国联证券 GUOLIAN SECURITIES

证券研究报告

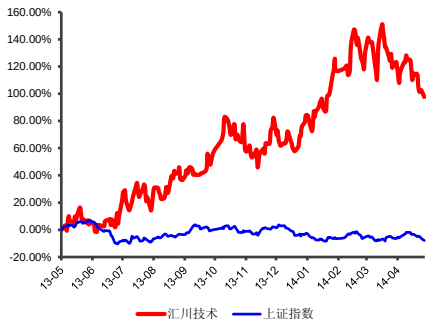
业绩稳步增长，产品更加多样化

环保节能行业

2014 年 4 月 29 日

评级：推荐（维持）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

2014/3/14 《年报靓丽，新业务进入收获期》

2014/1/29 《业绩符合预期，14 年依然高增速》

2013/10/25 《新产品加速推出，高增速有望维持》

报告作者：

分析师：黄骥

执业证书编号：S0590514020001

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。**

汇川技术（300124）2014 年一季报点评

事件：2014 年 4 月 28 日晚，公司公布 2014 年一季报。报告期内，公司实现营业收入 4.41 亿元，同比增长 53.66%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.2 亿元，同比增长 54.79%；实现基本每股收益 0.31 元，同比增长 55%。

点评：

- **收入和净利润继续保持高增长。**由于基数较低和新产品的推出，电动汽车电机控制器和通用伺服产品取得了快速增长。电梯一体化控制器、注塑机专用伺服、通用变频器、PLC 业务保持了稳健增长。此外，公司营业外收入从去年一季度的 832 万元增至今年同期 4053 万元，主要是因为今年软件退税进度较快，软件退税收入增长较多。
- **毛利率的回落是产品结构调整的结果，并非竞争力的下降。**公司的主要产品电梯一体化控制器和注塑机专用伺服过去收入占比较高（2013 年收入占比 57%左右），且这两项业务毛利率较高，使得公司整体毛利率保持在高位。随着新业务的不断开拓，电动汽车控制器、新能源产品、通用变频器、通用伺服收入占比逐渐提高。这些新产品的毛利率稍低，公司整体毛利率的降低在情理之中。
- **费用率控制依然稳定，经营性现金流入偏少。**期间费用率为 27.39%，较去年同期增加了 2.92 个百分点。销售费用率和管理费用率和去年相比只有不到一个百分点的波动。由于超募资金的不断较少，财务费用有所增加，财务费用率由去年一季度的-5.48%增至-3.05%。经营性现金活动净流量报告期为-4503 万元，主要原因在于许多下游客户以承兑汇票的形式支付货款，导致经营性现金流入偏少。应收账款平均周转率从去年一季度 1.27 降至今年同期 1.13，账款周转时间变长，与新能源产品账期较长有关。
- **新产品研发顺利。**公司新一代通用伺服 IS620P 预计 2014 年 4 月份启动小批量试制，新一代通用变频器 132-400KW 机型产品初步

设计已完成，规格书和整体技术方案拟制中，这些将提升公司在更多下游行业的竞争力。继电动汽车电机控制器有所突破后，公司进军电动汽车集成控制器，已完成第一轮测试，这将巩固公司在电动汽车零部件细分行业上的领先地位。

- **维持“推荐”评级。**我们预计公司2014-2016年EPS分别为1.97、2.73、3.77元。公司4月28日收盘价62.82元，对应14-16年估值分别为32倍、23倍、17倍。公司未来发展前景良好，空间巨大，我们维持 “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的风险，应收账款不断增加形成坏账的风险，竞争加剧导致毛利率下滑的风险。

资产负债表				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	2043.57	1961.66	1990.03	2097.73
应收票据及账款	770.82	989.36	1484.05	2151.87
预付账款	24.32	37.70	45.15	65.46
其他应收款	13.06	30.58	45.87	66.52
存货	322.41	511.55	767.32	1112.61
其他流动资产	1.53	7.47	11.21	16.25
流动资产总计	3175.71	3538.32	4343.62	5510.44
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	206.58	229.10	283.60	320.06
在建工程	90.52	150.43	135.35	120.26
无形资产	130.19	129.32	145.13	152.59
长期待摊费用	7.46	53.73	50.00	50.00
其他非流动资产	39.79	86.47	126.51	159.90
非流动资产合计	474.54	649.06	740.58	802.82
资产总计	3650.26	4187.38	5084.20	6313.26
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	308.68	345.81	518.71	752.13
其他流动负债	74.00	81.84	122.75	177.99
流动负债合计	382.69	427.64	641.46	930.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	33.93	33.93	33.93	33.93
非流动负债合计	33.93	33.93	33.93	33.93
负债合计	416.62	461.57	675.39	964.05
股本	388.80	388.80	388.80	388.80
资本公积	1619.72	1619.72	1619.72	1619.72
留存收益	1063.21	1544.50	2212.39	3131.99
归属母公司权益	3071.73	3553.02	4220.91	5140.51
少数股东权益	161.91	172.79	187.90	208.70
股东权益合计	3233.64	3725.81	4408.81	5349.21
负债和股东权益合计	3650.26	4187.38	5084.20	6313.26

现金流量表				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
税后经营利润	569.21	632.00	924.75	1322.63
折旧与摊销	30.95	125.48	208.49	237.76
财务费用	-66.77	-60.08	-59.28	-61.32
其他经营资金	-81.21	-399.57	-563.11	-770.46
经营性现金净流量	452.18	297.83	510.85	728.61
投资性现金净流量	-180.55	-154.91	-146.36	-137.82
筹资性现金净流量	-204.27	-224.84	-336.11	-483.09
现金流量净额	67.36	-81.92	28.37	107.70

利润表				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1725.87	2675.10	4012.64	5818.33
营业成本	813.89	1284.05	1926.07	2792.80
营业税金及附加	15.46	26.20	39.30	56.98
销售费用	187.02	289.87	434.81	630.48
管理费用	250.38	388.09	582.14	844.10
财务费用	-66.77	-60.08	-59.28	-61.32
其他经营损益	-11.92	-7.26	-7.26	-7.26
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	513.97	739.71	1082.35	1548.04
其他非经营损益	153.48	169.82	179.82	189.82
利润总额	667.45	909.53	1262.17	1737.86
所得税	98.31	132.44	183.79	253.06
净利润	569.13	777.09	1078.38	1484.81
少数股东损益	8.91	10.89	15.11	20.80
归属母公司股东净利润	560.23	766.21	1063.28	1464.01
EBITDA	631.63	974.93	1411.38	1914.31
NOPLAT	348.89	580.67	874.10	1270.24
EPS(元)	1.44	1.97	2.73	3.77

主要财务比率				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营收增长率	0.45	0.55	0.50	0.45
EBIT 增长率	0.95	0.41	0.42	0.39
EBITDA 增长率	0.90	0.54	0.45	0.36
净利润增长率	0.78	0.37	0.39	0.38
盈利能力				
毛利率	0.53	0.52	0.52	0.52
净利率	0.33	0.29	0.27	0.26
ROE	0.18	0.22	0.25	0.28
ROA	0.15	0.18	0.21	0.23
ROIC	0.40	0.43	0.43	0.45
估值倍数				
P/E	46.50	34.00	24.50	17.79
P/S	0.61	0.92	0.63	0.47
P/B	8.48	7.33	6.17	5.07
股息率	0.00	0.01	0.02	0.02
EV/EBIT	40.52	28.88	20.49	14.76
EV/EBITDA	38.54	25.16	17.46	12.93
EV/NOPLAT	69.77	42.24	28.20	19.48

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
广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心 1 号楼 2401 室
电话：0755-82556064
传真：0755-82556064

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

免责条款：

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。