

汇川技术（300124）

——从业绩黑马到白马股，上调至“强烈推荐”

何本虎 S1080210110002

电 话：0755-25832648

邮 件：hebenhu@fcsc.cn

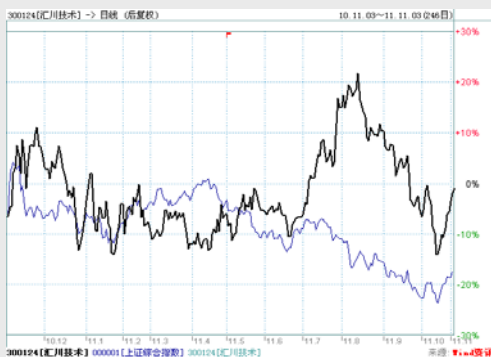
交易数据

52周内股价区间（元）	42.90-91.67
总市值（百万元）	1589.25
流通股本（百万股）	64.57
流通股比率（%）	29.9%

资产负债表摘要(09/10)

股东权益	2422.23
每股净资产	11.21
市净率	6.58
资产负债率	8.9%

公司与上证指数比较



相关报告

摘要:

- **业绩不断超预期的高增长。**公司上市以来先后进行了5次业绩公布，其中，前四次业绩都是超预期的。由于新产品的高增长或爆发式增长，提高了综合的增长水平。
- **进口替代仍是高增长核心动力。**电机应用领域的广泛性决定了低压变频行业分布的广泛性，基本涵盖了重化工业和轻工业的所有领域。低压变频的行业增速大致与电机行业相当，年均15%左右。**技术进步和成本优势一直是国内企业抢占国际企业份额的主要途径，这种特征还会延续。**
- **技术积累沉淀为技术优势。**以董事长朱兴明、熊礼文为代表的诸多高层本身就来自技术岗位，对技术的理解和重视也丰富了公司的技术内涵。**持续的高投入提高了技术创新的效率，在国内企业中，综合实力与第二集团最为接近的就是汇川技术。**
- **产品梯队建设的清晰战略。**从驱动层向控制层和执行层的纵向延伸是公司产品的战略，也提升了产品的深度和弹性。公司目前正积极进入的新能源汽车、大传动和光伏逆变则属于横向拓展新的领域，与纵向延伸具有同样的财务价值。
- **增速仍是高增长。**由于占比接近90%的变频、一体化和伺服保持年均40%左右的增长较为确定，预计2011年收入增长60%左右，净利增长60%以上。2012~2013年收入增长50%左右，净利增长40%以上也是大概率事件。**虽然增速有所放缓，但仍属于高增长，而且具备持续性。**
- **上调至“强烈推荐”评级。**预计2011年、2012年和2013年每股收益分别为1.68元、2.41元和3.40元，增长率分别为64.8%、43.5%和40.8%。依照PEG策略，2012年和2013年扣除利息收入后的目标市盈率分别为40倍和30倍，对应的价格区间为92.00元~100.00元。**距离目前股价有30%以上的上涨空间，上调至“强烈推荐”投资评级。**
- **风险提示：**1、技术变化风险；2、行业增长风险。
- **催化剂：**1、新产品进度超预期。2、海外经济好转。



目 录

1、与大众不同的观点	3
2、持续高增长的业绩黑马	3
2.1、业绩不断超预期的高增长	3
2.2、高增长的背后	3
2.3、季报的焦点	4
3、公司经营动态	5
3.1、新型行业的市场背景	5
3.2、技术积累沉淀为技术优势	7
3.3、产品梯队建设的清晰战略	9
3.4、内生性主导策略的优越性	12
3.5、持续增长的可行性	13
3.6、增速仍是高增长	14
4、盈利预测、估值及投资建议	15
4.1、关键假设	15
4.2、盈利预测	15
4.3、估值及投资建议	16
5、风险提示	17
6、催化剂	17



1、与大众不同的观点

1、我们认为，从技术、战略和产品等几项核心因素看，汇川技术是国内绝对的领先企业，特别是富于创新而不乏稳健的技术思路将成为持续成长的核心因素。

2、2011年第三季度的增速有所放缓的主要原因在于外部因素，而非内在因素。受到基数逐渐变大的影响，公司未来的增速将有所放缓，但绝对增速不会低，40%~50%的增速延续的概率很大。

3、从估值的角度看，由于40%~50%的增速仍有望延续很长时间，因此，公司仍具备给予相对高估值的基础。

2、持续高增长的业绩黑马

2.1、业绩不断超预期的高增长

公司于2010年9月28日上市，距离目前刚好过一年时间。公司上市以来先后进行了5次业绩公布，其中，前四次业绩都是超预期的。

在2010Q1-3~2011中期的四次超预期业绩公布中，分别有2010年报和2011中期进行了业绩预告的上调修正。另外，2010 Q1-3的130%实际业绩增长为预告上限，而2010 Q1为超过150%的高增长。

图表1 公司上市以来业绩预告和实际业绩一览表

	业绩预告	修正预告	实际业绩
2010 Q1-3	110%—130%	-	130%
2010年	70%—110%	110%~135%	115%
2011Q1	-	-	158%
2011中期	60%—90%	70%~100%	93%

数据来源：第一创业证券研究所、公司公告

2.2、高增长的背后

从汇川技术净利润历次高增长的状况看，营业收入的高增长是主要推动因素。其中，部分项目的高增长（我们以80%幅度作为界定）或爆发式增长（我们以100%幅度作为界定）是直接原因。



公司目前的业务结构中，变频、一体化和伺服是三项主要业务，收入比例合计超过 90%。同时，各项业务所处的阶段不同，成长性也有所不同。正是由于新产品的高增长或爆发式增长，提高了综合的增长水平。

由于公开数据的限制，我们分别选取 2010 年年报和 2011 年中期数据进行分析。

2010 年年报数据看，除了变频业务的 80%高增长外，一体化延续着 2010 年中期的 97%的高增长水平。其中，伺服业务的 570%的高增长最为耀眼，也确立该项业务的核心地位。

2011 年中期，一体化的 85%增速接近总体增长水平，同样是伺服业务的接近 150%的增长弥补了变频业务的平稳增长。

图表 2 公司分别会计期间各项业务高增长情况一览表

	变频	一体化	伺服
2010 年	80%	97%	570%
2011 中期	-	85%	146%

数据来源：第一创业证券研究所、公司公告

2.3、三季报的焦点

在刚刚公布的三季度业绩报告，虽然前三季度的净利润增长仍达到 70%，但苛刻的市场环境还是给予了公司新的关注。其中，第三季度表现是关注的焦点。

第三季度实现收入 28920.8 万元，同比增长 51.3%，实现净利润 8789.9 万元，同比增长 39.1%。

如果不考虑历史表现，第三季度数据仍属于相当优异。正是与历史的持续超预期的变化，也给市场许多新的判断。

理论上讲，有三种选择：重回跨越式增长？维持高增长？延续增速下降？我们正是基于这样的市场疑问，以作为本文分析的核心线索。



3、公司经营动态

3.1、新型行业的市场背景

广泛的行业应用领域

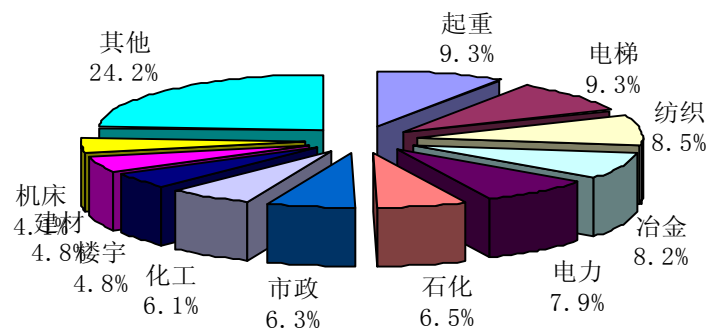
变频技术作为电机有效运行的重要控制部件，从理论上讲，只要有电机的地方，就可能有变频器的需要。

由于有部分领域受到经济性、技术特点等需要并不需要配备变频技术，也使得变频技术不完全相关于电机行业。初步统计，在低压领域，有70%~80%左右的负载是需要变频配套的。

从行业分布看，由于电机应用领域的广泛性，也决定了低压变频行业分布的广泛性，基本涵盖了重化工业和轻工业的所有领域。

公司产品目前主要集中在电梯、纺织、塑料、机床等领域，并不断拓展起重、冶金等新的领域。

图表3 低压变频器行业分布图



数据来源：第一创业证券研究所

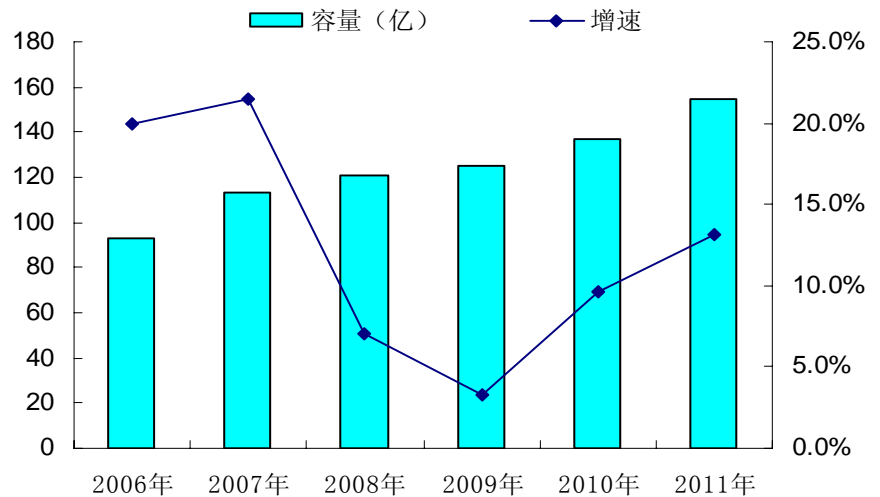
15%左右的行业平均增速

与高压变频的节能效用不同，低压变频的核心功能更多集中在工业自动化控制。因此，如果将高压变频的节能效用界定为可选项目，那么，基于低压变频工业自动化控制则为必选项目。



正是由于低压变频的技术特点,也使得低压变频的普及率要高于高压变频。同时,低压变频的行业增速要低于高压变频,大致与电机行业相当,年均 15%左右。

图表 4 低压变频器行业年度规模和增速对比图



数据来源: 第一创业证券研究所

进口替代仍是高增长核心动力

低压变频技术作为高端的电力电子技术,在我国的发展相对晚,大致只有 10 年左右的时间。因此,国际先进企业一直是中国市场的主体。目前,外资的市场占有率大致在 70%左右。

变频器企业按照技术水平大致可以分为三类: 第一类以西门子、ABB 为代表的欧美企业,第二类是安川、三菱、富士为代表的日资企业以及艾默生、台达等外资企业,第三类则是国内企业。

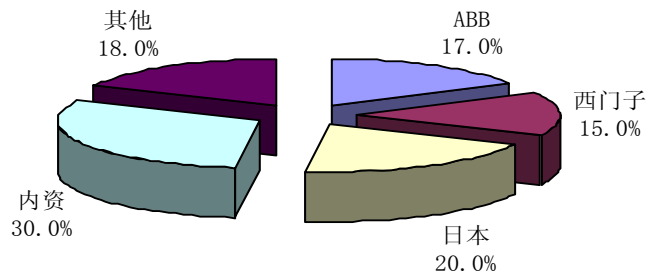
国内变频器虽然起步晚,但成长迅速。技术进步和成本优势一直是国内企业抢占国际企业份额的主要途径,而且,这种特征还会延续。

以 2008 年数据为例,外资的市场占有率大致在 80%左右,国内企业只有 20%左右。经过 3 年左右的时间,国内企业的占有率预计提高了 10 个百分点左右。

如果考虑行业的增速,那么,国内企业的 3 年增长率接近 100%,年均增长为 30%以上。



图表 5 国内低压变频市场占有率分布图



数据来源：第一创业证券研究所 公司公告

3.2、技术积累沉淀为技术优势

管理层的技术背景

包括公司董事长朱兴明在内的高级管理人员主要都来自华为电气，华为电气被艾默生收购后也有一直在艾默生工作的经历。

一方面，华为的技术创新的文化通过管理层在汇川技术得到了有效的传承。另一方面，以董事长朱兴明、熊礼文为代表的诸多高层本身就来自技术岗位，对技术的理解和重视也丰富了公司的技术内涵。

与收入基本同步的研发高投入

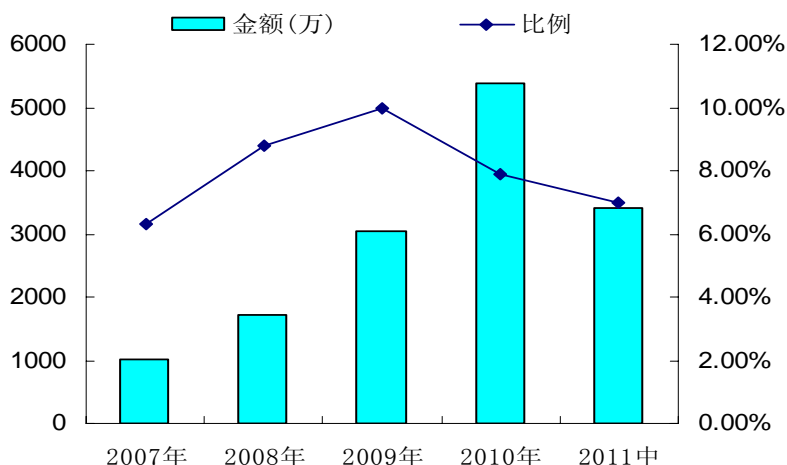
如果说管理层的技术背景使得汇川技术对技术创新的理解有先天优势，那么，实际的高投入则提高了技术创新的效率。

2007 年以来是公司快速成长期，也是研发费用的高投入期。研发费用的收入占比看，从 2007 年的 6%左右提高到 2009 年的 10%左右。

随着公司收入规模的迅速扩大，研发费用比例有所下降，但绝对规模的增长仍很高，基本都在 70%以上。譬如，2011 年上半年，研发费用比例为 7%，但同比的规模增长达到 70%。2011 年第三季度，净利润增速低于收入增长的重要原因也是技术人员引进后的高投入所致。



图表 6 公司研发费用及占收入比例对比图



数据来源：第一创业证券研究所 公司公告

技术优势转化为竞争优势

按照不同产品技术等级、技术要求和行业分布等特征进行分类，西门子和 ABB 主要集中在高端领域，而日本安川、日本三菱为代表的日系企业基本集中在第二集团的中端领域。在国内企业中，综合实力与第二集团最为接近的就是汇川技术、新时达在电梯领域也非常具备竞争力。

我们以安川为例，其优势行业主要体现为电梯、起重、印刷包装、机床、冶金等。在电梯领域，安川原有的市场份额基本被汇川技术和新时达所占据，预计 2011 年汇川技术达到开放市场的占有率达到 40%，这是技术优势的最直接体现。

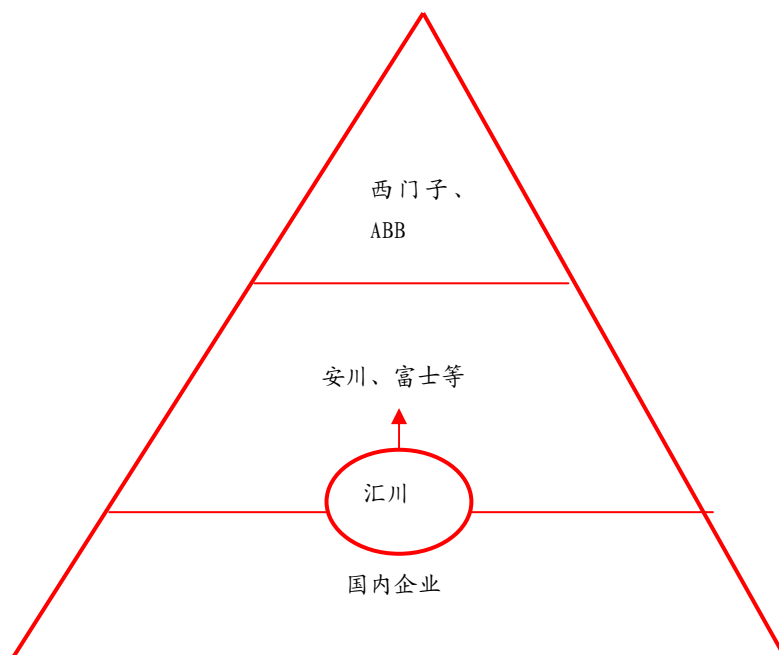
图表 7 不同类型变频器市场特征一览表

	负载类型	技术要求	行业分布
高端	提升类、高速传动、精确控制类。	高精度开环、闭环电流矢量控制技术和直接转矩控制技术。	港口岸桥、垂直电梯、塔吊、造纸主生产线、石油钻井、超微线拉丝机等。
中端	中速传动、中等精度、低速大扭矩类。	开环、闭环电流矢量控制技术普通的总线技术。	雕铣机、陶瓷印花机、七电机印刷机、塑料挤出机、直进式拉丝机等。
低端	简单调速类、简单传动类。	V/F 控制技术	风机、水泵等。

数据来源：第一创业证券研究所、公司公告

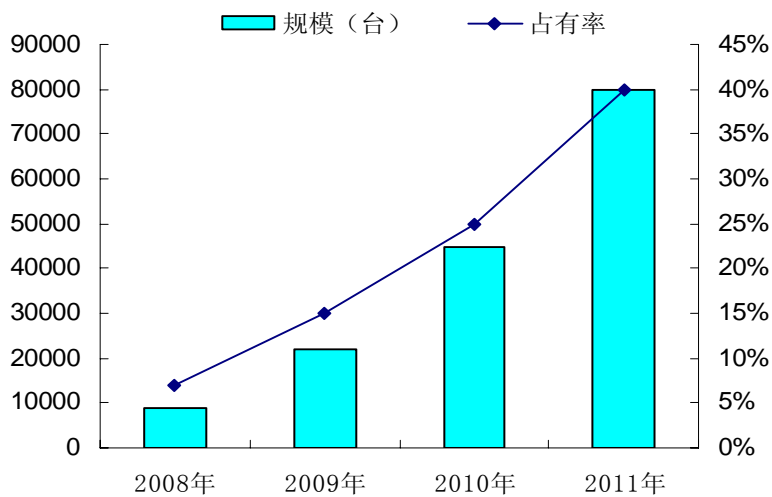


图表 8 汇川技术行业地位对比图



数据来源：第一创业证券研究所

图表 9 公司电梯规模及占有率年度变化对比图



数据来源：第一创业证券研究所 公司公告

3.3、产品梯队建设的清晰战略

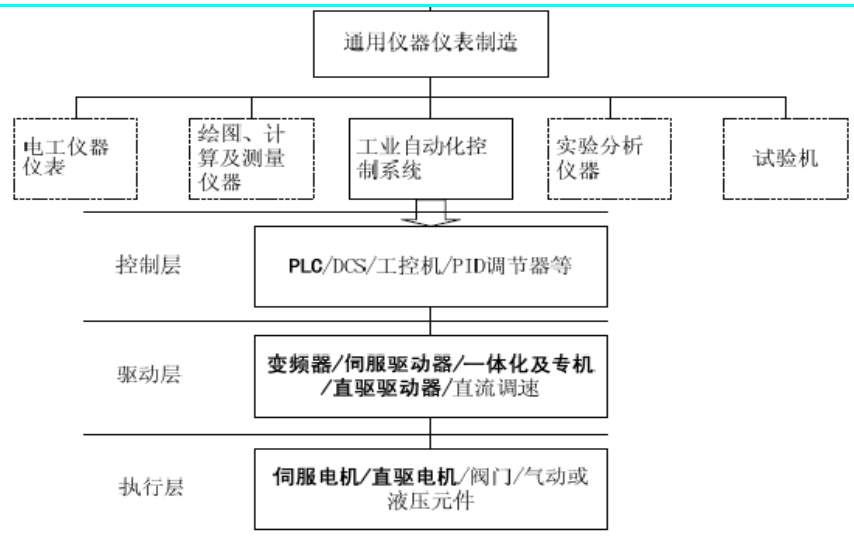
纵向延伸提升产品深度



公司成长的本原产品是低压变频器，属于控制系统的驱动层。作为一个完整的工业自动化控制系统，从功能上可以划分为控制层、驱动层和执行层。从驱动层向控制层和执行层的纵向延伸是公司产品的战略，也提升了产品的深度和弹性。

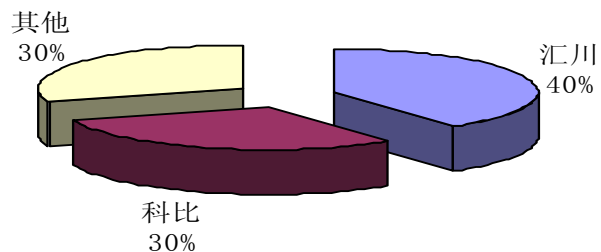
前面分析的电梯一体化部分，是公司向控制层延伸的结果，而以注塑为代表的伺服系统则是公司上下延伸的突破。财务角度分析，产品延伸的最大意义在于新产品的高增长带来的综合弹性的提升，也是高增长的核心秘密。

图表 10 工业自动化控制系统结构图



数据来源：第一创业证券研究所 公司公告

图表 11 注塑伺服系统占有率结构图



数据来源：第一创业证券研究所 公司公告

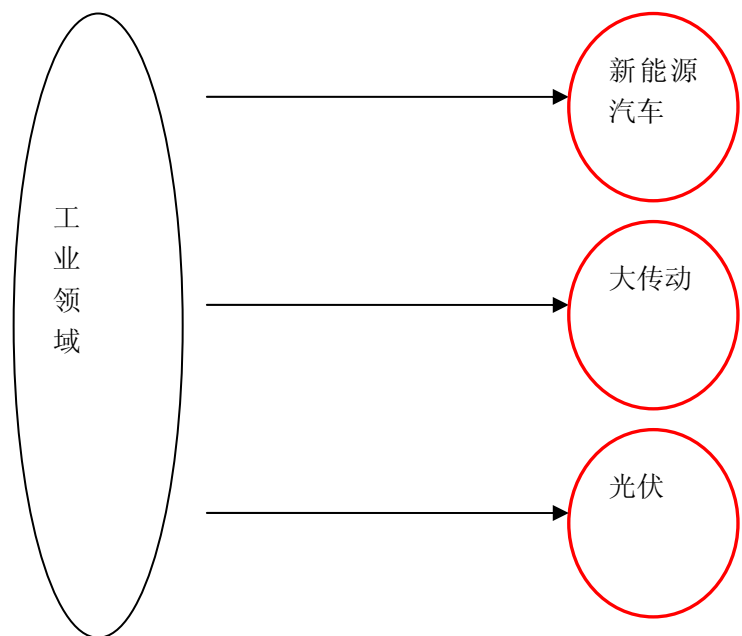


横向拓展产品广度

与纵向延伸具有同样的财务价值，而横向拓展的差异性特征在于进入新的领域。

譬如电梯一体化策略是从变频器销售到提供成套产品，具备更强的一致性特征。而公司目前正积极进入的新能源汽车、大传动和光伏逆变则属于横向拓展新的领域，在逻辑上与纵向延伸有差异，而核心仍来自于变频器的技术附加值。

图表 12 公司产品横向延伸方向图



数据来源：第一创业证券研究所

细分产品进度差异化

在纵向延伸领域，一体化产品仍集中在电梯领域，经过持续的超预期增长后，预计增速将有所放缓。相对而言，伺服系统和横向延伸将是新产品推进的重点。同时，细分产品领域的进度也有明显差异。

伺服系统以前主要集中在注塑领域，建筑、纺织、包装、机床等新领域的高增长将弥补注塑的放缓。横向延伸的新产品推广中，新能源汽车和光伏逆变仍存在超预期的机会。



图表 13 新产品进度一览表

	产品推广进度
伺服系统	从注塑领域向建筑、包装、印刷、机床等新领域拓展，差异性不大的特征将保证高增长。
新能源汽车	由于技术壁垒仍来自于变频器，虽然属于新领域，但公司具备综合技术优势，行业的成长性特征是最大不确定性。
大传动	研发三电平技术和 AFE 模块，有试用性产品，技术提升后将进入第一集团竞争行列。但由于技术附加值高，预计短期内不会形成跨越式增长。
光伏逆变	新产品已经挂网运行，依托国内光伏市场的启动，有望 2012-2013 年形成新的增长点。

数据来源：第一创业证券研究所

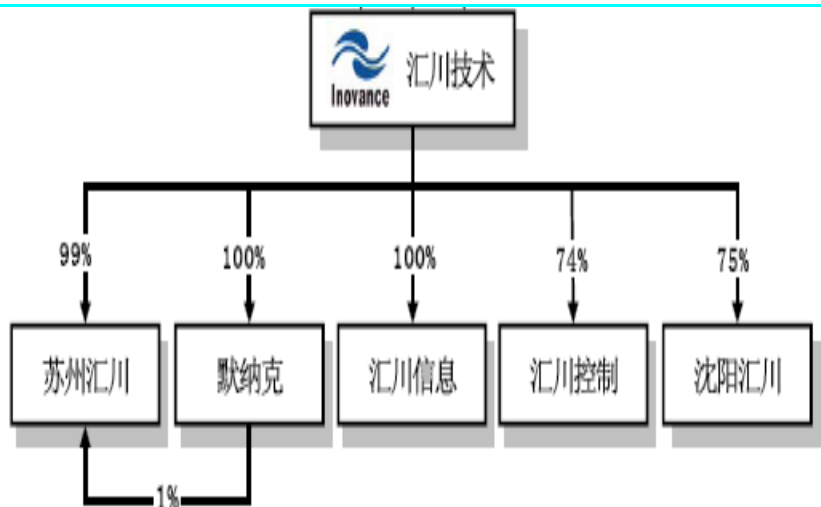
3.4、内生性主导策略的优越性

选择性收购扩张是辅助策略

公司产品虽然只包括三大类，但涉及的细分行业延伸到与电机相关的各个领域。不过，公司并没有因为领域的综合性而采取大规模的扩张策略。

2010 年上市时，下属子公司只有 5 家子公司，公司分别于 2011 年 5 月和 2011 年 6 月设立长春汇通和香港汇川后增加到 7 家。其中，只有苏州汇川和默纳克是收购项目，都是为电梯一体化配套的业务。

图表 14 公司上市前子公司情况对比图



数据来源：第一创业证券研究所 公司公告



内生性扩张主导策略的优越性

虽然依靠外部收购整合的电梯一体化业务是成功案例，但公司的发展仍以内生性扩张为主要策略。

内生性策略与收购策略的最大差异在于减少整合成本，同时，项目进度要慢于外购，这对公司的技术积累、产品培育提出了很高的要求。

依据我们前面的分析，汇川技术正是基于公司技术积累和产品培育上建立的优势，减少了外购的机会，也减少了整合带来的不确定性。

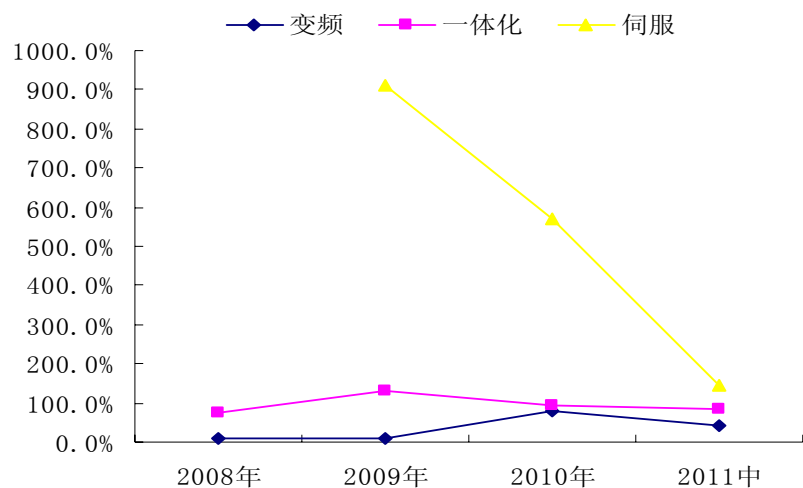
3.5、持续增长的可行性

主导产品增长趋势确定

以 2011 中期数据为例，公司目前基本形成了变频、一体化、伺服为主导的三项基本业务。其中，变频和一体化的比例分别为 30%和 40%，伺服接近 20%。

最近 2 到 3 年内，变频和一体化保持年均 40%左右的增长较为确定，伺服虽然会从 100%以上幅度有所下降，但 50%以上的概率很大。综合测算，收入比例达到 90%的主导业务的 40%以上的综合增长将成为公司增长趋势确定的大基调。

图表 15 公司主导产品年度增长变化对比图



数据来源：第一创业证券研究所 公司公告



不断涌现的高增长点

除了我们前面分析的伺服的增长将超过 40%外，收入比例达到 5%的 PLC 的增幅将达到 100%左右。另外，光伏逆变和新能源汽车作为新的利润增长点，100%以上的弹性将提升总体的增速。

图表 16 公司利润增长点一览表

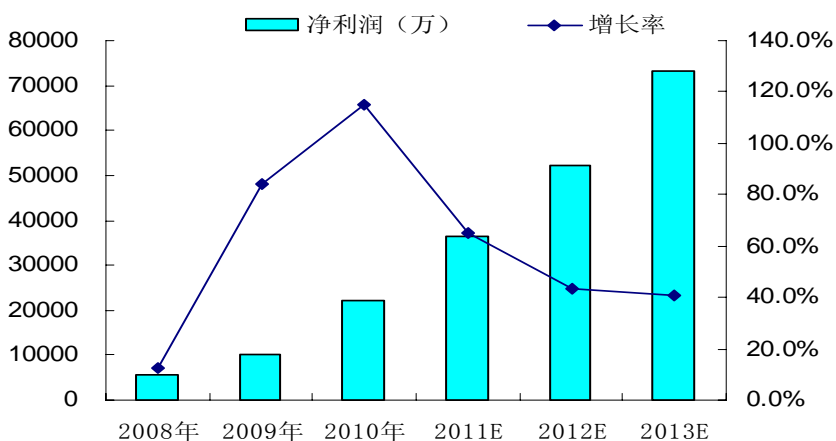
2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
变频器	变频器	变频器	变频器	变频器	变频器
一体化	一体化	一体化	一体化	一体化	一体化
—	伺服	伺服	伺服	伺服	伺服
—	—	—	PLC	PLC	PLC
—	—	—	—	光伏逆变	光伏逆变
—	—	—	—	新能源汽车	新能源汽车
—	—	—	—	—	大传动

数据来源：第一创业证券研究所

3.6、增速仍是高增长

依据公司前三季度数据，2011 年，收入增长 60%左右，净利润增长 60%以上基本确定。2012~2013 年，收入增长 50%左右，净利润增长 40%~50%也是大概率事件。其中，增速放缓的原因主要在与利息收入减少。虽然增速较高峰期有所放缓，但仍属于高增长，而且具备持续性。

图表 17 公司盈利增长年度变化对比图



数据来源：第一创业证券研究所 公司公告



4、盈利预测、估值及投资建议

4.1、关键假设

1、收入

变频器，基本保持 40%左右的增长。一体化考虑 2011 年的保障房市场超预期，2012 年和 2013 年下调为 40%。

伺服考虑宏观环境变化，2011 年下半年增速小于上半年，随着 2012 年电机配套能力提高，增速为 70%。

另外，PLC 作为新产品保持 100%左右增速。而新能源汽车和光伏逆变的高增长体现在其他业务中。

2、毛利率

2011 年数据主要参照 2010 年上半年公开资料，2012 年和 2013 年出于谨慎考虑，略有下调。

3、期间费用

考虑规模化效应，营业费用率下调幅度为 10%，管理费用率 2011 年由于研发投入有所提高，2012 年和 2013 年有所下调。随着募集资金逐步使用，利息收入逐步下降。

4、所得税

依照 2011 第三季度数据，2011~2013 年综合所得税率从 2010 年的 12% 提高到 16%。

4.2、盈利预测

依据我们预测，预计 2011 年、2012 年和 2013 年每股收益分别为 1.68 元、2.41 和 3.40 元，增长率分别为 64.8%、43.5%和 40.8%。较前次略有下调，大约为 5%左右。



4.3、估值及投资建议

依照 PEG 策略，2012 年和 2013 年扣除利息收入后的目标市盈率分别为 40 倍和 30 倍，对应的价格区间为 92.00 元 ~ 100.00 元。距离目前股价有 30% 以上的上涨空间，上调至“强烈推荐”投资评级。

图表 18 主导产品收入和毛利率预测表

	2010 年	2011E	2012E	2013E
一、变频				
收入	25616	25616	35862	50207
增长率	79.5%	45.0%	40%	40%
毛利率	46.8%	51.0%	50.0%	50.0%
毛利	11988	13064	17931	25104
二、一体化				
收入	26710	48078	67309	94233
增长率	95.0%	80.0%	40.0%	40.0%
毛利率	59.7%	61.0%	60.0%	60.0%
毛利	15946	29328	40386	56540
三、伺服				
收入	11144	21174	35995	53993
增长率	568.0%	90%	70%	50%
毛利率	56.6%	51.0%	50.0%	50.0%
毛利	6308	10799	17998	26996
四、PLC				
收入	2148	4726	9451	15122
增长率	250.0%	120.0%	100.0%	60.0%
毛利率	41.0%	51.0%	51.0%	51.0%
毛利	881	2410	4820	7712
五、其他				
收入	1841	7363	16199	29158
增长率	490.0%	300.0%	120.0%	80%
毛利率	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
毛利	736	2945	6480	11663
六、合计				
收入	67459	106956	164817	242713
收入增长	122.0%	58.6%	54.1%	47.3%
毛利	35859	58546	87614	128015
毛利率	53.2%	54.7%	53.2%	52.7%

数据来源：第一创业证券研究所



图表 19 盈利预测预测表

万	2010 年	2011E	2012E	2013E
一、营业利润				
营业收入	67460	106956	164817	242713
减：营业成本	31669	48411	77203	114698
减：营业税金及附加	301	477	735	1083
减：营业费用	7000	9989	13853	20400
减：管理费用	7841	13053	18103	26659
减：财务费用	-1354	-4468	-2234	-1117
减：资产减值损失	119	131	144	158
加：投资收益	39			
营业利润	21922	39364	57013	80832
二、利润总额				
加：营业外收支	3096	4025	5232	6802
利润总额	25018	43389	62245	87633
三、净利润				
减：所得税	2901	6942	9959	14021
净利润	22117	36446	52286	73612
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益	84	138	199	280
归属母公司净利润	22033	36308	52087	73333
总股本				21600
EPS(元)	1.02	1.68	2.41	3.40

数据来源：第一创业证券研究所

5、风险提示

- 1、技术变化风险。
- 2、行业增长风险。

6、催化剂

- 1、新产品进度超市场预期。
- 2、海外经济好转。

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120