

## 第二期股权激励落地 后续三个季度的业绩表现将越发亮眼

汇川技术 (300124.SH)

推荐 维持

投资要点:

### 1. 事件

公司发布 2015 年度一季报, 实现营业收入 4.55 亿元, 同比增长 3.17%, 归属净利 1.26 亿元, 同比增长 5.07%。同时公布了公司第二期股权激励计划的草案, 向中层管理人员、核心技术人员共 174 人授予 459 万股限制性股票, 授予价格为公告前 20 个交易日均价的 50% 即 20.93 元, 按 40%、30%、30% 的比重在未来 4 年中分 3 批次解锁。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一)、两轮股权激励将实现核心人员全覆盖

公司首轮股权激励计划是 2013 年年初实施的, 当时公司员工总数仅为 1800 人。而经过了两年快速发展, 公司新增了近 1200 人, 总人数达到 3000 人之多。新增的 1200 人中有相当一部分属于公司引进的核心业务人员, 例如 2013 年从新加坡引进的机器人控制器研发团队。这部分新增的核心人员如果不能像首轮股权激励的激励对象一样享受公司快速发展带来的收益, 对公司的长远发展无疑是不利的。本次股权激励实施之后, 与公司首轮股权激励计划一起, 可实现公司核心人员的全覆盖, 为公司的健康发展保驾护航。

#### (二)、一季度是全年低点 后续三个季度将越发亮眼

2015 年一季报, 公司实现营业收入 4.55 亿元, 同比增长 3.17%, 归属净利 1.26 亿元, 同比增长 5.07%。与之前的业绩预告基本相符。

我们认为, 公司第一季度报告增速不佳第一是源于 2014 年第一季度的业绩基数较高, 且营业外收入也高于正常值。第二是由于 2015 年第一季度的春节相比较往年要晚很多, 公司和经销商基本上于 3 月 1 日甚至更晚才上班, 而节前的一个半月时间里员工的工作热情都相对较低, 因此一季度的有效工作天数较少, 属于传统意义上的淡季。

至于公司后续三个季度的业绩表现, 我们持非常乐观的看法, 认为将越发亮眼。原因第一是 3 月才是销售旺季的开始, 公司的业绩表现企稳回升是大概率事件。第二是公司的首批股权激励中有 830 万份股票期权已经进入了行权期, 行权期将截止到明年 1 月底。我们认为这段时间内公司的业绩表现持续超预期是大概率事件。第三, 公司的第二批股权激励计划已经公告, 限制性股票的授予价已经确定, 这本身就说明公司方面认为目前的股价已经足够低。第二批股权激励方案落地之后, 股价的不利因素不再存在, 后续几个季度的业绩表现应值得我们期待。

### 分析师

张玲

☎: (8610) 6656 8643

✉: zhangling\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514020003

特此鸣谢

于化鹏: (8610) 83571395

( yuhuapeng@chinastock.com.cn )

对本报告的编制提供信息

### 相关研究

- 1、公司简评\_汇川技术: 新能源汽车已成为公司主要增长动力 未来看点是机器人 2015.03.20
- 2、公司深度\_汇川技术: 电动汽车和机器人铸就新一轮高速增长 2015.04.02
- 3、公司简评\_汇川技术: 新一轮股权激励筹划中 工业 4.0 和工业互联网龙头腾飞在即 2015.04.21

### (三)、较高的存货水平预示着强劲的增长动力

**毛利率略有下降：**第一季度毛利率为 49%，同比 2014 年第一季度下降 1.94%。我们认为毛利率的下降主要是与产品结构有关，公司各项产品中，新能源汽车电机控制器、高压变频器属于毛利偏低的产品。这两项业务的增速均较快，造成毛利率偏低产品占营业收入的比重在提高，因此导致了毛利率的下降。我们认为随着 MD500、IS580 等系列新产品的切换，后续几个季度的毛利率将保持稳定或小幅回升。

**期间费用率全面进入下降通道：**第一季度公司的期间费用率同比下降 2.04%，符合我们之前报告中的 2015 年期间费用率将下降的判断。其中管理费用率、销售费用率分别实现了 0.58、1.95 个百分点的下降。虽然从数据上看财务费用率出现了上升，但实际上是公司今年首次将部分剩余资金用于购买了理财产品，原来在财务费用科目中的利息收入进入了投资收益科目中（711 万元），考虑这一点后实际上公司的三项费用率都处于下降通道中。

表 1、汇川技术重要财务比率变化（%）

重要比率	2014 年一季度	2015 年一季度(%)	变化(%)
毛利率	50.96%	49.02%	-1.94%
销售费用率	11.52%	9.57%	-1.95%
管理费用率	18.92%	18.34%	-0.58%
财务费用率	-3.05%	-2.56%	0.50%
期间费用率	27.39%	25.35%	-2.04%
所得税率	10.20%	11.25%	1.05%

资料来源：中国银河证券研究部整理

从主要财务指标来看，基本上都保持稳定。预付账款增加较多主要是公司增加了部分原材料预付款。

最值得关注的是，预收账款、存货两项预示公司后续增长动力的指标依然保持高位。预收账款高达 7134 万元；而存货由 2014 年年底的 4.4 亿元进一步攀升至近 4.9 亿元，占总资产的比重也由 9.4% 升高到 10.4%。我们认为这一变化很值得关注，公司的主要产品都是订单制生产，只有高压变频器、光伏逆变器收款周期较长，而这两项产品的规模都比较小，且公司的光伏逆变器业务是处于收缩的状态。因此我们认为公司在销售收入确认上有一些延迟，在第二批股权激励方案落地之后，销售收入的确认节奏有望回归正常。

表 2、汇川技术重要财务指标分析（百万元）

重要比率	2014 年年报数据	2015 年一季报数据	变化
应收账款	48944.12	51982.64	6.21%
应付账款	34709.06	34301.26	-1.17%
预收账款	6664.18	7134.60	7.06%
预付账款	1574.45	3727.31	136.74%
存货	43943.51	48570.35	10.53%

资料来源：中国银河证券研究部整理

**经营性现金流依然强劲：**公司 2015 年第一季度经营性现金流净额为 7453 万元，占净利

润的比重高达 60%，且同比去年一季度的经营性现金流净额也有大幅增长。主要原因是公司一季度加强了贷款回收管理工作，报告期内贷款回收金额较上年同期增加较明显，销售商品、提供劳务收到的现金同比去年第一季度增长 137%。

#### （四）、新能源汽车、机器人井喷式增长 工业互联网带来盈利模式蜕变

我们继续看好公司新能源汽车、机器人两大板块的增长速度。并认为公司后续有可能通过并购来完成在减速机、夹具等机器人的机械部分以及机器人机械部分的设计等领域的布局，进一步完善公司的机器人解决方案，完成由电气解决方案向电气+机械全解决方案的过渡。同时，公司在电梯、起重机、空压机、空调等领域已进行了初步的工业互联网的布局，建立起了相应的产品生命后周期管理系统。未来公司将通过这一系统连接更多的存量设备，通过为公司大量的存量客户提供数据和服务来为其创造价值，同时也将带来公司盈利模式的蜕变。

**新能源汽车：**公司 2014 年在新能源客车领域进行了创新，由原有的主驱动电机控制器、ISG 辅助电机控制器、助力转向电机控制器、DCDC 等单机产品创新的进化出五合一集成式电机控制器产品，产品的体积大大缩小、高压连接点减少、安全性提升。目前这一五合一集成式电机控制器已在逐渐成为新能源客车行业的主流配置，继电梯一体机、电液混合式注塑机之后公司再一次通过技术变革引领了行业的发展。我们看好公司 2015 年在乘用车领域进行类似的产品创新，通过业内首创的产品和技术革新，引导行业发展的潮流，并借产品革新的东风占领更多的市场份额。我们认为 2015 年将是公司全面进军乘用车市场的元年，除海马、东风日产外收获更多战略合作伙伴，继续加强公司新能源汽车电机控制器国内第一大供应商的领先地位、扩大领先优势。

**机器人：**机器人板块公司目前主要完成了控制器、伺服、电机、视觉等核心电气零部件的研发，其中机器人控制器将于今年 4 月正式推向市场，公司之后将通过开放式平台+内置功能包的方式推出解决方案，与各个细分行业的系统集成商、设备制造商共同打造机器人生态圈，这种模式的优势在我们之前的系列报告中有详述，在此不再赘述。需要关注的是，公司目前主要聚焦于机器人的电气解决方案，尚未涉足减速机、夹具等机器人的机械部分以及机器人机械部分的设计等领域。我们认为虽然公司不会涉足机器人本体的制造，但可能会通过外延式的并购来在机器人的机械部分做必要的布局，进一步完善公司机器人的智能化解决方案，使公司的解决方案由电气向电气+机械全解决方案拓展，为合作伙伴提供机器人解决方案的一站式服务。

### 3. 投资建议

一季报符合预期、第二批股权激励落地，我们认为公司后续三个季度的业绩表现将越发亮眼，并继续看好公司由目前的 300 亿市值成长为千亿市值的伟大公司。同时，不排除公司的机器人板块未来通过外延式并购来完成机器人机械部分的布局、进一步完善机器人解决方案的可能。我们预计公司 15-17 年业绩为 1.18 元、1.55 元和 1.99 元。对目前股价 PE 为 33 倍、25 倍和 19 倍，维持推荐的投资评级。

## 评级标准

---

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 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。

**张玲，电力设备及新能源行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 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，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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，并不构成对客户的投资建议，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证券投资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。

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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908wangting@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359liusiyao@chinastock.com.cn