

通用拐点明确、电控有望突破

买入 (维持)

2019年12月03日

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 柴嘉辉

chaijh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	5,874	7,484	10,284	12,713
同比 (%)	23.0%	27.4%	37.4%	23.6%
归母净利润 (百万元)	1167	1013	1439	1872
同比 (%)	10.1%	-13.2%	42.0%	30.1%
每股收益 (元/股)	0.70	0.61	0.87	1.13
P/E (倍)	39.32	45.26	31.88	24.50

投资要点

- 下游制造业景气度好转，工控行业持续回暖。**工控行业受贸易战影响前三季度表现低迷，行业分别同比+1.7%/-1.0%/-2.9%，Q4 预期仍略有下降。但从 10 月起，宏观景气度持续好转，10 月工业机器人产量增速+1.7%，自 18 年 8 月以来首次由负转正；10 月切削/成型机床增速分别-13.5%/0%，增速环比+4.3pct/+13.6pct；11 月制造业 PMI 达 50.2，环比+0.9 个点，重回荣枯线上。从下游来看，先进制造、光伏、电子等板块已有好转，传统制造业明年也会逐渐走出来，预计明年工控景气上行。
- 汇川 9 月起自动化订单好转，明年行业复苏叠加新产品+组织变革有望驱动高增长。**汇川 9/10 月份起工控订单开始出现增长，此前基本为略有下降，11 月环比继续改善，注塑机订单也从 Q3 起恢复增长，拐点已经明确，但预计今年 Q4 通用版块仍略有下降。今年伺服、PLC 新产品已经推出，新的变频产品正在研发，今年基于德国 PA 的 CNC 平台产品有望明年推出，同时组织变革正深度推进，成效有望在明年开始逐步体现，明年行业复苏叠加新平台产品+组织架构变革，通用有望重回 30-50% 的高增区间。
- 电机电控今年订单推进顺利，海外电控已获认可。**今年商用车领域专用车不及预期，客车也面临降价压力，商用车整体有一定的压力；乘用车二线车企威马、东南等开始放量，但总体看今年的量相对不大，而投入持续高，预计今年亏损扩大。但今年汇川电机电控定点推进顺利，国内拿到 5 家定点，海外两家车企已拿到一家车载充电和 DCDC 的 A 点，21 年开始放量，海外电控独家定点也已基本确定，海外车企的 DCDC 定点顺利推进中。明年降价幅度预计趋缓，同时国内一线车企开始放量，乘用车收入预计有较好的增长，海外预计后年开始贡献，预计明年新能源汽车板块有望减亏。
- 收购贝思特事项全部完成，明年增厚业绩、同时进一步发挥协同效应。**7 月完成对贝思特 51% 股权的现金收购后开始并表，目前收购贝思特事项全部完成，11 月 6 日公告剩余 49% 股权完成过户。收购贝思特后公司电梯业务“大配套”解决方案能力继续提升，同时两家协同效应强，今年预计增厚 7000-8000 万利润，明年将增厚 2.2-2.4 亿的利润。
- 盈利预测与投资评级：**预计 2019-2021 年归母净利润分别为 10.13/14.39/18.72 亿，同比-13.2%/+42.0%/+30.1%，给予目标价 35 元，对应 2020 年 40 倍 PE，维持“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济增速下滑，项目进展不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.60
一年最低/最高价	18.85/28.94
市净率(倍)	6.80
流通 A 股市值(百万元)	37396.43

基础数据

每股净资产(元)	4.06
资产负债率(%)	42.20
总股本(百万股)	1661.96
流通 A 股(百万股)	1354.94

相关研究

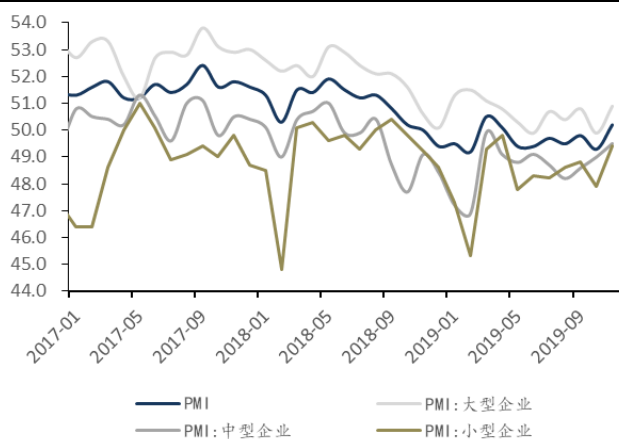
- 《汇川技术 (300124): 增速放缓、费用压力下整体回落，自动化订单有所改善》2019-10-29
- 《汇川技术 (300124) 三季报预告点评：增长放缓和费用压力，预告低于预期》2019-10-17
- 《汇川技术 (300124) 中报点评：通用自动化体现龙头阿尔法、电动车业务短期承压》2019-08-27

表 1: 工控行业增速

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
季度自动化市场营收 (亿元)	310.1	322.7	331.2	300.3	324.6	328.9	331.5
季度自动化市场增速	12.0%	9.0%	4.1%	0.0%	1.7%	-1.0%	-2.9%
其中: 季度OEM市场增速	13.1%	10.6%	3.7%	-6.4%	-3.7%	-3.3%	-6.0%
季度项目型市场增速	9.4%	9.7%	6.1%	5.0%	5.8%	3.5%	2.0%

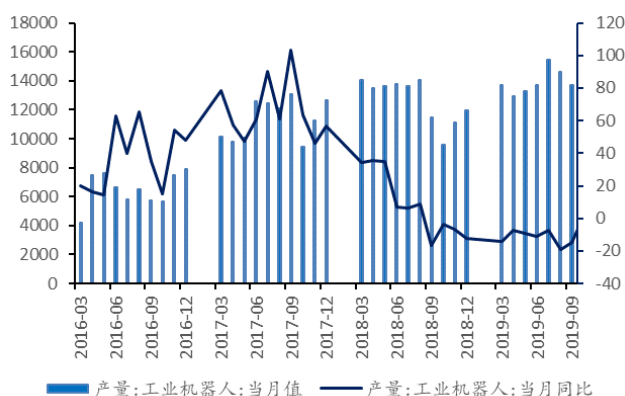
数据来源: 工控网, 东吴证券研究所

图 1: 11 月 PMI 重回荣枯线以上



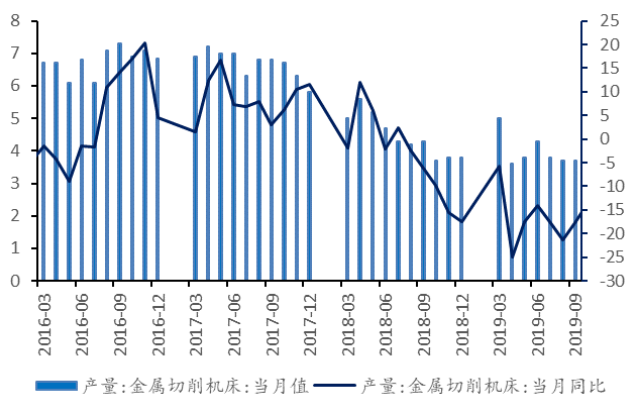
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 10 月工业机器人增速回暖 (产量单位: 台)



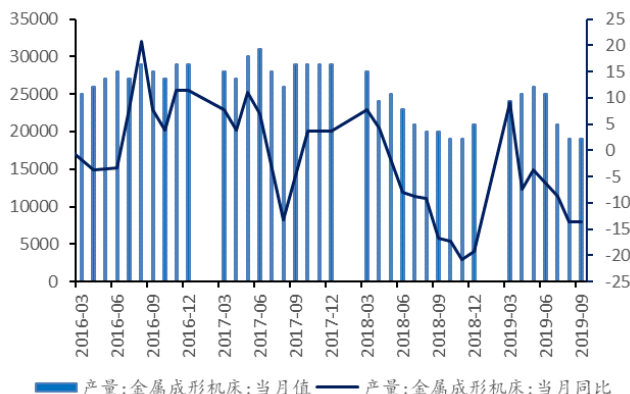
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 10 月切削机床降幅收窄 (产量单位: 万台)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 10 月成型机床增速企稳 (产量单位: 台)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 2: 公司半年度订单统计 (亿元)

订单	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1
智能装备&机器人	14.0	17.8	20.3	25.3	27.0	31.7	26.2
yoy	20%	35%	45%	42%	33%	26%	-3%
新能源&轨道交通	8.7	7.8	3.4	9.9	9.5	9.2	6.0
yoy	194%	13%	-65%	27%	180%	-7%	-37%
合计	22.6	25.6	23.9	33.2	36.6	40.9	32.2
yoy	54%	28%	6%	30%	53%	23%	-12%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 3: 汇川电机电控装机情况 (台)

	2017H2		2018H1		2018H2		2019.1-9	
	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比
威马汽车	0	0.0%	0	0.0%	5620	49.8%	12710	80.0%
东南汽车	1213	15.4%	18	34.6%	1484	13.1%	2008	12.6%
猎豹汽车	3232	41.0%	19	36.5%	1129	10.0%	302	1.9%
理想汽车	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	494	3.1%
金康汽车	0	0.0%	0	0.0%	629	5.6%	178	1.1%
东风裕隆	515	6.5%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
昌河汽车	2918	37.0%	0	0.0%	600	5.3%	0	0.0%
红星汽车	0	0.0%	2	3.8%	1635	14.5%	0	0.0%
山西成功汽车	0	0.0%	0	0.0%	105	0.9%	0	0.0%
其他厂商:	0	0.0%	13	25.0%	91	0.8%	201	1.3%
合计	7878		52		11293		15893	

数据来源: GGII, 东吴证券研究所

表 4: 贝思特财务摘要

(亿元)	2019H	2019H YoY	2019E	2019H 完成度	2018H	2018A	2018H 完成度
营业收入	11.42	1.2%	25.76	44.3%	11.29	24.24	46.6%
营业成本	8.45	-3.0%	19.53	43.3%	8.71	18.24	47.8%
毛利润	2.97	15.1%	6.23	47.7%	2.58	6.00	43.0%
归母净利润	1.26	46.5%	2.36	53.4%	0.86	2.39	36.0%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

汇川技术三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	7693.4	11317.0	14478.3	16612.9	营业收入	5874.4	7483.8	10283.9	12712.6
现金	515.8	1800.0	1890.0	1984.5	减:营业成本	3418.2	4654.3	6534.7	8029.3
应收账款	3447.9	4715.8	6198.5	6965.8	营业税金及附加	45.7	71.1	95.6	114.4
存货	1263.8	1785.2	2416.9	2859.8	营业费用	504.5	614.1	754.9	901.4
其他流动资产	2465.9	3015.9	3972.9	4802.9	管理费用	1004.0	1224.3	1559.4	1876.9
非流动资产	2636.0	2864.1	3075.1	3347.5	财务费用	-12.8	55.3	106.6	128.5
长期股权投资	577.7	577.7	577.7	577.7	资产减值损失				
固定资产	1052.6	1292.9	1516.2	1800.9	加:投资净收益	57.5	70.0	77.0	83.2
在建工程					其他收益	310.4	230.0	271.8	303.6
无形资产	368.0	355.7	343.5	331.2	营业利润	1282.7	1164.7	1581.5	2048.8
其他非流动资产	637.7	637.7	637.7	637.7	加:营业外净收支	1.0	20.0	24.0	28.8
资产总计	10329.4	14181.1	17553.3	19960.5	利润总额	1283.7	1184.7	1605.5	2077.6
流动负债	3517.5	6758.5	9302.2	10636.8	减:所得税费用	74.9	71.1	96.3	124.7
短期借款	584.6	2005.4	2796.2	2767.3	少数股东损益	41.8	100.2	70.2	81.0
应付账款	1848.4	2805.4	4028.2	5059.6	归属母公司净利润	1166.9	1013.4	1439.0	1871.9
其他流动负债	1084.5	1947.8	2477.7	2810.0	EBIT	902.0	920.0	1339.2	1790.6
非流动负债	277.1	277.1	277.1	277.1	EBITDA	1040.2	1043.0	1500.9	1996.6
长期借款	90.0	90.0	90.0	90.0					
其他非流动负债	187.1	187.1	187.1	187.1	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	3794.6	7035.6	9579.2	10913.8	每股收益(元)	0.70	0.61	0.87	1.13
少数股东权益	292.7	346.0	383.2	426.1	每股净资产(元)	3.76	4.09	4.57	5.19
归属母公司股东权益	6242.1	6799.5	7590.9	8620.5	发行在外股份(百万股)	1662.2	1662.0	1662.0	1662.0
负债和股东权益	10329.4	14181.1	17553.3	19960.5	ROIC(%)	14.3%	12.0%	14.0%	16.3%
					ROE(%)	18.7%	14.9%	19.0%	21.7%
					毛利率(%)	41.8%	37.8%	36.5%	36.8%
					销售净利率(%)	19.9%	13.5%	14.0%	14.7%
					资产负债率(%)	36.7%	49.6%	54.6%	54.7%
					收入增长率(%)	23.0%	27.4%	37.4%	23.6%
					净利润增长率(%)	10.1%	-13.2%	42.0%	30.1%
					P/E	39.32	45.26	31.88	24.50
					P/B	7.35	6.75	6.04	5.32
					EV/EBITDA	47.75	50.73	36.95	28.44

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

