汇川技术（300124）

公布第四期股权激励计划草案，锁定长期持续发展

买入（维持）

2019 年 01 月 03 日

证券分析师　曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,777	5,761	7,314	9,751
同比（%）	30.5%	20.6%	26.9%	33.3%
归母净利润（百万元）	1060	1165	1409	1820
同比（%）	13.8%	9.9%	21.0%	29.2%
每股收益（元/股）	0.64	0.70	0.85	1.09
P/E（倍）	31.38	28.55	23.60	18.26

投资要点

- **事件：公司公告第四期股权激励方案，激励范围主要覆盖中层管理人员及核心技术（业务）人员。**公司拟以 15.15 元的价格授予 1838.7 万股，占公司目前总股本的 1.10%、激励对象不超过 477 人，涵盖中层管理人员、核心技术人员等。业绩考核要求为 2019/2020/2021 三年实现扣非归母净利润分别不低于 11.04 亿元/12.06 亿元/12.99 亿元。
- **上市以来一共四次股权激励，激励总规模和人均金额历史上处于中游水平，解锁条件年化增速 9%左右处于历史中游水平。**公司自 2012 年 11 月公告首期股权激励计划草案以来，平均每两年推出一期新的股权激励，本次股权激励规模处于历史中游，从解锁条件上来看，本次激励计划延续了公司年化增长 7%~10%的业绩目标，同时解锁期较长，显示了公司更加注重长期持续的发展。
- **费用上看 19 年费用和 17 年持平压力不大，时点上看公司的股权激励位置均为阶段性底部。**费用上看随着利润规模的增加，费用对于利润的影响越来越弱，19 年 5800 万元和 17 年水平相当，整体看利润影响在 5%以内，20-22 年逐年大幅降低，业绩逐步释放。从时点上看，前三次股权激励都是阶段性底部，公司对于行业周期和股价周期的把握非常精准，第四次激励处于上一轮周期的末尾阶段，预计 19H2 开始新一轮的复苏，随着行业的持续寻底和逐步复苏，下一轮的反弹预计在年内开始。
- **工控自动化行业寻底过程中，通用自动化订单增长明显强于同行，体现很强的阿尔法。**2018 年 6 月份以来工控行业增长有所放缓，1-3Q 的工控行业增速分别为 12/9/4.1%，预计 19 年一季度是最低点，3Q 有望迎来向上的拐点。汇川在通用自动化领域订单 18 年上半年保持很高增速，下半年增长有所放缓，通用自动化业务的增长依然明显强于同行。我们预计公司工控自动化业务在行业周期好转时同样将体现很强的增长动力，通用伺服、通用变频未来都有几倍的成长空间。
- **新能源客车和物流车业务今年低于预期，乘用车业务进展顺利明后年进入收获期。**18 年乘用车大幅超预期，而客车和物流车的销售明显低于预期，从而公司在新能源客车和物流车电控业务方面四季度承压，但是乘用车业务定点非常顺利，19 年预计乘用车电控业务将开始发力，19-20 年乘用车电控业务有望实现盈亏平衡。
- **盈利预测与投资评级：**新一期股权激励计划显示了公司长期持续发展的信心；业务方面，工控行业预计 19Q1 是底部，公司订单增速一直远快于行业，客车影响新能源业绩，乘用车业务快速推进，估值和预期底部，强烈建议布局！预计 2018-2020 年归母净利润为 11.65/14.09/18.20 亿，EPS 分别 0.70/0.85/1.09 元/股，增速 9.9/21/29.2%，给予 2019 年 35 倍 PE，目标价 29.75 元，维持买入评级。
- **风险提示：**宏观经济增速下滑、制造业投资增速超预期下降、新产品开发不及预期

股价走势

市场数据

收盘价(元)	19.98
一年最低/最高价	19.01/36.16
市净率(倍)	5.66
流通 A 股市值(百万元)	26826.86

基础数据

每股净资产(元)	3.53
资产负债率(%)	37.30
总股本(百万股)	1664.16
流通 A 股(百万股)	1342.69

相关研究

1、《汇川技术（300124）：轨交再中大单，市场空间广阔》2018-12-24
2、《汇川技术（300124）三季报点评：通用业务增长体现阿尔法，电动车布局长远》2018-10-29
3、《汇川技术（300124）业绩预告点评：通用业务增长体现阿尔法，电动车布局长远》2018-10-17

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- **公告第四期股权激励方案，主要覆盖中层管理人员及核心技术人员。**公司拟以 15.15 元的价格授予 1838.7 万股，占公司目前总股本的 1.10%、激励对象不超过 477 人，包括公司及控股子公司的中层管理人员、核心技术人员等。本次股权激励的股权自授予日起，分别在未来 3 年（2020~2022 年）解禁 30%、30%、40%，授予的业绩考核要求为 2019/2020/2021 三年实现扣非归母净利润分别不低于 11.04 亿元/12.06 亿元/12.99 亿元，以 2017 年扣非归母净利润为基数增长率分别不低于 19%/30%和 40%。假设 2019 年 2 月授予，则本次授予的股票需摊销的总费用为 1.11 亿元，2019-2022 年分别 0.52 亿元、0.37 亿元、0.19 亿元和 0.03 亿元，对利润的影响较小。

- **上市以来一共四次股权激励，激励总规模和人均金额历史上处于中游水平，解锁条件年化增速 9%左右处于历史中游水平。**公司自 2012 年 11 月公告首期股权激励计划草案以来，平均每两年推出一期新的股权激励，其中一期授予 227 人 1352 万股，第二期授予 174 人 459 万股，第三期范围最广，授予 650 人共 5392 万股，平均每人授予 8.3 万股，本次股权激励主要覆盖中层管理人员及核心技术人员，规模略逊前次，但从历史上看规模并不小。从解锁条件上来看，本次激励计划延续了公司年化增长 7%~10%的业绩目标，同时解锁期较长，显示了公司更加注重长期持续的发展。从历史情况上来看，公司各期业绩目标完成情况良好。

表 1：公司历次股权激励计划实施情况

	草案公告日	授予日	解禁年份	授予人数	授予价格(元/股)	公告日收盘价(元/股)	授予的限制性股票(万股)	占总股本比例	每人授予股数(万股)	每人需支付金额(万元)
第一期	2012/11/8	2013/1/31	2014-16	227	21	21	1352	3.48%	5.96	125.07
第二期	2015/4/23	2015/5/25	2016-18	174	20.43	38.85	459	0.58%	2.64	53.89
第三期	2016/10/11	2016/12/6	2017-20	650	9.77	19.33	5392	3.35%	8.30	81.05
第四期	2019/1/3	预计 19/2	2020-22	477	15.15	20.2	1838.7	1.10%	3.85	58.40

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：公司历次股权激励解锁业绩条件

	解锁业绩条件（扣非归母净利润，亿元）								
	2013	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**
第一期	3.48	4.04	4.69						
增速	*12.00%*	*16.00%*	*16.00%*						
第二期			7.02	7.66	8.29				
增速			*10.00%*	*9.09%*	*8.33%*				
第三期				8.37	9.13	10.27	11.03		
增速				*10.00%*	*9.09%*	*12.50%*	*7.41%*		
第四期							11.04	12.06	12.99
增速							*9.09%*	*9.24%*	*7.69%*
实际扣非归母净利润	**5.32**	**6.38**	**7.61**	**8.57**	**9.28**				

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- **费用上看 19 年费用和 17 年持平压力不大，时点上看公司的股权激励位置均为阶段性底部。**费用上看随着利润规模体量的增加，费用对于利润的影响越来越弱，19 年 5800 万元和 17 年水平相当，整体看利润影响在 5%以内，20-22 年逐年大幅降低，业绩逐步释放。从时点上看，前三次股权激励都是阶段性底部，公司对于行业周期和股价周期的把握非常精准，第四次激励处于上一轮周期的末尾阶段，预计 19H2 开始新一轮的复苏，公司的阿尔法依然强劲，整体看股价的阶段性底部确认，随着行业的持续寻底和逐步复苏，下一轮的反弹预计在年内开始。

表 3：公司历次股权激励需摊销费用情况

万元	需摊销总费用	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
第一期	9146.89	4670.84	2906.15	1457.87	112.03						
第二期	3317			1258	1382	539	138				
第三期	8350.48				470.47	5324.74	1705.74	674.53	175.01		
第四期	11,059.78							5,181.30	3,716.93	1,890.64	270.90
合计		**4670.84**	**2906.15**	**2715.87**	**1964.5**	**5863.74**	**1843.74**	**5855.83**	**3891.94**	**1890.64**	**270.9**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：公司历次股权激励草案公告日与股价的关系

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

- **工控自动化行业寻底过程中，通用自动化订单增长明显强于同行，体现很强的阿尔法。**18 年 6 月份以来工控行业增长有所放缓，1-3Q 的工控行业增速分别为 12/9/4.1%，预计 2019 年一季度是最低点，19Q3 有望迎来向上的拐点。汇川在通用自动化领域订单 18 年上半年保持很高增速，下半年增长有所放缓，受益于多行业、多产品、整体解决方案的策略，通用自动化业务的增长依然明显强于同行，预计全年通用自动化板块订单增长 35-40%，注塑机伺服受行业周期影响明显，下半年出现下滑，18 年总体预计略有增长。我们预计公司工控自动化业务在行业周期好转时同样将体现很强的增长动力，通用伺服、通用变频未来都有几倍的成长空间。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- **新能源客车和物流车业务今年低于预期，乘用车业务进展顺利明后年进入收获期。**新能源汽车 2018 年 1-11 月销售 103 万辆，同比增长 68%，其中乘用车 88.6 万辆，同比增长 85%，商用车 14.4 万辆，同比增长 7.8%，全年预计超过 120 万辆。其中乘用车大幅超预期，而客车和物流车的销售明显低于预期，尤其是四季度客车和物流车不像 17 年有明显的抢装，从而公司在新能源客车和物流车电控业务方面四季度承压，但是乘用车业务定点非常顺利，广汽进展很好，吉利、长城等都在推进中，大众的 MEB 平台项目也在推进中，威马、东风小康等去年定点的项目今年订单超预期，明年预计乘用车电控业务将开始发力，明后年乘用车电控业务有望实现盈亏平衡。

- **盈利预测和估值：**新一期股权激励计划显示了公司长期持续发展的信心；业务方面，工控行业预计 19Q1 是底部，公司订单增速一直远快于行业，客车影响新能源业绩，乘用车业务快速推进，估值和预期底部，强烈建议布局！预计 2018-2020 年归母净利润为 11.65/14.09/18.20 亿，EPS 分别 0.70/0.85/1.09 元/股，增速 9.9/21/29.2%，给予 2019 年 35 倍 PE，目标价 29.75 元！

- **风险提示：**宏观经济增速下滑、制造业投资增速超预期下降、新产品开发不及预期

汇川技术三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	**7073.3**	**7851.0**	**9342.0**	**11505.2**
现金	2411.4	2113.9	2289.0	2683.5
应收账款	2942.3	3630.5	4408.2	5343.0
存货	1031.2	1276.5	1590.9	2073.7
其他流动资产	688.4	830.2	1053.8	1405.0
非流动资产	**1973.9**	**2141.3**	**2373.0**	**2669.1**
长期股权投资	271.7	271.7	271.7	271.7
固定资产	789.1	966.6	1208.3	1514.3
在建工程	83.5	85.1	130.5	174.2
无形资产	299.8	289.8	279.8	269.8
其他非流动资产	529.7	528.2	482.8	439.1
资产总计	9047.1	9992.3	11715.1	14174.3
流动负债	3156.3	3464.0	4382.2	5806.3
短期借款	219.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	1597.5	2005.9	2651.6	3668.8
其他流动负债	1339.7	1458.1	1730.7	2137.5
非流动负债	165.3	165.3	165.3	165.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动负债	165.3	165.3	165.3	165.3
负债合计	3321.6	3629.3	4547.6	5971.6
少数股东权益	299.2	325.5	355.0	389.0
归属母公司股东权益	5426.2	6037.5	6812.5	7813.7
负债和股东权益	9047.1	9992.3	11715.1	14174.3

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	491.7	712.9	1203.3	1717.6
投资活动现金流	-369.7	-238.2	-394.1	-503.9
筹资活动现金流	-762.2	-772.3	-634.1	-819.2
现金净增加额	-642.5	-297.6	175.1	394.5
折旧和摊销	103.0	98.1	127.4	167.8
资本开支	-173.0	-238.2	-394.1	-503.9
营运资本变动	110.4	-606.0	-397.6	-344.7

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**4777.3**	**5761.4**	**7313.7**	**9751.0**
减:营业成本	2621.9	3327.9	4301.4	5822.3
营业税金及附加	45.9	54.7	68.0	87.8
营业费用	441.2	524.3	636.3	799.6
管理费用	847.2	1008.3	1243.3	1599.2
财务费用	-26.0	-72.6	-77.1	-87.0
资产减值及公允价值变动	-57.5	-30.0	-35.0	-40.0
加:投资净收益	75.1	80.0	80.0	85.0
其他收益	262.4	260.0	298.5	343.5
营业利润	**1184.6**	**1258.9**	**1520.2**	**1957.8**
加:营业外净收支	17.6	18.0	21.6	25.9
利润总额	**1202.3**	**1276.9**	**1541.8**	**1983.7**
减:所得税费用	110.9	63.8	77.1	99.2
少数股东损益	31.3	48.5	55.7	64.1
归属母公司净利润	**1060.0**	**1164.5**	**1409.0**	**1820.4**
EBIT	821.1	846.3	1064.6	1442.2
EBITDA	924.1	944.4	1192.0	1610.1

重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益(元)	0.64	0.70	0.85	1.09
每股净资产(元)	3.26	3.63	4.09	4.70
发行在外股份(百万股)	1665.1	1664.2	1664.2	1664.2
ROIC(%)	14.1%	14.4%	17.4%	21.3%
ROE(%)	19.5%	19.3%	20.7%	23.3%
毛利率(%)	45.1%	42.2%	41.2%	40.3%
销售净利率(%)	22.2%	20.2%	19.3%	18.7%
资产负债率(%)	36.7%	36.3%	38.8%	42.1%
收入增长率(%)	30.5%	20.6%	26.9%	33.3%
净利润增长率(%)	13.8%	9.9%	21.0%	29.2%
P/E	31.38	28.55	23.60	18.26
P/B	6.13	5.51	4.88	4.26
EV/EBITDA	39.60	39.07	31.72	24.37

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

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