

2015年04月23日

群益香港研究部
hk_research@e-capital.com.hk

目標價(元) 50.0RMB

公司基本資訊

產業別	電氣設備		
A 股價(2015/4/22)	38.35		
深證成指(2015/4/22)	14749.13		
股價 12 個月高/低	64.45/25.24		
總發行股數(百萬)	782.50		
A 股數(百萬)	613.57		
A 市值(億元)	300.09		
主要股東	深圳市匯川投資有限公司 (19.69%)		
每股淨值(元)	4.10		
股價/賬面淨值	9.35		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	-9.0	10.1	23.0

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

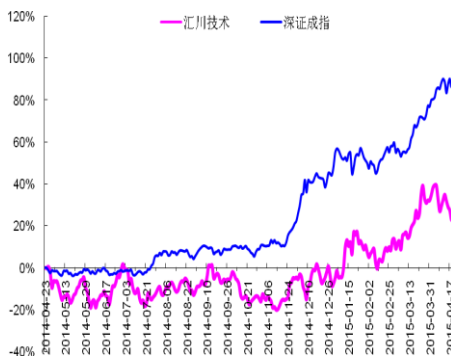
產品組合

變頻器類	59.8%
運動控制類	15.1%
新能源產品	14.5%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	26.4%
一般法人	25.3%

股價相對大盤走勢



匯川技術(300124.SZ)

BUY/買入

業績點評：啓動二次股權激勵，工業 4.0 標杆再起航

結論與建議：

公司今日發布 15Q1 報告，報告期實現收入 4.55 億元(YOY+3.2%)，實現淨利潤 1.26 億元(YOY+5.1%)，與業績快報一致。與此同時，公司發布二期股權激勵方案，為公司中層管理人員以及公司的核心技術（業務）人員發行約 459 萬股限制性股票。這份方案有利于吸引和留住優秀人才，充分調動公司中層管理人員及核心技術（業務）人員的積極性，提升公司的核心競爭力。

公司是工業自動化領軍企業，下游主要面對 OEM/EU 型市場。目前，公司在中低壓變頻器、伺服系統（伺服驅動和伺服電機）等領域取得了國內領先的地位，將來業績驅動主要依賴工業機器人領域的拓展。公司注重研發，精耕細作，有望在“進口替代+工藝控制”策略下，實現業績的持續快速增長。預計公司 15、16 年實現營收 27.56 億元(YOY+22.9%)、34.01 億元(YOY+23.4%)，實現淨利潤 8.84 億元(YOY+32.7%)、11.57 億元(YOY+30.8%)，EPS1.13、1.48 元，當前股價對應 15、16 年動態 PE 34X、25X，公司核心競爭優勢突出，且有外延擴展預期，當前估值有提升空間，維持“買入”建議，目標價 50.0 元（對應 2016 年動態 PE 34X）

- **收入結構變化導致 1Q 業績放緩，綜合毛利率下降：**公司 1Q 實現營收 4.55 億元(YOY+3.2%)，實現淨利潤 1.26 億元(YOY+5.1%)。根據季報披露情況，收入節奏放緩主要與工業自動化業務收入放緩有關。工業自動化業務 1Q 銷售量 14.40 萬台(YOY+1.1%)，但新能源業務則由于基期較低且發展形勢較好，實現銷售 5455 台(YOY+108.7%)。公司 1Q 綜合毛利率(49.0%)同比下降 2.0ppt，是由于 1Q 收入結構中新能源業務占比提升所致（新能源業務毛利率較自動化業務低 6-7ppt）。
- **以核心技術人員為對象的二期股權激勵方案出臺，增強公司凝聚力：**公司今日發布二期股權激勵方案，為公司中層管理人員以及公司的核心技術（業務）人員發行約 459 萬股限制性股票【以 20.43 元/股為行權價，行權條件為以 2014 年淨利潤為基數，2015-2017 年扣非淨利潤較 2014 年分別增長 10%、20%、30%】。這份方案有利于吸引和留住優秀人才，充分調動公司中層管理人員及核心技術（業務）人員的積極性，增強公司核心人員凝聚力。
- **電機與伺服系統占據領先地位，不斷培育新業務：**目前，公司確立了電機控制器和通用伺服產品的市場領先地位，并通過此前的技術、品牌及市場影響力，積極培育“新能源汽車+智能裝備”的新業務。
- **“智能裝備+新能源汽車+工業互聯網”為抓手，工業 4.0 標杆再起航：**2015 年仍然屬經濟轉型年，在經濟轉型過程中，公司積極布局未來三大戰略領域：智能裝備（包括機器人）、新能源汽車、工業互聯網。在智能裝備領域，公司充分發揮伺服系統的領先優勢，積極拓展電子生產綫、工業機器人、LCD 設備、鋰電設備等新興行業，為這些新興行業提供包括伺服系統、控制系統、工業視覺系統等核心部件在內的整體電氣解決方案。在新能源汽車領域，利用在客車領域的領先優勢，以及與部分乘用車廠開發新一代控制器的機會，積極拓展乘用車市場，爭取 2-3 年全面進入乘用車領域。在工業互聯網領域，利用變頻器、伺服系統、控制系統等核心部件和物聯網應用技術，為客戶探索新的設備管理和服務模式。
- **盈利預測：**我們預計公司 15、16 年分別實現淨利潤 8.84 億元(YOY+32.7%)、11.57 億元(YOY+30.8%)，EPS1.13、1.48 元，當前股價對應 15、16 年動態 PE 34X、25X，公司核心競爭優勢突出，且有外延擴展預期，維持“買入”建議，目標價 50.0 元（對應 2016 年動態 PE 34X）

接續下頁

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014F	2015F	2016F
純利(Net profit)	RMB 百萬元	317.62	560.23	666.32	884.46	1156.66
同比增減	%	6.60%	76.38%	18.94%	32.74%	30.78%
每股盈餘(EPS)	RMB 元	0.406	0.717	0.852	1.131	1.480
同比增減	%	6.60%	76.38%	18.94%	32.74%	30.78%
A 股市盈率(P/E)	X	94.38	53.51	44.99	33.89	25.92
股利(DPS)	RMB 元	0.000	0.200	0.300	0.300	0.300
股息率(Yield)	%	0.00%	0.52%	0.78%	0.78%	0.78%

附一：合并損益表

百萬元	2012	2013	2014F	2015F	2016F
營業收入	1,193	1,726	2,243	2,756	3,401
經營成本	570	814	1,116	1,348	1,674
營業稅金及附加	11	15	20	25	31
銷售費用	145	187	207	223	278
管理費用	209	250	343	339	374
財務費用	-59	-67	-69	(53)	(52)
資產減值損失	6	12	11	15	15
投資收益	-	-	3	12	8
營業利潤	311	514	617	871	1,088
營業外收入	58	155	159	178	250
營業外支出	2	1	0		3
利潤總額	367	667	775	1,049	1,335
所得稅	47	98	85	115	138
少數股東損益	3	9	24	29	40
歸屬於母公司所有者的淨利潤	318	560	666	884	1,157

附二：合并資產負債表

百萬元	2012	2013	2014F	2015F	2016F
貨幣資金	2,002	2,100	1,836	2,019	2,221
應收帳款	195	355	489	538	592
存貨	156	322	439	527	633
流動資產合計	2,680	3,292	3,989	3,642	4,068
長期投資淨額	-	-	4	625	640
固定資產合計	202	207	219	241	265
在建工程	7	91	236	720	740
無形資產	293	503	683	785	903
資產總計	2,973	3,795	4,671	5,387	5,976
流動負債合計	245	528	974	1,101	1,244
長期負債合計	23	34	51	15	16
負債合計	267	562	1,025	1,116	1,260
少數股東權益	14	162	178	69	600
股東權益合計	2,706	3,234	3,646	4,202	4,115
負債和股東權益總計	2,973	3,795	4,671	5,387	5,976

附三：合并現金流量表

百萬元	2012	2013	2014F	2015F	2016F
經營活動產生的現金流量淨額	263	452	524	571	623
投資活動產生的現金流量淨額	-254	-181	-80	-310	-309
籌資活動產生的現金流量淨額	-115	-204	-308	-261	-314
現金及現金等價物淨增加額	-106	67	137	184	202

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司，不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告，不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。