工控巨头，乘风而上

投资评级：买入

报告日期：	2020-08-19
收盘价（元）	55.64
近 12 个月最高/最低（元）	58.20/23.20
总股本（百万股）	1720
流通股本（百万股）	1381
流通股比例（%）	75.74
总市值（亿元）	957
流通市值（亿元）	769

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：李疆
执业证书号：S0010520060005
联系人：郭倩倩
执业证书号：S0010120070013

相关报告
1、《汇川技术：业绩超预期，拐点已至》20200709
2、《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，2020H1 实现收入 47.84 亿元，yoy 75.95%；归母净利润为 7.74 亿元，yoy 94.33%。

核心观点：业绩略超预期，上调盈利预测。疫情后自动化份额呈现加速提升态势，管理变革后，公司产品力、渠道力、品牌力全面上行，盈利能力拐点向上，新能源电控进入海外一线客户，组织架构变革下，公司盈利能力拐点向上，维持“买入”评级。

点评：

➢ 业绩略超预期，并表+主业高增长+盈利能力改善三重因素。

Q2 单季实现营收为 32.37 亿元，yoy 100%，净利润 6.02 亿，yoy 127%。业绩高增长主要原因：

① 并表贝思特（2019.07 开始并表），贝思特二季度并表贡献营收 8.98 亿，净利润 1.1 亿，扣除并表后 Q2 收入端 yoy 46%，净利润 yoy 85%。

② 通用自动化业务高速增长，市占率大幅提升。通用伺服实现营收 5.43 亿元，yoy 125%；通用变频器实现营收 6.36 亿元，yoy52%；PLC &HMI 实现营收 1.51 亿元，yoy 185%。疫情期间公司通过“保交付、抓机会、推变革”的措施，大幅抢占市场份额，同时借助口罩机的契机，切入到高端客户供应链，强化了产品力与渠道力。

③ 新能源汽车业务实现营收 2.39 亿元，yoy 58%。高增长系前期定点互联网造车新势力放量。

④ 产品结构变化及降本增效带来毛利率提升，剔除并表后综合毛利率 44.92%，同比上升 3.9 个 pct，主要是伺服、PLC 等高毛利率产品比重增长带来，同时公司自 2018 年开始拉通自动化业务供应链，大幅降低采购成本。

⑤ 管理优化带来费用率降低。2020H1 测算剔除并表后：研发费用率下滑 1.18 个 pct，刷新近 3 年新低，系平台化产品出货占比提升带来的，映射出“平台化”产品战略及管理优化效果显著。

➢ 2020 年是公司自动化业务分水岭，从相对优势走向绝对竞争力的时代。

公司历经十七年工业自动化的发展，以定制化模式起家，凭借技术营销模式抢占外资市场，建立了相对竞争优势，在规模、渠道、工艺三个方面构建了第一层级护城河。下一阶段将通过拉通多平台产品、集成化解决方案的方式加深护城河，同时加强集成化供应链优势清洗中低端市场。2020 年初制定“上顶下沉”的策略显示公司在中端市场的积累已经完成，市占率提升的通道在两端市场，头部市场在疫情后开始集中突破，低端市场也在 IS660 等新经济型产品带动下放量出货。

自此公司开始在正面战场“通用品”，“中高功率段”，“头部客户”与外资品牌角逐，加速国产替代。

◆ **新能源汽车动力系统 - 短期看定点，中期看收入，长期看体系。**

新能源动力系统是极具成长性的赛道，公司是唯一通过自身努力从工业品成功迈向乘用车动力系统，并且未来有望击穿国际一线汽车电子厂商的企业。2020H1 受互联网造车新势力带动，市场应从从更高的维度审视新能源业务为汇川带来的本质性变化。

① **打开成长空间。**传统工控产品“伺服+变频+PLC”目前国内 500 亿市场空间，对比汇川为新能源汽车提供产品单车价值近万元，而且公司已进入全球化供应链，千亿空间再造一个汇川。

② **工业制造体系到汽车电子制造体系的转变。**汇川在汽车电子领域竞争对手：博世、大陆、德尔福、法雷奥、电装国际一线汽车电子公司，汽车品研发制造供应链体系区别于工业品，尤其是动力系统涉及到驾乘的安全性，对流程、质量管控能力的要求会反哺工业品业务，加强精益化生产制造能力。

③ **第三方供应商的时代来临，汇川坐享国内市场龙头。**7 月电机电控供应商同比去年减少了 4 成，头部集中趋势显著，根据“NE 时代”披露，单 7 月汇川在国内新能源乘用车装机量第一，市占率 12.6%，首次超过特斯拉。未来除了特斯拉，比亚迪等具备动力系统自供能力的主机厂商，电机电控份额份额加速向头部第三方厂商集中，汇川显著受益。

➢ **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。同时新能源乘用车 5 年深耕，已经搭建完成国内一流新能源动力总成研发制造体系，DC-DC、电控电机实现定点国际 TOP 客户，国际客户牵引战略初步完成。随着前期定点的主机厂陆续放量，最大的亏损业务未来 2-3 年将走出泥沼，我们判断全年盈利能力有望呈现逐季抬升的趋势。

投资建议

上调盈利预测，预计公司 2020-2022 年分别实现净利润 17.51/22.47/29.19 亿元，同比增速分别为 84%/28%/29%，对应 PE 55X/43X/33X。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，疫情后时代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，维持“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；

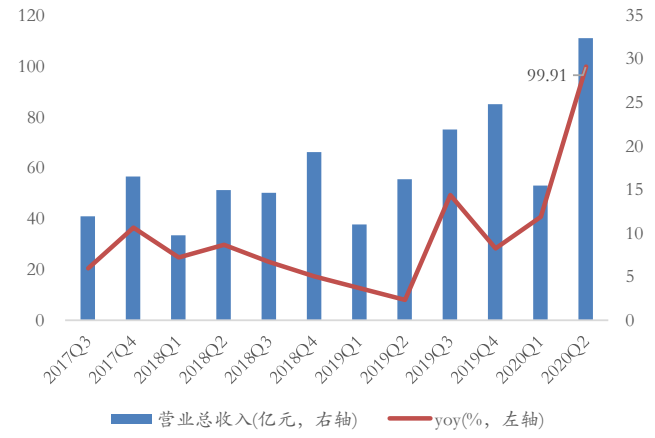
重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7390	10881	13171	16650
收入同比(%)	26	47.23	21.06	26.41
归属母公司净利润	951	1752	2247	2903
净利润同比(%)	-18	84.02	28.28	29.19
毛利率(%)	38	38.41	38.49	37.94
ROE(%)	11	16.10	17.06	17.44
每股收益(元)	0.55	1.01	1.30	1.68
P/E	62.49	55.00	42.88	33.19
P/B	6.90	9.29	7.64	6.21
EV/EBITDA	56.72	31.28	23.14	17.03

资料来源：wind，华安证券研究所

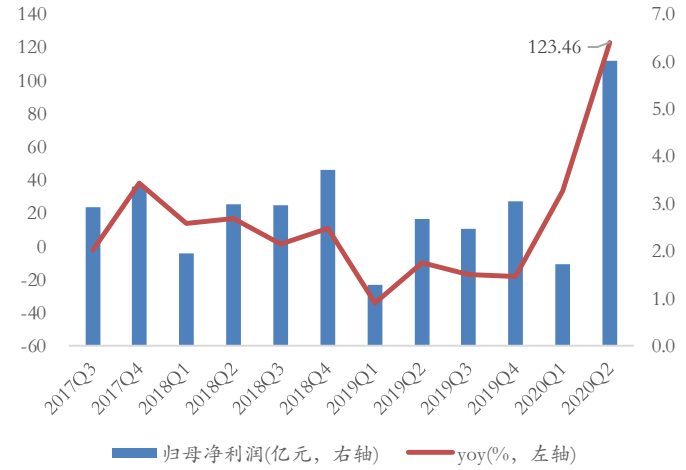
附录：公司财务数据&行业数据

图表 1 2017Q3-2020Q2 营收同比增速



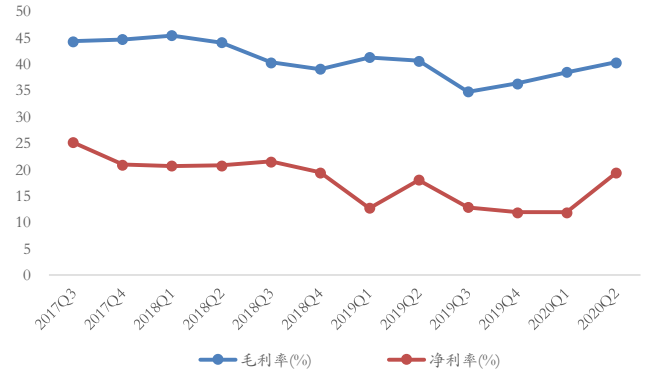
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 2017Q3-2020Q2 净利润同比增速



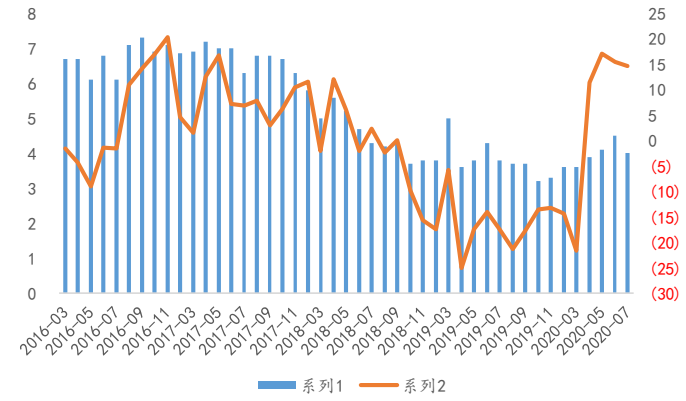
资料来源：wind，华安证券研究所

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

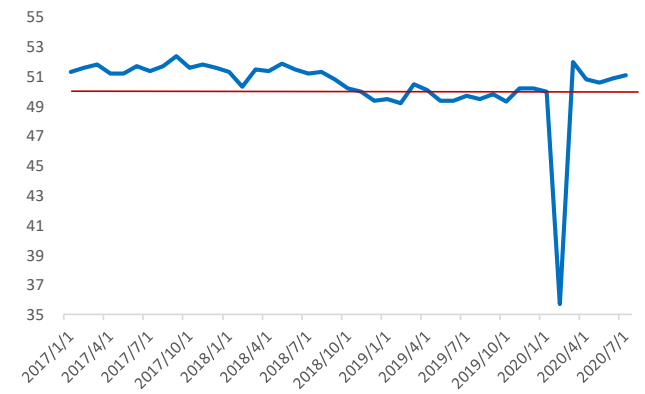
图表 4 7 月金属切削机床销量同比增长 14.7%



资料来源：wind，华安证券研究所

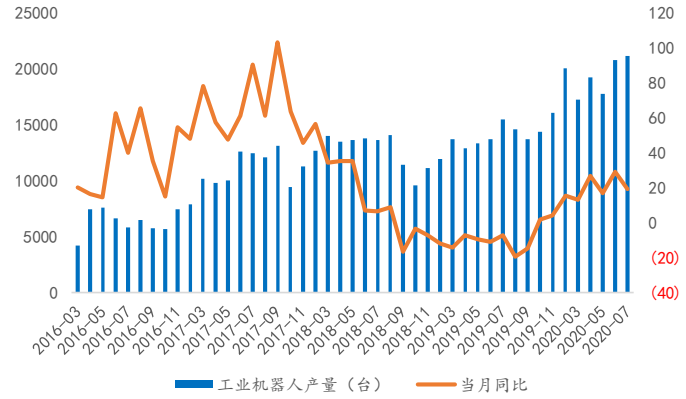
注：图 1-3 中营收、利润、净利润率以业绩预告中枢计算。

图表 5 7 月 PMI 延续强势走势



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 7 月工业机器人产量同比增长 19.4%



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	13740	16404	20623
现金	1752	2899	4311	6367
应收账款	2432	3107	3794	4798
其他应收款	25	62	71	88
预付账款	80	112	133	173
存货	1710	2180	2624	3343
其他流动资产	3513	5380	5470	5854
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	246	246	246	246
资产总计	14886	19423	22441	26980
流动负债	5268	7746	8449	10029
短期借款	1264	1696	1365	1081
应付账款	1501	1669	1996	2559
其他流动负债	2503	4381	5087	6389
非流动负债	682	900	850	749
长期借款	472	690	640	540
其他非流动负	210	210	210	210
负债合计	5950	8646	9299	10779
少数股东权益	319	407	525	681
股本	1732	1732	1732	1732
资本公积	2813	2813	2813	2813
留存收益	4284	6036	8283	11186
归属母公司股东	8618	10370	12617	15520
负债和股东权	14886	19423	22441	26980

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	1064	2453	3089
净利润	1010	1840	2366	3060
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	-1034	-219	-298
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	1147	1412	2056

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7390	10881	13172	16651
营业成本	4608	6701	8101	10334
营业税金及附加	46	80	93	116
销售费用	627	805	922	1099
管理费用	423	511	553	633
财务费用	53	74	67	36
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	1942	2490	3221
营业外收入	13	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	1056	1950	2497	3228
所得税	46	110	131	169
净利润	1010	1840	2366	3060
少数股东损益	58	88	119	156
归属母公司净利润	952	1752	2247	2903
EBITDA	1049	1886	2472	3214
EPS（元）	0.55	1.01	1.30	1.68

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	25.81%	47.23%	21.06%	26.41%
营业利润	-18.35%	85.45%	28.19%	29.35%
归属于母公司净利	-18.42%	84.02%	28.28%	29.19%
获利能力				
毛利率	37.65%	38.41%	38.49%	37.94%
净利率	12.86%	12.88%	16.10%	17.06%
ROE	11.05%	16.89%	17.81%	18.71%
ROIC	13.02%	20.99%	26.28%	32.47%
偿债能力				
资产负债率	39.97%	44.52%	41.44%	39.95%
净负债比率	20.26%	23.11%	15.97%	10.51%
流动比率	1.81	1.77	1.94	2.06
速动比率	1.48	1.49	1.63	1.72
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.63	0.63	0.67
应收账款周转率	3.36	3.93	3.82	3.88
应付账款周转率	6.37	6.87	7.19	7.31
每股指标（元）				
每股收益	0.55	1.01	1.30	1.68
每股经营现金流	0.76	0.61	1.42	1.78
每股净资产	4.98	5.99	7.29	8.96
估值比率				
P/E	62.49	55.00	42.88	33.19
P/B	6.90	9.29	7.64	6.21
EV/EBITDA	56.72	31.28	23.14	17.03

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。