汇川技术（300124）

股权激励彰显信心，定增收购 PLC 股权、加码智能制造

买入（维持）

2020 年 09 月 24 日

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
研究助理 柴嘉辉
chaijh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,390	10,883	13,716	16,852
同比（%）	25.8%	47.3%	26.0%	22.9%
归母净利润（百万元）	952	1788	2310	2898
同比（%）	-18.4%	87.8%	29.2%	25.5%
每股收益（元/股）	0.55	1.04	1.34	1.69
P/E（倍）	99.59	52.63	40.74	32.46

投资要点

- **事件：**1）汇川技术 9 月 23 日晚间公告，激励范围覆盖核心高管及海外业务主要高管，授予规模不超过 6412 万股、其中 7 折授予 2137 万股，规模不输以往；2）汇川拟定增募资 21.3 亿，用于收购汇川控制（PLC 公司）49%股权、产能扩建、工业软件、数字化建设及补流等。

- **公告第五期股权激励方案，规模不输以往，新增覆盖了海外业务高管。**公司拟授予限制性股票 6412 万股、占总股本比例 3.73%、其中首次授予 5829 万股，占比 3.39%（预留 583 万股），授予价格分两档、分别为 38.42 元/股（7 折）、54.34 元/股，对应首次授予数量分别 1799 万股、3600 万股。覆盖人数高达 625 人，其中新增覆盖了海外业务高管，显示出海外布局开始逐步加码。本次股权激励股权分别在未来 4 年（2020~23 年）解锁 25%，授予的业绩考核要求为 2020-23 年公司扣非归母净利润在 19 年基础上分别增长 50%、75%、100%、125%，对应绝对值分别 12.2 亿、14.2 亿、16.2 亿、18.3 亿，设定目标不高以保证行权的完成度。本次股权激励费用 2020-24 年分别 0.22 亿、1.62 亿、0.84 亿、0.45 亿、0.18 亿，略高于以往。

- **定增用于收购汇川控制 49%股权、扩产、工业软件、数字化建设、补流等，加码智能制造。**控制类产品是公司未来的战略业务，收购少数股权强化布局。1）公司拟收购汇川控制 49%股权，收购对价 8.2 亿，整体估值 16.95 亿，20 年按 1.4 亿利润测算对应 12 倍 PE，收购完成后持有汇川控制 100%股权。收购完成后，一方面控制类产品是汇川工业 4.0 布局中控制层的重要一环，另一方面今年将增厚约 0.7 亿利润。2）公司拟在苏州汇川自有厂房投资建设变频器、伺服驱动器等工控核心部件生产线及智能化工厂以提升产能，达产后对应产值 36.2 亿元/年，税后利润为 5.8 亿元/年，相当于在变频、伺服市占率整体再提升 10 个百分点。3）搭建三大工业云平台，强化“信息层”软件能力。4）数字化建设赋能管理转型。

- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020-22 年归母净利润分别 17.9 亿/23.1 亿/29.0 亿，同比+88%/+29%/+25%，对应现价 PE 分别 53 倍、41 倍、32 倍，给予目标价 67 元，对应 21 年 50 倍 PE，维持“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济下行、竞争加剧等

股价走势

市场数据

收盘价(元)	54.71
一年最低/最高价	22.72/60.39
市净率(倍)	10.24
流通 A 股市值(百万元)	75578.61

基础数据

每股净资产(元)	5.34
资产负债率(%)	43.62
总股本(百万股)	1719.72
流通 A 股(百万股)	1381.44

相关研究

1、《汇川技术（300124）中报点评：工控王者归来，电控高歌猛进》2020-08-18
2、《汇川技术（300124）：工控龙头王者归来，中报预告大超预期》2020-07-08
3、《汇川技术（300124）：Q1 订单超预期，工控、电控驱动高增》2020-04-28

事件：1）汇川技术 9 月 23 日晚间公告，激励范围覆盖核心高管及海外业务主要高管，授予规模不超过 6412 万股、其中 7 折授予 2137 万股，规模不输以往；2）汇川拟定增募资 21.3 亿，用于收购汇川控制（PLC 公司）49%股权、产能扩建、工业软件、数字化建设及补流等。

点评：公告第五期股权激励方案，规模不输以往，新增覆盖了海外业务高管，业绩目标延续以往、以保证行权程度。

- 公司拟授予限制性股票 6412 万股、占总股本比例 3.73%、其中首次授予 5829 万股，占比 3.39%（预留 583 万股），授予价格分两档、分别为 38.42 元/股（7 折）、54.34 元/股，对应首次授予数量分别 1799 万股、3600 万股，仅 7 折授予部分的规模即与上次相当，整体规模为历史第二。
- 覆盖人数高达 625 人，其中新增覆盖了海外业务高管，包括海外 CEO FONG CHIEW KHIONG 等 8 人，显示出海外布局开始逐步加码。
- 本次股权激励股权自授予日起，分别在未来 4 年（2020~23 年）解锁 25%，授予的业绩考核要求为 2020-23 年公司扣非归母净利润在 19 年基础上分别增长 50%、75%、100%、125%，对应绝对值分别 12.2 亿、14.2 亿、16.2 亿、18.3 亿，设定目标不高以保证行权的完成度，但年化增速目标高于第四期的 7~10%，同时解锁期较长，显示公司更注重长期发展。
- 本次股权激励费用 2020-24 年分别 0.22 亿、1.62 亿、0.84 亿、0.45 亿、0.18 亿，略高于以往。

图 1：汇川历次股权激励的基本信息

	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）	平均每人授予股数（万股）	平均每人需支付金额（万元）	占总股本比例
第一期	2012/11/8	2013/1/31	2014-16	227	21.00	21.00	1,352.00	5.96	125.07	3.5%
第二期	2015/4/23	2015/5/25	2016-18	174	20.43	38.85	459.00	2.64	53.89	0.6%
第三期	2016/10/11	2016/12/6	2017-20	650	9.77	19.33	5,392.00	8.30	81.05	3.4%
第四期	2019/1/3	2019/1/25	2020-22	477	15.15	20.20	1,838.70	3.85	58.40	1.1%
第五期	2020/9/23	2020/10/15	2021-24	625	38.42	54.71	5,829.40	9.33	358.34	3.7%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：汇川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	2022	2023
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							5.07%	9.24%	7.69%		
第五期								12.17	14.19	16.22	18.25
增速								50.00%	16.67%	14.29%	12.50%
实际扣非归母净利润	5.32	6.38	7.61	8.57	9.28	10.51	8.11				

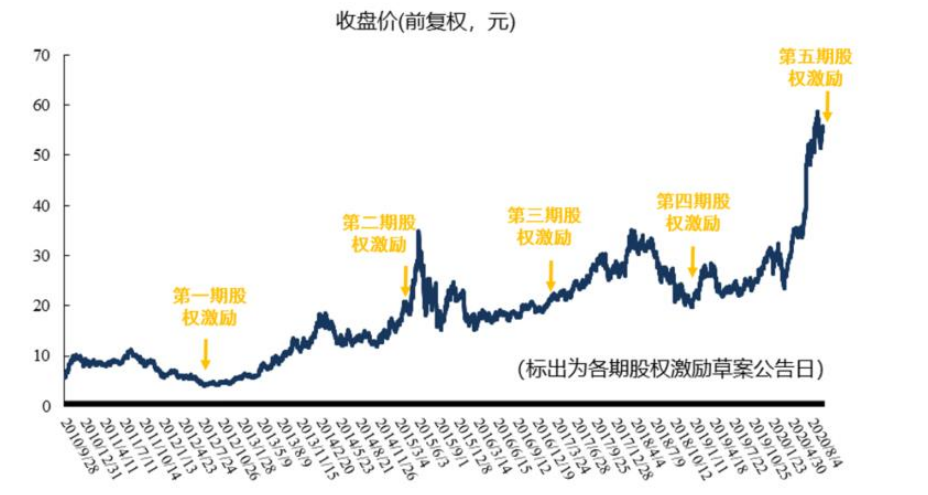
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：汇川历次股权激励费用（其中第四期 2019 年未达成解锁条件）

	需摊销总费用（万元）	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
第一期	9,146.89								
第二期	3,317.00	539.00	138.00						
第三期	8,350.48	5,324.74	1,705.74	674.53	175.01				
第四期	14,420.93			7,842.44	4,345.63	2,134.62	98.23		
第五期	33,086.25				2,154.05	16,198.48	8,443.89	4,480.43	1,809.40
	费用合计（万元）	5,863.74	1,843.74	8,516.97	6,674.69	18,333.10	8,542.12	4,480.43	1,809.40

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：汇川历次股权激励时点



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

汇川拟向特定对象不超过 35 人、定增募资 21.3 亿，用于收购汇川控制 49%股权、扩产、工业软件、数字化建设、补流等，其中控制类产品、工业软件是未来的战略业务，扩产是公司提升自动化市场份额的基石，汇川步伐稳健，永攀更高峰。

图 5：汇川定增募投项目

项目名称	项目投资金额（亿元）	募集资金投入金额（亿元）
收购汇川控制49%股权	8.2	8.2
产能扩建及智能化工厂建设项目	5.4	4.4
工业软件技术平台研发项目	4.0	3.6
数字化建设项目	2.6	2.1
补充流动资金	3.0	3.0
合计	**23.2**	**21.3**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- **控制类产品是公司未来的战略业务，收购少数股权强化布局。**公司拟收购汇川控制49%股权，收购对价 8.2 亿，整体估值 16.95 亿，20 年按 1.4 亿利润测算对应 12 倍 PE，收购完成后持有汇川控制 100%股权。子公司汇川控制拥有智能机械控制器、中型 PLC、小型 PLC、IO 系统、HMI 等 5 个控制层产品线，在小/中型 PLC 及智能机械控制器领域的销售规模、技术水平位居行业前列，汇川 PLC19 年销售已达到行业内资第二。2019 年及 2020 年 1-6 月分别实现营收 6214 万元/1.28 亿元，净利润 4594 万元/6719 万元（由于控制公司承担较多研发职能、以及费用多计在总部，控制公司收入、利润与公司控制产品业务口径不一）。收购完成后，一方面控制类产品是汇川工业 4.0 布局中控制层的重要一环，另一方面将增厚约 0.7 亿利润（备考，收购进度有不确定性）。

图 6：汇川控制核心财务数据

（万元）	2019A	2020H1
流动资产	15,375.91	27,152.88
非流动资产	54.43	111.98
总资产	15,430.34	27,264.86
流动负债	1,408.75	8,833.55
非流动负债	14.61	5.35
总负债	1,423.36	8,838.91
所有者权益	14,006.98	18,425.95
营业收入	**6,214.44**	**12,786.17**
营业利润	**5,000.47**	**7,408.84**
利润总额	**5,000.44**	**7,408.35**
净利润	**4,593.87**	**6,718.97**
净利率	**73.9%**	**52.5%**
经营活动产生的现金流量净额	**3,477.89**	**169.37**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- **驱动产品是公司发展基石，汇川强势扩产以提升供应能力、继续提升份额。**公司拟在苏州汇川自有厂房投资建设变频器、伺服驱动器等工控核心部件生产线及智能化工厂以提升产能，建设周期 2 年。达产后预计将新增中高压变频器产能 0.2 万台/年，低压变频器产能 115 万台/年，伺服驱动器产能 135 万套/年。测算产能扩建及智能化工厂建设项目达产后销售收入（不含税）为 36.2 亿元/年，税后利润为 5.8 亿元/年，相当于在变频、伺服市占率整体再提升 10 个百分点。

- **搭建三大工业云平台，强化“信息层”软件能力。**工业软件技术平台是国内企业打造工业自动化整体解决方案的重要组成部分，也是未来行业发展的主要趋势。公司拟在 3 年内打造智能控制器软件平台、全集成自动化工程软件平台、数据中台三大工业云平台，完善一体化解决方案能力，剑指西门子等自动化外资龙头。

- **数字化建设赋能管理转型。**目前公司已启动 LTC、IPD 等变革，后续将陆续启动多个变革项目，而变革项目需要 IT 系统支撑、以及时固化变革经验。该项目内容包括数字化决策、数字化运营、数字化办公、数字化安全、数字化设施 5 大块。数字化建设项目的推进，将进一步驱动公司高效运营，促进业务增长，提高客户满意度。

图 7：汇川数字化建设总体方案

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-22 年归母净利润分别 17.9 亿/23.1 亿/29.0 亿，同比+88%/+29%/+25%，对应现价 PE 分别 53 倍、41 倍、32 倍，给予目标价 67 元，对应 21 年 50 倍 PE，维持“买入”评级。

风**险提示：**宏观经济下行、竞争加剧等。

汇川技术三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**9511.8**	**12943.4**	**15500.2**	**18314.9**
现金	1751.9	800.0	840.0	882.0
应收账款	2535.0	5367.1	6764.2	8310.4
存货	1709.7	2538.1	3071.4	3648.9
其他流动资产	3515.2	4238.2	4824.6	5473.6
非流动资产	**5374.2**	**5684.7**	**5981.0**	**6348.4**
长期股权投资	804.6	804.6	804.6	804.6
固定资产	1643.2	1971.4	2285.3	2670.3
在建工程	364.5	199.3	164.8	184.4
无形资产	528.4	510.7	493.1	475.5
其他非流动资产	2398.0	2398.0	2398.0	2398.0
资产总计	**14886.0**	**18628.2**	**21481.2**	**24663.3**
流动负债	**5267.9**	**7996.7**	**9546.1**	**11098.1**
短期借款	1274.1	1608.6	1783.6	1848.0
应付账款	2494.8	3625.8	4550.2	5613.7
其他流动负债	1499.0	2762.2	3212.3	3636.4
非流动负债	**681.7**	**681.7**	**681.7**	**681.7**
长期借款	471.8	471.8	471.8	471.8
其他非流动负债	209.9	209.9	209.9	209.9
负债合计	**5949.6**	**8678.4**	**10227.8**	**11779.8**
少数股东权益	318.5	348.7	382.1	418.2
归属母公司股东权益	8617.9	9601.1	10871.3	12465.3
负债和股东权益	**14886.0**	**18628.2**	**21481.2**	**24663.3**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1361.2	-116.0	1343.0	1837.7
投资活动现金流	-1307.1	-366.0	-438.6	-556.0
筹资活动现金流	1052.8	-470.0	-864.4	-1239.7
现金净增加额	1103.1	-951.9	40.0	42.0
折旧和摊销	200.2	176.1	226.3	276.8
资本开支	-782.4	-366.0	-438.6	-556.0
营运资本变动	274.0	-2029.9	-1142.3	-1285.1

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**7390.4**	**10883.4**	**13716.2**	**16851.6**
减:营业成本	4608.1	6617.1	8304.1	10245.0
营业税金及附加	46.1	67.9	85.5	105.1
营业费用	626.9	848.9	1015.0	1179.6
管理费用	431.9	1741.3	2153.4	2561.4
财务费用	52.9	86.1	116.3	122.9
资产减值损失				
加:投资净收益	76.3	87.7	96.5	106.1
其他收益	-653.4	320.0	360.0	397.3
营业利润	**1047.3**	**1929.8**	**2498.4**	**3141.0**
加:营业外净收支	8.5	10.2	12.2	14.6
利润总额	**1055.8**	**1939.9**	**2510.5**	**3155.7**
减:所得税费用	45.6	97.0	138.1	189.3
少数股东损益	58.2	55.3	62.9	68.2
归属母公司净利润	**951.9**	**1787.6**	**2309.6**	**2898.1**
EBIT	1677.3	1608.1	2158.2	2760.5
EBITDA	1877.5	1784.2	2384.5	3037.3

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.55	1.04	1.34	1.69
每股净资产(元)	4.97	5.58	6.32	7.25
发行在外股份(百万股)	1732.8	1719.7	1719.7	1719.7
ROIC(%)	22.8%	17.8%	20.4%	22.4%
ROE(%)	11.0%	18.6%	21.2%	23.2%
毛利率(%)	37.6%	39.2%	39.5%	39.2%
销售净利率(%)	12.9%	16.4%	16.8%	17.2%
资产负债率(%)	40.0%	46.6%	47.6%	47.8%
收入增长率(%)	25.8%	47.3%	26.0%	22.9%
净利润增长率(%)	-18.4%	87.8%	29.2%	25.5%
P/E	99.59	52.63	40.74	32.46
P/B	11.00	9.80	8.65	7.55
EV/EBITDA	54.91	59.31	45.03	35.86

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