

汇川技术(300124.SZ)

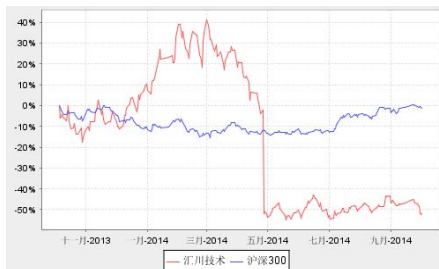
低点已现，新一轮成长周期即将开启

评级: 买入 **前次** **买入**
目标价(元): **38-42**
 首席分析师 高级分析师 沈成
 曾朵红 S0740514080003
 S0740514080001 shencheng@r.qlzq.com.cn
 021-20315167 高级分析师 张俊
 zengdh@r.qlzq.com.cn S0740514080002
 2014年10月20日 zhangjun@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	781.65
流通股本(百万股)	781.65
市价(元)	27.09
市值(百万元)	21174.79
流通市值(百万元)	21174.79

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	2,395.7	3,231.6	4,197.0
营业收入增速	13.20%	44.64%	38.82%	34.89%	29.88%
净利润增长率	-6.60%	76.39%	24.91%	37.40%	31.28%
摊薄每股收益(元)	0.41	0.72	0.90	1.23	1.62
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	31.09	22.63	17.23
PEG		1.07	1.25	0.60	0.55
每股净资产(元)	6.92	7.90	4.35	5.58	7.20
每股现金流量	0.68	1.16	0.48	0.77	0.84
净资产收益率	11.80%	18.24%	20.66%	22.11%	22.50%
市净率	3.46	7.40	6.42	5.00	3.88
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

- 三季度预告低于市场预期,预期中的利空出现。**汇川技术公布三季度预告,预计7-9月实现收入5.3亿-5.76亿元,同比增长15-25%,实现归属于母公司的净利润1.5-1.7亿元,同比下降2-16%,1-9月实现收入15.7-16.2亿元,同比增长35-39%,实现归属于母公司的净利润4.4-4.8亿元,同比增长10-20%,三季度经营低于市场预期。根据预告,假设取中间值,我们推测7-9月实现收入5.55亿元,同比增长20%,环比下降7.34%,实现归属于母公司的净利润1.6亿元,同比下降9%,环比下降11%,1-9月实现收入15.95亿元,同比增长37%,实现净利润4.61亿元,同比增长15%,实现每股收益0.60元,同比增长15%,第三季度实现每股收益0.21元。同时因为增值税退税影响到营业外收入同比下降,我们测算营业利润第三季度预计增长8%,1-9月预计同比增长20%,预期中的三季度不好如期兑现,实际数据比预期中的数据要略差一些,但是我们预计最差的时候已经过去,四季度同比环比都将明显好转。
- 受宏观经济和新能源业务放量延迟影响,三季度收入增长20%低于预期,电动汽车控制器第四季度放量,预计四季度收入增长将有所提速。**公司一、二季度分别实现收入4.41、5.99亿元,同比增长54%、44%,而三季度预告实现收5.4-5.76亿元,同比增长15-25%,按照5.55亿收入测算,收入同比增长20%,收入环比下降7.34%,收入的增长降速将为明显。今年以来增长较快的业务主要是电动车控制器、通用伺服、光伏逆变器、宁波伊士通,其中通用伺服因为IS620产品的推广,预计实现跟上半年类似的增长速度,大致60-80%,电动车控制器主要是给宇通供货,宇通8、9月份电动大巴的出货量分别为200多台和1000台,10月供货预计超过1000台,上半年仅2000多台,全年的计划是8000-10000台,汇川提前一个月发货,三季度确认略低于预期,有待第四季度的放量;光伏逆变器今年因为华为的进入竞争较为激烈,汇川的光伏逆变器业务今年增长低于预期,宁波伊士通因为并表,对收入增长有一定贡献。传统优势产品上,因为跟制造业相关的宏观经济并不如人意,工控行业的增长有限,汇川的工控产品增长好于行业增长,尽管市场一直担心电梯一体机,今年以来的增长在15%左右,通用变频器增长在15%左右,注塑机伺服和电机则在二季度开始就有所下降,上半年仅有略有增长,三季度依然有所下降,前三季度也有所下降,除通用伺服外的工控产品增长速度在三季度预计低于上半年。展望四季度,工控产品的增长较为平稳,整体预计在15%左右,电动汽车控制器四季度预计有一个大幅的放量,去年四季度光伏逆变器和电动汽车控制器分别实现7000多万的收入,今年光伏逆变器的销售预计将差于去年,但是根据宇通的计划,电动车的销售将远好于去年,因此预计四季度收入整体增长将快于三季度。
- 毛利率下降、管理费用增长、营业外收入减少是利润增长低于收入增长的三大原因,第四季度这三大因素都将缓解,因此第四季度利润的增长将有所好转。**按照我们的假设,公司第三季度实现净利润1.6亿元,同比下降9%,环比下降11%,前季度净利润为4.61%,同比增长15%。公司去年前三季度毛利率

- 分别为 53.6%、54.4%、53.7%，而今年 1、2 季度毛利率分别为 51.0%、49.9%，今年第三季度预计毛利率和上半年类似，毛利率预计在 50-51%，毛利率同比下降一直是压制今年利润增长的主要因素。年初以来费用增长较快，上半年销售和管理费用分别增长 23%和 53%，第三季度都开始有所控制，且因为基数的原因，第三季度销售和管理费用增长低于收入的增长，但是前三季度看，管理费用增长依然快于收入的增长，对前三季度利润增长有所影响。营业外收入来看，去年上半年和第三季度分别实现营业外收入 0.46 亿、0.72 亿元，今年上半年实现营业外收入 0.74 亿元，而第三季度预计实现营业外收入 0.35 亿元，单季度同比大幅下降，前三季度营业外收入略有下降，对利润增长有一定影响。展望四季度，去年四季度毛利率仅为 50.62%、单季度销售和管理费用基数非常高、营业外收入也趋于正常，因此可以判断第四季度利润增长将与收入增长趋于同步。
- **公司储备的新产品比如工程传动、机器人伺服/控制器等进展良好，通用变频 MD500 也开始推出。**公司今年以来对新产品的投入一直较高，培育中的新产品工程传动、机器人伺服/控制器进展良好，尤其是工程传动去年主要是试机，今年下半年以来开始在石油钻井平台有订单突破，明年将有较好的表现，机器人伺服/控制器等正在抓紧研发和试机之中，预计今年底和明年上半年将逐步推出样机，将在明年下半年和后年开始的机器人国产化大潮中扮演重要角色。通用伺服 IS620 今年的切换进展顺利，客户反应良好，增长也很快，通用变频 MD500 今年也开始推出，体积减少了 30%多，也是一个较大的突破，逐步加强在通用变频这块的实力和销售。
- **盈利预测与估值：**考虑到三季度工控整体环境和新产品放量略慢，我们略微下调盈利预测，预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.90/1.23/1.62 元，同比增长 25/36/32%，但是我们认为今年第三季度已经是最差时刻，今年四季度同比环比都将明显好转，市场担心的三季度利空出尽，工控产品后续整体维持平稳，而宇通的电动车四季度放量，后续储备产品工程传动、机器人伺服/变频将逐步推向市场，将开启新一轮增长的周期，维持 38-42 元目标价不变，维持买入评级。

图表 1: 汇川技术财务三张表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	1,054	1,193	1,726	2,396	3,232	4,197	货币资金	1,838	2,002	2,100	2,596	2,571	3,431
增长率	56.24%	13.2%	44.6%	38.8%	34.9%	29.9%	应收账款	293	491	784	1,030	1,354	1,773
营业成本	-469	-570	-814	-1,179	-1,599	-2,075	存货	246	156	322	295	400	519
%销售收入	44.5%	47.8%	47.2%	49.2%	49.5%	49.4%	其他流动资产	27	31	85	97	110	125
毛利	585	623	912	1,217	1,633	2,122	流动资产	2,405	2,680	3,292	4,019	4,435	5,847
%销售收入	55.5%	52.2%	52.8%	50.8%	50.5%	50.6%	%总资产	90.0%	90.1%	86.7%	88.0%	88.3%	90.6%
营业税金及附加	-11	-11	-15	-22	-29	-38	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	194	209	297	385	436	459
营业费用	-105	-145	-187	-228	-286	-348	%总资产	7.3%	7.0%	7.8%	8.4%	8.7%	7.1%
%销售收入	10.0%	12.1%	10.8%	9.5%	8.8%	8.3%	无形资产	68	71	175	130	122	114
管理费用	-159	-209	-250	-331	-401	-487	非流动资产	268	293	503	547	589	604
%销售收入	15.1%	17.5%	14.5%	13.8%	12.4%	11.6%	%总资产	10.0%	9.9%	13.3%	12.0%	11.7%	9.4%
息税前利润 (EBIT)	309	258	459	637	917	1,249	资产总计	2,673	2,973	3,795	4,565	5,023	6,451
%销售收入	29.3%	21.6%	26.6%	26.6%	28.4%	29.8%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	47	59	67	58	70	81	应付款项	111	171	383	427	663	782
%销售收入	-4.5%	-4.9%	-3.9%	-2.4%	-2.2%	-1.9%	其他流动负债	37	73	145	919	145	145
资产减值损失	-4	-6	-12	-7	-9	-14	流动负债	148	245	528	1,347	808	927
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期资产	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	12	23	34	34	34	34
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	159	267	562	1,381	842	961
营业利润	352	311	514	689	978	1,317	普通股股东权益	2,504	2,692	3,072	3,388	4,349	5,611
营业利润率	33.4%	26.1%	29.8%	28.7%	30.3%	31.4%	少数股东权益	10	14	162	188	223	269
营业外收支	61	56	153	165	194	223	负债股东权益合计	2,673	2,973	3,795	4,956	5,414	6,841
税前利润	413	367	667	853	1,173	1,539	比率分析						
利润率	39.2%	30.8%	38.7%	35.6%	36.3%	36.7%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-67	-47	-98	-128	-176	-231	每股指标						
所得税率	16.1%	12.8%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益 (元)	1.574	0.817	1.441	0.898	1.234	1.620
净利润	346	320	569	725	997	1,309	每股净资产 (元)	11.592	6.924	7.901	4.348	5.582	7.202
少数股东损益	6	3	9	26	35	46	每股经营现金净流 (元)	0.028	0.677	1.163	0.480	0.766	0.836
归属于母公司的净利润	340	318	560	700	962	1,262	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.994	0.994	0.000	0.000
净利率	32.3%	26.6%	32.5%	29.2%	29.8%	30.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	13.58%	11.80%	18.24%	20.66%	22.11%	22.50%
净利润	346	320	569	725	997	1,309	总资产收益率	12.72%	10.68%	14.76%	14.12%	17.76%	18.45%
少数股东损益	0	0	0	26	35	46	投入资本收益率	38.41%	31.95%	34.54%	55.33%	38.98%	43.33%
非现金支出	16	29	43	7	9	14	增长率						
非经营收益	-50	-65	-81	-165	-194	-223	营业总收入增长率	56.24%	13.20%	44.64%	38.82%	34.89%	29.88%
营运资金变动	-307	-22	-79	-193	-215	-448	EBIT增长率	49.76%	-16.57%	77.96%	38.76%	43.98%	36.14%
经营活动现金净流	6	263	452	400	632	698	净利润增长率	54.34%	-6.60%	76.39%	24.91%	37.40%	31.28%
资本开支	166	38	71	-122	-152	-208	总资产增长率	8.54%	11.24%	27.64%	20.29%	10.03%	28.42%
投资	1	0	-98	0	0	0	资产管理能力						
其他	319	-216	-11	0	0	0	应收账款周转天数	36.3	53.2	62.3	69.4	65.7	66.8
投资活动现金净流	154	-254	-181	122	152	208	存货周转天数	142.4	128.8	107.4	91.3	91.3	91.3
股权募资	1	5	21	0	0	0	应付账款周转天数	75.4	71.7	98.5	109.5	127.8	116.8
债权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	37.7	60.4	43.2	37.8	36.3	32.4
其他	-133	-119	-226	0	-774	0	偿债能力						
筹资活动现金净流	-131	-115	-205	0	-774	0	净负债/股东权益	-73.13%	-74.00%	-64.95%	-72.63%	-66.24%	-68.34%
现金净流量	29	-105	67	522	10	906	EBIT利息保障倍数	-6.5	-4.4	-6.9	-10.9	-13.1	-15.4
							资产负债率	5.96%	8.99%	14.80%	27.86%	15.55%	14.05%

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。