汇川技术 (300124.SZ) 买入（维持评级）

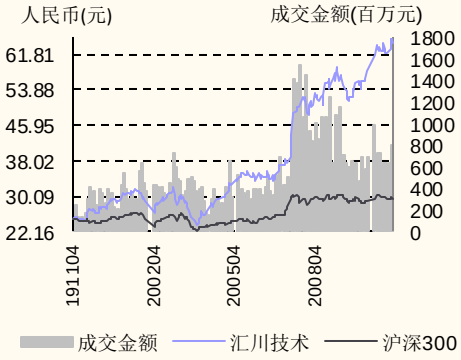
公司点评

市场价格（人民币）：64.24 元

自动化业务有所提速，业绩大超预期

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	17.20
已上市流通 A 股(亿股)	13.81
总市值(亿元)	1,104.75
年内股价最高最低(元)	65.54/23.45
沪深 300 指数	4695
创业板指	2656



相关报告

1.《汇川技术点评报告-股权激励聚人心，加速工业软件和数字化布局》，2020.9.24

2.《汇川技术中报点评-业绩贴预告上限，自动化行业下半年仍将景气》，2020.8.18

3.《汇川技术中报预告点评-自动化仍保持较高景气，业绩预告超预期》，2020.7.8

4.《汇川技术年报和一季报点评-转危为机，自动化订单和毛利率超预期》，2020.5.5

5.《汇川技术年报预告点评-看好公司自动化业务再次迈入快速增长跑道》，2020.1.20

邓伟 分析师 SAC 执业编号：S1130519070002
(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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.701	0.549	1.183	1.531	2.019
每股净资产(元)	3.76	4.98	6.14	7.51	9.31
每股经营性现金流(元)	0.28	0.76	0.79	1.26	1.64
市盈率(倍)	28.72	55.77	54.28	41.95	31.81
净利润增长率(%)	10.08%	-18.42%	113.80%	29.39%	31.87%
净资产收益率(%)	18.69%	11.05%	19.13%	20.26%	21.54%
总股本(百万股)	1,664.16	1,732.84	1,719.72	1,719.72	1,719.72

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布 2020 年三季报，营业收入和归母净利润分别为 80.98 亿元、14.98 亿元，同比增长 65%、131.9%，大超市场预期。

经营分析

- **公司业务全面开花，各版块可比毛利率提升均较为明显。分版块收入：**通用自动化 33.96 亿元，同比增长 63.6%；电梯业务（含 BST）31.71 亿元，同比增长 82%；新能源汽车 6.31 亿元，同比增长 85%；工业机器人 1.2 亿元，同比增长 71%；轨道交通业务 2.17 亿元，同比下滑 28%。**毛利率：**前三季度达到 39.35%，在低毛利率贝思特全年并表背景下同比改善仍然超过 1 个百分点，其中通用自动化特别是伺服和控制类产品由于高端产品比例提升、疫情供需关系、生产效率提升等因素有大幅改善，此外机器人、电梯特别是新能源汽车等业务在精益生产、规模效应下也有一定幅度改善。**归母净利润率：**前三季度归母净利润率达到 19.4%，同比大幅提升 4.8 个百分点，除毛利率提升外，也得益于公司费用控制以及软件增值税退税增加。
- **Q3 通用自动化订单、营收增长有所提速。**三季度海外需求环比有所回暖，国内工业企业利润和现金流改善幅度较为明显，使得工控自动化内需、外需均环比出现一定改善，公司通用自动化订单持续保持超预期增长且 9 月份开始有进一步提速迹象。**分业务：**自动化 6 大板块（先进、高端、EU、纺织、电液、区域六大板块）都实现快速增长，特别是先进制造（光伏、风电、硅晶、3C、精密机床）实现 100%以上增长；值得注意的是，公司突破了冶金及起重等 EU 行业国企客户，EU 份额提升较为明显。
- **Q4 工控需求无忧，中长期疫情会加速产业智能制造升级步伐。**9 月底以来，工控自动化产业迎来需求订单旺季，但考虑去年 Q4 工控 OEM 市场较高基数，判断 Q4 工控 OEM 增速在会略有下滑。石油、钢铁等大宗商品价格和产销量伴随经济回暖而回升，将使得上游盈利快速修复，从项目投资“行政上马”到技改升级”自发需求“，Q4 工控项目型市场需求有望继续提速。
- **电控业务将触底回升，电梯业务环比改善。**今年以来新势力销量大幅提升带动公司乘用车营收和毛利率大幅提升，但客车和商用车面临一定下滑压力但毛利率得以稳定。地产竣工加快使得电梯业务环比改善明显。

盈利预测和投资建议

- 由于通用自动化国产替代在加速提升，上调 2020-2022 年公司归母净利润至 20.4/26/34.2 亿元(+27%/31%/37%)。给予目标价 75.7 元，买入评级。

风险提示

- 宏观经济超预期下行风险；毛利率大幅下滑风险；新能源车政策风险；

图表 1：公司各业务收入拆分表（亿）

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
变频器类	16.64	22.29	28.40	29.70	34.96	42.26	49.07
收入增速	19%	34%	27%	5%	18%	21%	16%
毛利率	50.58%	47.92%	45.05%	45.30%	47.00%	47.50%	48.00%
运动控制类	7.13	11.18	13.45	10.88	19.52	27.72	38.18
收入增速	48%	57%	20%	-19%	79%	42%	38%
毛利率	46.33%	45.72%	43.58%	46.35%	49.60%	49.50%	49.50%
控制技术类（PLC+机器人）	1.04	3.04	3.51	3.02	6.91	10.62	14.97
收入增速	41%	193%	15%	-14%	129%	54%	41%
毛利率	50.20%	51.15%	47.72%	45.08%	52.25%	52.43%	51.22%
新能源&轨道交通	10.87	10.17	10.85	10.18	13.20	18.37	25.00
收入增速	45%	-6%	7%	-6%	30%	39%	36%
毛利率	45.53%	37.52%	28.46%	20.41%	25.10%	25.95%	26.80%
传感器类	0.35	0.45	0.71	0.90	1.08	1.35	1.76
收入增速	23%	30%	57%	28%	20%	25%	30%
毛利率	46.27%	44.16%	44.87%	48.76%	47.00%	47.50%	48.00%
其它主营业务业务	0.57	0.64	1.82	2.42	4.84	9.98	11.97
收入增速	82%	11%	185%	33%	100%	106%	20%
毛利率	46.03%	29.92%	45.14%	33.00%	40.00%	40.00%	40.00%
贝思特				14.05	30.80	35.42	38.96
收入增速						15.0%	10.0%
毛利率				24.00%	25.00%	25.20%	25.30%
总收入	36.60	47.77	58.74	71.15	111.31	145.72	179.91
收入增速	32.11%	30.52%	22.96%	21.13%	56.43%	30.92%	23.47%
总毛利	17.61	21.55	24.56	26.55	43.18	57.69	72.31
毛利率	48.12%	45.12%	41.81%	37.31%	38.79%	39.59%	40.19%

来源：公司公告、国金证券研究所　注：本表格运动控制类产品线为通用伺服和电液伺服，控制技术类包含机器人和 PLC，和年报分类有所不同。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**4,777**	**5,874**	**7,390**	**11,131**	**14,572**	**17,991**
增长率		23.0%	25.8%	50.6%	30.9%	23.5%
主营业务成本	-2,622	-3,418	-4,608	-6,813	-8,803	-10,760
%销售收入	54.9%	58.2%	62.4%	61.2%	60.4%	59.8%
毛利	2,155	2,456	2,782	4,318	5,769	7,231
%销售收入	45.1%	41.8%	37.6%	38.8%	39.6%	40.2%
营业税金及附加	-46	-46	-46	-62	-82	-101
%销售收入	1.0%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-441	-504	-627	-757	-976	-1,205
%销售收入	9.2%	8.6%	8.5%	6.8%	6.7%	6.7%
管理费用	-847	-292	-423	-579	-918	-990
%销售收入	17.7%	5.0%	5.7%	5.2%	6.3%	5.5%
研发费用	0	-712	-856	-1,002	-1,311	-1,637
%销售收入	0.0%	12.1%	11.6%	9.0%	9.0%	9.1%
息税前利润（EBIT）	821	902	830	1,918	2,481	3,298
%销售收入	17.2%	15.4%	11.2%	17.2%	17.0%	18.3%
财务费用	26	13	-53	-51	-50	-45.4
%销售收入	-0.5%	-0.2%	0.7%	0.5%	0.3%	0.3%
资产减值损失	-57	-35	-41	-67	-102	-135
公允价值变动收益	0	3	11	0	0	0
投资收益	75	58	76	66	112	140
%税前利润	6.2%	4.5%	7.2%	3.0%	3.9%	3.7%
营业利润	1,185	1,283	1,047	2,221	2,867	3,769
营业利润率	24.8%	21.8%	14.2%	20.0%	19.7%	20.9%
营业外收支	18	1	8	8	11	15
税前利润	1,202	1,284	1,056	2,229	2,878	3,784
利润率	25.2%	21.9%	14.3%	20.0%	19.8%	21.0%
所得税	-111	-75	-46	-134	-173	-227
所得税率	9.2%	5.8%	4.3%	6.0%	6.0%	6.0%
净利润	1,091	1,209	1,010	2,095	2,705	3,557
少数股东损益	31	42	58	60	72	84
归属于母公司的净利润	**1,060**	**1,167**	**952**	**2,035**	**2,633**	**3,473**
净利率	22.2%	19.9%	12.9%	18.3%	18.1%	19.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,091	1,209	1,010	2,095	2,705	3,557
少数股东损益	31	42	58	60	72	84
非现金支出	163	179	259	284	352	437
非经营收益	-139	-78	-51	34	-43	-70
营运资金变动	-625	-839	92	-1,050	-839	-1,085
经营活动现金净流	**492**	**471**	**1,310**	**1,363**	**2,175**	**2,838**
资本开支	-160	-280	-249	-578	-989	-885
投资	1,072	-1,593	-789	-290	-615	-1,191
其他	-1,282	2,025	-269	66	112	140
投资活动现金净流	**-370**	**151**	**-1,307**	**-802**	**-1,492**	**-1,936**
股权募资	124	0	309	417	263	347
债权募资	91	456	932	-556	135	-11
其他	-980	-557	-193	-531	-622	-782
筹资活动现金净流	**-765**	**-102**	**1,049**	**-670**	**-224**	**-446**
现金净流量	**-643**	**521**	**1,052**	**-109**	**459**	**456**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,411	516	1,752	1,643	2,102	2,558
应收款项	2,969	3,454	3,866	4,624	5,717	6,877
存货	1,031	1,264	1,710	2,426	3,120	3,940
其他流动资产	662	2,460	2,184	2,414	2,873	3,925
流动资产	7,073	7,693	9,512	11,108	13,812	17,300
%总资产	78.2%	74.5%	63.9%	65.3%	66.8%	69.3%
长期投资	301	625	875	1,065	1,280	1,471
固定资产	789	1,053	1,643	1,788	2,347	2,790
%总资产	8.7%	10.2%	11.0%	10.5%	11.4%	11.2%
无形资产	625	764	2,611	2,839	3,020	3,166
非流动资产	1,974	2,636	5,374	5,891	6,862	7,656
%总资产	21.8%	25.5%	36.1%	34.7%	33.2%	30.7%
资产总计	**9,047**	**10,329**	**14,886**	**16,999**	**20,674**	**24,956**
短期借款	219	585	1,274	108	163	81
应付款项	2,584	2,557	3,308	3,495	4,232	4,946
其他流动负债	353	375	686	1,096	1,433	1,767
流动负债	3,156	3,517	5,268	4,700	5,827	6,795
长期贷款	0	90	472	1,072	1,152	1,222
其他长期负债	165	187	210	212	247	281
负债	**3,322**	**3,795**	**5,950**	**5,984**	**7,226**	**8,298**
普通股股东权益	**5,426**	**6,242**	**8,618**	**10,637**	**12,997**	**16,124**
其中：股本	1,664	1,662	1,732	1,732	1,732	1,732
未分配利润	2,459	3,064	3,736	5,338	7,435	10,215
少数股东权益	299	293	319	379	451	535
负债股东权益合计	**9,047**	**10,329**	**14,886**	**16,999**	**20,674**	**24,956**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.637	0.701	0.549	1.183	1.531	2.019
每股净资产	3.261	3.755	4.977	6.143	7.506	9.312
每股经营现金净流	0.295	0.284	0.757	0.787	1.256	1.639
每股股利	0.300	0.200	0.180	0.250	0.310	0.400
回报率						
净资产收益率	19.54%	18.69%	11.05%	19.13%	20.26%	21.54%
总资产收益率	11.72%	11.30%	6.39%	11.97%	12.74%	13.91%
投入资本收益率	12.54%	11.78%	7.41%	14.78%	15.80%	17.26%
增长率						
主营业务收入增长率	30.53%	22.96%	25.81%	50.61%	30.92%	23.47%
EBIT增长率	-1.45%	9.85%	-7.94%	131.00%	29.37%	32.92%
净利润增长率	13.76%	10.08%	-18.42%	113.80%	29.39%	31.87%
总资产增长率	13.46%	14.17%	44.11%	14.20%	21.61%	20.72%
资产管理能力						
应收账款周转天数	97.4	105.3	108.7	110.0	110.0	112.0
存货周转天数	124.1	122.5	117.8	130.0	130.0	135.0
应付账款周转天数	103.6	86.8	91.9	100.0	90.0	88.0
固定资产周转天数	53.9	55.0	63.2	40.1	35.9	32.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.29%	-4.58%	-22.28%	-23.14%	-24.34%	-28.46%
EBIT利息保障倍数	-31.5	-70.5	15.7	37.5	49.6	72.7
资产负债率	36.71%	36.74%	39.97%	35.20%	34.95%	33.25%

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	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-07-15	买入	23.11	28.40～28.40
2	2019-08-29	买入	23.06	28.40～28.40
3	2019-10-29	买入	24.63	30.00～30.00
4	2020-01-20	买入	30.80	36.00～36.00
5	2020-05-05	买入	32.73	40.00～40.00
6	2020-07-08	买入	39.93	46.50～46.50
7	2020-08-18	买入	55.47	65.70～65.70
8	2020-09-24	买入	54.71	N/A

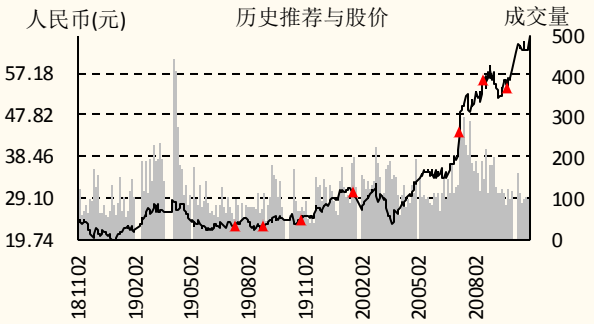
来源：国金证券研究所

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



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，不作为或被视为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