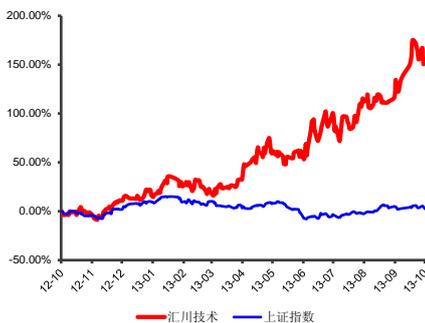


2013 年 10 月 25 日

评级：推荐（首次）

汇川技术（300124）2013 年三季度报告点评

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

分析师：马宝德

执业证书编号：S0590513090001

联系人：

黄骥

电话：0510-82832053

Email: huangji@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。
 国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件：

10 月 24 日晚，公司公布 2013 年三季报。报告期内，公司实现营业收入 11.63 亿元，同比增长 35.04%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.03 亿元，同比增长 66.63%。2013 年第三季度实现营业收入 4.61 亿元，同比增长 38.64%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.78 亿元，同比增长 78.49%，环比增长 22.22%。前三季度 EPS 为 1.04 元，第三季度 EPS 为 0.46 元。

点评：

- 业绩符合我们的预期，主要原因是公司电梯一体化控制器、注塑机专用伺服系统、通用伺服系统、高压变频器等工控产品取得较快增长。此外，受益于产业政策，公司的新能源汽车电机控制器和光伏逆变器取得了快速增长。同时，归属上市股东净利润也快速增长，且幅度远高于收入增速。一方面得益于毛利率的提升和期间费用率的下降，另一方面应退税款在本期集中到账，导致报告期内营业外收入大幅增加。
- 毛利率依然维持高位。电梯一体化控制器、注塑机专用伺服驱动器等高毛利率产品在销售结构中比重增加和产品成本降低，使得公司毛利率较去年同期有所提高（从 51.45% 增至 53.92%）。我们判断随着伊士通从 10 月份纳入合并报表范围，注塑机专用伺服系统收入占比将提升，毛利率能够维持较高的水平。
- 费用控制得力，期间费用率从去年三季报的 22.62% 降至今年同期 21.79%。从今年二月份开始，股权激励摊销费用陆续计入销售费用和管理费用，但销售费用率同比仅增加 0.16 个百分点，管理费用率下降了 1.76 个百分点，这说明公司费用控制得力。超募资金的减少产生利息收入减少，使得财务费用相应减少。我们认为期间费用率相较于去年已有明显改善，但仍有下降的空间。
- 新产品加速推出，为今后业绩奠定扎实基础。通用伺服驱动系统

IS620P 和储能变流器都已具备批量发货能力，有望明年为开拓新的市场打开局面。新一代通用变频器 MD500 样机已在初样测试中，第三代电梯一体化产品也在初步设计中。公司在研发方面的高投入必将带来丰厚的回报。

- **首次给予“推荐”评级。**我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 1.45、1.92、2.66 元。公司 10 月 25 日收盘价 54.00 元，对应 13-15 年估值分别为 37 倍、28 倍、20 倍。公司未来发展前景良好，空间巨大，我们首次给予“推荐”评级。
- **风险提示：**房地产市场下滑导致电梯行业需求下滑，竞争加剧导致毛利率下滑。



资产负债表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	328.99	467.76	724.64	967.57
应收票据及账款	467.96	1153.38	1488.98	1855.62
预付账款	122.58	230.19	744.49	861.54
其他应收款	11.07	23.39	36.24	48.39
存货	705.49	1305.76	1969.75	2580.78
其他流动资产	0.56	3.39	5.21	6.93
流动资产总计	1636.64	3183.88	4969.31	6320.83
长期股权投资	16.37	16.37	16.37	16.37
固定资产	289.59	278.19	273.13	242.54
在建工程	31.66	61.39	36.11	30.83
无形资产	74.88	145.73	199.92	154.11
长期待摊费用	3.71	51.86	50.00	50.00
其他非流动资产	0.00	100.00	0.00	0.00
非流动资产合计	416.22	653.54	575.53	493.85
资产总计	2052.85	3837.42	5544.84	6814.68
短期借款	403.00	1158.48	1565.25	1647.34
应付票据及账款	496.08	571.27	953.10	1290.39
其他流动负债	380.81	790.91	1225.36	1636.60
流动负债合计	1279.89	2520.66	3743.71	4574.33
长期借款	0.00	306.13	445.53	445.53
其他非流动负债	30.10	30.10	30.10	30.10
非流动负债合计	30.10	336.23	475.63	475.63
负债合计	1309.99	2856.88	4219.34	5049.96
股本	134.00	134.00	134.00	134.00
资本公积	325.97	325.97	325.97	325.97
留存收益	280.49	516.74	859.63	1296.22
归属母公司权益	740.47	976.71	1319.60	1756.19
少数股东权益	2.40	3.82	5.89	8.53
股东权益合计	742.87	980.54	1325.50	1764.72
负债和股东权益合计	2052.85	3837.42	5544.84	6814.68

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
税后经营利润	115.95	229.09	336.38	430.64
折旧与摊销	27.92	132.68	208.01	211.68
财务费用	22.87	41.18	81.49	91.97
其他经营资金	-11.54	-923.20	-712.26	-360.06
经营性现金净流量	155.20	-520.24	-86.38	374.22
投资性现金净流量	-128.09	-361.42	-121.42	-121.42
筹资性现金净流量	149.19	1020.42	464.68	-9.87
现金流量净额	176.30	138.77	256.88	242.93

利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1245.43	2338.81	3623.20	4837.87
营业成本	826.80	1489.39	2319.22	3139.95
营业税金及附加	5.50	7.44	11.53	15.39
销售费用	50.63	112.26	173.91	232.22
管理费用	191.09	409.29	634.06	846.63
财务费用	22.87	41.18	81.49	91.97
其他经营损益	-21.95	-15.00	-15.00	-15.00
投资收益	0.89	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.82	0.00	0.00	0.00
营业利润	126.65	264.24	387.99	496.71
其他非经营损益	6.76	9.90	9.90	9.90
利润总额	133.41	274.14	397.89	506.61
所得税	17.44	36.47	52.93	67.39
净利润	115.97	237.67	344.96	439.22
少数股东损益	2.19	1.43	2.07	2.64
归属母公司股东净利润	113.77	236.25	342.89	436.59
EBITDA	184.20	448.01	687.39	810.26
NOPLAT	130.36	264.79	407.03	510.37
EPS(元)	0.85	1.76	2.56	3.26

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营收增长率	0.55	0.88	0.55	0.34
EBIT 增长率	0.50	1.02	0.52	0.25
EBITDA 增长率	0.53	1.43	0.53	0.18
净利润增长率	0.52	1.05	0.45	0.27
盈利能力				
毛利率	0.34	0.36	0.36	0.35
净利率	0.09	0.10	0.10	0.09
ROE	0.15	0.24	0.26	0.25
ROA	0.06	0.06	0.06	0.06
ROIC	0.16	0.28	0.18	0.17
估值倍数				
P/E	75.58	36.40	25.08	19.70
P/S	1.22	0.34	0.56	0.72
P/B	11.61	8.80	6.52	4.90
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBIT	56.31	31.18	21.39	17.07
EV/EBITDA	47.77	21.95	14.92	12.61
EV/NOPLAT	67.50	37.14	25.19	20.02

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。