天风证券 TF SECURITIES

汇川技术（300124）

证券研究报告
2020 年 07 月 09 日

销售结构变化、降本增效是盈利能力提升的主因

业绩预告摘要：7 月 7 日，公司发布中报业绩预告，上半年收入 43.5-48.94 亿元，同比增长 60%-80%，按中值计算，上半年收入 46.2 亿元，同比增长 70%；归上净利润 6.77-7.97 亿元，同比增长 70%-100%，按中值计算，归上净利润 7.4 亿元，同比增长 85%。若以中值计算，预计 Q2 营收 30.7 亿元，同比增长 90%，归母净利 5.7 亿元，同比增长 110%。

贝思特上半年预计贡献营收 11.5 亿元，净利 1.15 亿元。贝思特客户多为知名国际品牌电梯商，占据全球大部分市场，且占国内市场 60%-65%份额。一季度国内市场受到疫情影响，海外疫情在 3 月中旬开始影响，预计一季度仍有较强需求。二季度海外市场影响较大，而国内市场随着房屋新开工面积逐渐恢复，旧房改造政策推进，预计电梯市场有较高需求。预计上半年贝思特营收 11.5 亿元，以净利率 10%计算，上半年贡献净利 1.15 亿元。

扣除贝思特，公司盈利能力仍大幅提升。以预告中值计算，扣除贝思特盈利后，预计公司上半年营收 34.7 亿元，同比增长 28%，归母净利 6.22 亿元，同比增长 56%。归母净利率大幅提升，预计上半年归母净利率达到 18%，同比增长 3pct，盈利能力大幅提升。

产品销售结构变化+降本增效是盈利能力提升的主要原因。利润率较高的工控产品预计营收占比提升，销售结构变化使整体盈利能力提升。公司在 2019 年进行第四次组织变革，降本增效措施初见成效，伺服系统、控制系统、电梯一体化等产品毛利率较上年同期有所提高。同时，公司销售费用、研发费用增速低于收入增速，成本控制能力进一步增强。

下游需求转暖，工控行业复苏。从中观来看，工业机器人、金属切削机床产量在 3、5 月回升明显，工控行业由回暖趋势。4、5 月中国工业机器人产量分别为 1.93、1.78 万台，同比增长 27%、17%。自 2019 年 10 月以来，工业机器人产量不断回升。金属切削机床 4、5 月产量分别为 3.9、4.1 万台，同比增长 11%、17%。四月增速由负转正，5 月延续较高增速。工控行业复苏将利好公司通用自动化、工业机器人等业务。

投资建议

我们看好工控行业的短期逻辑：行业复苏；中长期逻辑：进口替代、产业升级；以及公司的成长性：变革、激励与平台化优势，市占率有望不断提升。由于中报业绩超预期，我们将原预测 2020、2021 年公司归母净利 14、17 亿元上修至 16.4、20.6 亿元，同比增长 72%、26%，对应 PE 46、37x。考虑历史估值、公司业绩增速，给与 2021 年 PE 40x，将原目标价 38.98 元/股上调至 47.8 元/股，维持“买入“评级。

风险提示：疫情影响加重、下游制造业扩产不及预期、行业竞争加剧、公司开拓客户不顺利。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,874.36	7,390.37	10,875.67	13,249.83	15,038.56
增长率(%)	22.96	25.81	47.16	21.83	13.50
EBITDA(百万元)	1,777.23	2,013.94	1,963.60	2,423.48	2,631.90
净利润(百万元)	1,166.90	951.94	1,636.17	2,056.16	2,239.08
增长率(%)	10.08	(18.42)	71.88	25.67	8.90
EPS(元/股)	0.68	0.55	0.95	1.20	1.30
市盈率(P/E)	64.73	79.34	46.16	36.73	33.73
市净率(P/B)	12.10	8.76	7.61	6.66	5.87
市销率(P/S)	12.86	10.22	6.94	5.70	5.02
EV/EBITDA	18.65	25.30	38.52	29.55	27.95

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电气设备/电气自动化设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	43.92 元
目标价格	47.8 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,719.72
流通 A 股股本(百万股)	1,381.44
A 股总市值(百万元)	75,530.25
流通 A 股市值(百万元)	60,672.87
每股净资产(元)	5.13
资产负债率(%)	38.17
一年内最高/最低(元)	43.92/21.73

作者

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

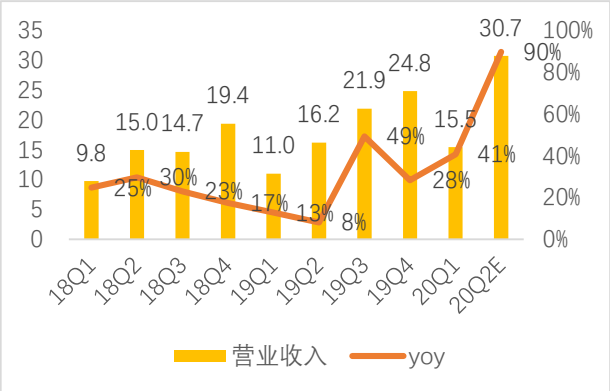
相关报告

1 《汇川技术-首次覆盖报告:众水汇川，大道至简》 2020-04-27
2 《汇川技术-季报点评:通用自动化产品收入增速显龙头实力》 2018-10-25
3 《汇川技术-季报点评:通用自动化继续强势，新能源汽车业务恢复增长》 2017-10-27

1. 业绩点评

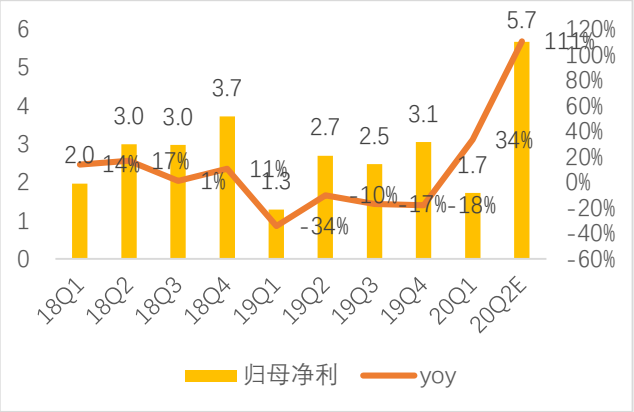
7 月 7 日，公司发布中报业绩预告，上半年收入 43.5-48.94 亿元，同比增长 60%-80%，按中值计算，上半年收入 46.2 亿元，同比增长 70%；归上净利润 6.77-7.97 亿元，同比增长 70%-100%，按中值计算，归上净利润 7.4 亿元，同比增长 85%。若以中值计算，预计 Q2 营收 30.7 亿元，同比增长 90%，归母净利 5.7 亿元，同比增长 110%。

图 1：汇川技术分季度营收（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：汇川技术分季度归母净利（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

预计贝思特上半年贡献营收 11.5 亿元，净利 1.15 亿元。贝思特于 2019 年下半年并表。2019 上半年贝思特营收 11.4 亿元，同比增长 1.14%。贝思特客户有奥的斯、通力、三菱、日立等知名国际品牌电梯商，占据全球绝大部分市场，并且占据国内市场 60%-65%份额。一季度国内市场受到疫情影响，海外市场疫情在 3 月中旬开始影响，预计一季度海外市场仍有较强需求。二季度海外市场影响较大，而国内市场随着房屋新开工面积逐渐恢复，旧房改造政策不断推进，预计电梯市场仍有较高需求。预计上半年贝思特营收 11.5 亿元，以净利率 10%计算，上半年贡献净利 1.15 亿元。

表 1：贝思特营业收入及利润（亿元）

	单位	2015	2016	2017	2018	2019H1
营业收入	亿元	21.9	22.1	21.8	24.2	11.4
yoy		11.77%	0.72%	-1.09%	11.14%	1.14%
营业成本	亿元	16.3	15.5	16.7	18.2	8.4
毛利率	%	25.63%	29.50%	23.65%	24.75%	26%
净利润	亿元	2.16	2.41	2.09	2.39	1.26
净利率	%	9.87%	10.91%	9.58%	9.86%	10.99%

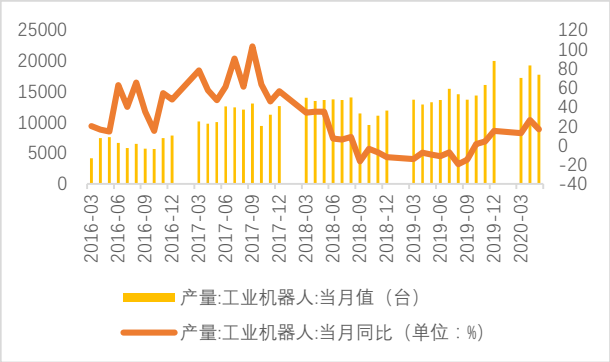
资料来源：公司公告、天风证券研究所

扣除贝思特，公司盈利能力仍大幅提升。若扣除贝思特，以预告中值计算，预计公司上半年营收 34.7 亿元，同比增长 28%，归母净利 6.22 亿元，同比增长 56%。归母净利率大幅提升，预计上半年归母净利率达到 18%，同比增长 3pct，盈利能力大幅提升。

产品销售结构变化+降本增效是毛利率提升的主要原因。通用伺服系统、控制系统、新能源汽车电机电控等产品收入快速增长，利润率较高的工控产品预计营收占比提升，销售结构变化使整体盈利能力提升。公司在 2019 年进行第四次组织变革，降本增效措施初见成效，伺服系统、控制系统、电梯一体化等产品毛利率较上年同期有所提高。同时，公司销售费用、研发费用增速低于收入增速，成本控制能力进一步增强。

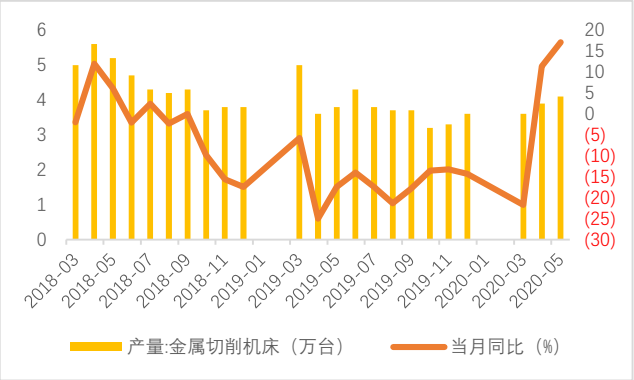
下游需求转暖，工控行业复苏。从中观来看，工业机器人、金属切削机床产量在 3、5 月回升明显，工控行业由回暖趋势。4、5 月中国工业机器人产量分别为 1.93、1.78 万台，同比增长 27%、17%。自 2019 年 10 月以来，工业机器人产量不断回升。金属切削机床 4、5 月产量分别为 3.9、4.1 万台，同比增长 11%、17%。四月增速由负转正，5 月延续较高增速。工控行业复苏将利好公司通用自动化、工业机器人等业务。

图 3：中国工业机器人产量（台）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：金属切削机床当月产量（万台）与同比增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

2. 投资建议

我们看好工控行业的短期逻辑：行业复苏；中长期逻辑：进口替代、产业升级；以及公司的成长性：变革、激励与平台化优势，市占率有望不断提升。由于中报业绩超预期，我们将原预测 2020、2021 年公司归母净利 14、17 亿元上修至 16.4、20.6 亿元，同比增长 72%、26%，对应 PE 46、37x。考虑历史估值、公司业绩增速，给与 2021 年 PE 40x，将原目标价 38.98 元/股上调至 47.8 元/股，维持“买入“评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	515.76	1,751.90	(59.29)	4,749.13	2,737.56
应收票据及应收账款	3,414.45	2,535.05	8,077.72	3,801.86	9,681.47
预付账款	46.50	80.18	114.21	115.43	144.79
存货	1,263.82	1,709.69	2,654.56	2,585.02	3,441.11
其他	2,452.86	3,435.02	3,495.16	3,065.56	3,451.46
流动资产合计	**7,693.39**	**9,511.84**	**14,282.36**	**14,317.00**	**19,456.39**
长期股权投资	577.69	804.60	804.60	804.60	804.60
固定资产	884.77	1,278.75	1,395.81	1,470.26	1,506.14
在建工程	167.81	364.46	254.68	200.81	150.48
无形资产	368.01	528.36	450.95	373.55	296.15
其他	637.70	2,398.01	2,317.74	2,295.75	2,295.05
非流动资产合计	**2,635.97**	**5,374.17**	**5,223.77**	**5,144.96**	**5,052.41**
资产总计	**10,329.35**	**14,886.01**	**19,506.13**	**19,461.96**	**24,508.80**
短期借款	574.61	1,263.95	1,363.95	1,463.95	1,563.95
应付票据及应付账款	1,848.39	2,494.83	4,066.75	3,734.22	5,112.73
其他	1,094.50	1,509.15	2,955.16	1,563.46	3,428.13
流动负债合计	**3,517.50**	**5,267.93**	**8,385.86**	**6,761.63**	**10,104.81**
长期借款	90.00	471.78	624.85	687.33	756.06
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	187.06	209.93	187.45	194.81	197.40
非流动负债合计	**277.06**	**681.71**	**812.29**	**882.14**	**953.46**
负债合计	**3,794.56**	**5,949.64**	**9,198.15**	**7,643.77**	**11,058.27**
少数股东权益	292.70	318.53	387.24	482.28	593.61
股本	1,662.22	1,731.64	1,719.72	1,719.72	1,719.72
资本公积	1,359.59	2,813.09	2,813.09	2,813.09	2,813.09
留存收益	4,924.84	7,096.89	8,201.01	9,616.19	11,137.20
其他	(1,704.55)	(3,023.78)	(2,813.09)	(2,813.09)	(2,813.09)
股东权益合计	**6,534.80**	**8,936.38**	**10,307.98**	**11,818.19**	**13,450.53**
负债和股东权益总	**10,329.35**	**14,886.01**	**19,506.13**	**19,461.96**	**24,508.80**

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,208.72	1,010.14	1,636.17	2,056.16	2,239.08
折旧摊销	144.23	218.24	130.13	136.82	141.84
财务费用	(20.17)	56.06	83.98	70.81	57.04
投资损失	(57.54)	(76.26)	(85.00)	(86.00)	(85.00)
营运资金变动	(2,107.82)	803.85	(3,506.21)	2,570.03	(3,565.17)
其它	1,303.87	(650.84)	79.64	105.95	122.25
经营活动现金流	**471.29**	**1,361.18**	**(1,661.29)**	**4,853.77**	**(1,089.96)**
资本支出	754.14	2,807.93	82.49	72.63	47.42
长期投资	306.04	226.91	0.00	0.00	0.00
其他	(908.99)	(4,341.91)	(68.41)	431.52	(362.71)
投资活动现金流	**151.18**	**(1,307.08)**	**14.08**	**504.15**	**(315.30)**
债权融资	674.61	1,745.92	1,999.19	2,161.48	2,330.28
股权融资	161.18	1,605.65	116.08	(69.51)	(55.74)
其他	(939.13)	(2,298.81)	(2,279.26)	(2,641.47)	(2,880.84)
筹资活动现金流	**(103.34)**	**1,052.76**	**(163.99)**	**(549.50)**	**(606.31)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**519.13**	**1,106.86**	**(1,811.19)**	**4,808.42**	**(2,011.57)**

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**5,874.36**	**7,390.37**	**10,875.67**	**13,249.83**	**15,038.56**
营业成本	3,418.18	4,608.08	6,558.03	7,930.02	9,068.25
营业税金及附加	45.67	46.08	67.81	82.61	117.30
营业费用	504.46	626.93	772.17	927.49	1,052.70
管理费用	292.23	423.38	543.78	662.49	751.93
研发费用	711.81	855.56	1,196.32	1,457.48	1,654.24
财务费用	(12.79)	52.86	83.98	70.81	57.04
资产减值损失	35.04	(40.68)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	2.75	10.92	10.92	10.92	10.92
投资净收益	57.54	76.26	85.00	86.00	85.00
其他	(463.24)	(316.34)	(191.84)	(193.84)	(191.84)
营业利润	**1,282.71**	**1,047.32**	**1,749.50**	**2,215.85**	**2,433.02**
营业外收入	10.37	12.71	33.00	33.00	25.00
营业外支出	9.41	4.24	1.00	1.00	2.00
利润总额	**1,283.66**	**1,055.79**	**1,781.50**	**2,247.85**	**2,456.02**
所得税	74.94	45.65	76.60	96.66	105.61
净利润	**1,208.72**	**1,010.14**	**1,704.89**	**2,151.19**	**2,350.41**
少数股东损益	41.82	58.20	68.72	95.03	111.33
归属于母公司净利润	**1,166.90**	**951.94**	**1,636.17**	**2,056.16**	**2,239.08**
每股收益（元）	0.68	0.55	0.95	1.20	1.30

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	22.96%	25.81%	47.16%	21.83%	13.50%
营业利润	8.28%	-18.35%	67.04%	26.66%	9.80%
归属于母公司净利润	10.08%	-18.42%	71.88%	25.67%	8.90%
获利能力					
毛利率	41.81%	37.65%	39.70%	40.15%	39.70%
净利率	19.86%	12.88%	15.04%	15.52%	14.89%
ROE	18.69%	11.05%	16.49%	18.14%	17.42%
ROIC	37.01%	17.81%	26.95%	21.82%	32.10%
偿债能力					
资产负债率	36.74%	39.97%	47.16%	39.28%	45.12%
净负债率	2.43%	-0.07%	19.97%	-21.90%	-3.03%
流动比率	2.19	1.81	1.70	2.12	1.93
速动比率	1.83	1.48	1.39	1.74	1.58
营运能力					
应收账款周转率	1.86	2.48	2.05	2.23	2.23
存货周转率	5.12	4.97	4.98	5.06	4.99
总资产周转率	0.61	0.59	0.63	0.68	0.68
每股指标（元）					
每股收益	0.68	0.55	0.95	1.20	1.30
每股经营现金流	0.27	0.79	-0.97	2.82	-0.63
每股净资产	3.63	5.01	5.77	6.59	7.48
估值比率					
市盈率	64.73	79.34	46.16	36.73	33.73
市净率	12.10	8.76	7.61	6.66	5.87
EV/EBITDA	18.65	25.30	38.52	29.55	27.95
EV/EBIT	20.22	28.09	41.25	31.32	29.55

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com