

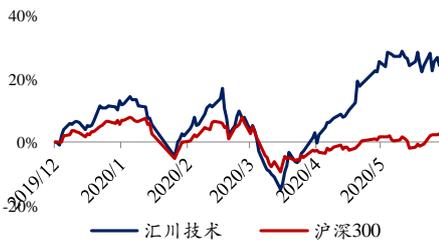


业绩超预期，拐点已至

投资评级：买入

报告日期:	2020-07-08
收盘价 (元)	39.93
近 12 个月最高/最低 (元)	39.93/23.20
总股本 (百万股)	1731
流通股本 (百万股)	1381
流通股比例 (%)	75.74
总市值 (亿元)	687
流通市值 (亿元)	552

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：李疆

执业证书号：S0010520060005

相关报告

1、《汇川技术：国际客户牵引战略落地，自动化业务加速进口替代》20200608

事件： 公司发布中报业绩预告，2020H1 实现营收 43.50-48.94 亿元，yoy 60%-80%，净利润 6.77-7.97 亿，yoy 70%-100%。非经常损益 0.66 亿元，yoy 20.7%。

核心观点： 业绩大超预期，上调盈利预测。公司目前是 A 股中最有可能成长为智能制造平台型企业的标的，疫情背景下自动化份额呈现加速提升态势，新能源电控突破订单海外客户，组织架构变革下，公司盈利能力拐点向上，给予“买入”评级。

点评：

► **业绩大超预期，源于并表+主业高增长+盈利能力改善三重因素。**

Q2 单季实现营收中枢为 30.74 亿元，yoy 90%，净利润中枢 5.65 亿，yoy 110%。业绩高增长主要原因：

- ① 并表贝斯特 (2019.07 开始并表)；
- ② 通用伺服系统、控制系统、电控等产品收入取得快速增长；
- ③ 产品结构变化及降本增效导致毛利率提升；
- ④ 销售费用、研发费用率降低；
- ⑤ 增值税退税和补助增加。

► **剔除贝斯特并表，收入端与盈利能力迎来双击。**

以贝斯特半年度业绩历史分位数测算，预计剔除并表后，Q2 收入端增长中枢 38.6%，净利润增长中枢 67.1%，净利率为 20.05%，同比提升 2pct，盈利端显著改善。透视 Q2 业绩，一方面来自于疫情期间高毛利伺服、PLC 等产品放量，另一方面来自于管理变革下盈利端改善。本轮疫情给汇川带来的不是一次性抢单，而是中长期国产替代的临界点，今年将成为公司自动化业务的分水岭，后疫情时代，公司有望依靠产能、供应链、渠道力优势继续抢占市场。同时在管理变革驱动下，费用端首次收窄，映射出公司短期优化管理效果显著。

► **展望下半年，需求端呈现走强趋势，自动化业务有望延续高增长。**

复盘 2020 年 2-6 月，疫情影响下，竞争对手物流与供应链受损，生产、制造与发货严重挤压，汇川应用“保供策略”大幅抢占市场份额，不可逆。5 月开始报复性抢单结束，疫情缓解带来医疗类自动化需求断崖式下滑影响，行业需求走弱，公司继续利用产能与渠道优势，针对下沉市场加强分销，自动化业务继续大幅跑赢行业。同时 5-6 月 PMI、工业机器人产量、金属切削机床产量等宏观与中观数据显示，制造业资本开支呈现走强趋势，行业贝塔赋能，公司下半年自动化业务有望继续超预期。

➤ **组织架构变革提升经营效率，盈利能力逐季向上。**

2017-2019 年公司受制于新能源汽车与定制化模式瓶颈，人均收入和利润增长率下滑。公司于 2019 年启动第四次组织架构调整，以效益为导向严控成本，费用端逐季改善。同时新能源汽车 5 年深耕，国际客户牵引战略初步完成，已经搭建完成国内 TOP 新能源动力总成研发制造体系，最大的亏损业务未来 2-3 年将走出泥沼，并带领公司从工业品企业走向汽车电子制造商。我们判断全年盈利能力有望呈现逐级抬升的趋势。

投资建议

上调盈利预测，预计公司 2020-2022 年分别实现净利润 16.53/21.44/27.99 亿元，同比增速分别为 74%/30%/31%，对应 PE36X/28X/21X。公司目前是 A 股中最有可能成长为智能制造平台型企业的标的，疫情背景下自动化份额呈现加速提升态势，新能源电控突破订单海外客户，组织架构变革下，公司盈利能力拐点向上，给予“买入”评级。

风险提示

1、下沉策略实施受阻；2、工业自动化景气度下行；3、新能源汽车研发进展受阻；4、组织架构调整与管理变革受阻；

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7390	10469	12867	15937
收入同比(%)	26%	42%	23%	24%
归属母公司净利润	951	1653	2144	2799
净利润同比(%)	-18%	74%	30%	31%
毛利率(%)	38%	38%	38%	38%
ROE(%)	11%	16%	17%	18%
每股收益(元)	0.55	0.95	1.24	1.62
P/E	72.64	35.97	27.74	21.25
P/B	8.02	5.79	4.79	3.91
EV/EBITDA	65.93	38.66	28.42	20.86

资料来源：wind，华安证券研究所

附录：公司财务数据&行业数据

图表 1 2017Q3-2020Q2 营收同比增速



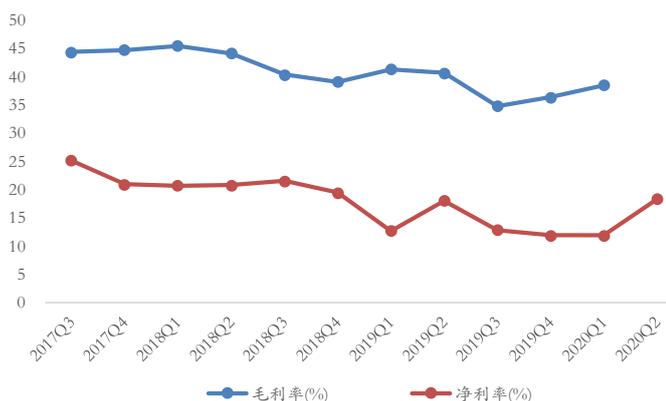
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 2017Q3-2020Q2 净利润同比增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

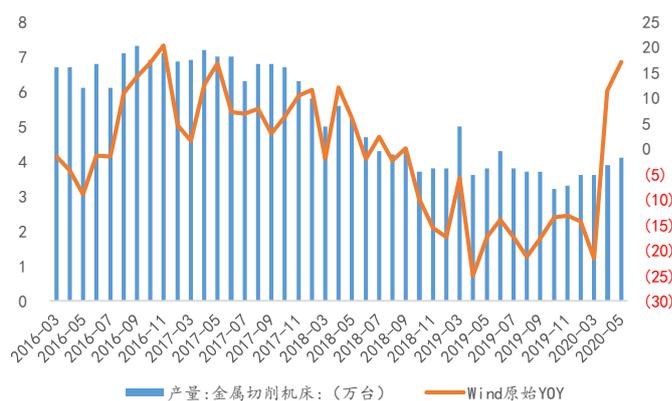
图表 3 2017Q3-2020Q2 净利润率与毛利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

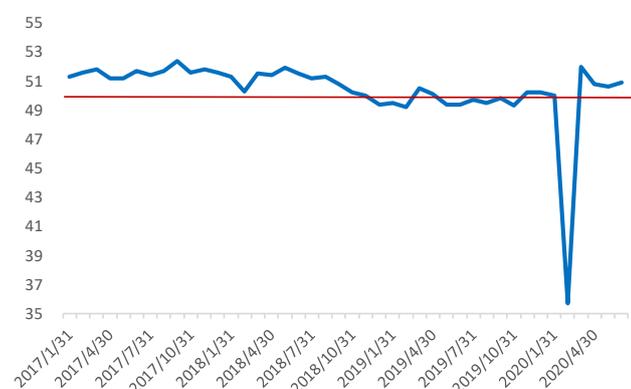
注: 图 1-3 中营收、利润、净利润率以业绩预告中枢计算。

图表 4 6 月金属切削机床销量同比增长 17.1%



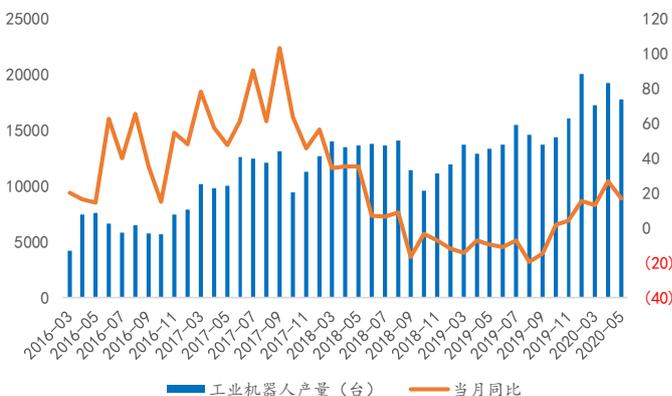
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 6 月 PMI 延续强势走势



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 5 月工业机器人产量同比增长 16.9%



资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
流动资产	9512	13460	16065	19902	
现金	1752	2880	4160	6126	
应收账款	2432	2989	3707	4593	
其他应收款	25	59	69	84	
预付账款	80	109	131	164	
存货	1710	2116	2576	3186	
其他流动资产	3513	5305	5423	5749	
非流动资产	5374	5683	6037	6358	
长期投资	875	944	1014	1085	
固定资产	1643	1882	2123	2339	
无形资产	2611	2610	2654	2688	
其他非流动资产	246	246	246	246	
资产总计	14886	19143	22102	26260	
流动负债	5268	7570	8322	9631	
短期借款	1264	1696	1365	1081	
应付账款	1501	1620	1960	2439	
其他流动负债	2503	4253	4997	6111	
非流动负债	682	900	850	749	
长期借款	472	690	640	540	
其他非流动负债	210	210	210	210	
负债合计	5950	8470	9172	10380	
少数股东权益	319	402	515	665	
股本	1732	1732	1732	1732	
资本公积	2813	2813	2813	2813	
留存收益	4284	5937	8081	10880	
归属母公司股东	8618	10271	12415	15214	
负债和股东权	14886	19143	22102	26260	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金	1310	1045	2321	3000	
净利润	1010	1737	2257	2950	
折旧摊销	218	244	286	327	
财务费用	56	91	96	79	
投资损失	-76	-70	-70	-71	
营运资金变动	92	-950	-243	-278	
其他经营现金	10	-7	-7	-7	
投资活动现金	-1307	-476	-564	-570	
资本支出	-249	-476	-564	-570	
长期投资	-789	0	0	0	
其他投资现金	-269	0	0	0	
筹资活动现金	1742	559	-478	-464	
短期借款	689	432	-331	-285	
长期借款	382	218	-50	-100	
普通股增加	309	0	0	0	
资本公积增加	0	-105	-117	-120	
其他筹资现金	362	13	21	41	
现金净增加额	1746	1128	1279	1966	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
营业收入	7390	10469	12868	15937	
营业成本	4608	6505	7953	9850	
营业税金及附加	46	77	90	111	
销售费用	627	754	901	1052	
管理费用	423	503	566	637	
财务费用	53	74	68	37	
资产减值损失	-41	0	0	0	
公允价值变动收	11	0	0	0	
投资净收益	76	70	70	71	
营业利润	1047	1833	2375	3105	
营业外收入	13	0	0	0	
营业外支出	4	0	0	0	
利润总额	1056	1840	2382	3112	
所得税	46	104	125	162	
净利润	1010	1737	2257	2950	
少数股东损益	58	83	113	151	
归属母公司净利润	952	1653	2144	2799	
EBITDA	1049	1776	2357	3100	
EPS (元)	0.55	0.95	1.24	1.62	

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	25.81%	41.66%	22.91%	23.85%
营业利润	-18.35%	75.01%	29.58%	30.73%
归属于母公司净利	-18.42%	73.70%	29.66%	30.56%
获利能力				
毛利率(%)	37.65%	37.86%	38.20%	38.20%
净利率(%)	12.86%	12.88%	15.79%	16.66%
ROE(%)	11.05%	16.10%	17.27%	18.40%
ROIC(%)	13.02%	19.82%	25.10%	31.48%
偿债能力				
资产负债率(%)	39.97%	44.24%	41.50%	39.53%
净负债比率(%)	20.26%	23.33%	16.23%	10.72%
流动比率	1.81	1.78	1.93	2.07
速动比率	1.48	1.50	1.62	1.74
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.62	0.62	0.66
应收账款周转率	3.36	3.86	3.84	3.84
应付账款周转率	6.37	6.71	7.19	7.25
每股指标 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益(最新摊)	0.55	0.95	1.24	1.62
每股经营现金流	0.76	0.60	1.34	1.73
每股净资产(最新)	4.98	5.93	7.17	8.79
估值比率	0.00	0.00	0.00	0.00
P/E	72.64	35.97	27.74	21.25
P/B	8.02	5.79	4.79	3.91
EV/EBITDA	65.93	38.66	28.42	20.86

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。