

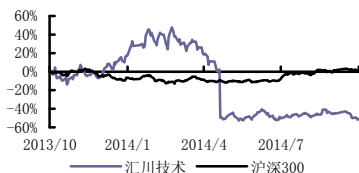


投资品 - 电气设备

2014 年 10 月 24 日

市场数据	2014 年 10 月 23 日
当前价格(元)	26.43
52 周价格区间(元)	25.54-79.80
总市值(百万)	20616.76
流通市值(百万)	16065.00
总股本(百万股)	780.05
流通股(百万股)	607.83
日均成交额(百万)	141.59
近一月换手(%)	27.09%
Beta(2 年)	
第一大股东	深圳市汇川投资有限公司
公司网址	http://www.inovance.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
汇川技术	-10.13%	-4.93%	1.24%
沪深 300	-0.15%	9.01%	-0.93%

#### 相关报告

《新能源产品大幅放量，工控产品稳健增长——汇川技术 2014 年半年报点评》，2014.8  
《业绩保持高增长，但收益质量略有下滑——汇川技术 2014 年一季报点评》，2014.4  
《攻坚筑硕果，固本赢未来——汇川技术 2013 年年报点评》，2014.3  
《堪称完美的 2013 年，期待 2014 年再续辉煌——汇川技术 2013 年业绩快报点评》2014.2

郭江龙

执业证书号：S1030513120001  
0755-83199599-8284

本公司具备证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明

本人，郭江龙，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 多重因素致三季度业绩下滑

——汇川技术（300124）2014 年三季度报点评

评级：（维持）增持

主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	1726	2251	2777	3327
收入同比(%)	45%	30%	23%	20%
净利润（百万元）	560	642	811	969
净利润同比(%)	76%	15%	26%	19%
毛利率(%)	52.8%	50.3%	49.5%	48.8%
ROE(%)	18.2%	19.3%	20.8%	21.3%
每股收益(元)	0.72	0.83	1.05	1.25
P/E	37.36	32.59	25.80	21.61

资料来源：世纪证券研究所

- **三季度业绩出现罕见下滑。**2014 年前三季度，公司实现营业收入 15.9 亿元，同比增长 37%；实现归母净利润 4.65 亿元，同比增长 15.3%。其中第三季度，公司实现营业收入 5.54 亿元，同比增长 20.1%，环比二季度减少 9.25%；实现归母净利润 1.63 亿元，同比减少 8.67%，环比二季度减少 11.17%。
- **多重因素致三季度业绩下滑。**（1）非经营性因素：去年三季度营业外收入（主要来自政府退税和补贴）高达 7207 万元，今年三季度同比减少约 3240 万元，营业利润口径基本持平；（2）经营性因素：受房地产、制造业等下游行业低迷因素影响，收入占比较高的电梯一体机、通用变频器、专用伺服、PLC 等产品收入增速明显放缓，拖累整体收入增速放缓；尽管以新能源汽车电机控制器、光伏逆变器为代表的新能源产品实现了较高的增长，贡献了主要的收入增量，但由于行业竞争加剧，毛利率下滑较为明显，拖累了利润增速；此外，管理费用同比增长也较为明显。
- **短期或仍面临增长压力。**三季度宏观经济低迷，房地产和制造业不景气，导致公司传统主力产品增速放缓。展望四季度和明年上半年，尚未明显看到宏观经济企稳回升的迹象，房地产和制造业短期仍面临压力。在这种背景下，预计公司收入占比较高的电梯一体机、通用变频器、专用伺服、PLC 等产品的增速将继续放缓。而新能源产品尽管增速较高，由于收入占比较小，毛利率相对较低，短期对整体业绩增长的贡献仍较为有限。
- **盈利预测：**调整盈利预测后，预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为：0.83 元、1.05 元、1.25 元，对应 10 月 23 日收盘价，PE 分别为：33 倍、26 倍、22 倍。相对历史估值不高，维持“增持”评级。
- **风险提示：**下游继续恶化；毛利率大幅下滑；费用高企；其他。

Figure 1 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	3292	4091	5181	6146	<b>营业收入</b>	1726	2251	2777	3327
现金	2100	2739	3380	4048	营业成本	814	1118	1403	1702
应收账款	355	415	542	631	营业税金及附加	15	20	25	30
其他应收款	13	17	21	25	营业费用	187	214	239	266
预付账款	24	23	35	39	管理费用	250	349	375	416
存货	322	375	513	596	财务费用	-67	-63	-61	-69
其他流动资产	477	522	691	807	资产减值损失	12	12	15	15
<b>非流动资产</b>	503	455	424	403	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	207	187	167	147	<b>营业利润</b>	514	601	781	967
无形资产	130	130	130	130	营业外收入	155	160	180	180
其他非流动资产	167	139	127	126	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	3795	4546	5605	6549	<b>利润总额</b>	667	760	960	1146
<b>流动负债</b>	528	1037	1506	1762	所得税	98	99	125	149
短期借款	0	455	786	948	<b>净利润</b>	569	661	835	997
应付账款	309	340	479	549	少数股东损益	9	19	24	29
其他流动负债	219	242	240	265	<b>归属母公司净利润</b>	560	642	811	969
<b>非流动负债</b>	34	0	0	0	EBITDA	478	560	743	920
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.44	0.83	1.05	1.25
其他非流动负债	34	0	0	0					
<b>负债合计</b>	562	1037	1506	1762	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	162	181	205	234	<b>会计年度</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
股本	389	775	775	775	<b>成长能力</b>				
资本公积	1620	1233	1233	1233	营业收入	44.6%	30.4%	23.4%	19.8%
留存收益	1064	1320	1886	2545	营业利润	65.2%	17.0%	30.0%	23.8%
归属母公司股东权益	3072	3329	3895	4553	归属于母公司净利润	76.4%	14.6%	26.3%	19.4%
<b>负债和股东权益</b>	3795	4546	5605	6549	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	52.8%	50.3%	49.5%	48.8%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	32.5%	28.5%	29.2%	29.1%
单位: 百万元					ROE(%)	18.2%	19.3%	20.8%	21.3%
<b>会计年度</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	ROIC(%)	35.4%	41.5%	44.3%	49.1%
<b>经营活动现金流</b>	452	472	497	750	<b>偿债能力</b>				
净利润	569	661	835	997	资产负债率(%)	14.8%	22.8%	26.9%	26.9%
折旧摊销	31	22	22	22	净负债比率(%)	0.00%	43.90%	52.20%	53.79%
财务费用	-67	-63	-61	-69	流动比率	6.24	3.95	3.44	3.49
投资损失	0	0	0	0	速动比率	5.63	3.58	3.10	3.15
营运资金变动	-128	-115	-319	-205	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	47	-33	18	5	总资产周转率	0.51	0.54	0.55	0.55
<b>投资活动现金流</b>	-181	35	-2	-2	应收账款周转率	6	5	5	5
资本支出	71	0	0	0	应付账款周转率	3.71	3.45	3.43	3.31
长期投资	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>				
其他投资现金流	-110	35	-2	-2	每股收益(最新摊薄)	0.72	0.83	1.05	1.25
<b>筹资活动现金流</b>	-204	132	146	-79	每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	0.61	0.64	0.97
短期借款	0	455	331	162	每股净资产(最新摊薄)	3.96	4.29	5.02	5.87
长期借款	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	386	0	0	P/E	37.36	32.59	25.80	21.61
资本公积增加	53	-386	0	0	P/B	6.81	6.29	5.37	4.60
其他筹资现金流	-257	-323	-185	-241	EV/EBITDA	40	34	26	21
<b>现金净增加额</b>	67	639	640	669					

数据来源: 天软估值模型、世纪证券研究所

---

**世纪证券投资评级标准:**

---

---

**股票投资评级**

---

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

**行业投资评级**

---

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.