

电气设备

汇川技术(300124.SZ)/138.45元

公司或迎“撑杆跳”，业绩有望再次超预期

事项

2011年3月23日汇川技术公布年报：营业收入6.74亿元，同比增长121.96%；归属上市公司净利2.2亿元，同比增长114.71%，对应10年EPS为2.04元，稀释EPS为2.51元，符合我们预期。

同时公布的还有10年利润分配、资本公积转增股本预案：向全体股东每10股派发现金股利人民币12.00元(含税)，合计派发现金股利12,960万元(含税)以资本公积金向全体股东每10股转增10股，共计10,800万股，转增后股本增至21,600万股。

主要观点

1、行业持续高增长为公司带来“撑杆跳”的机会，业绩有望再次超预期。

- **行业发展11年或再超预期，30%左右行业增速正逐渐显现。**10年全行业30%左右增速已成定局，远超咨询机构15%的预测。11年工控行业增长动力仍然强劲，下游客户需求旺盛，30%左右的行业增速可期，再次超出市场普遍认为增速将下滑的预测。
- **政策推动、成本上升、产业升级三大主线驱动行业持续向好。**国家“十一五”、“十二五”节能减排政策基调已经明确，节能与新能源产品受到国家扶持。公司主要节能产品：变频器、伺服系统，新能源产品：电动汽车电机控制器及风光柴蓄多向变换器发展空间巨大。未来随着劳动力成本的上升与产业升级的进行，机器替代人、先进设备替代落后设备、国内产品替代国外产品将成为工控行业发展的方向。
- **国内一流技术，毛利稳定，11年公司业绩在行业里最有可能再次超预期。**公司技术国内一流，08/09/10年研发费用分别占收入比重高达8.75%/9.99%/7.97%，远超同行6%的平均水平。产品更是具有替代进口的优势。低压变频器与一体化及专机毛利4年保持45%与60%左右，伺服系统因产品质量不断提高，08~10年毛利逐年增长，分别达到45%/49%/57%，收入占比分别是1%/5%/17%。高毛利产品占比逐年升高，原有产品毛利稳定，下游需求旺盛，新领域拓展迅速，受益于行业拉动与自身发展，公司11年业绩在行业里最有可能再次超预期。

2、10年一体化及专机与伺服系统贡献最大。

公司10年122%的增长，主要贡献来自电梯行业的旺盛需求：一体化及专机，以及注塑机市场的爆发：伺服系统。两者分别同比增长97%和570%。未来保障房和商品房向高层化发展的趋势将保证电梯用一体化专机的需求。

3、在原有业务稳定增长的基础上，未来公司看点转向伺服与新能源产品，增长具有持续性。

与国内企业低压变频器市场占比15%左右相比，伺服占比仅为5%左右，进口替

证券分析师：高利

执业编号：S0360209120018

联系人：李大军 张文博

Tel: 010-59370826

Email: zhangwenbo@hczq.com

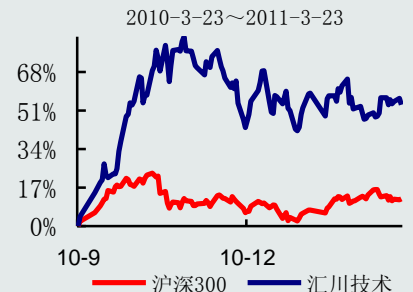
投资评级

投资评级：	强推
评级变动：	维持

公司基本数据

总股本(万股)	10800
流通A股/B股(万股)	2700/0
资产负债率(%)	6.79
每股净资产(元)	21.24
市盈率(倍)	67.86
市净率(倍)	6.52
12个月内最高/最低价	168.0/71.88

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《汇川技术2010年报预增，再次超出市场预期》	2011-01-06
《内生性增长源自技术创新与市场开拓》	2010-10-25
《业绩大幅超预期，高速发展势不可挡》	2010-10-15
《工控龙头、替代进口，未来持续发展可期》	2010-09-29

代机会更大。这种机会仅留给技术实力强、销售网络广、采购成本低的公司。汇川技术在该领域有一定话语权。随着工业化进程的加快，产业升级与进口替代将推动伺服产品的大量使用，节能、增产效果也将日趋明显。公司已将伺服产品作为 10/11/12 年发展重点，并成功把握住了注塑机市场爆发的机会。未来两年，机床用伺服系统、纺织机械等高端伺服产品将是公司伺服系统新的增长点。

同时，公司节能环保、新能源产品：新能源电动汽车电机控制器及风光柴蓄多向变换器技术已经成熟，其中电动汽车电机控制器已经在 3 ~ 4 家汽车厂小批量应用，并在多家汽车厂成功试机；风光柴蓄多向变换器已经在某旅游岛上成功应用，取得了良好的市场效益。随着新能源市场的逐渐启动，公司未来 5 年的增长将可以持续。

4、业绩支撑下，高送转或引爆股价拉升行情。

公司 10 转 10 派 12 的分配、转增方案吸引力很大。在回馈股东的同时，扩大了公司的流通盘，能够吸引更多看好公司的投资者参与进来。在业绩有支撑并存在超预期可能的前提下，高送转或引爆股价拉升行情。

投资建议

不考虑送转的前提下，预测 11/12/13 年 EPS 为 3.42/5.30/7.99 元，对应 PE 为 40/26/17 倍。公司处于朝阳行业，华为基因打造的管理团队不断追求进步，自身业绩远超行业发展水平；依靠强大的技术能力和卓越的销售能力，坚持“为客户创造价值”的理念，指导公司走进口替代路线，在变频、伺服、PLC 行业，有进一步超预期的可能。变频、伺服产品一季度行业增速在 60%左右，预计汇川一季度订单同比增长 100%以上。未来三年公司高速增长比较确定。基于上述原因，维持公司“强推”评级。

风险提示

1、设备折旧计提增加费用；2、行业竞争造成产品毛利下滑。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2382	2702	3411	4401
现金	2083	2185	2527	3082
应收账款	67	138	221	337
其它应收款	5	10	18	26
预付账款	9	5	17	24
存货	120	223	379	571
其他	99	141	248	362
非流动资产	80	218	242	314
长期投资	0	0	0	0
固定资产	25	165	188	255
无形资产	10	10	9	9
其他	45	43	44	50
资产总计	2463	2921	3653	4715
流动负债	161	252	410	606
短期借款	0	0	0	0
应付账款	100	185	315	474
其他	61	67	95	132
非流动负债	6	3	3	4
长期借款	0	0	0	0
其他	6	3	3	4
负债合计	167	255	413	610
少数股东权益	1	2	4	6
股本	108	108	108	108
资本公积金	1848	1848	1848	1848
留存收益	339	708	1280	2143
归属母公司股东权益	2294	2664	3236	4099
负债和股东权益	2463	2921	3653	4715

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	147	194	336	598
净利润	221	371	574	865
折旧摊销	6	20	39	55
财务费用	-14	-64	-71	-84
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-82	-129	-207	-238
其它	16	-4	1	1
投资活动现金流	-1969	-155	-65	-127
资本支出	48	158	64	127
长期投资	0	0	0	0
其他	-1920	3	-1	-0
筹资活动现金流	1859	64	71	84
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	27	0	0	0
资本公积增加	1831	0	0	0
其他	0	64	71	84
现金净增加额	37	102	342	555

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	675	1196	2014	3020
营业成本	317	577	987	1484
营业税金及附加	3	5	8	13
营业费用	70	132	217	328
管理费用	78	155	253	332
财务费用	-14	-64	-71	-84
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	219	390	618	947
营业外收入	31	27	29	28
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	250	417	647	975
所得税	29	46	73	110
净利润	221	371	574	865
少数股东损益	0	1	2	3
归属母公司净利润	220	370	572	863
EBITDA	212	345	587	918
EPS (元)	2.04	3.42	5.30	7.99

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	122.0%	77.2%	68.4%	50.0%
营业利润	133.3%	77.7%	58.7%	53.1%
归属母公司净利润	114.7%	67.7%	54.8%	50.8%
获利能力				
毛利率	53.1%	51.7%	51.0%	50.9%
净利率	32.7%	30.9%	28.4%	28.6%
ROE	9.6%	13.9%	17.7%	21.0%
ROIC	87.5%	60.9%	68.9%	75.4%
偿债能力				
资产负债率	6.8%	8.7%	11.3%	12.9%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	14.82	10.72	8.32	7.26
速动比率	14.07	9.83	7.39	6.32
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.44	0.61	0.72
应收帐款周转率	12	12	11	11
应付帐款周转率	4.28	4.05	3.95	3.76
每股指标(元)				
每股收益	2.04	3.42	5.30	7.99
每股经营现金	1.36	1.79	3.11	5.54
每股净资产	21.24	24.67	29.96	37.95
估值比率				
P/E	67.86	40.46	26.14	17.33
P/B	6.52	5.61	4.62	3.65
EV/EBITDA	61	37	22	14

资料来源：公司报表、华创证券

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层
邮编: 100036
传真: 010-59370801