

汇川技术 (300124.SZ) 工控行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

邢志刚

分析师 SAC 执业编号: S1130512010002
(8621)61038287
xingzg@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

股权激励意在稳定研发和管理团队

事件

- 公司公告了股权激励计划, 拟向激励对象授予 1352 万份股票期权, 约占总股本 38,880 万股的 3.48%。目前行权价格定为最后一个交易日价格 21 元。行权条件如下:

图表1: 行权条件

行权期	行权条件
第一个行权期	2013 年相比于2012 年净利润复合增长不低于12.00% , 2013 年加权平均ROE 不低于11.31%
第二个行权期	2014 年相比于2012 年净利润复合增长不低于13.98% , 2014 年加权平均ROE 不低于11.69%
第三个行权期	2015 年相比于2012 年净利润复合增长不低于14.65% , 2015 年加权平均ROE 不低于12.04%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

评论

- **此次激励设计上虽然行权条件较低, 但行权价格较高, 若要行权实际业绩增长将远超行权条件:** 从方案来看公司股权激励增长目标定位虽然逐年提升, 但是 3 年复合增长率定位不高于 15%, 反映了公司希望激励能够兑现的意图。但是授予价格上又定位于可选的较高价格 (21 元), 如果仅仅 15% 的复合增长是很难支撑起行权价格对应的今年近 25 倍估值。我们认为实际的激励如果兑现, 复合增长将远超行权条件;
- **此次激励巩固了核心技术和管理团队, 体现了公司专注研发的核心战略:** 根据公司公告, 此次股权激励对象为 227 人, 占员工总数 1848 人的 12.28%, 均为公司中高层管理人员、核心技术人员。这进一步巩固了公司核心技术和团队管理的稳定性, 对公司行业寻向的专机市场战略形成支撑。我们可以看到公司在行业低谷期持续在研发上进行投入, 上半年研发投入占比收入达 12.3%, 同比提升了 5.5 个百分点, 这反映了公司主动进行产品储备和扩张的意图;
- **股权激励成本逐年下降基本可控:** 按照股权激励草案测算, 在授予价格高于现价 10% 的情况下, 2013-2016 年股权激励成本约为 3598 万, 3221 万, 1704 万和 344 万, 分别相当于我们模型中当年净利润的 9%, 7%, 3% 和 0.5%。目前看来仅 2013 年激励成本相对净利润比例较高, 其它年份对净利润影响有限。不排除明年授予之前, 公司为了降低成本对授予日股价进行一定引导;
- **中期增长仍然在电梯业务, 但长期我们更关注的是公司在应用性的研发能力和行业寻向的战略结合下发展出更多的产品线, 形成丰富的增长点:** 我们认为公司持续的研发投入为公司未来持续增长提供可能。今年工控行业面临的困境, 行业收入增速预计全年下滑 10% 以上。但公司依托电梯业务上不断实现份额扩张使得前三季度仍然保持了 9% 的收入增长。虽然短期来看行业仍然将在底部运行, 但是未来工控的成长空间和公司产品纵向和横向的扩张能力仍然是我们长期看好公司的重要理由。同时我们认为在行业谷底对研发持续大力投入是公司未来宏观周期反转后获取更多增长点的筹码;

投资建议

- 我们预计 2012-2014EPS 为 0.84/0.98/1.17, 对应估值为 25/22/18。我们认为公司此次股权激励有助于研发管理团队的稳定, 符合公司在行业谷底持续投入研发, 布局产品线的战略, 中长期影响是较为正面的;
- 但短期来看, 明年宏观因素的不确定性对目前估值水平形成一定压制, 同时在股权激励授予之前, 存在对控制授予日价格的诉求;
- 由于公司所处行业后周期属性, 我们建议长线投资者目前逐步进行少量配置, 建议交易性投资者可以等待工业和地产投资复苏明确后再进行布局。

图表2: 行权安排

行权期	行权安排	可行权数量占获授期权数量比例
第一个行权期	自首次授权日起 12 个月后的首个交易日起至首次授权日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第二个行权期	自首次授权日起 24 个月后的首个交易日起至首次授权日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个行权期	自首次授权日起 36 个月后的首个交易日起至首次授权日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	40%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表3: 三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	304	675	1,054	1,156	1,463	1,640
增长率		122.0%	56.2%	9.7%	26.5%	12.1%
主营业务成本	-145	-317	-469	-555	-723	-808
% 销售收入	47.6%	46.9%	44.5%	48.0%	49.4%	49.3%
毛利	159	358	585	601	740	831
% 销售收入	52.4%	53.1%	55.5%	52.0%	50.6%	50.7%
营业税金及附加	-1	-3	-11	-10	-12	-10
% 销售收入	0.4%	0.4%	1.1%	0.9%	0.8%	0.6%
营业费用	-22	-70	-105	-116	-132	-131
% 销售收入	7.2%	10.4%	10.0%	10.0%	9.0%	8.0%
管理费用	-42	-78	-159	-185	-219	-238
% 销售收入	13.8%	11.6%	15.1%	16.0%	15.0%	14.5%
息税前利润 (EBIT)	94	206	309	290	377	452
% 销售收入	31.0%	30.6%	29.3%	25.1%	25.8%	27.6%
财务费用	1	14	47	56	21	22
% 销售收入	-0.5%	-2.0%	-4.5%	-4.8%	-1.4%	-1.4%
资产减值损失	-2	-1	-4	-8	-4	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	94	219	352	338	394	472
营业利润率	30.9%	32.5%	33.4%	29.3%	26.9%	28.8%
营业外收支	20	31	61	48	56	67
税前利润	114	250	413	387	450	540
利润率	37.6%	37.1%	39.2%	33.5%	30.8%	32.9%
所得税	-12	-29	-67	-54	-63	-76
所得税率	10.2%	11.6%	16.1%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	103	221	346	333	387	464
少数股东损益	0	1	6	6	7	9
归属于母公司的净利润	103	220	340	326	380	456
净利率	33.8%	32.7%	32.3%	28.2%	26.0%	27.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	103	221	346	333	387	464
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5	7	16	23	19	26
非经营收益	0	-1	-49	-43	-53	-65
营运资金变动	-21	-82	-307	176	-104	-63
经营活动现金净流	86	146	8	489	248	362
资本开支	-11	-48	-166	-32	-64	31
投资	0	0	1	-1	0	0
其他	0	-1,921	319	0	0	0
投资活动现金净流	-11	-1,969	154	-33	-64	31
股权募资	0	1,865	1	0	0	0
债权募资	0	0	0	48	0	1
其他	-28	-6	-133	-1	-127	-148
筹资活动现金净流	-28	1,859	-131	47	-127	-147
现金净流量	47	36	30	503	58	247

来源: 公司公告, 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	125	2,083	1,838	2,341	2,399	2,646
应收款项	71	162	293	241	344	406
存货	59	120	246	182	238	266
其他流动资产	4	18	27	30	38	42
流动资产	259	2,382	2,405	2,795	3,018	3,360
% 总资产	89.2%	96.7%	90.0%	89.5%	87.4%	88.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	17	67	194	262	368	382
% 总资产	6.0%	2.7%	7.3%	8.4%	10.7%	10.0%
无形资产	12	11	68	65	64	63
非流动资产	31	80	268	329	434	446
% 总资产	10.8%	3.3%	10.0%	10.5%	12.6%	11.7%
资产总计	290	2,463	2,673	3,124	3,452	3,807
短期借款	0	0	0	48	48	48
应付款项	61	120	111	180	233	260
其他流动负债	13	45	45	170	203	239
流动负债	74	166	156	398	484	547
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	1	3	0	0	0
负债	74	167	159	398	484	548
普通股股东权益	216	2,294	2,504	2,707	2,942	3,224
少数股东权益	0	1	10	16	23	32
负债股东权益合计	290	2,463	2,673	3,121	3,449	3,803

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益		2.040	1.574	0.840	0.977	1.172
每股净资产	2.664	21.245	11.592	6.961	7.566	8.291
每股经营现金净流	1.067	1.364	0.028	1.257	0.639	0.932
每股股利	0.000	1.200	0.600	0.320	0.372	0.447
回报率						
净资产收益率	48%	10%	14%	12%	13%	14%
总资产收益率	35%	9%	13%	10%	11%	12%
投入资本收益率	39%	8%	10%	9%	11%	12%
增长率						
主营业务收入增长率	56%	122%	56%	10%	27%	12%
EBIT增长率	90%	119%	50%	-6%	30%	20%
净利润增长率	84%	115%	54%	-4%	16%	20%
总资产增长率	69%	749%	9%	17%	11%	10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40	30	34	50	60	65
存货周转天数	118	103	142	120	120	120
应付账款周转天数	86	85	75	90	90	90
固定资产周转天数	20	13	67	57	45	84
偿债能力						
净负债/股东权益	-58%	-91%	-73%	-84%	-79%	-80%
EBIT利息保障倍数	-68.2	-15.3	-6.5	-5.2	-18.0	-20.2
资产负债率	26%	7%	6%	13%	14%	14%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-11-09	增持	41.57	151.00 ~ 151.00
2	2011-03-23	增持	37.97	N/A
3	2011-04-27	增持	38.64	N/A
4	2011-07-27	增持	44.03	N/A
5	2011-09-05	增持	43.01	N/A
6	2011-10-25	增持	36.21	N/A
7	2012-08-07	增持	19.78	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B