

分析师：符彩霞

执业证书编号：S0050510120007

Tel: 010-59355924

Email: fucx@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



汇川技术(300124.SZ)

替代进口节能设备的创新型企业

投资要点

● **公司立足低压变频器进口替代。**公司现有产品主要有一体化及专机、低压变频器、伺服系统、可编程逻辑控制器和新能源产品。近年来，公司通过持续不断的新产品开发以及工业自动化技术应用领域的拓展，实现了收入和盈利的持续高增长，可以说公司属于比较典型的技术型企业。

● **低压变频器是公司的传统优势产品。**2010年国内低压变频器市场容量大约140亿元左右，其中75%为进口产品，主要进口品牌有ABB、西门子、安川和台达等。公司低压变频器2010年收入为2.56亿元，国内市场占有率大约在2%左右，处国内品牌的前列。预计公司低压变频器今年收入有望增长40%左右，明后年增长30%左右。

● **一体化及专机产品近年快速增长。**公司一体化及专机主要为国内二线品牌的电梯配套，在保障房建设的拉动下，预计该产品的高增长至少可保持到明年上半年。预计一体化及专机2011年收入增长80%左右，明后年增长分别为60%和50%左右。

● **伺服系统未来仍将快速增长。**伺服系统是公司近两年推出的继一体化及专机后的又一重量级产品，根据下游配套机器设备的需求情况，预计伺服系统2011年全年收入有望增长150%左右，明后年分别增长100%和80%左右。

● **评级与估值。**预计公司未来股价区间88.81元-89.28元，建议增持。风险在于公司主要产品需求增长不如预期，毛利率出现明显下滑。

机械设备

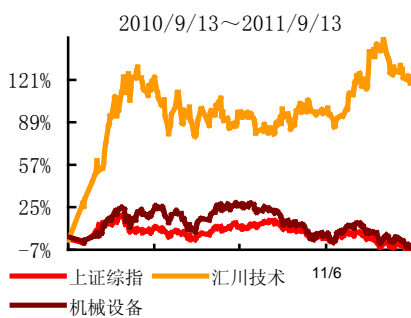
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	未评级
目标价格：	89.28

市场数据

市价(元)	77.8
上市的流通A股(亿股)	0.54
总股本(亿股)	2.16
52周股价最高最低(元)	43.13-91.67
上证指数/深证成指	2497.75/10892.39
2010年股息率	0.77%

52周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	674.60	1214	1913	2914
增长率(%)	121.96	80	60	50
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	220.33	408	603	863
增长率(%)	114.71	84.61	47.67	43.16
毛利率(%)	53.05	54	53.45	53.79
净资产收益率(%)	9.60	15.11	18.98	21.37
EPS(元)	2.51	1.89	2.79	4.00
P/E(倍)	76.27	41.16	27.87	19.47
P/B(倍)	7.76	6.22	5.29	4.16

来源：公司年报、民族证券

正文目录

一、公司定位于变频类产品的进口替代.....	3
二、低压变频器是公司的传统优势产品.....	3
三、一体化及专机产品近年快速增长.....	4
四、伺服系统未来几年仍将快速增长.....	5
五、新能源产品为公司的储备产品.....	5
六、公司盈利预测	5
1、公司分部收入预测	5
2、公司盈利预测	6
七、公司估值与投资评级	6
八、公司风险因素	7

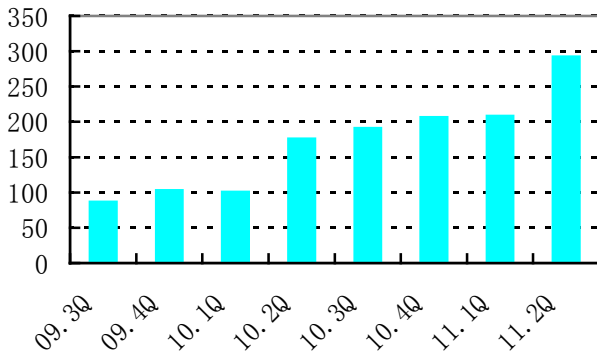
图表目录

图 1: 2009 年—2011 年公司各季单季收入（百万元）	3
图 2: 2009 年—2011 年公司各季单季净利（百万元）	3
图 3: 2007 年—2011 年公司低压变频器收入（百万元）	4
图 4: 2007 年—2011 年公司低压变频器毛利率（%）	4
图 5: 2007 年—2011 年公司一体机收入（百万元）	4
图 6: 2007 年—2011 年公司一体机毛利率（%）	4
图 7: 2007 年—2011 年公司一体机收入（百万元）	5
图 8: 2007 年—2011 年公司一体机毛利率（%）	5
表 1: 公司分部业务预测	5
表 2: 公司盈利预测表	6
表 3: 公司自由现金流预测	7
附录: 财务预测表	8

一、公司定位于变频类产品的进口替代

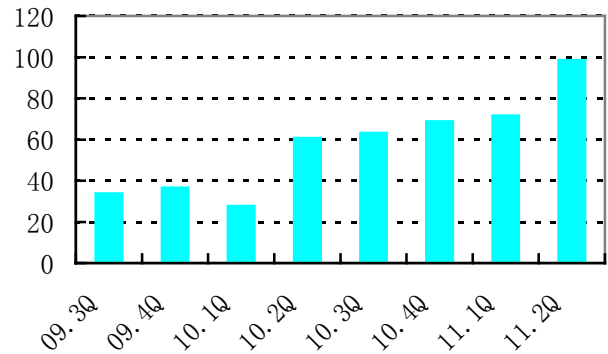
公司现有产品主要有一体化及专机、低压变频器、伺服系统、可编程逻辑控制器和新能源产品。其中可编程逻辑控制器是工业自动化的核心器件，低压变频器是公司传统优势产品，一体化及专机、伺服系统和新能源产品是公司在低压变频器产品基础上的延伸。近年来，公司通过持续不断的新产品开发以及工业自动化技术应用领域的拓展，实现了收入和盈利的持续高速增长，详见图 1 和图 2。可以说公司属于比较典型的技术型企业。

图 1：2009 年—2011 年公司各季单季收入（百万元）



资料来源：民族证券

图 2：2009 年—2011 年公司各季单季净利（百万元）



资料来源：民族证券

2011 年中期，公司一体化及专机实现收入 1.92 亿元，占总收入的 38.28%，毛利率 61.82%；低压变频器实现收入 1.67 亿元，占总收入的 33.28%，毛利率 51.73%；伺服系统实现收入 1.04 亿元，占总收入的 20.85%，毛利率 51.66%。

二、低压变频器是公司的传统优势产品

按照输入变频器的电网电压等级分类，变频器可以分为低压(110V、220V、380V 等)、中压(690V、1140V、2300V 等)和高压(3kV、3.3kV、6kV、6.6kV、10kV 等)变频器，高压变频器通常采用 IGBT 多级串联的主电路结构，而中压变频器和低压变频器普遍采用二电平或三电平的主电路结构。由于这一电路上的差异，业内普遍将 3kV 以上的称为高压变频器，3kV 以下的统称为中低压变频器。

低压变频器主要用于 380V 电压等级以下的工业用交流电机，起到节能和改善功率的效果。2010 年国内低压变频器市场容量大约 140 亿元左右，其中 75%为进口产品，主要进口品牌有 ABB、西门子、安川和台达等。公司低压变频器 2010 年收入为 2.56 亿元，国内市场占有率大约在 2%左右，处国内品牌的前列。

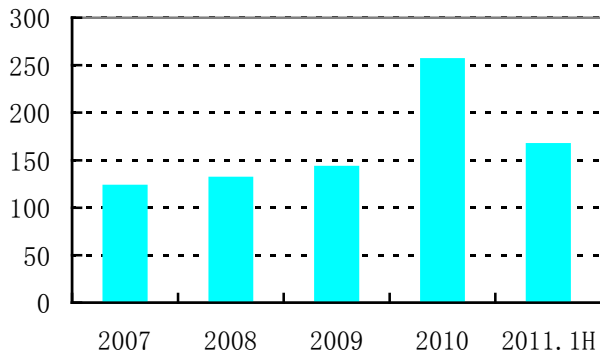
低压变频器属于工业自动化产品，其需求增速与整个工业增速有一定的相关性，过去几年国内工业快速发展，年均增速超过 20%，相关的自动化产品和变频器需求增速也超过 20%，预计未来国内工业增速将降至 15%左右，相关的自动化产品和变频器需求增速为预计也将回落至 15%左右。

公司低压变频器 2010 年和 2011 年获得了快速增长，详见图 3，这主要得益于几方面原因：一是国内需求在 4 万亿的刺激下出现了明显的恢复；二是公司上市公司后产能得到大幅提升；

三是公司替代进口的进程加快。考虑到公司苏州基地即将投产，我们预计公司低压变频器今年收入有望增长 40%左右，明后年增长 30%左右。

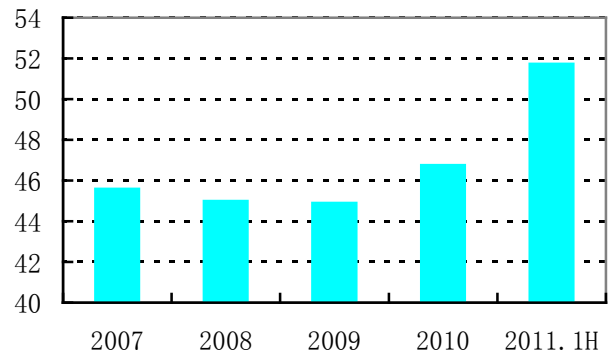
公司低压变频器的毛利率 2010 年和 2011 年有明显提升，详见图 4，这主要由于规模化效应，未来公司将通过新产品开发、零部件成本降低来努力化解产品售价下降的压力，尽量保持毛利率的相对稳定。

图 3：2007 年—2011 年公司低压变频器收入（百万元）



资料来源：民族证券

图 4：2007 年—2011 年公司低压变频器毛利率（%）



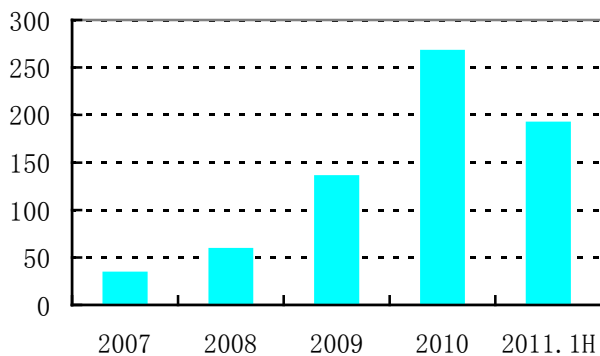
资料来源：民族证券

三、一体化及专机产品近年快速增长

公司一体化及专机产品主要用于电梯行业，除了变频器外，还包括控制系统等相关产品，因此称之为一体化及专机产品，这是公司在原有低压变频器产品的基础上延伸出来的产品，也是公司过去几年做得比较成功的一个产品，其收入保持了快速增长，详见图 5，毛利率也基本保持在 60%左右，详见图 6。

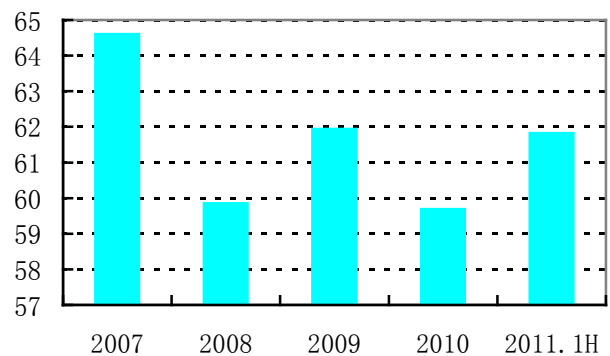
公司一体化及专机主要为国内二线品牌的电梯配套，在保障房建设的拉动下，预计该产品的高增长至少可保持到明年上半年。预计一体化及专机 2011 年收入增长 80%左右，明后年增长分别为 60%和 50%左右。

图 5：2007 年—2011 年公司一体机收入（百万元）



资料来源：民族证券

图 6：2007 年—2011 年公司一体机毛利率（%）

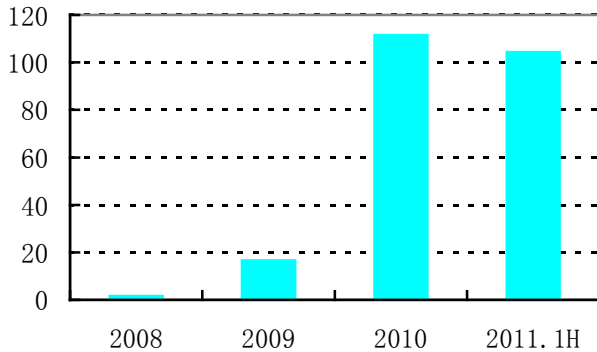


资料来源：民族证券

四、伺服系统未来几年仍将快速增长

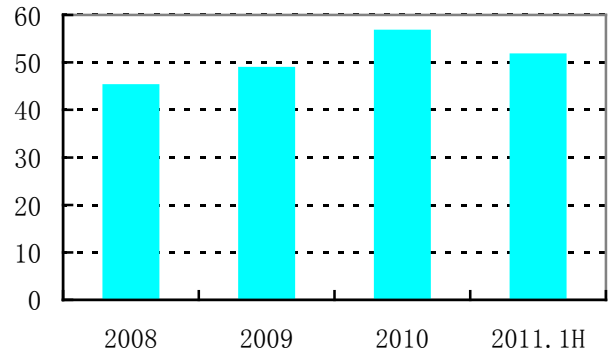
伺服系统是公司近两年推出的继一体化及专机后的又一重量级产品，公司伺服系统 70% 左右用于大功率机器上，主要是注塑机，30%左右用于小功率的机器上。根据下游配套机器设备的需求情况，预计伺服系统 2011 年全年收入有望增长 150%左右，明后年分别增长 100%和 80%左右。公司伺服系统历年收入和毛利率情况详见图 7 和图 8。

图 7：2007 年—2011 年公司一体机收入（百万元）



资料来源：民族证券

图 8：2007 年—2011 年公司一体机毛利率（%）



资料来源：民族证券

五、新能源产品为公司的储备产品

公司近两三年内的增长主要还是靠一体化及专机和伺服系统两大产品，两三年后的增长将取决于国内新能源行业的发展情况。

公司在新能源领域已进行积极布局，2010 年新能源产品 900 多万元的收入中有 600 万元是电动车配套的，今年上半年 600 多万元都是电动车。公司做的电动车控制器，主要是给公交、大巴和出租车配套。此外，光伏逆变器产品也在研发之中，这些产品将是公司未来增长的储备产品。

六、公司盈利预测

1、公司分部收入预测

根据上述分析，公司本部各部分业务收入预测如表 1 所示。

表 1：公司分部业务预测

单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
分部收入					
一体化及专机	135.32	267.11	480.80	769.28	1,153.92
低压变频器	142.71	256.16	358.62	466.21	606.07
伺服系统	16.63	111.44	278.60	557.20	1,002.96
可编程逻辑控制器	6.19	21.48	47.26	70.88	106.33
选配件	3.09	9.25	16.65	29.97	53.95
新能源产品		9.17	13.76	27.51	55.02
分部收入增长					

一体化及专机	131.04%	97.39%	80%	60%	50%
低压变频器	8.63%	79.50%	40%	30%	30%
伺服系统	907.88%	570.11%	150%	100%	80%
可编程逻辑控制器	473.15%	247.01%	120%	50%	50%
选配件	41.74%	199.35%	80%	80%	80%
新能源产品			50%	100%	100%
分部毛利率 (%)					
一体化及专机	61.94	59.69	60.00	60.00	60.00
低压变频器	44.9	46.76	50.00	50.00	50.00
伺服系统	48.79	56.6	51.00	51.00	51.00
可编程逻辑控制器	40.92	41.03	50.00	50.00	50.00
选配件	20.72	18.52	20.00	20.00	20.00
新能源产品		55.62	56.00	56.00	56.00

资料来源：民族证券。

2、公司盈利预测

据此初步预计公司 2011 年-2013 年收入分别为 12.14 亿元左右、19.43 亿元左右和 29.14 亿元左右，分别增长 80%、60%和 50%，净利分别为 4.08 亿元、6.03 亿元和 8.63 亿元，每股收益分别为 1.89 元和 2.79 元和 4.0 元左右，详见表 2。

表 2：公司盈利预测表

单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	304	675	1,214	1,943	2,914
主营业务成本	145	317	559	904	1,347
主营业务税金及附加	1	3	11	18	27
营业费用	22	70	109	175	262
管理费用	42	78	152	243	364
财务费用	-1	-14	-49	-39	0
资产减值损失	2	1	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	94	219	432	641	914
营业外收支	20	31	49	68	102
税前利润	114	250	480	709	1,016
所得税费用	12	29	72	106	152
净利润	103	221	408	603	863
少数股东损益	0	1	0	0	0
母公司所有者净利润	103	220	408	603	863
EPS (元)	1.27	2.51	1.89	2.79	4.00

资料来源：民族证券。

七、公司估值与投资评级

相对估值法。考虑到公司未来的成长性，可给予 32 倍 PE，以此计算，公司未来一年的合理价值为 89.28 元左右。绝对估值法。无风险收益率取 10 年期国债收益率为 4.15%左右，市

场风险溢价 8.5%，边际税率 15%，付息债务占比 30.0%，则公司的加权资金成本为 10.53%， β 值取同类公司过去 1 年对沪深 300 指数的均值为 1.0，永续增长率为 2.0%。得出公司的每股价值为 88.81 元，详见表 3。综合分析，公司未来 12 个月的合理估值区间为 88.81 元-89.28 元，建议增持。

表 3：公司自由现金流预测

单位：%	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
NOPLAT	326	512	776	1,014	1,324
资产减值损失	0	0	0	0	0
折旧摊销	16	36	44	52	60
资本支出	(116)	(76)	(84)	(92)	(100)
营运资本支出	(92)	(138)	(149)	(109)	(127)
公司自由现金流	134	334	588	865	1,157

资料来源：民族证券

八、公司风险因素

公司风险主要在于两个方面：一是受经济周期波动，公司主要产品需求增长不如预期；二是产品售价降幅快于成本降幅，使公司毛利率出现明显下滑。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,382	2,851	3,472	4,539
现金	2,083	2,334	2,644	3,332
应收账款	157	283	452	679
预付账款	9	16	26	38
其他应收款	5	8	13	20
存货	120	193	309	428
其他	9	17	27	41
非流动资产	80	183	225	269
长期投资	0	0	0	0
固定资产	0	0	0	0
无形资产	78	178	218	258
其他	2	5	8	12
资产总计	2,463	3,034	3,698	4,808
流动负债	161	293	469	703
短期借款	0	0	0	0
应付账款	100	179	286	428
其他	61	114	183	274
非流动负债	6	37	52	65
长期借款	0	30	43	54
其他	6	7	9	11
负债合计	167	330	521	768
少数股东权益	1	1	1	1
股本				
资本公积金				
留存收益				
归属母公司股东权益	2,294	2,703	3,176	4,039
负债和股东权益	2,463	3,034	3,698	4,808

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	136	282	460	756
净利润	220	408	603	863
折旧摊销	6	16	36	44
财务费用	-14	-49	-39	0
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-80	-92	-138	-149
其它	3	-1	-1	-2
投资活动现金流	-54	-116	-76	-84
资本支出	-55	-116	-76	-84
长期投资	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	1,877	84	-74	16
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	30	13	11
普通股增加	1,858	0	0	0
资本公积增加				
其他	14	49	-91	0
现金净增加额	1,959	251	311	688

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	675	1,214	1,943	2,914
营业成本	317	559	904	1,347
营业税金及附加	3	11	18	27
营业费用	70	109	175	262
管理费用	78	152	243	364
财务费用	-14	-49	-39	0
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	219	432	641	914
营业外收支	31	49	68	102
利润总额	250	480	709	1,016
所得税	29	72	106	152
净利润	221	408	603	863
少数股东损益	1	0	0	0
归属母公司净利润	220	408	603	863
EBITDA	213	399	638	957
EPS (元)	2.51	1.89	2.79	4.00

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	121.96%	80.00%	60.00%	50.00%
营业利润	133.32%	96.96%	48.53%	42.44%
归属母公司净利润	114.71%	84.61%	47.67%	43.16%
获利能力				
毛利率	53.05%	54.00%	53.45%	53.79%
净利率	32.79%	33.63%	31.03%	29.62%
ROE	9.6%	15.11%	18.98%	21.37%
ROIC	9.62%	14.89%	18.66%	21.02%
偿债能力				
资产负债率	6.79%	10.88%	14.08%	15.97%
净负债比率				
流动比率	14.82	9.74	7.41	6.46
速动比率	14.07	9.08	6.75	5.85
营运能力				
总资产周转率	3.65	2.50	1.90	1.65
应收帐款周转率	0.23	0.23	0.23	0.23
应付帐款周转率	0.15	0.15	0.15	0.15
每股指标(元)				
每股收益	2.04	1.89	2.79	4.00
每股经营现金	1.26	1.31	2.13	3.50
每股净资产	21.24	12.51	14.70	18.70
估值比率				
P/E	76.27	41.16	27.87	19.47
P/B	7.76	6.22	5.29	4.16
EV/EBITDA	78.99	42.14	26.34	17.56

分析师简介

1993 年华中理工大学机械本科，1999 年中国人民大学产业经济学硕士。2001 年进入证券行业，先后在长城证券金融研究所和民族证券研发中心从事机械行业及相关上市公司研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%—20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn