

龚玉策

执业证书编号: S0270511080001

电话: 020-37865169

gongyc@wlzq.com.cn

联系人: 夏雅琴

xiayq@wlzq.com.cn

发布日期: 2011年11月10日

公司来年业绩增长关键还看伺服系统

——汇川技术(300124)调研简报

研究报告-公司调研简报

增持(首次)

报告关键要素:

公司今年业绩继续保持快速增长同时,综合毛利水平也较去年有所提升,这主要得益于公司产品设计的改善、生产规模效应以及公司品牌效应的积累。公司业务结构已经形成变频器、一体化专机和伺服系统“三足鼎立”的格局,大传动、新能源等募投项目近两年还难以大幅影响公司业绩,来年公司业绩要继续保持快速增长关键还看伺服系统业务的销售情况。

调研内容:

- 近期我们对汇川技术进行了实地调研,与公司董秘对公司的经营情况进行了交流。

调研结论:

- 公司今年业绩继续保持快速增长:

2011年前三季度公司实现营业收入7.9亿元,较上年同期增长68.70%;实现净利润2.6亿元,较上年同期增长72.49%。公司业绩继续保持快速增长的主要原因如下:(1)2011年上半年,市场需求较好,公司订单保持较快速度增长;(2)受益于国家保障房建设,电梯一体化产品增长超出预期;(3)加强品牌营销和渠道营销的同时,采取多产品组合销售策略,进一步促进销售增长。

- 公司综合毛利率的提升得益于产品设计的改善和规模效应:

2011年前三季度公司综合毛利水平达到55.55%,较去年同期上升3.92个百分点。在销售规模保持快速增长的同时毛利水平也得到提升的主要原因在于:(1)公司产品成本意识很强,在产品设计上不断进行优化,通过产品设计降低产品成本,这是公司产品在不断激烈的市场竞争中保持相对高毛利的关键因素;(2)公司产品销售规模不断扩大,由此带来一定的规模效应;(3)公司产品的品质逐步受到市场认可,这使得公司产品享受高溢价的同时也不断增强了公司的品牌效应。

- 公司未来业绩增长关键还看伺服系统业务:

公司业务目前基本形成变频器、一体化专机和伺服系统“三足鼎立”的格局。从各项业务发展空间看,伺服系统业务增长潜力最大:

变频器业务发展靠不断蚕食外资品牌市场份额,经过多年的快速发展,增速趋缓。一体化专机主要服务于国内电梯行业,目前市场竞争格局也趋于稳定,安川、富士、汇川和有时达均占据一定的市场份额,今年保障房大规模开工使得该项业务增速超预期,继续保持高速增长的可能性降低。

伺服业务,由于其应用领域广泛且产品线丰富,特别是大功率产品仍有很大的市场空间,2011年公司该项业务销售收入有望翻番,但仍低于管理层预期。产品销售受稀土等原材料价格上涨影响而显得比较被动,毛利也有所下滑。随着苏州生产基地的建成投产,伺服系统中的电机生产有望由外包改为自产。这样一来,该项业务毛利水平也有望得到提升,公司应对稀土等原材料价格上涨也更具灵活性。另外,管理层认为随着公司销售收入的不断增加,保持50%以上的增速难度越来越大,保持30%-50%的增长速度

相对较为合理。

● **大传动、新能源业务或给公司业绩带来惊喜:**

大传动、新能源等新募投资项目还处建设期，公司对明年大传动、新能源业务的销售不做预期。大传动产品已有在手订单，但尚未交货；新能源汽车业务盈利情况还看国家扶持政策，光伏产业目前则正处低谷期。我们预计大传动及新能源业务对公司近两年的利润贡献影响有限，但业绩弹性较大。

● **公司十分注重研发投入，产品品质决定公司未来:**

公司产品能够较国内其它公司产品享受10%左右的溢价的關鍵原因在于公司产品在对用户的理解及可靠性上更胜一筹。公司管理层清楚的意识到产品品质是公司生存的根本，从不因为价格而牺牲品质。公司将主要的外资品牌，特别是日系厂商视为主要竞争对手，不断加大研发投入，从技术上不断缩短与外资产品的差距。目前公司有员工约1700人，各产品线研发人员就多达400人左右。公司变频器业务收入近年一直保持40%左右的增速，远高于行业12%的平均增速，靠的就是高性价比，不断蚕食外资品牌的市场份额。

● **公司目前面临的主要困难是突破管理瓶颈:**

国内紧缩的货币政策和外围经济环境的不确定性，导致下半年市场需求放缓，公司三季度订单情况也有所下滑，四季度业绩增长不确定性增大。公司将利用技术优势及细分行业的领先优势，通过调整产品结构、加大对项目型市场、小型自动化市场的拓展力度，来应对部分行业需求的下滑。

不过，公司目前面临最主要的困难是突破管理瓶颈。公司员工规模由2007年的100多人发展到现在的1700多人，拥有六大产品线，业务规模不断扩张，业务流程复杂程度已经超出管理层预期，管理上如何完成“从小到大”的转变是目前管理层急需攻克的难关。

● **盈利预测与投资建议:**

预计公司2011年和2012年实现营业收入10.6亿和16.1亿元，每股收益分别达到1.68元和2.39元，对应当前股价市盈率42倍和29倍。公司是拥有较强技术优势的内资企业，细分行业市场占有率先，维持公司“增持”评级。

● **风险提示:**

伺服系统业务增长不达预期;

变频器和一体化专机业务销售大幅放缓;

企业规模不断扩大后的管理风险。

盈利预测

	2009年	2010年	2011E	2012E
营业收入(百万元)	303.93	674.60	1060.28	1610.24
增长比率(%)	55.98%	121.96%	57.17%	51.87%
归属母公司净利润(百万元)	102.62	220.33	361.98	517.08
增长比率(%)	84.42%	114.71%	64.29%	42.85%
每股收益(元)	0.48	1.02	1.68	2.39
市盈率(倍)	146	69	42	29

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。