

评级：审慎推荐（维持）

电力设备及新能源

公司研究报告

第一创业研究所
何本虎 S1080210110002

电话：0755-25832648

邮件：hebenhu@fcsc.cn**汇川技术（300124）11 半年报点评****——一体化策略促进高速增长，维持“审慎推荐”****事件要点：**

8月9日，公司发布2011年半年报，实现收入50068万元，同比增长80.7%。实现净利润17101万元，同比增长92.68%，每股收益为0.79元。另外，中期不进行利润分配。

点评：**1、一体化产品高速增长成为公司高速增长的关键**

2011年上半年，公司实现收入50068万元，同比增长80.7%。分项业务看，一体化专机和伺服系统的高速增长成为总体高速增长的关键。

低压变频器41%的增长与英威腾基本处于同一水平，符合市场预期。相对而言，一体化专机和伺服系统的增长更为耀眼。二者的增幅分别为85%和146%，显著超越变频器的水平。

从公司的发展战略看，以变频器为起点，逐步向一体化和伺服拓展。理论上讲，一体化和伺服在原理上是一致的。中期数据中，一体化占比接近40%，超过了低压变频，成为公司高速增长的重要因素。伺服由于增速接近150%，使得数量上已经具备了一定规模。我们认为，一体化高速增长的趋势将延续。

毛利率水平看，总体较为平稳。虽然包括低压变频类在内的各细分产品的毛利率均有不同程度提高，综合毛利率也提高了3.7个百分点。由于公司的毛利率绝对水平高，使得总体影响有限。

图表1 公司2011年上半年主营收入和毛利率变化一览表

	收入(万)	收入变化	毛利率	毛利率变化
低压变频类	16663	41.1%	51.7%	增加6.3个百分点
一体化专机类	19168	84.5%	61.82%	增加2.8个百分点
伺服系统	10439	146.4%	51.7%	减少2.8个百分点
PLC	2015	126.1%	50.1%	增加7.6个百分点
其他	1782	271.9%	46.1%	增加19.0个百分点
合计	50068	80.7%	55.3%	增加3.7个百分点

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



2、所得税和财务费用有明显影响

公司上半年的综合所得税率为 19%，较上年的 13%提高了 6 个百分点。其中，子公司汇川信息的所得税率从 11%提高到 24%。

另外，上半年的财务费用为-2300 万，比上年的-39 万增加了 2261 万元。考虑到税收因素，对净利润的影响为 1800 万左右，相当于净利润增长 20%左右。

3、盈利预测及投资建议

在业绩预测中，我们根据历史数据，将专机一体化产品分解为电梯和一体化两部分。我们预计 2011 年、2012 年和 2013 年每股收益分别为 1.73 元、2.51 元和 3.55 元，较上次预测提高了 10%左右。

目前的 87.50 元的股价对应的 2011 年、2012 年和 2013 年的 PE 分别为 51 倍、35 倍和 25 倍。短期看，目前股价低估不明显。考虑行业景气和增长的确定性，我们维持“审慎推荐”投资评级。

图表 2 公司 2010 年主营收入和毛利率变化一览表

万	2010 年	2011E	2012E	2013E
一、变频				
收入	25616	38424	53794	75311
增长率	79.5%	50.0%	40%	40%
毛利率	46.8%	47.0%	45.0%	45.0%
毛利	11988	18059	24207	33890
二、电梯				
收入	15766	25226	35316	49442
增长率	95.0%	60.0%	40.0%	40.0%
毛利率	59.7%	60.0%	60.0%	60.0%
毛利	9412	15135	21190	29665
三、一体化				
收入	10944	21888	35021	52531
增长率	101.0%	100.0%	60.0%	50.0%
毛利率	59.7%	60.0%	60.0%	60.0%
毛利	6534	13133	21012	31519
四、伺服				
收入	11144	24517	44130	66195
增长率	568.0%	120%	80%	50%
毛利率	56.6%	55.0%	55.0%	55.0%
毛利	6308	13484	24272	36407
五、其他				
收入	3993	9983	19966	35938
增长率	331.0%	150.0%	100.0%	80%



毛利率	40.0%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利	1597	2995	5990	10781
六、合计				
收入	67463	120037	188226	279418
收入增长	122.0%	77.9%	56.8%	48.4%
毛利	35839	62807	96670	142263
毛利率	53.1%	52.3%	51.4%	50.9%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图表 3 盈利预测表

万	2010年	2011E	2012E	2013E
一、营业利润				
营业收入	67460	120037	188226	279418
减：营业成本	31669	57231	91556	137155
减：营业税金及附加	301	536	840	1247
减：营业费用	7000	11210	15820	23485
减：管理费用	7841	13952	21878	32477
减：财务费用	-1354	-4604	-3223	-2256
减：资产减值损失	119	131	144	158
加：投资收益	39			
营业利润	21922	41581	61211	87151
二、利润总额				
加：营业外收支	3096	4644	6037	7848
利润总额	25018	46225	67248	95000
三、净利润				
减：所得税	2901	8783	12777	18050
净利润	22117	37443	54471	76950
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益	84	142	207	292
归属母公司净利润	22033	37300	54264	76657
总股本（万）				21600
EPS(元)	1.02	1.73	2.51	3.55

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

4、风险因素：（1）毛利率变化风险；（2）新产品推广风险。

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