

汇川技术(300124.SZ)

国内工业控制自动化行业领航者

评级: 增持
前次: 增持
目标价(元):
22.68-24.36

分析师

分析师

刘江啸

刘统

S0740510120006

S0740512070002

021-20315167

021-20315115

liujx@r.qlzq.com.cn

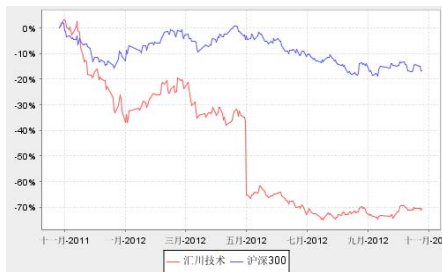
liutong@r.qlzq.com.cn

2012年11月11日

基本状况

总股本(百万股)	388.80
流通股本(百万股)	118.87
市价(元)	20.80
市值(百万元)	8087.04
流通市值(百万元)	2472.43

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	674.60	1,054.03	1,173.49	1,402.00	1,869.48
营业收入增速	121.96%	56.24%	11.33%	19.47%	33.34%
净利润增长率	114.71%	54.34%	-6.92%	18.96%	21.41%
摊薄每股收益(元)	2.04	1.57	0.81	0.97	1.18
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	0.86	1.07	1.32
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	-5.81%	-9.35%	-10.61%
市盈率(倍)	68.57	34.43	25.77	21.66	17.84
PEG	0.60	0.63	—	1.14	0.83
每股净资产(元)	21.24	11.59	7.25	8.22	9.40
每股现金流量	1.36	0.03	0.81	0.67	0.67
净资产收益率	9.60%	13.58%	11.22%	11.78%	12.51%
市净率	6.58	4.68	2.89	2.55	2.23
总股本(百万股)	108.00	216.00	388.80	388.80	388.80

备注: 市场预测取聚源一致预期

投资要点

- **汇川技术是国内工业控制自动化技术领域的领军企业, 产品涵盖工业控制自动化各个层次:** 汇川技术产品涵盖 PLC、HMI、变频器、伺服系统、伺服电机等多个产品, 受益于国内的工业化进程, 近年来迅速发展壮大。
- **工业控制自动化行业市场空间巨大:** 中国工控网预计 2020 年国内工业控制自动化市场将达到 2000 亿元, 基本上实现翻番式增长态势。具体到细分行业, 预计国内 2012 年中低压变频器市场空间约 230 亿, 伺服系统市场空间约 55 亿, 高压变频器约 85 亿元, 新能源电动汽车控制器“十二五”市场规模约 100 亿元, 在工业自动化和进口替代两方面因素作用下, 我们预计国内工业控制自动化行业将快速发展。
- **管理、产品、研发、营销等多方面优势奠定汇川工控行业领先地位:** 汇川核心管理团队拥有多年的工业控制自动化行业工作经验, 对工控行业的技术研发、产品管理、市场营销等方面有着深入的理解和认识, 且团队之间合作默契, 协作能力突出; 汇川产品涵盖工业控制自动化的三个层次, 彼此之间具有很好的协同效应, 可以为客户提供整体的系统解决方案; 汇川在电机控制等方面技术领先, 拥有多项专利和软件著作权, 并且公司每年投入大量人力物力进行研发, 公司研发实力位居行业前列; 汇川坚持分销并贴紧客户、行业营销提供行业专业化解决方案、多产品组合销售等策略, 营销能力位居国内同行前列。
- **汇川技术短期受制于宏观经济和市场开拓因素增速放缓, 长期依然具有高速增长潜力:** 工控行业具有明显的周期性, 宏观经济下行压力导致行业增速放缓; 汇川在起重、纺织等新市场开拓不太顺利; 新产品研发仍需时间。在以上因素影响下, 汇川技术短期增长面临较大压力。然而, 我们坚信在高效管理、成熟研发和丰富产品储备等因素共同作用下, 公司长期依然具有高速增长潜力。

- **电梯行业产品平稳增长，起重、纺织行业产品积极布局：**汇川技术下游行业众多，其中电梯行业在公司收入占比最大。随着政府加大房地产的调控力度，房地产开发投资增速已经开始趋于平稳，受其影响，我们预计未来几年公司电梯行业产品将趋于平稳增长。除电梯行业以外，公司通过与起重、纺织设备厂商合作，标杆试点项目等方式积极布局起重、纺织行业，为公司新一轮增长做好铺垫。
- **通用伺服产品研发进展顺利，新能源汽车前景光明：**公司通用伺服产品经过近 5 年的研发和改进，其最新产品 IS500 目前已基本成熟，主要性能指标接近行业领军厂商，预计未来将逐步投放市场；2012 年由于受政府投资下滑影响，新能源汽车行业低迷，公司新能源汽车电动控制器业务下滑明显，预计未来几年随着政府投资恢复，公司电机控制器业务将重新开始快速增长。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计公司 2012 年、2013 年、2014 年实现营业收入分别为 11.74 亿元、14.02 亿元、18.7 亿元，实现归属于母公司的净利润分别为 3.17 亿元、3.77 亿元、4.57 亿元，对应每股收益分别为 0.81 元、0.97 元、1.18 元，参考可比公司的估值水平，考虑公司自身的技术实力和市场开拓能力，我们给予公司 2012 年 28~30 倍 PE，对应目标价 22.68~24.36 元，给予其“增持”评级。

内容目录

国内工业自动化领域的领军企业	- 5 -
汇川技术产品种类多，下游覆盖面广	- 5 -
受益国内集约化发展以及制造业升级进程，汇川营业收入及利润快速增长	- 5 -
低压变频器铸就过往五年辉煌，新产品+新市场构建未来增长引擎	- 6 -
工业自动化：现代制造业的助推器	- 7 -
工业自动化产品分类	- 7 -
工业自动化是制造业现代化的助推器	- 8 -
四大因素推动工业自动化行业快速发展	- 8 -
工业自动化行业未来十年翻番式发展	- 8 -
2012 年工业自动化市场规模约 1000 亿	- 8 -
2012 年低压变频器市场空间约 230 亿	- 9 -
2012 年伺服系统市场空间 55 亿元左右，发展空间巨大	- 10 -
高压变频器 2012 年市场空间在 85 亿左右	- 12 -
新能源应用前景光明	- 13 -
汇川技术在国内工控领域优势地位难以撼动	- 14 -
丰富的产品线，协同优势明显	- 14 -
优秀的管理团队，先进的管理水平	- 14 -
重视研发，研发实力突出	- 14 -
完备的营销体系	- 15 -
汇川技术短期面临快速成长困境，未来有望再创辉煌	- 15 -
工控行业具有明显的周期性，行业短期增速面临压力	- 15 -
汇川技术传统市场增速趋于平稳	- 16 -
汇川技术正在积极开拓纺织、起重等新市场，但进展并不顺利	- 18 -
高效管理+成熟研发体系+丰富产品储备，汇川未来有望再创辉煌	- 19 -
盈利预测及投资建议	- 20 -
盈利预测	- 20 -
公司股价合理区间为 22.68~24.36 元	- 22 -
风险提示	- 22 -

图表目录

图表 1: 公司主要产品及下游行业.....	- 5 -
图表 2: 近年来公司营业收入及同比变化.....	- 6 -
图表 3: 公司净利润及同比变化.....	- 6 -
图表 4: 公司低压变频器业务近年来快速成长.....	- 6 -
图表 5: 公司 2011 年营业收入构成.....	- 7 -
图表 6: 公司 2011 年营业利润构成.....	- 7 -
图表 7: 公司产品业务领域.....	- 7 -
图表 8: 2010 年国内中低压变频器厂商市场份额.....	- 9 -
图表 9: 低压变频器市场空间.....	- 10 -
图表 10: 中低压变频器下游行业分布.....	- 10 -
图表 11: 2010 年国内伺服系统市场份额.....	- 11 -
图表 12: 伺服系统市场规模.....	- 11 -
图表 13: 伺服系统下游行业分布.....	- 12 -
图表 14: 高压变频器市场规模变化.....	- 12 -
图表 15: 2008 年高压变频器主要厂商市场份额.....	- 13 -
图表 16: 高压变频器下游行业分布.....	- 13 -
图表 17: 公司研发人员数量变化及占比.....	- 14 -
图表 18: 公司研发投入及收入占比.....	- 14 -
图表 19: 汇丰中国 PMI 指数和国内 PMI 指数.....	- 15 -
图表 20: 主要工控企业利润增速变化.....	- 15 -
图表 21: 国内工业增加值累计同比增速.....	- 16 -
图表 22: 公司近几年电梯领域收入及同比增速变化.....	- 17 -
图表 23: 2012 年月度累计房地产开发投资额及同比增速.....	- 17 -
图表 24: 2010 年至 2014 年我国电梯市场需求量 (不含出口).....	- 18 -
图表 25: 公司分业务收入预测.....	- 21 -
图表 26: 可比公司估值水平.....	- 22 -
图表 27: 预测公司财务报表.....	- 23 -

国内工业控制自动化领域的领军企业

汇川技术产品种类多，下游覆盖面广

- 汇川技术是专门从事工业自动化控制产品的研发、生产和销售的高新技术企业。公司主要产品包括低压变频器、一体化及专机、伺服系统、PLC、HMI、永磁同步电机、电动汽车电机控制器等；产品主要服务于装备制造、节能环保、新能源三大领域，产品广泛应用于电梯、起重、机床、金属制品、电线电缆、塑胶、印刷包装、纺织化纤、建材、冶金、煤矿、市政、汽车等行业。

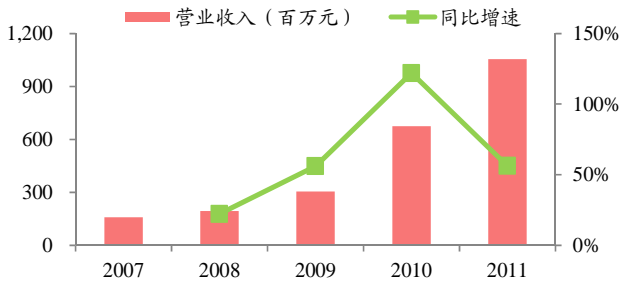
图表 1: 公司主要产品及下游行业

产品类别	主营产品系列	应用领域
变频器类	MD系列	机床、空压机、金属制品、电线电缆、印刷包装、纺织化纤、塑料、电源、建材、冶金、化工、煤矿、市政等
	CAN系列/CS系列	通用起重、塔机、港机
	NICE系列/ME系列	电梯（客梯、扶梯、货梯、门机）
运动控制类	IS系列伺服驱动器	印刷、包装、数控机床、注塑机、
	ISMH/ISMV/ISMD/ISMG系列电机	纺织、电子设备、食品等
控制技术类	H2U/H1U/H0U系列PLC	印刷、包装、机床、纺织、汽车制造、电力等
	IT系列HMI	
新能源类	IEVD系列电动汽车电机控制器	电动汽车、新能源
	IBD/IES/IPV系列光伏逆变器	

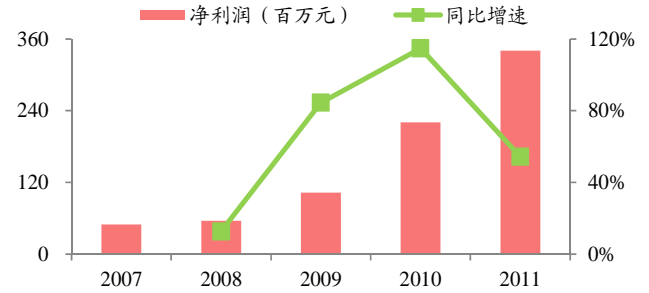
来源：公司公告，齐鲁证券研究所

受益国内集约化发展以及制造业升级进程，汇川营业收入及利润快速增长

- 21世纪初，以固定资产投资作为经济驱动力的发展模式带动了我国工业化（特别是钢铁、房地产、采掘、建材等行业）的飞速发展，经济整体呈现粗放式发展；但从2008年开始，投资驱动的发展模式遭遇瓶颈，制造业产能过剩严重，粗放经营迫切需要向集约化经营转变，客观上要求制造业升级和节能减排新技术的推广应用。
- 回顾汇川技术近些年来的发展，公司的发展壮大与中国工业化进程密切相关。2007年公司营业收入、净利润分别仅为1.59亿元、4940万元，但随后在制造业转型，企业注重节能、自动化、精确控制等因素的带动下，公司主要产品市场呈现爆发式增长，2011年公司营业收入、净利润规模分别达到10.54亿元、3.4亿元，复合增长率分别为60.36%、61.99%。

图表 2: 近年来公司营业收入及同比变化


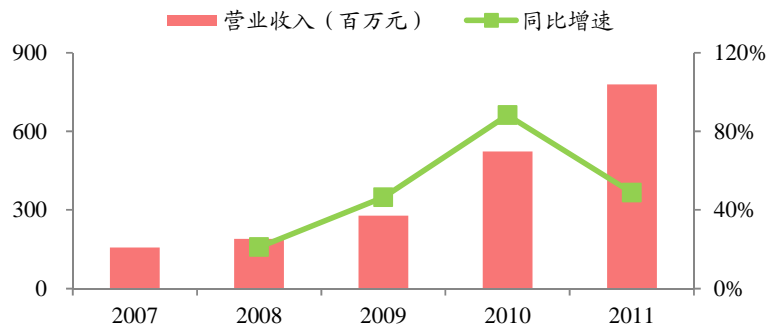
来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

图表 3: 公司净利润及同比变化


来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

低压变频器铸就过往五年辉煌, 新产品+新市场构建未来增长引擎

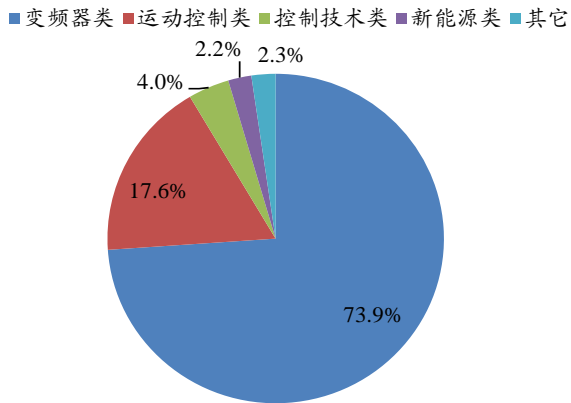
- 回顾汇川技术过去 5 年的发展壮大, 低压变频器 (包括通用低压变频器和专机) 业务, 特别是在电梯领域一体化专机业务起了关键性的作用。过去 5 年公司低压变频器业务营业收入规模从 2007 年的 1.56 亿元迅速扩大到 2011 年的 7.79 亿元, 年均复合增长率达到 49.27%; 在 2011 年公司收入结构当中低压变频器占比高达 74%, 利润结构中占比高达 76%。

图表 4: 公司低压变频器业务近年来快速成长


来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

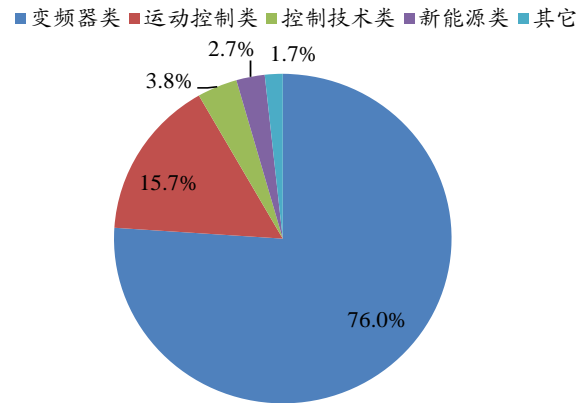
- 展望汇川技术的未来发展, 我们认为公司新一轮的成长将主要依托于新技术的推广应用、新产品的开发以及新市场的不断开拓。具体来说, 新技术包括优化现有矢量控制技术、高性能电机设计与生产技术等等; 新产品研发主要包括 PLC、伺服系统、大传动、电动汽车控制器等; 新市场主要包括公司现有市场应用的进一步扩大以及未进入市场的不断开拓。

图表 5: 公司 2011 年营业收入构成



来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

图表 6: 公司 2011 年营业利润构成



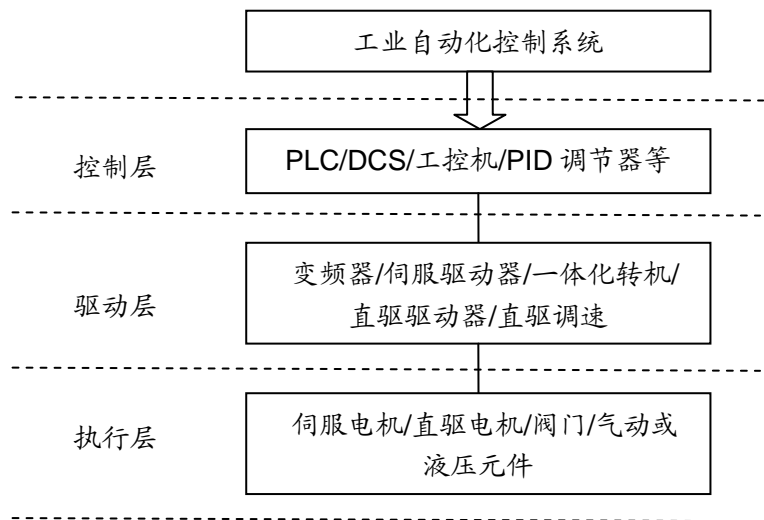
来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

工业控制自动化: 现代制造业的助推器

工业控制自动化产品分类

- 工业控制自动化主要是指使用计算机技术, 微电子技术, 电气手段, 使工厂的生产和制造过程更加自动化、效率化、精确化, 并具有可控性及可视性。
- 工业自动化控制系统产品包括控制层、驱动层、执行层三个部分。其中, 控制层包括 PLC、HMI、DCS、工控机等, 驱动层包括变频器、伺服驱动器、一体化专机等, 执行层包括伺服电机、直驱电机、阀门、气动或液压元件等。

图表 7: 公司产品业务领域



来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

工业控制自动化是制造业现代化的助推器

- **工业控制自动化下游涵盖制造业各个领域：**工业控制自动化下游遍及起重、冶金、石油、化工、纺织、造纸、机械、机床、汽车、航空航天、楼宇、环境工程等所有工业及民用领域。
- **工业控制自动化是现代制造业的助推器：**据统计，工业控制自动化技术的出现和推广带来了第三次工业革命，使工厂的生产速度和效率提高了300%以上，工业控制自动化已经成了现代制造业进步的助推器，是高效率、高精密制造的核心驱动因素。

四大因素推动工业控制自动化行业快速发展

- **政策支持新兴产业发展：**“十二五”期间，我国要培育发展新一代信息技术、节能环保、新能源、生物、高端装备制造、新材料、新能源汽车等七大战略性新兴产业；到2015年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到8%左右；到2020年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到15%左右。七大战略性新兴产业当中，与工业控制自动化行业密切相关的就有节能环保、新能源、高端装备制造、新能源汽车四个。政策支持必将带来行业整体的发展机遇。
- **劳动力成本上升，设备自动化改造需求上升：**我国正处于劳动力成本加速上升的过程当中，企业的人工成本（包括生产成本和管理成本）日益提高，亟需通过购置自动化水平、控制精度、生产效率更高的设备，来提供企业的竞争力，从而带动工业控制自动化行业的快速发展。
- **节能减排带动工业控制自动化产品需求：**随着节能减排技术的不断成熟，设备价格已经大幅回落，企业安装节能减排设备的经济性效益日益凸显，行业发展已经从国家政策补贴带动需求阶段过渡到企业内生性驱动阶段。
- **进口替代，加速国内工业控制自动化行业发展：**从国内工业控制自动化产品的市场供应来看，国外厂商市场份额长期维持在80%以上，国内厂商市场份额仅20%左右。随着国内厂商技术不断进步，其产品性能与国外同类产品的差距将不断缩小，而国内厂商在成本、价格、渠道、细分市场、个性服务上的优势将更加明显，进口替代空间巨大。高压变频器的进口替代过程就是一个例证，预计其他工业控制自动化产品也将经过类似的发展进程。

工业控制自动化行业未来十年翻番式发展

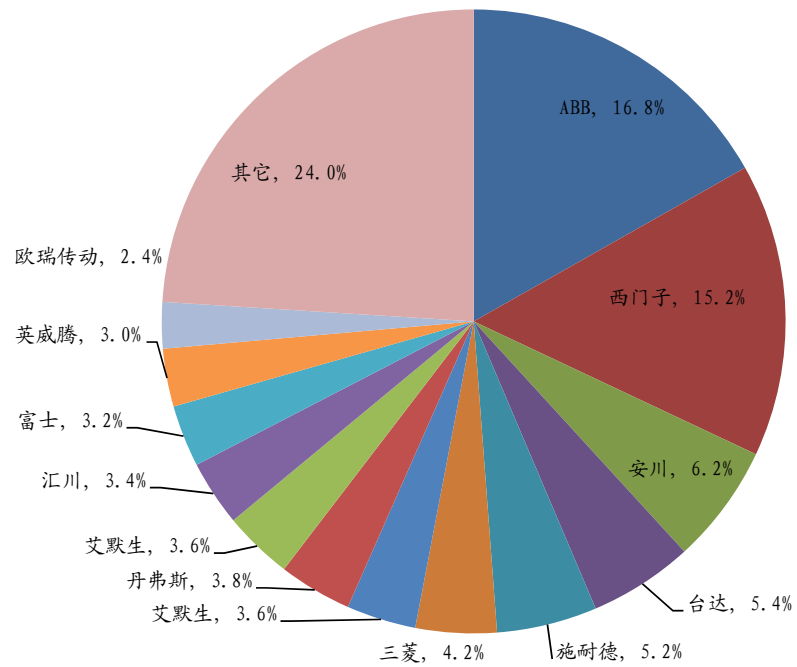
2012年工业控制自动化市场规模约1000亿

- 根据中国工业控制自动化网的统计数据，2011年受经济过热、银根紧缩、产能过剩、投资放缓等影响，我国工业自动化控制产品市场规模约为920亿元，增长率约为14%；预计2012年我国工业自动化产品市场规模将达到990亿左右，增长率约为8%。
- 中国工业控制自动化网预计到2020年，我国工业控制自动化行业的产品市场规模将达到2000亿元，呈现翻番式发展态势，未来10年的市场容量1.4万亿元。

2012 年低压变频器市场空间约 230 亿

- 变频器是把电压与频率固定不变的交流电，变换为电压和频率可变交流电的装置。变频器一般用于控制交流电机的转速或者输出转矩。输入电压不高于 690V 的变频器为低压变频器。
- 20 世纪 90 年代末，低压变频器开始在国内推广使用。国产低压变频器行业起步比较晚，2000 年以后，在国家政策支持下，汇川技术、英威腾、欧瑞传动、希望森兰为代表的厂商在吸收国外低压变频技术的基础上通过不断创新，开始尝试自主研发生产，极大地推动了低压变频器的国产化进程，在部分领域（如电梯）已基本实现了进口替代。
- 从目前国内低压变频器市场份额来看，国外品牌市场份额（主要有 ABB、西门子、三菱、安川、施耐德、艾默生等）仍在 80% 左右，并牢牢占据高端变频器市场；国内品牌（主要有汇川技术、英威腾、新时达、蓝海华腾、希望森兰、欧瑞传动等）市场份额在 20% 左右，但进口替代之势已经明确。

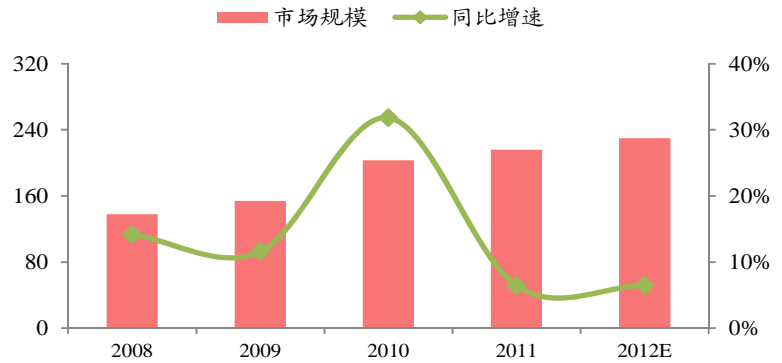
图表 8: 2010 年国内中低压变频器厂商市场份额



来源：中国自动化网，齐鲁证券研究所

- 根据中国工控网统计数据，2011 年受政策收紧、投资放缓、内需乏力等多种因素影响，国内中低压变频器市场规模同比增长约 7%，达到约 216 亿元。从上半年低压变频器行业的发展情况来看，2012 年经济形势仍不乐观，我们预计 2012 年低压变频器行业整体仍将维持 7% 左右的增长速度，市场规模将达到 230 亿元。

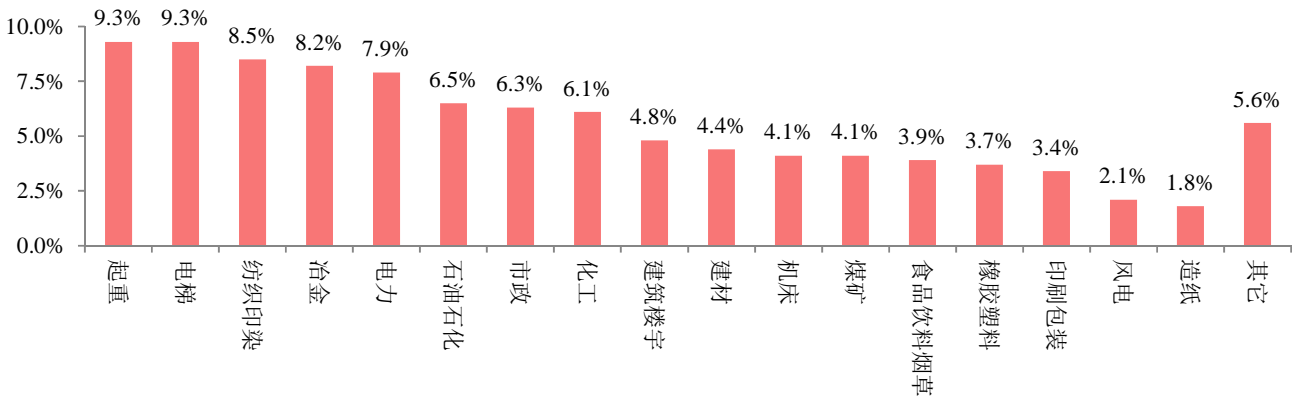
图表 9: 低压变频器市场空间



来源: 中国工控网, 齐鲁证券研究所

- 低压变频器主要应用于电机拖动场合, 能够实现工艺调速、节能、软启动、改善效率等功能, 其下游市场主要有起重、电梯、纺织、冶金、电力、石油石化等多个领域, 其中市场份额较大的行业集中在起重、电梯和纺织印染。

图表 10: 中低压变频器下游行业分布

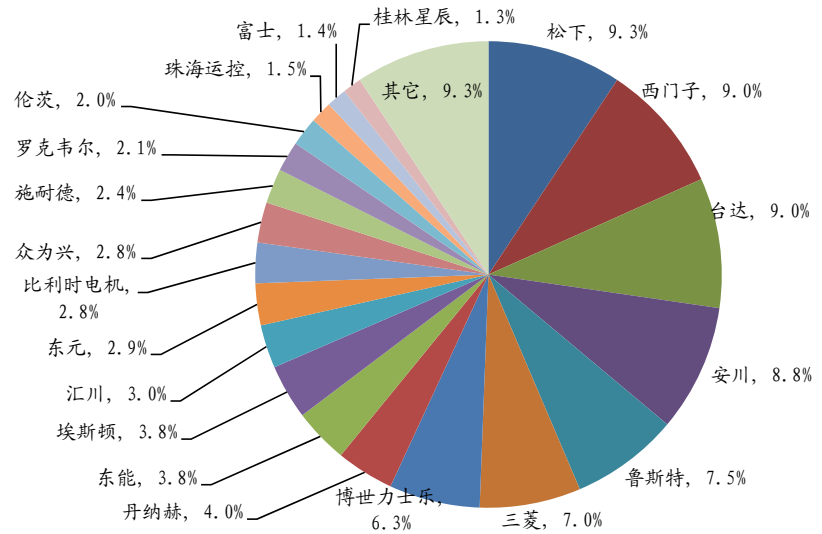


来源: 变频器世界, 齐鲁证券研究所

2012 年伺服系统市场空间 55 亿元左右, 发展空间巨大

- 伺服系统是指以物体的位移、角度、速度为控制量组成的, 能够跟踪目标任意变化的自动化控制系统, 通常由伺服驱动器和伺服电机组成。伺服系统是在变频技术基础上的延伸产品, 除了可以进行速度与转矩控制外, 还可以进行精确、快速、稳定的位置控制。
- 国外伺服系统起步于 20 世纪 70 年代, 经历了从液压驱动到电气驱动的过程。电气伺服系统可以分为交流伺服系统和直流伺服系统, 其中永磁交流伺服系统由于效率高、性能突出, 获得了广泛的应用。国内伺服系统技术起步较晚, 大多数伺服企业诞生于 2000 年以后, 技术水平跟国外比尚有差距。从国内伺服系统的市场来看, 日本、欧美以及台资企业仍然占据大部分市场份额, 主要生产厂商有松下、西门子、台达、安川、三菱、LS、东元、罗克韦尔、施耐德等等; 国内厂商占比相对很少, 主要有埃斯顿、汇川技术、和利时电机、珠海运控、桂林星辰等等。

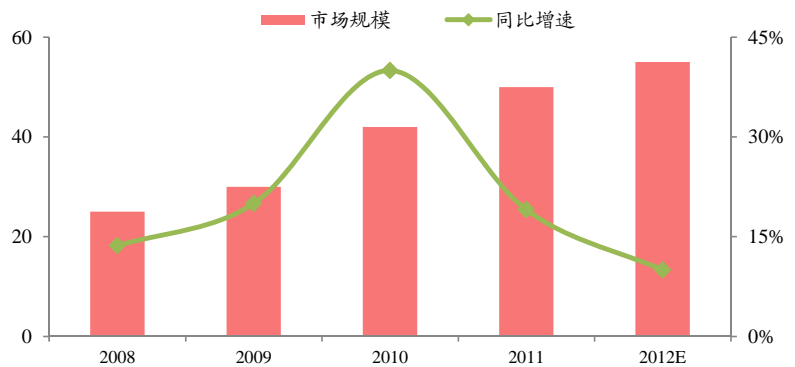
图表 11: 2010 年国内伺服系统市场份额



来源：中国自动化网，齐鲁证券研究所

- 根据中国工控网的统计数据，2011 年我国伺服系统市场规模大概为 48 亿元左右，同比增长约 20.8%，预计 2012 年伺服系统市场仍将维持 15% 左右的增速，市场规模将达到约 55 亿元。

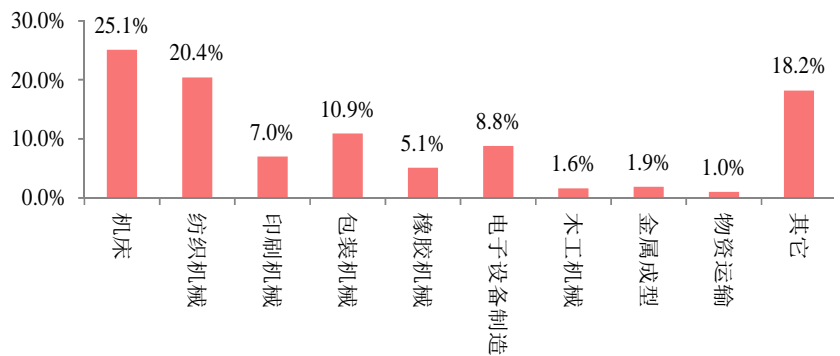
图表 12: 伺服系统市场规模



来源：变频器世界，齐鲁证券研究所

- 伺服系统由于具备精度高、响应速度快、效率高、可实现低速大转矩输出等优异的性能特点，在对精度要求高的行业得到越来越广泛的应用，已经普遍应用于机床、包装印刷、电子设备、纺织、塑料等行业，其中市场份额较大的几个行业是机床、纺织机械、包装机械、电子设备制造。

图表 13: 伺服系统下游行业分布

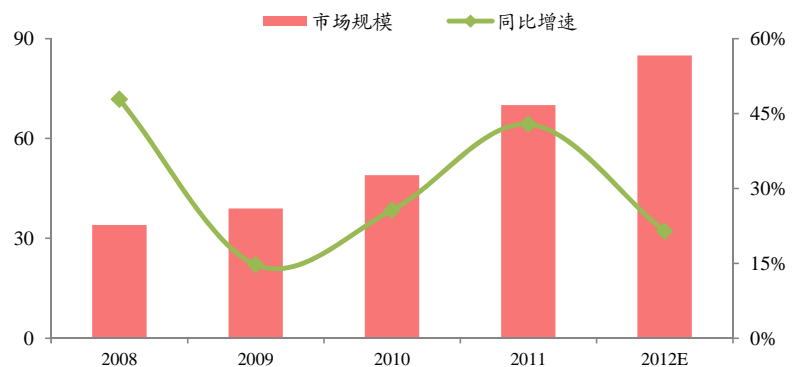


来源：中国传动网，齐鲁证券研究所

高压变频器 2012 年市场空间在 85 亿左右

- 一般把应用于 3KV~10KV 高压电机的变频器称为高压变频器。根据相关统计，通过高压变频器可以使电机平均节能约 30%，相对于低压变频器在电机运行性能和精度控制方面的优势，高压变频器的节能作用显得更加突出。
- 近几年，在国家节能减排政策支持和高压变频器价格下降两方面因素影响下，工矿企业应用高压变频器的经济性不断凸显，高压变频器行业快速发展。2011 年我国高压变频器市场规模接近 70 亿元，较 2010 年同比增长超过 40%，占潜在市场规模的比例仅为 9%左右。预计 2012 年高压变频器仍将保持较快发展态势，市场规模将达到 85 亿元。

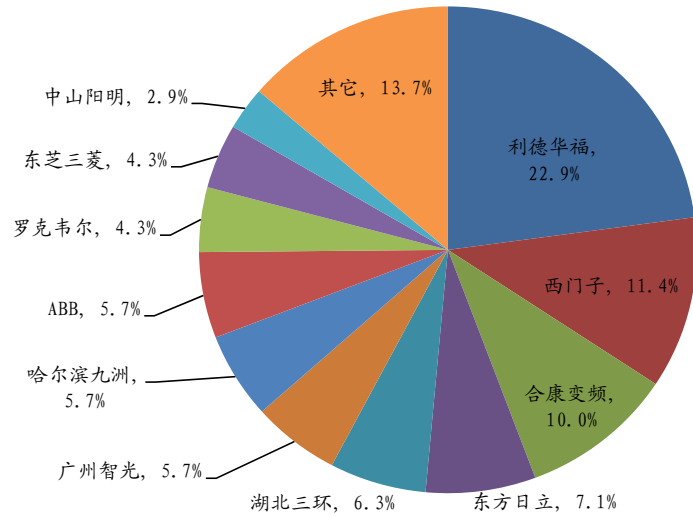
图表 14: 高压变频器市场规模变化



来源：变频器世界，齐鲁证券研究所

- 与低压变频器和伺服系统的市场格局迥然不同，国内高压变频器市场已基本完成了进口替代。2011 年，高压变频器市场国内品牌（包含已被施耐德收购的利德华福）市场占有率约 80%，而国外品牌市场占有率仅为 20%左右，且主要集中于高端产品领域。当前高压变频器市场占比排名前几位的国内企业分别是利德华福、合康变频、东方日立、湖北三环、智光电气、中山阳明等企业，国外企业则主要是西门子、ABB、罗克韦尔和东芝三菱等。

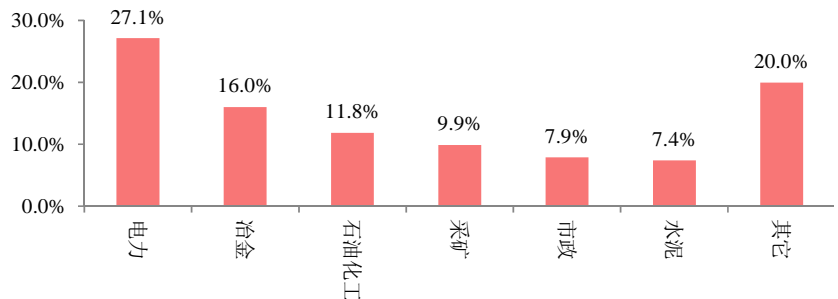
图表 15: 高压变频器主要厂商市场份额



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- 由于高压变频器突出的节能优势，在高耗能的电力、冶金、石化、煤炭等行业中应用广泛。根据《2008 年中国高压变频器市场研究报告》，我国高压变频器的潜在规模超过 800 亿元，其中电力、冶金、石油化工和采矿行业市场份额占比较高。

图表 16: 高压变频器下游行业分布



来源：变频器行业发展报告，齐鲁证券研究所

新能源应用前景光明

- 新能源汽车电机控制器市场规模预计未来 5 年 100 亿元
 - 电机驱动控制系统包括驱动电机和电机控制器，是新能源汽车车辆行使中的主要执行结构，控制和驱动特性决定了汽车行驶的主要性能指标。
 - 根据国务院公布的《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》，到 2015 年，我国纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量达到 50 万辆，到 2020 年超过 500 万辆。每辆纯电动车或混合动力车上均需要配套一套电机驱动控制系统，按照每套电机驱动控制系统 1 万元计算，预计未来 5 年新能源汽车电机控制器市场规模将达到 100 亿元。

- 目前国外电机驱动控制系统生产技术相对成熟，国内生产电机的厂商大部分仍处于样机提供、小批量的商用验证阶段，但技术进步迅速。行业主要供应商国外有丰田、本田、日立、福特、通用、明电舍电机、东芝、UQM 电机、AC PROPULSION、ENOVA 电机、MM 公司和日本安川电机，国内有上海电驱动、上海大郡、精进电动、南车时代等。

汇川技术在国内工控领域优势地位难以撼动

丰富的产品线，协同优势明显

- 公司产品涵盖从变频器到伺服再到 PLC 及 HMI 的全套工业控制自动化体系，可以为客户提供完善的工业控制自动化解决方案。这些产品在技术延展性、行业应用等方面都具有较好的协同效应，进而带动公司产品的快速创新、业务规模的迅速壮大。

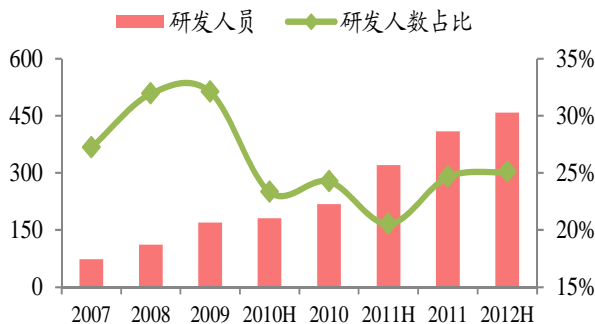
优秀的管理团队，先进的管理水平

- 公司以总经理朱兴明为核心的高管和业务骨干均来自华为和艾默生等国内外知名自动化企业，长期从事自动化控制领域的技术研发、产品管理、供应链管理、市场营销等工作，既拥有国际企业的现代化管理经验，了解并掌握行业的前沿技术，又拥有对中国工业自动化控制产品本土市场的深刻理解。
- 跟同行竞争对手相比，公司是唯一一个以团队形式进行创业的企业，管理团队配合默契，协同效应突出。

重视研发，研发实力突出

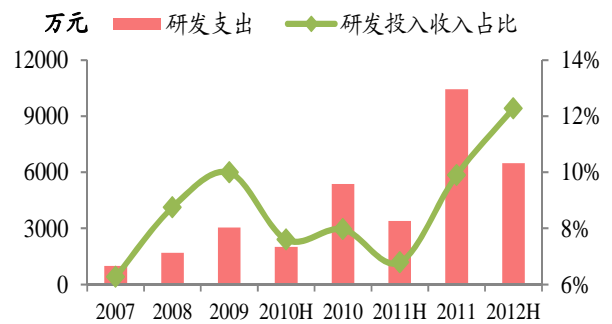
- **研发投入支撑公司发展：**公司核心团队均来自华为和艾默生，对行业技术未来发展方向认识清晰，且每年投入大量人力物力进行研发，公司研发团队不断扩大，研发投入销售收入占比保持在 8% 以上。

图表 17：公司研发人员数量变化及占比



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 18：公司研发投入及收入占比



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- **综合的技术平台优势：**公司自主研发了高性能矢量变频器、PLC、伺服系统、HMI、永磁同步电机等产品，是国内少数同时拥有这些平台技术的公司之一。

- **永磁同步电机控制技术优势明显：**在永磁同步电机控制技术方面，汇川在永磁同步电机静止辨识转子位置技术和无传感器矢量控制技术等方面优势突出，为公司新产品研发起到了技术支撑作用。
- **拥有完整的知识产权管理体系：**截至 2012 年 6 月 30 日，公司拥有已获证书的专利 63 项，其中发明专利 10 项，实用新型专利 36 项，外观专利 17 项，公司及其控股子公司共取得 32 项软件著作权。

完备的营销体系

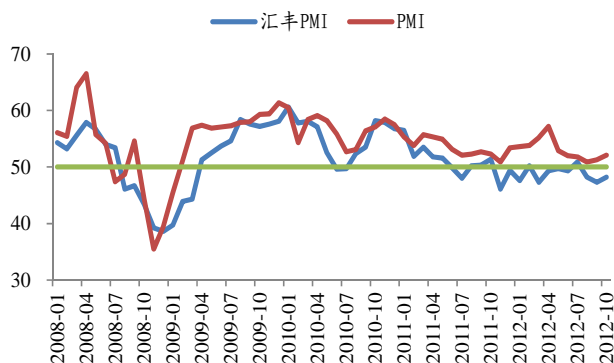
- 坚持走分销但贴近客户的原则，走分销可以最大限度的利用市场资源，而贴近客户则可以快速响应市场需求。通过公司募投项目的实施，汇川在全国的办事处和一线营销人员将分别达到 29 个和 140 余人，营销网络基本覆盖全国，全国认证销售渠道已经超过 130 家，有效地覆盖了下游客户。
- 坚持以行业为主线的市场拓展方式，由点到线、由线到面拓展市场。对于工业控制自动化产品来说，下游行业众多，各行业对工控产品的需求不尽相同，与行业结合紧密的专机产品愈来愈得到市场的认可。汇川在电梯和注塑机行业的市场拓展，采取的就是该策略。
- 加强多产品组合销售：公司各项产品之间具有较好的协同效应，通过产品组合销售，积极为客户提供整体解决方案。目前公司已经在线切割、磨床、玻璃、食品、木工、电容、电池、电子非标、横切等细分行业取得了较好效果。

汇川技术短期面临快速成长困境，未来有望再创辉煌

工控行业具有明显的周期性，行业短期增速面临压力

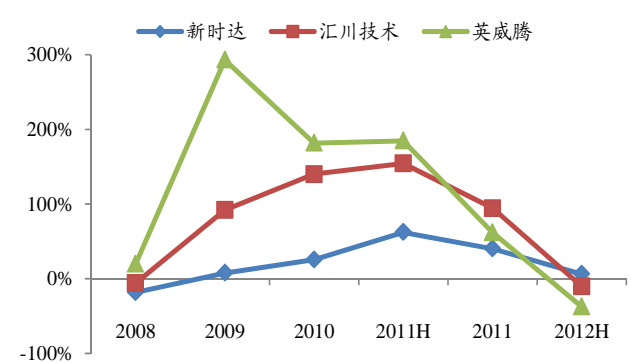
- **工业控制自动化行业下游涵盖国民经济的各个领域，对宏观经济波动非常敏感，具有明显的周期性：**2008 年受金融危机影响，工控行业经营处于低谷；2009 年在国家 4 万亿投资的带动下，工控行业出现了 2009 年~2011 上半年的持续繁荣；随着 2011 年开始的宏观调控，整个行业从 2011 年下半年开始又陷入低谷。

图表 19: 汇丰中国 PMI 指数和国内 PMI 指数



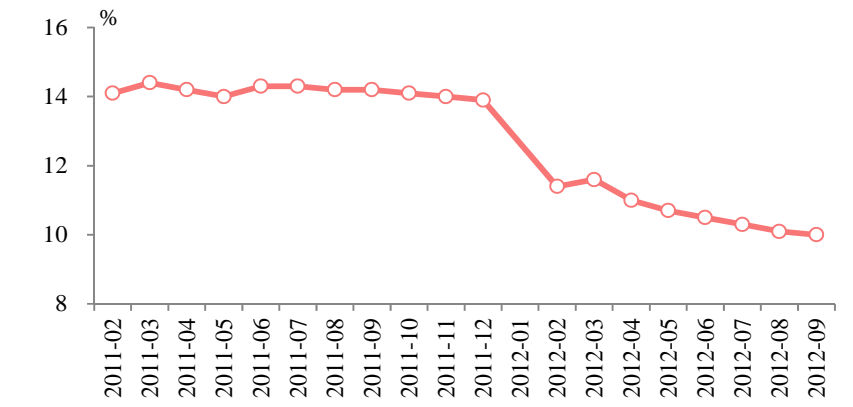
来源: wind, 齐鲁证券研究所

图表 20: 主要工控企业利润增速变化



来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

- **宏观经济不容乐观，国内工业控制自动化行业增速短期面临压力：**自 2011 年开始，国家加大了宏观调控力度，受其影响，2012 年国内工业增加值累计同比增速不断下降，前 9 个月为 10%，较去年同期下降了 6.1%，虽然下滑幅度有所收窄，但恢复到快速增长仍需时间。工业控制自动化产品具有明显的周期性，行业整体增速面临较大压力。

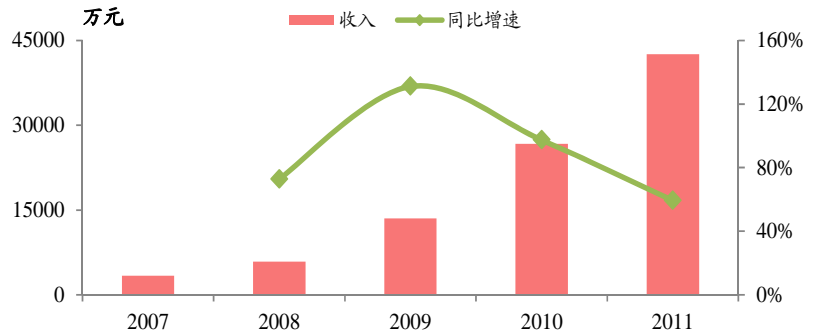
图表 21：国内工业增加值累计同比增速


来源：wind，齐鲁证券研究所

汇川技术传统市场增速趋于平稳

- **汇川技术电梯行业客户资源丰富：**汇川技术已经与国内近 100 家电梯生产企业达成合作关系，电梯行业客户包括江南嘉捷苏州市申龙电梯有限公司、苏州莱茵电梯制造有限公司、苏州帝奥电梯有限公司、苏州德奥电梯有限公司、佛山市南海珠江富士电梯有限公司、上海崇友电梯有限公司等，丰富的客户资源有效的保证了公司电梯行业的收入增长。
- **电梯行业支撑公司过去几年高速增长：**电梯行业是公司传统优势领域，也是公司近几年收入快速增长的有力助推器。自 2007 年公司收购苏州默纳克之后，电梯业务近 5 年收入增速均维持在 50% 以上，特别是 2009 年受益于国家 4 万亿的投资计划，收入增速更是高达 131%。2010 年、2011 年随着公司电梯行业收入基数的增大，公司收入增速开始下滑，但仍保持快速增长态势。

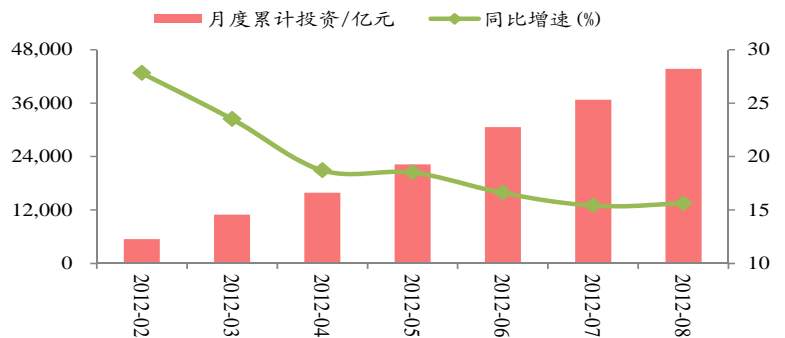
图表 22: 公司近几年电梯领域收入及同比增速变化



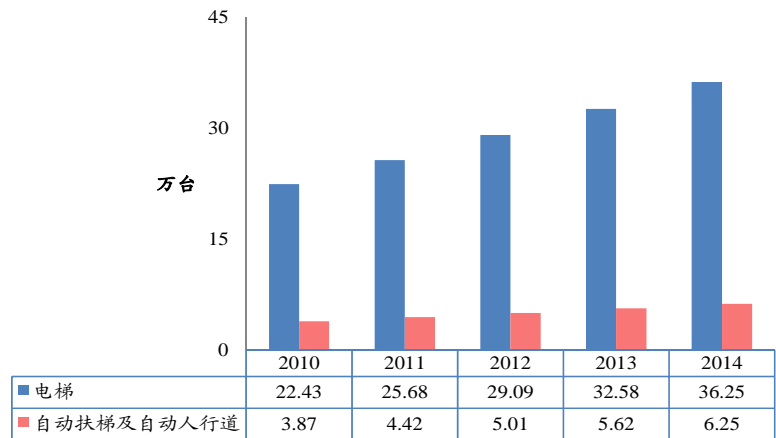
来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

- **电梯行业用工控产品市场份额趋于稳定:** 从汇川技术的收入结构来看, 2011 年公司电梯行业收入占比接近 50%。但我们看到, 目前电梯行业的变频器及一体化专机产品国产化率大约在 40%左右, 市场格局已趋于稳定, 仍有进口替代空间, 但很难获得高速增长。
- **预计未来几年公司电梯行业收入将平稳增长**
 - 近几年, 国家加强了房地产调控, 房地产投资增速不断下降。从 2012 年房地产开发投资数据来看, 我国前 8 个月累计房地产开发投资同比增速经过了前 7 个月的不断下降, 已经开始趋于平稳, 同比增速在 15%左右。我们预计“十二五”国内房地产调控政策整体放松的可能性不大, 但在保障房建设等因素的作用下, 国内房地产开发投资增速预计将维持在 10%~15%之间。
 - 电梯行业与房地产开发投资具有明显的相关性, 我们预计近几年电梯行业将在房地产开发投资增速稳定增长和进口替代两方面因素的作用下, 增速将维持在 15%左右, 这与中国电梯协会做出的预测基本相符。

图表 23: 2012 年月度累计房地产开发投资额及同比增速



来源: wind, 齐鲁证券研究所

图表 24: 2010 年至 2014 年我国电梯市场需求量 (不含出口)


来源: 中国电梯协会, 齐鲁证券研究所

- 汇川的电梯一体化专机产品得到了市场的一致认可, 拥有诸多的忠实客户资源, 在电梯市场需求稳步增长的情况下, 我们预计其电梯业务也将保持平稳的增长态势。

汇川技术正在积极开拓纺织、起重等新市场, 但进展并不顺利

- 纺织行业对伺服系统和低压变频器需求量大 (市场规模预计在 30 亿元左右), 公司采取了一系列措施, 开拓纺织市场。
 - 2011 年 11 月公司宣布成立杭州汇坤控制技术有限公司, 为客户提供纺机综合自动化解决方案。杭州汇坤将纺织上专用的控制器与自身伺服驱动器结合, 有效提升了纺机的自动化程度, 目前公司产品已经在下游客户取得试用, 市场拓展正在积极进行。
 - 公司积极与纺机厂商合作, 进一步提升公司产品在纺机领域的性能, 满足客户需求, 目前公司已经有多家合作伙伴, 包括经纬纺机、恒力纺机、太平洋机电等等。
- 起重行业是变频器需求大户 (年均市场规模预计在 20 亿元左右), 汇川技术目前已经研发出了相关产品, 正在努力向市场推广。
 - 起重行业对要求变频器动态响应速度快、速度控制范围宽、连续机械震动环境下稳定可靠等因素, 因此目前起重行业变频器国产化率还比较低, 给了国内厂商替代进口巨大的市场空间。
 - 在起重领域, 汇川技术产品包含通用起重和港机用变频器两类, 目前均已开发出产品, 并已经与中联重科形成了合作关系, 在振华重工得到试机应用。
- 新市场开拓进展并不顺利
 - 对于工控设备供应商来说, 由于下游领域分布广泛, 不同行业对工控产品的要求不尽相同, 需要其对具体行业的设备运行有深入的理解和把握, 针对具体行业进行个性化设计。所以, 工控设备商进入新市场, 都需要相当长的时间来完成客户分析、专业化设计、客户认可度培养等工作。
 - 从目前汇川技术的市场开拓情况来看, 尽管公司已经取得了一定进展, 如产品得到标杆客户认可等, 但由于行业差异和客户培育等问题, 在相关市场形成规模性收入仍需时间。

高效管理+成熟研发体系+丰富产品储备，汇川未来有望再创辉煌

■ 汇川技术在工控领域管理优势明显

- 汇川技术是国内工控领域少有的以团队形式进行创业的公司，创业团队涵盖管理、研发、营销、供应链管理等多个领域，相对其他同行业公司，公司管理团队稳定，协同效应突出。
- 电梯行业一体化专机和注塑机用伺服等市场的成功开拓就是公司高效管理水平的完美体现，我们相信依托汇川技术的优秀管理团队，其产品必将成功开拓起重、纺织等新市场。

■ 相对于国内其他同行业竞争对手，汇川技术已经形成了涵盖控制层、驱动层和执行层全方面的研发体系，构建了从 PLC、HMI 到变频器、伺服系统再到驱动电机的一体化研究平台，并且每年公司都投入大量的人力物力进行研发，为公司培育适应市场需求的新产品。

■ 通用伺服产品研发进展顺利，为公司成长奠定基础

- 公司是国内较早开始研发伺服系统的厂商之一，伺服系统产品包括 MD380 系列、IS100 系列、IS360 系列、IS500 系列以及 IS560 系列等，下游涵盖行业已经从机床、包装等扩展到注塑、纺织、雕铣等。2011 年收入规模已经达到 1.85 亿元，增速高达 66.3%。
- 在公司伺服产品发展之初，由于产品性能与松下、台达等外资品牌尚有差距，公司主攻专用伺服，依靠专用伺服在相关行业站稳脚跟，注塑机行业就是其中的典型代表，目前公司正将该策略向纺织、包装等其他行业扩展。
- 汇川技术变频器业务的高速增长阶段已经过去，未来的快速增长将主要依靠于其伺服产品。伺服产品要实现快速增长，首先要实现伺服产品的进一步完善，特别是通用伺服产品的完善。可喜的是，汇川在通用伺服产品方面已经走在了国内同行的前面。
- 2008 年开始研发通用伺服产品，2011 年通用伺服业务规模约为 5000 万元。目前公司通用伺服产品经过近 5 年的努力，其 IS500 系列产品已基本成熟，主要性能指标已接近于国外同类产品，预计未来几年将逐步得到市场的认可，保持较快的发展速度。

■ 新能源汽车短期低迷，前途光明

- 2011 年在政府投资带动下，国内新能源汽车发展态势迅猛，汇川实时抓住机会，与主要电动汽车厂商江淮汽车等公司合作，公司新能源汽车电机控制器业务发展迅猛。2011 年公司新能源业务实现营业收入 2350 万元，同比增长约 156.31%。
- 2012 年在电动汽车标准尚不明确、地方政府投资下降的情况下，电动汽车发展停滞不前，受其影响，汇川新能源汽车电机控制器业务出现了大幅下滑，2012 年上半年公司新能源业务实现营业收入 176 万元，同比下降约 71.93%。从目前公司的经营状况来看，2012 年全年该项业务都将保持低迷。但随着国家新能源汽车发展规划的出台以及政府换届的完成，我们预计之后几年新能源汽车的投资将逐步加快，公司该项业务将重新步入快速发展轨道。

盈利预测及投资建议

盈利预测

■ 盈利预测假设条件:

- 预计公司 2012 年变频器业务在电梯业务稳定增长的带动下, 整体收入增速约为 12%; 2013 年、2014 年随着纺织、起重等行业的逐步开拓, 变频器业务同比分别增长 15%、30%; 变频器业务综合毛利率由于市场竞争加剧, 2012 年、2013 年、2014 年分别下滑约 3%、2%、3%, 毛利率分别为 54%、51%、48%。
- 预计公司 2012 年伺服产品由于注塑机等行业持续低迷, 收入同比下滑约 5%; 2013、2014 年随着公司通用伺服产品的成熟, 恢复快速增长, 同比分别增长约 30%、50%; 2012、2013、2014 年毛利率分别为 46%、44%、42%。
- 公司 PLC 及 HMI 产品质量及技术国内领先, 产品规模基数小, 市场空间广阔, 预计 2012~2014 年收入仍将快速增长, 同比增速分别为 25%、50%、40%; 2012、2013、2014 年毛利率分别为 50%、48%、45%。
- 公司新能源汽车电机控制器业务受政府投资影响较大, 预计 2012 年收入同比将下滑 40%, 2013、2014 年随着电动汽车标准出台以及政府投资恢复, 增速分别为 30%、30%; 2012、2013、2014 年毛利率分别为 55%、53%、50%。
- 汇川 2011 年新增了一大批的管理、销售和技术研发人员, 在 2012 年公司收入增长放缓的情况下, 其销售费用率和管理费用率将有所上升, 分别为 11%、18%; 2013、2014 年在公司收入规模增长和管理水平不断提高的情况下, 预计其销售费用率和管理费用率将开始下降, 对应销售费用率分别为 10.5%、10%, 管理费用率分别为 16%、15%。

图表 25: 公司分业务收入预测

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
变频器类	收入	523.3	779.0	872.5	1003.3	1304.3
	成本	244.1	334.2	401.3	491.6	678.3
	增速	88.2%	48.9%	12.0%	15.0%	30.0%
	毛利率	53.4%	57.1%	54.0%	51.0%	48.0%
运动控制类	收入	111.4	185.4	176.1	228.9	343.4
	成本	48.4	93.6	95.1	128.2	199.2
	增速	570.1%	66.3%	-5.0%	30.0%	50.0%
	毛利率	56.6%	49.5%	46.0%	44.0%	42.0%
控制技术类	收入	21.5	41.7	52.2	78.3	109.6
	成本	12.7	19.3	26.1	40.7	60.3
	增速	247.2%	94.3%	25.0%	50.0%	40.0%
	毛利率	41.0%	53.8%	50.0%	48.0%	45.0%
新能源类	收入	9.2	23.5	14.1	18.3	23.8
	成本	4.1	7.6	6.3	8.6	11.9
	增速		156.3%	-40.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	55.6%	67.8%	55.0%	53.0%	50.0%
大传动类	收入			15.0	21.0	27.3
	成本			8.3	10.9	14.7
	增速				40.0%	30.0%
	毛利率			45.0%	48.0%	46.0%
传感器类	收入			18.0	25.2	32.8
	成本			9.7	13.1	17.7
	增速				40.0%	30.0%
	毛利率			46.0%	48.0%	46.0%
其它	收入	9.2	24.4	25.6	26.9	28.3
	成本	7.5	14.4	16.7	18.0	19.8
	增速	199.6%	164.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	18.5%	40.9%	35.0%	33.0%	30.0%
合计	收入	674.6	1054.0	1173.5	1402.0	1869.5
	成本	316.7	469.1	563.5	711.2	1001.8
	增速	122.0%	56.2%	11.3%	19.5%	33.3%
	毛利率	53.1%	55.5%	52.0%	49.3%	46.4%

来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

- 我们预计公司 2012 年、2013 年、2014 年实现营业收入分别为 11.74 亿元、14.02 亿元、18.7 亿元, 同比分别增长 11.3%、19.5%、33.3%; 实现归属于母公司的净利润分别为 3.17 亿元、3.77 亿元、4.57 亿元, 同比分别下滑 9.48%、增长 21.06%、增长 21.40%; 实现每股收益分别为 0.81 元、0.97 元、1.18 元。

公司股价合理区间为 22.68~24.36 元

- **可比公司 2012 年动态 PE 为 26.7 倍：**国内做低压变频器的上市公司主要有新时达（002527.SZ）和英威腾（002334.SZ）两家，我们以它们为可比公司，得到可比公司 2012 年动态 PE 为 29.5 倍、2013 年动态 PE 为 24.2 倍。

图表 26：可比公司估值水平

可比公司	股票代码	EPS			PE	
		2011A	2012E	2013E	2012	2013
新时达	002527.SZ	0.56	0.62	0.72	20.5	17.6
英威腾	002334.SZ	0.36	0.45	0.56	38.4	30.9
平均					29.5	24.2

来源：聚源，齐鲁证券研究所

- **公司股价合理区间为 22.68~24.36 元：**参考可比公司的估值水平，考虑到公司自身的技术积累以及产品市场拓展情况，我们认为给予公司 2012 年 28~30 倍 PE 比较合理，对应目标价为 22.68~24.36 元，给予公司“增持”评级。

风险提示

- **宏观经济继续下行风险：**工业控制自动化行业下游覆盖装备制造的各个领域，与宏观经济密切相关，若国内经济形势继续下行，公司产品的市场扩张必将受到影响；
- **人员流失风险：**工控行业对人才需求较高，技术以及市场的开拓都需要专业人才，优秀人才流失会极大减弱公司自身竞争力；
- **行业竞争进一步加剧：**国内低压变频器生产企业众多，并且新进入者还有不断增加趋势，在产能不断释放的情况下，行业竞争必将进一步加剧，相关产品毛利率有进一步下滑压力；
- **技术研发进展不顺：**工业控制自动化行业技术革新速度快，若公司在相关领域技术研发进展不顺，新产品储备不足，未来发展将逐步遇到瓶颈，面临被其它竞争对手取代的局面；
- **市场开拓不顺利：**各个行业对工业控制自动化产品的需求不尽相同，需要公司对具体行业进行针对性的产品设计、提供系统化的解决方案，公司新行业的市场拓展需要进一步观察。

图表 27: 预测公司财务报表

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	304	675	1,054	1,173	1,402	1,869
增长率	55.98%	122.0%	56.2%	11.3%	19.5%	33.3%
营业成本	-145	-317	-469	-564	-711	-1,002
% 销售收入	47.6%	46.9%	44.5%	48.0%	50.7%	53.6%
毛利	159	358	585	610	691	868
% 销售收入	52.4%	53.1%	55.5%	52.0%	49.3%	46.4%
营业税金及附加	-1	-3	-11	-12	-14	-19
% 销售收入	0.4%	0.4%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%
营业费用	-22	-70	-105	-129	-147	-187
% 销售收入	7.2%	10.4%	10.0%	11.0%	10.5%	10.0%
管理费用	-42	-78	-159	-211	-224	-280
% 销售收入	13.8%	11.6%	15.1%	18.0%	16.0%	15.0%
息税前利润 (EBIT)	94	206	309	257	305	382
% 销售收入	31.0%	30.6%	29.3%	21.9%	21.8%	20.4%
财务费用	1	14	47	70	76	86
% 销售收入	-0.5%	-2.0%	-4.5%	-5.9%	-5.4%	-4.6%
资产减值损失	-2	-1	-4	-7	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	94	219	352	321	378	464
营业利润率	30.9%	32.5%	33.4%	27.3%	27.0%	24.8%
营业外收支	20	31	61	60	70	80
税前利润	114	250	413	381	448	544
利润率	37.6%	37.1%	39.2%	32.4%	32.0%	29.1%
所得税	-12	-29	-67	-60	-67	-82
所得税率	10.2%	11.6%	16.1%	15.8%	15.0%	15.0%
净利润	103	221	346	320	381	463
少数股东损益	0	1	6	4	4	5
归属于母公司的净利润	103	220	340	317	377	457
净利率	33.8%	32.7%	32.3%	27.0%	26.9%	24.5%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	103	221	346	320	381	463
少数股东损益	0	0	0	4	4	5
非现金支出	5	7	16	26	29	34
非经营收益	0	1	-50	-60	-70	-80
营运资金变动	-21	-82	-307	29	-78	-156
经营活动现金净流	86	147	6	320	266	266
资本开支	11	48	166	51	42	-78
投资	0	0	1	0	0	0
其他	0	-1,921	319	0	0	0
投资活动现金净流	-11	-1,969	154	-51	-42	78
股权募资	0	1,865	1	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-28	-6	-133	0	0	0
筹资活动现金净流	-28	1,859	-131	0	0	0
现金净流量	47	37	29	269	224	344

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	125	2,083	1,838	2,104	2,323	2,662
应收款项	71	162	293	369	441	588
存货	59	120	246	224	283	398
其他流动资产	4	18	27	32	37	47
流动资产	259	2,382	2,405	2,728	3,084	3,695
% 总资产	89.2%	96.7%	90.0%	88.4%	87.4%	89.9%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	17	67	194	286	372	342
% 总资产	6.0%	2.7%	7.3%	9.3%	10.5%	8.3%
无形资产	12	11	68	67	67	68
非流动资产	31	80	268	358	444	415
% 总资产	10.8%	3.3%	10.0%	11.6%	12.6%	10.1%
资产总计	290	2,463	2,673	3,087	3,528	4,110
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	61	120	111	144	181	253
其他流动负债	13	40	37	97	120	168
流动负债	74	161	148	241	301	421
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	6	12	12	12	12
负债	74	167	159	253	313	432
普通股股东权益	216	2,294	2,504	2,820	3,197	3,654
少数股东权益	0	1	10	14	18	24
负债股东权益合计	290	2,463	2,673	3,087	3,528	4,110

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益 (元)	1.267	2.040	1.574	0.814	0.969	1.176
每股净资产 (元)	2.664	21.245	11.592	7.254	8.223	9.398
每股经营现金净流 (元)	1.067	1.364	0.028	0.813	0.673	0.670
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.600	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	47.56%	9.60%	13.58%	11.22%	11.78%	12.51%
总资产收益率	35.38%	8.95%	12.72%	10.26%	10.67%	11.12%
投入资本收益率	92.80%	85.46%	38.41%	29.66%	29.09%	31.93%
增长率						
营业总收入增长率	55.98%	121.96%	56.24%	11.33%	19.47%	33.34%
EBIT 增长率	89.94%	119.15%	49.76%	-16.78%	18.60%	25.01%
净利润增长率	84.42%	114.71%	54.34%	-6.92%	18.96%	21.41%
总资产增长率	69.31%	748.96%	8.54%	15.48%	14.30%	16.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	39.9	30.2	34.1	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	118.1	102.7	142.4	145.0	145.0	145.0
应付账款周转天数	86.4	85.2	75.4	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	16.0	11.3	37.7	68.0	70.9	60.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-57.78%	-90.76%	-73.13%	-74.23%	-72.26%	-72.38%
EBIT 利息保障倍数	-68.2	-15.3	-6.5	-3.7	-4.0	-4.4
资产负债率	25.58%	6.79%	5.96%	8.18%	8.86%	10.51%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

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%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。