

工控自动化

领军工业自控 力推中国智造

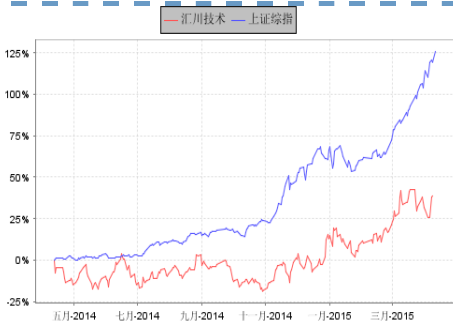
报告日期: 2015-04-27

评级: **推荐**
上次评级: 推荐

目标价: **45-53**
上次预测: 45-53

当前价格 (元)	41.93
52 周价格区间 (元)	25.24-62.85
总市值 (百万)	33240.72
流通市值 (百万)	26064.45
总股本 (万股)	78250.27
流通股 (万股)	61356.99
公司网址	www.inovance.cn

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
汇川技术	2.60	21.19	37.20
上证综指	22.66	35.03	122.31

财富证券研究发展中心

邹建军
0731-84403452
zoujj@cfzq.com
S0530511020006

相关研究报告:

- 《公司研究*汇川技术 (300124) 调研点评: 工业 4.0 明日之星》2015-04-13
- 《公司研究*汇川技术 (300124) 点评报告: 国内工控领域龙头 长期增长趋势明确》2013-10-29
- 《汇川技术 (300124) 中报点评: 业绩超预期源于毛利率提升及补助增加; 维持“谨慎推

预测指标	2014A	2015E	2016E
主营收入 (百万元)	2242.55	2814.13	3785.88
净利润 (百万元)	666.32	836.15	1097.9
每股收益 (元)	0.85	1.07	1.40
每股净资产 (元)	4.43	5.50	6.90
市盈率	48.09	38.21	29.20
P/B	9.23	7.43	5.92

资料来源: 财富证券

投资要点

- **公司是国内工控领域的领先厂商。**公司专门从事工业自动化控制产品的研发、生产和销售, 产品包括变频器及一体化专机、伺服系统、PLC、HMI、永磁同步电机、电动汽车电机控制器、工业机器人核心部件等。公司目前已是全球最大的电梯一体化控制器供应商、国内最大的新能源汽车电机控制器供应商、占有注塑机伺服系统约 40% 的市场份额, 并全面掌握工业机器人核心部件的研制, 行业领先优势突出。
- **新兴业务发展空间巨大。**我国新能源汽车产业正处于高速成长期。公司前期主要与宇通客车合作提供新能源客用电机控制系统, 计划未来 2-3 年全面进入市场空间更为广阔的乘用车市场。工业机器人领域, 公司已能提供包括伺服系统、控制系统、工业视觉系统等核心部件在内的电气解决方案。国际机器人联合会预计, 2015 年-2017 年, 中国工业机器人销量年均增长率将达 25%, 产业前景十分乐观。
- **传统业务多点开花。**传统产品领域, 公司通过不断丰富产品线、拓展新的市场来谋求持续成长空间。电梯一体机在国内需求增速下降的背景下, 公司对内挖掘合资品牌等新客户群体、对外大力开拓海外市场; 开发了起重专机、纺织专机、通用变频等系列变频产品, 有序拓展其他行业市场; 伺服系统在注塑机专用伺服获得成功的基础上, 开发出通用伺服产品, 目前销售形势良好。预计公司传统业务未来几年整体仍有望保持较好发展势头。
- **盈利预测与投资评级。**预计公司 2015/2016/2017 年归属母公司净利润分别为 8.36/10.98/14.57 亿元, 对应 EPS 为 1.07/1.40/1.86 元。公司未来将显著受益于中国制造的自动化、信息化进程, 长期发展趋势良好。给予公司 2016 年 32-38 倍 PE, 未来 6-12 个月目标价区间为 45-53 元, 目前公司股价 41.93 元, 维持“推荐”评级。
- **风险提示。**宏观经济波动风险、新产品拓展速度不及预期的风险。

目 录

一、公司是国内工控领域的领先厂商	- 4 -
1.1 专注工控行业，产品系列不断丰富	- 4 -
1.2 技术领先成就公司龙头地位	- 4 -
1.3 高技术壁垒保障公司丰厚盈利	- 5 -
二、新能源汽车及工业机器人业务发展空间巨大	- 6 -
2.1 公司的新能源汽车电机控制器已拥有市场领先优势	- 7 -
2.2 布局工业 4.0，专攻工业机器人核心部件	- 8 -
三、丰富传统业务产品线，积极开拓新的市场领域	- 11 -
3.1 电梯一体机：国内挖掘客新户，国外拓展新市场	- 11 -
3.2 其他变频器类产品：丰富品种 有序拓展其他行业市场	- 13 -
3.3 伺服系统：通用伺服有望持续快速放量	- 14 -
四、盈利预测与投资评级	- 16 -
五、风险提示	- 16 -

图表目录

图表 1: 2014 年公司收入构成.....	- 4 -
图表 2: 近 6 年公司研发投入占比保持高位.....	- 5 -
图表 3: 公司多年来盈利水平保持高位.....	- 6 -
图表 4: 公司历史业绩波动情况.....	- 6 -
图表 5: 2014 年新能源汽车销量呈爆发式增长.....	- 7 -
图表 6: 公司 InoGreen IEVD 系列电动汽车驱动器.....	- 8 -
图表 7: 机器人构造图.....	- 9 -
图表 8: 机器人成本构成.....	- 9 -
图表 9: 2005-2017*全球工业机器人增长销量.....	- 10 -
图表 10: 2005-2017*中国工业机器人增长销量.....	- 11 -
图表 11: 近 10 年中国电梯销量持续快速增长.....	- 12 -
图表 12: 公司近 5 年海外市场销售收入（15 年为预测值）.....	- 13 -
图表 13: 国内低压变频器近几年销售规模.....	- 13 -
图表 14: 我国伺服系统行业需求分布（2012）.....	- 14 -
图表 15: 我国伺服系统市场份额（2012）.....	- 15 -

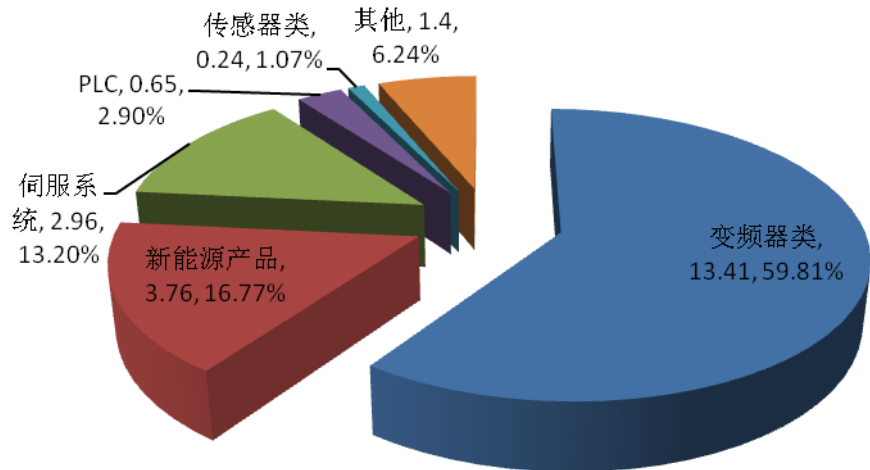
一、公司是国内工控领域的领先厂商

1.1 专注工控行业，产品系列不断丰富

公司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，起步于电梯专用低压变频器，通过一体化专机的产品形式，以高性价比优势获得客户认同，首先在电梯行业取得巨大成功。2010 年上市后，公司通过自主研发及外延式并购等多种方式积极布局工业自动化全产业链，产品系列不断丰富，目前已覆盖一体化及专机、低压变频器、高压变频器、伺服系统、PLC、HMI、永磁同步电机、电动汽车电机控制器等多个领域，纵向实现了工业自动化从控制到驱动再到执行环节的全产业链贯通，横向则开拓了新能源汽车、机器人、光伏逆变器等新兴产业领域。目前，公司亦在积极培育工业互联网业务，其中物联网产品已在电梯行业确立了领先地位，并逐渐向起重设备、空压机等行业渗透，未来将在中国制造向中国智造转型的过程中谋求更大发展空间。

截至 2014 年，公司年收入额达 22.43 亿元，同比增长 29.94%，其中电梯一体化产品收入 8.9 亿元，同比增长 19%，占总收入的比重约 40%；伺服系统收入 2.96 亿元，同比增长 10.45%，占总收入的比重约 13%；新能源汽车电机控制器收入 2.96 亿元，同比增长逾 2 倍，总收入的比重亦略超 13%。

图表 1：2014 年公司收入构成



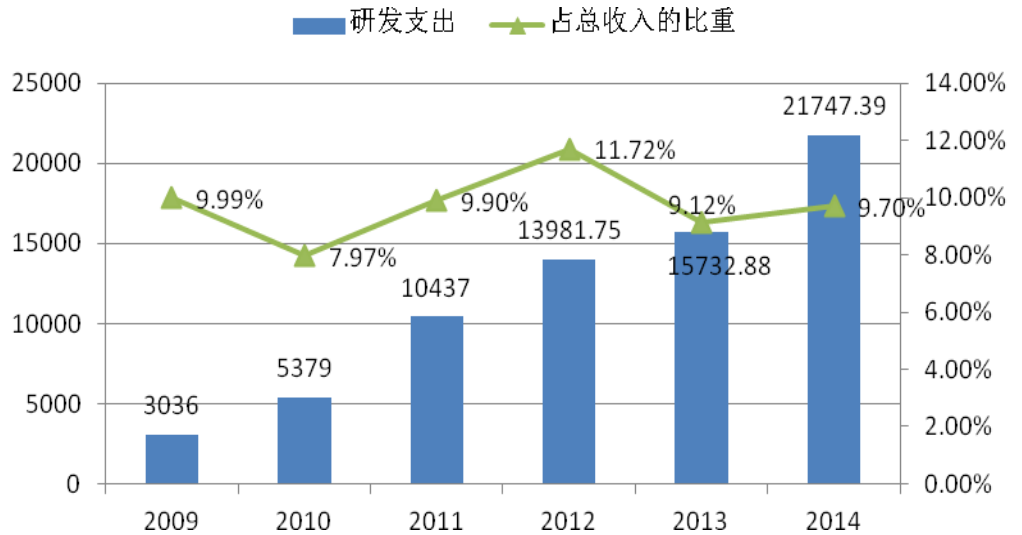
资料来源：wind

1.2 技术领先成就公司龙头地位

据发达国家统计，高新技术企业研发投入占总收入的比重通常在 5-10%之间，公司多年来研发投入占总收入的比重一直维持在 10%左右，处于高位水平。目前，公司研发团队共 662 人，占员工总数 21.96%。至 2014 年底，公司及控股子公司拥有已获证书的专利 309 项，其中发明专利 31 项，实用新型 229 项，外观专利 49 项；公

公司已向国家知识产权局申报，但尚未获得证书的专利申请 267 项，其中发明专利申请 228 项，实用新型专利申请 36 项，外观专利申请 3 项；公司及其控股子公司共取得 91 项软件著作权。目前，公司已掌握高性能矢量变频技术、PLC 技术、伺服技术和永磁同步电机等核心平台技术。

图表 2：近 6 年公司研发投入占比保持高位



资料来源：公司定期报告

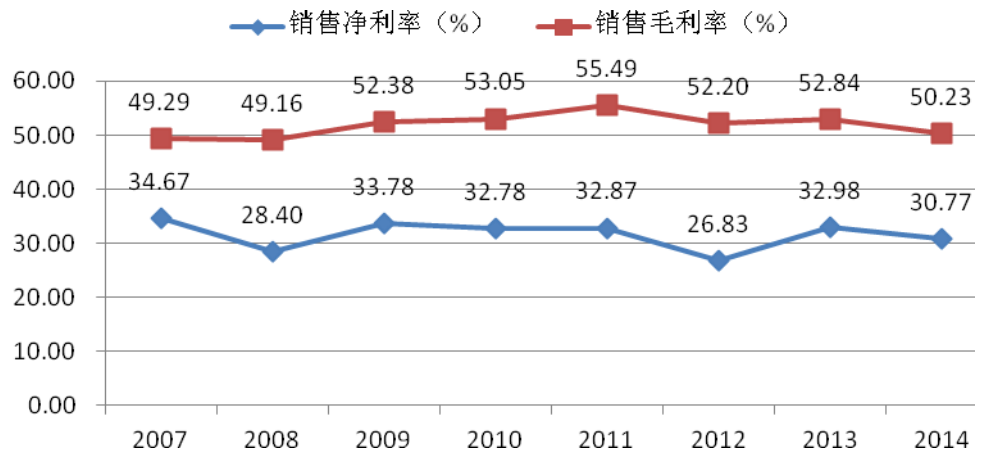
高强度的研发投入使公司在国内工业控制多个领域处于技术领先水平，产品竞争能力突出，目前公司已在电梯变频器、新能源汽车电机控制器、伺服系统等多个领域取得明显的市场优势地位，工业机器人领域亦取得重大技术突破。

- ✦ 公司是全球最大的电梯一体化控制器供应商；
- ✦ 在新能源汽车领域，公司已成为国内最大的电机控制器的供应商；
- ✦ 占有注塑机伺服系统约 40% 的市场份额；
- ✦ 全面掌握工业机器人核心部件：从 DDR 电机、多圈绝对值编码器到机器人专用控制器，公司已经能够为工业机器人产业提供包括伺服系统、控制系统、工业视觉系统等核心部件在内的电气解决方案。

1.3 高技术壁垒保障公司丰厚盈利

公司产品研发主要瞄准“进口替代”市场，各类产品基本都定位于中高端，故在大部分行业，公司的主要竞争对手为三菱、安川、施耐德、松下、台达等外资品牌；在电梯行业的主要竞争对手为新时达，在注塑机行业的主要竞争对手为蒙德、科比。在新能源汽车领域，公司主要的竞争对手为上海电驱动等。由于产品技术壁垒高，公司销售毛利率多年来盈利水平保持在 50% 附近、销售净利率约 30%，盈利水平显著高于国内同行。

图表 3: 公司多年来盈利水平保持高位

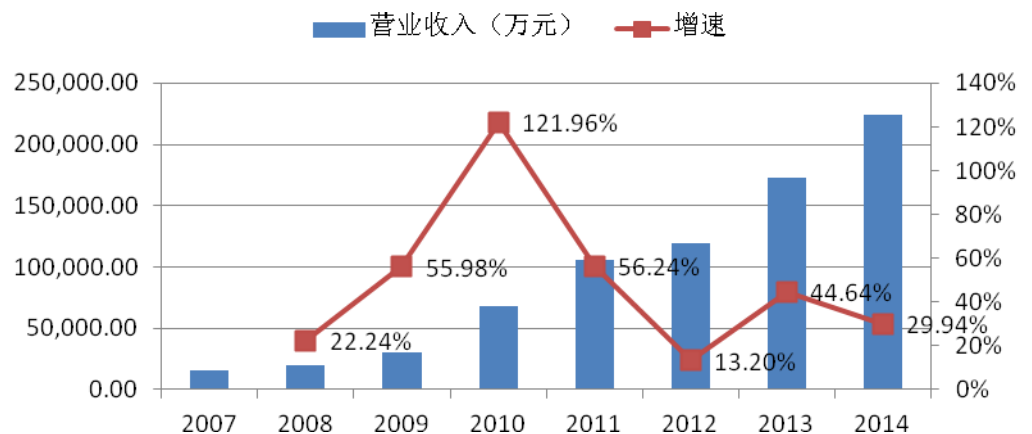


资料来源: wind

二、新能源汽车及工业机器人业务发展空间巨大

公司原有产品服务的下游行业主要为电梯、注塑机、机床、空压机、纺织、起重、金属制品、电线电缆、印刷包装、建材、冶金、石油、化工、电子设备等，这些行业与国家宏观经济、固定资产投资、出口等政策密切相关。当宏观经济出现波动时，这些行业势必会受到较大影响，从而影响公司产品的市场需求。受 08 年 4 万亿影响，09 年、10 年公司收入增速分别达到 56%、122%，到 2012 年由于 GDP 增速首次下降至 7% 附近，公司当年的收入增速亦急速降至 13%。

图表 4: 公司历史业绩波动情况



资料来源: wind

为了降低宏观经济波动对公司的影响、谋求更大发展空间，公司 2010 年上市后一方面不断扩大自控领域产品线，另一方面积极介入新兴产业领域，如光伏发电、新能源汽车以及工业机器人等。由于光伏发电行业客户竞争激烈、行业发展模式趋于运营为主，公司的光伏逆变器预计短期内不会有大发展。而新能源汽车电机控制器及机器人核心部件则是公司未来拟大力发展的两大重要板块。

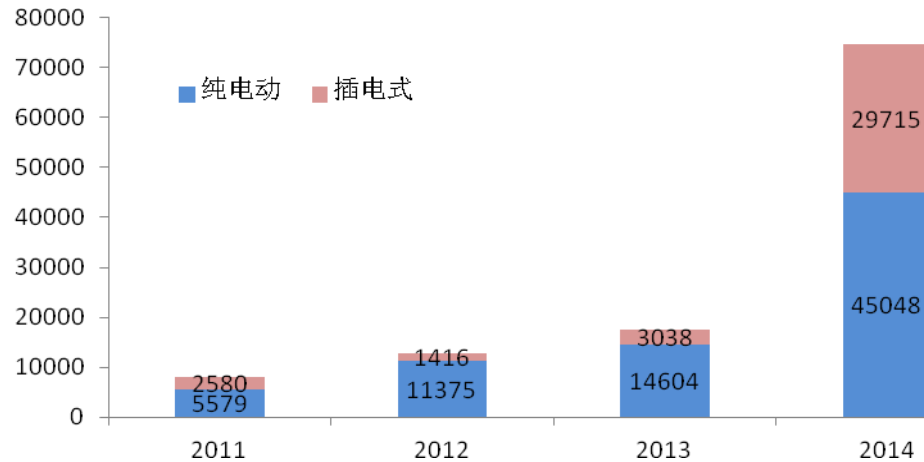
2.1 公司的新能源汽车电机控制器已拥有市场领先优势

➤ 我国新能源汽车行业将保持高速发展

新能源汽车是世界汽车产业的发展趋势，全球主要发达国家的新能源近几年均保持了高速发展。我国自 2001 年开始在国家“863”计划中特别设立电动汽车重大专项，开始扶持电动汽车产业的发展；2009 年启动“十城千辆”示范推广工程；2010 年度，示范城市从 13 个增加到 25 个；2012 年 6 月发布《节能与新能源汽车产业发展规划(2012—2020 年)》，提出到 2015 年，全国纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量力争达到 50 万辆，2020 年累计产销量超过 500 万辆的目标。

受制于电池技术、充电设施、价格等因素，近几年我国新能源汽车产业的发展速度尚不及规划目标，但也增长迅速。据中国汽车工业协会统计，2014 年我国新能源汽车生产 78499 辆，销售 74763 辆，比上年分别增长 3.5 倍和 3.2 倍。其中纯电动汽车产销分别完成 48605 辆和 45048 辆，比上年分别增长 2.4 倍和 2.1 倍；插电式混合动力汽车产销分别完成 29894 辆和 29715 辆，比上年分别增长 8.1 倍和 8.8 倍；相对于 2014 年全国。2014 年被业界誉为“中国新能源汽车发展的元年”，相关专家预计 2015 年我国新能源汽车产销量有望达到 15-20 万辆，同比 2014 年翻番。

图表 5：2014 年新能源汽车销量呈爆发式增长



资料来源：中国汽车工业协会

➤ 公司是国内新能源汽车电机控制器最大供应商

电机控制器是新能源汽车的关键部件，技术含量高，且与每个车型的配套都需要进行技术检测和试验认证，具有很高的竞争壁垒。因此，该领域目前参与者相对较少，公司的竞争对手主要有上海电驱动、蓝海华腾、天津松正等。公司 2014 年实现新能源汽车电机控制器销售额 2.94 亿元，已是我国新能源汽车电机控制器的最大供应商。

公司与宇通客车签订了独家合作协议，为其供应主驱动电机、辅助电机控制器、助力转向电机控制器等，故宇通客车目前是公司的主要客户。同时，公司亦为金龙和比亚迪供应部分辅助电机控制器。2014 年，公司来自于宇通的收入占到公司新能

源汽车板块收入的 75%左右，剩余来自于其他的厂商如比亚迪、金龙等。

宇通 2013/2014 年销售新能源客车 3897/7405 台，同比分别增长 117.59%/90.01%，预计 2015 年宇通新能源客车销量增速在 50%左右。目前，宇通客车在混动新能源客车市场占有率约 40%、纯电动新能源客车 20%，新能源客车整体市场占有率约 30%，是国内新能源客车的领军企业，其市场占有率的稳步提升将带动公司电机控制器产品继续增长。

图表 6: 公司 InoGreen IEVD 系列电动汽车驱动器



资料来源：公司网站

乘用车领域，2014 年公司大规模投入研发力量，成功开发出第二代电机控制器产品，大力研发之后，公司已推出适用于乘用车的第二代电机控制器产品（是第一代），功率密度、加减速性能、安全性和电磁兼容等性能指标较第一代（之前为江淮供货的产品）均有提高。乘用车电机控制器未来的市场容量将远超客车，公司计划通过差异化的产品和灵活的市场策略，力争 2-3 年全面进入乘用车领域。

目前公司在乘用车领域主要与海马、众泰、东风日产等进行合作，预计 2015 年主要进行产品的磨合，16 年后有望规模放量。

2.2 布局工业 4.0，专攻工业机器人核心部件

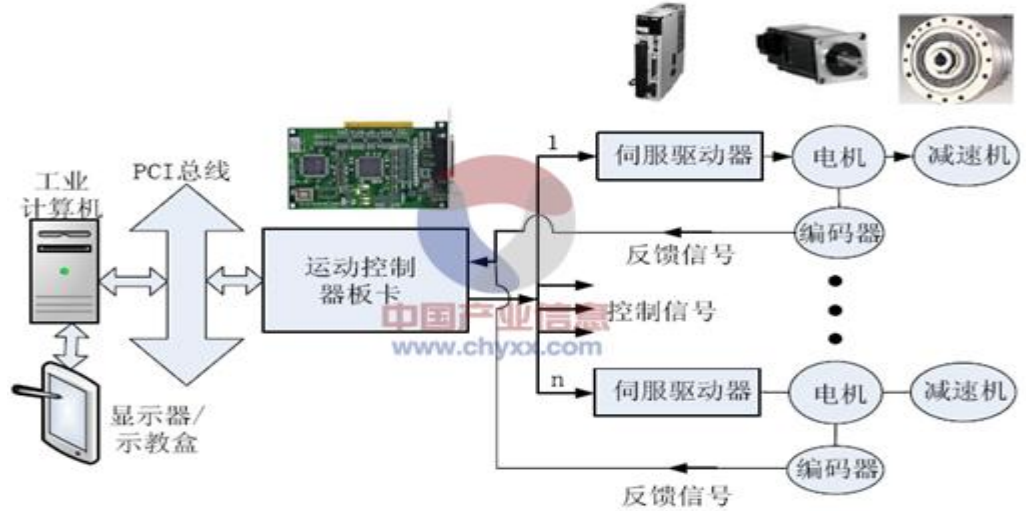
工业 4.0 的核心是智能化，包括自动化、信息化两个方面，目标是建立一个高度灵活的个性化和数字化的产品与服务生产模式，这种生产方式对作为工业 4.0 底层基础的工业机器人的感知交互能力、柔性化生产能力提出了较高要求。工业机器人属于运动控制类产品，与公司原有的运动控制类产品一样，都需要控制器、伺服驱动器、伺服电机，不同之处在于机器人对控制器和伺服系统的性能要求更高，故工业机器人是公司原有的业务的自然延伸。

► 公司已全面掌握工业机器人核心部件

控制器、伺服电机和减速器被称为机器人的三大核心零部件，其中减速机在三大关键零部件中技术开发难度最高，是纯精密机械部件，要求高可靠性、高精度、大扭矩、大速比，除了回转精度要求特别高外，还需要刚度和疲劳强度高，对材料和工艺水平要求高。目前我国工业机器人核心零部件还主要依赖进口，如伺服电机主要向日本安川采购，减速机的生产企业也主要是日本公司，纳博特斯克、哈默纳科、住友是其中的主要代表公司，其中纳博特斯克和哈默纳科两家公司占据工业机

器人七成以上的减速机市场。

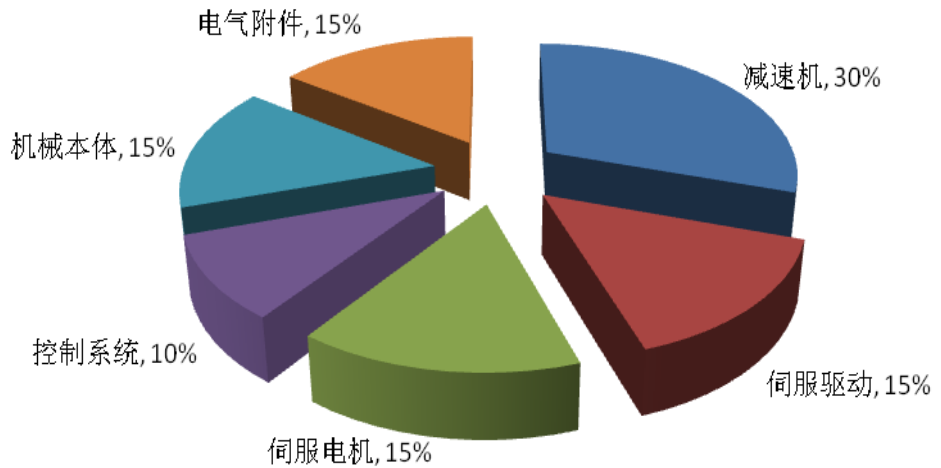
图表 7: 机器人构造图



资料来源: 中国产业信息网

目前, 三大核心零部件占机器人总成本的比例超过 70%, 其中减速机在机器人本体成本构成中占比高达 30%、伺服驱动和伺服电机分别占 15%、控制器约占 10%, 机器人本体及其他附件占比约 30%。若减速机、伺服电机和控制器等关键零部件国产化, 假设平均降低 30% 的成本, 则机器人单机制造成本可至少降低 20%。

图表 8: 机器人成本构成



资料来源: 中国信息产业网

2014 年公司投入大量研发力量, 引进新加坡的十余人海归团队研发新的机器人控制器, 预计今年 5 月初正式对外发布。减速机由于技术壁垒极高, 公司另辟蹊径, 2014 年自主研发出 ISMT 系列 DDR (Direct Drive Motor) 直驱电机。传统的伺服电机加减速机结构在减速机的背隙、振动, 以及伺服电机本身的性能等方面具有一定局限, DDR 作为伺服产品的延伸, 除保留了伺服电机的优良特性以外, 还具有低速大扭矩、高精度定位、高响应速度、结构简单、减小机械损耗、低噪声、少维护等

独有特点，不用连接减速机，可直接与负载相连，解决了我国减速机技术与国家差距过大的难题。公司推出的 ISMT 系列 DDR 重复定位精度可达 ± 1.3 arc sec，具有响应快、定位精度高、负载跳动小的特性，极大提高了设备生产效率及产品稳定性。

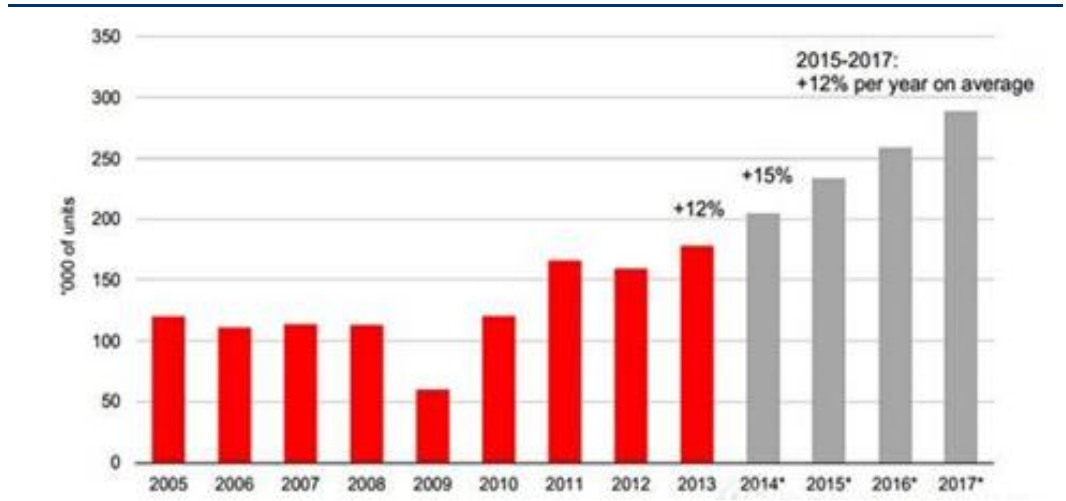
同时，公司 2014 年在绝对值编码器技术方面取得突破，子公司长春汇通研发成功绝对值编码器。编码器根据产生脉冲方式的不同，分为绝对值编码器和增量编码器。增量编码器每次的读数不独立，依赖于前面的读数，故对于前面数据受停电与干扰所产生的误差无法判断，从而可能造成误差越积越大；而绝对值编码器由机械位置决定每个位置的唯一性，每个位置的编码是唯一且绝对的，不受停电、干扰的影响，数据的可靠性大大提高。

机器人专用控制器、DDR、绝对值编码器，加上公司原有的伺服、视觉等，公司至此已能够为工业机器人产业提供包括伺服系统、控制系统、工业视觉系统等核心部件在内的电气解决方案。

➤ 我国工业机器人市场空间巨大

据中国机器人网的统计数据，2010 年中国机器人市场销量为 14980 台，2011 年达到 22577 台，2012 年达到 26902 台，2013 年约 37000 台，占全球装机量约 20%，2014 年销量大 56000 台。过去 4 年中国机器人市场 GAGR 约 40%，但从机器人的渗透率看，市场成长空间依然很大，高成长可持续。国际机器人联合会发布报告称未来工业机器人需求仍将加速增长，预计 2014 年全球销量将超过 200000 台，和 2013 年相比，至少增加 15%。2015 年-2017 年年平均增长率将达 12%。

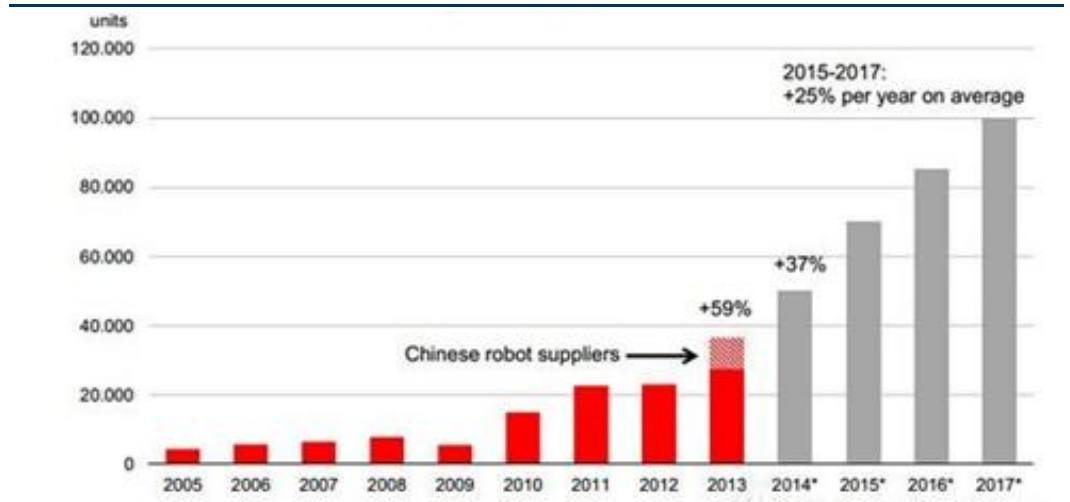
图表 9：2005-2017*全球工业机器人增长销量



资料来源：工控网，《2014 世界机器人：工业机器人》；*预测值

中国工业机器人销售增速将继续远超世界平均水平。国际机器人联合会预计，2015 年-2017 年，中国工业机器人销量年均增长率将达 25%，2017 年销量将达 10 万台。到 2017 年末，中国机器人保有量将有超过 40 万台。未来将有越来越多的中国机器人供应商进入市场。外资和中国本土机器人供应商之间竞争将会越来越激烈。未来中国市场各种机器人的增长潜力巨大。

图表 10: 2005-2017*中国工业机器人增长销量



资料来源：工控网，《2014 世界机器人：工业机器人》；*预测值

中国虽然目前是全球工业机器人的最大市场，但市场份额则主要握在外国品牌手中。2014 年中国市场的工业机器人 5.6 万台销量中，本土供应商的销量仅为 1.6 万台，其他则来自瑞士 ABB、德国 Kuka、日本安川（Yaskawa）及发那科（Fanuc）等海外供应商。且外资品牌普遍以高端工业机器人为主，几乎垄断了汽车制造、焊接等高端行业领域；中国国产机器人主要应用还是以搬运和上下料件机器人为主，处于行业的低端领域。

我们认为，公司一贯重视研发投入，随着技术积累日渐深厚，未来有望加速我国工业机器人的进口替代进程。

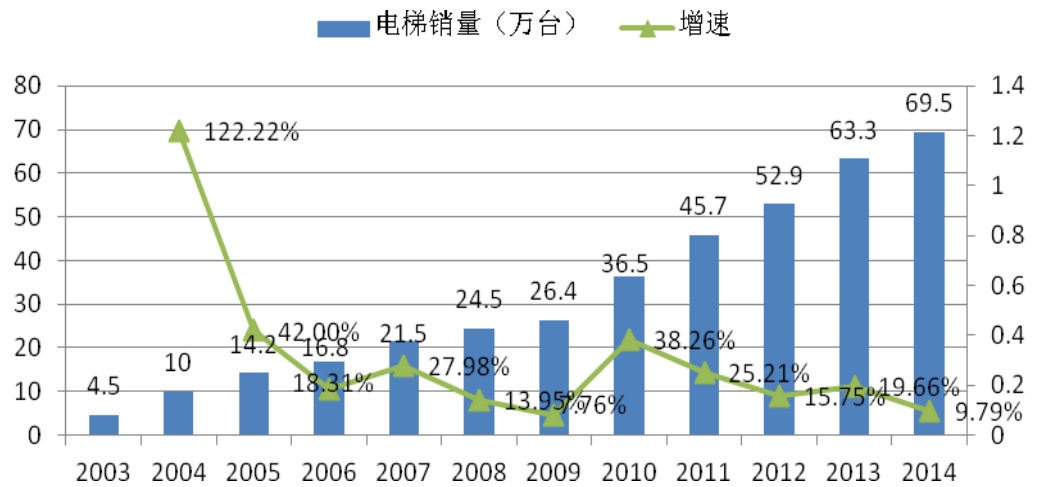
三、丰富传统业务产品线，积极开拓新的市场领域

传统产品领域，公司一方面继续做大做强电梯一体机；另一方面不断扩大产品线，进入新的市场领域。电梯一体机在国内市场需求增速下降的背景下，对内挖掘合资品牌等新客户群体、对外大力开拓海外市场；低压变频器从电梯一体机向起重专机、纺织专机、工程型变频器、通用变频器等领域渗透；伺服系统在注塑机专用伺服获得成功的基础上，开发出通用伺服产品，目前销售形势良好。

3.1 电梯一体机：国内挖掘新客户，国外拓展新市场

电梯一体机是变频专机的一种，2014 年占公司总收入的 40%，预计未来几年电梯一体机仍将是公司的主要利润来源。2004 至 2011 年我国年电梯行业高速增长，行业总规模平均增速达 25%，2012 行业整体增速下滑至 20% 以下，2014 年增幅仅为 10% 左右。随着房地产市场景气回落，平稳发展将成为我国电梯行业的新常态，公司电梯一体化产品的经营压力显现。目前公司主要通过两方面措施来提升电梯一体化的销量：国内挖掘新客户、国外拓展新市场。

图表 11：近 10 年中国电梯销量持续快速增长



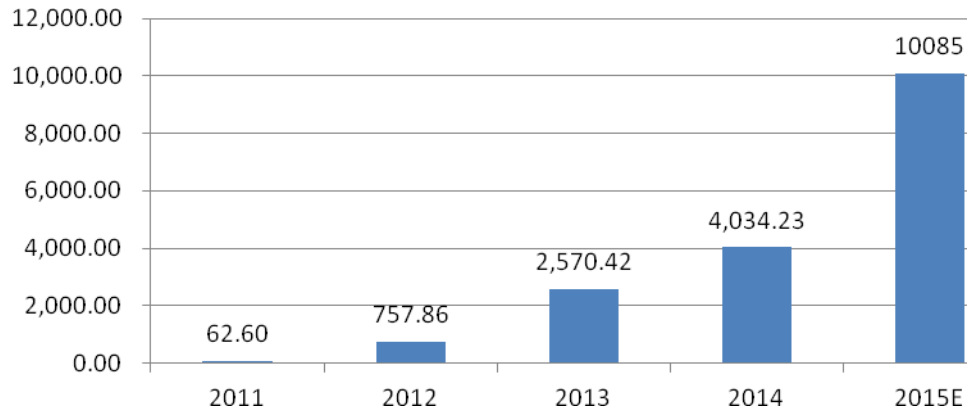
资料来源：中国电梯协会，财富证券

积极挖掘境内外资品牌客户。目前，公司电梯一体机的主要客户是内资电梯厂商，但目前内资品牌在国内电梯市场的占有率依然不高，2013 年约为 29%，2014 年由于下游房地产行业不景气，电梯行业竞争加剧，呈现出强者更强，弱者更弱的特点，国内 600 余家整梯企业虽然取得了平均 10% 左右的增长，但增长的份额依然集中在以奥的斯、三菱、日立、沃克斯电梯为代表的大型外商独资或合资企业手中，内资品牌电梯在国内电梯市场上的份额降至 25% 左右。因此，公司在国内的外资及合资品牌中仍可挖掘巨大的市场机会。目前公司的主要开拓方向是二线合资及外资品牌，如西继迅达、蒂森克虏伯等。

目前外资品牌除了在 6 米/秒以上高速电梯、提升高度 20 米以上大高度公交型扶梯及高端产品关键部件上仍占据优势外，在其他领域，内资知名品牌在产品质量和技术上已与外资及合资品牌相差无几。随着国内电梯产业进口替代的继续进行，以及公司对外资及合资品牌市场的逐步渗透，公司的电梯一体机在国内市场的占有率有望继续提高。

大力拓展海外市场。公司的海外服务平台已覆盖除北美外的世界各地。公司在海外市场的营销策略是首先将明星产品、明星解决方案推出，待品牌地位得到一定程度认可后推出其他产品系列，该市场策略已在印度、韩国、俄罗斯等国取得较好效果。公司的海外业务销售收入已从 2011 年的 63 万元迅速增至 2014 年的 4034 万元，2015 年第一季度，公司海外市场的销售增速达到 150%，预计全年销售额可突破一个亿。

图表 12: 公司近 5 年海外市场销售收入 (15 年为预测值)



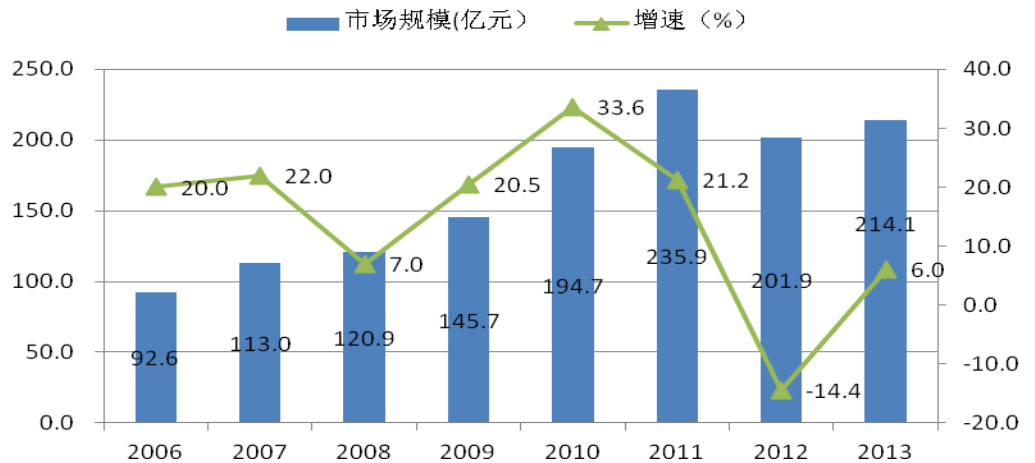
资料来源: wind, 财富证券

3.2 其他变频器类产品: 丰富品种 有序拓展其他行业市场

公司变频器类产品包括专用变频器和通用变频器两类, 专用变频器是针对某些行业的特殊需求开发, 通常根据负载特点, 进行了优化, 具有参数设置简单, 调速、节能效果更佳的特点, 如公司的电梯一体机。通用变频产品则是指适用于所有负载的变频器, 包括低压通用。一般情况下, 如果有专用变频器, 客户一般会选择专用变频产品。电梯、风电、起重、纺织、市政是中低压变频器市场规模排名靠前的 5 个行业, 占总市场规模的比例分别为 10%、9%、9%、8%、7%。

2013 年, 我国低压变频器市场规模 214.05 亿元, 其中约 30% 的市场被 ABB 和西门子占有, 安川、台达、施耐德、富士、三菱、艾默生、丹佛斯等其他外资品牌占有约 45% 的市场, 而内资品牌市占率仅 25% 左右。由于不同下游领域进入难度的不同, 目前国内厂商的变频器产品大多在印包机械、金属制品、机床、电梯等领域, 而在起重、纺织、数控机床、造纸、冶金等技术难度较大的领域, 市场份额几乎都在外资品牌手中。

图表 13: 国内低压变频器近几年销售规模



资料来源: 中自集团研究部

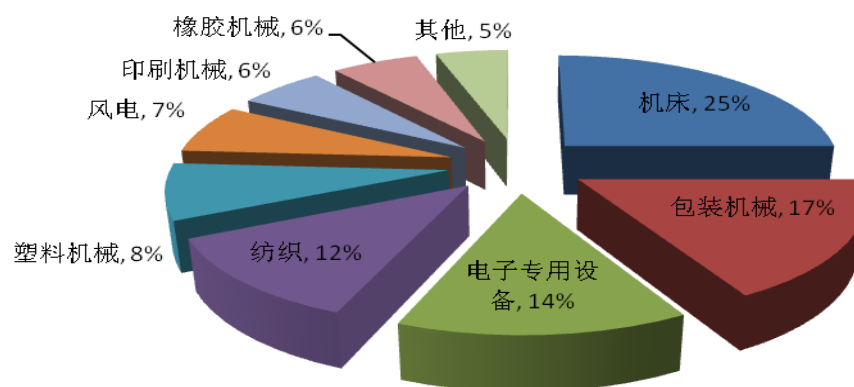
公司重点开拓的行业是纺织、起重两大子行业以及长期被西门子、ABB 两大巨头占据的工程传动市场。在纺织行业，公司利用综合产品及 LOTUS100 电子送经卷曲专用系统、喷气织机电控系统等专业产品，已在部分纺织子行业取得突破。在起重行业，公司利用 CAN/CS 系统行业专机，实现了在通用起重、港口、建筑机械等行业的批量销售，并建立了大客户样板点。工程型变频器则在电铲、石油钻机、电机测试台、岸用电源等行业实现销售，并在多个行业实现国产品牌零的突破。高压变频器领域，公司虽然是后来者，但凭借矢量控制、三电平拓扑、大功率同步机等技术优势以及公司品牌优势，2014 年订单实现 100% 增长，同时在国有大型电厂建立了样板点；3300V 产品在煤矿也确立了领先地位。

至 2014 年，公司除电梯一体机外，其他种类的变频器共实现收入 4.51 亿元，较 2009 年的 1.43 亿元增长 215.38%，年均复合增速 25.83%。尽管目前变频行业整体增速不高，但进口替代的趋势已经形成，公司变频器类产品仍有巨大的成长空间。

3.3 伺服系统：期待通用伺服的持续快速放量

伺服系统是指以物体的位移、角度、速度为控制量，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。伺服驱动器用来控制伺服电机，其作用类似于变频器作用于普通交流马达，主要应用于高精度的定位系统前是传动技术的高端产品。由于伺服系统具备动态响应快、速度和位置控制精度高、调速范围广等优点，目前广泛用于机床、塑料机械、包装印刷、电子设备、纺织等领域的运动控制。根据中自集团市场研究部的统计，2014 年我国伺服系统的市场规模约 48 亿元。

图表 14：我国伺服系统行业需求分布（2012）



资料来源：中自集团研究部

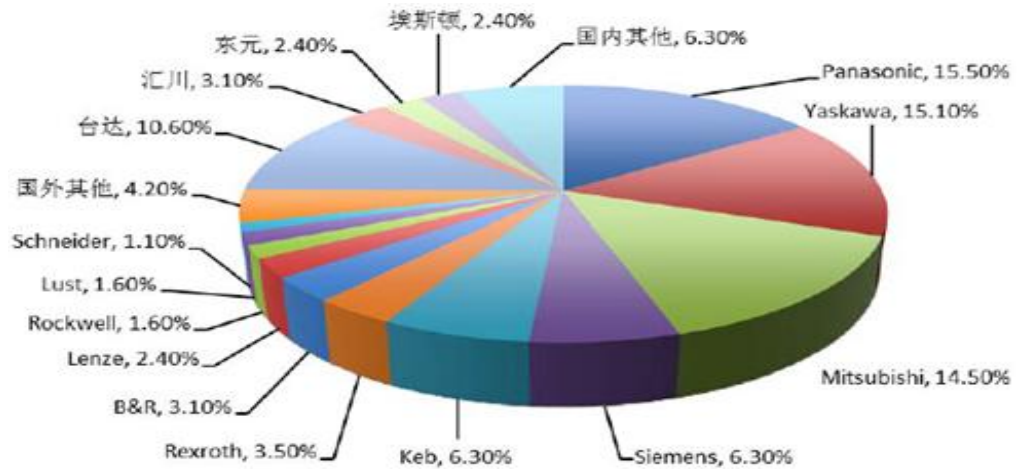
公司的伺服产品线同样分为通用产品和专机两类。通用伺服产品可面向机床、印刷包装、电子设备生产线等大部分下游行业。而公司针的专用伺服主要是注塑机伺服。公司 2008 年开始介入注塑机伺服市场，短短的三年时间（2009 至 2011）就将专用伺服销售额从 200 万做到过亿元。目前公司在注塑机伺服系统这一领域已占有约 40% 的市场份额，2014 年全年销售额为 1.7 亿元。

公司在注塑机伺服市场的占有率已经较高，未来应会出现增速放缓态势。2013年9月，公司收购宁波伊士通，伊士通主要从事注塑机控制器的生产及注塑机系统集成业务。收购伊士通使公司注塑机伺服产品从驱动器、伺服电机扩张至控制器，涵盖控制层、驱动层、执行层整个产业链。通过产业链延伸及新客户的开拓，公司的注塑机伺服系统未来2年应能保持10%左右的增速。

通用伺服是公司伺服产品未来的主要增长点。2013年，公司的通用伺服产品凭借在锂电设备、LED设备、机械手、电子设备、建筑机械、机床、纺织机械、印刷设备等行业良好表现，销售收入实现60%以上增长，2014年继续保持了50%以上的增速，收入规模达到1.26亿元，不仅巩固了公司的行业领先地位，也为公司进一步拓展高端自动化装备制造业奠定了坚实的基础。

根据中国工控网《中国通用运动控制市场研究报告》（2013）的统计数据，2012年伺服市场仍分为日系、欧美系、台湾系、国产品牌四个阵营。其中，以安川、松下、三菱为代表的日系品牌市场份额约为45.1%，以Siemens、Bosch Rexroth为代表的欧美系品牌市场份额约为25.9%，以台达、东元为代表的台湾品牌市场份额约为13%，国产品牌在2012年市场份额达到11.8%，其中公司的市场份额为3.1%，至2014年公司伺服产品的市场占有率已提升至5.75%左右，市场地位提升明显。我们预计公司的通用伺服产品2015年仍有望保持50%左右的收入增速。

图表 15: 我国伺服系统市场份额（2012）



资料来源：中国工控网

此外，公司在工业视觉、工业互联网等领域亦进行了积极布局。2014年，公司的工业视觉在13个行业输出了31套解决方案，并在电子非标、纺织、食品罐装、木材、精密加工、光伏等行业实现销售，其中不少应用属于业界领先水平。物联网产品不仅在电梯行业确立了领先地位，且逐渐向起重设备、空压机等行业渗透。我们认为，公司凭借日益深厚的技术积累、成功的市场经验以及对自动化的专注精神，必定会在中国制造向中国智造转型的过程中成长为世界一流的工业自动化产品及解决方案供应商。

四、盈利预测与投资评级

公司传统产品所服务的下游行业十分广泛，且以传统行业居多，故以前公司业绩受宏观经济波动影响很大。随着公司在新能源汽车、机器人等新兴行业的收入占比逐渐扩大，未来公司的业绩增速有望得到平滑。

假设公司的综合毛利率维持在 50%附近，考虑电梯一体机在海外市场的销售刚刚加速、通用伺服和新能源汽车电机控制器的销售放量迅速，我们预计公司 2015/2016/2017 年营业收入分别为 28.14/37.86/50.24 亿元，归属母公司净利润分别为 8.36/10.98/14.57 亿元，对应 EPS 为 1.07/1.40/1.86 元。

毫无疑问，公司未来将显著受益于中国制造的自动化、信息化进程，长期发展趋势良好。近期公司推出第二期股权激励草案，授予价格为公告前 20 个交易日均价的 50%即 20.93 元；行权条件为 2015-2017 年扣非净利润较 2014 年分别增长 10%、20%、30%。尽管行权的业绩条件不高，但该方案无疑有利于激发相关工作人员工作积极性，促进公司业绩的提升，亦反映出管理层对公司发展前景的看好。我们给予公司 2016 年 32-38 倍 PE，未来 6-12 个月目标价区间为 45-53 元，目前公司股价 41.93 元，维持“推荐”评级。

五、风险提示

宏观经济波动风险、新产品市场拓展速度不及预期的风险。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6-12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5% - 10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5% - 5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上;

免责声明

本报告仅供财富证券有限责任公司内部客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研发中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研发中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438