

# 汇川技术 (300124)

## —股权激励方案点评

投资评级 推荐 评级调整 首次推荐 收盘价 20.80 元

### 事件:

公布首期股票期权激励计划(草案)。

### 正文:

#### ■ 股权激励计划具有较强的激励效果。

我们认为该激励计划具有以下特点:

1) 激励的面较广。激励对象 227 人, 占员工总数 1848 人的 12.28%, 包括了公司的核心人员;

2) 行权价格不高。激励计划的行权价格为 21 元, 处于公司上市以来的较低水平, 比最新的市场价格略高。如果公司业绩稳定增长, 股价回到 21 元以上可能性较大, 因此激励计划能够起到较好作用;

3) 业绩增长要求不高。激励计划核心的行权条件是 2013-2015 年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%。

过去几年公司保持了较快的增长, 2012 年增速受到经济危机影响严重下滑, 但以 2012 年业绩的低增长为基数, 未来 3 年保持 15% 以内的复合增长对管理层而言不算是太苛刻的要求, 对一份激励计划是有利的。但我们不宜把行权条件理解为未来 3 年的增速预期。

#### ■ 业绩处于低谷, 但有好转迹象。

1) 业绩下滑趋势在三季度明显好转。三季度单季度实现净利润约 1 个亿, 同比增长 13.67%, 前三季度净利润同比下降 6.19%, 下降的幅度相对于上半年的 16% 有明显的好转。2) 宏观经济见底迹象明显。前三季度中国经济同比增长 7.7%。其中, 三季度增长 7.4%, 增速比二季度回落 0.2 个百分点, 回落幅度收窄, 中国经济运行已逐步趋稳, 四季度见底回升概率较大。

#### ■ 业绩预测与估值:

我们保守预测 2012 年-2014 年 EPS 分别为 0.86 元、0.99 元和 1.18 元。随着国内经济企稳回升以及募投项目的逐步投产, 业绩存在超预期的可能, 我们给予公司推荐评级。

发布时间: 2012 年 11 月 9 日

### 主要数据

52 周最高/最低价(元)	73.08/17.80
上证指数/深圳成指	2071.51/8399.38
50 日均成交额(百万元)	27.69
市净率(倍)	3.23
股息率	2.88%

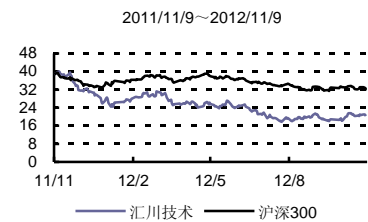
### 基础数据

流通股(百万股)	118.87
总股本(百万股)	388.80
流通市值(百万元)	2472.43
总市值(百万元)	8087.04
每股净资产(元)	6.44
净资产负债率	6.36%

### 股东信息

大股东名称	深圳市汇川投资有限公司
持股比例	18.75%
国元持仓情况	

### 52 周行情图



### 相关研究报告

### 联系方式

研究员: 程建国  
 执业证书编号: S0020512080006  
 电话: 021-51097188-1951  
 电邮: chengjianguo@gyzq.com.cn

联系人: 程维  
 电话: (0551) 2207936  
 电邮: chengwei@gyzq.com.cn  
 地址: 中国安徽省合肥市寿春路 179 号  
 (230001)

## 附：股票期权激励计划内容摘要

**激励对象：**本股票期权激励方案首次激励对象为 227 人，占员工总数 1848 人的 12.28%，均为公司董事会认定的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的中高层管理人员、核心技术（业务）人员。

**授予数量：**拟向激励对象授予 1352 万份股票期权，约占本激励计划签署时公司股本总额 38,880 万股的 3.48%。分两次授予给激励对象，其中首次授予 1252 万份；预留 100 万份，占本次计划拟授出股票期权数量的 7.40%，占本计划签署时公司股本总额的 0.26%。

**主要行权条件：**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%。

**预留期权主要行权条件：**在激励计划有效期内，以 2012 年净利润为基数，2014-2015 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 13.98%、14.65%；2014-2015 年加权平均净资产收益率分别不低于 11.69%、12.04%。

**股票期权行权价格：**21 元。

### 三大财务报表预测:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	2405	2653	3054	3541	<b>营业收入</b>	1054	1105	1273	1534
现金	1838	2125	2431	2761	营业成本	469	540	632	772
应收账款	131	132	150	183	营业税金及附加	11	6	8	10
其他应收款	15	13	15	19	营业费用	105	114	130	155
预付账款	15	25	21	27	管理费用	159	188	204	230
存货	246	246	295	365	财务费用	-47	-99	-114	-130
其他流动资产	160	112	142	187	资产减值损失	4	2	2	2
<b>非流动资产</b>	268	271	281	293	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	193	170	147	124	<b>营业利润</b>	352	354	412	495
无形资产	67	96	130	166	营业外收入	62	38	44	48
其他非流动资产	8	4	4	3	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	2673	2924	3335	3834	<b>利润总额</b>	413	391	455	542
<b>流动负债</b>	148	200	220	255	所得税	67	53	64	77
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	346	338	391	465
应付账款	94	141	158	189	少数股东损益	6	3	5	6
其他流动负债	54	59	62	66	<b>归属母公司净利润</b>	340	335	386	459
<b>非流动负债</b>	12	1	2	2	EBITDA	317	279	322	389
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.57	0.86	0.99	1.18
其他非流动负债	12	1	2	2					
<b>负债合计</b>	159	201	221	256	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	10	14	18	24	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	216	389	389	389	<b>成长能力</b>				
资本公积	1739	1567	1567	1567	营业收入	56.2%	4.9%	15.2%	20.5%
留存收益	549	754	1140	1599	营业利润	60.7%	0.5%	16.2%	20.2%
归属母公司股东权益	2504	2709	3095	3554	归属于母公司净利润	54.3%	-1.6%	15.3%	18.9%
<b>负债和股东权益</b>	2673	2924	3335	3834	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	55.5%	51.1%	50.4%	49.7%
					净利率(%)	32.3%	30.3%	30.3%	29.9%
					ROE(%)	13.6%	12.4%	12.5%	12.9%
					ROIC(%)	38.6%	36.9%	37.6%	38.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	6.0%	6.9%	6.6%	6.7%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	16.29	13.29	13.89	13.91
					速动比率	14.62	12.05	12.55	12.48
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.41	0.39	0.41	0.43
					应收账款周转率	10	8	9	9
					应付账款周转率	4.84	4.61	4.23	4.45
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.87	0.86	0.99	1.18

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	6	335	227	237
净利润	346	338	391	465
折旧摊销	12	24	24	24
财务费用	-47	-99	-114	-130
投资损失	0	-0	-0	-0
营运资金变动	-307	71	-75	-124
其他经营现金流	1	1	1	2
<b>投资活动现金流</b>	154	-18	-34	-37
资本支出	166	0	0	0
长期投资	1	0	0	0
其他投资现金流	322	-18	-34	-37
<b>筹资活动现金流</b>	-131	-31	114	130

短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新 摊薄)	0.02	0.86	0.58	0.61
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊 薄)	6.44	6.97	7.96	9.14
普通股增加	108	173	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	-108	-173	0	0	P/E	23.69	24.07	20.87	17.56
其他筹资现金流	-130	-31	114	130	P/B	3.22	2.97	2.60	2.27
<b>现金净增加额</b>	29	286	307	330	EV/EBITDA	20	22	19	16

来源：国元证券研究中心

## 国元证券投资评级体系：

### (1)公司评级定义

#### 二级市场评级

强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上

### (2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn