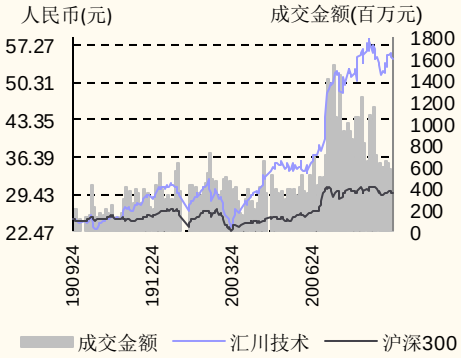
汇川技术 (300124.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：54.71 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	17.20
已上市流通 A 股(亿股)	13.81
总市值(亿元)	940.86
年内股价最高最低(元)	58.70/51.50
沪深 300 指数	4652
创业板指	2600



相关报告

1.《汇川技术中报点评-业绩贴预告上限，自动化行业下半年仍将景气》，2020.8.18

2.《汇川技术中报预告点评-自动化仍保持较高景气，业绩预告超预期》，2020.7.8

3.《汇川技术年报和一季报点评-转危为机，自动化订单和毛利率超预期》，2020.5.5

4.《汇川技术年报预告点评-看好公司自动化业务再次迈入快速增长跑道》，2020.1.20

5.《汇川技术三季报点评-贝思特正式并表，工控行业正在临近转折点》，2019.10.29

邓伟 分析师 SAC 执业编号：S1130519070002
(8621)60935389
dengwei@gjzq.com.cn

姚遥 分析师 SAC 执业编号：S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

股权激励聚人心，加速工业软件和数字化布局

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.701	0.549	1.019	1.315	1.613
每股净资产(元)	3.76	4.98	5.96	7.09	8.45
每股经营性现金流(元)	0.28	0.76	0.63	1.32	1.52
市盈率(倍)	28.72	55.77	53.66	41.61	33.92
净利润增长率(%)	10.08%	-18.42%	84.18%	28.97%	22.66%
净资产收益率(%)	18.69%	11.05%	16.98%	18.42%	18.95%
总股本(百万股)	1,664.16	1,732.84	1,719.72	1,719.72	1,719.72

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布公告，拟收购汇川控制少数股东权益；定向增发收购深圳控制、产能扩充、加强工业软件布局；通过限制性股票方式推行第五次股权激励。

点评

- 低估值收购少数股东权益，核心管理层在股价高位以 9 折综合价格参与限制性股票激励计划，定增不超过 21 亿元提升工业软件、数字化能力，三项公告释放积极信号，公司加速迈向 2000 亿市值新征程。
- **收购汇川控制少数股权改善公司估值。**汇川控制是公司 PLC+HMI 产品的研发生产公司，2019 年、2020H 营收为 0.62 亿元、1.3 亿元，对应的净利润分别为 0.46 亿元、0.67 亿元，本次 100%评估价值约 17 亿元，收购 49%股权对价 8.22 亿元，对于这样一家净利润率高达 50%-70%的工控软件公司而言，支付对价对应 2019 年估值只有 11-12x（预计 2019 年净利润 1.3 亿元-1.5 亿元）。
- **公司定增金额 23 亿元左右，主要涉及支付收购对价及三个投资方向。**三个投资方向包含产能扩建及智能化工厂建设项目、工业软件技术平台研发项目、数字化建设项目。其中工业软件技术平台研发项目涉及智能控制器软件平台、全集成自动化工程软件平台、数据中台等，为本次定增募投方向备受关注的一项。公司近年来始终重视工业软件领域布局，根据战略规划，2023 年工业软件占自动化业务比例约 1/3，本次加大软件开发平台投入力度，战略布局和拓展意图明显。
- **股价高位以少见的高成本价认购股权激励限制性股票，充分彰显了公司上下发展信心。**477 位骨干人员以 7 折和 9.9 折两类价格参与限制性股票计划，合计获授限制性股票数量 0.64 亿股，占总股本 3.73%，其中 7 折和 9.9 折（54.3 元）授予数量比例为 1:2，综合认购成本约 48.9 元，为股票现价约 9 折。本次股权激励绩效考核目标以 2019 年为基数，2023 年营收和扣非净利润分别增长 110%、125%。此外本次激励最大亮点是涉及诸多外籍员工，代表了公司国际化战略已经被视作长期可持续发展的重要一环，彰显了打造 MNC 的发展雄心。

盈利预测和投资建议

- 预计公司 2020-2022 年公司归母净利润 17.5/22.6/27.7 亿元，本次买入评级。

风险提示

- 宏观经济复苏不达风险；全球疫情反复风险；毛利率大幅下滑风险；

1、收购汇川控制少数股权利于改善公司估值

深圳控制主要业务方向为控制层软件设备，是汇川PLC+HMI产品的研发生产公司，同时也涉及I/O系统、智能机械控制器等产品。2019年、2020H 营收为0.62亿元、1.3亿元，对应的净利润分别为0.46亿元、0.67亿元，本次100%评估价值约17亿元，收购49%股权对价8.22亿元，对于这样一家净利润率高达50%-70%的工控软件公司而言，支付对价对应2019年估值仅11-12x（2019年净利润预计1.3亿元-1.5亿元），收购将改善公司PE水平，明显有利于原有股东。

图表 1：汇川控制最近一年及一期财务摘要

项目	2020.6.30	2019.12.31
资产总额	27,264.86	15,430.34
负债总额	8,838.91	1,423.36
应收账款总额	12,804.39	-
所有者权益合计	18,425.95	14,006.98
项目	2020 年 1-6 月	2019 年
营业收入	12,786.17	6,214.44
营业利润	7,408.84	5,000.47
净利润	6,718.97	4,593.87
经营活动产生现金流量净额	169.37	3,477.89

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2：汇川控制产品族谱



来源：公司公告、国金证券研究所

2、公司定增金额 23 亿元左右，主要涉及支付收购少数股权对价及 3 个投资方向

图表 3： 本次 21.3 亿元定增募资投向（万元）

序号	项目名称	项目投资金额	募集资金拟投入金额
1	收购汇川控制 49.00%股权	82,222	82,222
2	产能扩建及智能化工厂建设项目	53,700	43,500
3	工业软件技术平台研发项目	40,185	35,945
4	数字化建设项目	25,670	21,380
5	补充流动资金	30,000	30,000
	合计	231,777	213,047

来源：公司公告、国金证券研究所

2.1 产能扩建及智能化工厂建设项目：

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。目前现有通用自动化产能约为40多亿元，本次扩产产能约为36亿元，通过本次产能扩充变频器和伺服数量基本上可翻倍，将有效支撑十四五期间公司在通用自动化领域的业务高速增长需要。

通过打造智能化程度较高的柔性自动化生产系统，公司将在过去几年产品优化降本基础上，持续大幅提升生产效率以提升毛利率。**此外借助自身在智能化工厂的技术探索，公司将打造智能化解决方案，利于将定制化、高效化的智能工厂解决方案向外输出。**

2.2 工业软件技术平台研发项目：

涉及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。公司近年来始终重视工业软件布局，预期2023年工业软件占自动化比例超1/3，本次加大软件开发平台投入力度，战略布局和拓展意图明显。

2.2.1 智能制造控制器软件平台：本平台主要为PLC、嵌入式控制器、CNC控制器、机器人控制器等控制层软件设备统一的技术开发平台，可在统一的平台上实现不同类型控制器产品的操作模块开发、多控制器管理以及运行数据的分析诊断，将极大利于开发效率的快速提升。

2.2.2 全集成自动化工程软件平台：工业软件开发过程涉及编码、调试、模拟仿真等多步骤。加强集成化软件平台建设，利于工业软件开发效率提升，也利于加强控制、驱动类产品集成调试开发及工程组态、互联互通的能力。**我们认为公司软件平台在前期主要用于提升自身软件开发效率；对外销售工业软件方面，初期整体偏向于产线、边缘计算、工业互联网等技术应用。**

2.2.3 数据中台：工控产品存储了大量机械装备数据，打造“数据+知识”中台，通过提取工业设备、生产运营等数据，统一数据标准和口径，通过高级算法对数据进行加工分析，借助工业互联网平台能力，未来可为用户提供数据服务，使得**公司未来从“设备解决方案提供商”进一步转变为“设备+数据服务提供商”，战略意义重大。**

2.3 数字化建设项目：

工厂数字化项目是公司近年来IT变革的重要组成部分，将借助外部供应商加速生产制造、办公管理、运营决策的数字化转型，主要涉及生产可视化、业务规则数字化、管理决策智能化，对改善工厂生产效率、提升内部管理效率及客户满意度有重大意义。且自身数字化能力提升易于将数字化经验特别是生产

制造数字化经验向客户端复制，提升数字化解决方案能力。

图表 4：数字化建设项目整体方案



来源：公司公告、国金证券研究所

3、推出第五期股权激励计划，促进核心人员稳定和公司长期发展

公司核心人员以7折和全价两类价格参与限制性股票计划，合计获授限制性股票数量0.64亿股，占总股本3.73%，其中7折（38.42元）和9.9折（54.3元）授予数量比例为1:2，综合认购成本约48.9元，为股票现价的约9折，股价高位以如此之高且市场较少见的成本价认购，充分彰显了公司上下对未来发展的雄心。此外股权激励计划考核目标为：以2019年为基数，2023年营收和扣非净利润增长不低于110%、125%。此外本次激励最大亮点是涉及诸多外籍员工，代表了公司国际化战略已经被视作长期可持续发展的重要一环，彰显了打造MNC的发展雄心。

图表 5： 首次授予的限制性股票归属期的各年度业绩考核目标

归属安排	归属时间	业绩考核目标	解锁比例
第一个归属期	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2019 年营业收入为基数，2020 年营业收入增长率不低于 35%； 2、以 2019 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 50%。	25%
第二个归属期	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2019 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 60%； 2、以 2019 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 75%。	25%
第三个归属期	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2019 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 85%；2、以 2019 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 100%。	25%
第四个归属期	自授予日起 48 个月后的首个交易日起至授予日起 72 个月内的最后一个交易日当日止	公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2019 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 110%； 2、以 2019 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 125%。	25%

来源：公司公告、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**4,777**	**5,874**	**7,390**	**10,989**	**13,638**	**16,858**
增长率		23.0%	25.8%	48.7%	24.1%	23.6%
主营业务成本	-2,622	-3,418	-4,608	-6,784	-8,383	-10,368
%销售收入	54.9%	58.2%	62.4%	61.7%	61.5%	61.5%
毛利	2,155	2,456	2,782	4,204	5,255	6,490
%销售收入	45.1%	41.8%	37.6%	38.3%	38.5%	38.5%
营业税金及附加	-46	-46	-46	-62	-76	-94
%销售收入	1.0%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-441	-504	-627	-791	-955	-1,180
%销售收入	9.2%	8.6%	8.5%	7.2%	7.0%	7.0%
管理费用	-847	-292	-423	-615	-736	-910
%销售收入	17.7%	5.0%	5.7%	5.6%	5.4%	5.4%
研发费用	0	-712	-856	-1,099	-1,337	-1,635
%销售收入	0.0%	12.1%	11.6%	10.0%	9.8%	9.7%
息税前利润（EBIT）	821	902	830	1,637	2,151	2,670
%销售收入	17.2%	15.4%	11.2%	14.9%	15.8%	15.8%
财务费用	26	13	-53	-76	-65	-55.9
%销售收入	-0.5%	-0.2%	0.7%	0.7%	0.5%	0.3%
资产减值损失	-57	-35	-41	-66	-105	-134
公允价值变动收益	0	3	11	0	0	0
投资收益	75	58	76	90	110	125
%税前利润	6.2%	4.5%	7.2%	4.7%	4.4%	4.1%
营业利润	1,185	1,283	1,047	1,925	2,471	3,025
营业利润率	24.8%	21.8%	14.2%	17.5%	18.1%	17.9%
营业外收支	18	1	8	8	11	15
税前利润	1,202	1,284	1,056	1,933	2,482	3,040
利润率	25.2%	21.9%	14.3%	17.6%	18.2%	18.0%
所得税	-111	-75	-46	-116	-149	-182
所得税率	9.2%	5.8%	4.3%	6.0%	6.0%	6.0%
净利润	1,091	1,209	1,010	1,817	2,333	2,858
少数股东损益	31	42	58	64	72	84
归属于母公司的净利润	**1,060**	**1,167**	**952**	**1,753**	**2,261**	**2,774**
净利率	22.2%	19.9%	12.9%	16.0%	16.6%	16.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,091	1,209	1,010	1,817	2,333	2,858
少数股东损益	31	42	58	64	72	84
非现金支出	163	179	259	283	354	435
非经营收益	-139	-78	-51	20	-27	-47
营运资金变动	-625	-839	92	-1,027	-376	-621
经营活动现金净流	**492**	**471**	**1,310**	**1,093**	**2,285**	**2,625**
资本开支	-160	-280	-249	-578	-989	-885
投资	1,072	-1,593	-789	-290	-615	-891
其他	-1,282	2,025	-269	90	110	125
投资活动现金净流	**-370**	**151**	**-1,307**	**-778**	**-1,494**	**-1,651**
股权募资	124	0	309	389	226	277
债权募资	91	456	932	-249	-54	8
其他	-980	-557	-193	-541	-636	-791
筹资活动现金净流	**-765**	**-102**	**1,049**	**-402**	**-464**	**-505**
现金净流量	**-643**	**521**	**1,052**	**-87**	**328**	**469**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,411	516	1,752	1,665	1,993	2,462
应收款项	2,969	3,454	3,866	4,580	5,362	6,356
存货	1,031	1,264	1,710	2,416	2,956	3,570
其他流动资产	662	2,460	2,184	2,414	2,853	3,615
流动资产	7,073	7,693	9,512	11,076	13,163	16,003
%总资产	78.2%	74.5%	63.9%	65.3%	65.7%	67.6%
长期投资	301	625	875	1,065	1,280	1,471
固定资产	789	1,053	1,643	1,788	2,347	2,790
%总资产	8.7%	10.2%	11.0%	10.5%	11.7%	11.8%
无形资产	625	764	2,611	2,839	3,020	3,166
非流动资产	1,974	2,636	5,374	5,891	6,862	7,656
%总资产	21.8%	25.5%	36.1%	34.7%	34.3%	32.4%
资产总计	**9,047**	**10,329**	**14,886**	**16,967**	**20,025**	**23,660**
短期借款	219	585	1,274	415	281	219
应付款项	2,584	2,557	3,308	3,493	4,296	5,151
其他流动负债	353	375	686	1,067	1,328	1,624
流动负债	3,156	3,517	5,268	4,975	5,904	6,994
长期贷款	0	90	472	1,072	1,152	1,222
其他长期负债	165	187	210	211	237	270
负债	**3,322**	**3,795**	**5,950**	**6,257**	**7,293**	**8,485**
普通股股东权益	**5,426**	**6,242**	**8,618**	**10,327**	**12,278**	**14,636**
其中：股本	1,664	1,662	1,732	1,732	1,732	1,732
未分配利润	2,459	3,064	3,736	5,056	6,781	8,862
少数股东权益	299	293	319	383	455	539
负债股东权益合计	**9,047**	**10,329**	**14,886**	**16,967**	**20,025**	**23,660**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.637	0.701	0.549	1.019	1.315	1.613
每股净资产	3.261	3.755	4.977	5.964	7.090	8.452
每股经营现金净流	0.295	0.284	0.757	0.631	1.320	1.516
每股股利	0.300	0.200	0.180	0.250	0.310	0.400
回报率						
净资产收益率	19.54%	18.69%	11.05%	16.98%	18.42%	18.95%
总资产收益率	11.72%	11.30%	6.39%	10.33%	11.29%	11.72%
投入资本收益率	12.54%	11.78%	7.41%	12.62%	14.27%	15.10%
增长率						
主营业务收入增长率	30.53%	22.96%	25.81%	48.69%	24.11%	23.61%
EBIT增长率	-1.45%	9.85%	-7.94%	97.20%	31.36%	24.12%
净利润增长率	13.76%	10.08%	-18.42%	84.18%	28.97%	22.66%
总资产增长率	13.46%	14.17%	44.11%	13.98%	18.03%	18.15%
资产管理能力						
应收账款周转天数	97.4	105.3	108.7	110.0	108.0	108.0
存货周转天数	124.1	122.5	117.8	130.0	130.0	128.0
应付账款周转天数	103.6	86.8	91.9	100.0	98.0	96.0
固定资产周转天数	53.9	55.0	63.2	40.6	38.3	34.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.29%	-4.58%	-22.28%	-21.14%	-23.92%	-27.72%
EBIT利息保障倍数	-31.5	-70.5	15.7	21.6	33.2	47.8
资产负债率	36.71%	36.74%	39.97%	36.88%	36.42%	35.86%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-16	买入	27.23	N/A
2	2019-07-15	买入	23.11	28.40～28.40
3	2019-08-29	买入	23.06	28.40～28.40
4	2019-10-29	买入	24.63	30.00～30.00
5	2020-01-20	买入	30.80	36.00～36.00
6	2020-05-05	买入	32.73	40.00～40.00
7	2020-07-08	买入	39.93	46.50～46.50
8	2020-08-18	买入	55.47	65.70～65.70

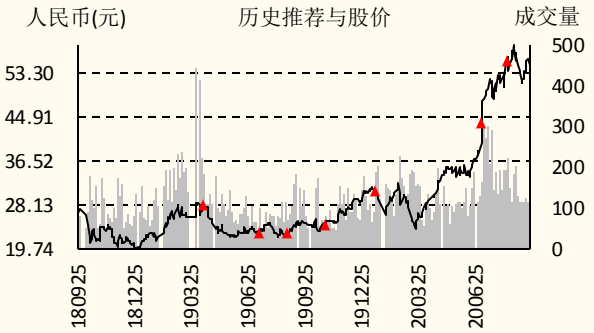
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH