

强烈推荐-A (维持)

汇川技术 300124.SZ

目标估值: 82-85 元

当前股价: 64.24 元

2020 年 11 月 01 日

业绩大超预期, 自动化、电动车业务双双高增长

基础数据

上证综指	3225
总股本(万股)	171972
已上市流通股(万股)	138144
总市值(亿元)	1105
流通市值(亿元)	887
每股净资产(MRQ)	5.8
ROE(TTM)	18.2
资产负债率	41.4%
主要股东	深圳市汇川投资有限
主要股东持股比例	18.03%

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)一季报业绩顶格预告上限, 自动化行业复苏有望加快》2020-08-18
- 2、《汇川技术(300124)一业绩大超预期, 自动化业务收入增长、盈利能力迎来双击》2020-07-08
- 3、《汇川技术(300124)一季报业绩高增长, 自动化进口替代有望加速》2020-04-29

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

普绍增

pushaozeng@cmschina.com.cn
S1090520060001

公司发布 2020 年三季报, 报告期内收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别同比增长 65.00%、131.93%、152.42%。其中, Q3 收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别同比增长 51.39%、192.49%、227.40%。业绩大幅增长, 超出市场预期。目前自动化行业复苏持续加速, 公司作为国内龙头, 市占率不断提升, 收入增速大幅领先于行业, 并且盈利能力通过提升高端产品占比获得稳步增长。其余, 公司乘用车业务国内、海外定点正在积极布局, 有望逐步突破。电梯业务通过收购贝思特有望更上一个台阶。维持“强烈推荐-A”评级, 上调盈利预期, 上调目标价至 82-85 元。

- **3 季度业绩大幅增长, 超预期。**公司发布 2020 年三季报, 报告期内收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为 80.98、14.98、14.27 亿元, 分别同比增长 65.00%、131.93%、152.42%。其中, Q3 收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为 33.14、7.24、7.25 亿元, 分别同比增长 51.39%、192.49%、227.40%。业绩大幅增长, 超出市场预期。
- **分板块业务估算与分析。**20 年前三季度, 公司通用自动化业务实现收入约 33.96 亿元, 同比增长 63.61%; 电梯电气大配套业务(含贝思特)实现收入约 31.71 亿元, 同比增长 81.88%; 新能源汽车业务实现收入约 6.31 亿元, 同比增长 85.31%; 轨交业务收入约 2.17 亿元, 同比下滑 27.69%; 工业机器人业务实现收入约 1.20 亿元, 同比增长 70.63%。
- **自动化业务强阿尔法, 收入增长、盈利能力迎来双击。**20 年前三季度, 公司通用自动化业务实现收入约 33.96 亿元, 同比增长 63.61%。其中 Q1 实现收入 6.91 亿元, 同比增长 23.71%, Q2 实现收入 14.27 亿元, 同比增长 78.20%, Q3 实现收入 12.78 亿元, 同比增长 82.82%, 增长在加速。公司作为国内龙头, 市占率不断提升, 收入增速大幅领先于行业。同时, 公司通过提升高端产品占比, 加强生产、供应链管理, 自动化业务盈利能力获得稳步提升。
- **新能源乘用车业务持续放量。**新能源汽车业务持续放量。20 年前三季度公司新能源汽车业务实现收入约 6.31 亿元, 同比增长 85.31%; 其中, Q1、Q2、Q3 分别实现收入 0.90、2.39、3.02 亿元, 分别同比增长 20.00%、58.28%、163.42%。目前, 新能源乘用车, 海外已拿到一家车企 DCDC、OBC 定点, 国内有 5 家车企定点, 其余车企公司正在积极布局, 有望获得突破。公司在新能源汽车领域持续投入研发, 二线车企 19 年已经开始放量, 20 年一线车企有望放量。
- **投资建议:** 维持强烈推荐评级, 上调盈利预期, 上调目标价至 82-85 元。
- **风险提示:** 疫情影响公司海外供应链, 自动化行业复苏不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	5874	7390	11262	14251	17831
同比增长	23%	26%	52%	27%	25%
营业利润(百万元)	1283	1047	2257	2809	3423
同比增长	8%	-18%	115%	24%	22%
净利润(百万元)	1167	952	2005	2490	3034
同比增长	10%	-18%	111%	24%	22%
每股收益(元)	0.70	0.55	1.17	1.45	1.77
PE	91.5	116.9	55.1	44.3	36.4
PB	17.1	12.9	10.9	9.2	7.7

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、3 季度业绩大幅增长，超预期	4
二、自动化行业持续复苏，公司收入增长、盈利能力迎来双击	7
三、新能源乘用车业务持续放量	12
相关报告	13
风险提示	13

图表目录

图 1 外资品牌在中国或亚洲区收入增速快速下滑	8
图 2 外资在华资产规模总体有所收缩	8
图 3 自动化行业国产品牌市场份额持续提升	8
图 4 中国变频器行业市场格局（2018 年）	8
图 5 中国伺服行业市场格局（2018 年）	8
图 6 中国小型 PLC 行业市场格局（2015 年）	8
图 7 自动化行业历年增长情况及驱动因素	9
图 8 工控自动化行业需求与 PMI 具备很强的相关性	9
图 9 工控自动化行业需求与 PPI 具备很强的相关性	9
图 10 HDS 订单额处在过去 10 年的低位	10
图 11 汇川新能源板块收入与宇通新能源车销量相关性在减弱	12
图 12: 汇川技术历史 PE Band	14
图 13: 汇川技术历史 PB Band	14
表 1: 业绩摘要	4
表 2: 公司分业务估算-财报口径	5
表 3: 公司分业务估算-单季度	5
表 4: 公司经营指标分析（单位，%）	5
表 5: 公司经营指标分析（单位，%/百万元/倍）	6
表 6: 公司负债情况分析（单位，%/百万元）	6
表 7: 公司经营指标分析	6
表 8: 公司通用业务收入估算-财报口径	7
表 9: 公司通用业务收入估算-财报口径	7

表 10: 安川订单增速 (按地区分类)	10
表 11: 发那科在中国的订单情况	10
表 12: 公司乘用车业务装机情况 (单位, 辆)	12
表 13: 公司新能源汽车相关产品研发情况.....	13
表 14: 公司新能源汽车产品布局情况.....	13
附: 财务预测表	15

一、3 季度业绩大幅增长，超预期

3 季度业绩大幅增长，超预期。公司发布 2020 年三季报，报告期内收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为 80.98、14.98、14.27 亿元，分别同比增长 65.00%、131.93%、152.42%。其中，Q3 收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为 33.14、7.24、7.25 亿元，分别同比增长 51.39%、192.49%、227.40%。业绩大幅增长，超出市场预期和我们预期。

分板块业务估算与分析。20 年前三季度，公司通用自动化业务实现收入约 33.96 亿元，同比增长 63.61%；电梯电气大配套业务（含贝思特）实现收入约 31.71 亿元，同比增长 81.88%；新能源汽车业务实现收入约 6.31 亿元，同比增长 85.31%；轨交业务收入约 2.17 亿元，同比下滑 27.69%；工业机器人业务实现收入约 1.20 亿元，同比增长 70.63%。

盈利能力分析。Q3 公司销售毛利率达 38.69%，较去年同期上升 3.84 个百分点，销售、管理、研发、财务费用率分别为 6.19%、4.26%、7.30%、-1.32%，较去年同期分别下降 1.63、1.49、3.37、2.56 各百分点，综合影响下，公司归母净利率达 21.84%，较去年同期上升 10.54 个百分点。

表 1：业绩摘要

(百万元)	19Q1-3	20Q1-3	同比 (%)	19Q3	20Q3	同比 (%)
营业收入	4908.3	8098.5	65.0	2189.4	3314.4	51.4
销售税金	(31.2)	(40.3)	29.3	(12.3)	(15.7)	27.5
营业成本	(3030.1)	(4911.8)	62.1	(1426.5)	(2032.2)	42.5
毛利润	1847.0	3146.3	70.3	750.6	1266.5	68.7
销售费用	(420.1)	(566.3)	34.8	(171.3)	(205.1)	19.8
管理费用	(286.4)	(413.0)	44.2	(125.9)	(141.1)	12.1
研发费用	(604.1)	(746.1)	23.5	(233.5)	(241.8)	3.6
经营利润	536.4	1421.0	164.9	219.9	678.4	208.5
资产减值损失	0.1	5.4	4983.5	0.0	0.0	
公允价值变动收益	1.1	(27.5)	(2563.1)	(0.9)	(20.5)	2059.0
财务费用	(39.6)	12.2	(130.9)	(27.3)	43.6	(260.0)
投资收益	63.9	52.7	(17.4)	29.2	15.4	(47.4)
营业外收入	9.6	14.4	50.2	5.4	5.2	(4.0)
营业外支出	(3.8)	(16.7)	337.7	(3.4)	(10.4)	207.4
利润总额	737.5	1674.4	127.0	294.1	807.6	174.6
所得税	(22.8)	(106.8)	368.2	(12.4)	(52.5)	323.7
税后净利润	714.7	1567.7	119.3	281.7	755.1	168.1
少数股东权益	(68.7)	(69.4)	1.0	(34.2)	(31.2)	(8.6)
归母净利润	646.0	1498.3	131.9	247.5	723.9	192.5
扣非后归母净利润	565.4	1427.1	152.4	221.5	725.3	227.4
主要比率 (%)		百分点变动			百分点变动	
毛利率	38.27	39.35	1.08	34.85	38.69	3.84
销售费用率	8.56	6.99	(1.57)	7.82	6.19	(1.63)
管理费用率	5.84	5.10	(0.74)	5.75	4.26	(1.49)
研发费用率	12.31	9.21	(3.10)	10.66	7.30	(3.37)
财务费用率	0.81	(0.15)	(0.96)	1.25	(1.32)	(2.56)
经营利润率	10.93	17.55	6.62	10.05	20.47	10.42
归母净利率	13.16	18.50	5.34	11.30	21.84	10.54
所得税率	3.09	6.38	3.28	4.21	6.50	2.29
少数股东权益率	9.61	4.43	(5.19)	12.14	4.14	(8.00)

资料来源：公司数据，wind，招商证券

表 2：公司分业务估算-财报口径

		2018	2018	2018	2018	2019	2019	2019	2019	2020	2020E	2020E
		一季报	中报	三季报	年报	一季度	半年报	三季报	年报	一季报	中报	三季报
通用	收入(亿)	2.70	6.34	10.19	14.70	2.96	7.15	11.21	15.50	2.84	9.20	14.6
变频	同比(%)	25.36	26.80	37.70	32.68	9.83	12.73	10.00	5.44	(4.05)	28.72	30.0
通用	收入(亿)	1.66	4.41	6.61	9.20	1.66	4.07	6.19	8.70	2.74	8.17	13.3
伺服	同比(%)	24.50	29.71	28.60	33.33	0.25	(7.67)	(6.35)	(5.43)	65.06	100.6	115.0
PLC&	收入(亿)	0.43	1.06	1.46	1.90	0.41	0.94	1.31	1.97	0.79	2.30	3.5
HMI	同比(%)	30.00	14.67	22.69	0.00	(4.43)	(11.21)	(10.00)	3.68	92.68	144.3	170.0
电液	收入(亿)	0.61	1.50	1.98	2.77	0.56	1.43	1.87	2.75	0.54	1.49	2.5
伺服	同比(%)	65.02	26.30	13.52	13.81	(9.00)	(4.62)	(5.68)	(0.72)	(2.81)	3.94	32.9
原电	收入(亿)	2.15	5.52	9.17	13.70	2.41	6.20	10.26	14.20	1.79	5.46	9.7
梯业	同比(%)	11.14	10.40	12.65	22.21	12.35	12.32	11.85	3.65	(25.73)	(12.00)	(5.3)
贝思	收入(亿)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	7.18	14.00	4.21	13.11	22.0
特	同比(%)											
新能	收入(亿)	0.82	2.85	4.45	8.41	0.75	2.26	3.41	6.52	0.90	3.29	6.3
源汽	同比(%)	86.90	95.48	19.30	(7.99)	(8.80)	(20.81)	(23.45)	(22.47)	20.00	45.58	85.2
轨交	收入(亿)	0.11	0.48	1.28	2.12	0.83	2.34	3.01	3.49	0.15	0.95	2.2
	同比(%)	(76.11)	(30.02)	58.02	107.2	655.2	386.9	135.0	64.31	(81.93)	(59.35)	(27.9)
公司	收入(亿)	9.75	24.73	39.39	58.74	11.00	27.19	49.08	73.90	15.48	47.84	81.0
整体	同比(%)	24.73	27.66	25.86	22.96	12.78	9.96	24.61	25.81	40.69	75.95	65.0

资料来源：公司公告、招商证券

表 3：公司分业务估算-单季度

		18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3E
通用变	收入(亿)	2.70	3.64	3.85	4.51	2.96	4.19	4.06	4.29	2.84	6.36	5.37
频	同比(%)	25.36	27.89	60.42	22.58	9.83	14.88	5.50	(4.87)	(4.05)	51.89	32.25
通用伺	收入(亿)	1.66	2.75	2.20	2.59	1.66	2.41	2.12	2.51	2.74	5.43	5.14
服	同比(%)	24.50	33.05	26.44	47.16	0.25	(12.4)	(3.70)	(3.10)	65.06	125.1	142.57
PLC&H	收入(亿)	0.43	0.63	0.40	0.44	0.41	0.53	0.37	0.66	0.79	1.51	1.25
MI	同比(%)	30.00	6.16	50.60	(38.0)	(4.43)	(15.8)	(6.79)	49.09	92.68	184.2	234.67
电液伺	收入(亿)	0.61	0.89	0.48	0.79	0.56	0.88	0.44	0.88	0.54	0.95	1.00
服	同比(%)	65.02	8.83	(13.7)	14.53	(9.00)	(1.63)	(8.99)	11.77	(2.81)	8.21	127.81
原电梯	收入(亿)	2.15	3.37	3.65	4.53	2.41	3.79	4.06	3.94	1.79	3.67	4.25
业务	同比(%)	11.14	9.93	16.24	47.56	12.35	12.30	11.14	(12.9)	(25.7)	(3.26)	4.86
贝思特	收入(亿)							7.18	6.82	4.21	8.90	8.89
	同比(%)											23.76
新能源	收入(亿)	0.82	2.85	1.60	3.96	0.75	1.51	1.15	3.11	0.90	2.39	3.02
汽车	同比(%)	86.90	179.8	(29.6)	(26.8)	(8.80)	(47.0)	(28.1)	(21.3)	20.00	58.28	163.42
轨交	收入(亿)	0.11	0.48	0.80	0.84	0.83	1.51	0.67	0.48	0.15	0.80	1.22
	同比(%)	(76.1)	112.4	544.6	292.5	655.2	214.0	(16.1)	(42.8)	(81.9)	(46.9)	81.89
公司整	收入(亿)	9.75	14.97	14.66	19.35	11.00	16.19	21.89	24.82	15.48	32.36	33.14
体	同比(%)	24.73	29.64	22.95	17.46	12.78	8.12	49.31	28.25	40.69	99.91	51.37

资料来源：公司公告、招商证券

表 4：公司经营指标分析(单位, %)

	2015	2016	2017	2018	2019	19Q1-3	20Q1-3
赊销比	48.7	57.3	60.8	58.1	34.3	78.0	41.0
应付款项/营业收入	34.7	31.6	33.4	31.5	33.8	46.7	39.0
存货/营业收入	20.8	20.5	21.6	21.5	23.1	35.9	27.0
商品及劳务获得现金/营收比	92.5	69.7	71.0	80.3	95.2	96.6	73.8

敬请阅读末页的重要说明

	2015	2016	2017	2018	2019	19Q1-3	20Q1-3
经营性现金流量净额/税后净	96.1	42.9	45.1	39.0	134.8	78.6	36.8

资料来源: Wind、招商证券

表 5: 公司经营指标分析 (单位, %/百万元/倍)

	2015	2016	2017	2018	2019	19Q1-3	20Q1-3
ROE	21.5	21.2	20.9	20.0	12.8	10.0	16.2
ROA	15.7	14.1	12.8	12.5	8.0	6.1	9.7
ROIC	19.9	20.6	19.2	18.0	11.8	9.1	13.4
收入	2770.5	3660.0	4777.3	5874.4	7390.4	4908.3	8098.5
固定资产	594.1	638.0	705.6	884.8	1278.8	1152.1	1322.1
无形资产	183.2	287.8	299.8	368.0	528.4	516.5	512.0
收入/(固定+无形)	3.6	4.0	4.8	4.7	4.1	2.9	4.4

资料来源: Wind、招商证券

表 6: 公司负债情况分析 (单位, %/百万元)

	2015	2016	2017	2018	2019	19Q1-3	20Q1-3
负债率	27.86	37.52	36.72	36.74	39.97	42.20	41.43
短期借款	0.00	115.13	208.03	574.61	1263.95	1387.01	740.47
长期借款	13.00	11.00	0.00	90.00	471.78	472.69	1534.13
短融	60.73	469.73	0.00	0.00	264.00	150.00	404.45
一年到期非流动	2.00	2.00	11.00	10.00	10.19	10.00	12.07
应付票据及账款	961.30	1158.08	1597.53	1848.39	2494.83	2294.53	3158.26
带息负债	73.7	595.9	208.0	664.6	1999.7	2009.7	2679.1

资料来源: Wind、招商证券

表 7: 公司经营指标分析

	2016	2017	2018	2019	19H1	20H1	同比 (%)
预付款 (百万)	27.9	55.2	46.5	80.2	71.1	196.2	175.9
预收款 (百万)	169.0	296.0	236.9	379.2	265.0	374.4	41.3
存货 (百万)	751.0	1,031.2	1,263.8	1,709.7	1,761.5	2,185.9	24.1
购买商品支付现金 (百万)	1,072.9	1,411.5	2,372.7	3,345.9	2,376.2	3,200.5	34.7
调整后的购买支出 (百万)		1,850.9	2,623.6	3,992.3	2,822.4	3,864.0	36.9
人均薪酬 (万元/人)	15.3	15.7	16.8	15.4			
企业所得税 (百万元)	63.5	110.9	74.9	45.6	22.8	106.8	368.2

资料来源: Wind、招商证券

二、自动化行业持续复苏，公司收入增长、盈利能力迎来双击

自动化业务强阿尔法，收入增长、盈利能力迎来双击。20 年前三季度，公司通用自动化业务实现收入约 33.96 亿元，同比增长 63.61%。其中 Q1 实现收入 6.91 亿元，同比增长 23.71%，Q2 实现收入 14.27 亿元，同比增长 78.20%，Q3 实现收入 12.78 亿元，同比增长 82.82%，增长在加速。

公司作为国内龙头，市占率不断提升，收入增速大幅领先于行业。同时，公司通过提升高端产品占比，加强生产、供应链管理，自动化业务盈利能力获得稳步提升。

自动化行业复苏有望加速。本轮工控自动化行业于 2016 年底复苏，一直持续至 2018 年上半年，2018 年下半年以来行业增长回落，2019 年 4 季度开始，行业出现复苏趋势，目前，随疫情对行业扰动减弱，自动行业复苏有望加快。

从微观角度看，几家外资自动化业务中国地区的相关订单出现快速复苏的趋势。Harmonic2020 年 1、2 季度订单同比增速在 50%以上，发那科中国地区订单 2 季度同环比分别增长 76%、44%，安川在中国的订单 3-5 月同环比分别增长-1%、57%。综合行业、主要经营情况，我们认为行业复苏趋势有望加速。

进口替代有望加快。自动化下游分散、市场化，技术上过去近 40 年没有大的颠覆和变革，作为应用端的创新，国内企业的在应用相关的 know-how 学习完成之后，竞争力已经上了大台阶。目前，国内强势公司进入深度的国产化替代时期，并迫使外企从自 80 年代大进攻、大扩张进入停滞并开始出现趋势性收缩。上半年，受疫情影响，部分外资品牌在供应上出现断档的现象，而以公司为代表的国产品牌响应速度更快，同时，成本、服务优势更明显，国产品牌市场份额获得快速提升，进口替代有望加快。

表 8：公司通用业务收入估算-财报口径

		2018	2018	2018	2018	2019	2019	2019	2019	2020	2020	2020
		一季报	中报	三季报	年报	一季度	半年报	三季	年报	一季报	半年报	三季
通用变频	收入(亿)	2.70	6.34	10.19	14.70	2.96	7.15	11.21	15.50	2.84	9.20	14.6
	同比(%)	25.36	26.80	37.70	32.68	9.83	12.73	10.00	5.44	(4.05)	28.72	30.0
通用伺服	收入(亿)	1.66	4.41	6.61	9.20	1.66	4.07	6.19	8.70	2.74	8.17	13.3
	同比(%)	24.50	29.71	28.60	33.33	0.25	(7.67)	(6.35)	(5.43)	65.06	100.6	115.0
PLC&HMI	收入(亿)	0.43	1.06	1.46	1.90	0.41	0.94	1.31	1.97	0.79	2.30	3.5
	同比(%)	30.00	14.67	22.69	0.00	(4.43)	(11.2)	(10.0)	3.68	92.68	144.3	170.0
电液伺服	收入(亿)	0.61	1.50	1.98	2.77	0.56	1.43	1.87	2.75	0.54	1.49	2.5
	同比(%)	65.02	26.30	13.52	13.81	(9.00)	(4.62)	(5.68)	(0.72)	(2.81)	3.94	32.9
通用板块合计	收入(亿)	5.39	13.31	20.24	28.57	5.59	13.59	20.58	28.92	6.91	21.18	33.96
	同比(%)	28.96	26.62	30.80	28.04	3.62	2.11	1.68	1.22	23.71	55.81	64.98

资料来源：公司公告、招商证券

注：电液伺服业务为估算数，2019 年公司本部电液伺服划入通用板块，追随调整了公司通用板块合计收入情况

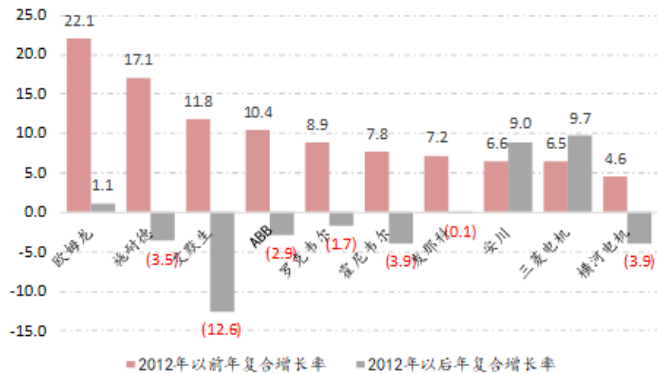
表 9：公司通用业务收入估算-财报口径

		18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q	20Q1	20Q2	20Q3E
通用变频	收入(亿)	2.70	3.64	3.85	4.51	2.96	4.19	4.06	4.29	2.84	5.02	5.37
	同比(%)	25.36	27.89	60.42	22.58	9.83	14.88	5.50	(4.8)	(4.05)	19.94	32.25
通用伺服	收入(亿)	1.66	2.75	2.20	2.59	1.66	2.41	2.12	2.51	2.74	6.22	5.14
	同比(%)	24.50	33.05	26.44	47.16	0.25	(12.4)	(3.70)	(3.1)	65.06	157.82	142.57

PLC&HMI	收入(亿)	0.43	0.63	0.40	0.44	0.41	0.53	0.37	0.66	0.79	1.56	1.25
	同比(%)	30.00	6.16	50.60	(38.0)	(4.43)	(15.8)	(6.79)	49.0	92.68	194.24	234.67
电液伺服	收入(亿)	0.61	0.89	0.48	0.79	0.56	0.88	0.44	0.88	0.54	1.11	1.00
	同比(%)	65.02	8.83	(13.7)	14.53	(9.00)	(1.63)	(8.99)	11.7	(2.81)	26.27	127.81
通用板块合计	收入(亿)	5.39	7.92	6.93	8.33	5.59	8.01	6.99	8.34	6.91	14.27	12.78
	同比(%)	28.96	25.07	39.65	21.80	3.62	1.08	0.87	0.10	23.71	78.20	82.82

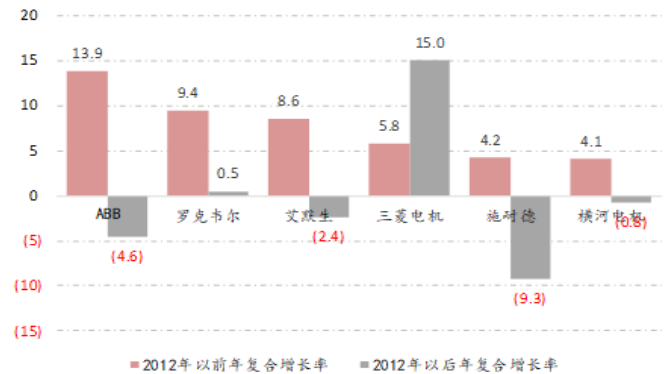
资料来源:公司公告、招商证券

图 1 外资品牌在中国或亚洲区收入增速快速下滑



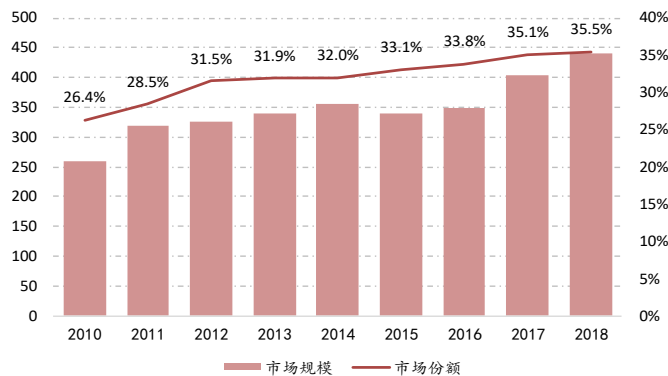
资料来源:公司公告、招商证券

图 2 外资在华资产规模总体有所收缩



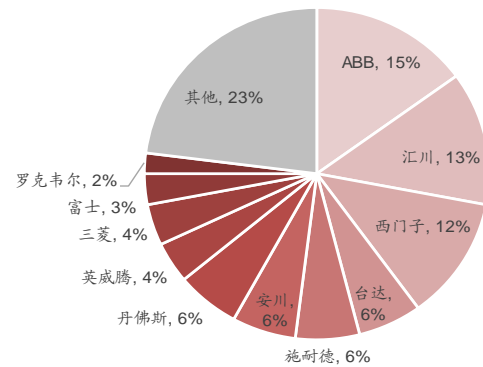
资料来源:公司公告、招商证券

图 3 自动化行业国产品牌市场份额持续提升



资料来源:工控网、招商证券

图 4 中国变频器行业市场格局(2018年)



资料来源:格物致胜、招商证券

图 5 中国伺服行业市场格局(2018年)

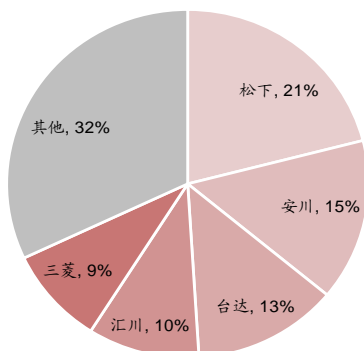
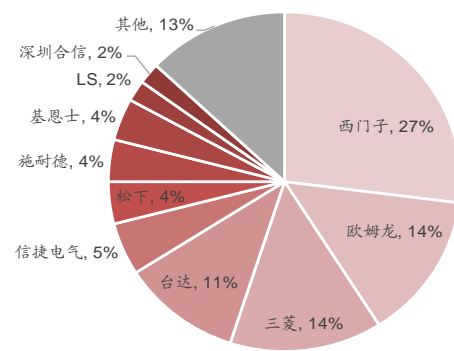


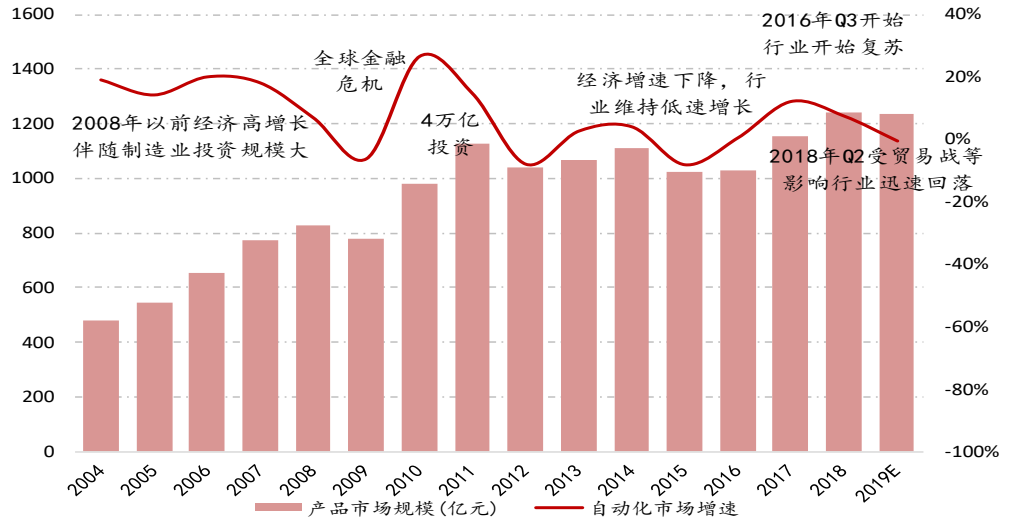
图 6 中国小型 PLC 行业市场格局(2015年)



资料来源：工控网、招商证券

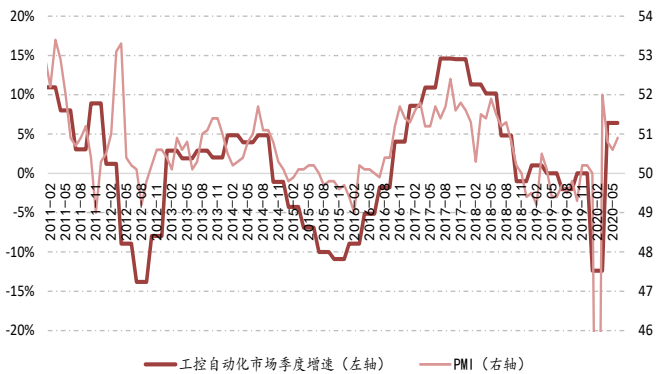
资料来源：工控网、招商证券

图 7 自动化行业历年增长情况及驱动因素



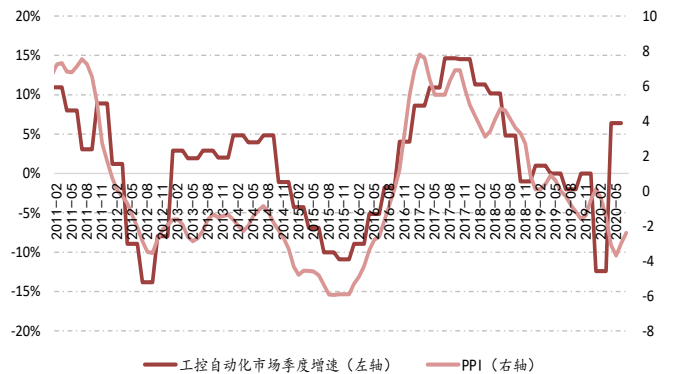
资料来源：工控网、招商证券

图 8 工控自动化行业需求与 PMI 具备很强的相关性



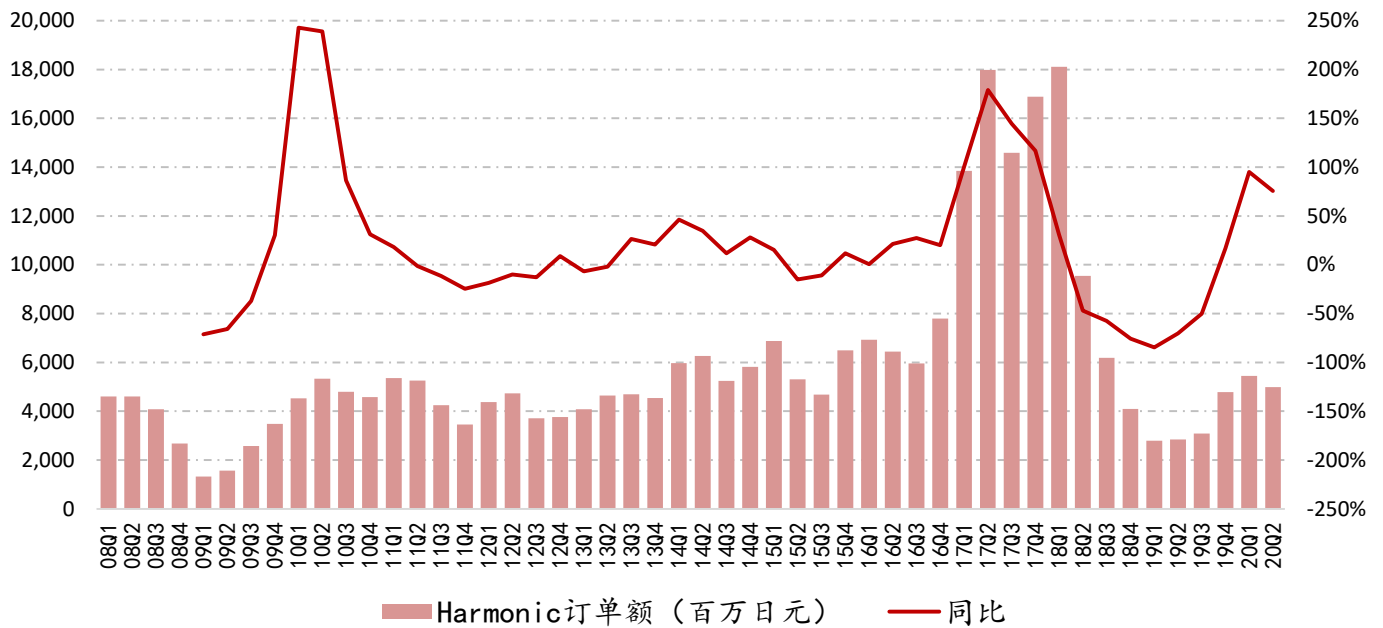
资料来源：工控网、Wind、招商证券

图 9 工控自动化行业需求与 PPI 具备很强的相关性



资料来源：工控网、Wind、招商证券

图 10HDS 订单额处在过去 10 年的低位



资料来源: Harmonic 公司数据、招商证券

表 10: 安川订单增速 (按地区分类)

(%)		FY2018				FY2019				FY2020	
地区		3-5 月	6-8 月	9-11 月	12 月 -2 月	3-5 月	6-8 月	9-11 月	12-2 月	3-5 月	6-9 月
合计	YoY	10	-4	-9	-17	-17	-13	-11	-4	-12	-14
	QoQ	8	-10	-4	-10	7	-6	-2	-3	-1	-8
YoY	日本	18	4	-6	-6	-15	1	-4	6	-3	-21
	美国	11	-10	-5	-10	-23	-8	-21	-5	-28	-28
	欧洲	16	-6	11	-15	14	-33	-19	-13	-27	-11
	中国	6	-9	-25	-39	-22	-21	-3	-15	-1	13
QoQ	亚洲其	-2	-11	-26	-14	-30	-19	-18	-7	-12	-21
	日本	4	-2	-1	-7	-7	17	-6	3	15	-4
	美国	10	-12	8	-14	-6	5	-8	4	-29	6
	欧洲	5	5	8	-28	39	-34	27	-21	10	-20
	中国	10	-24	-22	-7	35	-23	-3	-16	57	-12
	亚洲其	12	-18	-13	7	-5	-4	-12	16	-10	-15

资料来源: 公司数据、招商证券

表 11: 发那科在中国的订单情况

十亿 JPY	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2
日本国内	36.5	37.2	37.1	34.7	34.3	30.2	29.5	25.5	22.6	18.3
美洲	32.2	28.3	31	26.4	32.7	36.1	35.7	28.2	35.7	24.3
欧洲	30.3	32.7	30.3	30.7	28.6	27.6	23.7	25.1	22.9	17.3
亚洲	90.3	71.1	47	44.2	44.3	42.3	33.5	38.5	44.3	48
其中: 中国	54.7	40.8	22	19.5	21.2	20.2	18.6	22.4	24.6	35.5
其他	1	1.3	1	1.2	0.8	0.9	1	1.2	1	0.6
总计	190.3	170.6	146.4	137.2	140.7	137.1	123.4	118.5	126.5	108.4
同比 (%)										
日本国内	19.7	6.0	0.0	(5.5)	(6.0)	(18.8)	(20.5)	(26.5)	(34.1)	(39.4)
美洲	(6.7)	(32.6)	(8.8)	(23.5)	1.6	27.6	15.2	6.8	9.2	(32.7)

敬请阅读末页的重要说明

十亿 JPY	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2
欧洲	35.9	22.5	8.6	(11.5)	(5.6)	(15.6)	(21.8)	(18.2)	(19.9)	(37.3)
亚洲	32.6	(24.8)	(33.1)	(49.9)	(50.9)	(40.5)	(28.7)	(12.9)	0.0	13.5
其中：中国				(66.3)	(61.2)	(50.5)	(15.5)	14.9	16.0	75.7
其他	42.9	62.5	(28.6)	(14.3)	(20.0)	(30.8)	0.0	0.0	25.0	(33.3)
总计	21.9	(14.3)	(14.2)	(29.8)	(26.1)	(19.6)	(15.7)	(13.6)	(10.1)	(20.9)
环比 (%)										
日本国内	(0.5)	1.9	(0.3)	(6.5)	(1.2)	(12.0)	(2.3)	(13.56)	(11.37)	(19.03)
美洲	(6.7)	(12.1)	9.5	(14.8)	23.9	10.4	(1.1)	(21.01)	26.60	(31.93)
欧洲	(12.7)	7.9	(7.3)	1.3	(6.8)	(3.5)	(14.1)	5.91	(8.76)	(24.45)
亚洲	2.4	(21.3)	(33.9)	(6.0)	0.2	(4.5)	(20.8)	14.93	15.06	8.35
其中：中国	(5.4)	(25.4)	(46.1)	(11.4)	8.7	(4.7)	(7.9)	20.43	9.82	44.31
其他	(28.6)	30.0	(23.1)	20.0	(33.3)	12.5	11.1	20.00	(16.67)	(40.00)
总计	(2.7)	(10.4)	(14.2)	(6.3)	2.6	(2.6)	(10.0)	(3.97)	6.75	(14.31)

资料来源：公司数据、招商证券

三、新能源乘用车业务持续放量

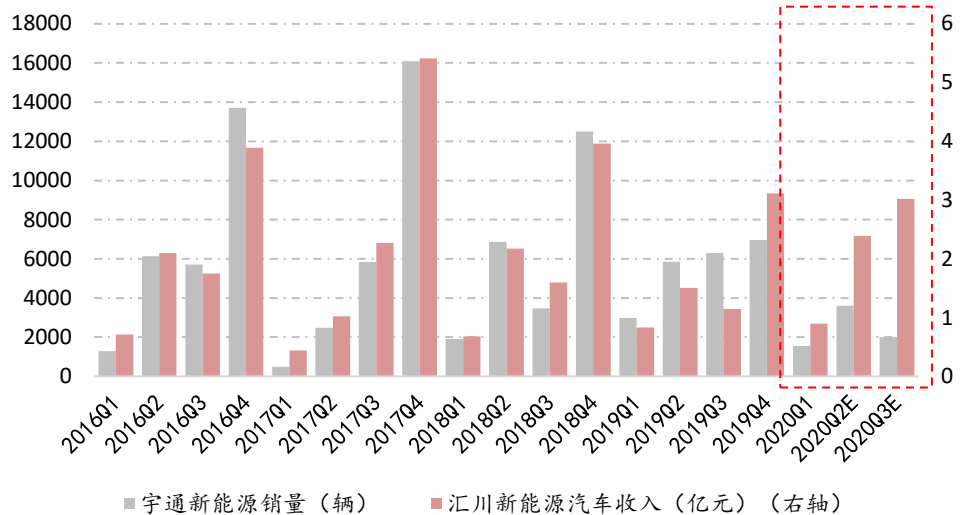
新能源乘用车业务持续放量。20 年前三季度公司新能源汽车业务实现收入约 6.31 亿元，同比增长 85.31%；其中，Q1、Q2、Q3 分别实现收入 0.90、2.39、3.02 亿元，分别同比增长 20.00%、58.28%、163.42%。

20 年上半年公司整体新能源汽车业务实现销售收入 3.29 亿元，同比增长约 46%，其中新能源乘用车、物流车业务实现快速增长，新能源客车业务出现下滑。

其中，据高工锂电统计，公司 20 年前三季度乘用车电控装机量大 74624 套，同比增长 364%，其中 1 季度 11400 套（+68%），2 季度 26699 套（+434%），3 季度 37177 套（+693.02%）。以宇通为代表的大巴车占比逐步减弱，乘用车业务开始放量。整体看，估算公司 2019 年新能源汽车业务亏损 3.6 亿元左右，2020 年亏损有望减少 1 亿元。

目前，新能源乘用车，海外已拿到一家车企 DCDC、OBC 定点，国内有 5 家车企定点，其余车企公司正在积极布局，有望获得突破。公司在新能源汽车领域持续投入研发，二线车企 19 年已经开始放量，20 年一线车企有望放量。

图 11 汇川新能源板块收入与宇通新能源车销量相关性在减弱



资料来源：公司公告、招商证券

表 12: 公司乘用车业务装机情况 (单位, 辆)

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
威马汽车	5000	4099	3805	5224	2831	6916	8325
理想汽车	0	0	494	3256	7530	14470	19474
东南汽车	1101	887	20	237	0	0	0
华晨鑫源汽	0	0	0	1147	4	1545	279
广汽乘用车	0	0	0	830	136	24	0
金康汽车	1	3	174	361	19	1806	263
长安汽车	0	2	71	309	0	0	0
猎豹汽车	293	5	4	0	0	0	0
东风汽车	0	0	0	209	216	0	1
成都大运	0	0	15	96	11	339	252
长城汽车	0	0	105	0	0	0	0

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
上汽通用五	0	0	0	0	1	153	694
红星汽车	0	0	0	10	0	0	0
海马汽车	9	0	0	0	0	0	
总计	6404	4996	4688	11679	10748	26699	37177

资料来源: GGII、招商证券

表 13: 公司新能源汽车相关产品研发情况

项目	研发目的	进展情况	对公司未来发展的影响
新一代客车集成控制器	应用平台先进成果、提升功率密度、产品成本优化等产品竞争力	已量产	提供技术优势领先、性能更高的客车集成式控制器产品
新一代物流车集成式控制器	面向行业特点定制,提升性能及体积等各项产品指标,提升产品领先性	已量产	提供技术优势领先、性能更高的物流车集成式控制器产品
新一代集成式乘用车动力总成	研发新一代集成式乘用车动力总成	客户平台车型工装样车验证中	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 14: 公司新能源汽车产品布局情况

乘用车	大巴车	专用车
驱动电机控制器(集成 DC/DC,PDU)	150KVA/200KVA 单机压铸控制器	微面物流车单主驱控制器
驱动电机控制器(选配 DC/DC)	混动五合一集成控制器	微面物流车集成控制器
混合式同步电动机	纯电动五合一集成控制器	轻卡物流车单主驱控制器(高压)
DC/DC 变换器	辅助动力五合一控制器	轻卡物流车集成控制器
	辅助动力三合一控制器	重卡物流车集成控制器
	大巴直驱电机	微面电机
	大巴轮边电机	电动总成 ES21 系列
	大巴高速电机	
	DC/DC 变换器	

资料来源: 公司资料、招商证券

相关报告

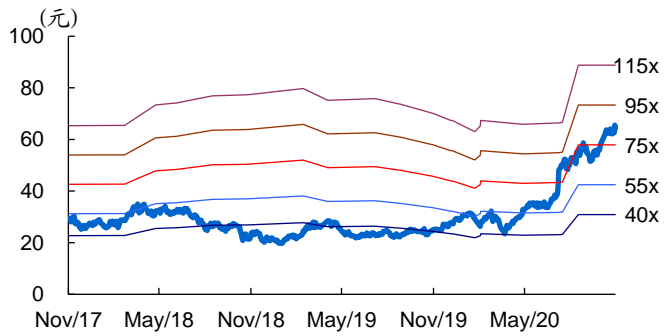
- 1、《汇川技术(300124)一季报业绩顶格预告上限,自动化行业复苏有望加快》2020-08-18
- 2、《汇川技术(300124)一业绩大超预期,自动化业务收入增长、盈利能力迎来双击》2020-07-08
- 3、《汇川技术(300124)一一季度业绩高增长,自动化进口替代有望加速》2020-04-29
- 4、《汇川技术(300124)一工控自动化行业正在见底,公司订单开始回升》2019-12-01

风险提示

- 1、疫情影响公司海外供应链。公司 IGBT 等核心部件来自于海外供应,如果疫情持续影响,则可能会造成公司核心部件供应进展。

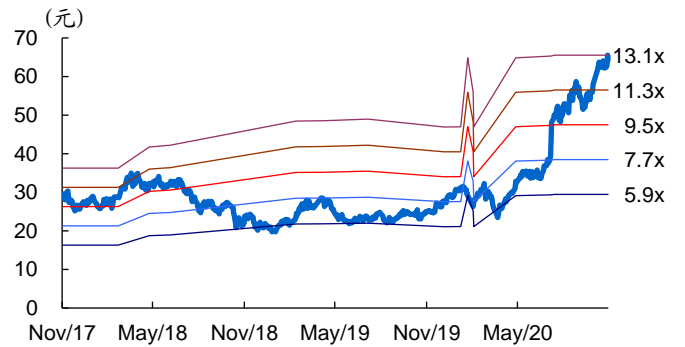
2、自动化行业复苏不及预期。自动化行业受宏观经济影响较大，如果经济出现波动，则可能对自动化行业需求造成影响，进而影响公司订单。

图 12: 汇川技术历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 13: 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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	7693	9512	12226	15457	19337
现金	516	1752	1573	2496	3629
交易性投资	458	1985	1985	1985	1985
应收票据	1445	103	157	198	248
应收款项	1969	2432	3677	4652	5821
其它应收款	40	25	38	48	60
存货	1264	1710	2507	3180	3969
其他	2002	1505	2289	2897	3625
非流动资产	2636	5374	5140	5405	5772
长期股权投资	578	805	805	805	805
固定资产	885	1279	1517	1726	1910
无形资产	679	2493	2243	2019	1817
其他	494	798	575	856	1241
资产总计	10329	14886	17366	20862	25109
流动负债	3517	5268	6135	7591	9366
短期借款	575	1264	682	919	1264
应付账款	1848	2495	3676	4662	5820
预收账款	237	379	559	709	885
其他	858	1130	1218	1301	1397
长期负债	277	682	682	682	682
长期借款	90	472	472	472	472
其他	187	210	210	210	210
负债合计	3795	5950	6817	8273	10047
股本	1662	1732	1719	1719	1719
资本公积金	1013	2600	2600	2600	2600
留存收益	3567	4287	5789	7678	9965
少数股东权益	293	319	441	593	779
归属于母公司所有者权益	6242	8618	10108	11996	14283
负债及权益合计	10329	14886	17366	20862	25109

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	471	1361	791	1659	2003
净利润	1167	952	2005	2490	3034
折旧摊销	144	218	431	431	431
财务费用	(20)	56	20	25	25
投资收益	(58)	(76)	(357)	(354)	(357)
营运资金变动	(804)	177	(1448)	(1100)	(1331)
其它	42	34	140	166	201
投资活动现金流	151	(1307)	157	(346)	(443)
资本支出	(284)	(251)	(200)	(700)	(800)
其他投资	435	(1056)	357	354	357
筹资活动现金流	(103)	1053	(1127)	(389)	(427)
借款变动	194	125	(592)	237	345
普通股增加	(2)	69	(13)	0	0
资本公积增加	169	1586	0	0	0
股利分配	(499)	(665)	(502)	(601)	(747)
其他	34	(63)	(20)	(25)	(25)
现金净增加额	519	1107	(179)	923	1133

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5874	7390	11262	14251	17831
营业成本	3418	4608	6790	8612	10749
营业税金及附加	46	46	70	89	111
营业费用	504	627	788	969	1212
管理费用	292	423	563	684	856
研发费用	712	856	1070	1354	1694
财务费用	(13)	53	20	25	25
资产减值损失	(35)	(91)	(61)	(63)	(72)
公允价值变动收益	3	11	11	11	11
其他收益	345	276	276	276	276
投资收益	55	74	70	67	70
营业利润	1283	1047	2257	2809	3423
营业外收入	10	13	14	12	13
营业外支出	9	4	5	6	5
利润总额	1284	1056	2266	2815	3431
所得税	75	46	138	173	212
少数股东损益	42	58	123	152	186
归属于母公司净利润	1167	952	2005	2490	3034

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	23%	26%	52%	27%	25%
营业利润	8%	-18%	115%	24%	22%
净利润	10%	-18%	111%	24%	22%
获利能力					
毛利率	41.8%	37.6%	39.7%	39.6%	39.7%
净利率	19.9%	12.9%	17.8%	17.5%	17.0%
ROE	18.7%	11.0%	19.8%	20.8%	21.2%
ROIC	16.5%	9.8%	18.2%	19.0%	19.2%
偿债能力					
资产负债率	36.7%	40.0%	39.3%	39.7%	40.0%
净负债比率	6.5%	11.7%	6.6%	6.7%	6.9%
流动比率	2.2	1.8	2.0	2.0	2.1
速动比率	1.8	1.5	1.6	1.6	1.6
营运能力					
资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	3.0	3.1	3.2	3.0	3.0
应收帐款周转率	1.9	2.5	3.5	3.3	3.3
应付帐款周转率	2.0	2.1	2.2	2.1	2.1
每股资料 (元)					
EPS	0.70	0.55	1.17	1.45	1.77
每股经营现金	0.28	0.79	0.46	0.97	1.17
每股净资产	3.76	4.98	5.88	6.98	8.31
每股股利	0.40	0.29	0.35	0.43	0.53
估值比率					
PE	91.5	116.9	55.1	44.3	36.4
PB	17.1	12.9	10.9	9.2	7.7
EV/EBITDA	84.8	93.7	42.7	35.4	29.8

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。

普绍增：上海财经大学硕士，2017 年加入招商证券，覆盖光伏、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，2017 年加入招商证券，研究新能源汽车上游产业。

刘晓飞：南开大学硕士，2015 年加入招商证券，覆盖光伏产业。

赵旭：中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、新能源汽车产业。

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。