

评级：强烈推荐（维持）
电力设备
公司跟踪报告

证券研究报告

分析师 何本虎 S1080510120013

研究助理 罗佳华 S1080111080059

电话：0755-25832903

邮件：luojiahua@fcsc.cn

汇川技术(300124)

——伺服产品培育走上正轨，竞争地位逐渐加强

摘要：

- 1、在工控行业整体下滑的背景下，电梯一体化子行业依然保持较高增长速度，是汇川技术上半年业绩贡献主要产品。但考虑到房地产行业因素影响，下半年还需观察。并且行业新进入者台达、英威腾的竞争策略需要关注，它们在产品没有优势的情况下可能采取价格竞争策略。
- 2、汇川技术目前重点开拓的行业起重、纺织都还处在市场培育的初期，研发优势产品、培育重点客户、获取行业应用专家都面临不小的挑战。
- 3、国内通用伺服产品技术与国外巨头差距明显，汇川技术在通用伺服整体技术方面走在国内企业前列。其通用伺服产品 IS500 目前基本成熟，并销售规模突破 5000 万元，逐渐得到下游客户认可。

点评：

1、电梯行业为上半年业绩贡献最大，但受房地产行业影响有放缓风险

从收入来看，上半年实现收入 52831.3 万元，同比增长 5.52%，在工控行业整体下滑严重的情况下，公司收入保持增长，电梯一体化产品贡献突出。

分产品来看，电梯一体化产品占公司收入构成的 43%，上半年保持 19.53% 的增速，是公司增长最快的产品。伺服产品增速下降 12.8%，主要在于下游注塑行业需求下滑。通用变频产品实现收入 1.63 亿，同比负增长 2%。主要产品增长情况见下表。

图表 1 公司 2012 年半年报简要财务数据一览表

	收入(万)	收入变化	毛利率	毛利率变化
变频器	39238	9.51%	53.38%	-3.75%
运动控制类	9099.7	-12.83%	45.12%	-6.54%
控制技术类	2401	19.19%	51.00%	0.94%
新能源类	176	-71.93%	56.37%	-1.01%
大传动	231.4	-	45.05%	-
传感器	509.9	-	46.96%	-
其他	1175	1.65%	33.29%	-6.14%
总计	52831	5.52%	51.32%	-3.98%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

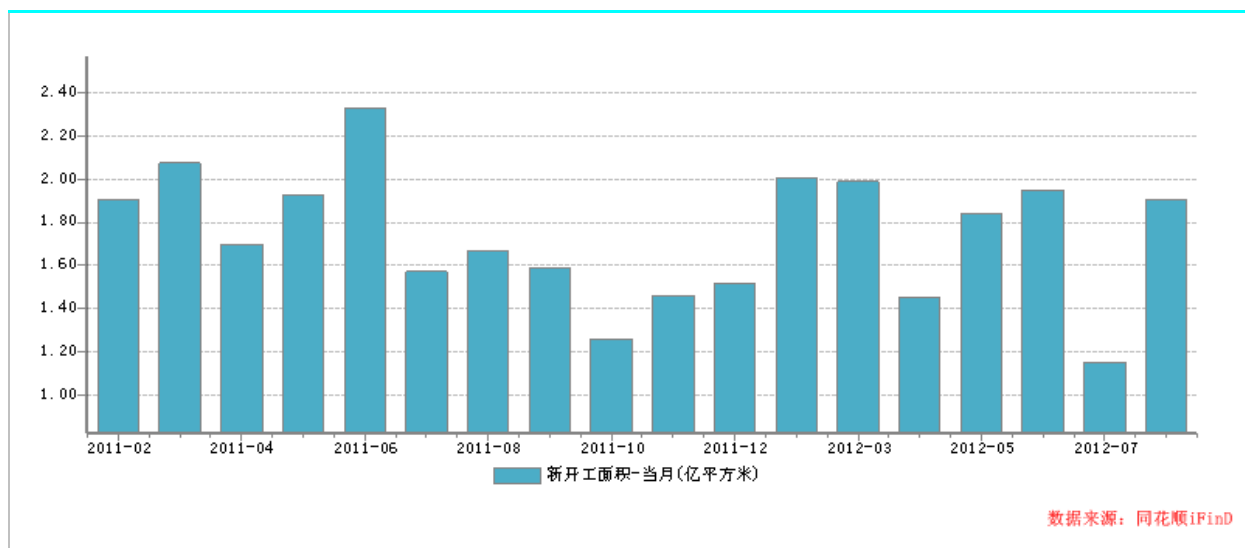


考虑到房地产行业状况，下半年电梯一体化产品收入增长情况有待跟踪。从房地产开工面积每月数据看到，2011年10月到12月是一个低点，按照电梯采购延迟房地产开工大约6个月，因此房地产行业因素影响本应体现在2012年二季度，但从汇川技术以及新时达半年报情况来看，两个公司都保持大约20%的增速，表明行业并没有明显影响，对此，我们预计原因可能是：

- 在房地产开工面积中，近期的保障房以及中西部地区较为低端房地产比例上升。
- 在此类低端房地产项目中，主要采购国产电梯，而汇川技术和新时达的主要客户都为国产电梯客户。

但考虑到房地产行业不景气状况将持续，下半年电梯一体化产品的增长情况还需要进一步跟踪。

图表2 我国每月房地产新开工数据变化



数据来源：ifind 第一创业证券研究所

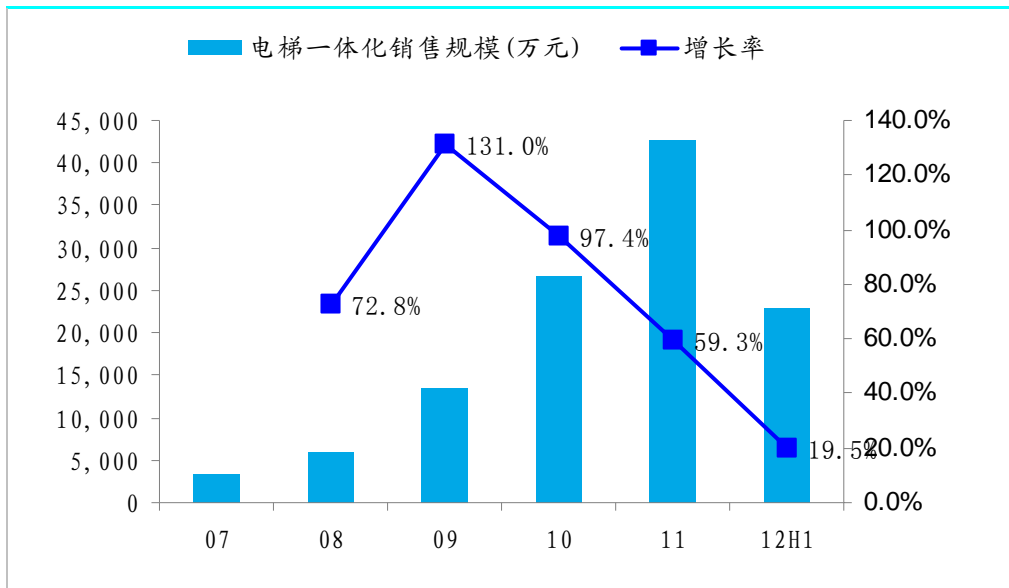
行业新进入者有采取价格竞争的担忧。目前电梯一体化产品市场竞争格局稳定，主要有安川、新时达、汇川技术三家主要公司，并且各家市场份额接近。此时，新的进入者英威腾、台达，其面对稳定竞争的市场格局，在本身产品并不具备技术优势的情况下，可能采取价格竞争策略，这会对行业产品价格产生下行压力。



2、起重、纺织行业的拓展还需要时间积累

从汇川技术前期开拓电梯行业的情况看，即使有革命性产品，市场推广的成功也需要时间积累过程。从 2005 年公司推出电梯一体化产品：NICE 系列异步电机电梯一体化控制器，电梯一体化产品是行业内革命性产品，其在随后逐渐取代其他电梯产品类型。但市场推广进程在较早的前期依然较慢，直到 2008 年公司电梯一体化产品销售规模突破 5000 万元，并在 2011 年成为电梯控制器龙头企业。

图表 3 汇川技术电梯一体化产品销售规模变化



数据来源：wind 第一创业证券研究所

汇川技术一般新产品市场开拓方法与华为类似，主要的步骤包括：

- 先集中力量研发新产品。
- 集中优势销售力量攻克业内一些标杆客户。
- 召集一批行业应用专家、业内客户进行专家营销。

从公司目前重点开拓的两个行业来看，起重行业自 2010 年推出 CAN 系列产品，目前还处在攻克行业内标杆客户的阶段，行业应用专家的召集还在进行中。对于纺织行业的开拓情况，子公司杭州汇坤成立于 2011 年，目前还处于产品研发阶段，包括抓住纺织行业从传统的水纺转为气纺，公司研发气纺控制系统等产品。总的来说，公司目前新行业开拓还处于积累阶段，离专家营销等行业大规模扩张还有相当一段距离。



3、通用伺服平台产品初具规模

通用伺服产品是公司未来支柱产品之一，随着国内工业自动化需求的延续，伺服的市场规模将不输于变频器市场规模。但国内由于伺服发展的时间较短，技术水平远没有成熟。从目前参与者来看，华中数控以及广州数控在数控机床专用伺服系统方面具有很强的技术实力，但它们并没有涉足通用伺服产品。

国内通用伺服产品与外资品牌产品的技术差距主要表现在：1、多轴协同控制技术；2、高精度传感器技术；3、底层芯片的理解程度和使用它设计产品的能力。

汇川技术是国内少数几个推出较为成熟的通用伺服产品系列的公司。目前其 IS500 系列产品在经过不断改进之后逐渐成熟，并将主要研发力量逐渐转到新一代产品的开发上来。其通用伺服产品去年销售规模大约 5000 万元，据我们预计，今年通用伺服产品在行业下滑明显的情况下，保持较高增速，表明其竞争力逐渐得到客户认可。

4、盈利预测及投资建议

按照最新股本 38880 万股计算，我们预计 2012 年、2013 年和 2014 年每股收益分别为 0.89 元、1.02 元、1.22 元。目前的 18.18 元的股价对应的 2012 年、2013 年和 2014 年的 PE 分别为 20.4 倍、17.8 倍和 14.9 倍。公司逆势加强研发投入将进一步增强公司竞争实力，因此维持“强烈推荐”投资评级。

图表 4 公司主营收入和毛利率预测一览表

万	2011 年	2012E	2013E	2014E
一、变频器				
收入	77899	85689	94258	103684
增长率	48.9%	10.0%	10%	10%
毛利率	57.1%	53.3%	53.0%	53.0%
毛利	44480	45672	49957	54952
二、运动控制				
收入	18536	19463	22382	25740
增长率	66.3%	5.0%	15.0%	15.0%
毛利率	49.5%	45.0%	47.0%	49.0%
毛利	9172	8758	10520	12612
三、控制技术				
收入	4175	5010	6513	8467



增长率	94.3%	20.0%	30.0%	30.0%
毛利率	53.8%	51.0%	51.0%	51.0%
毛利	2246	2555	3322	4318
四、新能源				
收入	2351	1646	2139	2781
增长率	156.3%	-30%	30%	30%
毛利率	67.8%	65.0%	63.0%	60.0%
毛利	1594	1070	1348	1669
五、其他				
收入	2441	3662	5492	8238
增长率		50.0%	50.0%	50%
毛利率	40.9%	40.0%	40.0%	40.0%
毛利	999	1465	2197	3295
六、合计				
收入	105402	115469	130785	148910
收入增长	56.2%	9.6%	13.3%	13.9%
毛利	58491	59520	67343	76847
毛利率	55.5%	51.5%	51.5%	51.6%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图表 5 盈利预测表

万	2011 年	2012E	2013E	2014E
一、营业利润				
营业收入	105403	115469	130785	148910
减：营业成本	46910	55949	63442	72063
减：营业税金及附加	1144	1254	1420	1617
减：营业费用	10532	10961	11794	12086
减：管理费用	15892	19151	19522	20005
减：财务费用	-4722	-5430	-3801	-2661
减：资产减值损失	424	424	466	513
加：投资收益	0	0	0	0
营业利润	35222	33161	37942	45288
二、利润总额				
加：营业外收支	6075	7594	9113	10935
利润总额	41297	40755	47054	56223
三、净利润				
减：所得税	6653	6113	7058	8433
净利润	34644	34642	39996	47790
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益	637	132	152	182



归属母公司净利润	34007	34510	39844	47608
总股本(万)				38880
EPS(元)	0.87	0.89	1.02	1.22

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

5、风险因素：(1) 工控行业保持低迷状态；(2) 公司在新市场开拓不力。

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(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

第一创业证券股份有限公司

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

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135