

汇川技术 (300124.SZ)

股权激励行权条件略显宽松

评级: 增持
前次: 增持
目标价 (元):
22.68-24.36

分析师

分析师

刘江啸

刘统

S0740510120006

S0740512070002

021-20315167

021-20315115

liujx@r.qlzq.com.cn

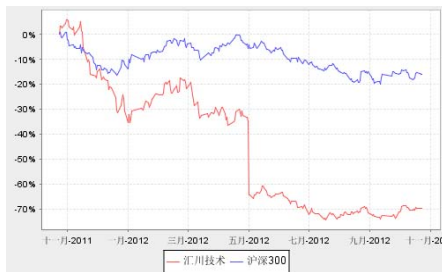
liutong@r.qlzq.com.cn

2012年11月8日

基本状况

总股本(百万股)	388.80
流通股本(百万股)	118.87
市价(元)	21.00
市值(百万元)	8164.80
流通市值(百万元)	2496.20

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	674.60	1,054.03	1,173.49	1,402.00	1,869.48
营业收入增速	121.96%	56.24%	11.33%	19.47%	33.34%
净利润增长率	114.71%	54.34%	-6.92%	18.96%	21.41%
摊薄每股收益 (元)	2.04	1.57	0.81	0.97	1.18
前次预测每股收益 (元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益 (元)	—	—	0.86	1.07	1.32
偏差率 (本次-市场/市场)	—	—	-5.81%	-9.35%	-10.61%
市盈率 (倍)	68.57	34.43	25.77	21.66	17.84
PEG	0.60	0.63	—	1.14	0.83
每股净资产 (元)	21.24	11.59	7.25	8.22	9.40
每股现金流量	1.36	0.03	0.81	0.67	0.67
净资产收益率	9.60%	13.58%	11.22%	11.78%	12.51%
市净率	6.58	4.68	2.89	2.55	2.23
总股本 (百万股)	108.00	216.00	388.80	388.80	388.80

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件:** 汇川技术发布了股权激励草案, 拟向公司中高级管理人员及核心技术人员授予 1352 万份股票期权, 约占公司当前股本总额的 3.48%, 行权价格为 21 元, 主要行权条件为: 在股票期权激励计划有效期内, 以 2012 年净利润为基数, 2013-2015 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润年复合增长率相对 2012 年分别不低于 12.00%、13.98%、14.65%; 2013-2015 年加权平均净资产收益率分别不低于 11.31%、11.69%、12.04%。

■ 点评:

- **行权条件较为宽松, 意在稳定现有核心团队:** 根据公司股权激励的行权条件, 我们大致测算, 公司未来三年扣除非经常性损益后的净利润复合增长率在 15% 左右, 行权条件较为宽松, 更多的将是以股权激励的方式稳固现有核心团队, 保证公司在管理、研发、市场开拓等方面的优势。
- **行权价格偏高, 未来增长可能会超过行权条件:** 公司行权价格为 21 元, 对应 2012 年动态 PE 约为 25 倍, 如果未来三年保持 15% 的复合增长率, 授予期权将很难行权, 对核心团队的激励作用也将丧失, 我们预计未来三年公司的增长可能会超过行权条件。
- **短期公司仍处于业绩低谷, 密切关注其产品研发和市场开拓进展:** 公司经历了前几年的飞速发展, 目前传统市场 (主要是电梯领域) 的成长性已经趋于平稳, 纺织、起重等新市场的开拓尚不顺利, 随着宏观经济短期低迷, 预计公司短期内仍将处于业绩低谷期。在低谷期, 战略布局、管理优化、产品储备已经成为当前公司的工作重点, 我们建议密切关注其产品研发和市场开拓的进展情况。

- **盈利预测及投资建议:** 我们预计公司 2012 年、2013 年、2014 年实现营业收入分别为 11.74 亿元、14.02 亿元、18.7 亿元，实现归属于母公司的净利润分别为 3.17 亿元、3.77 亿元、4.57 亿元，对应每股收益分别为 0.81 元、0.97 元、1.18 元，考虑公司自身的技术实力和市场开拓能力，我们给予公司 2012 年 28~30 倍 PE，对应目标价 22.68~24.36 元，维持“增持”评级。

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

图表 1: 预测公司财务报表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	304	675	1,054	1,173	1,402	1,869	货币资金	125	2,083	1,838	2,104	2,323	2,662
增长率	55.98%	122.0%	56.2%	11.3%	19.5%	33.3%	应收账款	71	162	293	369	441	588
营业成本	-145	-317	-469	-564	-711	-1,002	存货	59	120	246	224	283	398
% 销售收入	47.6%	46.9%	44.5%	48.0%	50.7%	53.6%	其他流动资产	4	18	27	32	37	47
毛利	159	358	585	610	691	868	流动资产	259	2,382	2,405	2,728	3,084	3,695
% 销售收入	52.4%	53.1%	55.5%	52.0%	49.3%	46.4%	% 总资产	89.2%	96.7%	90.0%	88.4%	87.4%	89.9%
营业税金及附加	-1	-3	-11	-12	-14	-19	长期投资	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.4%	0.4%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	固定资产	17	67	194	286	372	342
营业费用	-22	-70	-105	-129	-147	-187	% 总资产	6.0%	2.7%	7.3%	9.3%	10.5%	8.3%
% 销售收入	7.2%	10.4%	10.0%	11.0%	10.5%	10.0%	无形资产	12	11	68	67	67	68
管理费用	-42	-78	-159	-211	-224	-280	非流动资产	31	80	268	358	444	415
% 销售收入	13.8%	11.6%	15.1%	18.0%	16.0%	15.0%	% 总资产	10.8%	3.3%	10.0%	11.6%	12.6%	10.1%
息税前利润 (EBIT)	94	206	309	257	305	382	资产总计	290	2,463	2,673	3,087	3,528	4,110
% 销售收入	31.0%	30.6%	29.3%	21.9%	21.8%	20.4%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	1	14	47	70	76	86	应付账款	61	120	111	144	181	253
% 销售收入	-0.5%	-2.0%	-4.5%	-5.9%	-5.4%	-4.6%	其他流动负债	13	40	37	97	120	168
资产减值损失	-2	-1	-4	-7	-3	-3	流动负债	74	161	148	241	301	421
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	6	12	12	12	12
% 税前利润	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	74	167	159	253	313	432
营业利润	94	219	352	321	378	464	普通股股东权益	216	2,294	2,504	2,820	3,197	3,654
营业利润率	30.9%	32.5%	33.4%	27.3%	27.0%	24.8%	少数股东权益	0	1	10	14	18	24
营业外收支	20	31	61	60	70	80	负债股东权益合计	290	2,463	2,673	3,087	3,528	4,110
税前利润	114	250	413	381	448	544	比率分析						
利润率	37.6%	37.1%	39.2%	32.4%	32.0%	29.1%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-12	-29	-67	-60	-67	-82	每股指标						
所得税率	10.2%	11.6%	16.1%	15.8%	15.0%	15.0%	每股收益 (元)	1.267	2.040	1.574	0.814	0.969	1.176
净利润	103	221	346	320	381	463	每股净资产 (元)	2.664	21.245	11.592	7.254	8.223	9.398
少数股东损益	0	1	6	4	4	5	每股经营现金净流 (元)	1.067	1.364	0.028	0.813	0.673	0.670
归属于母公司的净利润	103	220	340	317	377	457	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.600	0.000	0.000	0.000
净利率	33.8%	32.7%	32.3%	27.0%	26.9%	24.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	47.56%	9.60%	13.58%	11.22%	11.78%	12.51%
净利润	103	221	346	320	381	463	总资产收益率	35.38%	8.95%	12.72%	10.26%	10.67%	11.12%
少数股东损益	0	0	0	4	4	5	投入资本收益率	92.80%	85.46%	38.41%	29.66%	29.09%	31.93%
非现金支出	5	7	16	26	29	34	增长率						
非经营收益	0	1	-50	-60	-70	-80	营业总收入增长率	55.98%	121.96%	56.24%	11.33%	19.47%	33.34%
营运资金变动	-21	-82	-307	29	-78	-156	EBIT 增长率	89.94%	119.15%	49.76%	-16.78%	18.60%	25.01%
经营活动现金净流	86	147	6	320	266	266	净利润增长率	84.42%	114.71%	54.34%	-6.92%	18.96%	21.41%
资本开支	11	48	166	51	42	-78	总资产增长率	69.31%	748.96%	8.54%	15.48%	14.30%	16.50%
投资	0	0	1	0	0	0	资产管理能力						
其他	0	-1,921	319	0	0	0	应收账款周转天数	39.9	30.2	34.1	45.0	45.0	45.0
投资活动现金净流	-11	-1,969	154	-51	-42	78	存货周转天数	118.1	102.7	142.4	145.0	145.0	145.0
股权募资	0	1,865	1	0	0	0	应付账款周转天数	86.4	85.2	75.4	80.0	80.0	80.0
债权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	16.0	11.3	37.7	68.0	70.9	60.6
其他	-28	-6	-133	0	0	0	偿债能力						
筹资活动现金净流	-28	1,859	-131	0	0	0	净负债/股东权益	-57.78%	-90.76%	-73.13%	-74.23%	-72.26%	-72.38%
现金净流量	47	37	29	269	224	344	EBIT 利息保障倍数	-68.2	-15.3	-6.5	-3.7	-4.0	-4.4
							资产负债率	25.58%	6.79%	5.96%	8.18%	8.86%	10.51%

来源: 齐鲁证券研究所



投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%-+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。