同比增长32.05%，继续保持高增长。

工控自动化行业目前正在探底阶段。工控自动化行业自2016年3季度开始复苏，至2017年3、4季度增速达到高点，2018年2季度开始，行业增速有所回落，2018年4季度，行业基本没有增长。从宏观层面看，PPI、PMI指数目前均已度过前期低点，开始回升；从微观层面看，日本几家大的自动化公司，Harmonic Drive Systems、安川、发那科在中国的订单增速持续下滑，但订单额的绝对值已经处在历史很低的水平上，下跌空间有限。综上，可以判断行业目前正处于探底阶段。

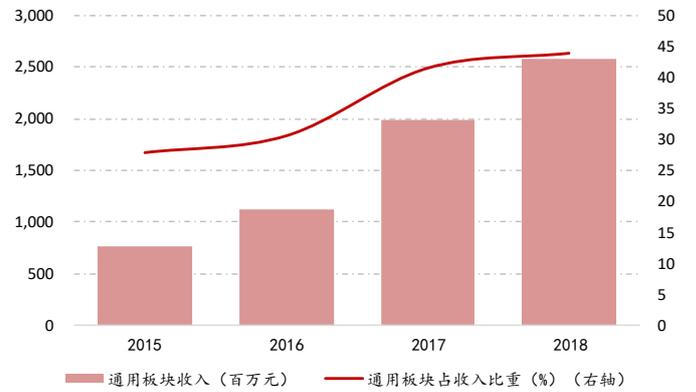
公司通用业务具备很强的竞争优势。公司通用板块的三大业务，低压变频器，伺服、PLC较国内公司优势已经非常明显，与外资相比，在渠道、响应速度、价格上仍具备明显的竞争力。其中，通用变频器今年在冶金领域突破明显。通用伺服较日系厂家，渠道优势非常明显，日系的三菱、安川、松下在国内往往是5-6家经销商就包揽了80%以上的业务，渠道略显薄弱。

图1 公司收入及主要驱动因素（百万元）



资料来源：公司公告、招商证券

图2 通用板块占公司收入比重已经很高（%）



资料来源：公司公告、招商证券

表 11: 通用板块季度情况

(亿元)	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
通用板块合	2.04	2.81	3.10	3.25	3.81	5.51	4.4	6.2	5.1	7.0	6.2	7.5
通用变频	1.2	1.6	2.0	2.1	2.2	2.9	2.4	3.7	2.8	3.5	3.9	4.5
通用伺服	0.6	0.9	0.9	0.8	1.3	2.1	1.7	1.8	1.8	2.6	2.2	2.6
PLC&HMI	0.2	0.3	0.2	0.4	0.3	0.6	0.3	0.7	0.5	0.8	0.2	0.4
同比 (%)					87.1	96.2	42.1	89.1	32.5	26.6	41.4	22.6
通用变频					75.9	74.4	19.9	75.2	30.2	24.2	60.4	22.6
通用伺服					105.9	139.3	92.5	130.0	35.3	26.1	26.4	47.2
PLC&HMI					96.3	91.2	36.1	84.0	36.4	39.6	(32.2)	(38.0)

(亿元)	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
环比 (%)		38.0	10.3	4.9	17.2	44.7	(20.1)	39.6	(17.9)	38.2	(10.7)	21.0
通用变频		33.7	22.5	4.9	2.4	32.6	(15.8)	53.3	(23.9)	26.4	8.8	17.2
通用伺服		33.9	4.5	(15.3)	73.8	55.6	(15.9)	1.1	2.3	45.0	(15.7)	17.7
PLC&HMI		84.9	(37.2)	97.8	(14.5)	80.1	(55.3)	167.3	(36.6)	84.4	(78.3)	144.4

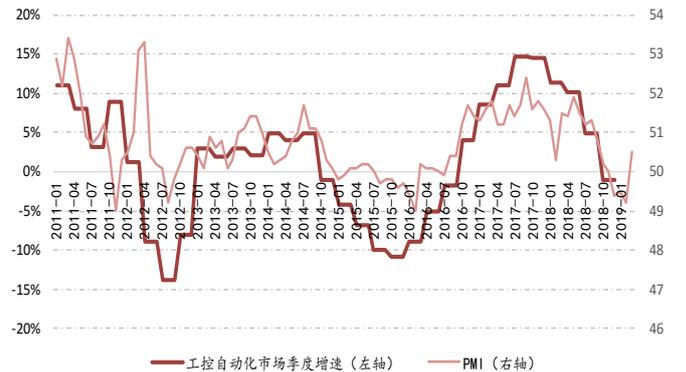
资料来源：公司公告、招商证券

图 3 工控自动化行业与 PPI 指数有很强的相关性



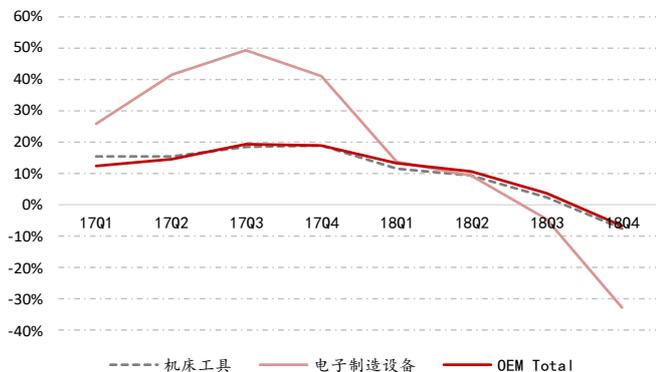
资料来源：Wind、工控网、招商证券

图 4 工控自动化行业与 PMI 指数有很强的相关性



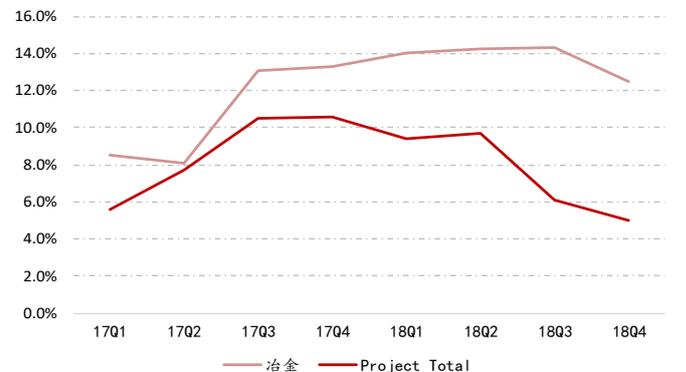
资料来源：Wind、工控网、招商证券

图 5 OEM 市场季度增速有所回落



资料来源：工控网、招商证券

图 6 项目型市场仍保持稳健增长



资料来源：工控网、招商证券

表 12: HDS 公司订单金额绝对额已经很低

订单 (百万日元)	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
日本	5136	9150	11735	10034	12483	13878	7075	3912	2687	1442
中国	988	2017	3264	1540	1567	1819	429	688	276	270
韩国、台湾	491	940	1043	743	572	675	579	579	203	162
德国	641	1111	995	1404	961	484	382	402	488	469
美国	463	545	790	743	981	981	743	368	260	222
其他	76	90	158	120	324	276	338	213	208	228
合计	7795	13853	17985	14583	16889	18113	9546	6183	4123	2793
同比 (%)										
日本					143.0	51.7	-39.7	-61.0	-78.5	-89.61
中国					58.6	-9.8	-86.8	-55.3	-82.4	-85.14
韩国、台湾					16.7	-28.3	-44.4	-22.0	-64.5	-75.96
德国					50.0	-56.4	-61.6	-71.4	-49.3	-3.17

敬请阅读末页的重要说明

订单 (百万日元)	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
美国					111.8	80.0	-6.0%	-50.5	-73.5	-77.35
其他					324.8	206.9	113.7	77.6	-35.7	-17.40
合计					116.7	30.8	-46.9	-57.6	-75.6	-84.5

资料来源: 公司公告、招商证券

表 13: 安川订单增速 (按地区分类)

地区	FY2016				FY2017				FY2018				
	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	3-5月	6-8月	9-11月	12月-2月	
合计	YoY	-1%	-8%	-2%	13%	8%	29%	18%	16%	10%	-4%	-9%	-17%
	QoQ	18%	-13%	10%	-1%	13%	4%	1%	-2%	8%	-10%	-4%	-10%
YoY	日本	9%	-15%	-6%	11%	-15%	23%	18%	12%	18%	4%	-6%	-6%
	美国	-17%	-1%	-2%	7%	15%	9%	17%	0%	11%	-10%	-5%	-10%
	欧洲	-3%	-18%	2%	6%	2%	73%	0%	25%	16%	-6%	11%	-15%
	中国	10%	-2%	-12%	21%	36%	34%	38%	47%	6%	-9%	-25%	-39%
	亚洲	-13%	-10%	17%	15%	27%	40%	20%	1%	-2%	-11%	-26%	-14%
QoQ	日本	29%	-23%	14%	-2%	-1%	12%	9%	-7%	4%	-2%	-1%	-7%
	美国	-8%	14%	-5%	7%	-1%	8%	2%	-8%	10%	-12%	8%	-14%
	欧洲	17%	-23%	58%	-25%	13%	30%	-9%	-6%	5%	5%	8%	-28%
	中国	37%	-9%	-9%	7%	53%	-11%	-6%	15%	10%	-24%	-22%	-7%
	亚洲	4%	-19%	23%	10%	15%	-10%	5%	-7%	12%	-18%	-13%	7%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 14: 发那科订单增速 (按地区分类)

(亿日元)	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
日本国内	295	296	289	305	351	371	367	365	372	371
美洲	307	352	341	345	420	340	345	322	283	310
欧洲	247	212	248	223	267	279	347	303	327	303
亚洲	551	415	471	681	945	702	882	903	711	470
其中: 中国					619	432	578	547	408	220
其他	8	7	7	7	8	14	14	10	13	10
总计	1408	1282	1356	1561	1991	1706	1955	1903	1706	1464
同比 (%)										
日本国内					19.0	25.3	27.0	19.7	6.0	0.0
美洲					36.8	(3.4)	1.2	(6.7)	(32.6)	(8.8)
欧洲					8.1	31.6	39.9	35.9	22.5	8.6
亚洲					71.5	69.2	87.3	32.6	(24.8)	(33.0)
其中: 中国									(34.1)	(49.1)
其他					0.0	100.0	100.0	42.9	62.5	(28.6)
总计					41.4	33.1	44.2	21.9	(14.3)	(14.2)

资料来源: 公司公告、招商证券

“产品+工艺”的模式成功打破市占率瓶颈, 通用板块具备长期成长空间。公司通用板块面对的下游比较分散, 按照大类的行业分有十几个行业, 细分行业则可能超过几十个。下游行业分散, 并且各个行业对产品和解决方案的要求有一定差异, 导致行业中的公司难以实现跨多行业发展, 过去像西门子、ABB 等国际巨头在中国的变频器市场市占率也未超过 20%。同时, 公司通过解决方案的销售模式正在向项目型市场中加快渗透。

公司形成了完备的工控产品体系, 包括: 伺服系统、控制系统、变频器、工业视觉、总线技术等。在其基础上, 公司不断积累下游细分行业的 know-how, 目前已拥有行业解

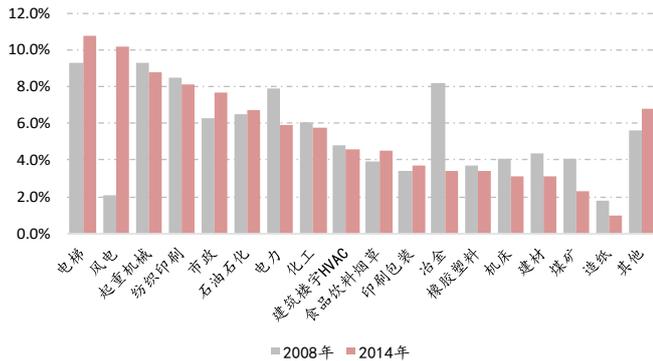
决方案 160 多种，能够满足不同行业定制化的需求，实现了跨多行业发展和市占率的突破。例如，在公司起家的电梯行业中，公司的变频器产品市占率已经接近 50%左右，公司“产品+应用”的模式，能够有效的提升公司在细分行业的市占率，而同时，公司布局的市场广度，已经超过了外资主流企业，叠加细分行业深度以及整体行业的广度，公司的市场份额将取得持续突破，具备长期发展的动力。

图 7 “产品+工艺”综合解决方案



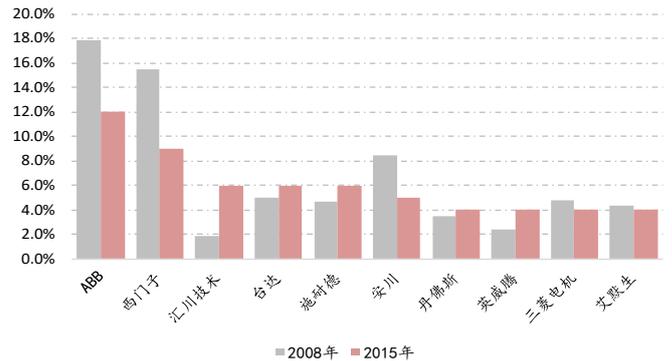
资料来源：公司官网、招商证券

图 8 低压变频器下游应用分布比较分散



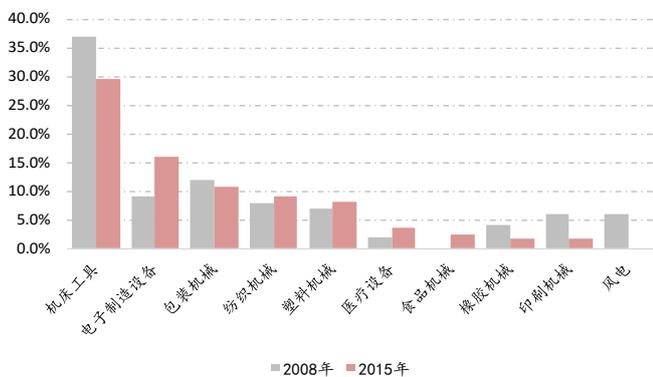
资料来源：工控网、招商证券

图 9 低压变频器市占率对比



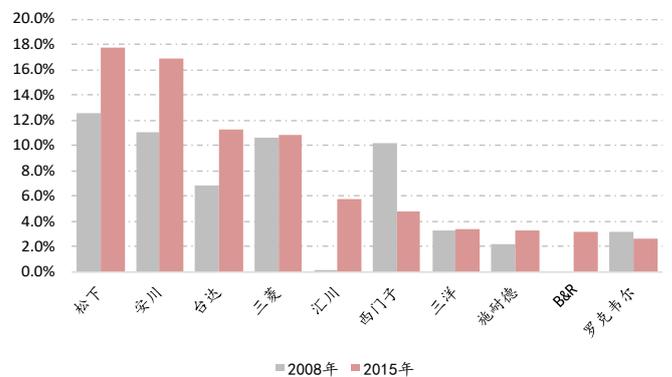
资料来源：工控网、招商证券

图 10 伺服系统下游应用分布比较分散



资料来源：工控网、招商证券

图 11 伺服系统市占率对比



资料来源：工控网、招商证券

2.2 乘用车业务开始放量

乘用车业务开始放量。2018 年新能源汽车业务实现收入 8.41 亿元，同比下降 7.97%，主要系大巴、物流车业务增长不及预期所致。估算公司乘用车业务 18 年实现收入 1.5 亿元左右，高增长。

进入多家车企定点，乘用车业务开始步入高增长阶段。截至 2018 年底，公司累计完成了 8 家国内车企的项目定点，定点车型数量估计更多。部分项目在 2018 年已经取得批量销售，2019 年随定点车型逐步放量，预计公司乘用车业务将开始步入高增长长期。

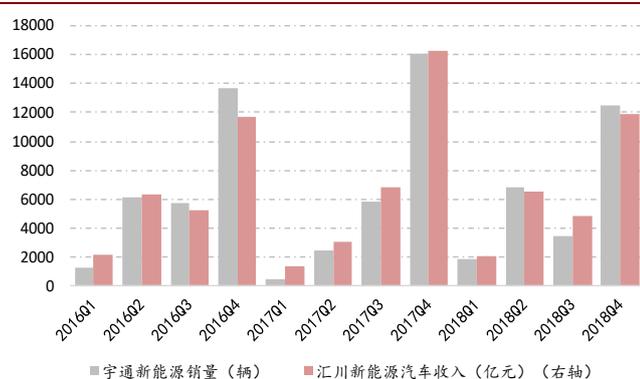
另外，公司针对国际乘用车客户，以电源、电控、电机部件为突破口，利用中国供应链与快速响应优势，也在寻找项目机会。

表 15: 公司新能源汽车业务收入估算 (单位, 百万元)

	2016	2017E	2018E	同比
大巴-宇	859.4	722.0	515.0	-29%
物流	32.5	172.5	175.0	1%
乘用车	0.0	19.8	151.0	663%
合计	891.9	914.3	841.0	-8%

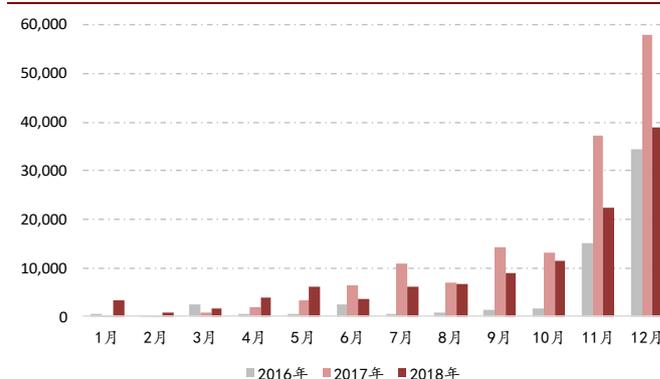
资料来源: 公司公告、招商证券

图 12 汇川新能源板块收入与宇通新能源车销量有强相关性



资料来源: Wind、招商证券

图 13 新能源专用车产量 (单位, 辆)



资料来源: Wind、招商证券

表 16: 公司部分新能源汽车研发项目情况

项目	研发目的	进展情况	对公司未来发展的影
新一代物流车动力总成	研发一款新能源物流车动力总成	小批量阶段, 已实现部分客户小批量订单	提升物流车行业产品竞争力
新一代客车集成控制器	研发新一代新能源客车集成控制器	B 样开发与验证工作, 2019 年上半年进入小批量。	提升产品竞争力
新一代乘用车动力总成	研发新一代集成化、一体化乘用车动力总成	A 样开发完毕, 匹配客户整车进行试验, 收集运行数据	满足国际一流乘用车整车厂需求

资料来源: 公司公告、招商证券

表 17: 公司乘用车研发团队分工情况

分类	工作内容	人员配置估算
底层研发	底层技术和通用技术的研发	30-40 余人
体系建设	质量控制标准、环节、流程等设置	50 余人
设计测试	产品设计、测试等	30 余人
项目型团队	针对某一特定车型做研发、测试	500 余人 (平均 40-50 人负责一款车型)

资料来源: 公司资料、招商证券

表 18: 公司乘用车业务布局进程

时间	汇川乘用车业务布局
2018 年	国内主流二线车企实现批量化供货
2019 年	国内主流一线车企实现批量化供货
2020 年	开始进入海外一线车企, 走向国际

资料来源: 公司资料、招商证券

表 19: 目前电控企业主要类型

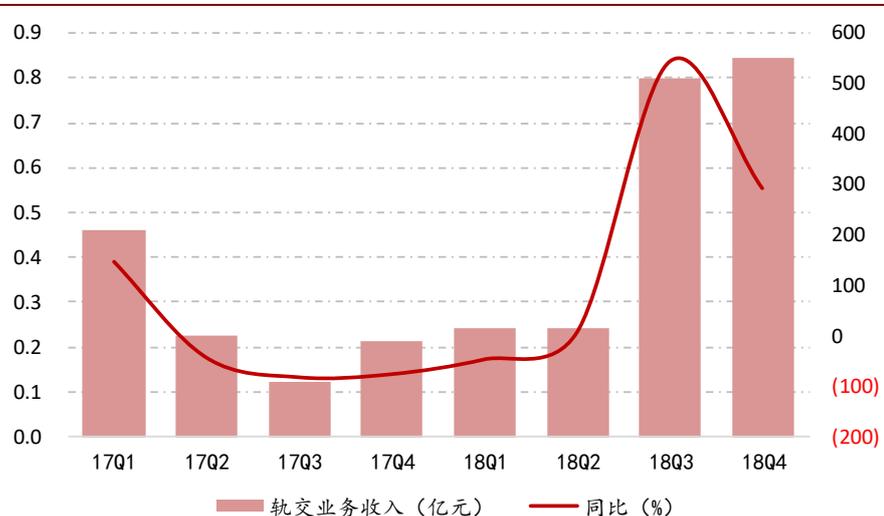
类型	代表企业	产品销售
整车生产企业及其子公司	比亚迪、上汽 (联合汽车电子) 等	整车厂自行配套
专门针对电动汽车成立的电机控制系统企业	上海电驱动、上海大郡、深圳大地和、英博尔等	为整车厂提供配套
工控领域具有电机及控制系统生产经验的企业	汇川技术、蓝海华腾、英威腾等	为整车厂提供配套

资料来源: 公开资料、招商证券

2.3 轨交板块在手订单充足, 收入确认开始加速

轨交业务在手订单充足, 收入确认开始加速。公司 2018 年来中标宁波项目 (1.23 亿元), 苏州 5 号线 (4.20 亿元), 贵阳 2 号线 (2.55 亿元), 南通 1 号线 (1.93 亿元)。2018 年以来已经三次异地拿单, 目前在手订单超 11 亿元。轨交项目由于工期相对较长, 交货进度有不确定性, 通过公司中标项目的进度来判断, 公司轨交业已经开始进入收入确认期。

图 14 公司轨交业务收入与估算



资料来源：公司公告、招商证券

表 20: 公司目前轨交在手订单情况 (单位, 百万元, 含税)

	期初存量订单	新增订单	确认收入订单	期末存量订单
2016	346.2	530.8	267.3	609.8
2017	609.8	20.1	117.0	512.9
2018	512.9	695.2	245.4	962.6
考虑南通中标	512.9	888.2	245.4	1155.6

资料来源：公司公告、招商证券

表 21: 公司轨交业务中标情况

中标时间	项目名称	中标金额 (百万元)
2015.12.27	苏州市轨道交通 3 号线工程车辆牵引系统采购项目	426
2016.3.28	与中车青岛四方机车签订佛山市南海区现代有轨电车项目	80
2018.1.12	宁波轨道交通 4 号线及 2 号线二期工程车辆牵引系统采购项目 II 标段	123
2018.2.12	苏州市轨道交通 5 号线工程车辆牵引系统采购项目 (目前为第一中标候选人)	420
2018.3.27	贵阳市轨道交通 2 号线一期及二期	255
2019.1.03	南通市城市轨道交通 1 号线一期工程车辆牵引系统采购项目	193

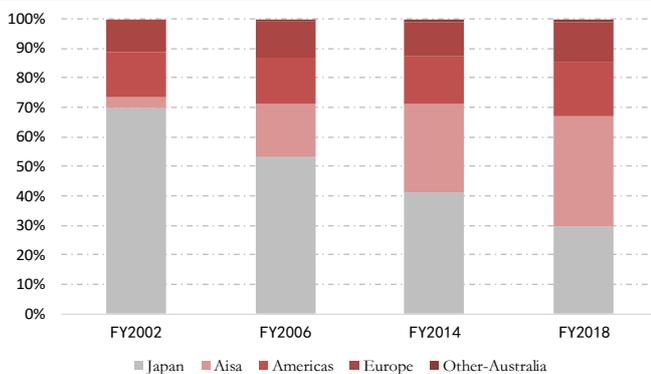
资料来源：公司公告、招商证券

三、全球化布局开始启动

公司电梯、通用自动化等多个业务已具备全球竞争力。公司变频器、伺服在国内已经和西门子、ABB、安川、三菱等国际巨头同台竞争，电梯控制系统已经全面领先。近期公司通过收购贝思特能有效提升在海外的品牌、渠道、市场影响力，同时培育公司国际业务发展所需的人才、为公司海外业务发展打下坚实基础。

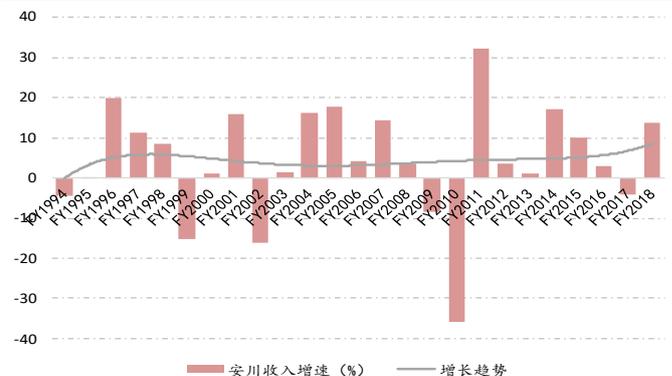
全球化布局启动，海外贡献将加大。全球化发展将会对公司增长加大贡献自动化行业的大公司均具备全球化发展的能力，例如，安川、发那科海外业务占比从 2000 年的 20-30% 提升至了目前的 60-70%，海外贡献极大。此次海外布局有望推动公司全球化发展的步伐，海外贡献逐步加大。

图 15 安川收入结构



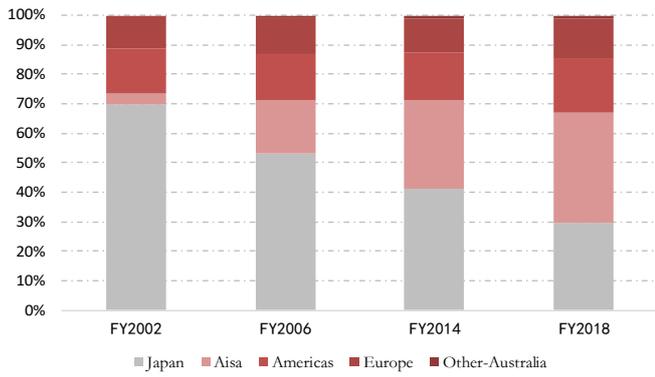
资料来源：彭博、招商证券

图 16 安川收入增速



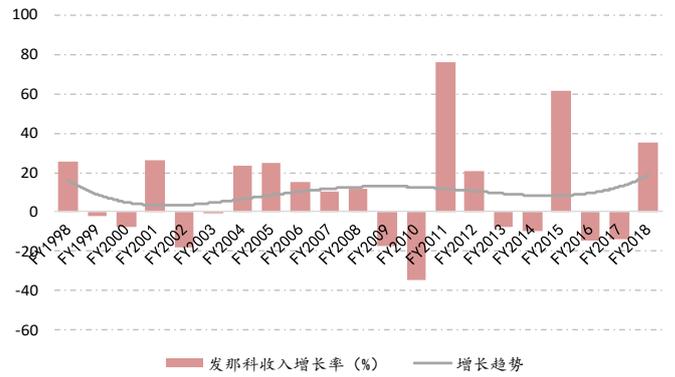
资料来源：彭博、招商证券

图 17 发那科收入结构



资料来源：彭博、招商证券

图 18 发那科收入增速



资料来源：彭博、招商证券

业绩预测假设

表 22: 收入情况与假设

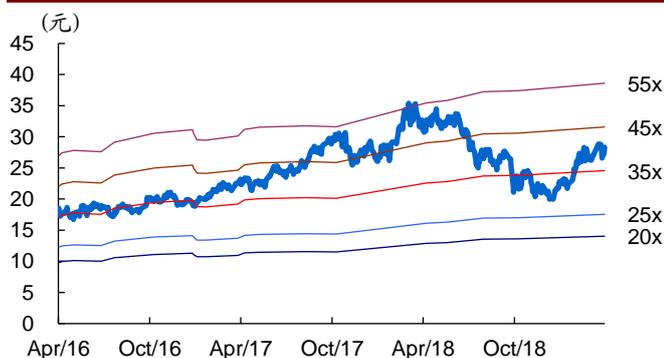
(亿元)	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业总收入	27.71	36.60	47.78	58.7	77.1
同比(%)	23.54	32.11	30.55	22.9	31.4
通用变频	5.04	6.96	11.08	14.7	18.8
同比(%)		38.00	59.20	32.7	28.0
通用伺服	2.03	3.18	6.9	9.2	12.4
同比(%)		57.00	116.98	33.3	35.0
PLC&HMI	0.65	1.06	2.08	1.9	2.4
同比(%)		62.84	96.23	(8.7)	25.0
电梯一体化	8.96	9.68	11.21	13.7	15.3
同比(%)		8.00	15.81	22.2	12.0
电液伺服	2.86	3.95	4.82	5.0	6.0
同比(%)		38.00	22.03	2.7	22.0
新能源汽车	6.45	8.45	9.14	8.4	12.6
同比(%)		31.00	8.17	(8.0)	50.0
轨道交通		2.29	1.02	2.1	4.7
同比(%)			(55.46)	108.2	120.0
传感器类	0.282	0.347	0.452	0.7	0.9
同比(%)		23.05	30.26	56.5	30.0
其他	0.22	0.54	1.06	3.0	3.9
同比(%)		145.05	94.12	184.1	30.0
伊士通(电液伺服)	1.44	2.12	2.38	2.2	2.7
同比(%)		47.22	12.26	(8.4)	25.0

资料来源: 公司数据、招商证券

风险提示

1. 自动化下游比较分散, 与宏观经济有较大的相关性, 目前行业正在探底, 如果行业 2019 年不能企稳, 可能会对公司业绩带来影响。
2. 新能源汽车行业受政策影响, 波动较大, 可能会对公司业绩带来影响。
3. 公司在新能源乘用车领域投入很大, 若乘用车业务放量不及预期, 可能会对公司业绩造成影响。

图 19: 汇川技术历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 20: 汇川技术历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	7073	7693	10294	12876	15973
现金	2411	516	1658	2204	2876
交易性投资	0	458	458	458	458
应收票据	1485	1445	2110	2808	3506
应收款项	1419	1969	2262	3006	4011
其它应收款	38	33	44	58	75
存货	1031	1264	1739	2298	2976
其他	688	2008	2024	2044	2070
非流动资产	1974	2636	2640	2664	2698
长期股权投资	272	578	578	578	578
固定资产	706	885	1039	1109	1184
无形资产	300	368	331	298	268
其他	697	806	692	679	668
资产总计	9047	10329	12934	15540	18671
流动负债	3156	3517	4931	5968	7103
短期借款	208	575	1145	1269	1291
应付账款	804	821	1103	1469	1920
预收账款	296	237	318	424	554
其他	1848	1885	2365	2806	3338
长期负债	165	277	277	277	277
长期借款	0	90	90	90	90
其他	165	187	187	187	187
负债合计	3322	3795	5208	6245	7380
股本	1664	1662	1662	1662	1662
资本公积金	866	1015	1015	1015	1015
留存收益	2896	3565	4746	6284	8227
少数股东权益	299	293	303	334	387
归属于母公司所有者权益	5426	6242	7423	8961	10904
负债及权益合计	9047	10329	12934	15540	18671

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	492	471	930	757	1064
净利润	1060	1167	1376	1715	2187
折旧摊销	106	144	161	166	168
财务费用	(24)	(20)	1	1	1
投资收益	(75)	(58)	(57)	(65)	(61)
营运资金变动	(650)	(832)	(624)	(1169)	(1367)
其它	75	70	72	109	135
投资活动现金流	(370)	151	(208)	(223)	(230)
资本支出	(167)	(284)	(169)	(192)	(205)
其他投资	(202)	435	(39)	(31)	(25)
筹资活动现金流	(762)	(103)	420	13	(162)
借款变动	(889)	(141)	560	125	21
普通股增加	4	(2)	0	0	0
资本公积增加	104	149	0	0	0
股利分配	(124)	(204)	(196)	(176)	(243)
其他	143	94	56	64	60
现金净增加额	(640)	519	1142	547	672

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4777	5874	7710	10142	13207
营业成本	2622	3418	4591	6116	7992
营业税金及附加	46	46	60	79	103
营业费用	441	504	662	871	1134
管理费用	847	1004	1295	1703	2218
财务费用	(26)	(13)	1	1	1
资产减值损失	57	35	23	48	57
公允价值变动收益	0	3	3	3	3
投资收益	75	58	54	62	58
营业利润	1185	1283	1521	1897	2423
营业外收入	20	10	10	10	10
营业外支出	2	9	2	2	2
利润总额	1202	1284	1529	1905	2431
所得税	111	75	103	129	166
净利润	1091	1209	1426	1776	2265
少数股东损益	31	42	49	61	78
归属于母公司净利润	1060	1167	1376	1715	2187
EPS (元)	0.64	0.70	0.83	1.03	1.32

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	31%	23%	31%	32%	30%
营业利润	42%	8%	19%	25%	28%
净利润	14%	10%	18%	25%	28%
获利能力					
毛利率	45.1%	41.8%	40.5%	39.7%	39.5%
净利率	22.2%	19.9%	17.9%	16.9%	16.6%
ROE	19.5%	18.7%	18.5%	19.1%	20.1%
ROIC	17.6%	16.5%	15.8%	16.6%	17.8%
偿债能力					
资产负债率	36.7%	36.7%	40.3%	40.2%	39.5%
净负债比率	2.4%	6.5%	9.5%	8.7%	7.4%
流动比率	2.2	2.2	2.1	2.2	2.2
速动比率	1.9	1.8	1.7	1.8	1.8
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转率	2.9	3.0	3.1	3.0	3.0
应收帐款周转率	3.7	3.5	3.6	3.9	3.8
应付帐款周转率	3.5	4.2	4.8	4.8	4.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.64	0.70	0.83	1.03	1.32
每股经营现金	0.30	0.28	0.56	0.46	0.64
每股净资产	3.26	3.76	4.47	5.39	6.56
每股股利	0.08	0.12	0.11	0.15	0.19
估值比率					
PE	44.4	40.3	34.2	27.4	21.5
PB	8.7	7.5	6.3	5.3	4.3
EV/EBITDA	30.9	27.8	22.6	18.4	14.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

陈雁冰：曾就职于远景能源、博世联电、华金证券，2017 年加入招商证券，主要研究新能源汽车中游产业。

普绍增：上海财经大学硕士，2017 年加入招商证券，主要研究工控自动化与信息化产业。

刘珺涵：美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2018 年加入招商证券，研究新能源汽车中游产业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。