

电气自控设备
署名人: 张镭
S0960511020006
0755-82026705
zhanglei@cjis.cn
参与人: 施成
S0960111080550
18688837206
0755-82026910

汇川技术

300124

强烈推荐

期待新行业新渠道发力

汇川技术公布 2012 年一季报。2012 年一季度, 公司实现营业收入 2.14 亿元, 同比增长 2.67%; 归属于上市公司股东的净利润为 5949 万元, 同比下滑 16.86%; 实现每股收益 0.28 元, 同比下滑 15.15%。公司一季度净利润的下滑, 主要是受行业需求萎缩和规模扩大费用上升的影响。公司本身的经营情况良好, 坚定看好公司的长远发展。

投资要点:

- **下游领域拓展+渠道扩张弥补行业萎靡带来的影响。**在行业需求下滑 20% 的背景下, 公司的主营业务收入依然保持了 2.67% 的正增长, 这一表现已经难能可贵。公司通过进入起重、通用伺服、纺织等新领域, 弥补了注塑机等行业需求疲软带来的收入下滑; 通过新增 59 家认证渠道, 弥补了单个渠道销售收入下降带来的波动。
- **电梯行业仍然是公司收入的重要支柱。**在其他 OEM 市场受宏观经济影响, 行业出现萎缩的背景下, 电梯行业肩负支撑公司业绩的重任。城市化进程的持续和保障房建设的推进, 使得电梯市场仍然谨慎乐观。公司将通过开拓国外市场, 发展控制柜和配套业务, 来继续维持电梯收入的较高增长。
- **起重、通用伺服、纺织等下游行业今年或有突破性进展。**从 2011 年开始, 公司逐步从专用伺服产品向通用伺服发展, 在性能逐步提升后, 有望逐步抢占达、松下的通用伺服市场; 起重方面, 公司在门机、桥式起重机、港机方面都推出了专用产品, 近两年起重将进入收获期; 纺织方面, 杭州汇坤产品试机成功, 进入推广阶段, 和经纬纺机的合作也已经展开。三大领域齐发力, 共助公司高增长。
- **经销渠道开拓有序进行中。**公司在进入新行业的同时, 也加紧发展新的经销商。公司坚持渠道拓展的几大原则, 多在空白区域布置新经销商, 新行业选择熟悉行业的经销商, 项目型市场寻找有资源的经销商。同时, 公司在重点领域都配备了专门的销售人员, 和经销商合作进行下游的拓展。
- **给予公司强烈推荐的投资评级。**我们认为公司的业绩波动主要是行业需求萎缩造成的, 在行业回暖后将重回高增长。预测公司 12-14 年 EPS 为 2.09、2.84、3.85 元, 对应 PE 为 20.99、15.43、11.40 倍。给予强烈推荐的投资评级, 未来 6-12 月的目标价格为 70.00 元, 相当于 2012 年 33.50 倍 PE。

风险提示:

- 宏观经济继续下滑, 行业需求萎缩, 新领域拓展乏力。

主要财务指标

单位: 百万元

营业收入	1054	1436	1945	2682
收入同比(%)	56%	36%	35%	38%
归属母公司净利润	340	451	614	831
净利润同比(%)	54%	33%	36%	35%
毛利率(%)	55.5%	53.4%	52.8%	52.2%
ROE(%)	13.6%	15.3%	18.3%	20.9%
每股收益(元)	1.57	2.09	2.84	3.85
P/E	27.85	20.99	15.43	11.40
P/B	3.78	3.20	2.82	2.39
EV/EBITDA	24	16	12	8

资料来源: 中投证券研究所

6-12 个月目标价: 70 元

当前股价: 46.10 元
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2406.81
总股本(百万)	216
流通股本(百万)	64
流通市值(亿)	29
EPS	1.57
每股净资产(元)	11.59
资产负债率	5.96%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
汇川技术	-5.79	-2.82	-27.69
机械设备	-2.59	6.50	-6.67
沪深 300 指数	2.03	4.02	3.87



相关报告

汇川技术--从工控走向新能源, 从安川走向 ABB 2011-11-22
汇川技术-年报点评: 行业过冬, 静待复苏 2012-03-28
20120228 公司研究-汇川技术 300124-新产品, 新市场, 高增长-强烈推荐 (中投证

目 录

一、一季报主要内容	4
二、下游领域拓展和渠道扩张	6
2.1 起重、通用伺服、纺织三大新领域爆发在即	6
2.2 渠道扩张助力公司高成长	7
三、投资建议：强烈推荐	8
3.1 投资建议：强烈推荐	8

图表目录

图 1 2011-2012 年汇川技术分季度销售收入和同比增长情况 (亿元)	4
图 2 2011-2012 年汇川技术分季度管理费用和销售费用变化.....	4
图 3 2011-2012 年汇川技术分季度毛利率变化	5
图 4 纺织机械行业伺服电机应用场合	7
表 1 纺织领域下游变频器需求情况.....	6

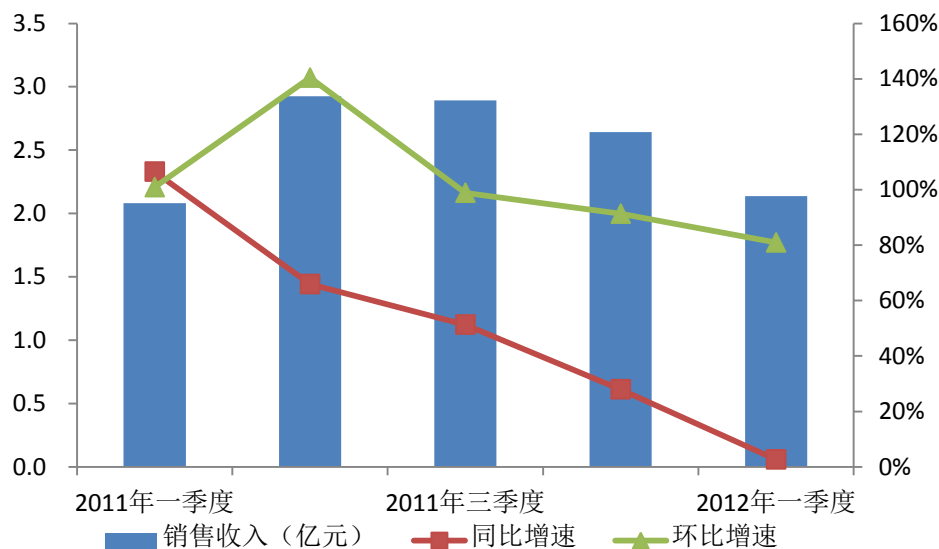
一、一季报主要内容

公司的一季报和之前的业绩预告相符，并靠近预告的上限，公司本身的出色实力在弥补行业下滑的负面影响。

2012年一季度，公司实现营业收入2.14亿元，同比增长2.67%；归属于上市公司股东的净利润为5949万元，同比下滑16.86%；实现每股收益0.28元，同比下滑15.15%。

从营业收入来看，由于2011年的一、二季度是行业景气度的高点，以后逐季下滑，因此同比增长更显得难能可贵。环比来看，2012年一季度收入为2011年四季度的80.95%，考虑到春节因素，一季度大致只能当作2个月来计算，我们可以看出，在行业景气度不佳的情况下，公司实际上已经逐渐步入了上行通道。

图 1 2011-2012 年汇川技术分季度销售收入和同比增长情况 (亿元)

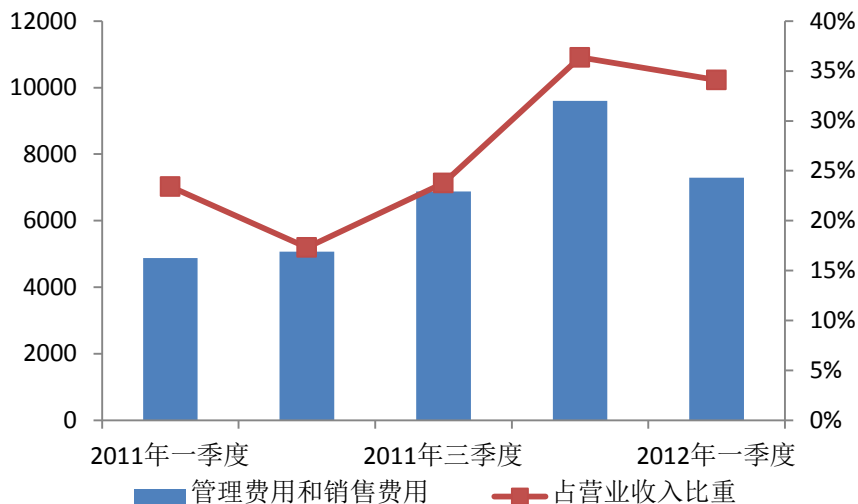


资料来源：汇川技术公司公告

实际上公司净利润的下滑，更多是体现了费用的增长。在2011年上半年行业高度景气的情况下，公司的人员扩张速度较快，而作为一个重视研发的企业，公司的管理费用和研发人员的数量高度相关。这就导致了在收入增长偏慢的情况下，公司的费用占比过高。

同时我们也可以注意到，公司的管理费用和销售费用，同2011年三季度大致相当，可以看出在行业不景气的情况下，公司已经减缓了人员总量的扩张，而更重视核心人才的招聘，未来几个季度，公司期间费用占销售收入的比重将会明显下降。

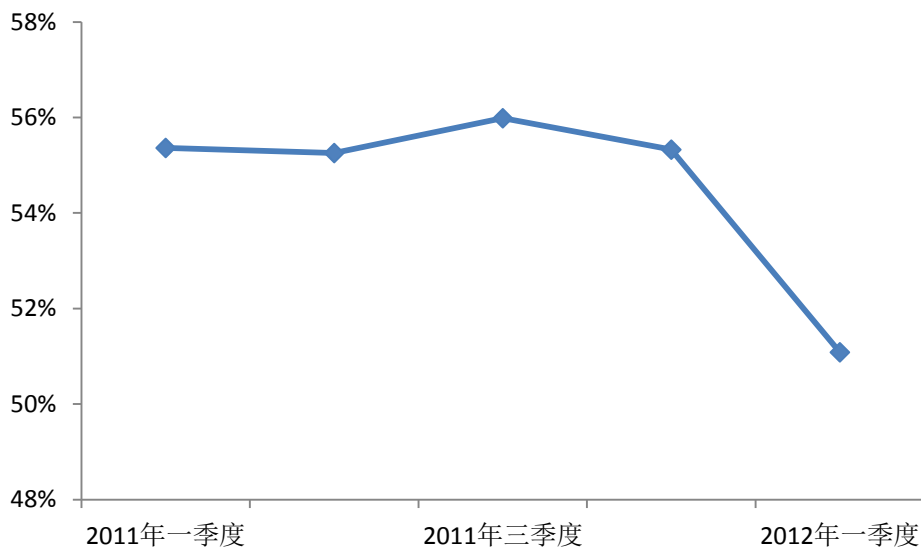
图 2 2011-2012 年汇川技术分季度管理费用和销售费用变化



资料来源：汇川技术公司公告

此外，公司一季度收入偏低，导致规模效应偏低；苏州工厂线的启用，导致与生产相关的费用增加，使得单位产品制造费用占比升高，这些因素使得公司的综合毛利率由上年同期的 55.36% 下降至 51.08%，这也是净利润偏低的原因。我们认为随着行业景气度回升，公司销售收入重回快速增长轨道；稀土涨价因素消除；公司的产品毛利率有望得到回升。

图 3 2011-2012 年汇川技术分季度毛利率变化



资料来源：汇川技术公司公告

目前根据我们微观调研的结果，工控行业确定处于底部，我们所需等待的，就是何时行业景气度上升，带来公司新一轮的高增长。

二、下游领域拓展和渠道扩张

2.1 起重、通用伺服、纺织三大新领域爆发在即

从经营情况来看，公司将通过进入起重、通用伺服、纺织等新领域，弥补注塑机等行业需求疲软带来的收入下滑；通过新增 59 家认证渠道，弥补了单个渠道销售收入下降带来的业绩波动。

起重领域是公司 2012 年的重点市场，公司在起重领域投入了大量的资源，即将迎来其收获期。起重主要包括三大子行业，通用起重，港机和塔机。目前港机已经通过了振华重工的试用，但获得大规模采购还需等待；通用起重方面，门式起重机，桥式起重机，公司都推出了专用的产品；港机也已有产品。这些产品都有专门配置了销售人员，可见公司对其的重视。以后的 2-3 年，是公司起重产品收获的季节。

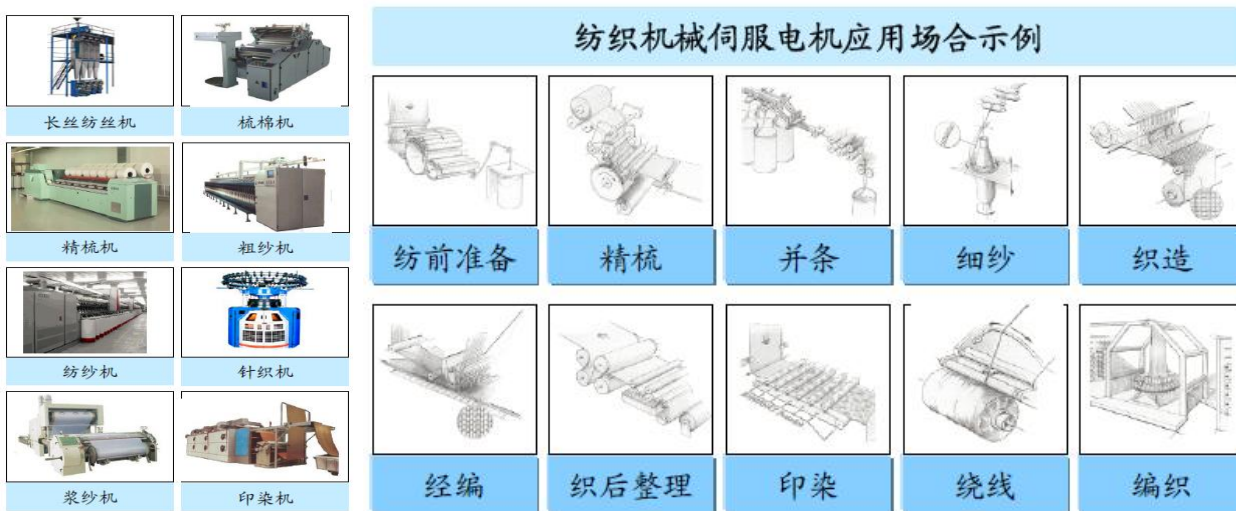
纺织领域也有突破。专用产品方面，子公司杭州汇坤用专用控制器，来拓展专门的行业；通用产品方面，用通用伺服逐步开始切入大行业。目前杭州汇坤产品已经试用成功，处于推广的过程中；而大客户拓展方面，和经纬纺机的合作，也已经顺利展开。由于纺织行业下游复杂，需要的产品种类繁多，分别要配给不同的控制板，因此我们预计纺织行业的拓展速度，可能会慢于电梯。

表 1 纺织领域下游变频器需求情况

应用领域	所用技术	功率范围	其他
纺纱	对调速要求一般，基本 V/F 控制足够，高速或高性能并条机需要矢量控制甚至伺服	0.75-37kW	工作环境高噪音、高温、多尘絮，需要适应恶劣环境
织造	平滑启动，矢量控制，电子卷绕，电子送经；单锭络筒、针织机、整经机要求故障和定长（或满轴时）自动停机；络筒、并纱、捻线机要求变频器具有摆频功能；浆纱机要求调速范围大，张力恒定，多电机同步调速。	0.2-22kW	工作环境和纺纱机类似，针织机对抗振能力有要求
染整	部分正反转，四象限需求；同步精度高，需要矢量控制；间歇式染色机要求调速范围宽，张力卷绕控制，快速正反转；印花机要求调速范围宽，平滑快速起制动，对花定位高精度；水洗机负载惯性大，要求变频器快速制动；后整理线的多电机传动要求速度同步精度高，张力控制；	1.5-30kW	工作环境高温和潮湿
化纤	纺丝机采用永磁同步机驱动，保证各驱动点转速高精度同步；牵伸电机在运行和停止时都要求保持化纤丝的张力恒定，变频器应具有零伺服功能和张力卷绕控制功能；	0.75-800kW	要求最高，难度最大

资料来源：公开资料，中投证券研究所

图 4 纺织机械行业伺服电机应用场合



资料来源：《大陆交流伺服系统市场调查报告》，中投证券研究所

通用伺服也是公司近两年下了大功夫的领域。之前由于公司的伺服产品性能弱于松下、台达等产品，因此独辟蹊径，先走了专用伺服的道路，其典型产品是注塑机伺服。从 2011 年开始，公司专注于通用伺服的性能提高，产品在改进后，有望抢占松下、台达的市场。目前这两家公司的通用伺服产品，销售收入总和在 10 亿元以上。

如果电梯业务能够稳步增长，上述三大领域顺利推进，公司将迎来新一轮高速增长。

2.2 渠道扩张助力公司高成长

销售渠道的领先，也是汇川成功的重要原因。在低压变频器领域，也有其他技术相当出色的公司，但取得的业绩不如汇川，可以说销售的能力是其中一个重要的因素。

汇川走坚持分销，但贴近用户的原则，市场的拓展可以说是经销商和销售人员共同完成的。采用分销的模式，降低了公司控制资金的风险，并减少了一定的销售队伍建设和销售人员管理的成本；而贴近用户的亚直销模式，使得公司一直保证了自身的销售能力，可以说是结合了直销和分销的优点。

从公司目前的经销商团队建设来看，在高速扩张的情况下，依旧保持了公司坚持的几大原则。多在空白区域布置新经销商，不同经销商间尽量不发生重合；在新行业选择熟悉行业的经销商，保证更快地切入市场；项目型市场寻找有资金、有资源的经销商，根据下游的特点灵活选择经销商。同时，公司在重点领域都配备了专门的销售人员，和经销商合作进行下游的拓展。

可以说，公司在行业不景气的情况下，仍然稳定地进行自身的布局。我们确定公司处于“厚积”的阶段，“薄发”只是时间问题。

三、投资建议：强烈推荐

3.1 投资建议：强烈推荐

我们认为汇川技术短期的业绩波动不改公司长期增长的趋势,看好公司在其他专机领域和项目型市场的拓展。我们预测公司 12-14 年 EPS 为 2.09、2.84、3.85 元,给予公司强烈推荐的投资评级,未来 6-12 月的目标价格为 70 元。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2405	2845	3074	3688
现金	1838	1757	1692	1834
应收账款	131	244	367	506
其他应收款	15	26	35	48
预付账款	15	134	184	257
存货	246	469	505	641
其他流动资产	160	215	292	402
非流动资产	268	530	774	989
长期投资	0	0	0	0
固定资产	193	311	482	660
无形资产	67	66	66	65
其他非流动资产	8	152	227	264
资产总计	2673	3375	3848	4677
流动负债	148	398	459	649
短期借款	0	0	0	0
应付账款	94	308	349	513
其他流动负债	54	90	110	136
非流动负债	12	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	12	0	0	0
负债合计	159	398	459	649
少数股东权益	10	21	36	60
股本	216	216	216	216
资本公积	1739	1739	1739	1739
留存收益	549	1000	1398	2013
归属母公司股东权益	2504	2956	3353	3968
负债和股东权益	2673	3375	3848	4677

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	6	169	412	620
净利润	346	462	629	855
折旧摊销	12	33	55	85
财务费用	-47	-37	-38	-38
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-307	-300	-242	-291
其他经营现金流	1	12	8	10
投资活动现金流	154	-288	-300	-300
资本支出	166	300	300	300
长期投资	1	0	0	0
其他投资现金流	322	12	0	0
筹资活动现金流	-131	37	-178	-178
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	108	0	0	0
资本公积增加	-108	0	0	0
其他筹资现金流	-130	37	-178	-178
现金净增加额	29	-81	-65	142

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1054	1436	1945	2682
营业成本	469	670	919	1283
营业税金及附加	11	7	10	13
营业费用	105	136	194	268
管理费用	159	187	233	295
财务费用	-47	-37	-38	-38
资产减值损失	4	5	5	6
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	352	468	622	855
营业外收入	62	75	85	95
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	413	543	707	950
所得税	67	82	78	95
净利润	346	462	629	855
少数股东损益	6	11	16	24
归属母公司净利润	340	451	614	831
EBITDA	317	464	639	901
EPS (元)	1.57	2.09	2.84	3.85

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	56.2%	36.3%	35.4%	37.9%
营业利润	60.7%	33.0%	32.8%	37.4%
归属于母公司净利润	54.3%	32.6%	36.1%	35.4%
获利能力				
毛利率	55.5%	53.4%	52.8%	52.2%
净利率	32.3%	31.4%	31.6%	31.0%
ROE	13.6%	15.3%	18.3%	20.9%
ROIC	38.6%	30.0%	30.6%	33.5%
偿债能力				
资产负债率	6.0%	11.8%	11.9%	13.9%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	16.29	7.15	6.70	5.68
速动比率	14.62	5.97	5.60	4.69
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.47	0.54	0.63
应收账款周转率	10	7	6	6
应付账款周转率	4.84	3.33	2.80	2.98
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.57	2.09	2.84	3.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.03	0.78	1.91	2.87
每股净资产(最新摊薄)	11.59	13.68	15.52	18.37
估值比率				
P/E	27.85	20.99	15.43	11.40
P/B	3.78	3.20	2.82	2.39
EV/EBITDA	24	16	12	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

施成, 中投证券研究所电力设备行业分析师, 清华大学工学硕士。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434