

汇川技术 (300124.SZ) 买入 (维持评级)

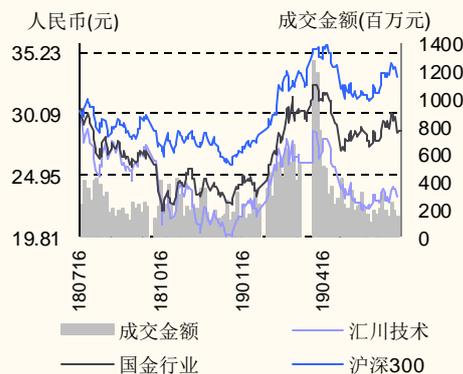
公司点评

市场价格 (人民币): 23.11 元

工控二季度继续承压, 看好下半年需求回暖

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	16,917.99
总市值(百万元)	222,356.83
年内股价最高最低(元)	12.90/8.57
沪深 300 指数	4099.35
深证成指	11582.93



相关报告

1. 《汇川技术年报点评-工控重新迈入成长轨道, 新能源电控触底反弹》, 2019.4.16
2. 《汇川技术收购点评-并购打造电梯行业综合解决方案供应商》, 2019.3.21
3. 《汇川技术年报预告点评-电控业务触底, 通用自动化展现强韧增长实...》, 2019.1.25
4. 《汇川技术点评-通用业务增长快速, 毛利率下降拖累业绩》, 2018.10.29
5. 《汇川技术深度报告-精耕智能制造, 发力新能源车, “双王战略”助...》, 2018.10.18

邓伟

联系人
(8621)60935389
dengwei@gjzq.com.cn

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.637	0.701	0.748	0.903	1.169
每股净资产(元)	3.26	3.76	4.36	5.10	6.09
每股经营性现金流(元)	0.30	0.28	1.04	0.92	1.19
市盈率(倍)	45.58	28.72	30.91	25.58	19.77
净利润增长率(%)	13.76%	10.08%	6.48%	20.85%	29.37%
净资产收益率(%)	19.54%	18.69%	17.16%	17.72%	19.17%
总股本(百万股)	1,665.11	1,664.16	1,661.96	1,661.96	1,661.96

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件:

- 公司发布 2019 年中报预告, 预计上半年实现营业收入约 25.96 亿元-28.44 亿元, 同比增长 5%-15%; 归属于上市公司股东的净利润约 3.47 亿元-4.22 亿元, 同比下降 15%-30%。

经营分析:

- 受经济大环境影响工业自动化业务承压, Q2 单季归母净利润跌幅有所收窄。根据预告给出的区间计算中位数, Q2 中位数营收和归母净利润利润分别为 16.2 亿元, 2.56 亿元, 同比增长 8.2%、-14.7%, 增速环比 Q1 分别 -4.5pct、+19.6pct, 表明业绩跌幅正在缩小。受到贸易战和工业制造业景气度下滑影响公司工业自动化核心业务继续承压, 同时新能源车驱控业务受到客车和专用车下滑影响, 继续面临营收负增长, 拉低了公司中报整体营收表现。半年度毛利率在去年中报 44.74% 的高基数下, 面临较大下滑压力, 但从近三个季度来看单季度毛利率已经有所企稳回升, 往后看工业自动化业务毛利率大概率保持平稳, 新能源车营收占比依旧是影响毛利率的关键变量。
 - 5 月份民营企业利润总额明显改善, 仍然维持下半年工控需求转暖的判断。六月份中型企业、小型企业 PMI 指数分别回升 0.3、0.5, 分别至 49.1、48.3, 同时 5 月份工业企业利润总额累计增速已经从 4 月份的-3.7%回升到 1.1%, 其中私有企业利润总额累计同比增速 5 月份回升 2.5%达到 6.6%。我们认为制造业增值税改革促进企业盈利能力提升起到较大作用 (详见近期周报), 工控 OEM 市场需求主要以中小型私有企业端为主, 利润总额累计同比增长筑底明确, 如果 6-7 月份民营企业利润累计同比出现连续回升趋势, 则 Q3-Q4 工控 OEM 需求回暖判断将基本得到验证。
 - 公司和贝斯特将发挥协同优势, 电梯大配套和国际化发展值得期待。公司与贝斯特在产品 and 客户存在高度互补性, 未来双方将提升设计能力, 同时互相吸收双方在供应链和营销管理方面的优势。长期来看, 海外以通力为代表的全球电梯龙头公司, MRO 业务占比逐步放大甚至部分营收占比超过 50%; 国内随着老旧更换带来的电梯 MRO 市场放量以及旧房加装电梯等带动的电梯配比率提升, 将给公司电梯业务带来持续稳定的增长动力。2021 年公司一体机和贝斯特营收规模预测将达到 18.7 亿、33.8 亿。
- 盈利预测与投资建议:**
- 出于谨慎性原则暂不考虑贝思特并表, 我们认为下半年工业自动化业务有望回暖, 调低 2019-2021 年净利润至 12.4 亿 (-11%)、15.0 亿 (-10%)、19.4 亿 (-9%), 给予公司目标价 28.4 元, 对应 2019 年 38x。

风险提示:

重大资产重组不确定风险; 宏观经济超预期下行风险; 新能源车政策风险;

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	3,660	4,777	5,874	6,672	8,459	10,650	货币资金	1,708	2,411	516	1,085	1,283	1,840
增长率		30.5%	23.0%	13.6%	26.8%	25.9%	应收账款	2,177	2,969	3,454	3,570	4,330	5,281
主营业务成本	-1,899	-2,622	-3,418	-3,912	-5,025	-6,318	存货	751	1,031	1,264	1,286	1,608	1,955
%销售收入	51.9%	54.9%	58.2%	58.6%	59.4%	59.3%	其他流动资产	1,754	662	2,460	3,115	3,444	4,077
毛利	1,761	2,155	2,456	2,760	3,433	4,332	流动资产	6,390	7,073	7,693	9,056	10,665	13,153
%销售收入	48.1%	45.1%	41.8%	41.4%	40.6%	40.7%	%总资产	80.1%	78.2%	74.5%	76.1%	77.5%	79.6%
营业税金及附加	-37	-46	-46	-52	-66	-83	长期投资	218	301	625	735	909	1,090
%销售收入	1.0%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	646	789	1,053	1,103	1,143	1,198
销售费用	-306	-441	-504	-567	-706	-873	%总资产	8.1%	8.7%	10.2%	9.3%	8.3%	7.2%
%销售收入	8.4%	9.2%	8.6%	8.5%	8.4%	8.2%	无形资产	606	625	764	807	833	857
管理费用	-584	-847	-292	-327	-406	-501	非流动资产	1,584	1,974	2,636	2,845	3,099	3,375
%销售收入	16.0%	17.7%	5.0%	4.9%	4.8%	4.7%	%总资产	19.9%	21.8%	25.5%	23.9%	22.5%	20.4%
研发费用	0	0	-712	-801	-998	-1,225	资产总计	7,974	9,047	10,329	11,901	13,764	16,528
%销售收入	0.0%	0.0%	12.1%	12.0%	11.8%	11.5%	短期借款	117	219	585	619	196	10
息税前利润 (EBIT)	833	821	902	1,013	1,257	1,650	应付款项	1,990	2,584	2,557	2,998	3,873	4,954
%销售收入	22.8%	17.2%	15.4%	15.2%	14.9%	15.5%	其他流动负债	748	353	375	416	522	658
财务费用	8	26	13	-32	-11	16.0	流动负债	2,856	3,156	3,517	4,033	4,591	5,622
%销售收入	-0.2%	-0.5%	-0.2%	0.5%	0.1%	-0.1%	长期贷款	11	0	90	90	90	90
资产减值损失	-40	-57	-35	-39	-59	-73	其他长期负债	125	165	187	208	236	266
公允价值变动收益	0	0	3	0	0	0	负债	2,992	3,322	3,795	4,331	4,917	5,979
投资收益	30	75	58	67	80	100	普通股股东权益	4,716	5,426	6,242	7,239	8,476	10,131
%税前利润	2.9%	6.2%	4.5%	4.9%	4.9%	4.7%	其中：股本	1,660	1,664	1,662	1,662	1,662	1,662
营业利润	832	1,185	1,283	1,360	1,637	2,114	未分配利润	1,941	2,459	3,064	3,891	4,927	6,338
营业利润率	22.7%	24.8%	21.8%	20.4%	19.4%	19.8%	少数股东权益	267	299	293	331	371	419
营业外收支	212	18	1	2	3	4	负债股东权益合计	7,974	9,047	10,329	11,901	13,764	16,528
税前利润	1,044	1,202	1,284	1,362	1,640	2,118	比率分析						
利润率	28.5%	25.2%	21.9%	20.4%	19.4%	19.9%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-63	-111	-75	-82	-98	-127	每股指标						
所得税率	6.1%	9.2%	5.8%	6.0%	6.0%	6.0%	每股收益	0.579	0.637	0.701	0.748	0.903	1.169
净利润	980	1,091	1,209	1,280	1,542	1,990	每股净资产	2.841	3.261	3.755	4.355	5.099	6.095
少数股东损益	48	31	42	38	40	48	每股经营现金净流	0.253	0.295	0.284	1.039	0.923	1.188
归属于母公司的净利润	932	1,060	1,167	1,242	1,502	1,942	每股股利	0.280	0.300	0.200	0.250	0.280	0.320
净利率	25.5%	22.2%	19.9%	18.6%	17.8%	18.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	19.76%	19.54%	18.69%	17.16%	17.72%	19.17%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	11.69%	11.72%	11.30%	10.44%	10.91%	11.75%
净利润	980	1,091	1,209	1,280	1,542	1,990	投入资本收益率	15.31%	12.54%	11.78%	11.51%	12.94%	14.57%
少数股东损益	48	31	42	38	40	48	增长率						
非现金支出	131	163	179	175	208	238	主营业务收入增长率	32.11%	30.53%	22.96%	13.58%	26.78%	25.91%
非经营收益	-75	-139	-78	-25	-56	-97	EBIT 增长率	22.27%	-1.45%	9.85%	12.36%	24.01%	31.32%
营运资金变动	-616	-625	-839	297	-160	-156	净利润增长率	15.14%	13.76%	10.08%	6.48%	20.85%	29.37%
经营活动现金净流	420	492	471	1,728	1,534	1,976	总资产增长率	34.09%	13.46%	14.17%	15.22%	15.65%	20.08%
资本开支	-136	-160	-280	-232	-222	-251	资产管理能力						
投资	-692	1,072	-1,593	-744	-474	-781	应收账款周转天数	95.4	97.4	105.3	106.0	100.0	96.0
其他	428	-1,282	2,025	67	80	100	存货周转天数	127.6	124.1	122.5	120.0	118.0	115.0
投资活动现金净流	-400	-370	151	-908	-616	-932	应付账款周转天数	116.9	103.6	86.8	90.0	92.0	93.0
股权募资	584	124	0	170	200	244	固定资产周转天数	63.6	53.9	55.0	47.9	36.5	29.5
债权募资	91	91	456	41	-423	-186	偿债能力						
其他	22	-980	-557	-461	-498	-544	净负债/股东权益	-31.71%	-38.29%	-4.58%	-11.02%	-16.45%	-20.84%
筹资活动现金净流	697	-765	-102	-250	-720	-486	EBIT 利息保障倍数	-98.7	-31.5	-70.5	32.1	110.7	-103.4
现金净流量	717	-643	521	570	198	557	资产负债率	37.52%	36.71%	36.74%	36.39%	35.73%	36.17%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	8	23	55
增持	0	1	1	13	25
中性	1	1	1	4	7
减持	0	0	0	0	0
评分	3.00	1.60	1.30	1.53	1.45

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-10-18	买入	22.06	32.90~32.90
2	2018-10-29	买入	21.61	32.90~32.90
3	2019-01-25	买入	23.26	N/A
4	2019-03-21	买入	26.23	N/A
5	2019-04-16	买入	27.23	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH