新能源与汽车研究部

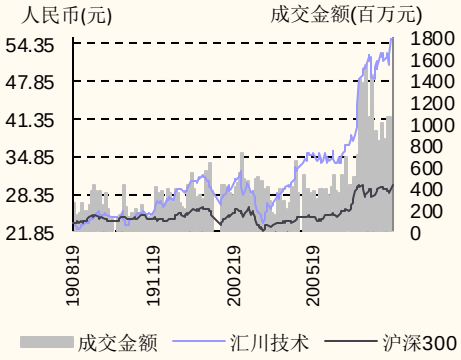
汇川技术 (300124.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：55.47 元
目标价格（人民币）：65.70-65.70 元

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)	953.93
年内股价最高最低(元)	55.47/48.30
沪深 300 指数	4815
创业板指	2696



相关报告

1.《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
2.《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
3.《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
4.《汇川技术三季报点评-贝思特正式并表，工控行业正在临近转折点》，2019.10.29
5.《汇川技术中报深度点评-Q2 业绩跌幅环比收窄，工控行业景气转折...》，2019.8.29

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

业绩贴预告上限，自动化行业下半年仍将景气

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	1.019	1.315	1.613
每股净资产(元)	3.76	4.98	5.96	7.09	8.45
每股经营性现金流(元)	0.28	0.76	0.63	1.32	1.52
市盈率(倍)	28.72	55.77	54.41	42.19	34.39
净利润增长率(%)	10.08%	-18.42%	84.18%	28.97%	22.66%
净资产收益率(%)	18.69%	11.05%	16.98%	18.42%	18.95%
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 年中报，营业收入和归母净利润分别为 47.84 亿元、7.74 亿元，同比分别增长 75.95%、94.33%。

经营分析

- **通用自动化业务抢眼，电控业务大幅增长。通用自动化：**受益于防疫需求增量、Q2 经济超预期恢复叠加外资供货不及时等因素，公司上半年订单及份额大幅提升，中报通用变频、通用伺服、PLC 营收分别为 9.2 亿元、8.17 亿元、2.3 亿元，同比大幅增长 28.7%、100%、148.7%。此外行业整体供应偏紧及管理持续改善等因素使得公司上半年自动化类产品毛利率有较大幅度提升。**电控：**上半年国内新能源汽车销量不达预期，但小鹏等新势力及广汽定点放量使得电控版块营收达 3.3 亿元，同比提升 46%。**电梯：**受 Q1 地产施工中断影响，电梯一体机营收约 5.5 亿元，同比下降 11%，贝思特营收和净利润分别为 13.1 亿元、1.26 亿元，同比增长 15%、0%，扣除并表因素汇川本部归母净利润增长约 63%。**其他：**电液伺服、机器人、轨道交通业务营收分别为 2.9/0.76/0.95 亿元，同比分别增长约 19%、65%、-59%。
- **出口产业链回暖以及高成长性行业资本开支持续走强等正面因素仍将主导 Q3 工控需求景气度。**跟踪的 7 月工控核心企业数据持续走强，主要是由于海外需求回升带来的出口产业链经营改善所致。下半年 3C、新能源、医疗、5G 等高景气领域需求将持续，国内经济强韧性及外需出口超预期恢复有望大概率使得 Q3 工控 OEM 增速仍然可维持 Q2 下半季度增速，应无大幅下降压力。本次疫情使得企业推进自动化、智能化意愿明显加强，将加速行业中长期发展。预计 H2 通用自动化业务仍将保持高速增长。
- **电梯业务将进一步回暖，电控业务将明显提速。**5 月份地产销售和竣工面积增速实现转正且下半年有望提速，叠加海外疫情逐步可控将助力国内外电梯环比改善。下半年在新能源补贴延长等政策刺激下，电控业务有望进一步提速，版块有望减亏。海外市场突破，获标志雪铁龙集团主控制器定点。
- **加速推进组织变革，强化可持续发展基础。**公司去年开始通过引进外部咨询团队陆续开展了公司治理、战略管理、LTC 流程等变革项目，管理、营销效率有明显提升，今年将陆续开展产品开发、人力资源、供应链体系优化。

盈利预测和投资建议

- 公司毛利率显著提升带动盈利能力提升，上调 2020-2022 年公司归母净利润至 17.5/22.6/27.7 亿元(+10%/13%/11%)。给予目标价 65.7 元，买入评级。

风险提示

- 宏观经济复苏不达风险；全球疫情反复风险；毛利率大幅下滑风险；

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	33.56	40.52	46.97
收入增速	19%	34%	27%	5%	13%	21%	16%
毛利率	50.58%	47.92%	45.05%	45.30%	47.50%	47.28%	47.28%
运动控制类	7.13	11.18	13.45	13.63	20.56	27.01	35.40
收入增速	48%	57%	20%	1%	51%	31%	31%
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	5.79	8.48	12.00
收入增速	41%	193%	15%	-14%	92%	46%	41%
毛利率	50.20%	51.15%	47.72%	45.08%	52.35%	51.42%	50.20%
新能源&轨道交通	10.87	10.17	10.85	10.18	13.25	17.55	26.22
收入增速	45%	-6%	7%	-6%	30%	32%	49%
毛利率	45.53%	37.52%	28.46%	20.41%	20.56%	20.93%	21.11%
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	6.05	7.26
收入增速	82%	11%	185%	33%	100%	25%	20%
毛利率	46.03%	29.92%	45.14%	33.00%	40.00%	40.00%	40.00%
贝斯特				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	73.90	109.89	136.38	168.58
收入增速	32.11%	30.52%	22.96%	25.82%	48.69%	24.11%	23.61%
总毛利	17.61	21.55	24.56	27.82	42.04	52.55	64.90
毛利率	48.12%	45.12%	41.81%	37.65%	38.26%	38.53%	38.50%

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**	**10,989**	**13,638**	**16,858**
增长率		23.0%	25.8%	48.7%	24.1%	23.6%
主营业务成本	-2,622	-3,418	-4,608	-6,784	-8,383	-10,368
%销售收入	54.9%	58.2%	62.4%	61.7%	61.5%	61.5%
毛利	2,155	2,456	2,782	4,204	5,255	6,490
%销售收入	45.1%	41.8%	37.6%	38.3%	38.5%	38.5%
营业税金及附加	-46	-46	-46	-62	-76	-94
%销售收入	1.0%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-441	-504	-627	-791	-955	-1,180
%销售收入	9.2%	8.6%	8.5%	7.2%	7.0%	7.0%
管理费用	-847	-292	-423	-615	-736	-910
%销售收入	17.7%	5.0%	5.7%	5.6%	5.4%	5.4%
研发费用	0	-712	-856	-1,099	-1,337	-1,635
%销售收入	0.0%	12.1%	11.6%	10.0%	9.8%	9.7%
息税前利润（EBIT）	821	902	830	1,637	2,151	2,670
%销售收入	17.2%	15.4%	11.2%	14.9%	15.8%	15.8%
财务费用	26	13	-53	-76	-65	-55.9
%销售收入	-0.5%	-0.2%	0.7%	0.7%	0.5%	0.3%
资产减值损失	-57	-35	-41	-66	-105	-134
公允价值变动收益	0	3	11	0	0	0
投资收益	75	58	76	90	110	125
%税前利润	6.2%	4.5%	7.2%	4.7%	4.4%	4.1%
营业利润	1,185	1,283	1,047	1,925	2,471	3,025
营业利润率	24.8%	21.8%	14.2%	17.5%	18.1%	17.9%
营业外收支	18	1	8	8	11	15
税前利润	1,202	1,284	1,056	1,933	2,482	3,040
利润率	25.2%	21.9%	14.3%	17.6%	18.2%	18.0%
所得税	-111	-75	-46	-116	-149	-182
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	1,817	2,333	2,858
少数股东损益	31	42	58	64	72	84
归属于母公司的净利润	**1,060**	**1,167**	**952**	**1,753**	**2,261**	**2,774**
净利率	22.2%	19.9%	12.9%	16.0%	16.6%	16.5%

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	1,817	2,333	2,858
少数股东损益	31	42	58	64	72	84
非现金支出	163	179	259	283	354	435
非经营收益	-139	-78	-51	20	-27	-47
营运资金变动	-625	-839	92	-1,027	-376	-621
经营活动现金净流	**492**	**471**	**1,310**	**1,093**	**2,285**	**2,625**
资本开支	-160	-280	-249	-578	-989	-885
投资	1,072	-1,593	-789	-290	-615	-891
其他	-1,282	2,025	-269	90	110	125
投资活动现金净流	**-370**	**151**	**-1,307**	**-778**	**-1,494**	**-1,651**
股权募资	124	0	309	389	226	277
债权募资	91	456	932	-249	-54	8
其他	-980	-557	-193	-541	-636	-791
筹资活动现金净流	**-765**	**-102**	**1,049**	**-958**	**-506**	**-673**
现金净流量	**-643**	**521**	**1,052**	**-414**	**243**	**299**

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	1,665	1,993	2,462
应收款项	2,969	3,454	3,866	4,580	5,362	6,356
存货	1,031	1,264	1,710	2,416	2,956	3,570
其他流动资产	662	2,460	2,184	2,414	2,853	3,615
流动资产	7,073	7,693	9,512	11,076	13,163	16,003
%总资产	78.2%	74.5%	63.9%	65.3%	65.7%	67.6%
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%	11.7%	11.8%
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%	34.3%	32.4%
资产总计	**9,047**	**10,329**	**14,886**	**16,967**	**20,025**	**23,660**
短期借款	219	585	1,274	415	281	219
应付款项	2,584	2,557	3,308	3,493	4,296	5,151
其他流动负债	353	375	686	1,067	1,328	1,624
流动负债	3,156	3,517	5,268	4,975	5,904	6,994
长期贷款	0	90	472	1,072	1,152	1,222
其他长期负债	165	187	210	211	237	270
负债	**3,322**	**3,795**	**5,950**	**6,257**	**7,293**	**8,485**
普通股股东权益	**5,426**	**6,242**	**8,618**	**10,327**	**12,278**	**14,636**
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	5,056	6,781	8,862
少数股东权益	299	293	319	383	455	539
负债股东权益合计	**9,047**	**10,329**	**14,886**	**16,967**	**20,025**	**23,660**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.637	0.701	0.549	1.019	1.315	1.613
每股净资产	3.261	3.755	4.977	5.964	7.090	8.452
每股经营现金净流	0.295	0.284	0.757	0.631	1.320	1.516
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%	16.98%	18.42%	18.95%
总资产收益率	11.72%	11.30%	6.39%	10.33%	11.29%	11.72%
投入资本收益率	12.54%	11.78%	7.41%	12.62%	14.27%	15.10%
增长率						
主营业务收入增长率	30.53%	22.96%	25.81%	48.69%	24.11%	23.61%
EBIT增长率	-1.45%	9.85%	-7.94%	97.20%	31.36%	24.12%
净利润增长率	13.76%	10.08%	-18.42%	84.18%	28.97%	22.66%
总资产增长率	13.46%	14.17%	44.11%	13.98%	18.03%	18.15%
资产管理能力						
应收账款周转天数	97.4	105.3	108.7	110.0	108.0	108.0
存货周转天数	124.1	122.5	117.8	130.0	130.0	128.0
应付账款周转天数	103.6	86.8	91.9	100.0	98.0	96.0
固定资产周转天数	53.9	55.0	63.2	40.6	38.3	34.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.29%	-4.58%	-22.28%	-21.14%	-23.92%	-27.72%
EBIT利息保障倍数	-31.5	-70.5	15.7	20.2	35.0	65.2
资产负债率	36.71%	36.74%	39.97%	37.29%	36.15%	34.74%

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	1
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**1.50**

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	2019-03-21	买入	26.23	N/A
2	2019-04-16	买入	27.23	N/A
3	2019-07-15	买入	23.11	28.40～28.40
4	2019-08-29	买入	23.06	28.40～28.40
5	2019-10-29	买入	24.63	30.00～30.00
6	2020-01-20	买入	30.80	36.00～36.00
7	2020-05-05	买入	32.73	40.00～40.00
8	2020-07-08	买入	39.93	46.50～46.50

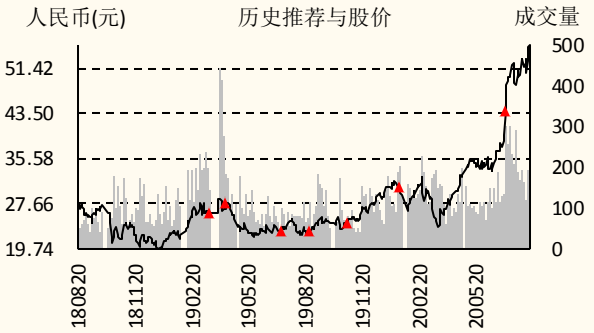
来源：国金证券研究所

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