

汇川技术（300124）点评报告

第三期股权激励落地，积极开发新能源汽车动力总成

买入（首次）

2016年10月12日

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码：S0600516080001

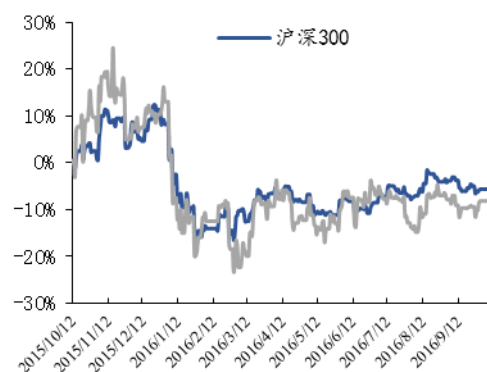
zengdh@dwzq.com.cn

021-60199798

投资要点：

- **公告第三期股权激励方案，是目前为止范围最广的一次，近乎覆盖全部核心人员。**汇川技术公告了第三期股权激励计划（草案），以9.77元价格授予5682万股（其中预留200万股），占目前公司股本16.07亿股的3.54%，激励对象共652人包括公司董事、高管、中层管理人员、核心技术（业务）人员。公司在2013年首次对227名员工授予1252万股，在2015年对172名员工授予454万股，本次股权激励是到目前为止范围最广的一次，将实现核心人员的近乎全面覆盖。本次股权激励的股权自授予日起，将在2017-2020年每年解禁25%，授予条件为以2015年业绩为基数，2016、2017、2018、2019年净利润增长率分别不低于10%、20%、35%、45%，业绩目标较低且锁定期较长，将确保员工得到有效激励，同时可体现公司更加注重长期持续的发展。按照10月11日股价19.57元/股计算，股权激励需摊销总费用为1.12亿元，2016-2020年分别为0.10亿、0.54亿、0.28亿、0.15亿、0.06亿，对公司的利润摊薄较小。通过实行本次股权激励，将充分调动核心员工的工作热情，为公司长远发展保驾护航。
- **设立子公司苏州汇川联合动力，加码新能源汽车动力总成。**公司9月13日公告，拟使用2亿元自有资金，在江苏省苏州市设立全资子公司苏州汇川联合动力系统有限公司，现已完成工商注册登记。该子公司主要从事新能源汽车动力总成系统（包括电机控制器、电机、减速机、电源、充电设备、智能控制软件、车联网等产品）的研发、销售与服务。公司2015年新能源汽车业务订单突破8亿元，实现收入6.42亿元，2016年9月19日，公司第10万台新能源汽车电机控制器下线，奠定了国内新能源汽车电机控制器领域领军企业的地位。成立联合动力子公司，将进一步完善公司在新能源汽车领域特别是乘用车领域的业务拓展和战略布局。
- **新能源客车电控高速增长，物流车电控持续增长，乘用车领域有望实现批量销售，预计板块全年将实现50%增长。**公司新能源汽车电控一季度受核查骗补影响有所下滑，4月份起新能源汽车电机控制器订单大幅好转，下半年也有较好增长。客车领域，预计由于补贴政策的调整，今年新能源客车车型在8米以上的比例会增加，进而电机控制器的售价也会提升，预计全年公司新能源客车电控将有较好增长。物流车领域，公司已为北汽，福建新龙马，陕汽通家等客户供货，预计全年将实现1亿收入。乘用车领域，公司的电控已在几家客户试机或销售，

股价走势



市场数据

收盘价（元）	19.57
一年最低/最高价	15.64/23.21
市净率（倍）	7.69
流通市值（百万）	24,724

基础数据

每股净资产（元）	2.55
资产负债率（%）	%
总股本（百万股）	1604
流通A股（百万股）	1263

相关研究

我们预计明年公司将实现批量销售，2017 年乘用车电控目标收入 1 亿元。此外，公司的充电桩产品也已进入客户供应商体系。公司目标新能源汽车板块全年实现 30-50% 增长，我们预计将有 50% 增长。

图表 1：公司历次股权激励方案

	草案公告日	解禁年份	授予人数	授予股数	占总股本比例	行权价格(前复权)
第一期	2012/11/8	2014、2015、2016	227	1352	3.48%	5.25
第二期	2015/4/23	2016、2017、2018	174	459	0.59%	10.47
第三期	2016/10/11	2017、2018、2019、2020	652	5682	3.54%	9.77

资料来源：公开资料，东吴证券研究所

图表 2：本次股权激励对象

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数 的比例	占本计划公告日股本总 额的比例
李俊田	董事、副总裁	50	0.88%	0.03%
宋君恩	董事、副总裁、董 事会秘书	50	0.88%	0.03%
唐柱学	董事、副总裁	50	0.88%	0.03%
杨春禄	董事	40	0.70%	0.02%
刘宇川	董事	35	0.62%	0.02%
姜勇	副总裁	55	0.97%	0.03%
邵海波	副总裁	50	0.88%	0.03%
刘迎新	财务总监	35	0.62%	0.02%
中层管理人员、核心技术(业务) 人员(644 人)		5117	90.06%	3.18%
预留		200	3.52%	0.12%
合计		5682	100%	3.54%

资料来源：公开资料，东吴证券研究所

- **通用伺服增长较好，通用变频和电梯一体机稳定增长，轨道交通业务下半年预计将翻倍增长。**通用伺服主要下游行业 3C、锂电景气度较好，上半年增长 40%，三季度增长提速，我们预计全年将有 50-60% 增长，明年仍将维持 50% 以上增速。注塑机专用伺服去年下降约 9%，公司的全电动伺服今年开始推广，上半年有接近 20% 增长，我们预计全年也将有较好增长。公司通用变频器去年业绩逐季好转，今年主要下游行业需求较去年有所增长，上半年有近 20% 增长，下半年随着我国宏观经济好转，下游需求进一步提升，预计全年会有 20-30% 增长。电梯一体机受益于房地产的较好增长、公司市场份额的提升和在外资大客户的开拓，上半年有 10% 以上增长，三季度持续增长，2016 全年增速预计在 5-10%，预计明年仍将有个位数增长。江苏经纬去年 7 月开始并表，去年下半年贡献收入 0.65 亿，今年上半年收入 0.59 亿，苏州地铁 3 号线共 4.26 亿订单将在 2016/2017 年逐步交付，预计全年将有望实现 2 亿以上收入。
- **加速新能源汽车和智能制造布局，收购上海莱恩完善机械传动领域，外延扩张有望进一步提速，打造工业 4.0 龙头标的。**公司今年 1 月公

告，出资 1.4 亿元成立投资欧洲德语区的并购基金，布局新能源汽车和智能制造领域。7 月 12 日公司公告追加认缴出资 3.6 亿元，将累计认缴出资 5 亿元，我们预计在解决股权激励问题之后，公司并购基金在欧洲的产业布局将提速。公司去年 10 月公告拟使用不超过人民币 8 亿元，发起设立或参与发起设立多个产业并购基金，并在去年 11 月公告将出资 1 亿元与招科创新成立智能装备与硬件产业投资基金，我们预计公司后续仍将发起或参与发起设立产业并购基金，加速公司在核心部件、MES 系统、系统集成等方向布局。汇川作为我国工业自动化龙头企业，在变频器、控制器、伺服等核心零部件领域掌握核心技术优势，公司在 5 月公告设立深圳沃尔曼建设精密轴承及相关精密机械部件平台，6 月底收购滚珠丝杠公司上海莱恩，进一步完善汇川技术在机械传动领域的产品和整体解决方案。公司目标成为世界一流的工业自动化产品及解决方案供应商，将不断优化产业布局，有望率先成为工业 4.0 的巨头。

- **盈利预测和估值:** 预计 2016-2018 年归属上市公司股东净利润为 10.04 亿、12.94 亿、16.27 亿元，EPS 分别为 0.63/0.81/1.02 元，同比增长 24/29/26%，考虑到公司新能源汽车电机控制器的行业龙头地位、电动车已从客车进入物流车、乘用车方向，考虑到公司在工业 4.0 有极佳的战略位置、考虑到公司成立产业基金将加快外延，给予公司 2017 年 30 倍 PE，目标价 25 元，给予买入评级，中期来看我们坚信公司具备千亿市值的潜力。
- **风险提示:** 宏观经济增速下滑、房地产投资增速超预期下降、新产品开发进度低于预期。

图表 3：汇川技术财务三张表

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	1,726	2,243	2,771	3,584	4,354	5,241
增长率	44.64%	29.9%	23.5%	29.4%	21.5%	20.4%
营业成本	-814	-1,116	-1,428	-1,862	-2,245	-2,639
% 销售收入	47.2%	49.8%	51.5%	51.9%	51.6%	50.3%
毛利	912	1,127	1,343	1,722	2,108	2,603
% 销售收入	52.8%	50.2%	48.5%	48.1%	48.4%	49.7%
营业税金及附加	-15	-20	-27	-32	-39	-47
% 销售收入	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-187	-207	-226	-283	-322	-377
% 销售收入	10.8%	9.2%	8.2%	7.9%	7.4%	7.2%
管理费用	-250	-343	-408	-520	-614	-718
% 销售收入	14.5%	15.3%	14.7%	14.5%	14.1%	13.7%
息税前利润 (EBIT)	459	556	681	887	1,133	1,460
% 销售收入	26.6%	24.8%	24.6%	24.8%	26.0%	27.9%
财务费用	67	69	45	42	60	87
% 销售收入	-3.9%	-3.1%	-1.6%	-1.2%	-1.4%	-1.7%
资产减值损失	-12	-11	-28	-31	0	-13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	3	26	35	45	55
% 税前利润	0.0%	0.4%	2.9%	3.0%	3.0%	2.9%
营业利润	514	617	725	933	1,238	1,590
营业利润率	29.8%	27.5%	26.2%	26.0%	28.4%	30.3%
营业外收支	153	159	181	217	256	302
税前利润	667	775	905	1,150	1,493	1,891
利润率	38.7%	34.6%	32.7%	32.1%	34.3%	36.1%
所得税	-98	-85	-71	-103	-149	-208
所得税率	14.7%	11.0%	7.9%	9.0%	10.0%	11.0%
净利润	569	690	834	1,046	1,344	1,683
少数股东损益	9	24	25	40	48	62
归属于母公司的净利润	560	666	809	1,006	1,296	1,621
净利率	32.5%	29.7%	29.2%	28.1%	29.8%	30.9%
				24%	29%	25%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	569	690	834	1,046	1,344	1,683
少数股东损益	0	0	0	40	48	62
非现金支出	43	54	78	31	0	13
非经营收益	-81	-83	-106	-252	-301	-357
营运资金变动	-79	-137	-5	-1,104	229	-477
经营活动现金流	452	524	802	-238	1,320	924
资本开支	71	127	207	-408	-214	-287
投资	-98	-403	-988	0	0	0
其他	-11	450	419	35	45	55
投资活动现金流	-181	-80	-776	443	259	342
股权募资	21	77	190	0	0	0
债权募资	0	0	-5	0	0	0
其他	-226	-385	-338	0	-795	0
筹资活动现金流	-205	-308	-153	0	-795	0
现金净流量	67	137	-127	205	784	1,266

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,100	1,836	1,408	1,572	2,308	3,512
应收款项	784	1,216	1,385	1,646	1,823	2,214
存货	322	439	576	638	561	660
其他流动资产	85	498	1,305	1,344	1,356	1,368
流动资产	3,292	3,989	4,674	5,200	6,049	7,754
% 总资产	86.7%	85.4%	78.6%	82.8%	84.3%	87.2%
长期投资	0	4	3	3	3	3
固定资产	297	455	595	683	733	756
% 总资产	7.8%	9.7%	10.0%	10.9%	10.2%	8.5%
无形资产	175	162	462	183	175	167
非流动资产	503	683	1,273	1,082	1,124	1,139
% 总资产	13.3%	14.6%	21.4%	17.2%	15.7%	12.8%
资产总计	3,795	4,671	5,947	6,282	7,173	8,893
短期借款	0	0	2	2	2	2
应付款项	383	803	1,304	666	998	1,035
其他流动负债	145	172	269	1,001	206	206
流动负债	528	974	1,575	1,659	1,206	1,243
长期贷款	0	0	13	13	13	13
其他长期负债	34	51	69	69	69	69
负债	562	1,025	1,657	1,741	1,288	1,324
普通股股东权益	3,072	3,468	4,060	4,271	5,567	7,188
少数股东权益	162	178	230	270	318	381
负债股东权益合计	3,795	4,671	5,947	6,282	7,173	8,893

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	1.441	0.852	1.018	0.633	0.815	1.019
每股净资产 (元)	7.901	4.432	5.105	2.685	3.500	4.519
每股经营现金净流 (元)	1.163	0.670	1.008	-0.175	0.800	0.542
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	18.24%	19.21%	19.93%	23.56%	23.29%	22.55%
总资产收益率	14.76%	14.26%	13.61%	16.02%	18.07%	18.23%
投入资本收益率	34.54%	27.40%	21.69%	27.08%	28.41%	31.94%
增长率						
营业收入增长率	44.64%	29.94%	23.54%	29.36%	21.48%	20.39%
EBIT 增长率	77.96%	21.12%	22.55%	30.19%	27.72%	28.88%
净利润增长率	76.39%	18.94%	21.46%	24.33%	28.84%	25.03%
总资产增长率	27.64%	23.08%	27.30%	5.64%	14.19%	23.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	59.5	70.5	86.3	80.0	65.7	66.8
存货周转天数	107.3	124.6	129.9	125.0	91.3	91.3
应付账款周转天数	98.5	107.2	112.4	109.5	127.8	116.8
固定资产周转天数	43.2	34.6	53.5	64.8	59.5	52.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-64.95%	-50.35%	-32.46%	-34.29%	-38.97%	-46.20%
EBIT 利息保障倍数	-6.9	-8.0	-15.2	-21.2	-18.9	-16.8
资产负债率	14.80%	21.95%	27.86%	27.71%	17.95%	14.89%

资料来源：公开资料，东吴证券研究所

免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

