

## 汇川技术 (300124.SZ)

## 仪器仪表行业

评级: 增持 维持评级

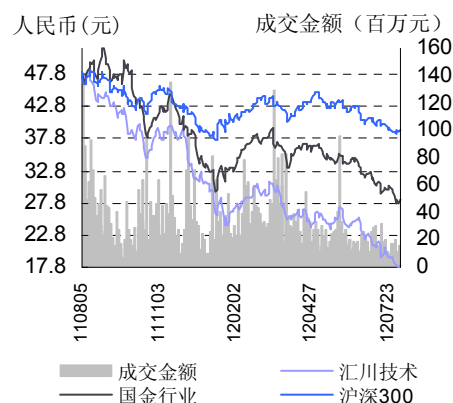
业绩点评

市价(人民币): 18.18元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	116.23
总市值(百万元)	70.68
年内股价最高最低(元)	49.00/17.80
沪深 300 指数	2353.74



## 相关报告

1. 《短期增长受制于大环境;长期价值不改》, 2011.10.25
2. 《扩张产品线,保持长期竞争力;业绩贡献尚早》, 2011.9.5

邢志刚 分析师 SAC 执业编号: S1130512010002  
(8621)61038287  
xingzg@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)61038279  
zhangshuai@gjzq.com.cn

## 短期受制宏观环境; 但投入加大仍显扩张雄心

## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	2.040	1.574	0.767	0.959	1.204
每股净资产(元)	21.24	11.59	6.92	7.51	8.25
每股经营性现金流(元)	1.36	0.03	1.20	0.58	0.85
市盈率(倍)	68.57	34.43	23.71	18.96	15.11
行业优化市盈率(倍)	148.12	99.47	21.00	15.00	12.00
净利润增长率(%)	114.71%	54.34%	-12.34%	25.09%	25.49%
净资产收益率(%)	9.60%	13.58%	11.09%	12.77%	14.58%
总股本(百万股)	108.00	216.00	388.80	388.80	388.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司公布中报, 1-6月实现收入 5.3 亿, 同比增长 5.5%, 实现净利润 1.42 亿, 同比下降 16%, 扣非后 1.37 亿, 同比下滑 17%;

## 经营分析

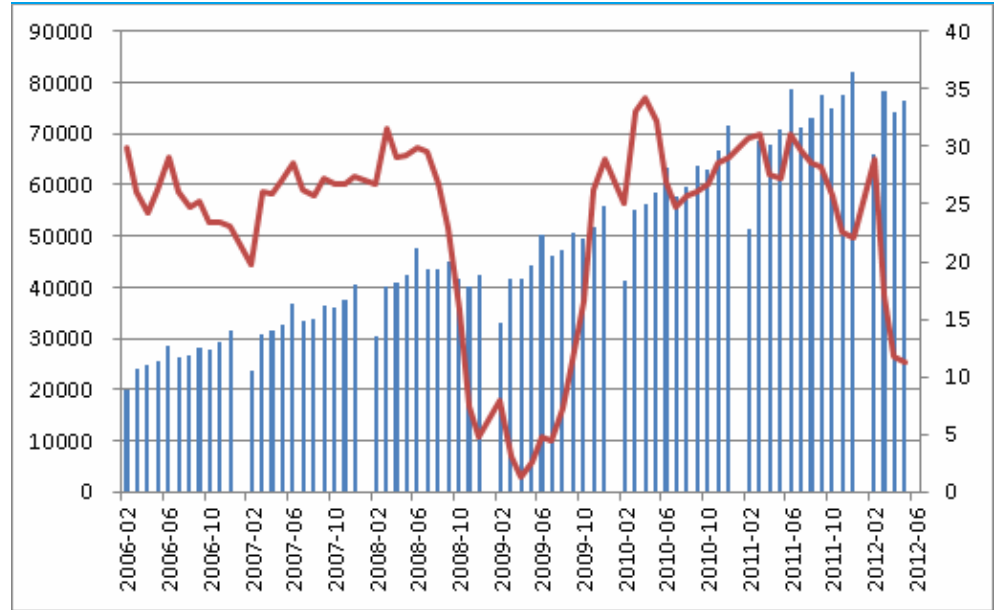
- 业绩下滑原因有两方面, 被动原因在于工业和房地产投资的下滑, 主动原因在于公司加大了人员和研发投入: 从宏观环境来看, 公司所处的工控行业受到宏观投资景气下滑的影响明显。根据统计局数据, 1-6 月全国固定资产投资同比增长 20.4%, 增速较去年下滑了 5.2 个百分点, 5 月工业投资增速更是大幅下滑近 16 个百分点, 客观上造成行业景气下滑; 另一方面, 公司在今年加大了销售和研发投入, 销售费用率和管理费用率分别提升了 2.2 和 7.1 个百分点, 特别是上半年公司研发投入占比达 12.3%, 同比提升了 5.5 个百分点, 反映了公司在行业低谷主动进行产品储备和扩张的意图;
- 对行业判断准确, 该收则收, 现金状况保持良好; 毛利率同比下滑, 但环比有所回升: 虽然从应收账款来看公司目前周转天数仍然较去年上升了近 1 倍至 60 日, 但是由于较好的控制并消化了库存, 减少了采购使得在制造业整体现金状况困难的情况下, 经营现金大幅净流入。这反映出公司良好的财务控制能力和对行业的判断。同时超募资金使公司当前现金充沛, 成为渡过行业寒冬的筹码。如果能够在谷底收购优质资产未来更将形成先机。另外, 虽然在竞争加剧和需求不济情况下, 各产品线毛利率出现不同程度下滑, 且整体同比下滑 4 个百分点, 但环比却出现回升的趋势;
- 长期来看, 我们认为公司核心竞争力仍然在应用性的研发能力和行业寻向的战略, 这将有助公司在未来获得更丰富的产品增长点: 我们认为公司持续的研发投入为公司未来持续增长提供可能。从上半年工控行业面临的困境来看, 行业收入增速预计下滑 5~8%。但公司却仍然保持了+5.5%的收入增长, 足以体现公司在成功的行业寻向战略下, 不断地实现着市场份额的扩张。虽然短期来看行业仍然将在底部运行, 但是未来工控的成长空间和公司产品纵向和横向的扩张能力仍然是我们长期看好公司的重要理由;

## 盈利调整

- 在对宏观投资较为谨慎的判断下, 我们下调公司盈利预测, 预计 2012-2014EPS 为 0.77/0.96/1.20。对应估值为 24/19/15。但需要指出的目前销售和管理费用率在销售规模反弹后的下降, 将对 EPS 形成相当向上弹性;
- 建议交易性投资者可以等待工业和地产投资复苏后再进行配置, 但是长线投资者目前可以开始逐步进行配置。

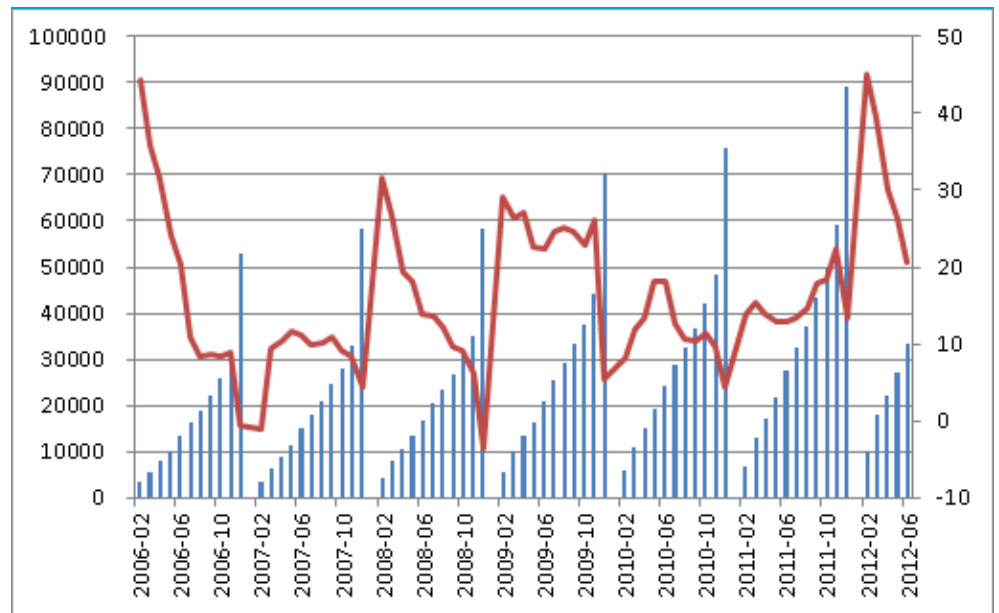
宏观大环境是业绩增速下滑的客观原因

图表1: 近期工业投资增速下滑 (左轴工业投资, 亿; 右轴增速, %)



来源: 统计局, 国金证券研究所

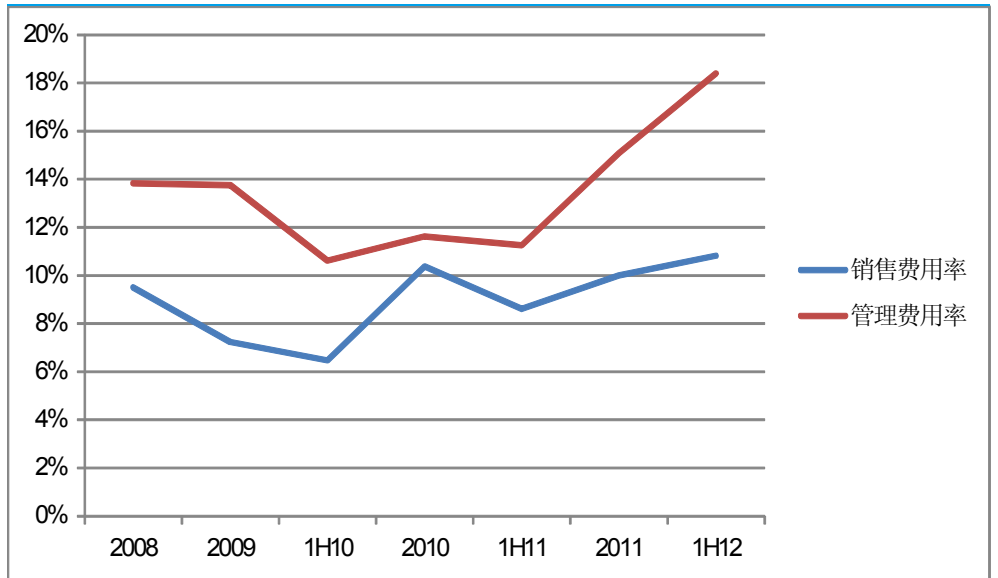
图表2: 近期竣工面积同比增速下滑 (左轴竣工面积; 右轴增速, %)



来源: 统计局, 国金证券研究所

销售费用率和管理费用率下滑是主观原因

图表3: 公司销售费用率和管理费用率的变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司通过控制存货和减少采购来对冲应收账款的上升造成的现金压力。并且总体来看应收账款的增速确是在下滑。我们认为公司在行业整体不佳的情况下, 保持了较好的经营性现金状况。同时由于上市超募资金使得公司现金充沛, 成为渡过行业寒冬的重要筹码。并有望在谷底收购形成未来增长的先机。

图表4: 经营性现金状况

项目	2008	2009	1H10	2010	1H11	2011	1H12
应收帐款	21.2	45.3	67.7	66.5	135.4	130.6	218.9
yoy		113%		47%	100%	96%	62%
存货	35.1	58.6	99.2	119.6	215.8	246.4	194.2
yoy		67%		104%	117%	106%	-10%
预付帐款	9.4	3.9	1.8	8.9	37.0	15.3	20.1
yoy		-59%		129%	1934%	72%	-46%
销售收入	194.8	303.9	277.1	674.6	500.7	1054.0	528.3
yoy		56%		122%	81%	56%	6%
销售费用	99.1	144.7	134.0	316.7	223.8	469.1	257.2
yoy		46%		119%	67%	48%	15%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表5: 各产品收入和毛利率变化

分行业或分产品	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上年同期增减(%)	营业成本比上年同期增减(%)	毛利率比上年同期增减(%)
<b>分行业</b>						
工业自动化	526,551,513.58	256,427,504.57	51.30	6.50	15.96	-3.97
新能源	1,761,709.12	768,595.11	56.37	-71.93	-71.26	-1.01
<b>分产品</b>						
变频器类	392,379,103.76	182,909,345.15	53.38	9.51	19.08	-3.75
其中: 电梯一体化及专机	229,104,609.69	101,660,223.12	55.63	19.53	38.93	-6.20
运动控制类	90,996,838.84	49,937,419.45	45.12	-12.83	-1.05	-6.54
控制技术类	24,013,387.96	11,766,552.96	51.00	19.19	16.95	0.94
新能源类	1,761,709.12	768,595.11	56.37	-71.93	-71.26	-1.01
大传动类	2,314,498.30	1,271,714.12	45.05	0.00	0.00	0.00
传感器类	5,099,199.04	2,704,633.69	46.96	0.00	0.00	0.00
其他	11,748,485.68	7,837,839.20	33.29	1.65	11.96	-6.14
<b>合计</b>	<b>528,313,222.70</b>	<b>257,196,099.68</b>	<b>51.32</b>	<b>5.52</b>	<b>14.92</b>	<b>-3.98</b>

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表6: 三张报表

损益表(人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	304	675	1,054	1,156	1,533	1,890
增长率		122.0%	56.2%	9.7%	32.6%	23.3%
主营业务成本	-145	-317	-469	-555	-777	-961
%销售收入	47.6%	46.9%	44.5%	48.0%	50.7%	50.9%
毛利	159	358	585	601	756	929
%销售收入	52.4%	53.1%	55.5%	52.0%	49.3%	49.1%
营业税金及附加	-1	-3	-11	-12	-12	-11
%销售收入	0.4%	0.4%	1.1%	1.0%	0.8%	0.6%
营业费用	-22	-70	-105	-116	-146	-170
%销售收入	7.2%	10.4%	10.0%	10.0%	9.5%	9.0%
管理费用	-42	-78	-159	-185	-238	-293
%销售收入	13.8%	11.6%	15.1%	16.0%	15.5%	15.5%
息税前利润(EBIT)	94	206	309	289	360	454
%销售收入	31.0%	30.6%	29.3%	25.0%	23.5%	24.0%
财务费用	1	14	47	19	21	22
%销售收入	-0.5%	-2.0%	-4.5%	-1.7%	-1.3%	-1.2%
资产减值损失	-2	-1	-4	-8	-5	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	94	219	352	301	376	472
营业利润率	30.9%	32.5%	33.4%	26.0%	24.5%	25.0%
营业外收支	20	31	61	43	54	67
税前利润	114	250	413	344	430	539
利润率	37.6%	37.1%	39.2%	29.7%	28.0%	28.5%
所得税	-12	-29	-67	-40	-50	-63
所得税率	10.2%	11.6%	16.1%	11.6%	11.6%	11.6%
净利润	103	221	346	304	380	477
少数股东损益	0	1	6	6	7	9
归属于母公司的净利润	103	220	340	298	373	468
净利率	33.8%	32.7%	32.3%	25.8%	24.3%	24.8%

现金流量表(人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	103	221	346	304	380	477
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5	7	16	23	20	28
非经营收益	0	-1	-49	-37	-51	-65
营运资金变动	-21	-82	-307	176	-122	-109
经营活动现金净流	86	146	8	465	227	331
资本开支	-11	-48	-166	-38	-66	31
投资	0	0	1	-1	0	0
其他	0	-1,921	319	0	0	0
投资活动现金净流	-11	-1,969	154	-39	-66	31
股权募资	0	1,865	1	0	0	0
债权募资	0	0	0	48	0	1
其他	-28	-6	-133	-1	-116	-145
筹资活动现金净流	-28	1,859	-131	47	-116	-144
现金净流量	47	36	30	474	44	218

资产负债表(人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	125	2,083	1,838	2,312	2,356	2,574
应收款项	71	162	293	241	360	468
存货	59	120	246	182	256	316
其他流动资产	4	18	27	30	41	50
流动资产	259	2,382	2,405	2,766	3,013	3,409
%总资产	89.2%	96.7%	90.0%	89.4%	87.4%	88.4%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	17	67	194	262	368	382
%总资产	6.0%	2.7%	7.3%	8.5%	10.7%	9.9%
无形资产	12	11	68	65	64	63
非流动资产	31	80	268	329	434	446
%总资产	10.8%	3.3%	10.0%	10.6%	12.6%	11.6%
资产总计	290	2,463	2,673	3,095	3,447	3,855
短期借款	0	0	0	48	48	48
应付款项	61	120	111	180	249	308
其他流动负债	13	45	45	159	204	254
流动负债	74	166	156	387	501	610
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	1	3	0	0	0
负债	74	167	159	387	501	611
普通股股东权益	216	2,294	2,504	2,689	2,920	3,209
少数股东权益	0	1	10	16	23	31
负债股东权益合计	290	2,463	2,673	3,095	3,443	3,852

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益		2.040	1.574	0.767	0.959	1.204
每股净资产	2.664	21.245	11.592	6.916	7.510	8.255
每股经营现金净流	1.067	1.364	0.028	1.197	0.583	0.851
每股股利	0.000	1.200	0.600	0.292	0.365	0.459
回报率						
净资产收益率	48%	10%	14%	11%	13%	15%
总资产收益率	35%	9%	13%	10%	11%	12%
投入资本收益率	39%	8%	10%	9%	11%	12%
增长率						
主营业务收入增长率	56%	122%	56%	10%	33%	23%
EBIT增长率	90%	119%	50%	-7%	25%	26%
净利润增长率	84%	115%	54%	-12%	25%	25%
总资产增长率	69%	749%	9%	16%	11%	12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40	30	34	50	60	65
存货周转天数	118	103	142	120	120	120
应付账款周转天数	86	85	75	90	90	90
固定资产周转天数	20	13	67	57	43	73
偿债能力						
净负债/股东权益	-58%	-91%	-73%	-84%	-78%	-78%
EBIT利息保障倍数	-68.2	-15.3	-6.5	-14.9	-17.5	-20.8
资产负债率	26%	7%	6%	13%	15%	16%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	16
增持	1	1	1	2	8
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	2.00	1.55

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-11-09	增持	41.57	151.00 ~ 151.00
2 2011-03-23	增持	37.97	N/A
3 2011-04-27	增持	38.64	N/A
4 2011-07-27	增持	44.03	N/A
5 2011-09-05	增持	43.01	N/A
6 2011-10-25	增持	36.21	N/A

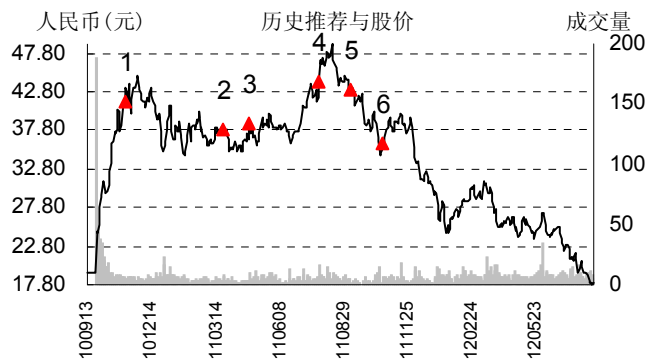
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性  
3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B