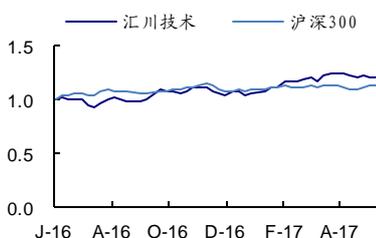


**证券研究报告—深度报告**
**电气设备**
**工控设备**
**汇川技术(300124)**
**增持**

合理估值: 28.02 元 昨收盘: 24.02 元 (维持评级)

2017年06月18日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	1,665/1,282
总市值/流通(百万元)	37,382/28,773
上证综指/深圳成指	3,123/10,191
12个月最高/最低(元)	24.11/17.26

**相关研究报告:**

《汇川技术-300124-短期难有起色中长期看好》——2012-08-06  
 《汇川技术-300124-2011 年年报点评: 短期股价有压力, 中长期看好》——2012-03-28  
 《汇川技术-300124-量价齐升》——2011-08-09

**证券分析师: 杨敬梅**

电话: 021-60933160  
 E-MAIL: yangjimei@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511030001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**深度报告**

# 精耕细作, 强者恒强

**● 行业优势地位持续加强**

公司在变频器、伺服以及新能源客车电控等产品市场份额国内第一, 并借助其技术优势及业界口碑向其他工控产品及新能源乘用车等领域拓展。

上市以来, 公司业绩持续增长, 近三年, 公司收入和净利润的复合增长率都在20%以上, 远超行业及同业上市公司, 显示了强大的竞争力。

**● 工控增长将来自于人口替代、进口替代及行业解决方案能力**

目前国内品牌工控产品在我国的市场占有率仅为35%, 仍有很大的进口替代空间, 而汇川技术的产品性能与国外品牌的差距越来越小, 已具备进口替代能力。

随着人口红利消失, 企业用工成本增加, 用自动化设备替代人工的进程将持续。

依赖其电梯一体化机、注塑机伺服等行业的成功经验并将行业解决方案能力不断往其他行业复制, 公司将实现快速的进口替代和份额提升。

**● 新能源乘用车电控定位高端, 将带来公司业绩的长期增长**

作为新能源客车电控市场份额最高的企业, 公司已经开始布局新能源物流车及乘用车电控及动力总成系统, 并与国外先进企业合作, 凭借工控行业积累的技术基础及海外企业的先进经验, 有理由相信公司的新能源汽车电控将成长为国内最有竞争力的企业。

**● 轨道交通产品竞争力很强**

子公司江苏经纬是国内少数几家具备轨道交通行业的准入资质的企业之一。未来几年轨道交通里程数将在2016年的基础上翻番, 公司相应业务将至少稳定。

**● 风险提示**

短期订单及业绩波动的风险; 新能源汽车业务受政策影响波动的风险。

**● 给予“增持”的评级**

我们预计2017/2018/2019年, 公司将分别实现营业收入44.15/58.38/72.28亿元, 同比增长20.6%/32.2%/23.8%; 净利润11.39/14.77/17.89亿元, 同比增长22.2%/29.7%/21.2%; 每股收益0.69/0.89/1.08元。合理估价在28.02~29.55之间, 相对于前收盘价23.86元尚有17%~24%的上涨空间, 给予“增持”的评级。

**盈利预测和财务指标**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,771	3,660	4,415	5,838	7,228
(+/-%)	23.5%	32.1%	20.6%	32.2%	23.8%
净利润(百万元)	809	932	1138.90	1476.66	1789.41
(+/-%)	21.5%	15.1%	22.2%	29.7%	21.2%
摊薄每股收益(元)	0.49	0.56	0.69	0.89	1.08
EBIT Margin	31.1%	28.3%	22.8%	24.0%	24.0%
净资产收益率(ROE)	19.9%	19.8%	21.3%	23.9%	25.0%
市盈率(PE)	48.2	41.9	32.7	25.2	20.8
EV/EBITDA	44.7	37.3	37.3	28.3	23.7
市净率(PB)	9.6	8.3	6.97	6.04	5.20

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

我们预计 2017/2018/2019 年,公司将分别实现营业收入 44.15 /58.38 /72.28 亿元,同比增长 20.6%/32.2%/23.8%; 净利润 11.39 /14.77 /17.89 亿元,同比增长 22.2%/29.7%/21.2%; 每股收益 0.69/0.89/1.08 元。

我们假设行业平均资产 Beta 值为 0.85, 无风险利率为 1.50%, 风险溢价为 5.30%, 得出绝对估值中枢为 29.55 元/股。

我们选取了二级市场上与汇川技术业务具备相似性的公司作为相对估值比较的基础, 对比可知, 汇川技术的估值水平略高于同业。考虑到汇川技术是优势企业, 我们认为公司可享有高于同业 20% 的估值溢价。按照 17 年 40.61 倍的动态 PE 对公司进行估值, 得出合理股价为 28.02 元。

综合绝对估值及相对估值结果, 我们得出公司合理估价在 28.02 ~ 29.55 之间, 相对于前收盘价 23.86 元尚有 17% ~ 24% 的上涨空间, 给予“增持”的评级。

### 核心假设或逻辑

(1) 今年以来, 公司工控产品订单增长较快, 我们给予变频器类、伺服、PLC 等产品较高增速的增长, 毛利率维持稳定; (2) 今年 1-4 月份, 新能源汽车客车市场尚未完全启动, 5 月份开始逐步回暖, 我们预计全年公司新能源企业产品增速持平, 考虑到可能会出现降价压力, 我们假设毛利率相对 2016 年有 5 个百分点左右的下滑; (3) 我们假设期间费用维持稳定, 但随着收入规模的扩大, 规模效应有所体现, 费用率有缓慢下降的趋势。

### 与市场预期的差异之处

市场认为公司工控业务的增长主要来自于宏观需求的增长、进口替代和人工替代, 我们认为未来宏观需求不会出现大的增长, 而在进口替代和人工替代进程持续的大前提下, 公司突出的行业解决方案能力将是其能够实现快速增长的最重要原因。

市场认为公司今年新能源汽车电控业务仍将保持快速增长且毛利率稳定, 我们认为今年客车需求不会有大的增长, 而公司乘用车产品尚无法贡献收益, 今年新能源汽车产品不会有增长, 且毛利率会出现一定幅度的下滑。

### 股价变化的催化因素

订单持续增长、新能源汽车政策发生有利变化。

### 核心假设或逻辑的主要风险

第一, 短期订单及业绩波动的风险;

第二, 新能源汽车业务受政策影响波动的风险。

## 内容目录

<b>精耕细作，强者恒强</b> .....	<b>5</b>
管理层持股比例高，激励到位 .....	5
行业龙头，业绩稳健增长 .....	5
<b>工控领域优势明显，持续增长可期</b> .....	<b>6</b>
工控领域优势企业 .....	6
中低压变频紧随 ABB 和西门子，已挤进前三 .....	7
伺服系统，海外品牌一统天下的格局已被打破 .....	8
PLC 进入较晚，有望后来居上.....	9
进口替代是国产品牌增长的第一驱动力 .....	10
行业解决方案提供能力是公司发展的另一驱动力 .....	11
人工替代是自动化行业发展的最重要动力 .....	14
<b>新能源汽车电控及动力总成将贡献中长期增长</b> .....	<b>15</b>
目前主要是给宇通客车供应电控，有望向其他客车企业拓展 .....	16
物流车和乘用车领域是新增长点 .....	16
电控到动力总成，产品竞争力和单车配套价值量都有望提升 .....	18
<b>轨道交通领域有望稳定增长</b> .....	<b>19</b>
通过收购江苏经纬切入轨道交通领域 .....	19
轨交业务有望稳定增长 .....	19
<b>SWOT 分析</b> .....	<b>21</b>
<b>财务预测</b> .....	<b>22</b>
盈利预测假设基础 .....	22
盈利预测假设基础 .....	23
盈利预测的敏感性分析 .....	23
<b>投资建议</b> .....	<b>23</b>
绝对估值 .....	24
相对估值 .....	24
给予“增持”的评级 .....	24
<b>风险提示</b> .....	<b>24</b>
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>25</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>26</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>26</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>26</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>26</b>

## 图表目录

图 1: 公司股权结构 .....	5
图 2: 公司新能源汽车电控类产品 .....	6
图 3: 轨道交通类产品 .....	6
图 4: 公司工控类产品机构 (单位: 万元) .....	7
图 5: 低压变频器 2016 年市场份额情况 .....	8
图 6: 中国 2015 年伺服品牌份额 .....	9
图 7: 中国 PLC 市场规模 .....	10
图 8: 2015 年中型 PLC 市场份额 .....	10
图 9: 2015 年小型 PLC 市场份额 .....	10
图 10: 中国自动化本土品牌市场规模和份额 (单位: 亿元) .....	11
图 11: 电梯一体化控制系统 .....	12
图 12: 汇川纯离网方案示意图 .....	13
图 13: 汇川技术产品线 .....	14
图 14: 中国 15-64 岁人口开始下降 .....	14
图 15: 《中国制造 2025》“1+X”规划体系 .....	15
图 16: 2016 年中国新能源客车销售分布 .....	16
图 17: 新能源客车企业销量分布 .....	16
图 18: 新能源乘用车销量趋势 .....	17
图 19: 与瑞士 BRUSA 公司开始战略合作 .....	18
图 20: 城市轨道交通投资额 (单位: 亿元) .....	20
图 20: 城市轨道交通设备行业规模 (单位: 亿元) .....	21
表 1: 近几年主要财务数据 (单位: 亿元) .....	6
表 2: 公司工控产品业务结构 .....	7
表 3: 公司变频器业务重要研发项目 .....	8
表 4: 新能源车补贴目录 .....	17
表 5: 全国城市地铁里程排名 (不完全统计) (截至 2016 年年底) (单位: 公里) ....	20
表 6: SWOT 分析 .....	21
表 7: 分产品假设基础 .....	22
表 8: 期间费用基本假设 .....	23
表 9: 盈利预测简要结果 .....	23
表 10: 盈利预测的敏感性分析 .....	23
表 11: 绝对估值 .....	24
表 12: 同业上市公司估值比较 .....	24

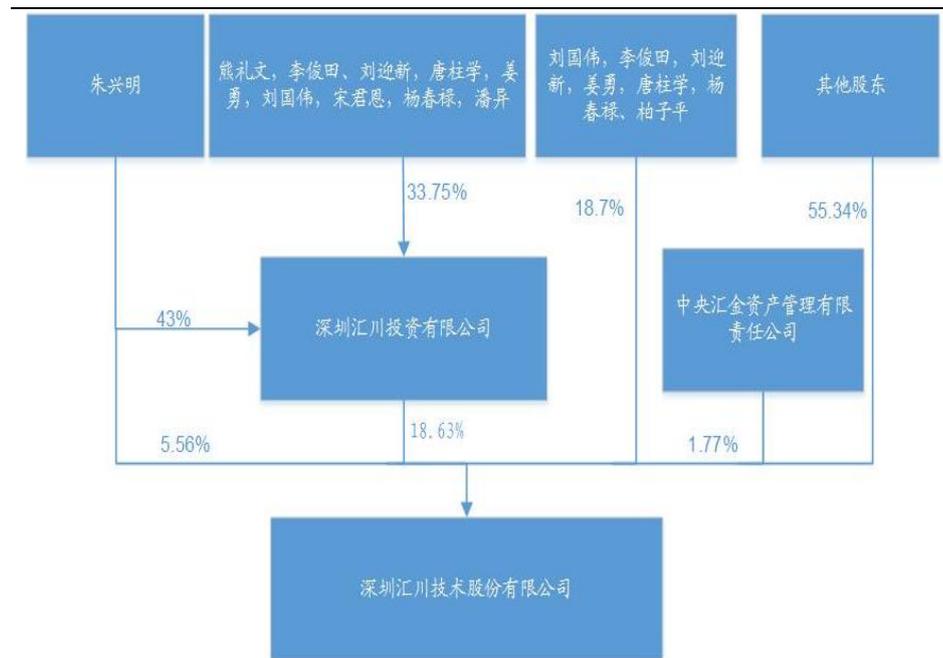
## 精耕细作，强者恒强

### 管理层持股比例高，激励到位

公司股权较为分散，截至 2017 年 3 月 31 日，公司的前十大股东有八位是个人，而且大都是公司董事或高管，持股比例较为分散。

第一大股东为深圳市汇川投资有限公司，董事长兼总经理朱兴明直接持有公司股权 5.56%，通过持有汇川投资 43% 股权，间接持股 8.01%，累计持有公司股权 13.57%，是公司的实际控制人。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司资料 国信证券经济研究所整理

管理层及高管持股客观上实现了对管理层的股权激励，在保持管理层稳定的同时可以使其对公司的未来发展发挥更大的能动性。

### 行业龙头，业绩稳健增长

公司专注于工业自动化控制和新能源相关产品的研发、生产和销售，以拥有自主知识产权的工业自动化技术为基础，经过十多年的发展，公司已经从单一的变频器供应商发展成电气综合产品及解决方案供应商，并已成长为国内最大的中低压变频器与伺服系统供应商。

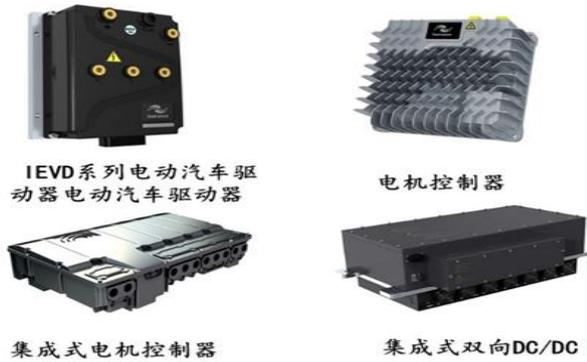
**工业自动化产品领域**，公司主要为工业客户提供智能装备和工业机器人领域的工业自动化产品，包括各种变频器、伺服系统、控制系统、工业视觉系统、传感器等核心部件及电气解决方案等。作为国内工业自动化产品的领军企业，公司拥有矢量变频器、伺服系统、可编程逻辑控制器(PLC)、编码器、永磁同步电机等产品的核心技术。

**新能源汽车领域**，公司主要产品包括各种电机控制器、辅助动力系统、DC/DC 等产品，目前产品广泛应用于新能源客车、物流车、乘用车市场。

**轨道交通领域**，公司主要为城市地铁、有轨电车、动车组车辆提供配套的牵引

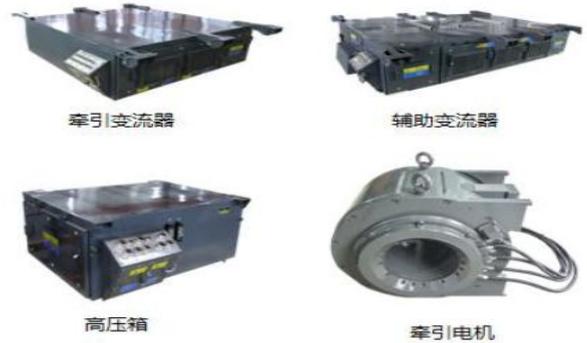
变流器、辅助变流器、高压箱、牵引电机和 TCMS 等轨道交通牵引与控制系统。

图 2: 公司新能源汽车电控类产品



资料来源: 公司资料 国信证券经济研究所整理

图 3: 轨道交通类产品



资料来源: 公司资料 国信证券经济研究所整理

作为工控领域龙头企业, 公司近几年实现了收入、利润的中高速增长, 且维持了很高的盈利能力和收益质量。这充分显示公司作为龙头企业具备很强的竞争优势。

表 1: 近几年主要财务数据 (单位: 亿元)

	2014	2015	2016	2017Q1
营业总收入	22.43	27.71	36.60	7.82
营业总收入同比增长	29.94%	23.54%	32.11%	37.73%
利润总额	7.75	9.05	10.44	1.99
利润总额同比增长	16.17%	16.77%	15.27%	21.95%
净利润	6.90	8.34	9.80	1.78
净利润同比增长	21.25%	20.85%	17.53%	24.63%
ROE(摊薄)(%)	19.21	19.93	19.76	3.49
ROE(加权)(%)	20.55	21.91	21.49	3.58
销售毛利率(%)	50.23	48.47	48.12	46.57
销售净利率(%)	30.77	30.1	26.78	22.71

资料来源: 公司资料 国信证券经济研究所整理

## 工控领域优势明显, 持续增长可期

### 工控领域优势企业

汇川技术以低压变频器起家, 一直以来非常善于把握技术变革过程中的市场机会, 注重对核心技术的自主化研究, 已经掌握了矢量变频器、伺服系统、可编程逻辑控制器、编码器、永磁同步电机等产品的核心技术, 并且已经成为国内工业控制领域的领军企业。

作为国内最大的中低压变频器与伺服系统供应商, 公司也是国内领先的电梯一体化机供应商。

表 2: 公司工控产品业务结构

产品类别	主营产品系列	所属公司业务板块	应用行业
变频器类	通用变频器	通用自动化	电梯、空压机、起重、机床、金属制品、电线电缆、纺织化纤、印刷包装、塑胶、建材、煤矿、冶金、化工、市政、石油等
	电梯一体化控制产品（电梯行业专用）	电梯一体化	
运动控制类	通用伺服系统	通用自动化	3C 制造、机器人/机械手、锂电设备、LCD/LED 设备、印刷设备、包装设备、机床、纺织机械、食品机械、注塑机等
	电液专用伺服系统	电液伺服	
控制技术类	可编程逻辑控制器、人机界面	通用自动化	电子设备、印刷设备、包装设备、机床、纺织机械、汽车制造、锂电设备、LCD/LED 设备、机器人/机械手等
	机器人控制系统	工业机器人	
传感器类	编码器、开关	-	电梯、机床、纺织机械、电子设备等

资料来源：公司资料 国信证券经济研究所整理

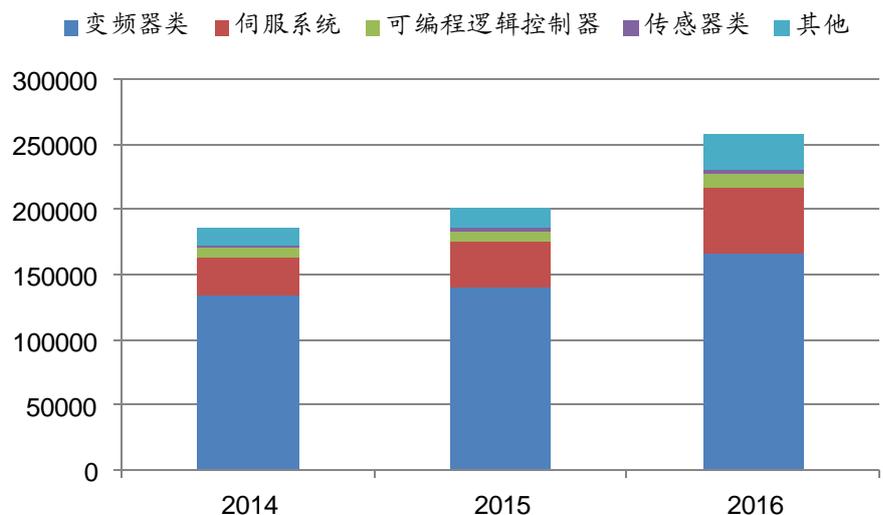
2016 年，公司工业自动化系列产品营业收入达 25.73 亿元，占全年的收入的 70.31%，同比增长 27.47%，在高速增长的同时，毛利率达到 49.21%，充分展示其技术优势。

变频器类是公司的龙头产品，主要包括两大类，通用变频器和电梯一体化控制产品，是公司的主要收入来源，2016 年度，变频器类产品营业收入达到 16.64 亿元，占比 45.98%，同比增长 18.74%，其中通用变频器实现销售收入 6.96 亿元，同比增长 38%，电梯一体化业务实现销售收入 9.68 亿元，同比增长 8%。

伺服系统是公司的战略性产品，主要包括通用伺服系统和电液专用伺服系统，2016 年收入 5.01 亿元，占比 13.71%，同比增长 43.72%，其中通用伺服实现销售收入 3.18 亿，同比增长 57%，电液专用伺服专注于注塑机行业，与子公司伊士通合计实现销售收入 3.95 亿元，同比增长 38%。

公司 2014 年开始推出 PLC 产品，主要为中小型产品，搭配公司变频器、伺服系统等销售，2016 年营业收入 1.06 亿元，占比 2.9%，同比增长 44.45%。

图 4: 公司工控类产品机构（单位：万元）



资料来源：公司资料 国信证券经济研究所整理

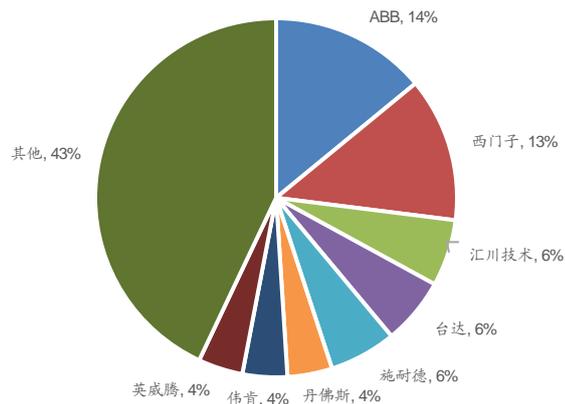
### 中低压变频紧随 ABB 和西门子，已挤进前三

我国中低压变频器市场长期以来一直被欧美与日本品牌所垄断，本土品牌市场占有率较低。

汇川技术通过不断的技术积累与研发投入，是国内第一家掌握矢量变频技术的变频器厂商，公司努力提升自主品牌产品性能，积极开拓市场，逐渐突破国外品牌的垄断。

2016年，公司低压变频的市场份额达到6%，仅落后于ABB和西门子，是目前变频器领域自主品牌的龙头。

图 5: 低压变频器 2016 年市场份额情况



资料来源：中国产业信息网 国信证券经济研究所整理

截至 2016 年末，公司在电梯行业累计销售一体化控制器超过 110 万台，约占我国全部电梯保有量的五分之一。

公司已经成为行业领先的电梯一体化机供应商，并已在印度电梯市场占据领导地位。

表 3: 公司变频器业务重要研发项目

序号	项目	研发目的	进展情况	对公司未来发展的影响
1	MD500 系列小功率变频器	提升通用变频器产品可靠性、兼容性，满足国内外市场需求	初样测试中	提升通用变频器的市场竞争力，打造品牌知名度
2	MD810 系列多传变频器	提升多传产品性能	正样开发和测试中	提升公司产品在多传领域的竞争力
3	MD880 系列多传变频器	建立工程传动多传平台	开发过程中，预计 2017 年第二季度转中试	进一步提升公司在过程制造领域多机传动产品的竞争力
4	第三代两象限控制器	设计开发新一代一体机产品	详细设计中，计划 2017 年第三季度转中试	进一步提升公司在电梯行业的竞争力，巩固电梯一体化产品的领先优势
5	电梯视频机	设计开发电梯上应用的视频机和广告机	详细设计完成，初样测试中，计划在 2017 年上半年完成 10.4 寸视频机转中试	开拓电梯行业后市场

资料来源：公司公告 国信证券经济研究所整理

### 伺服系统，海外品牌一统天下的格局已被打破

伺服系统是一种自动控制系统，可以使物体的位置、方位、状态等输出被控量能够跟随输入目标（或给定值）的变化而变化，通常由伺服驱动器和伺服电机组成，是智能制造、机器人中不可或缺的重要零部件。

按所用驱动元件的类型，伺服系统可分为机电伺服系统、液压伺服系统和气动

伺服系统。

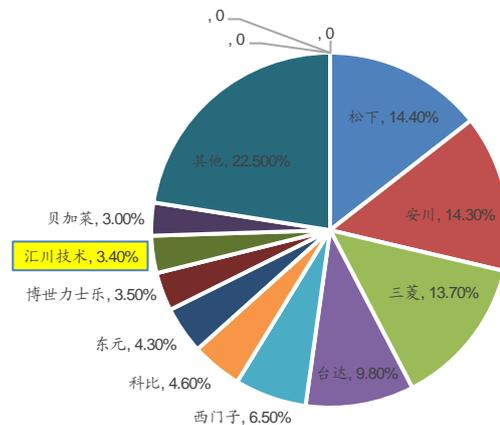
长期以来，国外品牌一直占据着伺服系统的绝大部分市场份额，国内的伺服系统开发较晚，和外资品牌差距较大。

汇川 2008 年开始对伺服系统进行研发投入，率先推出注塑机专用伺服；2011 年在意大利设立研发中心，引入了欧洲公司的研发人员针对伺服进行了专门的研究攻关；2013 年收购宁波伊士通，强化公司专用伺服业务。

公司以电液专用伺服为重点，为客户提供一系列的“电脑+驱动+电机”系统解决方案，后又陆续推出 IS600P、IS620P、IS650P、IS620N 通用伺服系统产品，得到了客户的一致好评。公司依靠成熟的技术和完善的服务体系在市场中占得一席之地，

2016 年公司通用伺服实现销售收入 3.18 亿，同比增长 57%。2016 年与子公司伊士通合计实现销售收入 3.95 亿元，同比增长 38%，进入到伺服品牌第二梯队当中。

图 6: 中国 2015 年伺服品牌份额



资料来源：中金产业研究网 国信证券经济研究所整理

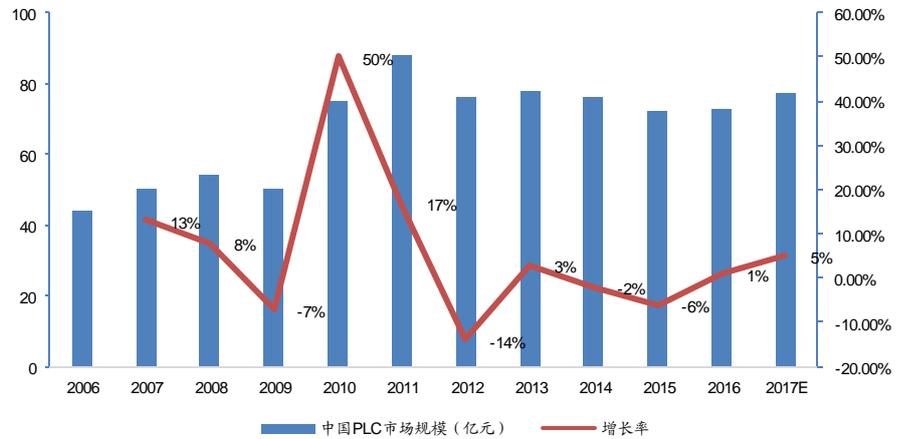
### PLC 进入较晚，有望后来居上

PLC 是一种可编程的存储器，在其内部存储执行逻辑运算、顺序控制、定时、计数和算术运算等操作的指令，通过数字式或模拟式的输入输出来控制各种类型的机械设备或生产过程。

PLC 实质就是一种专用于工业控制的计算机，用于开关量、模拟量及数字量的控制，采集与存储数据，还可对控制系统进行监控，通过联网、通讯实现大范围跨地域的控制与管理。

PLC 作为工业自动化三大支柱之一，在工业自动化系统中起着至关重要作用。2015 年，由于一些项目型市场以及 OEM 市场产能过剩，PLC 需求减少，市场呈下滑态势，在 2016 年有所好转，预计 2017 年会进一步复苏。

图 7: 中国 PLC 市场规模

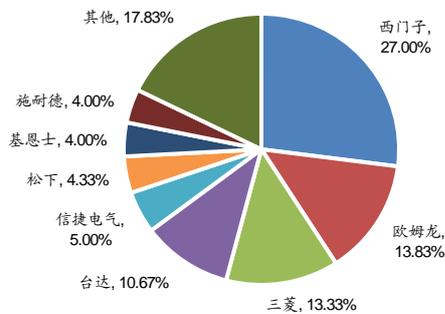


资料来源: 中国产业信息网 国信证券经济研究所整理

目前我国的 PLC 市场仍主要被外资品牌占据, 本土品牌市占率 10% 左右, 在小型 PLC 市场, 主要格局是西门子、三菱和欧姆龙三大厂家鼎力; 在中型 PLC 市场, 西门子一枝独秀; 在大型 PLC 市场, 罗克韦尔、施耐德、西门子三分天下。

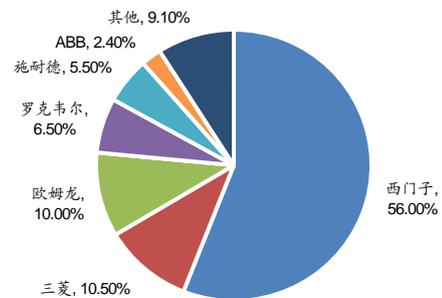
国内 PLC 品牌主要集中在中小型领域, 并且主要面向 OEM 市场。汇川技术经过十余年的沉淀, 2015 年开始推出自主研发的小型和中型 PLC, 2016 年公司 PLC 产品实现销售收入 8983.34 万元, 同比增长 38%。

图 8: 2015 年中型 PLC 市场份额



资料来源: Wind 资讯 国信证券经济研究所整理

图 9: 2015 年小型 PLC 市场份额



资料来源: Wind 资讯 国信证券经济研究所整理

### 进口替代是国产品牌增长的第一重驱动力

国内工控核心产品长期以来被国外品牌垄断, 2010 年本土品牌市占率不到 30%。随着本土企业对先进技术的持续攻关和突破, 越来越多的本土品牌获得客户认可, 有些领域产品品质尤其是性价比已经达到和超过海外品牌, 从变频延伸到伺服、PLC 等产品, 市场份额逐年提升。

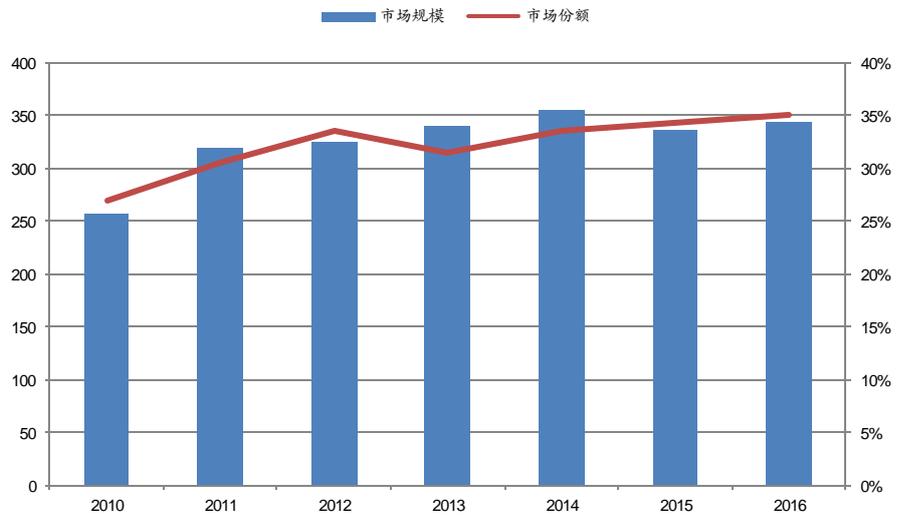
2016 年本土品牌市占率已达近 35%, 其中高压变频市占率已近 60%, 低压变频本土品牌市占率也已提升至约 33%, 预计未来国内品牌将在低压变频器、伺服系统、PLC 等细分产品逐个打破外资品牌的垄断地位。

汇川技术作为国内工控领域的龙头企业, 近年来在持续加大研发力度, 提升品

牌深度和市场竞争能力，同时积极开拓国内外市场。凭借变频器及伺服系统的品牌优势，利用本土综合竞争优势，将在与国际品牌竞争中形成自己独特的竞争优势。

公司 2016 年通用低压变频器销售收入 6.96 亿元，市占率虽已达到第三，但相比 ABB 在国内低压变频销售额约 23 亿，西门子 21 亿，未来具有巨大的进口替代空间；伺服作为“中国制造 2025”重点发展领域，公司正在不断完善自主产品的功能、集成度、系统化程度，有望复制变频器的成功，进一步提升市场占有率；在 PLC 领域，公司也在积极布局，对新产品的研发力度持续加强，有望取得进一步的突破。

图 10: 中国自动化本土品牌市场规模和份额 (单位: 亿元)



资料来源: 中国产业信息网 国信证券经济研究所整理

### 行业解决方案提供能力是公司发展的另一驱动力

汇川技术从变频器开始起步，通过多年的不懈拓展，产品线已经实现从控制层、驱动层到执行层的覆盖，完备的产品线、深刻的行业理解力使得公司成为国内少数能够提供系统整体解决方案的企业。

公司致力于快速为客户提供个性化的解决方案，包括为中小型 OEM 制造商提供更智能、更精准、更前沿的综合产品解决方案，为大型设备制造商提供大容量、高性能、高可靠性的产品及解决方案，为终端用户提供生产线、生产车间的智能自动化升级方案与服务。

在电梯行业，汇川技术是国内电梯一体化技术的领先者，是国内销量最大的一体化机生产厂家，电梯一体化产品也一直是公司营收和利润的重要来源。

图 11: 电梯一体化控制系统

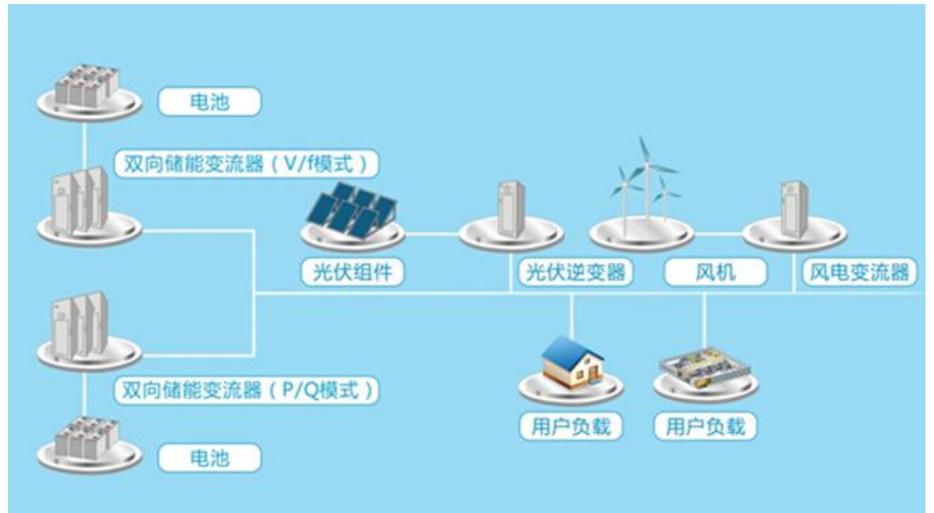


资料来源:公司公告 国信证券经济研究所整理

在注塑机行业，公司 2013 年收购注塑机领先企业宁波伊士通，通过技术上的深入融合，为客户提供一系列的“电脑+驱动+电机”系统解决方案，如快速机系统解决方案、全电系统解决方案等，间接提升了汇川技术伺服驱动器、电机等产品销售。

在新能源领域，公司不光为光伏电站提供逆变器，还提供基于储能变流器的微电网解决方案，为目前还没有实现供电的岛屿、高海拔区域等地区提供电能，解决了人们的用电问题，包括为中国首个集中直流母线智能孤岛微电网提供了集中直流母线方案、为世界最大离网型光伏电站青海玉树州曲麻莱离网光伏电站提供了纯离网方案等。

图 12: 汇川纯离网方案示意图



资料来源: 公司公告 国信证券经济研究所整理

借助其强大的工控产品研发能力和深厚的行业理解力, 公司的电梯一体化机及注塑机伺服已经在电梯及注塑机行业获得了很高的市场份额。近年来, 公司将其在电梯和注塑机行业的成功经验复制到其他行业, 并实现了快速增长。

公司近期推出了新一代空压机驱动一体解决方案 (CP600 系列)、车用空调驱动一体解决方案 (CV 系列)、锂电设备电气解决方案、SCARA 机器人整体解决方案等, 这些解决方案将为公司在产业升级与行业变革中抢占先机。

目前, 公司业务已涵盖新能源、电梯、空压机、机器人、3C 制造、锂电设备、起重、机床、印刷包装、纺织化纤、建材、冶金、煤矿、轨道交通、光伏等诸多行业。公司在提供解决方案的同时, 实现了研发端和销售端的协同作战, 从而强化了其解决方案提供能力, 可以预见, 这种研发和销售捆绑的业务模式将使得公司继续抢占市场份额, 实现业绩的持续增长。

近几年, 我国经济面临着去库存与调结构, 传统的设备制造、电梯制造、项目型市场都承受着较大的压力。2016 年我国低压变频器市场下滑 3% 左右, PLC 市场下滑 3% 左右, 通用运动控制市场增长 10% 左右, 公司凭借出色的行业深度解决方案与品牌影响力, 2016 年通用变频器产品同比增长 38%, 电梯一体化产品同比增长 8%, 通用伺服产品同比增长 57%, 电液专用伺服产品同比增长 26%, PLC 产品同比增长 38%。公司产品市场占有率的提升, 也进一步验证了公司解决方案提供能力的成功。

图 13: 汇川技术产品线



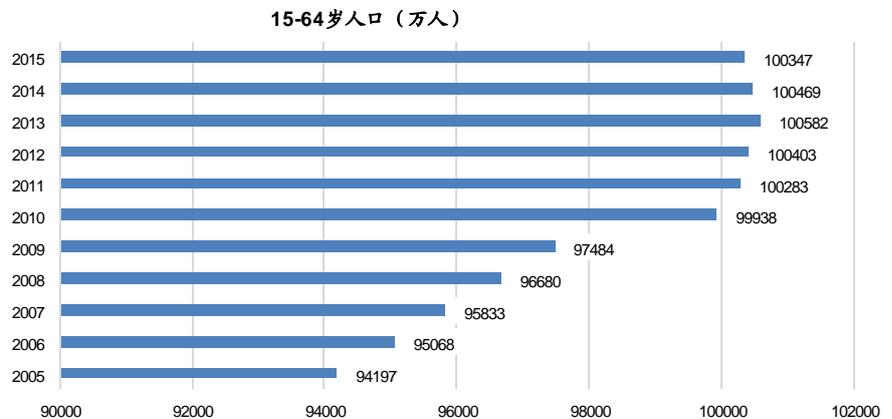
资料来源: 公司公告 国信证券经济研究所整理

### 人工替代是自动化行业发展的最重要动力

**人口红利消失、劳动力成本上升。**我国人口结构正发生变化, 人口老龄化问题开始显现, 目前我国 15-64 岁人口约 10 亿, 占人口比例 72.6%, 预计 2020 年为 9.9 亿, 2030 年为 9.6 亿, 意味着改革开放 30 年的人口红利正在消失, 制造业“缺工”现象加剧。与此同时, 我国的平均工资水平正在持续增长, 2016 年中国制造业工人平均时薪上涨至 3.6 美元, 较 2011 年增幅达 64%, 是印度工人平均时薪的 5 倍多, 也超过了南非和葡萄牙。

解决劳动力不足、劳动力成本上升的主要途径就是智能制造, 实现工业现代化。2015 年世界工业机器人密度(即每万名制造业工人拥有的机器人数量)平均值为 69, 而我国机器人密度仅为 49, 远低于主要工业化国家, 工信部规划到 2020 年使我国工业机器人密度达到 100 以上。

图 14: 中国 15-64 岁人口开始下降

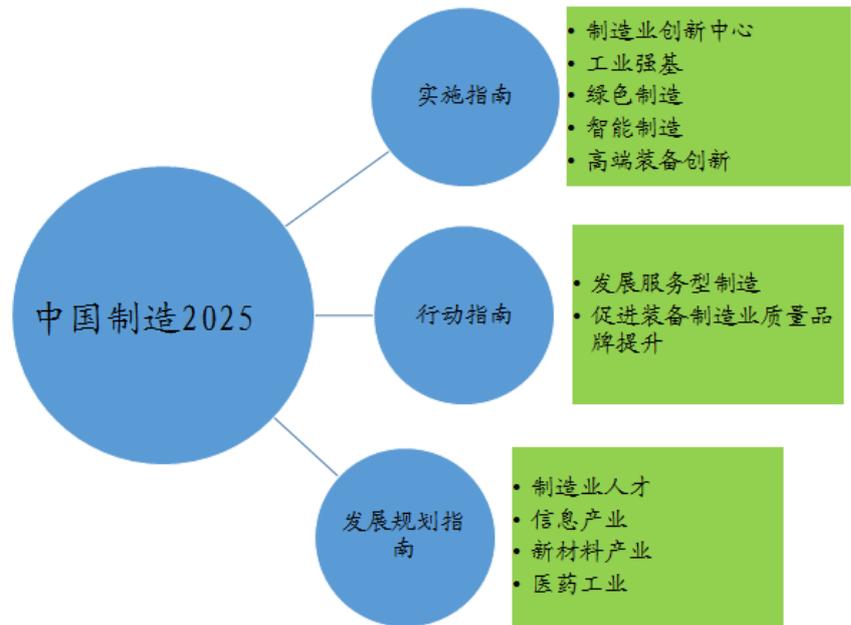


资料来源: 中国产业信息网 国信证券经济研究所整理

**中国制造 2025 助推设备智能化。**我国全力推进工业转型升级，2015 年国务院印发《中国制造 2025》规划，提出通过“三步走”实现制造强国的战略目标，力争用十年时间，推动“中国制造”由大转强。

截止今年 2 月份，国家已经全面发布实施“1+X”规划体系，“1”是指《中国制造 2025》，“X”是指 11 个配套的实施方案、行动指南和发展规划指南。规划中提出要“推进信息化与工业化深度融合，加快发展智能制造装备和产品”、“突破新型传感器、智能测量仪表、工业控制系统、伺服电机及驱动器和减速器等智能核心装置，推进工程化和产业化”、“突破机器人本体、减速器、伺服电机、控制器、传感器与驱动器等关键零部件及系统集成设计制造等技术瓶颈”。

图 15: 《中国制造 2025》“1+X”规划体系



资料来源：工信部 国信证券经济研究所整理

## 新能源汽车电控及动力总成将贡献中长期增长

**新能源汽车产品。**公司在新能源汽车领域的产品包括各种电机控制器、辅助动力系统、DC/DC 等产品。早在“十一五”国家将电动汽车列入国家 863 计划之前，汇川技术就积极组织资源开展新能源汽车电机控制器的预研，确立了以混合动力、纯电动、车用辅助动力三位一体的驱动系统研发布局，如今的汇川技术在新能源电动汽车产品技术上，已经形成自己的特色和优势。在**新能源客车**领域，公司是中国最大的新能源客车企业——宇通客车的战略合作伙伴，开拓了南京金龙、珠海银隆等新客户，公司已经成为国内新能源客车电机控制器最大供应商。在**新能源物流车**领域，利用物流车集成式电机控制器等产品，成功布局微面和蓝牌 4.5T 轻卡等车型，已经与多家车企完成了试制或配置公告。在**新能源乘用车**领域，公司成立苏州汇川联合动力系统有限公司，作为拓展乘用车市场独立实体；组建了新能源汽车动力总成研发团队，全面提升研发、市场供应链、质量等平台能力；与在新能源汽车行业有超过 30 年经验、具有顶尖研发实力的瑞士 BRUSA 公司进行深入技术合作，建立起合作关系。2016 年，公司在新能源汽车领域共实现销售收入 8.45 亿元，同比增长 31%。

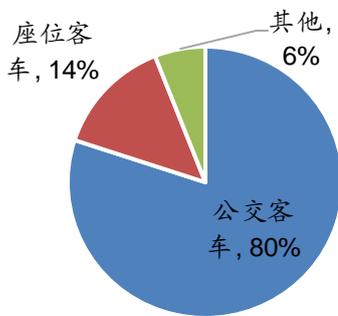
**目前主要是给宇通客车供应电控，有望向其他客车企业拓展**

公司在新能源汽车领域的产品包括各种电机控制器、辅助动力系统、DC/DC等产品。

电机控制系统是新能源汽车的核心部件，汇川技术 2008 年开始介入这一领域，先是给吉利熊猫提供了一款电驱动系统，后来陆续开发了众泰朗悦、江淮、海马普力马的电机控制器，2012 年与我国最大电动客车公司宇通达成合作，为宇通提供配套电机驱动器，2013 年，公司与宇通客车签订三年期排他性合作协议，2016 年，公司与宇通客车达成第二个三年期合作协议，完成了第 10 万台新能源汽车电机控制器下线，如今，公司成为了国内新能源汽车驱动控制系统领域的领军企业，拥有完整的装配、测试及老化产线，具备年产 6 万台套各种新能源驱动器产品的生产能力。

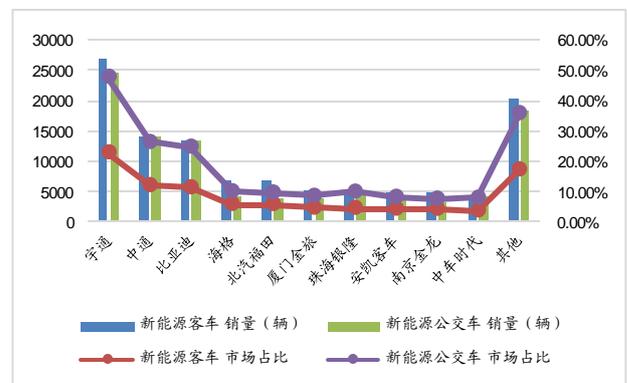
汇川技术是国内新能源客车最大的控制器供应商，平均每 3 台新能源客车中就有 1 台采用汇川技术的电机控制器。

图 16: 2016 年中国新能源客车销售分布



资料来源: 中商情报网 国信证券经济研究所整理

图 17: 新能源客车企业销量分布



资料来源: 新能源汽车网 国信证券经济研究所整理

新能源客车对于传统客车的替代势头仍将持续，特别是新能源公交车，《城市公共交通“十三五”发展纲要》明确提出要加强推广应用新能源公交车，宇通客车作为我国新能源客车领域的第一供应商，将最先受益。

宇通 2016 年新能源客车销量达 26862 辆，市场占有率 23%，其中新能源公交车 24697 辆，占比 25%。汇川技术与宇通客车长期以来一直保持良好合作关系，这块业务未来有望保持稳定增长。

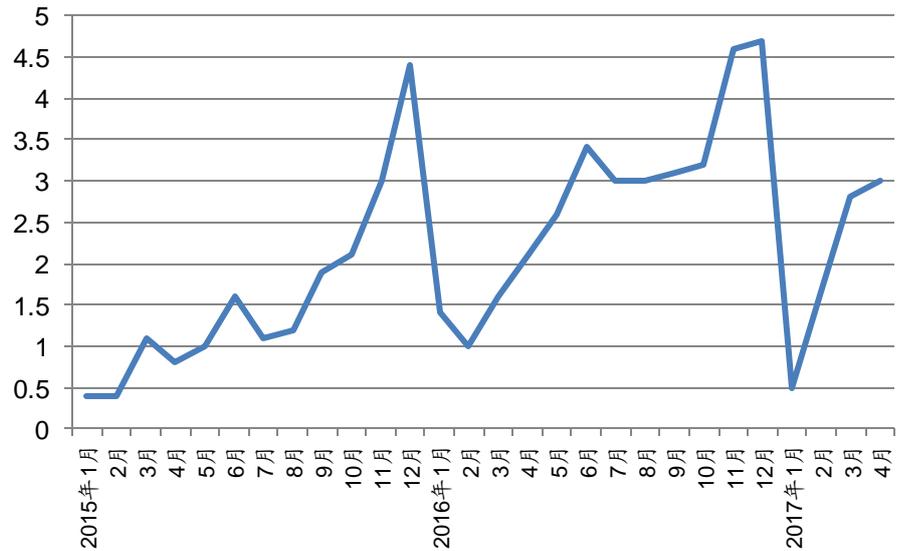
公司与宇通客车签订的双向排他性协议仅限于集成式电控系统，公司正在通过其他辅助电控产品，积极拓展其他客车厂商，已新开发了南京金龙、珠海银隆等新客户，将为公司带来新的增长点。

**物流车和乘用车领域是新增长点**

汇川技术始终把核心技术放在企业首位，十分重视对新能源汽车领域新产品、新技术的研发：公司每年会把销售收入的 10% 投入到产品研发，而这其中又有 1/3 投入到新能源汽车电机电控的研发领域。

根据 2016 年 10 月 5 日发布的节能新能源汽车的技术路线图，“十三五”、“十四五”和“十五五”期间，中国新能源汽车的年均增长速度将分别是 19.5%、30%和 33%，届时，新能源汽车市场将具有万亿规模，越来越多车企积极布局新能源汽车领域，抢占市场。这其中，乘用车和物流车等细分市场增速又相对更快。

图 18: 新能源乘用车销量趋势



资料来源: 新能源汽车网 国信证券经济研究所整理

今年国家陆续发布了推广应用推荐车型目录, 对去年的车型进行了全部重申, 因此, 今年目录里有很多新车型, 这就倒逼企业不断提升技术, 降低成本, 这也为上游具有技术优势的企业带来新契机。

汇川技术利用国际化的技术, 积极有序推进基于全新平台的新一代乘用车电机控制器产品的开发, 搭建电机控制器+电机+减速箱一体化技术平台, 公司产品具备高安全功能、高可靠性、高功率密度、低成本的综合特点, 满足 TS16949 质量体系 and ISO26262 功能安全标准, 这将使得公司具备足够的核心竞争力。

表 4: 新能源车补贴目录

补贴目录		2016 年		2016 年汇总(款)		2017 年					2017 年汇总(款)
		第 1-3 批(款)	第 4-5 批(款)	第 1 批(款)	第 2 批(款)	第 3 批(款)	第 4 批(款)	第 5 批(款)			
乘用车	纯电动	94	72	166	61	33	33	26	27	180	
	插混	30	18	48	12	3	5	1	2	23	
	燃料电池		1	1						0	
	汇总	124	91	215	73	36	38	27	29	203	
客车	纯电动	708	500	1208	27	87	330	224	147	815	
	插混	189	157	346	48	41	123	43	40	295	
	燃料电池	1	3	4	1		1	1	2	5	
	汇总	898	660	1558	76	128	454	268	189	1115	
物流车	纯电动		424	424	36	37	142	157	90	462	
	插混		1	1						0	
	燃料电池							1	1	2	
	汇总		425	425	36	37	142	158	91	464	
总计	1022	1176	2198	185	201	634	453	309	1782		

资料来源: 工信部 国信证券经济研究所整理

新能源物流车的主要面向物流配送行业, 而我国的物流行业正在飞速发展, 2016 年, 中国快递业已实现连续 6 年增长率超过 50%, 日均 8000 万个包裹, 快递量达 312.8 亿件, 这势必会带动物流车的需求增加。

当下城市污染日趋严重, 新能源物流车, 特别是纯电动物流车逐渐成为政府大力推广的一种新型交通工具, 如果有 20000 辆燃油货车置换为纯电动物流车, 那么每年将减少 87.6 万吨碳排放量, 相当于每年 48.7 万棵树所要吸收的碳排

放量。

与物流行业的飞速发展相对应的是，纯电动物流车在短途配送、物流配送以及快递领域的普及程度还远远不够，未来市场空间巨大。

在 2017 年前五批新能源汽车推荐目录里，新能源物流车共有 464 款，随着政策的明朗，行业逐渐趋于理性，未来电动物流车将会有较快的增速。

汇川在新能源物流车方面早已有所布局，公司开发的物流车集成式电机控制器产品，包括主要面向以 4.5T 蓝牌、7.5T 黄牌为主车型的物流车五合一电机控制，面向 2.5T、3.5T 微卡、微面车型、凌特车型为主车型的物流车三合一电机控制器和单机版电机控制器，具备很高的市场竞争力，随着电动物流车市场的启动，公司物流车电控将会带来新的业绩增长点。

### 电控到动力总成，产品竞争力和单车配套价值量都有望提升

汇川技术在新能源车领域具备完整的生产线，新能源汽车的三电中，汇川除了电池，电机、减速机、电机控制器、充电机、AC/DC 等都有或即将有推出产品。随着新能源汽车的发展，对动力系统小型化、高效化要求越来越严苛，这就要求企业往动力总成、集成化发展。

公司 2016 年 9 月，使用自有资金 2 亿元设立全资子公司苏州汇川联合动力系统有限公司，子公司主要从事新能源汽车动力总成系统（包括电机控制器、电机、减速机、电源、充电设备、智能控制软件、车联网等产品）的研发、销售与服务。

公司同时也在持续加大在新能源汽车领域的研发投入，2016 年公司研发人员达 1290 人，研发费用占营业收入的 10.53%，这其中相当一大部分都投在新能源领域。

公司在电控研发团队的基础上，组建了新能源汽车动力总成研发团队。汇川技术实行“走出去，请进来，本土化”的战略，并与超过 30 年新能源汽车研发经验的瑞士 Brusa 公司战略合作，启用全新品牌 INOSA，向新能源汽车动力总成领域进军，联合研发满足汽车要求的高功率密度、高可靠性、高性价比的动力总成产品。汇川与 Brusa 合作开发的减速机、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，各项参数和功能均代表了当前新能源汽车行业的最高水准。

图 19: 与瑞士 BRUSA 公司开始战略合作



资料来源：公司公告 国信证券经济研究所整理

## 轨道交通领域有望稳定增长

### 通过收购江苏经纬切入轨道交通领域

公司切入轨道交通业务主要是源于收购江苏经纬实现的，2015年，公司通过股权收购和增资，持有江苏经纬50%股权，积极布局轨道交通领域。

江苏经纬在轨道交通领域主要为城市地铁、有轨电车、动车组车辆提供配套的牵引变流器、辅助变流器、高压箱、牵引电机和TCMS等轨道交通牵引与控制系统。

牵引与控制系统是轨道交通车辆的核心部件之一，具有市场容量较大、技术门槛较高等特点，要求产品供应商具有一定的资质水平。江苏经纬通过与斯柯达合作，消化吸收并基本掌握其转让的轨道交通牵引系统的设计技术与生产工艺，形成了独立设计开发、生产、测试、交付产品的能力。

目前，江苏经纬已经成为国内少数几家具备该行业的准入资质的企业之一，竞争对手主要是中车以及国外品牌西门子庞巴迪、阿尔斯通等。2011年，江苏经纬首次中标苏州地铁2号线，其牵引与控制系统产品在苏州地铁2号线、2号线延伸线上得到成功应用，获得了良好的市场口碑。

汇川技术是工控领域的龙头企业，在驱动、控制领域具备很强的实力，因此与江苏经纬在产品、研发路径、区域市场方面有着极强的互补性，通过收购江苏经纬，公司能够加速江苏经纬对斯柯达电气技术的消化吸收，提升牵引与控制系统核心技术的国产化进程，提高高端智能装备国产化程度。在引进消化的基础上，公司2016年11月顺利通过了自主化城轨牵引系统载客前评审，表明公司具备牵引系统自主设计、生产制造及试验验证能力。

经纬轨道目前已与苏州市轨道交通集团、南京中车浦镇城轨车辆公司签订牵引系统采购项目合同，与中车青岛四方签订佛山市南海区现代有轨电车牵引系统采购合同，主要包括苏州地铁2号线、苏州地铁2号线延伸线、苏州地铁4号线、苏州地铁3号线、京车100%低地板有轨电车、青岛城阳区有轨电车、苏州高新区有轨电车2号线项目、佛山市南海区现代有轨电车项目。2016年，公司轨道交通业务实现收入2.29亿元。

中国正在加大轨道交通的投资力度，未来国内地铁、轻轨项目的建设将为轨道交通企业带来巨大的市场机遇。

### 轨交业务有望稳定增长

随着我国经济水平的高速增长以及国民收入的提高，我国城镇化率正在逐步提高，社会对轨道交通的需求大幅增加。

截止2016年末，我国有29座城市开通运营轨道交通线路130条，建设车站2630座，总里程3849公里，按照各城市城轨、地铁发展规划，2020年全国将建成城轨、地铁6200公里，2050年将建成11700公里，占世界总里程一半以上。

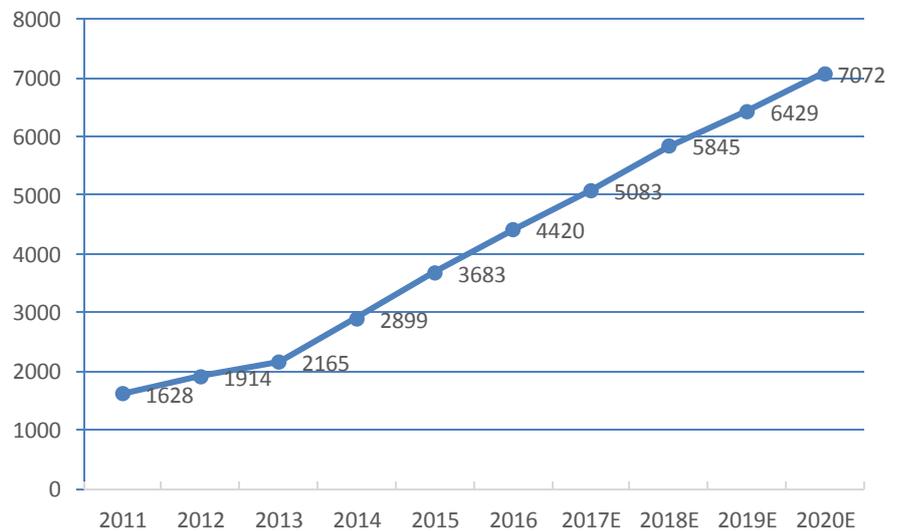
表 5: 全国城市地铁里程排名 (不完全统计) (截至 2016 年年底) (单位: 公里)

城市	总里程 / km	已建成 / km	未建成 / km	城市	总里程 / km	已建成 / km	未建成 / km
北京	944.4	573.84	370.56	长沙	160.48	68.68	91.8
上海	846.26	617.64	228.62	福州	155.41	9.76	145.65
南京	626.28	224.35	401.93	南昌	137.84	28.84	109
广州	543	287	256	南宁	132.5	32.1	100.4
天津	507.92	166.12	341.8	长春	121.42	48.32	73.1
成都	502.39	108.51	393.88	佛山	120.85	21.46	99.39
杭州	498.26	81.59	416.67	无锡	114.46	56.16	58.3
深圳	447.29	285.03	162.26	哈尔滨	92.41	17.47	74.94
重庆	425.01	213.19	211.82	乌鲁木齐	89.05		89.05
武汉	394.35	181.35	213	济南	84.1		84.1
青岛	361.04	25	336.04	石家庄	80.72		80.72
大连	312.68	140.08	172.6	徐州	64.22		64.22
西安	270.68	91.35	179.33	南通	59.55		59.55
厦门	225.3		225.3	绍兴	56.45		56.45
苏州	210.13	67.73	142.4	常州	53.54		53.54
贵阳	206.6		206.6	呼和浩特	49.5		49.5
郑州	199.45	46.85	152.6	太原	47.48		47.48
宁波	194.21	74.52	119.69	芜湖	46.7		46.7
昆明	193.25	65.6	127.65	包头	42.1		42.1
沈阳	179.45	54.96	124.49	洛阳	41.3		41.3
合肥	170.44	24.58	145.86	兰州	35.06		35.06
东莞	164.28	37.8	126.48	合计	10207.81	3649.88	6557.93

资料来源: 知网 国信证券经济研究所整理

按照投资额来看, 未来几年我国城市轨道交通投资额将实现稳步上涨的趋势, 预计将由 2016 年的 4420 亿元增加到 2020 年的 7072 亿元。

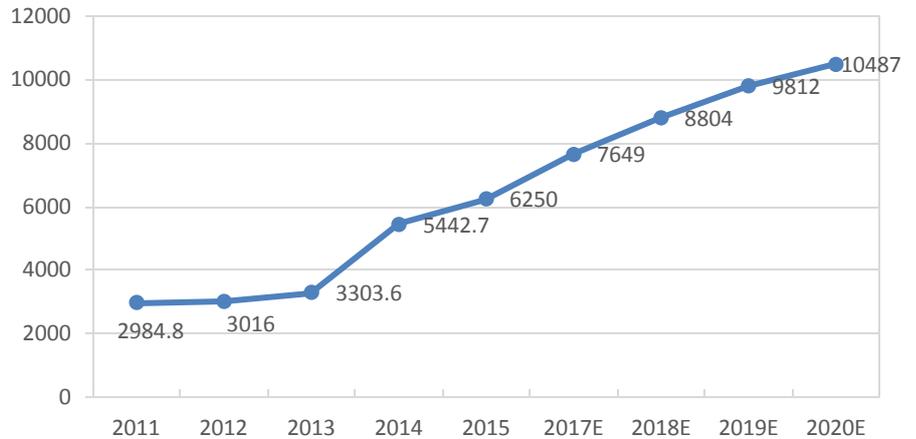
图 20: 城市轨道交通投资额 (单位: 亿元)



资料来源: 中国产业信息网 国信证券经济研究所整理

牵引与控制系统作为轨道交通车辆的核心部件之一, 将具有非常大的成长空间。

图 21: 城市轨道交通设备行业规模 (单位: 亿元)



资料来源: 中国产业信息网 国信证券经济研究所整理

汇川旗下的江苏经纬作为国内极少数几家具有自主知识产权和应用案例的轨道交通牵引系统供应商, 具有非常大的潜在市场。

公司目前也正在积极开拓苏州以外的市场, 今年 1 月, 江苏经纬引入自然人投资者庄仲生 (现任咸阳现代轨道交通设备有限公司董事长) 6500 万元作为战略投资者, 庄仲生具有多年电弓销售经验, 在轨道交通领域积累了丰富的资源及产业经验, 将帮助经纬轨道提升其市场开拓能力, 庄仲生承诺, 协助经纬轨道在 2017~2018 年合计两个年度在中国国内 (不含苏州、深圳) 的城市地铁招标中至少成功获取一条完整的牵引系统订单。

## SWOT 分析

表 6: SWOT 分析

内部因素	S 优势	<p>公司是国内工控领域龙头企业, 具备很强的行业解决方案能力。在中低压变频器、伺服等产品领域都拥有国内最高的市场份额; 新能源客车电控客户认可度高。</p>	<p><b>抓住人口替代、进口替代机会, 继续优化公司行业解决方案能力; 新能源客车服务好现有客户, 并向其他客户拓展。</b></p>	<p><b>借助很强的行业解决方案能力, 力争提高公司的市场占有率并不断开发新产品; 新能源汽车领域, 提高产品技术水平、降低成本, 力争做到盈利能力稳定, 且产品性能优于同业</b></p>
	W 劣势	<p>工控产品与欧美企业直接尚存在差距; 新能源汽车业务起步较晚, 尤其是乘用车领域</p>	<p><b>工控领域, 加大研发力度和客户服务力度, 提高性价比和竞争力; 新能源乘用车电控定位准确, 与国际先进企业合作, 力争实现后来居上</b></p>	<p><b>经济不景气情况下, 客户对产品价格和服务更加敏感, 公司可充分利用这一机会; 新能源乘用车与国际优势企业合作可提高产品竞争力和客户认可度。</b></p>
	O 机会		<p>人口替代、进口替代进程仍在持续, 是工控增长的主要驱动力; 新能源汽车, 尤其是乘用车在未来几年仍将持续快速增长</p>	<p>宏观经济不景气情况下, 固定资产投资放缓, 导致工控行业整体增速下滑或负增长; 新能源汽车产品面临下游客户话语权大, 盈利能力下滑的影响, 且行业竞争有加剧的趋势。</p>
	T 威胁			<p>外部因素</p>

资料来源: 公司资料 国信证券经济研究所整理

## 财务预测

### 盈利预测假设基础

今年以来，公司工控产品订单增长较快，我们给予变频器类、伺服、PLC等产品较高增速的增长，毛利率维持稳定。

今年 1-4 月份，新能源汽车客车市场尚未完全启动，5 月份开始逐步回暖，我们预计全年公司新能源企业产品增速持平，考虑到可能会出现降价压力，我们假设毛利率相对 2016 年有 5 个百分点左右的下滑。

**表 7: 分产品假设基础**

报告期	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>变频器类</b>				
收入	166,451.84	208064.80	249677.76	287129.42
增长率	18.74%	25.00%	20.00%	15.00%
成本	82,256.06	102992.08	123590.49	142129.06
毛利	84,195.78	105072.72	126087.27	145000.36
毛利率(%)	50.58	50.50%	50.50%	50.50%
<b>新能源产品</b>				
收入	108,653.25	108653.25	173845.20	243383.28
增长率	44.55%	0.00%	60.00%	40.00%
成本	59,188.13	65191.95	95614.86	133860.80
毛利	49,465.11	43461.30	78230.34	109522.48
毛利率(%)	45.53	40.00%	45.00%	45.00%
<b>伺服系统</b>				
收入	50,163.03	70228.24	91296.71	109556.06
增长率	43.72%	40.00%	30.00%	20.00%
成本	26,922.66	37691.50	49026.34	58831.60
毛利	23,240.37	32536.74	42270.38	50724.45
毛利率(%)	46.33	46.33%	46.30%	46.30%
<b>可编程逻辑控制器</b>				
收入	10,625.14	15406.45	20028.39	24034.07
增长率	44.45%	45.00%	30.00%	20.00%
成本	5,291.28	7672.41	9974.14	11968.97
毛利	5,333.86	7734.04	10054.25	12065.10
毛利率(%)	50.20	50.20%	50.20%	50.20%
<b>传感器类</b>				
收入	3,474.75	4517.18	5646.47	6775.76
增长率	23.00%	30.00%	25.00%	20.00%
成本	1,867.03	2439.27	3049.09	3658.91
毛利	1,607.71	2077.90	2597.38	3116.85
毛利率(%)	46.27	46.00%	46.00%	46.00%
<b>其他主营业务</b>				
收入	26,636.52	34627.48	43284.35	51941.21
增长率	60.25%	30.00%	25.00%	20.00%
成本	14,375.40	18698.84	23373.55	28048.26
毛利	12,261.12	15928.64	19910.80	23892.96
毛利率(%)	46.03	46.00%	46.00%	46.00%
<b>合计</b>				
收入	366,004.53	441497.40	583778.88	722819.80
增长率	32.11%	20.63%	32.23%	23.82%
成本	189,900.56	234686.05	304628.46	378497.60
毛利	176,103.95	206811.35	279150.41	344322.20
毛利率(%)	48.12%	46.84%	47.82%	47.64%

资料来源: WIND 国信证券经济研究所预测

我们假设期间费用维持稳定，但随着收入规模的扩大，规模效应有所体现，费用率有缓慢下降的趋势。

**表 8: 期间费用基本假设**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	29.94%	23.54%	32.11%	20.63%	32.23%	23.82%	18.47%	13.78%	11.07%	9.28%	9.44%	9.60%	9.77%
营业成本/营业收入	49.77%	51.53%	51.88%	53.16%	52.18%	52.36%	52.53%	52.64%	52.74%	52.80%	52.86%	52.92%	52.98%
管理费用/营业收入	14.73%	14.18%	15.17%	14.50%	14.45%	14.40%	14.10%	13.80%	13.80%	13.80%	13.80%	13.80%	13.80%
销售费用/销售收入	9.23%	8.17%	8.37%	8.25%	8.20%	8.10%	8.00%	7.90%	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%
营业税及附加/营业收入	0.90%	0.98%	1.02%	1.02%	1.02%	1.02%	1.02%	1.02%	1.02%	1.02%	1.02%	1.02%	1.02%

资料来源: WIND 国信证券经济研究所预测

### 盈利预测假设基础

根据以上假设，我们得出以下盈利预测结果。

**表 9: 盈利预测简要结果**

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3660	4415	5838	7228
营业成本	1899	2347	3046	3785
营业税金及附加	37	45	59	74
销售费用	306	364	479	585
管理费用	584	652	855	1052
财务费用	(8)	(44)	(6)	5
投资收益	30	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(40)	(30)	(30)	(30)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	832	1022	1375	1697
营业外净收支	212	254	279	307
利润总额	1044	1276	1654	2004
所得税费用	63	78	101	122
少数股东损益	48	59	77	93
归属于母公司净利润	932	1139	1477	1789

资料来源: WIND 国信证券经济研究所预测

### 盈利预测的敏感性分析

在我们的假设中，工控产品的增长率和毛利率偏差相对较小，新能源汽车电控产品不确定性相对较强，我们选择在增长率-20%-20%，毛利率 35-45%之间，对盈利预测结果做敏感性分析，发现，EPC 变动幅度为 0.64-0.74 元/股之间。

**表 10: 盈利预测的敏感性分析**

增长率 \ 毛利率	-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
-20%	0.64	0.65	0.65	0.66	0.66	0.67	0.67	0.68	0.68	0.69	0.69
-10%	0.65	0.66	0.66	0.67	0.67	0.68	0.68	0.69	0.69	0.70	0.70
-5%	0.65	0.66	0.66	0.67	0.68	0.68	0.69	0.69	0.70	0.70	0.71
0%	0.66	0.66	0.67	0.67	0.68	<b>0.69</b>	0.69	0.70	0.70	0.71	0.72
5%	0.66	0.67	0.67	0.68	0.69	0.69	0.70	0.70	0.71	0.72	0.72
10%	0.66	0.67	0.68	0.68	0.69	0.70	0.70	0.71	0.71	0.72	0.73
20%	0.67	0.68	0.68	0.69	0.70	0.71	0.71	0.72	0.73	0.73	0.74

资料来源: WIND 国信证券经济研究所预测

## 投资建议

### 绝对估值

我们假设行业平均资产 Beta 值为 0.85, 无风险利率为 1.50%, 风险溢价为 5.30%, 在折现率 (横轴) 和行业永续增长率 (纵轴)  $\pm 0.5\%$  的变化范围之内对公司估值做敏感性分析, 得出如下表格数值, 估值中枢为 29.55 元/股。

表 11: 绝对估值

	31.43	5.1%	5.6%	6.08%	6.6%	7.1%
3.5%		73.99	55.21	43.73	36.00	30.44
3.0%		57.53	45.54	37.47	31.67	27.31
2.5%		47.45	39.01	32.96	28.40	24.86
2.0%		40.63	34.30	<b>29.55</b>	25.85	22.89
1.5%		35.71	30.75	26.88	23.80	21.28
1.0%		32.00	27.97	24.74	22.11	19.93
0.5%		29.10	25.73	22.99	20.71	18.78

资料来源: WIND 国信证券经济研究所预测

### 相对估值

我们选取了二级市场上与汇川技术业务具备相似性的公司作为相对估值比较的基础, 对比可知, 汇川技术的估值水平略高于同业。

表 12: 同业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	总股本 (亿股)	收盘价	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					16A	17E	17E	16A	17E	17E
002334.SZ	英威腾	7.55	7.19	54.01	0.09	0.20	0.26	79.80	36.22	27.88
300484.SZ	蓝海华腾	2.08	31.78	65.02	0.75	1.04	1.40	42.57	30.61	22.70
002527.SZ	新时达	6.20	10.61	65.68	0.28	0.34	0.41	38.44	31.07	25.99
603416.SH	信捷电气	1.00	50.85	51.05	1.00	1.36	1.78	50.96	37.48	28.54
<b>300124.SZ</b>	<b>汇川技术</b>	<b>16.65</b>	<b>23.86</b>	<b>399.96</b>	<b>0.56</b>	<b>0.67</b>	<b>0.93</b>	<b>42.64</b>	<b>35.61</b>	<b>25.66</b>
平均								52.94	33.84	26.28

资料来源: WIND 国信证券经济研究所整理及预测

考虑到汇川技术是优势企业, 我们认为公司可享有高于同业 20% 的估值溢价。按照 17 年 40.61 倍的动态 PE 对公司进行估值, 得出合理股价为 28.02 元。

### 给予“增持”的评级

综合绝对估值及相对估值的结果, 我们认为公司合理估价在 28.02 ~ 29.55 之间, 相对于前收盘价 23.86 元尚有 17% ~ 24% 的上涨空间, 给予“增持”的评级。

### 风险提示

公司订单转化周期短, 目前在手订单虽然充足但仍然无法准确判断未来 6-12 个月的订单变化及业绩情况, 因此公司短期订单及业绩存在波动的风险。

新能源汽车业务受政策影响较大, 且下游客户较为强势, 公司相应业务存在因政策的不利变化及竞争加剧带来的增长及盈利能力下滑的风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1708	1849	2382	2936	营业收入	3660	4415	5838	7228
应收款项	2137	2419	3199	3961	营业成本	1899	2347	3046	3785
存货净额	751	953	1244	1550	营业税金及附加	37	45	59	74
其他流动资产	1795	2207	2919	3614	销售费用	306	364	479	585
<b>流动资产合计</b>	<b>6390</b>	<b>7429</b>	<b>9744</b>	<b>12061</b>	管理费用	584	652	855	1052
固定资产	646	673	694	705	财务费用	(8)	(44)	(6)	5
无形资产及其他	288	276	265	253	投资收益	30	0	0	0
投资性房地产	446	446	446	446	资产减值及公允价值变动	(40)	(30)	(30)	(30)
长期股权投资	203	203	203	203	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>7974</b>	<b>9028</b>	<b>11351</b>	<b>13669</b>	营业利润	832	1022	1375	1697
短期借款及交易性金融负债	117	692	1352	1791	营业外净收支	212	254	279	307
应付款项	1158	1525	1990	2480	<b>利润总额</b>	<b>1044</b>	<b>1276</b>	<b>1654</b>	<b>2004</b>
其他流动负债	1580	997	1304	1619	所得税费用	63	78	101	122
<b>流动负债合计</b>	<b>2856</b>	<b>3215</b>	<b>4646</b>	<b>5889</b>	少数股东损益	48	59	77	93
长期借款及应付债券	11	11	11	11	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>932</b>	<b>1139</b>	<b>1477</b>	<b>1789</b>
其他长期负债	125	155	185	215					
<b>长期负债合计</b>	<b>136</b>	<b>166</b>	<b>196</b>	<b>226</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>2992</b>	<b>3381</b>	<b>4842</b>	<b>6115</b>	净利润	932	1139	1477	1789
少数股东权益	267	299	342	393	资产减值准备	12	1	0	0
股东权益	4716	5348	6167	7160	折旧摊销	88	83	91	99
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7974</b>	<b>9028</b>	<b>11351</b>	<b>13669</b>	公允价值变动损失	40	30	30	30
					财务费用	(8)	(44)	(6)	5
					营运资本变动	(137)	(1082)	(980)	(928)
					其它	15	32	42	51
					<b>经营活动现金流</b>	<b>949</b>	<b>203</b>	<b>661</b>	<b>1042</b>
					资本开支	(83)	(130)	(130)	(130)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(283)</b>	<b>(130)</b>	<b>(130)</b>	<b>(130)</b>
					权益性融资	584	0	0	0
					负债净变化	(2)	0	0	0
					支付股利、利息	(415)	(507)	(657)	(796)
					其它融资现金流	(116)	575	660	439
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(366)</b>	<b>68</b>	<b>3</b>	<b>(358)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>300</b>	<b>141</b>	<b>533</b>	<b>554</b>
					货币资金的期初余额	1408	1708	1849	2382
					货币资金的期末余额	1708	1849	2382	2936
					企业自由现金流	651	(183)	295	667
					权益自由现金流	532	434	961	1102

关键财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.56	0.69	0.89	1.08
每股红利	0.25	0.31	0.40	0.48
每股净资产	2.84	3.22	3.72	4.31
ROIC	18%	17%	19%	19%
ROE	20%	21%	24%	25%
毛利率	48%	47%	48%	48%
EBIT Margin	23%	23%	24%	24%
EBITDA Margin	25%	25%	26%	25%
收入增长	32%	21%	32%	24%
净利润增长率	15%	22%	30%	21%
资产负债率	41%	41%	46%	48%
息率	1.1%	1.4%	1.8%	2.1%
P/E	40.0	32.7	25.2	20.8
P/B	7.9	7.0	6.0	5.2
EV/EBITDA	43.7	37.3	28.3	23.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
王玮 13726685252	吴国 15800476582	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
许婧 18600319171	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
边祎维 13726685252	倪婧 18616741177	刘紫微 13828854899	夏雪 18682071096
王艺汀 13726685252	林若 13726685252	简洁 13726685252	吴翰文 13726685252
詹云 13901062999	张南威 13726685252	欧子炜 18150530525	
陈雪庆 18150530525	周鑫 13726685252		
杨云崧 18150530525	张欣慰 13726685252		
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	丛明浩 13901062999		