

大陆与香港 — 消息快报

汇川技术三季度业绩增长 70.13%

胡文洲, CFA

汇川技术(300124.SZ/人民币 64.85, 未有评级)发布未审计三季报: 营业收入实现 7.90 亿元, 同比增长 68.70%, 归属上市公司的净利润实现 2.58 亿元, 同比增长 70.13%。第三季度实现营业收入 2.89 亿元, 同比增长 51.32%, 归属上市公司净利润实现 0.88 亿元, 同比增长 39.13%。三季度每股收益 1.19 元, 基本符合之前预期。同时, 公司公布全年盈利预测: 净利润同比变动幅度为 50%-80%, 对应全年实现每股收益为 1.53-1.84 元。

市场政策双利好创造靓丽业绩。2011 年前三季度, 公司营业收入同比上涨 68.70%, 单季度同比增长 51.32%, 营业收入的增长主要由于上半年市场需求扩大, 公司自身产能充足, 订单大幅增长, 此外, 受益于国家保障房建设政策, 电梯一体化产品创造出超预期成绩, 而公司自身的多产品组合策略也发挥作用, 进一步促进销售收入的增长。不逊于国外企业的技术水准以及较高的性价比使其快速实现进口替代, 创造高收益。

调整产品结构, 毛利率稳中有升。公司一直致力于打造完美的工控一体化全产业链, 近年来不断拓展主营业务, 调整产品结构, 其主营占比较重的产品由原先的低压变频器一支独秀发展到低压变频、一体化及专机平分秋色, 伺服系统、控制器, 选配件等齐头并进的模式。且综合毛利率稳中有升, 公司近年来毛利率保持在 51% 以上, 前三季度毛利率同比提高了 3.92 个百分点, 达到 55.53%; 仅第三季度而言, 综合毛利率提高了 4.33 个百分点。我们认为, 毛利率的提升主要由于: 1. 公司产品竞争对手锁定在外资品牌企业, 不受国内品牌直接竞争影响, 不存在价格压力, 具有一定的议价优势; 2. 经过前期的产业布局, 公司的规模化效应优势逐渐显现; 3. 技术以及设计的不断升级使物料成本能够不断降低。

规模快速扩大导致期间费用大幅上涨。2011 年前三季度, 公司销售费用同比增长 82.23%, 管理费用同比增长 124.82%, 期间费用率上涨 3.86 个百分点; 仅第三季度而言, 销售费用同比增长 23.90%, 管理费用同比增长 184.46%, 期间费用率增长 5.86 个百分点。销售费用的增长主要由于公司加大销售力度, 增加了销售人员数, 销售人员的工资、福利费用大幅上涨, 此外规模扩张导致运输费、促销费、展览费大幅上涨。

*武雯为本报告重要贡献者

管理费用的上涨主要由于公司今年以来对研发的大力投入，仅上半年，公司就招聘了100名研发人员，研发人员在公司总人数中的占比为20%以上，远高于同行业公司，充分体现了公司的研发实力。

新能源产品成为公司下一利润增长点。随着新能源行业的兴起，公司在新能源方面的产品，如电动汽车驱动器、光伏逆变器凭借公司在电力电子和电机驱动方面的技术优势，将很快实现量产，为公司提供收益。由于这些产品的核心技术仍然在电力电子领域里，因此对汇川而言，其技术门槛并不高，跟竞争对手相比，汇川具有先发优势。未来几年，新能源市场将会不断扩大，其潜力不可估量，因此新能源产品有望成为公司下一个利润增长点。

我们预计公司2011-2013年盈利预测至1.65、2.52、3.54元，对应当前股价（64.85元）的市盈率分别为39、26和18倍。

图表 1.全年业绩增长及预测

(人民币, 百万)	2009年 前三季度	2010年 前三季度	2010年 全年	2011年 前三季度	2011年 全年预测	前三季度 同比变动(%)
营业收入	200.81	468.21	674.60	789.89	1103.04	68.70
销售税金	(0.76)	(1.74)	(3.01)	(8.87)	(13.24)	410.63
营业成本	(97.11)	(226.46)	(316.69)	(351.10)	(490.54)	55.04
毛利润	102.94	240.01	354.90	429.92	599.26	79.12
销售费用	(14.27)	(35.80)	(70.00)	(65.24)	(93.76)	82.23
管理费用	(28.79)	(45.79)	(78.41)	(102.95)	(154.42)	124.82
经营利润	(1.88)	(1.31)	(1.19)	(4.04)	(8.00)	207.55
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
公允价值变动收益	0.64	0.90	13.54	34.02	47.20	3670.53
财务费用	0.00	0.00	0.39	0.23	0.40	
投资收益	58.64	158.01	219.22	291.94	390.67	84.76
营业外收入	15.00	15.65	31.01	20.82	40.00	33.06
营业外支出	(0.06)	(0.04)	(0.05)	(0.94)	(1.02)	2024.37
利润总额	73.58	173.61	250.18	311.83	429.65	79.61
所得税	(7.92)	(21.43)	(29.01)	(49.33)	(65.31)	130.20
少数股东权益	0.35	(0.59)	(0.84)	(4.60)	(9.00)	677.56
净利润	66.01	151.59	220.33	257.90	355.35	70.13
每股收益(元)	0.31	0.70	1.02	1.19	1.65	70.13
主要比率(%)						
毛利率	51.64	51.63	53.05	55.55	55.53	3.92
销售费用率	7.11	7.65	10.38	8.26	8.50	0.61
管理费用率	14.34	9.78	11.62	13.03	14.00	3.25
财务费用率	(0.32)	(0.19)	(2.01)	(4.31)	(4.28)	(4.11)
经营利润率	29.20	33.75	32.50	36.96	35.42	3.21
净利率	32.87	32.38	32.66	32.65	32.22	0.27
所得税率	10.76	12.34	11.60	15.82	15.20	3.48
少数股东权益率	(0.53)	0.39	0.38	1.75	2.47	1.36

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

图表 2.单季度业绩增长及预测

	2010年 第一季度	2010年 第二季度	2010年 第三季度	2010年 第四季度	2011年 第一季度	2011年 第二季度	2011年 第三季度	2011年 第四季度 预测
营业收入(人民币, 百万)	100.85	176.24	191.13	206.39	208.26	292.43	289.21	313.15
增长率(%)					106.51	65.93	51.32	51.72
净利润(人民币, 百万)	27.71	60.70	63.18	68.74	71.55	98.45	87.90	97.45
增长率(%)					158.23	62.18	39.13	41.76
毛利率(%)	49.60	52.78	51.65	56.28	55.36	55.25	55.98	55.47
期间费用率(%)	23.43	13.23	17.66	26.25	17.87	13.41	19.96	21.34
销售费用率(%)	8.03	5.58	9.35	16.57	9.34	8.08	7.66	9.11
管理费用率(%)	15.55	7.79	8.57	15.80	14.08	9.24	16.12	16.44
财务费用率(%)	(0.15)	(0.14)	(0.27)	(6.12)	(5.55)	(3.91)	(3.81)	(4.21)
经营利润率(%)	25.82	38.15	33.86	29.66	36.56	39.52	34.66	31.53
净利润率(%)	27.48	34.44	33.06	33.31	34.36	33.67	30.39	31.12

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 3.投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	304	675	1,103	1,688	2,374
增幅(%)	56.0	122.0	63.5	53.0	40.6
净利润(人民币 百万)	103	220	355	544	766
全面摊薄每股收益(人民币)	0.48	1.02	1.65	2.52	3.54
增幅(%)	84.06	114.71	61.28	53.19	40.63
市盈率(倍)	136.50	63.58	39.42	25.73	18.30
每股现金流量(人民币)	0.72	1.54	1.49	2.71	3.94
价格/每股现金流量(倍)	89.70	42.03	43.57	23.92	16.46
企业价值/息税折旧前利润(倍)	49.77	33.27	34.20	20.35	13.74
每股股息(人民币)	0.00	0.61	0.49	0.76	1.06
股息率(%)	0.0	0.9	0.8	1.2	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371