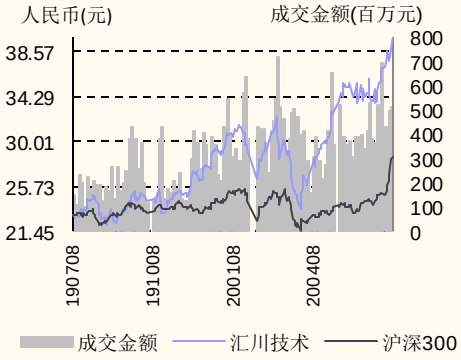
汇川技术 (300124.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：39.93 元
目标价格（人民币）：46.50-46.50 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)	686.69
年内股价最高最低(元)	39.93/33.68
沪深 300 指数	4698
创业板指	2591



相关报告

1.《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
2.《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
3.《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
4.《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
5.《汇川技术中报预告点评-工控二季度继续承压，看好下半年需求回暖》，2019.7.15

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

自动化仍保持较高景气，业绩预告超预期

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	0.925	1.150	1.442
每股净资产(元)	3.76	4.98	5.69	6.68	7.89
每股经营性现金流(元)	0.28	0.76	0.92	1.17	1.47
市盈率(倍)	28.72	55.77	35.67	28.68	22.86
净利润增长率(%)	10.08%	-18.42%	68.20%	24.35%	25.45%
净资产收益率(%)	18.69%	11.05%	16.24%	17.22%	18.27%
总股本(百万股)	1,664.16	1,732.84	1,731.69	1,731.69	1,731.69

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布 2020 年中报业绩预告，营业收入预计同比增长 60-80%，归母净利润预计同比增长 70%-100%。

经营分析

- **预告业绩较大幅度超市场预期。营收：**2020H1 营收中位数为 46.2 亿元，主要源于贝思特并表，扣除该因素，我们预测公司本部业务增长约 26%。**归母净利润：**归母净利润中位数为 7.4 亿元，区间增幅整体高于营收增幅，主要原因是：①由于公司持续推进降本增效叠加上半年行业供给偏紧、高毛率产品销售占比提升，伺服、控制系统及电梯一体机毛利率同比提升较快；②公司销售和研发费用率下降；③受到的增值税退税金额同比提升。扣除并表因素，我们预测本部归母净利润高增 65%。
- **Q2 工控自动化市场需求强势，公司份额快速提升。**4-5 月份，滞后需求+防疫需求+补库需求刺激行业需求强劲增长，同时外资供货困难局面依然存在，公司工控订单增速保持强劲增长。5 月下旬后，虽然上述需求回落明显，伺服等工控需求增速有一定下滑，但内外资龙头企业订单依然偏强。
- **Q3OEM 市场需求维持谨慎乐观观点，中长期疫情会加速产业智能制造升级步伐。**展望 Q3，**内需：**在传统基建和 5G 新经济刺激下，国内经济韧性较强，Q3 工控增速和 Q2 下半季度(基本反映的是真实需求）保持基本一致；**外需：**Q3 工控需求和 Q2 持平甚至可能会有所好转(海外疫情回暖，补库和滞后需求释放，类似于国内 Q2。中长期看，5G 基础设施建设加快将带动工业互联网快发展从而倒逼 OT 侧自动化水平提升，本次疫情则有望进一步加速该进程，十四五工控行业年复合增长 7-8%值得期待。
- **电梯业务将环比改善，电控业务将触底回升。**5 月份地产销售和竣工面积增速实现今年首次转正，下半年地产竣工提速助力电梯业务环比明显改善。小鹏等新势力及新增的广汽定点有望使得新能源车版块营收增 50%+，大幅减亏 1 亿。海外市场突破，获标志雪铁龙集团定点，预计 2021 年开始供货。
- **加速推进组织变革，强化可持续发展基础。**公司去年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、营销效率有明显改善，今年将陆续开展产品开发、人力资源、供应链相关体系优化。

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 16.0/19.9/25.0 亿元(+7%/5%/4%)。给予目标价 46.5 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	14.02	16.64	22.29	28.40	29.70	32.74	38.00
收入增速	-	19%	34%	27%	5%	10%	16%
毛利率	51.72%	50.58%	47.92%	45.05%	45.30%	48.91%	48.73%
运动控制类	4.83	7.13	11.18	13.45	13.63	19.74	25.20
收入增速	-	48%	57%	20%	1%	45%	28%
毛利率	46.75%	46.33%	45.72%	43.58%	46.35%	50.00%	50.00%
控制技术类（PLC+机器人）	0.74	1.04	3.04	3.51	3.02	4.73	6.62
收入增速	-	41%	193%	15%	-14%	57%	40%
毛利率	54.55%	50.20%	51.15%	47.72%	45.08%	48.34%	47.58%
新能源&轨道交通	7.52	10.87	10.17	10.85	10.18	12.75	16.30
收入增速	-	45%	-6%	7%	-6%	25%	28%
毛利率	43.67%	45.53%	37.52%	28.46%	20.41%	22.17%	22.56%
传感器类	0.28	0.35	0.45	0.71	0.90	1.13	1.47
收入增速	-	23%	30%	57%	28%	25%	30%
毛利率	44.40%	46.27%	44.16%	44.87%	48.76%	48.00%	48.00%
其它主营业务业务	0.31	0.57	0.64	1.82	2.42	3.15	3.93
收入增速	-	82%	11%	185%	33%	30%	25%
毛利率	44.34%	46.03%	29.92%	45.14%	33.00%	33.00%	33.00%
贝斯特					14.05	30.80	33.88
收入增速							10.0%
毛利率					24.00%	24.00%	24.00%
总收入	27.71	36.60	47.77	58.74	73.90	105.03	125.39
收入增速	-	32.11%	30.52%	22.96%	25.82%	42.11%	19.39%
总毛利	13.43	17.61	21.55	24.56	27.82	39.97	48.07
毛利率	48.47%	48.12%	45.12%	41.81%	37.65%	38.05%	38.34%

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**	**10,503**	**12,539**	**15,049**
增长率		23.0%	25.8%	42.1%	19.4%	20.0%
主营业务成本	-2,622	-3,418	-4,608	-6,506	-7,732	-9,231
%销售收入	54.9%	58.2%	62.4%	61.9%	61.7%	61.3%
毛利	2,155	2,456	2,782	3,997	4,807	5,818
%销售收入	45.1%	41.8%	37.6%	38.1%	38.3%	38.7%
营业税金及附加	-46	-46	-46	-63	-75	-90
%销售收入	1.0%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-441	-504	-627	-788	-928	-1,106
%销售收入	9.2%	8.6%	8.5%	7.5%	7.4%	7.4%
管理费用	-847	-292	-423	-593	-702	-835
%销售收入	17.7%	5.0%	5.7%	5.7%	5.6%	5.6%
研发费用	0	-712	-856	-1,134	-1,304	-1,505
%销售收入	0.0%	12.1%	11.6%	10.8%	10.4%	10.0%
息税前利润（EBIT）	821	902	830	1,418	1,798	2,281
%销售收入	17.2%	15.4%	11.2%	13.5%	14.3%	15.2%
财务费用	26	13	-53	-70	-51	-35.0
%销售收入	-0.5%	-0.2%	0.7%	0.7%	0.4%	0.2%
资产减值损失	-57	-35	-41	-63	-96	-114
公允价值变动收益	0	3	11	0	0	0
投资收益	75	58	76	110	130	150
%税前利润	6.2%	4.5%	7.2%	6.3%	6.0%	5.6%
营业利润	1,185	1,283	1,047	1,725	2,136	2,672
营业利润率	24.8%	21.8%	14.2%	16.4%	17.0%	17.8%
营业外收支	18	1	8	10	13	17
税前利润	1,202	1,284	1,056	1,735	2,149	2,689
利润率	25.2%	21.9%	14.3%	16.5%	17.1%	17.9%
所得税	-111	-75	-46	-69	-86	-108
所得税率	9.2%	5.8%	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%
净利润	1,091	1,209	1,010	1,665	2,063	2,582
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**	**1,601**	**1,991**	**2,498**
净利率	22.2%	19.9%	12.9%	15.2%	15.9%	16.6%

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	1,665	2,063	2,582
少数股东损益	31	42	58	64	72	84
非现金支出	163	179	259	299	381	451
非经营收益	-139	-78	-51	-11	-70	-105
营运资金变动	-625	-839	92	-352	-353	-386
经营活动现金净流	**492**	**471**	**1,310**	**1,601**	**2,021**	**2,541**
资本开支	-160	-280	-249	-876	-787	-728
投资	1,072	-1,593	-789	-290	-615	-991
其他	-1,282	2,025	-269	110	130	150
投资活动现金净流	**-370**	**151**	**-1,307**	**-1,056**	**-1,272**	**-1,569**
股权募资	124	0	309	74	249	300
债权募资	91	456	932	-500	-140	-213
其他	-980	-557	-193	-532	-615	-759
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	1,338	1,581	1,881
应收款项	2,969	3,454	3,866	4,466	5,209	6,032
存货	1,031	1,264	1,710	2,050	2,391	2,782
其他流动资产	662	2,460	2,184	2,307	2,734	3,565
流动资产	7,073	7,693	9,512	10,161	11,915	14,259
%总资产	78.2%	74.5%	63.9%	62.2%	63.3%	65.5%
长期投资	301	625	875	1,065	1,280	1,471
固定资产	789	1,053	1,643	2,069	2,393	2,644
%总资产	8.7%	10.2%	11.0%	12.7%	12.7%	12.1%
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	6,173	6,907	7,511
%总资产	21.8%	25.5%	36.1%	37.8%	36.7%	34.5%
资产总计	**9,047**	**10,329**	**14,886**	**16,333**	**18,822**	**21,770**
短期借款	219	585	1,274	664	444	161
应付款项	2,584	2,557	3,308	4,067	4,786	5,592
其他流动负债	353	375	686	561	671	807
流动负债	3,156	3,517	5,268	5,292	5,901	6,560
长期贷款	0	90	472	572	652	722
其他长期负债	165	187	210	227	251	282
负债	**3,322**	**3,795**	**5,950**	**6,091**	**6,805**	**7,563**
普通股股东权益	**5,426**	**6,242**	**8,618**	**9,860**	**11,563**	**13,668**
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	4,904	6,358	8,163
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**	**16,333**	**18,822**	**21,770**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.637	0.701	0.549	0.925	1.150	1.442
每股净资产	3.261	3.755	4.977	5.694	6.678	7.893
每股经营现金净流	0.295	0.284	0.757	0.924	1.167	1.468
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%	16.24%	17.22%	18.27%
总资产收益率	11.72%	11.30%	6.39%	9.80%	10.58%	11.47%
投入资本收益率	12.54%	11.78%	7.41%	11.86%	13.16%	14.51%
增长率						
主营业务收入增长率	30.53%	22.96%	25.81%	42.12%	19.39%	20.02%
EBIT增长率	-1.45%	9.85%	-7.94%	70.78%	26.79%	26.88%
净利润增长率	13.76%	10.08%	-18.42%	68.20%	24.35%	25.45%
总资产增长率	13.46%	14.17%	44.11%	9.72%	15.24%	15.66%
资产管理能力						
应收账款周转天数	97.4	105.3	108.7	110.0	112.0	112.0
存货周转天数	124.1	122.5	117.8	115.0	114.0	112.0
应付账款周转天数	103.6	86.8	91.9	95.0	97.0	97.0
固定资产周转天数	53.9	55.0	63.2	52.3	48.8	43.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.29%	-4.58%	-22.28%	-21.36%	-24.72%	-30.15%
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	5
增持	0	0	0	0	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**1.44**

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	2019-01-25	买入	23.26	N/A
2	2019-03-21	买入	26.23	N/A
3	2019-04-16	买入	27.23	N/A
4	2019-07-15	买入	23.11	28.40～28.40
5	2019-08-29	买入	23.06	28.40～28.40
6	2019-10-29	买入	24.63	30.00～30.00
7	2020-01-20	买入	30.80	36.00～36.00
8	2020-05-05	买入	32.73	40.00～40.00

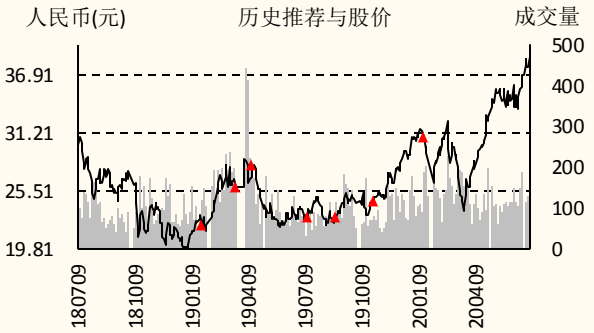
来源：国金证券研究所

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