国海证券 SEALAND SECURITIES

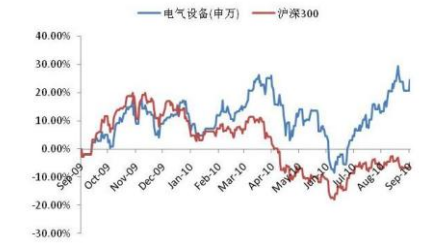
汇川技术（0024）研究报告

工业控制领域优秀企业

电气设备

合理估值区间：73-85 元　　评级：暂不评级

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
电气设备	9.9	21.3	24.7
沪深 300	1.6	6.9	-5.0

重要数据	2010.9.28
发行价格	71.88
发行前总股份	8100 万
发行股数	2700 万
发行后股份	10800 万
主承销商	中投证券

发行后股本结构

主要股东	持股比例
汇川投资	18.75%
朱兴明	8.24%
公众股东	25%

联系人

张晓霞

执业编号：S0350207120532

孙林

电话：0755-83716909

邮件：sunl@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师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。

- 汇川技术（300124）是工业自动化控制产品的研发、生产和销售，定位服务于中高端的设备制造企业。公司以拥有自主知识产权的工业自动化控制技术为基础，以快速为客户提供个性化的解决方案为主要经营模式。公司的主要产品包括低压变频器、一体化及专机、伺服系统和PLC等。公司在低压变频器市场的占有率在国产品牌厂商中排名第二，其中一体化及专机产品在多个细分行业处于业内首创或领先地位。公司拥有多项发明专利、实用新型专利、外观设计专利，掌握了高性能矢量变频技术、PLC技术、伺服技术和永磁同步电机等核心平台技术。
- 公司的主要产品包括低压变频器、一体化及专机、伺服系统和PLC等。2007年、2008年、2009年和2010年1-6月公司的营业收入分别为15,939.33万元、19,484.77万元、30,392.89万元和27,708.24万元，保持了持续稳步增长。
- 公司一直定位于服务中高端设备制造商，客户主要分布在电梯、金属制品及电线电缆、印刷包装等行业，主要的竞争对手是国际品牌厂商。公司在与国际主流品牌厂商的竞争过程中，形成了独特的竞争优势。
- 本次公司向社会公开发行2,700 万股新股，发行后股本10,800万股。募集资金项目主要包括三部分：（1）产品产能建设，包括高性能变频器、电梯一体化控制系统、高性能伺服系统和稀土永磁同步电机直驱系统四类产品的的产能建设；（2）企业技术中心建设；（3）营销网络中心建设。
- 根据现在创业板及相关行业公司平均情况，我们认为可以按2010年给予P/E48倍，11年35倍P/E估值，合理价位为73-85元。

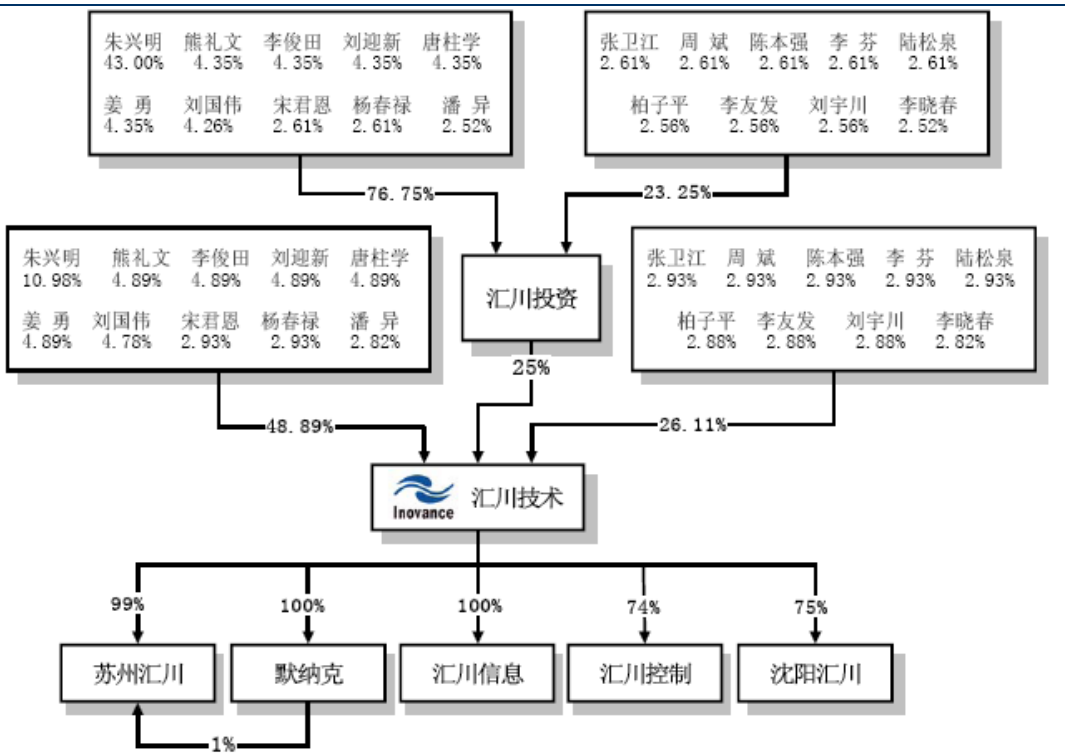
预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入　（百万元）	304	578	916	1374
收入同比(%)	56%	90%	59%	50%
净利润　（百万元）	103	164	265	381
摊薄每股收益　（元）	1.27	1.52	2.45	3.53
摊薄每股净资产（元）	2.66	27.45	30.45	34.89
ROE　（%）	47.6%	7.4%	10.7%	13.5%

IPO 发行股权结构

汇川技术（300124）是工业自动化控制产品的研发、生产和销售，定位服务于中高端的设备制造企业。公司以拥有自主知识产权的工业自动化控制技术为基础，以快速为客户提供个性化的解决方案为主要经营模式。公司的主要产品包括低压变频器、一体化及专机、伺服系统和PLC等。公司在低压变频器市场的占有率在国产品牌厂商中排名第二，其中一体化及专机产品在多个细分行业处于业内首创或领先地位。公司拥有多项发明专利、实用新型专利、外观设计专利，掌握了高性能矢量变频技术、PLC技术、伺服技术和永磁同步电机等核心平台技术。

公司股权结构如下，实际控制人为朱兴明董事长。

图 1　公司股权结构



资料来源：招股说明书

业务简介

公司的主要产品包括低压变频器、一体化及专机、伺服系统和 PLC 等。2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年 1-6 月公司的营业收入分别为 15,939.33 万元、19,484.77 万元、30,392.89 万元和 27,708.24 万元，保持了持续稳步增长。公司在低压变频器市场的占有率在国产品牌厂商中排名第二，其中一体化及专机产品在多个细分行业处于业内首创或领先地位。

图 2　主要产品简介

产品类别	产品名称	主要应用行业
低压变频器	MD320/MD300 系列矢量变频器	金属制品及电线电缆、印刷包装、机床、纺织、塑料等
	MD280 通用变频器	EPS 电源、风机、水泵
一体化产品	NICE3000 电梯一体化控制器	电梯（客梯）
	NICE1000 货梯、别墅梯一体化控制器	货梯、别墅梯
	MG022T4G 圆织机一体化控制器	塑料
	CAN600 塔机一体化控制器	建筑
	IR5000 空压机一体化控制器	空压机
专机产品	MD320-SL 拉丝机专用变频器	金属制品及电线电缆
	MD330 收放卷专用变频器	印刷包装、冶金、造纸等
	MD010 阀门专用变频器	阀门
	MD021 塑料拉丝机专用变频器	塑料
伺服系统	IS500 系列伺服驱动器 ISMH 系列伺服电机	印刷包装、数控机床、注塑机、纺织、电子设备等
	IS300 系列伺服驱动器	注塑机
PLC	H2U、H1U 系列通用型可编程控制器	电梯、印刷包装、机床、纺织、石化、汽车制造等

资料来源：招股说明书 国海证券研究所

图 3　公司主要产品示意

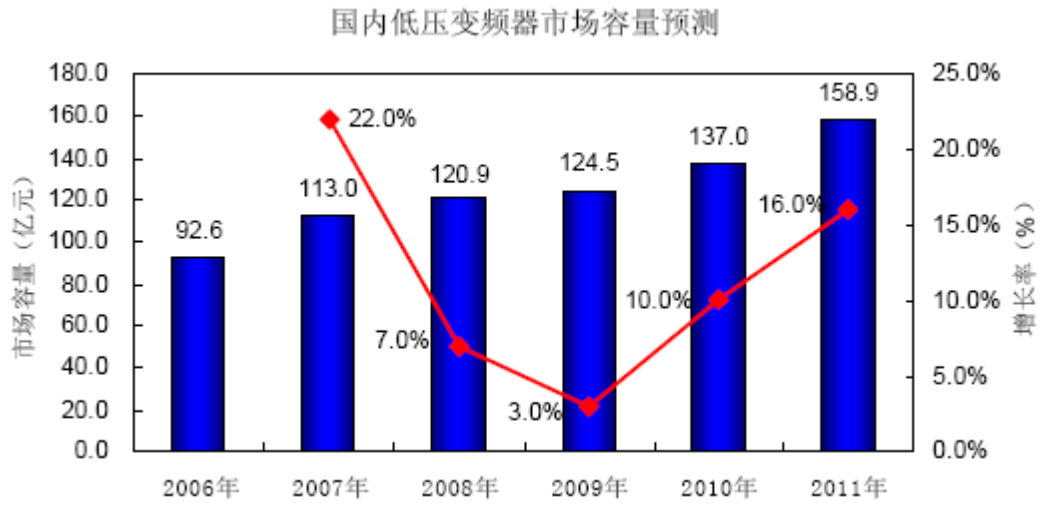
资料来源：招股说明书 国海证券研究所

变频器是把电压与频率固定不变的交流电，变换为电压和频率可变交流电的装置，变频器一般用于控制交流电机的转速或者输出转矩。输入电压不高于690V的变频器为低压变频器。

2009年，全球经济仍将处于缓慢复苏阶段，预计国内低压变频器

市场也将保持较低的增长速度，但就中长期而言，随着我国装备制造业的发展和国家强制节能减排政策的进一步落实，国内低压变频器的市场仍将保持较快的增长。

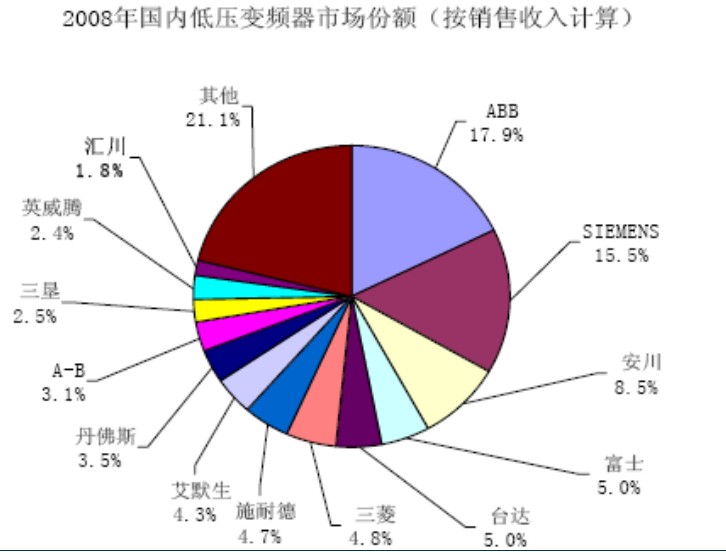
图4　2006-2011年国内低压变频器市场容量



资料来源：招股说明书 国海证券研究所

2000年以来，国产品牌厂商通过自主创新，凭借成本优势和本土化的服务优势迅速崛起，逐步扩大了国产低压变频器的市场份额，根据销售收入统计，2008年国内低压变频器市场份额如下图所示：

图5　市场份额占比



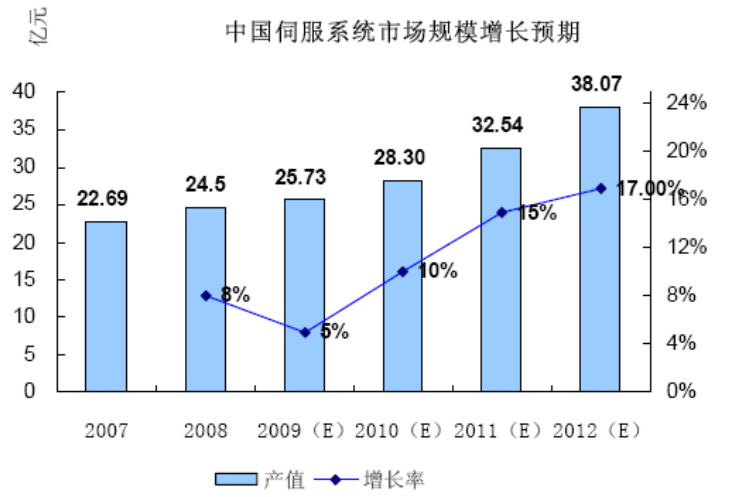
资料来源：招股说明书 国海证券研究所

伺服系统是指以物体的位移、角度、速度为控制量组成的，能够跟踪目标任意变化的自动化控制系统，通常由伺服驱动器和伺服电机组成。伺服系统是在变频技术基础上的延伸产品，除了可以进行速度与转矩控制外，还可以进行精确、快速、稳定的位置控制。

我国日益成为世界机械制造业大国，2008年我国机械工业总产值突破9万亿元，已连续6年实现20%以上的增长速度。随着制造业自动化程度的不断提高，我国伺服行业进入了加速发展阶段，2005-2007年每

年增长率均保持在20%以上，2008年我国伺服市场规模为24.5亿元，预计未来几年仍将保持高速增长，2012年市场规模将达到38.07亿元。

图6　伺服系统市场容量预测



资料来源：招股说明书 国海证券研究所

公司竞争优势

公司一直定位于服务中高端设备制造商，客户主要分布在电梯、金属制品及电线电缆、印刷包装等行业，主要的竞争对手是国际品牌厂商。公司在与国际主流品牌厂商的竞争过程中，形成了独特的竞争优势：

1、拥有综合的技术平台优势。公司先后自主研发了高性能矢量变频技术、PLC技术、伺服技术和永磁同步电机技术，已成为少数同时拥有这些平台技术的公司之一。

2、拥有永磁同步电机控制技术方面的多项技术优势。在永磁同步电机控制技术方面，公司拥有多项技术优势，其中：永磁同步电机静止辨识转子位置技术，处于行业领先位置，该技术的应用可大大提高产品的易用性；永磁同步电机无传感器矢量控制技术，可保证在1Hz时满转矩输出，该技术将极大简化系统，推动永磁同步电机的普及。

3、拥有解决尖端技术难题的能力。公司攻克了第一台国产品牌高速客梯（4米/秒）控制系统的安全性和舒适性难题；公司在EPS电源快速切换技术上实现了突破，该技术已经成功应用在“鸟巢”等国家重要体育设施的应急电源系统中。

本次募集资金使用及备案情况

本次公司向社会公开发行2,700 万股新股，发行后股本10,800万股。募集资金项目主要包括三部分：（1）产品产能建设，包括高性能变频器、电梯一体化控制系统、高性能伺服系统和稀土永磁同步电机直驱系统四类产品的的产能建设；（2）企业技术中心建设；（3）营销网络中心建设。

图7 募集资金投资项目投资计划

序号	项名目称	建设期	投资计划 第一年（万元）	第二年（万元）	第三年（万元）	合计（万元）
1	高性能变频器	24 个月	2,829.40	4,244.10	1,499.56	8,573.06
2	电梯一体化控制系统	24 个月	1,540.44	2,310.67	700.84	4,551.95
3	高性能伺服系统	24 个月	2,113.08	3,169.63	831.56	6,114.27
4	稀土永磁同步电机直驱系统	24 个月	1,791.64	2,687.46	838.01	5,317.11
5	企业技术中心建设	7 个月	569.00	2,170.00	-	2,739.00
6	营销网络中心	18 个月	-	901.00	1,084.00	1,985.00

资料来源：招股说明书 国海证券研究所

盈利预测

根据公司以往的业绩，我们做出盈利预测，盈利假设：

图8 盈利假设

	2007 年报	2008 年报	2009 年报	2010 中报	2010E	2011E	2012E
营业收入							
低压变频器(元)	122,988,935.72	131,368,214.30	142,705,275.32	118,130,405.86	230,000,000	299000000	388700000
一体化及专机(元)	33,901,601.61	58,572,132.43	135,320,175.45	103,891,096.79	230,000,000	368000000	588800000
伺服系统(元)		1,649,366.50	16,629,963.35	42,364,804.20	90,000,000	198000000	316800000
可编程逻辑控制器(元	420,300.34	1,081,644.54	6,186,688.96	8,911,133.61	20,000,000	40000000	64000000
选配件(元)	2,082,453.08	2,176,381.29	3,086,748.40	3,784,940.88	8,000,000	11200000	15680000
合计	159,393,291	194,847,739	303,928,851	277,082,381	578,000,000	916,200,000	1,373,980,000
营业成本							
低压变频器(元)	66,921,674.62	72,257,226.33	78,623,650.45	64,433,414.92	124200000	161460000	209898000
一体化及专机(元)	12,000,995.12	23,517,841.52	51,502,905.72	42,605,016.65	92000000	147200000	235520000
伺服系统(元)		905,188.20	8,515,746.22	19,287,777.51	42300000	93060000	148896000
可编程逻辑控制器(元	261,721.19	682,833.68	3,655,109.80	5,130,465.80	11600000	23200000	37120000
选配件(元)	1,648,633.28	1,698,041.55	2,447,266.79	2,587,185.70	6000000	8400000	11760000
合计	80833024.21	99061131.28	144744679	134043860.6	276100000	433320000	643194000
增长率							
低压变频器(元)		6.81%	8.63%	-17.22%	61.17%	30%	30%
一体化及专机(元)		72.77%	131.03%	-23.23%	69.97%	60%	60%
伺服系统(元)		#DIV/0!	908.26%	154.75%	441.19%	120%	60%
可编程逻辑控制器(元)		157.35%	471.97%	44.04%	223.27%	100%	60%
选配件(元)		4.51%	41.83%	22.62%	159.17%	40%	40%
毛利率							
低压变频器(%)	45.59	45	44.9	45.46	46	46	46
一体化及专机(%)	64.6	59.85	61.94	58.99	60	60	60
伺服系统(%)		45.12	48.79	54.47	53	53	53
可编程逻辑控制器(%	37.73	36.87	40.92	42.43	42	42	42
选配件(%)	20.83	21.98	20.72	31.65	25	25	25

资料来源：招股说明书 国海证券研究所

图 9　公司业绩预测

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	195	304	578	916	1374
营业成本	99	145	276	433	643
营业税金及附加	1	1	2	3	5
营业费用	19	22	48	75	111
管理费用	27	42	80	126	189
财务费用	-1	-1	-15	-29	-31
资产减值损失	1	2	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	50	94	186	306	455
营业外收入	9	20	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	59	114	186	306	455
所得税	4	12	19	37	68
净利润	55	103	167	269	387
少数股东损益	-0	0	3	5	6
归属母公司净利润	56	103	164	265	381
EBITDA	52	96	182	309	472
EPS（元）	0.69	1.27	1.52	2.45	3.53

数据来源：国海证券研究所

合理股价为 73-85 元，较发行价仍有一定上涨空间，

根据现在创业板及相关行业公司平均情况，我们认为可以按2010年给予P/E48倍，11年35倍P/E估值，合理价位为73-85元。

图10 行业内公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	EPS			BPS	P/E			PB	评级
		2010-9-27	2009E	2010E	2011E		2009E	2010E	2011E		
002334	英威腾	51.87	0.67	0.96	1.35	7.62	77.22	53.91	38.36	6.81	增持
002169	智光电气	18.87	0.24	0.36	0.46	2.16	77.98	52.14	40.74	8.75	增持
300048	合康变频	38.60	0.59	0.87	1.22	10.06	65.81	44.50	31.57	3.84	增持
300040	九洲电气	19.30	0.34	0.45	0.60	5.96	57.29	42.55	31.91	3.24	增持
002123	荣信股份	40.00	0.55	0.78	1.08	4.20	72.49	51.37	37.00	9.53	增持
	平均						70.16	48.89	35.92	6.43	

资料来源：WIND　国海证券研究所

财务报表预测

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	08-12-31	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	157	259	2237	2404	2842
现金	77	125	2066	2140	2376
应收账款	21	45	0	0	69
其他应收款	3	5	8	13	19
预付账款	9	4	14	18	29
存货	35	59	111	171	257
其他流动资产	11	22	38	61	93
非流动资产	14	31	129	267	276
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	10	17	107	236	237
无形资产	2	10	19	27	36
其他非流动资产	3	4	3	3	3
资产总计	171	290	2366	2670	3118
流动负债	44	74	123	180	262
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	21	48	73	120	182
其他流动负债	24	26	49	59	81
非流动负债	0	0	-0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	44	74	123	180	262
少数股东权益	0	0	3	8	14
股本	81	81	108	108	108
资本公积	16	16	1833	1833	1833
留存收益	30	118	283	526	885
归属母公司股东权益	127	216	2224	2467	2826
负债和股东权益	171	290	2349	2654	3102

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	08-12-31	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	47	94	175	237	284
净利润	55	103	167	269	387
折旧摊销	2	4	11	31	48
财务费用	-1	-1	-15	-29	-31
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-9	-11	11	-35	-120
其他经营现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	-16	-17	-109	-169	-57
资本支出	17	8	100	160	48
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	1	-10	-9	-9	-9
筹资活动现金流	-3	-12	1858	7	9
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	78	0	27	0	0
资本公积增加	6	0	1817	0	0
其他筹资现金流	-87	-12	15	7	9
现金净增加额	28	64	1924	75	236

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008-12-31	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	195	304	578	916	1374
营业成本	99	145	276	433	643
营业税金及附加	1	1	2	3	5
营业费用	19	22	48	75	111
管理费用	27	42	80	126	189
财务费用	-1	-1	-15	-29	-31
资产减值损失	1	2	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	50	94	186	306	455
营业外收入	9	20	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	59	114	186	306	455
所得税	4	12	19	37	68
净利润	55	103	167	269	387
少数股东损益	-0	0	3	5	6
归属母公司净利润	56	103	164	265	381
EBITDA	52	96	182	309	472
EPS（元）	0.69	1.27	1.52	2.45	3.53

主要财务比率

会计年度	2008-12-31	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	22.2%	56.0%	90.2%	58.5%	50.0%
营业利润	6.2%	86.7%	97.5%	64.9%	48.8%
归属于母公司净利润	12.7%	84.4%	60.0%	61.2%	44.1%
获利能力					
毛利率 (%)	49.2%	52.4%	52.2%	52.7%	53.2%
净利率 (%)	28.6%	33.8%	28.4%	28.9%	27.7%
ROE(%)	43.8%	47.6%	7.4%	10.7%	13.5%
ROIC(%)	73.9%	91.7%	86.8%	69.7%	75.2%
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.9%	25.6%	5.2%	6.8%	8.5%
净负债比率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.55	3.49	18.24	13.37	10.84
速动比率	2.75	2.70	17.34	12.42	9.86
营运能力					
总资产周转率	1.32	1.32	0.44	0.36	0.47
应收账款周转率	11	9	26		40
应付账款周转率	5.57	4.23	4.56	4.48	4.26
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.69	1.27	1.52	2.45	3.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	1.15	2.16	2.92	3.50
每股净资产(最新摊薄)	1.57	2.66	27.45	30.45	34.89
估值比率					
P/E	104.64	56.74	47.30	29.34	20.37
P/B	45.87	26.98	3.49	3.15	2.75
EV/EBITDA	148	79	42	25	16

国海证券投资评级标准

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。

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。

免责声明

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。本报告版权归国海证券所有。