齐鲁证券 QILU SECURITIES

证券研究报告 | 研究简报

汇川技术(300124.SZ)

积极布局未来，等待新一轮成长周期

评级：买入　前次　增持

目标价（元）：38-42

首席分析师 曾朵红 S0740514080001 021-20315167 zengdh@r.qlzq.com.cn

分析师 沈成 S0740514080003 shencheng@r.qlzq.com.cn

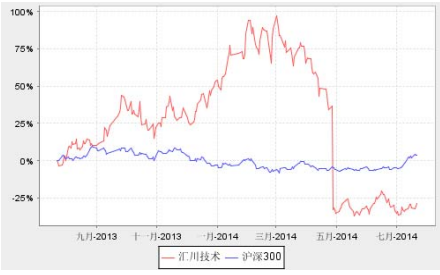
分析师 张俊 S0740514080002 zhangjun@r.qlzq.com.cn

2014 年 8 月 7 日

基本状况

总股本(百万股)	781.65
流通股本(百万股)	781.65
市价(元)	28.75
市值(百万元)	22472.32
流通市值(百万元)	22472.32

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	1,193.1	1,725.8	2,598.9	3,429.8	4,474.6
营业收入增速	13.20%	44.64%	50.59%	31.97%	30.46%
净利润增长率	-6.60%	76.39%	35.82%	34.79%	31.48%
摊薄每股收益（元）	0.41	0.72	0.98	1.32	1.73
前次预测每　收益（元）	—	—	—	—	—
市场预测每股收益（　）	—	—	—	—	—
偏差率（本次-市场/市场）	—	—	—	—	—
市盈率（倍）	58.76	81.35	28.59	21.21	16.13
PEG	—	1.07	0.80	0.61	0.51
每股净资产（元）	6.92	7.90	4.43	5.74	7.47
每股现金流量	0.68	1.16	0.45	0.85	0.88
净资产收益率	11.80%	18.24%	22.06%	22.92%	23.16%
市净率	3.46	7.40	6.31	4.86	3.74
总股本（百万股）	779.19	779.19	779.19	779.19	779.19

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **汇川技术中期归属于母公司净利润 3.02 亿元，同比增长 34.26%，符合市场预期。**上半年公司实现营业收入 10.4 亿元，同比增长 48.20%，实现营业利润 2.74 亿元，同比 27.18%，实现利润总额 3.48 亿元，同比增长 33.29%，实现归属母公司所有者的净利润 3.02 亿元，同比增长 34.26%，净利润率为 29.03%，每股收益为 0.39 元。二季度公司实现营业收入 5.99 亿元，同比增长 44.43%，环比增长 35.82%，实现归属母公司的净利润为 1.82 亿元，同比增长 23.41%，环比增长 50.97%，二季度净利润率为 30.32%。
- **上半年订单同比增长 37%，下半年新能源订单将有很好期待。**上半年实现订单 12.49 亿元，同比增长 37%，较一季度 53%的增长有所下降。其中工业自动化订单 11.23 亿元，同比增长 28%，其中通用变频、电梯一体机、注塑机伺服预计同比增长 15-20%，通用伺服预计有很快的增长，大传动预计也有较大的突破。新能源订单 1.26 亿元，同比增长 258%，二季度单季度实现新能源订单 0.45 亿元，环比一季度 0.81 亿元有所下降，主要是二季度电动车推动较慢、光伏逆变器的招标量也较少，三季度开始将逐步进入旺季，尤其是宇通下半年的放量将会很明显，汽车电子订单将有很大突破。
- **变频类产品收入同比增长 19.05%，毛利率下降 1.43%至 53.19%，后续稳定增长，而大传动销售将有所提速。**变频类产品实现收入 6.2 亿，同比增长 19.05%，主要为电梯一体机和通用变频器，尽管市场一直担忧宏观经济和房地产对于公司变频类收入的影响，实际上上半年增长依然很强劲。毛利率略有下降，主要是电梯一体机的附加产品，包括编码器、门机、电气控制柜等增加，毛利率比电梯一体机略低，同时电梯一体机占比同比去年有所下降，使得毛利率略有下降。特别地，大传动方面，公司上半年凭借矢量控制、三电平拓扑、大功率同步机等技术优势，在节能和工艺型市场都取得较好的突破，后续将在收入上有所体现。
- **运动控制类收入同比增长 22.13%，毛利率下降 1.74%至 49.16%，主要是通用伺服比重提升。**运动控制类实现收入 1.55 亿，同比增长 22.13%，包括通用伺服、注塑机专用伺服，其中注塑机专用伺服预计增长不多，而通用伺服上半年随着 IS620 的大力推广，凭借伺服系统的优异性能、整体解决方案、服务、成本优势，在重点行业和大客户方面取得较好进展，收入实现较好的增长。通用伺服的销售因为一台伺服配一台电机，而注塑机伺服销售部分是纯伺服，通用伺服的毛利率比注塑机伺服毛利率要低一点，后续通用伺服规模效应显现，毛利率有提升的空间。
- **新能源类实现收入 1.5 亿，同比增长 702%，其他产品 0.76 亿，比增长 2831%。**新能源类实现收入 1.5 亿，同比增长 701.96%，毛利下降 14.23%至 44.93%，主要为汽车电子和光伏逆变器，其中汽车电子预计接近 1 亿，而光伏逆变器约为 0.5 亿元，毛利率下降主要是去年同期都是汽车电子，且小批量时毛利率偏高，上半年预计汽车电子毛利率为 50%，而光伏逆变器毛利率约为 35%，下半年新能源类产品的放量将是很大的亮点。其他产品主要是伊士通的销售，包括主要为注塑机伺服控制器、伺服电机及配件销售，今年上半年新增并表，毛利率为 39.32%，伊士通的净利润约为 0.136 亿元，净利润率为 17.9%。

- **新产品、新行业的突破和布局在积极推进之中，发展的空间和潜力巨大**。新产品上，从市场的角度今年上半年在通用伺服、大传动方面订单均有较好的突破，品牌知名度都有很大的提升，汽车电子、光伏逆变器也在明显放量，下半年行业进入景气后将有更大表现，而从产品储备的角度，公司正在加大研发投入，开发机器人专用控制器、工程传动、汽车电子等，为后续储备打好基础，预计将在明后年有所发力。行业拓展上，公司在电梯行业通过多产品组合的策略得到有效实施，一直重点攻关的纺织行业，通过专机和系统解决方案，在织机领域实现批量销售，新能源汽车领域，继续巩固同宇通等大客户的合作关系，并也在积极开发低速车市场。
- **上半年销售费用同比增长 24%，管理费用同比增长 53%，下半年费用增长将显著下降**。上半年实现销售费用 0.95 亿元，同比增长 24%，第二季度实现销售费用 0.44 亿元，环比下降 13%，同比增长 4.5%，销售费用二季度开始增长显著放缓。上半年实现管理费用 1.67 亿元，同比增长 53%，第二季度实现管理费用 0.83 亿元，环比持平，同比增长 45%，其中上半年研发费用 1.05 亿元，同比增长 53.52%，公司正处于大力开发机器人控制器、工程传动、电动汽车等新产品开发中，研发人员大幅增加和研发材料费用同比有较大增加。展望下半年，我们看到公司去年第三季度开始费用环比增加，特别是管理费用环比增长 25%，今年下半年费用保持上半年的水平，则下半年管理费用增长将大为下降，整体上，我们预计全年销售费用同比增长 20%多，而管理费用同比增长 30%多。
- **经营性净现金流同比下降 69%，主要为承兑汇票支付货款增加，而资金周转率保持稳定。**公司上半年经营性净现金流入 7179 万元，去年同期为净流入 2.31 亿元，同比减少 69%，二季度单季度经营性净现金流入为 1.17 亿元，同比去年二季度下降 26%，与一季度相比已有所改善。市场对于现金流同比下降较为敏感，实际上今年承兑汇票和应收票据增加，同时公司收入快速增长使得原材料的采购和储备大幅增加，承兑汇票直接用于支付采购货款，从而影响了当期的现金净流入，公司资金周转能力指标的应收账款周转率依然保持稳定。
- **存货同比增长 28%，预收款较期初减少 9.24%**。存货为 4.1 亿，同比期初增长 28%，其中原材料为 1.43 亿元，同比增长 6.9%，库存商品 1.36 亿元，同比增长 78%，发出商品 0.88 亿，同比下降 10%，存货的储备在明显增加，跟公司新增产品结构有关。应收账款 4.81 亿元，较期初增加 35.43%，应收票据 4.23 亿元，较期初同比增加 1.9%。预收款项 0.44 亿元，较期初减少 9.24%，主要是新能源产品去年四季度末是旺季，而半年度末相对偏淡季。

图表 1:

单位：元

	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（%）
分行业						
工业自动化	889,992,176.60	433,630,434.64	51.28%	30.34%	37.88%	-2.66%
新能源	149,657,341.17	82,412,484.42	44.93%	701.96%	981.24%	-14.23%
分产品						
变频器类	616,173,107.02	288,417,783.91	53.19%	19.05%	22.81%	-1.43%
运动控制类	155,121,509.82	78,859,931.82	49.16%	22.13%	26.45%	-1.74%
控制技术类	33,011,097.41	14,966,146.23	54.66%	14.38%	24.05%	-3.53%
新能源类	149,657,341.17	82,412,484.42	44.93%	701.96%	981.24%	-14.23%
传感器类	9,576,561.45	5,200,210.61	45.70%	40.74%	33.50%	2.95%
其他	76,109,900.90	46,186,362.07	39.32%	2831.23%	3397.70%	-9.82%

订单（亿元）	2013 年 1Q	2014 年 1Q	同比增长	2013 年 H	2014 年 H	同比增长
工业自动化	3.59	4.88	36%	8.75	11.23	28%
新能源	0.13	0.81	519%	0.35	1.26	258%
总计	3.72	5.69	53%	9.10	12.49	37%

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：露笑科技财务三张表

损益表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	**2,871**	**2,626**	**2,730**	**3,369**	**4,446**	**4,741**
增长率	*6.48%*	*-8.5%*	*3.9%*	*23.4%*	*32.0%*	*6.6%*
营业成本	-2,677	-2,450	-2,539	-3,025	-3,874	-4,159
%销售收入	*93.3%*	*93.3%*	*93.0%*	*89.8%*	*87.1%*	*87.7%*
毛利	193	176	191	344	572	582
%销售收入	*6.7%*	*6.7%*	*7.0%*	*10.2%*	*12.9%*	*12.3%*
营业税金及附加	-1	-3	-3	-3	-4	-5
%销售收入	*0.0%*	*0.1%*	*0.1%*	*0.1%*	*0.1%*	*0.1%*
营业费用	-22	-23	-26	-37	-53	-57
%销售收入	*0.8%*	*0.9%*	*0.9%*	*1.1%*	*1.2%*	*1.2%*
管理费用	-37	-44	-60	-74	-98	-104
%销售收入	*1.3%*	*1.7%*	*2.2%*	*2.2%*	*2.2%*	*2.2%*
息税前利润（EBIT）	132	106	102	229	416	416
%销售收入	*4.6%*	*4.1%*	*3.7%*	*6.8%*	*9.4%*	*8.8%*
财务费用	-73	-54	-76	-34	-46	-48
%销售收入	*2.6%*	*2.1%*	*2.8%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*
资产减值损失	-1	-6	-2	0	0	0
公允价值变动收益	1	-1	0	0	0	0
投资收益	3	1	20	20	20	20
%税前利润	*4.3%*	*1.7%*	*48.6%*	*9.3%*	*5.1%*	*5.2%*
营业利润	61	46	44	216	390	389
营业利润率	*2.1%*	*1.8%*	*1.6%*	*6.4%*	*8.8%*	*8.2%*
营业外收支	4	0	-2	-1	-1	-1
税前利润	**65**	**46**	**42**	**215**	**389**	**387**
利润率	*2.3%*	*1.8%*	*1.5%*	*6.4%*	*8.7%*	*8.2%*
所得税	-7	-12	-3	-30	-54	-51
所得税率	*10.0%*	*25.4%*	*8.1%*	*14.2%*	*14.0%*	*13.1%*
净利润	58	35	39	184	334	337
少数股东损益	5	2	1	9	14	14
归属于母公司的净利润	**53**	**32**	**38**	**175**	**320**	**323**
净利率	*1.8%*	*1.2%*	*1.4%*	*5.2%*	*7.2%*	*6.8%*

现金流量表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	58	35	39	184	334	337
少数股东损益	0	0	0	9	14	14
非现金支出	28	39	47	65	82	102
非经营收益	42	29	36	19	28	29
营运资金变动	-197	-245	-36	-178	-338	-80
经营活动现金净流	**-69**	**-143**	**86**	**99**	**120**	**403**
资本开支	36	216	109	296	308	154
投资	-2	2	-144	0	0	0
其他	3	-26	53	20	20	20
投资活动现金净流	**-35**	**-240**	**-200**	**-276**	**-288**	**-134**
股权募资	507	30	0	0	0	0
债权募资	-45	201	206	-5	249	-198
其他	-55	-61	-70	-38	-55	-48
筹资活动现金净流	**407**	**169**	**136**	**-43**	**193**	**-246**
现金净流量	**303**	**-213**	**22**	**-220**	**26**	**22**

资产负债表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	401	312	237	9	20	29
应收款项	644	818	784	975	1,303	1,388
存货	226	276	348	332	437	472
其他流动资产	5	37	10	22	29	28
流动资产	1,276	1,442	1,379	1,338	1,789	1,917
%总资产	*80.9%*	*72.2%*	*63.0%*	*56.3%*	*58.6%*	*59.3%*
长期投资	0	0	90	90	90	90
固定资产	228	377	559	768	978	1,012
%总资产	*14.5%*	*18.9%*	*25.5%*	*32.3%*	*32.0%*	*31.3%*
无形资产	67	132	136	157	171	187
非流动资产	301	555	811	1,040	1,265	1,315
%总资产	*19.1%*	*27.8%*	*37.0%*	*43.7%*	*41.4%*	*40.7%*
资产总计	**1,577**	**1,997**	**2,190**	**2,379**	**3,054**	**3,232**
短期借款	461	295	541	536	785	586
应付款项	224	351	384	388	492	530
其他流动负债	13	17	0	15	2	3
流动负债	698	663	925	939	1,279	1,120
长期贷款	0	20	0	0	0	0
其他长期负债	0	346	349	349	349	349
负债	**698**	**1,029**	**1,274**	**1,288**	**1,628**	**1,469**
普通股股东权益	854	949	896	1,062	1,382	1,705
少数股东权益	25	20	20	29	44	57
负债股东权益合计	**1,577**	**1,997**	**2,190**	**2,379**	**3,054**	**3,232**

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益(元)	0.441	0.271	0.212	0.972	1.779	1.795
每股净资产(元)	7.118	7.906	4.977	5.899	7.678	9.474
每股经营现金净流(元)	-0.575	-1.189	0.478	0.499	0.589	2.161
每股股利(元)	0.000	0.000	0.050	0.050	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.20%	3.42%	4.25%	16.48%	23.17%	18.95%
总资产收益率	3.36%	1.63%	1.74%	7.36%	10.48%	10.00%
投入资本收益率	12.72%	6.03%	6.36%	10.51%	14.64%	14.05%
增长率						
营业总收入增长率	6.48%	-8.52%	3.95%	23.42%	31.97%	6.64%
EBIT增长率	17.39%	-19.65%	-4.05%	124.80%	81.49%	0.00%
净利润增长率	-9.07%	-38.63%	17.32%	359.31%	82.91%	0.94%
总资产增长率	33.07%	26.63%	9.64%	8.63%	28.39%	5.81%
资产管理能力						
应收账款周转天数	58.3	70.1	71.7	70.9	71.3	71.1
存货周转天数	31.3	37.4	44.8	40.1	41.2	41.4
应付账款周转天数	15.8	30.2	41.8	37.9	39.2	38.8
固定资产周转天数	28.1	35.2	52.9	61.0	55.2	59.3
偿债能力						
净负债/股东权益	6.50%	36.03%	70.84%	79.97%	77.84%	51.22%
EBIT利息保障倍数	1.8	2.0	1.3	6.8	9.0	8.7
资产负债率	44.27%	51.52%	58.17%	54.13%	53.32%	45.46%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上
增持: 预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%-15%
持有: 预期未来 6－12 个月内波动幅度在-5%-+5%
减持: 预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,反映了作者的研究观点,力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。