

## 聚焦电力电子技术与控制技术

未评级

分析师: 邹序元 ☎: (8610) 6656 8668 ✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130208061595

### 1. 事件

近期我们调研了汇川技术。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 公司发展战略明确, 组织结构清晰

公司发展战略明确, 基于电力电子技术与控制技术平台, 以工业自动化为主, 向新能源方向发展。聚焦的业务方向是通用变频器、一体化及专机产品、伺服系统, 拓展新能源方向 (电动汽车驱动控制、风电、光伏逆变器等)。

公司短期内有望继续保持快速发展的业务是高性能变频器、电梯一体化业务和伺服系统。以此业务方向为基础的募投项目选址在苏州, 预计 2011 年 5 月可以试投产, 2012 年初可以达产。公司超募资金达 15 亿元, 未来将考虑利用资金优势进行外延式扩张。但是公司的收购扩张策略将非常慎重, 力求保证资金的使用效率。

公司业务方向不断扩展, 产品线增加。这对公司的管理效率提出了很高的要求。公司借鉴优秀企业的管理经验, 对公司组织架构进行了调整。公司以业务驱动型组织结构为导向, 以产品线为基本组织结构, 每一条产业线由一名产品总监负责, 统管本条线的研发、生产、销售。公司在总部层面设立研发部, 进行预研和技术储备。

#### (二) 电梯一体化及专机产品

电梯一体化产品是公司优势业务之一。受益于城镇化建设, 2010 年全国新增电梯 30 万套, 较 2009 年增长 35%, 其中客梯 26 万套、货梯 2 万套、扶梯 2 万套。公司认为, 未来 5 年之内电梯行业年销量仍将保持增长, 其中一方面是新机增量 (每年新装电梯), 另一方面是旧机更新 (尤其是控制系统更新)。

预测新机增长的主要理由是, 在城镇化的推动, 二、三线城市电梯的普及率明显上升, 并且有向县级城市转移的趋势。旧机更新的理由: (1) 电梯控制系统的设计寿命是 8-10 年。随着时间推移, 更换需求上升。(2) 系统升级。随着技术进步, 电梯控制系统需要升级 (解决电梯响应慢等问题)。此外, 海外市场, 尤其是东南亚市场的需求将继续增加。

公司目前年产 5 万套电梯一体化产品, 募投项目的投产将明显增加电梯业务的产能。公司目前在中低端市场占有优势, 同时努力开拓高端市场。公司具体举措是, 针对更新需求, 为电梯客户提供整体维保解决方案; 针对海外市场, 成立海外事业部; 针对新机业务, 提供从一体机到控制柜的整体解决方案。

### （三）通用变频器

通用变频产品是公司收入和利润的主要来源。根据《2009 中国低压变频器市场研究报告》的统计，2007 年国内低压变频器市场容量达到 22% 的增长，市场规模达 113.0 亿元。2008 和 2009 年，受全球经济危机影响，低压变频器市场虽然受到较大影响，但仍保持了小幅增长，2009 年低压变频市场规模达到 125 亿左右。随着经济的复苏和企业对节能设备投入的加大，2010 年低压通用变频市场增速预计将超过 30%。

低压变频器市场格局相对比较分散，国际品牌厂商占据了约 70% 的市场份额，并占领了起重、电梯、冶金、机床、风电等国内高端市场。目前公司市场分额 3-4%。公司预计 2011 年低压变频市场增速可能有所降低，市场竞争更加激烈，行业毛利率有下降的趋势。面对这一竞争的“红海”，公司将从技术营销到品牌营销，重点突破冶金、起重、纺织市场。公司策略重点是保市场。

公司认为未来高压变频行业的发展趋势是电机、传动系统、马达一体化，是否能够提供成套设备是公司竞争力的体现。公司未来将向产业链延伸，初期方式是战略合作，远期考虑通过并购的方式进入马达和高效电机领域。

### （四）伺服系统

伺服系统将成为公司未来主要业绩增长点。公司伺服业务方向是提供一体化和整体解决方案，包括人机对话系统 CSC、伺服变频系统、高速马达。公司在此领域的优势是，可以通过变频产品的延伸进入伺服系统市场，如一台变频器对应四台伺服器，公司通过出售整体解决方案，扩展伺服市场。公司在伺服系统业务方面将重点突破注塑机领域。

### （五）新能源业务

公司基于电力电子技术和控制技术，向新能源业务领域扩张。目标市场是电动汽车驱动器、光伏发电变流器、智能电网（在珠海试运行风电-光伏-柴油三种电源的切换）。公司目前的新能源业务处于技术储备阶段，仍在探索有效的商业模式。

## 3. 我们的分析与判断

我们预测公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 2.09 元、3.06 元、4.44 元，目前的动态市盈率分别为 62 倍、43 倍和 29 倍。公司发展战略明确，组织结构清晰，在电力电子技术与控制技术的结合方面在国内公司中具有极强的竞争力。同时公司管理层锐意进取，加之 IPO 融资后解决了资金瓶颈，未来公司发展潜力大，业绩存在较大超预期的可能性。我们将密切关注公司的发展。

**表 1: 汇川技术 (300124) 财务报表预测 (单位: 百万元)**

资产负债表						利润表					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	77	125	1863	1777	1775	营业收入	195	304	694	1016	1527
应收票据	11	22	50	73	109	营业成本	99	145	350	521	804
应收账款	21	45	86	125	188	营业税金及附加	1	1	3	4	6
预付款项	9	4	4	4	4	销售费用	19	22	35	46	61
其他应收款	3	5	10	15	23	管理费用	27	42	83	112	153
存货	35	59	115	171	264	财务费用	-1	-1	-5	-9	-9
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	2	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
固定资产	10	17	299	564	813	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	营业利润	50	94	228	343	512
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收入	9	20	20	20	20
无形资产	2	10	9	8	7	营业外支出	1	0	0	0	0
长期待摊费用	1	2	1	1	1	税前利润	59	114	248	363	532
资产总计	171	290	2440	2742	3187	减: 所得税	4	12	22	33	53
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	55	103	225	330	479
应付票据	0	0	0	0	0	归属于母公司的					
应付账款	21	48	77	114	176	净利润	56	103	225	330	479
预收款项	5	9	9	9	9	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付职工薪酬	2	5	5	5	5	基本每股收益	0.69	1.27	2.09	3.06	4.44
应交税费	3	8	8	8	8	摊薄每股收益	0.52	0.95	2.09	3.06	4.44
其他应付款	1	5	5	5	5	<b>财务指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
长期借款	0	0	0	0	0	成长性					
预计负债	0	0	0	0	0	营收增长率	22.24%	55.98%	128.20%	46.47%	50.31%
负债合计	44	74	103	140	203	EBIT 增长率	6.90%	89.94%	136.33%	49.94%	50.77%
股东权益合计	127	216	2337	2601	2984	归属净利润增长	12.65%	84.42%	119.61%	46.57%	45.02%
						盈利性					
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	销售毛利率	49.16%	52.38%	49.49%	48.75%	47.35%
净利润	55	103	225	330	479	销售净利率	28.40%	33.78%	32.49%	32.51%	31.37%
折旧与摊销	48	25	19	36	52	ROE	43.83%	47.56%	9.64%	12.70%	16.05%
经营活动现金流	-594	5692	138	271	384	ROIC	36.60%	39.18%	8.67%	11.68%	15.18%
投资活动现金流	-2162	-4219	-300	-300	-300	估值倍数					
融资活动现金流	2060	-1387	1901	-57	-87	P/E	10.48	13.14	62.30	42.51	29.31
现金净变动	-696	87	1739	-86	-2	P/B	6.13	8.33	6.01	5.40	4.70
期初现金余额	49	77	125	1863	1777	P/S	3.99	5.92	20.24	13.82	9.19
期末现金余额	-647	164	1863	1777	1775	EV/EBITDA	5.18	10.27	50.35	33.17	22.07

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部

## 评级标准

---

**银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避**

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908