

## 拐点将近，即将进入下一轮高速增长期

## 汇川技术（300124.SZ）

**推荐** 维持

### 核心观点：

- **PMI持续向好，通用自动化业务有望延续2016Q3以来的高增长**  
自2016年10月以来，工业自动化市场的先行指标：PMI新订单指数连续4个月保持在52以上，为近24个月以来的最高水平，按照3个月的滞后期，工业自动化市场将有望在今年的上半年都保持较好的增速。公司的通用自动化业务一方面将受益于行业的复苏，另一方面通过工控平台实力的增强、多行业解决方案的积累以及能够更好对接行业需求的事业部制的实施，有能力进一步提升市场份额，延续2016年Q3以来50%以上的高增速。
- **新能源汽车：大力开拓物流车市场并丰富产品品类**  
经过14到16连续三年50%以上的高增长，公司汽车电子业务占总营收的比例已达近30%，成为公司的三大支柱性业务之一。展望2017年，客车方面，在最大客户宇通客车保持小幅度增长的同时，公司一方面将大力开拓比亚迪、金龙系等非宇通客户，另一方面将扩充产品线、增加驱动电机和充电机等产品的销售；物流车是2017年新能源汽车市场的主要增长点之一，公司也将重点布局，目前已向东风、新龙马、唐骏欧铃等主流车企供货，17年的物流车销售收入有望翻番式增长；乘用车方面，公司一方面不断扩充研发队伍、增强自身实力，另一方面从国外引进吸收先进的技术，产品日趋成熟。除合作较久的众泰、海马外，公司目前与东风日产、北汽、吉利、广汽等主流车企均有接触，将有望在两年内收获与宇通体量接近的标杆大客户。
- **电梯业务在行业逆境中快速提升市场份额**  
2015、2016年，房地产行业的黄金阶段逐步结束，电梯行业也随之出现下滑。在行业逆境中，公司通过开拓国际电梯品牌、多产品组合销售以及发力电梯改造市场等途径，提升了市场份额并保持了难得的增长。
- **经营拐点来到，公司将迎来下一轮高速增长**  
过去六年，公司的收入和净利润总体上保持了30%左右的复合增长率。2012年和2015年是两次行业低谷，公司在2015年的业绩表现远好于2012年，说明随着收入结构的丰富，公司抵御宏观经济波动的能力得到了增强。在行业冬天里，公司的净利润增速尚可保持在20%左右，而随着下游行业的回暖，我们认为公司将走出14到16延续三年的20%净利润增速平台期，进入新一轮的高速增长。由于销售返点计提、费用率提高等原因，2015Q4、2016Q1的业绩基数较低，因此我们认为2016Q4到2017Q1，公司将迎来经营拐点。
- **估值水平处于历史较低位置**  
自2013年2月至今的4年间，公司的PE（TTM）水平从未跌至30倍以下，其中的2013年5月到2014年4月、2015年1月到2015年12月的2年时间里更是长期保持在40倍以上。目前，公司的PE（TTM）为37倍左右，这一估值水平处于历史较低的位置，安全边际较高。
- **股权激励有效绑定股东和管理层**  
2016年12月，公司完成了覆盖人数最广、激励力度最大且将主要董事和高管纳入范围的第三期股权激励计划的限制性股票授予，激励机制的完善将激发管理团队的积极性，有效绑定股东、公司和管理层三者的利益，利于公司长远发展。
- **投资建议：**我们预计2016至2018年公司每股收益分别为0.60、0.77和0.91元，对应PE为35X、27X和23X。维持“推荐”评级。

### 分析师

张玲

☎：(8610) 6656 8643

✉：zhangling\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514020003

特此鸣谢

于化鹏：(8610) 83571395

(yuhuapeng@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

### 相关研究

- 1、公司点评\_汇川技术：新能源汽车已成为公司主要增长动力 未来看点是机器人 2015.03.20
- 2、公司深度\_汇川技术：电动汽车和机器人铸就新一轮高速增长 2015.04.02
- 3、公司点评\_汇川技术：新一轮股权激励筹划中工业4.0和工业互联网龙头腾飞在即 2015.04.21
- 4、公司跟踪\_汇川技术：收购江苏经纬 分享百亿轨交市场 2015.06.09
- 5、公司点评\_汇川技术：新能源汽车业务占比稳步提升，轨交业务将进入收获期 2016.04.02
- 6、行业深度\_机电电控：优秀企业如能抓住商用车的机遇，就抓住专用车爆发、扎根乘用车 2016.05.27
- 7、公司点评\_汇川技术：新能源汽车快速增长，传统业务触底回升 2016.08.08

## 投资概要：

### 驱动因素、关键假设及主要预测：

**新能源汽车：**我们预计 2016 至 2018 年公司新能源汽车业务的增速分别为 40%、50%、30%，毛利率分别为 48%、45%、43%。主要原因为：1、除宇通客车外，公司积极开拓比亚迪、金龙系等客车客户，此外还努力扩充产品线、增加驱动电机、充电机等新产品的销售；2、公司目前正在全力开拓新能源物流车市场，已拥有东风、新龙马、唐骏欧铃等客户，物流车 2017 年的收入有望达 2 到 3 亿元；3、公司与有 30 多年新能源汽车研发经验的瑞士 Brusa 公司合作，从单一的电控产品供应商变为乘用车动力总成供应商，除众泰、海马、东风日产外，积极与北汽、广汽、吉利等车企接洽，有望获得与宇通体量接近的标杆客户。

**通用变频、运动控制、控制系统等：**我们预计 2016 至 2018 年公司通用变频业务的增速分别为 38%、50%、20%；运动控制业务的增速分别为 45%、50%、25%；控制技术业务的增速分别为 45%、25%、25%。主要原因为：1、PMI 持续好转，工业自动化市场需求回暖，受此影响，从 2016Q3 开始公司通用自动化业务的同比增速逐季回升，2016Q3 当季达 63%。2、公司工控平台技术不断升级、积累多行业解决方案并调整组织结构，可更好满足行业客户的需求，能够获得超越行业的增速。

**电梯一体机：**我们预计 2016 至 2018 年公司电梯业务的增速为 10%。主要原因为：虽然电梯市场景气度比较低，但公司通过开拓国际电梯品牌、多产品组合销售以及进入电梯改造市场等手段，有能力使该业务保持增长。

**江苏经纬：**我们预计 2016 年江苏经纬将实现收入 2 亿元左右，之后将保持约 10% 的增长速度，2016 至 2018 年的毛利率分别为 40%、42%、44%。

### 我们与市场不同的观点：

市场认为公司依赖于电梯、注塑机、机床、空压机等传统行业，我们认为：1、公司已经转变为一家较为纯正的新能源汽车行业上市公司，2016 年汽车电子业务占营业收入的比重近 30%，已成为三大支柱性业务之一；2、通用自动化行业的市场空间在千亿以上，公司目前的收入仅 10 亿元左右，市占率仍然很低。且从 2016Q3 的同比增速来看，通用伺服高达 80% 以上、通用变频高达 60% 以上，行业营销、贴近客户的运作模式和公司领先的技术实力，使其有能力在传统行业中获得高增速。

### 估值与投资建议：

随着下游需求的回暖，公司有望迎来经营拐点，下一轮高速增长可期。我们预计 2016 至 2018 年公司分别实现每股收益 0.60 元、0.77 元和 0.91 元。维持“推荐”评级。

### 股价表现的催化剂：

工业自动化市场持续回暖；乘用车获得标杆客户；新能源汽车产销量超预期。

### 主要风险因素：

乘用车市场拓展无明显建树；工业自动化市场的复苏未能持续；期间费用率上升拖累业绩表现。

## 目 录

一、PMI 指标持续向好，通用自动化业务有望延续 2016Q3 以来的高增长.....	3
(一) PMI 等先行指标显示工业自动化市场正在全面回暖.....	3
(二) 2016 年公司通用自动化业务同比增速逐季提升.....	4
(三) 增强平台实力的同时，以解决方案的形式进行行业营销.....	5
二、新能源汽车：大力开拓物流车市场并丰富产品品类.....	7
(一) 开拓宇通之外的客车客户并增加驱动电机等产品的销售.....	7
(二) 拓展纯电动物流车市场为 2017 年的重中之重.....	8
(三) 全力以赴进军乘用车，标杆客户指日可待.....	9
三、电梯业务在行业逆境中快速提升市场份额.....	12
四、经营拐点来到，公司将迎来下一轮高速增长.....	13
(一) 随着收入结构的丰富，公司开始具备抵御经济周期的能力.....	13
(二) 2016Q4 到 2017Q1 将是公司的经营拐点.....	13
五、估值水平处于历史较低位置.....	15
六、股权激励有效绑定股东和管理层.....	16
插图目录.....	17
表格目录.....	17

## 一、PMI 指标持续向好，通用自动化业务有望延续 2016Q3 以来的高增长

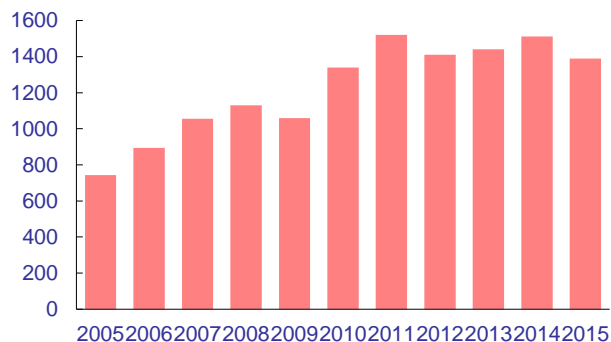
自 2016 年 10 月以来，工业自动化市场的先行指标：PMI 新订单指数连续 4 个月保持在 52 以上，为近 24 个月以来的最高水平，按照 3 个月的滞后期，工业自动化市场将有望在今年的上半年都保持较好的增速。公司的通用自动化业务一方面将受益于行业的复苏，另一方面通过工控平台实力的增强、多行业解决方案的积累以及能够更好对接行业需求的事业部制的实施，能够进一步提升市场份额，延续 2016 年 Q3 以来 50% 以上的高增速。

### （一）PMI 等先行指标显示工业自动化市场正在全面回暖

公司通用自动化业务包含高中低压变频器、伺服系统、PLC、传感器等产品。

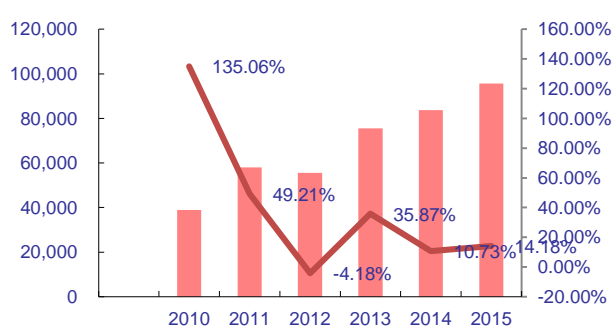
由于所服务的下游行业众多，因此公司通用自动化业务的发展速度与我国宏观经济的整体波动息息相关，主要驱动因素是当年的工业自动化市场整体规模。

图 1、2005 至 2015 年国内工业自动化市场规模（亿元）



资料来源：工控网，中国银河证券研究部整理

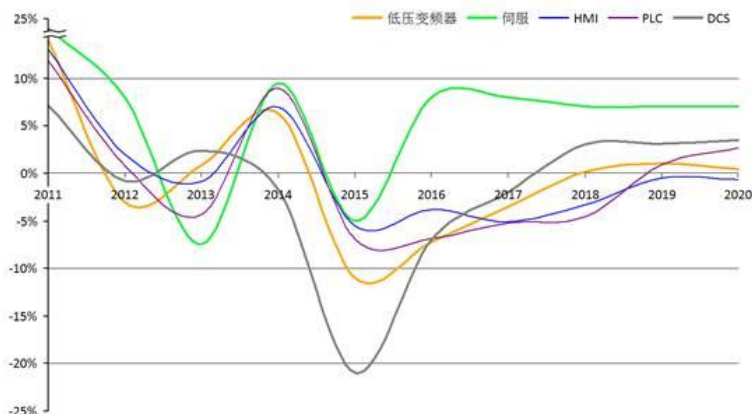
图 2、2009 至 2015 年公司通用自动化业务收入（万元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

我国工业自动化市场在 2010、2011 年两年呈高速增长态势，2012 年下滑，2013、2014 年小幅增长，2015 年再次下滑。公司的通用自动化业务也表现出同样的情况，2010、2011 年连续两年高速增长，2011 年的收入超过了 2009 年的 3 倍，2012 年下滑 4%，2013、2014 年重回增长，但复合增速回落到 20% 左右，2015 年的表现非常出色，虽然行业整体下滑较多，但公司保持了 14.2% 的较快增长速度。

图 3、我国工业自动化行业各产品线的同比增速（%）（15 年为行业低点，17 年后为预测数）

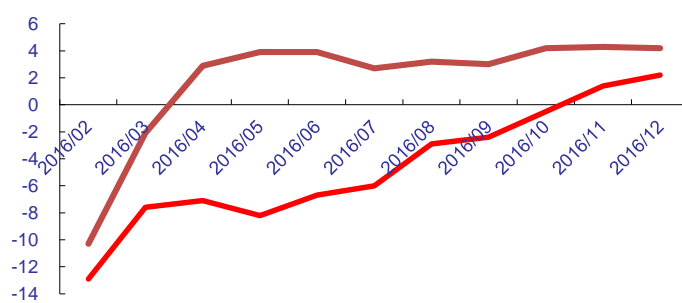
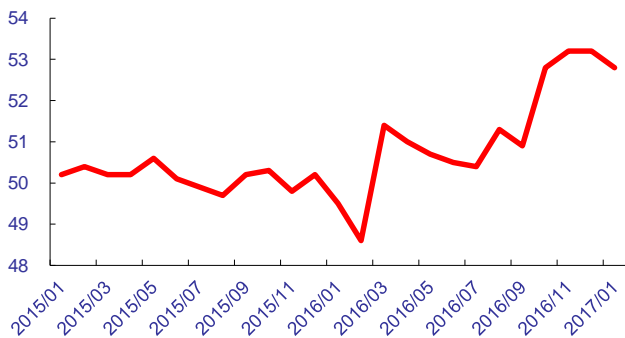


资料来源：睿工业，中国银河证券研究部整理

工业自动化市场整体规模受 PMI 的影响较大。经过对比和拟合，我们发现 **PMI 新订单指数** 是工业自动化市场一个较好的先行指标，领先时间为 3 个月左右。即当下游的订单连续好转三个月后，其增加资本开支的概率就会明显提升。自 **2016 年 10 月** 以来，**PMI 新订单指数** 连续 4 个月保持在 52 以上，为近 24 个月以来的最高水平，按照 3 个月的滞后期，工业自动化市场至少在今年的前四个月都会保持较好的增速。（如下右图所示，金属切削机床和包装专用设备等行业产量的累计同比增速也逐月转好）

图 4、2015 年以来的 PMI 新订单指数

图 5、金属切削机床和包装专用设备产量累计同比增速 (%)



资料来源：wind，中国银河证券研究部整理

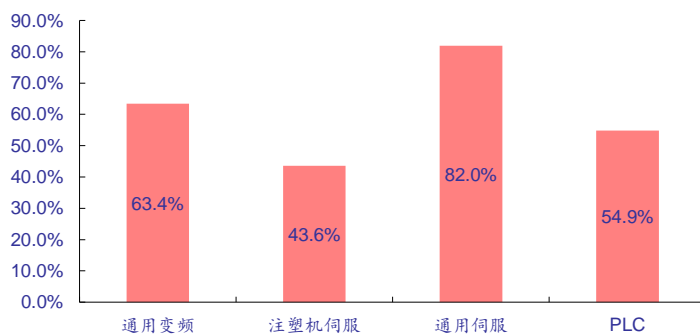
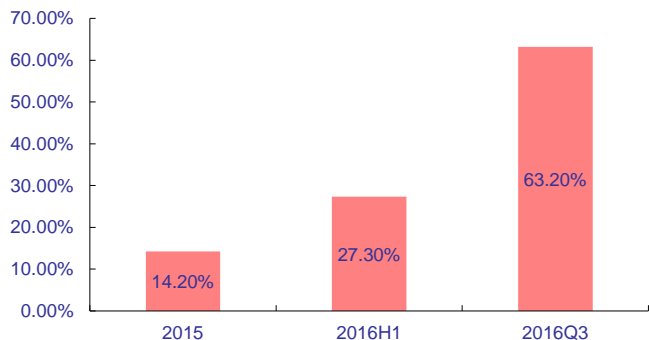
资料来源：wind，中国银河证券研究部整理

## （二）2016 年公司通用自动化业务同比增速逐季提升

进入 2016 年后，伴随着行业的缓慢复苏，公司的通用自动化业务同比增速开始提升。2016 年上半年，增速由 2015 年的 14.2% 提高到 27.3%，2016 年第三季度，增速继续大幅提升到 63.2%。其中通用伺服单季度同比增速更是高达 82%。

图 6、2015 年到 2016 年 Q3 公司通用自动化业务同比增速

图 7、2016Q3 单季各业务板块同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

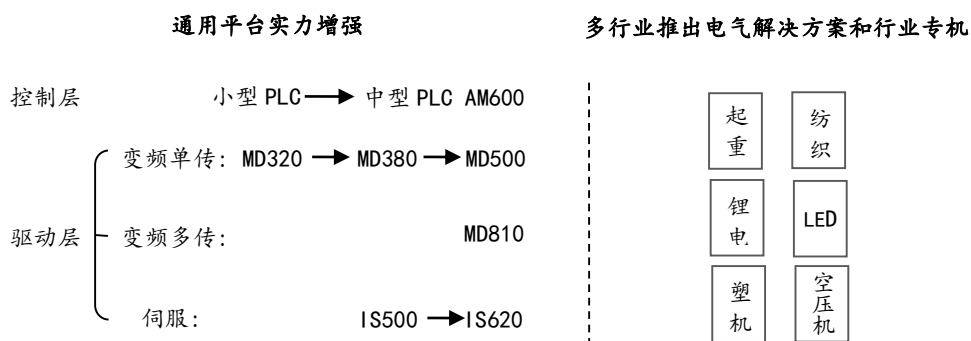
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

### （三）增强平台实力的同时，以解决方案的形式进行行业营销

工业自动化的下游行业和客户众多，不同的行业乃至同一行业内的不同客户，其工艺都有很大的差异，因而对定制化解决方案的需求十分迫切（解决方案包括融合控制层、驱动层的多产品组合解决方案和非标定制的行业专机两种）。

行业营销、贴近客户需求，一直是公司的经营模式和强项。通过开发电梯一体化专机产品，公司为电梯整机厂提供了方便快捷的解决方案，引领了技术变革并收获了第一个时期的超高速增长。目前，公司一方面不断提升技术实力，对通用平台型产品进行升级，如通用单传变频先由 MD320 升级到 MD380，目前已升到 MD500 系列，同时还推出了应用于 OEM 行业的多传产品 MD810，伺服驱动系统由 IS500 系列升级至 IS620 系列，控制层除原有的小型 PLC 外，也推出了 AM600 中型 PLC 产品，平台实力不断增强；另一方面，继续坚持行业营销，目前已在空压机、纺织、锂电、LED、空调与制冷、塑料机械等多个行业形成了有竞争力的综合电气解决方案或行业专机。

图 8、公司一方面增强平台实力，另一方面在多个行业推出电气解决方案和行业专机

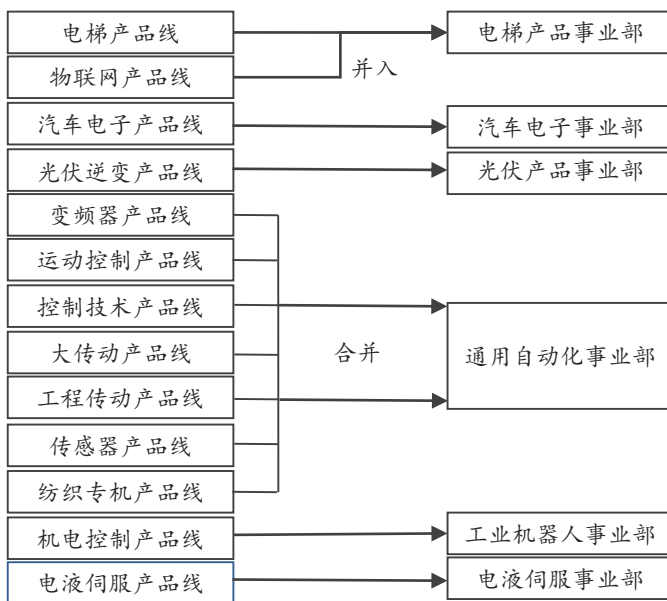


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

为了更好的做好行业营销，公司于 2016 年进行了组织结构上的调整，将原来的十余个产品线，合并为六大事业部。产品线制和事业部制的区别在于，产品线制是以产品划分，如变频

器、伺服系统、传感器等各占一个产品线，而事业部制是以行业划分，能够更好的对接行业需求。由于客户很多情况下需要的是多产品组合的解决方案，因此以往在为客户定制解决方案时会涉及多个产品线，产品线之间会产生不必要的内耗和重复性的资源投入，协同性也不理想。而在将变频器、运动控制（伺服）、控制技术（PLC）、大传动（高压变频器）、工程传动（HE系列工程变频器）、传感器（编码器）、纺织专机七大产品线统一合并为通用自动化事业部后，各产品之间可以形成合力，以行业需求为核心共同定制出最优的解决方案。

**图 9、公司于 2016 年实施了事业部制，将七大产品线合并为通用自动化事业部**



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

平台实力的增强、多个行业解决方案的积累以及组织结构的优化，使公司有能力在行业需求回暖时，进一步提升市场份额，获得远高于行业的增速。

## 二、新能源汽车：大力开拓物流车市场并丰富产品品类

经过14到16连续三年50%以上的高增长,公司汽车电子业务占总营收的比例已达近30%,成为公司的三大支柱性业务之一。展望2017年,客车方面,在最大客户宇通客车保持小幅度增长的同时,公司一方面将大力开拓比亚迪、金龙系等非宇通客户,另一方面将扩充产品线、增加驱动电机和充电机等产品的销售;物流车是2017年新能源汽车市场的主要增长点之一,公司也将重点布局,目前已向东风、新龙马、唐骏欧铃等主流车企供货,17年的物流车销售收入有望翻番式增长;乘用车方面,公司一方面不断扩充研发队伍、增强自身实力,另一方面从国外引进吸收先进的技术,产品日趋成熟。除合作较久的众泰、海马外,公司目前与东风日产、北汽、吉利、广汽等主流车企均有接触,将有望在两年内收获与宇通体量接近的标杆大客户。

### (一) 开拓宇通之外的客车客户并增加驱动电机等产品的销售

2008年,公司成立了汽车电子团队;2009年为吉利熊猫开发了第一款电机控制器产品;2011年,为江淮、众泰数百辆新能源乘用车配套了电机控制器;2012年,与宇通客车签订了为期三年的战略合作协议,为其独家供应主驱动电机控制器产品;2015年协议到期后,双方又续约三年到2018年。目前,宇通客车仍然是公司新能源汽车业务最主要的客户。

图 10、2014 到 2016 年宇通客车的新能源汽车产量

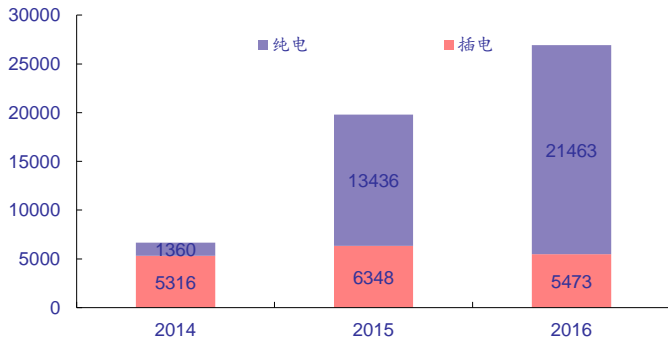
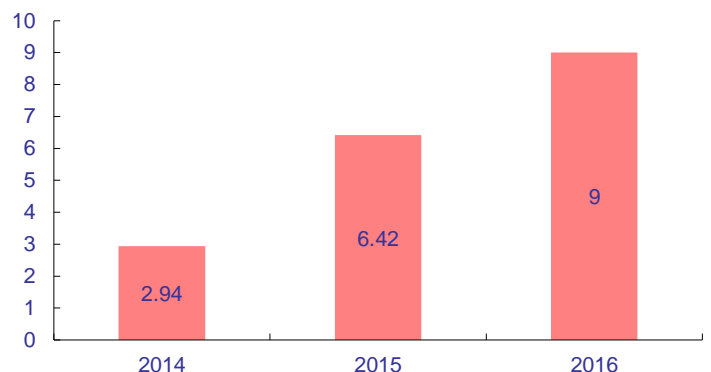


图 11、2014 到 2016 年公司新能源汽车业务收入 (亿元)



资料来源:节能和新能源汽车网,中国银河证券研究部整理

资料来源:公司公告,中国银河证券研究部整理

2014到2016年,宇通客车的新能源汽车产量分别为0.67、1.98和2.69万辆,连续保持高速增长,公司的新能源汽车业务也随之爆发,由2014年的不足3亿元增长至2016年的约9亿元。2017年,新能源客车的补贴标准相比以往有较大幅度的下滑,因此我们预计2017宇通的新能源客车产量增速将有所回落,回到10%左右的水平。

虽然宇通的增速下降,但我们预计公司的新能源客车业务仍可保持较好的增长,主要来源有两方面:

#### 对宇通加卖驱动电机等产品

公司目前供应给宇通的是五合一的集成式电机控制器,集成了主驱动电机控制器、助力转



向控制器、DC/DC、空压机控制器和高压配电柜五大部件。为了提升对宇通的销售额，除电机控制器外，公司将逐步加大驱动电机等产品的销售力度。100kW 直驱电机项目已被列入了公司 2016 年第三季度报告的重大研发项目中。截止 2016 年 9 月 30 日，该项目处于样机阶段，在进行 A 样装配和测试。

图 12、公司为宇通供应的五合一集成式电机控制器

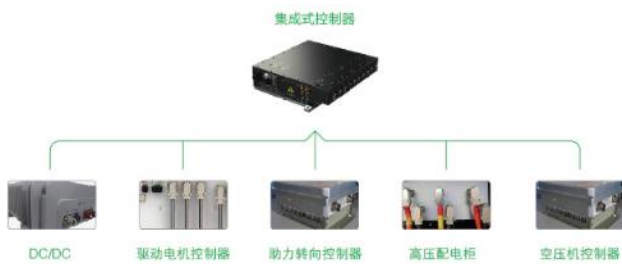
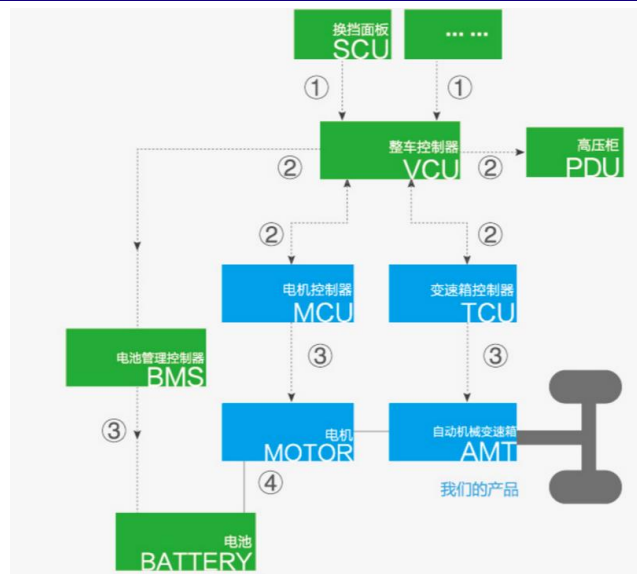


图 13、南京越博的纯电动客车动力总成示意图



资料来源：宇通官网，中国银河证券研究部整理

资料来源：南京越博，中国银河证券研究部整理

**以多种供货形式拓展金龙、比亚迪等非宇通客车用户**

宇通客车在新能源客车领域的占有率为 20%左右，而比亚迪、金龙系等非宇通客户占据了剩余的 80%。

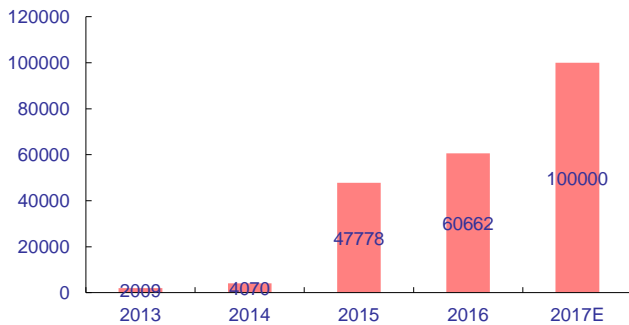
公司的主驱动电机控制器独家供应宇通客车，对于非宇通用户，我们认为公司的收入可以来自于三个部分：第一，供应辅助电机控制器、充电桩、DC-DC 等外围产品；第二，以动力总成的方式供货，即公司扮演类似于南京越博、苏州绿控的角色，采购其他厂家的主驱动电机控制器、AMT 变速箱后，与自产的辅助电机控制器、驱动电机等部件进行联合调试后，整体供货给车厂；第三，与宇通的战略合作历经五年后，不排除主驱动电机控制器不能卖给第三方的规定有一定程度的松绑。

从 2015 年到 2016 年，来自宇通客车的收入占公司汽车电子业务线总收入的比重已由 90% 下降到 70%，预计 2017 年将进一步下降到 60% 以下，降低公司对单一客户的依赖度。

**（二）拓展纯电动物流车市场为 2017 年的重中之重**

2014 年之前，纯电动专用车（物流车）的市场很小。2015 年，市场迅速爆发，产量同比增长超过 10 倍，达 4.78 万辆。当年，公司实现了近一万套的配套订单，市场占有率达 20% 左右。

图 14、2013 到 2017 年我国纯电动专用车产量（辆）



资料来源：节能和新能源汽车网，中国银河证券研究部整理

2016年，公司继续加大在纯电动物流车市场的开拓力度，就微面和蓝牌4.5吨轻卡两个重点车型与多家车企完成了试制和配置公告。重点客户包括东风汽车、新龙马、唐骏欧铃等。

2017年，纯电动专用车（物流车）的补贴下降幅度比较平缓，为20%左右，且第一批推荐车型目录已于1月发布，纳入了数十款纯电动物流车车型，补贴标准、补贴发放办法也已经明确，不会出现2016年由于严重的政策拖延导致的前10个月几乎0产量、所有的生产和销售集中在年末最后两个月完成的状况。因此，我们认为2017年纯电动物流车行业将保持平稳较快的增长，年产量将达到10万辆或更高。按照公司2015年披露的约20%的市场占有率计算，则可获取2万辆纯电动物流车订单，假设其中1万辆为微面，电机控制器单价0.5万元；另1万辆为轻卡，电机控制器单价1.5万元，则公司2017年的电动物流车电控销售收入可达2亿元左右。

同城另一家电控企业蓝海华腾2016年的物流车电控收入已达3亿元左右，考虑到公司在新能源汽车电控领域第一龙头的地位、以及市占率提升、物流车市场发展超预期、增加驱动电机的销售等因素，其2017年的电动物流车收入可望达3亿元。

### （三）全力以赴进军乘用车，标杆客户指日可待

2016年，我国共生产了33万辆新能源乘用车，其中比亚迪、吉利、北汽、众泰、奇瑞、上汽、江淮、江铃、长安九大车企的产量占比高达95%。这9家主流车企中，除众泰与公司有一定的合作关系外，其余的8家车企公司均未大批量供货。在新能源乘用车市场，与上海电驱动（长安、奇瑞主要供应商）、上海大郡（北汽、广汽主要供应商）、精进电动（吉利主要供应商）等同行企业相比，公司在客户资源上稍显落后。但我们认为，**公司厚积薄发，未来两年将在新能源乘用车领域赶超上述企业。**

表1、国内主要乘用车整车厂的机电电控供应商

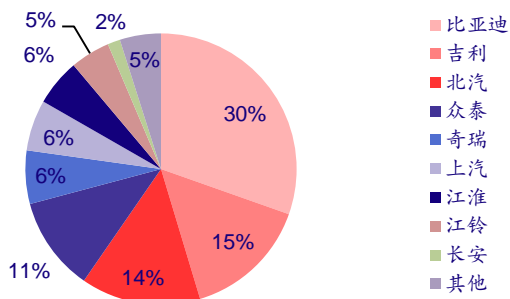
厂商	供应商	机电电控采购模式
比亚迪	比亚迪	内部配套
江淮汽车	安徽巨一自动化	江淮与合肥工业大学成立合资公司巨一自动化，2013年江淮退出，目前由合肥工业大学博导林巨广控股
北京汽车	北汽西门子、北汽大洋、大郡晟誉	成立合资公司

奇瑞汽车	上海电驱动等	第三方独立供应商
吉利汽车	精进电动、德洋电子（知豆）、永康市斯科若（康迪）	第三方独立供应商
众泰汽车	杭州德沃仕、汇川技术、珠海英博尔、杭州杰能等	第三方独立供应商
长安汽车	上海电驱动、安川电机等	第三方独立供应商
江铃汽车	深圳大地和电气等	第三方独立供应商
上海汽车	华域汽车电动系统公司、博世联合电子等	华域电动系统为合资公司，其余为第三方独立供应商

资料来源：高工电动车，Evtank，中国银河证券研究部整理

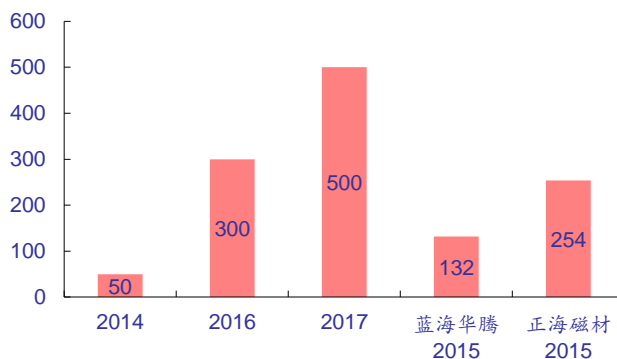
虽然公司最大的客户是宇通客车，但实际上从 2008 到 2011 年，公司一直从事的是新能源乘用车电机控制器的开发、生产和销售，相继与众泰、江淮、海马等乘用车整车厂进行了合作，在该领域早有积累。之所以在乘用车的客户资源上稍稍落后于国内同行，一方面是公司过去几年将主要精力投入到了与宇通客车的合作开发上，另一方面我国率先起量的是新能源商用车，而新能源乘用车虽然长期的发展空间最大，但由于里程焦虑、政策推动不足等方面的原因，发展速度一直比较缓慢。

图 15、2016 年我国新能源乘用车市场格局



资料来源：节能和新能源汽车网，中国银河证券研究部整理

图 16、公司汽车电子研发人员和同行所有研发人员人数对比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

从 2014 年开始，公司加大了乘用车电控的研发力度，并一直持续至今。从汽车电子事业部的研发人员数量来看，公司在该领域的投入极大：2014 年底，汽车电子事业部的研发人员只有 50 人左右，到了 2016 年底，已增至 300 人之多，新增的 250 人中很大一部分均投放在了研发难度最高的乘用车领域；公司规划到 2017 年底，汽车电子研发人员进一步增加至 500 人。

从研发人员占比来看，公司 2015 年底总的研发人员数量为 869 人，假设到 2017 年底增加到 1250 人左右，则届时汽车电子事业部的研发人员将占到总数的 40%；横向对比来看，公司的两个主要竞争对手，蓝海华腾 2015 年底所有的研发人员仅 132 人，合并了上海大郡的正海磁材，2015 年底母子公司所有的研发人员也只 254 人。公司汽车电子事业部的研发阵容可称是国内最“豪华”的。

图 17、丰田普锐斯将电机与减速机集成



图 18、2016 年公司 与 BRUSA 开始动力总成战略合作



资料来源：中国银河证券研究部整理

资料来源：公司官网，中国银河证券研究部整理

除了大举扩充人员外，公司还积极的走出去、寻求技术合作。公司于 2016 年 9 月成立了苏州汇川联合动力系统有限公司，从事新能源乘用车动力总成的研发。驱动电机、电机控制器、变速箱（减速机）三者的集成化是行业的发展趋势，公司成立汇川联合动力即是为了顺应这种发展趋势，未来将以一体化、集成化的动力总成供应给车企。为了弥补在驱动电机等技术上的短板，公司与瑞士领先的电机电控企业、沃尔沃和宝马的供应商 BRUSA 公司合作，进行联合研发并启用新品牌 INOSA，代表性的产品包括减速机、HSM 混合式同步电机、车载充电机以及全新乘用车电机控制器等。

一方面不断扩充研发队伍，增强自身实力，另一方面从国外同行引进吸收先进的技术，公司的乘用车产品日趋成熟。除合作较久的众泰、海马外，公司目前与东风日产、北汽、吉利、广汽等主流车企均有接触，我们认为公司有望在两年内收获与宇通体量接近的标杆大客户。

### 三、电梯业务在行业逆境中快速提升市场份额

电梯业务的主要影响因素是我国的电梯产量,而电梯产量的驱动因素则是当年的房地产新开工面积。

由于房地产投资下滑以及开工率不足,2015年,电梯行业出现了近10年来的首次下滑;2016年,虽然部分一二线城市的楼市火爆,但房地产行业的整体形势仍然不乐观。汇川在电梯领域的主要竞争对手新时达,其电梯业务从2015年开始出现量价齐跌,2015年全年、2016年H1的收入分别下滑了8.9%和18.6%,毛利率也由44.4%下降到37.6%。而同期,汇川技术通过开拓通力、蒂森等国际电梯品牌、多产品组合以及攻关电梯改造市场等途径,仍保持了个位数的增长速度。2009年,汇川的电梯业务收入仅为新时达的38%,而到了2016年上半年,已是新时达的1.35倍。

图 19、2015 年汇川技术的电梯收入超越了新时达

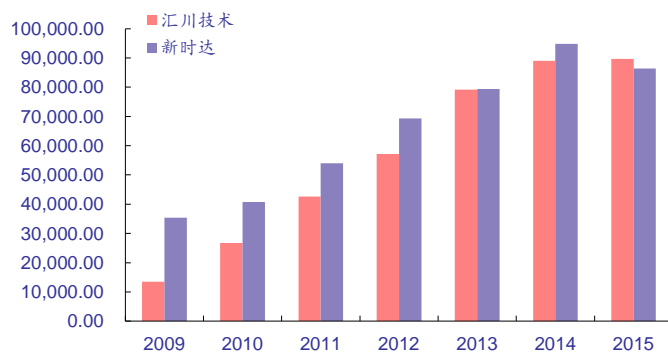
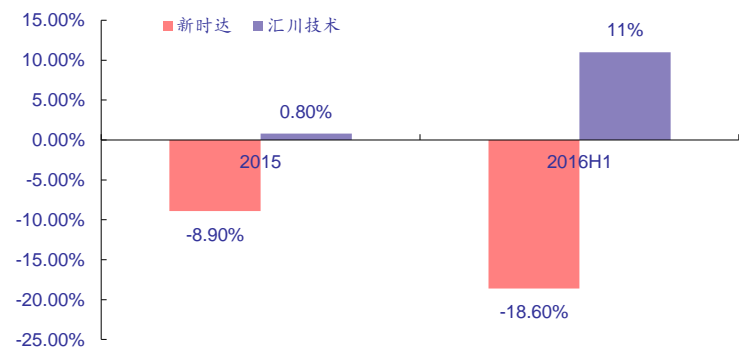


图 20、汇川技术和新时达 2015、2016H1 的电梯业务增速



资料来源:公司公告,中国银河证券研究部整理

资料来源:公司公告,中国银河证券研究部整理

## 四、经营拐点来到，公司将迎来下一轮高速增长

过去六年，公司的收入和净利润总体上保持了30%左右的复合增长率。2012年和2015年是两次行业低谷，公司在2015年的业绩表现远好于2012年，说明随着收入结构的丰富，公司抵抗宏观经济波动的能力得到了增强。在行业冬天里，公司的净利润增速可保持在20%左右，而随着下游行业的回暖，公司将走出2014到2016年延续三年的净利润增速20%的平台期，进入下一轮高速增长期。由于销售返点计提、费用率提高等原因，2015Q4、2016Q1的业绩基数低，因此我们认为2016Q4到2017Q1将是公司的经营拐点。

### （一）随着收入结构的丰富，公司开始具备抵御经济周期的能力

从2011年到2016年，公司的收入和净利润总体上保持了30%左右的复合增长率，收入从10亿元增长至35亿元，净利润也从3.46亿元增长至近10亿元。

图 21、2011 年到 2016 年前三季度公司收入和净利润增速

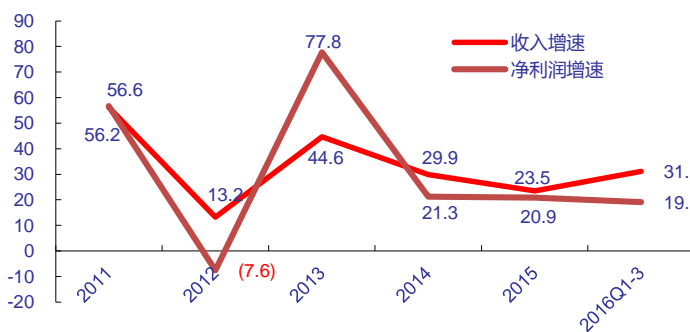
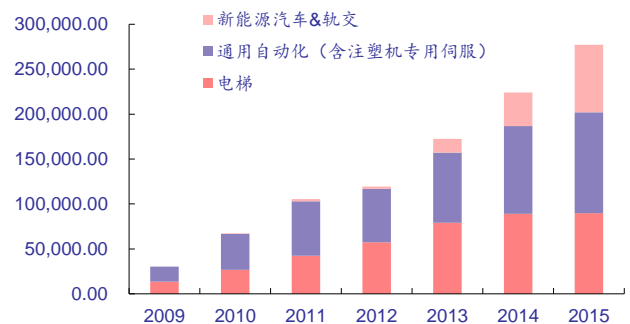


图 22、2009 年到 2011 年公司收入结构 (万元)



资料来源: wind, 中国银河证券研究部整理

资料来源: wind, 中国银河证券研究部整理

过去六年中，2012年收入增长较慢，只有13.2%，主要原因一方面是当年工业自动化行业的需求不振，另一方面是公司的汽车电子等新兴业务还处于投入期；2013年，工业自动化需求回暖，伺服、变频器等老业务恢复增长，汽车电子、光伏等新业务也开始贡献业绩，公司的收入增速大幅回升至44.6%；2014年，行业需求仍然相对景气，公司收入增速保持在30%的较高水平；2015年，工业自动化行业再现疲态，中低压变频器、伺服系统等子行业均出现了较大幅度的下滑，电梯行业也首次出现下滑，但受益于汽车电子的翻番式增长及电梯、通用自动化等业务市占率的提升，公司收入增速仍达到23.5%；2016年，如前面章节所述，汽车电子业务仍保持40%以上的高增速，下半年通用自动化业务的增长也超出预期，全年的收入增速再次回到30%左右。

在两次行业低谷中，公司在2015年的表现远好于2012年，我们认为这是由于随着收入结构的日渐丰富，公司对经济周期的依赖性降低，业务的抗波动能力增强。我们预计2016年全年，公司汽车电子业务的收入占比将提升至30%左右，而电梯的收入占比将降低至30%以下。

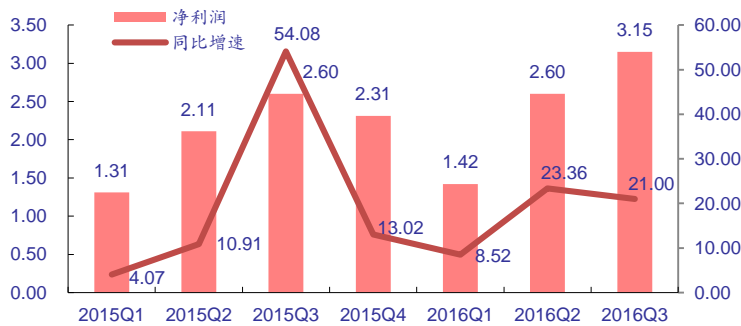
### （二）2016Q4 到 2017Q1 将是公司的经营拐点

2017年，随着工业自动化行业的全面回暖，公司的通用自动化业务有望延续2016年第三

季度以来的 50% 以上的增速；收入占比 30% 以上的汽车电子业务，随着纯电动物流车市场的拓展、宇通之外客车车企的开拓、驱动电机等新产品的组合销售，也有望获得 50% 左右的增速。公司或将走出 2014 到 2016 年延续三年的净利润增速 20% 的平台期，进入下一轮高速增长长期。

除了行业因素外，历史基数也是影响同比增速的一个重要因素，我们将 2015 年 Q1 以来的季度净利润和季度同比增速列出：

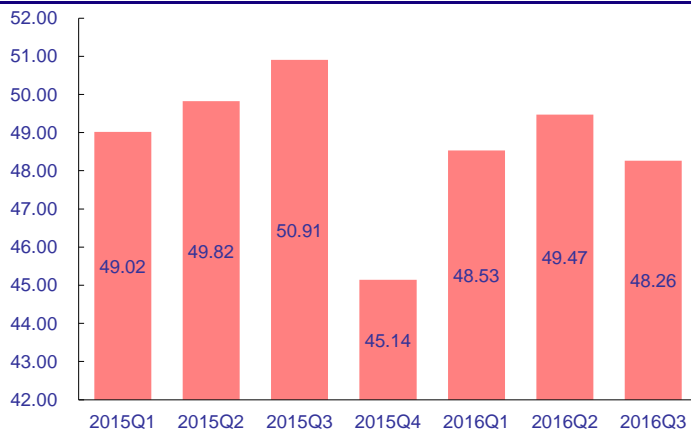
图 23、2015 年 Q1 到 2016 年 Q3 公司的季度净利润(亿元)和同比增速(%)



资料来源：wind，中国银河证券研究部整理

不难看出，2015 年 Q4 和 2016 年 Q1，净利润的同比增速仅为 13.02% 和 8.52%，利润基数处于低位。2015 年 Q4 的净利润较低，是因为 2015 年全年的销售返点集中于 Q4 计提，造成 Q4 的毛利率只有 45%，远低于公司 49% 的平均毛利率水平；2016 年 Q1 的净利润较低，是因为公司人员扩张的速度较快，造成费用增加，而一季度是销售淡季，销售收入少，因此使管理费用率、销售费用率共上升 3 个百分点。

图 24、2015 年 Q1 到 2016 年 Q3 公司的毛利率水平 (%)



资料来源：wind，中国银河证券研究部整理

由于 2015Q4 和 2016Q1 的低基数，我们认为公司 2016 年 Q4 到 2017 年 Q1 将迎来经营拐点，净利润的同比增速将走出 20% 左右的平台区。

## 五、估值水平处于历史较低位置

自 2013 年 2 月至今的 4 年间，公司的 PE (TTM) 水平从未跌至 30 倍以下，其中的 2013 年 5 月到 2014 年 4 月、2015 年 1 月到 2015 年 12 月的 2 年时间里更是长期保持在 40 倍以上。目前，公司的 PE (TTM) 为 37 倍左右，这一估值水平处于历史较低的位置，安全边际高。

图 25、公司最近四年的 PE 水平 (TTM)



资料来源: wind, 中国银河证券研究部整理



## 六、股权激励有效绑定股东和管理层

2016年12月，公司完成了第三期股权激励计划的限制性股票授予。该次股权激励是公司上市以来所实施的三次股权激励中，力度最大的：

- 1、**覆盖人数广**。相比于第一期的227人和第二期的174人，本次授予人数高达652人，约为前两期的3倍。
- 2、**首次将董事和高管纳入激励范围**。公司的主要董事和高管，未参加前两期股权激励。而本次股权激励纳入了李俊田、宋君恩、姜勇、唐柱学等公司主要董事和副总裁。
- 3、**激励力度大**。本次股权激励共授予了5682万股，占公司总股数的3.48%，为三期中最高。

表2、公司三期股权激励计划的基本情况

期次	授予时间	授予形式	授予人数	其中的高管	股份占比	解锁条件
第一期	2013年2月	期权	227	无	3.47%	13到15年净利润年复合增长率不低于13%、15%、16.6%
第二期	2015年5月	限制性股票	174	无	0.59%	15到17年净利润同比14年分别增长10%、20%、30%
第三期	2016年12月	限制性股票	652	李俊田等8人	3.48%	16到19年净利润同比15年分别增长10%、20%、35%、45%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

激励机制的完善将激发管理团队的积极性，有效绑定股东、公司和管理层三者的利益，利于公司长远发展。

## 插图目录

图 1、2005 至 2015 年国内工业自动化市场规模（亿元） .....	3
图 2、2009 至 2015 年公司通用自动化业务收入（万元） .....	3
图 3、工业自动化各产品线的同比增速（%）（15 年为行业低点，17 年后为预测数） .....	3
图 4、2015 年以来的 PMI 新订单指数 .....	4
图 5、金属切削机床和包装专用设备产量累计同比增速（%） .....	4
图 6、2015 年到 2016 年 Q3 公司通用自动化业务同比增速 .....	4
图 7、2016Q3 单季各业务板块同比增速 .....	4
图 8、公司一方面增强平台实力，另一方面在多个行业推出电气解决方案和行业专机 .....	5
图 9、公司于 2016 年实施了事业部制，将七大产品线合并为通用自动化事业部 .....	6
图 10、2014 到 2016 年宇通客车的新能源汽车产量 .....	7
图 11、2014 到 2016 年公司新能源汽车业务收入（亿元） .....	7
图 12、公司为宇通供应的五合一集成式电机控制器 .....	8
图 13、南京越博的纯电动客车动力总成示意图 .....	8
图 14、2013 到 2017 年我国纯电动专用车产量（辆） .....	8
图 15、2016 年我国新能源乘用车市场格局 .....	10
图 16、公司汽车电子研发人员和同行所有研发人员人数对比 .....	10
图 17、丰田普锐斯将电机与减速机集成 .....	11
图 18、2016 年公司与 BRUSA 开始动力总成战略合作 .....	11
图 19、2015 年汇川技术的电梯收入超越了新时达 .....	12
图 20、汇川技术和新时达 2015、2016H1 的电梯业务增速 .....	12
图 21、2011 年到 2016 年前三季度公司收入和净利润增速 .....	13
图 22、2009 年到 2011 年公司收入结构（万元） .....	13
图 23、2015 年 Q1 到 2016 年 Q3 公司的季度净利润（亿元）和同比增速（%） .....	14
图 24、2015 年 Q1 到 2016 年 Q3 公司的毛利率水平（%） .....	14
图 25、公司最近四年的 PE 水平（TTM） .....	15

## 表格目录

表 1、国内主要乘用车整车厂的机电电控供应商 .....	9
表 2、公司三期股权激励计划的基本情况 .....	16

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**张玲，电力设备与新能源行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外地区：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn  
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn