

工控龙头二次创业再出发

——汇川技术（300124）深度报告

2017年08月17日

强烈推荐/上调

汇川技术 深度报告

报告摘要：

我们看好汇川技术业务再创佳绩。行业回暖，股权激励，需求递增，公司积极布局，力图抓住机遇，实现业绩的跨越式发展。

公司17年初正式完成了第三次股权激励，表明了公司对未来发展的信心，将经营层与股东双方利益紧密结合起来，推动公司加速战略转型。

工业自动化市场回暖势头强劲。通用自动化业务的发展前景与我国宏观经济的走向密不可分，我们预测随着行业回暖，下游行业需求的增加以及公司新产品的研发，未来三年，公司通用变频器类产品业绩将节节攀升。

工业机器人发展助长伺服系统需求，未来进口替代空间巨大。公司伺服控制技术在国内领先。未来几年，工业机器人的高速增长将刺激伺服系统的巨大需求，而且国内伺服产品进口替代空间巨大，可以预见公司伺服系统业务将迎来大幅增长。

公司已经成为我国新能源汽车电机控制器的领军企业。近3年来随着新能源汽车的发展，公司加码新能源乘用车动力总成，新能源产品占公司主营收入比重逐步提高，未来将成为公司业绩弹性的强力支撑。

高铁技术自主化浪潮下公司列车牵引系统订单有望持续突破。公司收购江苏经纬，自主研发列车牵引控制系统，目前公司在手订单充足，随着公司市场开拓方面投入不断加大，公司有望突破苏州以外市场，进一步抢占市场份额。

我们预计公司2017年~2019年的营业收入分别为45.90亿元、55.24亿元和71.99亿元，归属于上市公司股东净利润分别为10.92亿元、13.06亿元和15.68亿元，每股收益分别为0.69元、0.79元和0.94元，对应PE分别为36.79X、32.29X、26.90X，上调至“强烈推荐”评级，给予6个月目标价31元。

风险提示：新能源乘用车市场拓展不及预期；下游市场下行导致业绩不及预期；市场风格切换导致股价下行。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,770.53	3,660.05	4,590.00	5,524.00	7,198.66
增长率(%)	23.54%	32.11%	25.41%	20.35%	30.32%
净利润(百万元)	833.97	980.17	1,178.64	1,341.40	1,606.76
增长率(%)	20.85%	17.53%	20.25%	13.81%	19.78%
净资产收益率(%)	19.93%	19.76%	19.46%	19.93%	21.30%
每股收益(元)	1.03	0.59	0.69	0.79	0.94
PE	24.67	43.07	36.79	32.29	26.90
PB	4.98	8.94	7.16	6.43	5.73

郑闵钢

010-66554031 zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号: S1480510120012

联系人: 任天辉

010-66554037 rentianhui1989@hotmail.com

陈皓

010-66555446 chen hao_@dxzq.net.cn

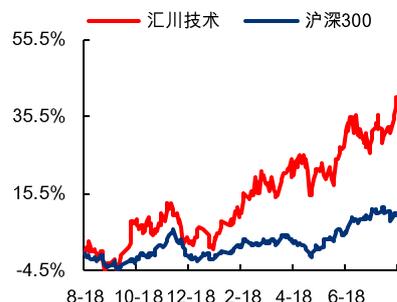
龙海敏

010-66555481 longhm@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	26.43-19.23
总市值(亿元)	440.09
流通市值(亿元)	339.42
总股本/流通A股(万股)	166511/128421
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.67

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 《通用伺服器增长迅猛 轨交新能源重点关注——汇川技术（300124）半年报点评》2016-08-15
- 《汇川技术（300124）：行业企稳回升，公司将重新步入快速增长通道》2013-03-29
- 《汇川技术（300124）调研快报：高性价比+独到的营销策略，疲弱市场仍显游刃有余》2012-04-17

目 录

1. 变频器龙头积极布局稳步发展	4
1.1 股权激励保障长远发展	4
1.2 发展战略清晰稳扎稳打	5
1.3 公司历史经营业绩良好	6
2. 传统业务随行业回暖稳步增长	7
2.1 通用变频器业务稳步上升	9
2.2 行业营销以促进业务增长	11
2.3 电梯变频器业务迎难而上	13
3. 伺服系统需求巨大未来可期	17
3.1 伺服产品进口替代空间巨大	18
3.2 伺服系统智能制造相辅相成	18
3.3 伺服系统业务有望多点开花	19
4. 新能源汽车业务稳步发展	21
4.1 客车领域贡献主收入	21
4.2 物流车领域深入布局	22
4.3 乘用车领域专注开发	23
5. 轨交业务获重大机遇	23
5.1 并购推动轨交业务增长	24
5.2 经纬轨道完成增资扩股	25
6. PLC 业务极具成长性	26
6.1 PLC 市场竞争态势	26
6.2 PLC 业务保持增长	27
7. 盈利预测与投资评级	29
8. 风险提示	30

表格目录

表 1:三次股权激励情况	5
表 2:公司 MD 系列变频器产品一览	8
表 3:公司电梯变频器系列产品	15
表 4:经纬轨道工商变更情况	25
表 5:公司各项业务市场规模	29
表 6: 汇川技术绝对估值敏感度分析	30
表 7: 汇川技术主营收入预测	31
表 8: 公司盈利预测表	32

插图目录

图 1:公司服务网络	4
图 2:汇川科技发展时间轴	6
图 3:公司营业收入及增速	6
图 4:公司利润率	6
图 5:公司各业务收入构成	7
图 6:公司各业务毛利率	7
图 7:2005 至 2016 年国内工业化市场规模	9
图 8:公司近五年变频器类产品收入	9
图 9:国内低压变频器主要厂商及市场份额（2016）	10
图 10:低价变频器主要应用场景	10
图 11:MD500 高性能矢量型变频器	10
图 12:MD810 多传产品图	11
图 13:MD810 系统拓扑图	11
图 14:公司组织结构调整情况（通用自动化事业部）	12
图 15:公司变频器类业务收入、成本及毛利率	12
图 16:我国低压变频器市场规模与增速预测	13
图 17:国内近五年电梯保有量及增速	14
图 18:公司近五年电梯一体机收入及增速	14
图 12: 维保收入占比	16
图 21:汇川电梯物联网系统—电梯信息采集	17
图 22:汇川技术伺服驱动系统平台	17
图 23:国内伺服系统品牌份额（2016）	18
图 24:国内伺服系统竞争格局（2016）	18
图 25:近五年国内机器人市场销量与增速	19
图 26:工业机器人核心部件及解决方案	19
图 27:注塑机伺服节能系统	20
图 28:CNC 机床示例图	20
图 29:新能源业务收入情况和销售增速	21
图 30:新能源产品毛利率	22
图 31:电动汽车电用控制器	22
图 32:电动汽车电用控制器	22
图 33:牵引系统组成	24
图 34:江苏经纬发展历程	25
图 35:2016 年大型 PLC 市场份额	26
图 36:2016 年中型 PLC 市场份额	26
图 37: 2016 年小型 PLC 市场份额	27
图 38: 近年自动化市场单季度增速与 PMI 指标对比	28
图 39:PLC 产品销售情况	28
图 40:PLC 产品的毛利率	28
图 41:中国 PLC 市场规模及增速	29

领域平台型系统集成商平稳转型。

表 1：三次股权激励情况

期次	授予时间	授予股数 (万股)	授予人数	有无高管	占总股本比例
第一期	2013 年 2 月	1352	227	无	3.47%
第二期	2015 年 5 月	459	174	无	0.59%
第三期	2016 年 12 月	5682	652	有	3.48%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

1.2 发展战略清晰稳扎稳打

汇川技术作为国内工业自动化领军企业，上市后进入了高速发展时期。从长远发展考虑，公司进行战略转型的步伐不断：1）由设备供应商向平台型系统集成商演进；2）内生增长与外延并购双轮驱动。

纵观汇川的企业发展历程，我们可以将其大致划分为三个阶段：**起步奠基阶段、快速发展阶段、战略转型阶段**。汇川技术的每个发展阶段都稳扎稳打，战略清晰：**成立之初扎实发展技术->稳扎稳打抢占市场份额->战略转型培育新增长点**。公司以过硬的研发实力，广泛的下游应用为基础，公司始终紧扣产业发展脉搏，培育新增长点：

- ◆ **2013 年 9 月收购伊士通 40%股份**。公司成为伊士通第一大股东，通过董事会形成实际控制地位。汇川技术与伊士通在产品、区域市场上有着极强的互补性，协同效应显著。本次收购延长了汇川技术在注塑机行业的产品线，进一步拉动汇川的伺服电机销售，加强在长三角地区的竞争力，同时巩固在珠三角竞争力。另外，汇川技术和伊士通双方可通过客户资源共享和联合营销等方式，促进双方在注塑机等相关行业的业绩增长。
- ◆ **2015 年 6 月收购江苏经纬 50%股份**。公司形成对江苏经纬的实际控制地位，顺势取得轨交牵引准入资质，为公司战略性介入轨交牵引市场奠定了雄厚根基，至此公司正式进军轨道交通领域。通过本次合作，汇川技术有望把江苏经纬打造成领先的轨道交通牵引系统企业，对于提升公司技术实力及品牌形象、寻找新的增长点均有重大的意义。
- ◆ **2016 年 6 月收购上海莱恩 60%股份**。汇川在变频器、控制器、伺服等核心零部件领域掌握核心技术优势，此次收购上海莱恩，有利于完善汇川技术在机械传动领域的产品和整体解决方案。公司目标成为世界一流的工业自动化产品及解决方案供应商，将不断优化产业布局。

图 2:汇川科技发展时间轴



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

1.3 公司历史经营业绩良好

公司 2016 年销售收入 36.6 亿元，净利润 9.80 亿元。自 2010 年上市以来，公司收入保持了稳步增长。从 2010 年到 2016 年，公司营业收入 CAGR 为 32.54%，净利润年均复合增长率为 28.17%。

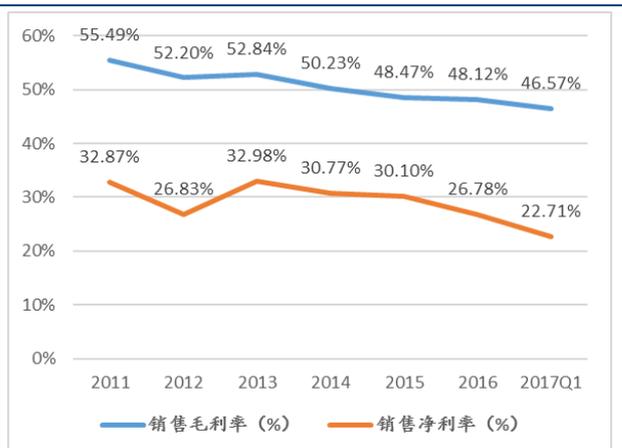
公司利润率水平较高。2016 年，公司销售毛利率为 48.12%，销售净利率为 26.78%。公司上市以来，公司销售毛利率和销售净利率整体稳定在较高水平。

图 3:公司营业收入及增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

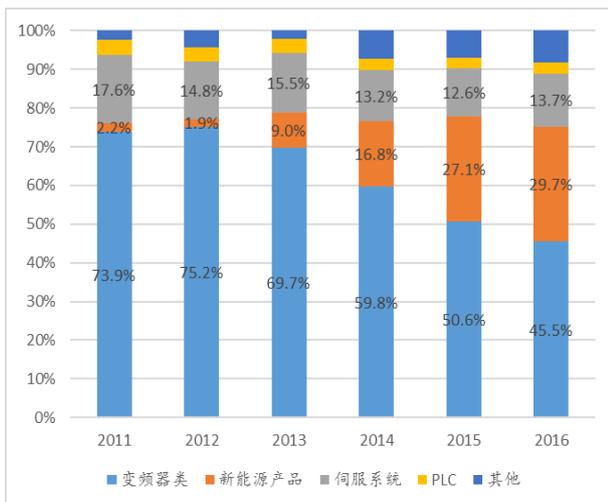
图 4:公司利润率



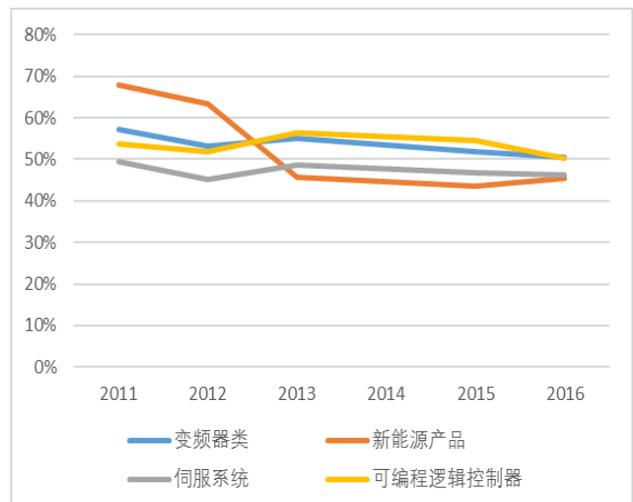
资料来源：wind，东兴证券研究所

从收入结构来看，变频器类业务是公司最重要的收入组成部分，占公司营业收入的50%以上。而伺服系统、新能源产品业务也是公司的重要收入组成部分。2016年，公司变频器类业务、伺服系统和新能源产品业务收入占比依次为45%、14%和30%。

从业务利润率来看，公司变频器类、伺服系统和PLC业务毛利率走势较平稳，新能源产品毛利率收补贴退坡及市场竞争加剧影响近年来略有下降。

图 5:公司各业务收入构成


资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 6:公司各业务毛利率


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

2. 传统业务随行业回暖稳步增长

变频器业务是公司的传统业务，产品包括通用变频器和电梯专用变频器。汇川技术目前是国内变频器领域自主品牌的龙头，随着行业回暖，传统业务增长有望保持强劲势头。

表 2:公司 MD 系列变频器产品一览

类型	性能	系列	目标市场	产品外观
工程型	1.共母线高性能多级传动 2.等高深小体积紧密式安装 3.工艺功能软件应用宏设计 4.行业耐环境高防护处理 5.模块化便携整体运行维护	MD810 Max:355kW	金属制品 印刷包装 纺织印染 化纤塑料 起重塔机等	
高性能矢量型	1.卓越性能，控制精度高 2.高可靠性 3.功能易用，可拓展性强 4.优化的结构设计，减小安装空间 5.整机保护更完善 6.EMC 设计规范提升，通过 GE 和 UL 认证	MD500 18.5-450kW 0.4-15kW（待发布）	冶金 石化 电力 纺织 染整 提升 取暖 玻璃 印包 机床 空压机等	
电压磁通矢量	1.可靠性高，适用于复杂应用环境 2.系统测试，整机保护完整，设计寿命长 3.结构优化，冗余设计 4.功能易用，灵活扩展 5.EMC 设计规格提高，满足 CE、UL 认证	MD290 18.5G/22P-450G/500P Max: 500kW	纺织 锅炉风机 平移机构 恒压供水泵 塑料机械 暖通 石油 锻压机床 食品机械等	
迷你型	1.高防护稳定可靠 2.高规格 EMC 设计 3.高功率密度设计 4.调试简单 5.全系列通过 CE 和 UL 认证	MD200 0.4-2.2kW 单相 220VAC (0.7-15kW 三相待发布)	木工 玻璃 食品药品 机械 自动化生产 产线 物流设备等	

资料来源：公司官网、东兴证券研究所

2.1 通用变频器业务稳步上升

公司的下游行业众多，因此其通用自动化业务的发展与宏观经济的走向相关联，主要驱动因素是当年的工业自动化市场规模。我国工业自动化市场在 2010、2011 年两年达到增长小高峰增速高达 30% 和 15.38%，2012 年大幅回落至 -10%，再于 2013、2014 年增速小幅回升至 0.37% 和 7.14%，2015 年增速降至 -12% 后于 2016 年触底反弹至 17.43%。公司的通用变频器收入增速表现出较强的韧性和弹性：

- ◆ 行业增速为正时，公司产品营收增速大于行业增速，表现出较强弹性。
- ◆ 行业增速为负时，公司产品营收增速依然保持正增长，表现出较强韧性。

图 7:2005 至 2016 年国内工业化市场规模



资料来源：wind、东兴证券研究所

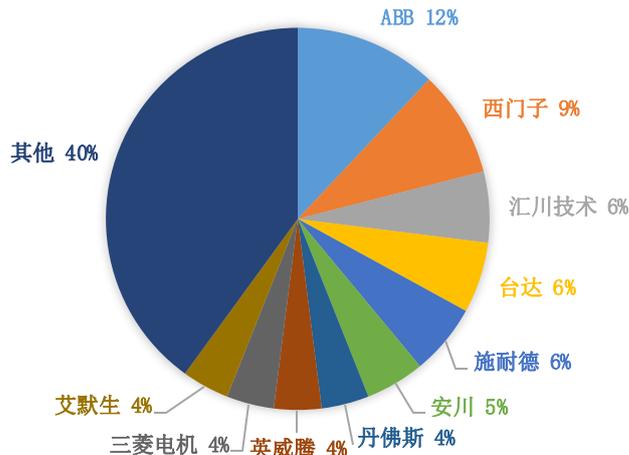
图 8:公司近五年变频器类产品收入



资料来源：wind、东兴证券研究所

公司的通用变频器产品目前覆盖了除电梯以外的 20 多各子行业。目前国内市场上的变频器厂家有 300 多家，其中 20 至 30 家左右占据了近 80% 的市场份额。国内变频器市场外资品牌先入为主迅速占领市场份额，目前在中国中高端变频器市场仍占主导地位。国内大部分本土企业成立时间不长，其本土变频器产品进入市场的时间也较短，因此在产品成熟度和知名度方面还很难与国外品牌媲美，与国外品牌仍存在一定差距。

图 9:国内低压变频器主要厂商及市场份额 (2016)

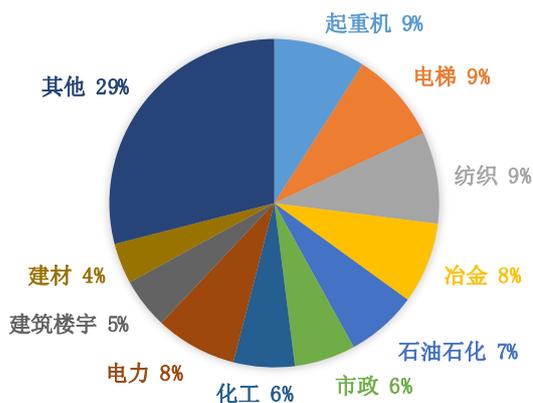


资料来源: 中国知网、东兴证券研究所

公司产品目前从技术和市场份额上已经全面赶超日本品牌,未来可与欧美一线品牌展开竞争。汇川目前是国产变频器的最大供应商。公司重视新产品的研发,经过近几年的技术积累,公司通用变频器新产品不断进入市场,其平台型产品在性能、外观、成本优化方面都较上一代产品有明显提升,从而增强了公司的市场竞争力。

经过数年发展,汇川技术通过不断的技术积累与研发投入,2014年成功研制出了平台型产品 MD500,该产品是公司的最高性能变频器,汇集了矢量变频器技术,其核心元器件 IGBT 模块采用的是国际领先技术,功率转换密度更大,并且具有结构紧凑、体积小等优点。MD500 凭借众多优点一经推出即被市场认可。MD500 的推出巩固了公司在机床、纺织、起重设备等下游行业的市场占有率,提升了公司的毛利率水平。

图 10:低价变频器主要应用场景



资料来源: 中国知网、东兴证券研究所

图 11: MD500 高性能矢量型变频器



资料来源: 公司官网、东兴证券研究所

公司 2016 年通用变频器产品（除电梯一体机外）实现营业收入 6.96 亿元，同比增长 38%，2017 年 Q1 通用变频器产品实现收入 2.15 亿元，同比增长 76%。公司变频器产品在空压机、塑料机械、金属制品等行业取得了较快增长。我们预测未来三年，随着行业回暖，下游行业需求不断增加，公司通用变频器类产品将稳步上升，保持 40% 年复合增速。

2.2 行业营销以促进业务增长

公司加强渠道建设，定制解决方案，开展行业营销。工业自动化的下游行业和客户众多，工艺差异巨大，因而需要定制化解决方案。

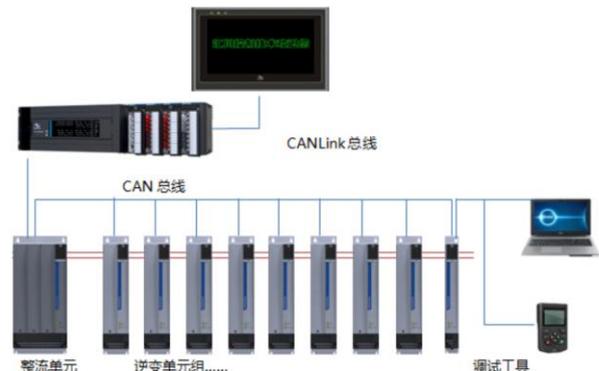
公司重视客户需求，开展行业营销。目前，公司一方面不断对通用平台型产品进行升级，如通用单传变频由 MD320 已经升级到了 MD500 系列，同时还推出了应用于 OEM 行业的多传产品 MD810；另一方面，坚持开展行业营销，目前已在空压机、纺织、空调与制冷、塑料机械等多个行业推出了具有较强竞争力的综合电气解决方案或行业专机。目前空压机及纺织等下游行业是公司的主要客户，所以伴随着纺织行业回暖，产品销售业绩将会较快增长。同时，公司在变频器领域，致力于为客户提供个性化的解决方案，为不同制造商提供最合适的解决方案和服务。

图 12:MD810 多传产品图



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

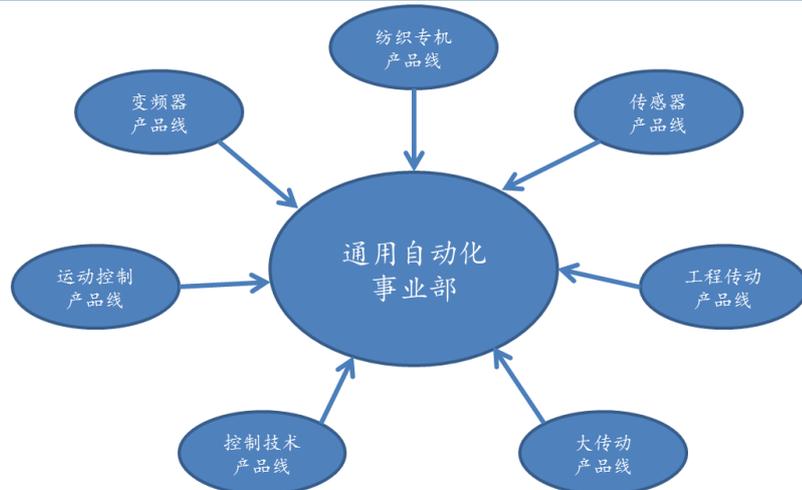
图 13:MD810 系统拓扑图



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

2016 年，公司为了更好地落实行业营销的政策，调整了原有的组织结构，之前的十余个产品线被合并为六大事业部。以行业划分，更好地贴近行业需求。在将包含变频器的七大产品线合并为通用自动化事业部后，各产品之间可以形成合力，从而更有效率地以行业需求为核心，共同定制出最优的解决方案。

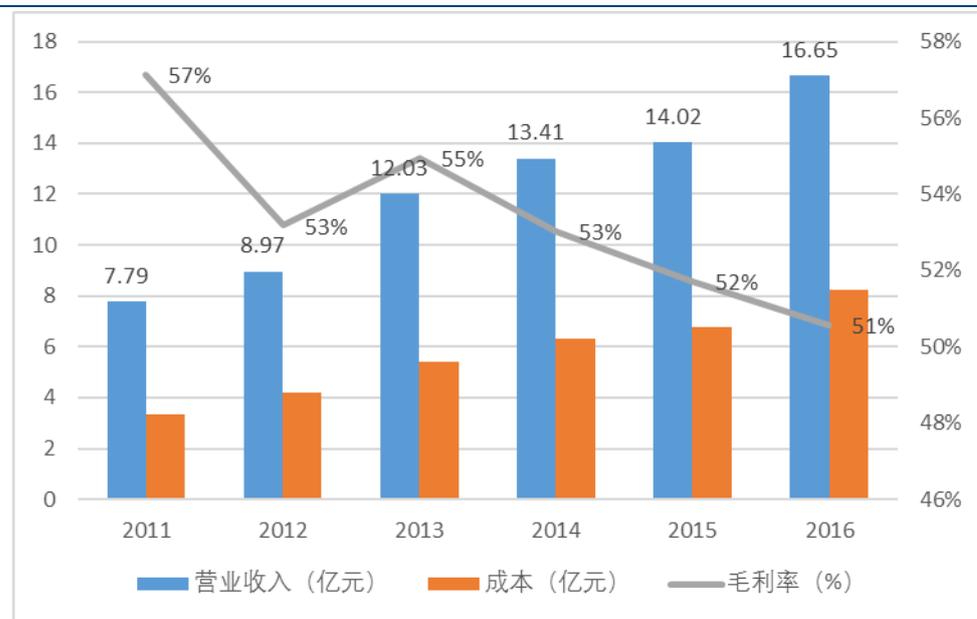
图 14:公司组织结构调整情况（通用自动化事业部）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司近几年来，通过不断的技术积累与研发投入，与国际品牌的差距越来越小。ABB、西门子等国际品牌以中高端市场为主，其产品应用主要集中在起重、冶金、建材、机床和食品饮料等项目型市场。而国内品牌汇川、台达等则专注于中低端的 OEM 和高端风机泵类市场。从市场份额来看，汇川技术已经占据低压变频器市场份额第三位。

图 15:公司变频器类业务收入、成本及毛利率



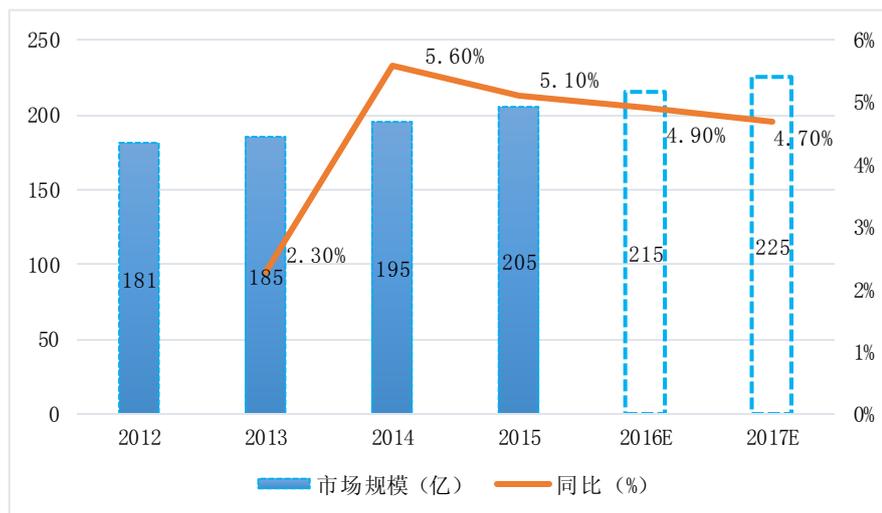
资料来源：wind、东兴证券研究所

根据中国变频器数据分析报告显示，未来三年我国中低压、高压变频器市场的 CAGR 分别为 10%和 15%。高压变频器受益于国家节能减排政策，在火力发电、驱动风机、

大型水泵等行业快速推广和发展。低压变频器目前广泛应用于纺织、起重设备、机床等行业。

国内的低压变频器行业起步较晚，外资品牌占据了国内早期的变频器市场，目前的市场占有率仍维持在60%-70%。随着我国工业4.0的提出以及工业化发展的必然趋势，低压变频器在各行业各领域的作用将越来越突出，因此可以预计我国低压变频器市场将会维持高速增长态势，预计到2020年，市场规模将达到250亿元。

图 16:我国低压变频器市场规模与增速预测



资料来源：中国知网，东兴证券研究所

面对巨大的市场规模，公司细分市场，集中力量于优势领域，努力培育自己独特的竞争优势，从而与国际品牌竞争。变频器行业与国家经济周期紧密相关，在目前经济下行的大环境下，进口替代的速率也将进一步加快。

2.3 电梯变频器业务逆风而上

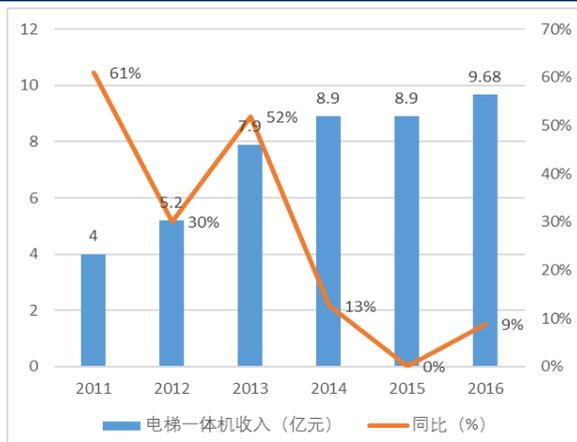
公司的电梯业务在行业逆境中，保持了难得的增长。电梯业务主要受电梯产量影响，而电梯产量则取决于同期房地产新开工面积。2015年，由于房地产市场低迷，电梯行业出现了近10年来的首次下滑；2016年，虽然部分一二线城市的楼市一度崛起，但房地产行业的整体形势仍然不乐观。公司在行业逆境中，通过开拓国际电梯品牌、多产品组合销售以及进军电梯改造市场等途径，提升了市场份额，保持了难得的增长。电梯安装一般在房屋竣工之时，有一年左右的滞后期，2016年房屋新开工面积实现全年8%增长，预计2017年新梯安装数量较之2016年稳中有升。

图 17:国内近五年电梯保有量及增速



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

图 18:公司近五年电梯一体机收入及增速



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

电梯一体化产品是在传统电梯控制系统基础上，改良其功能受限及后期维保复杂等问题发展而来的。其将电梯逻辑控制电脑版(PLC)和电梯专用变频器有机地整合起来，实现电梯一体化控制技术。电梯一体化产品具有稳定性好，安装调试简单的优点，可以满足客户的需求，同时降低后期维护的成本。

表 3:公司电梯变频器系列产品

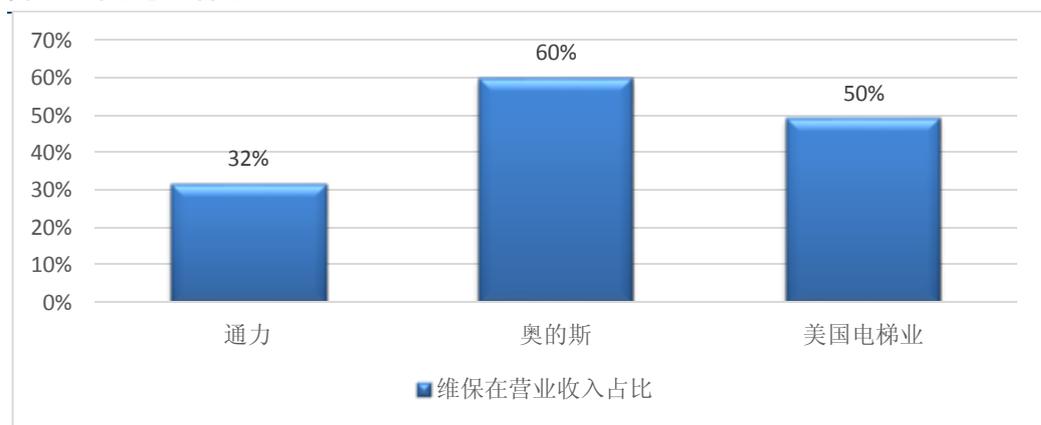
产品名	示例图
NICE7000 电梯一体化控制器 商务电梯解决方案，更安全，更智能	
NICE3000 电梯一体化控制器 乘客电梯解决方案，更简单，更可靠	
NICE2000 扶梯一体化控制器 自动扶梯、人行道解决方案，旁路变频、全变频两种运行模式	
NICE1000 电梯一体化控制器 别墅梯、货梯解决方案，全并行输入输出接口，超短层自动识别	
NICE900 门机一体化控制器 NICE900 是电梯门、冷库门、地铁门等门系统的驱动控制器，集成开关门逻辑控制与电机驱动控制于一体	
ME320 电梯专用变频器 多段速、模拟量两种控制方式，支持正弦弦、U/VW、EnDat2.1/ABZ 增量式编码器	
控制柜 完善的控制柜解决方案，丰富的种类选择	
电梯物联网 电梯维保监管、管理、故障提醒，实时运行数据监控	

资料来源：公司官网、东兴证券研究所

可以预期，电梯后市场发展空间巨大，存量梯改造潜力无穷。近年来随着电梯事故的增多，人们开始越来越关注电梯运行安全和维保问题。目前电梯制造厂家自维保的比例低于 30%，这表明大量电梯仍是由第三方维保公司负责。对于空间巨大的维保市场，电梯制造企业越来越愿意自己直接开展维保。因此，公司针对旧梯改造市场，重点研发和经营电梯部件集成化，提高电梯后期改造的运营效率和整体稳定性，为旧梯

改造提供成熟优质的解决和改造方案。目前，以奥的斯为代表的国际电梯巨头已经走过了制造业发展的初级阶段，即以产品谋取收入的阶段，完成了由制造向服务的转型。**奥的斯维保收入占到总营收的 60%**，不仅远远高于国内电梯业的维保营收比，也领先于国际竞争对手。这是因为**奥的斯始终坚持原厂维保服务**，通过维保技师培训、服务配套设施升级，以及应用移动互联网技术开发电梯维保软件等举措，确保原厂维保服务在质量、效率等方面的优势。仅在中国，奥的斯就拥有超过 2000 名原厂服务技师，服务网络覆盖全国 31 个省市自治区的 300 多个维保服务站点。其国内首创的免费召修服务热线 OTISLINE 为客户提供 7*24 小时服务。

图 19: 维保收入占比

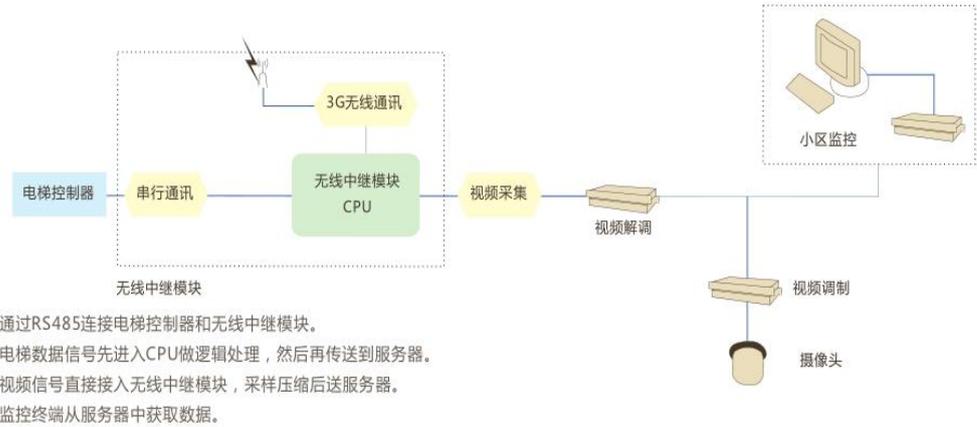


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司适应互联网+浪潮，在电梯后市场服务中引入互联网思维，提出“互联网+电梯”模式。“互联网+电梯”模式主要由智能硬件、手机 APP、终端云服务器构成，同时以移动办公、电子流程、数据分析和智能电梯等多项核心技术为辅助工具，为电梯注入物联网基因。

随着电梯一体机业务增速的放缓和电梯维保市场的扩大，我们认为未来公司将把电梯业务的工作重心投入到电梯后市场中，努力将电梯互联网发展成为公司新的营收增长点。

图 20:汇川电梯物联网系统—电梯信息采集

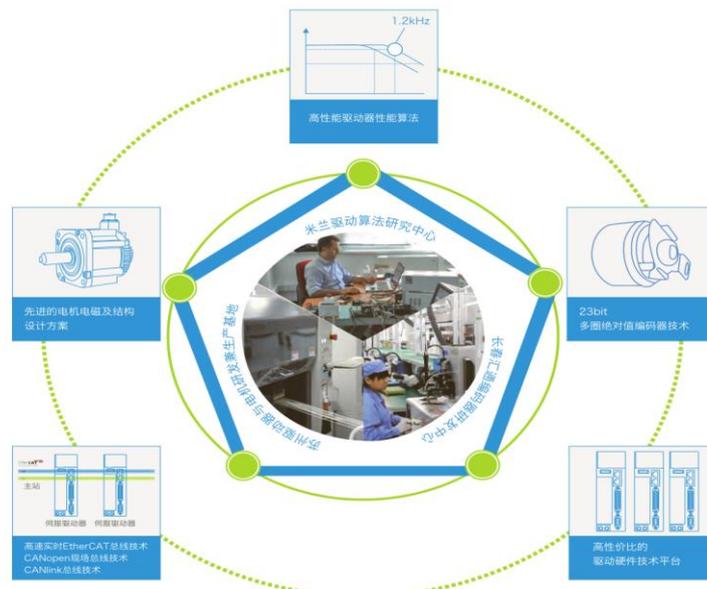


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

3. 伺服系统需求巨大未来可期

公司伺服控制技术在国内外处于领先地位。伺服系统通过电控技术精确控制伺服电机转动，保证执行机构精准运动，可理解为带有反馈装置（编码器）的变频调速系统。未来几年，工业机器人的高速增长将带动伺服系统的巨大需求，而且国内伺服产品进口替代空间巨大，可以预见公司伺服系统业务将迎来大幅增长。

图 21:汇川技术伺服驱动系统平台



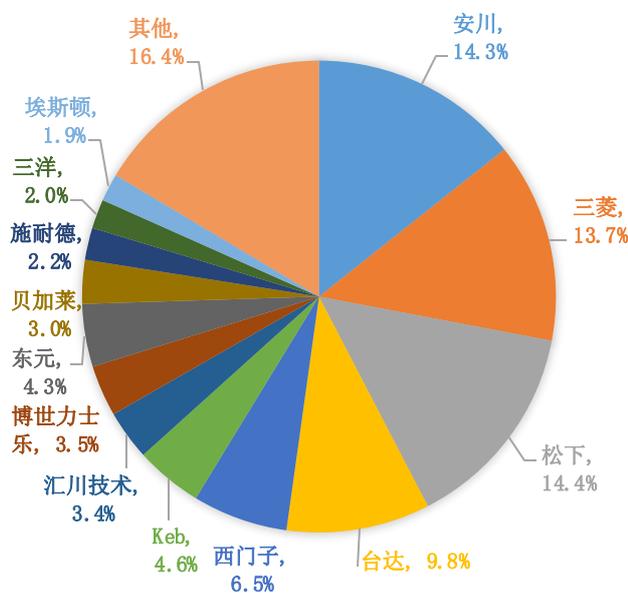
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

3.1 伺服产品进口替代空间巨大

目前国内市场的外国伺服品牌占比高达 **75%**，进口替代空间巨大。其中日本品牌占比为 50%，包括松下、三菱电机、安川、三洋、富士等著名品牌；欧美品牌占比 25%，包括美国的罗克韦尔，德国的西门子、伦茨、博世力士乐、施耐德等品牌。国产品牌占据了 20% 的市场，其中内地品牌和台湾品牌分别占据 10% 的市场，中国台湾以东元和台达为代表，其技术水准和价格水平居于进口中端产品和内地品牌之间；中国内地的品牌主要有汇川技术、华中数控、广州数控、埃斯顿等。

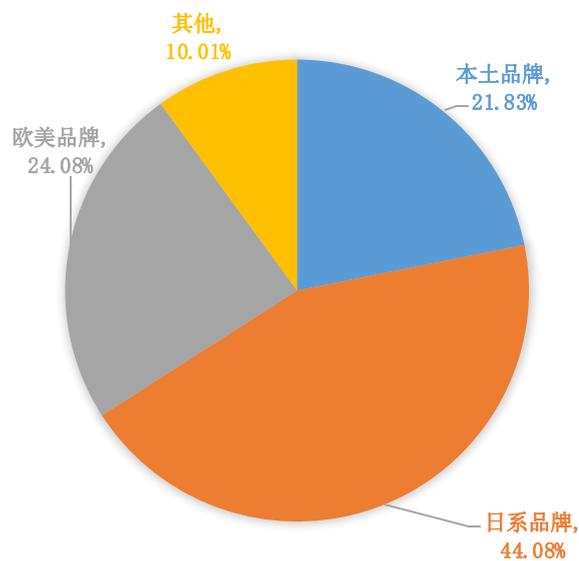
国产伺服品牌市场占有率逐步提升。近年来在伺服系统领域，国内外萌生了一批优秀企业，且各有特色。国外厂商技术卓越，擅长中高端产品，但价格偏高，且本地化不足。国内厂商集中在中低端伺服产品，价格较低，但得益于本土优势，能够充分调研国内市场，推出国内厂商需要的伺服产品，甚至可以进行专门定制业务，本地化方面比较出色。随着技术水平的提升，未来国内本土伺服品牌将逐步替代国外产品，2016 年国产伺服品牌市场占有率为 20%，我们预测未来三年国产伺服品牌市场占有率将达到 25%、30%、35%。随着“中国制造 2025”的不断推进，人口红利的逐步消失，工业自动化水平的不断提升，我国伺服系统市场的规模将会保持高速增长的态势。

图 22:国内伺服系统品牌份额（2016）



资料来源：中国知网，东兴证券研究所

图 23:国内伺服系统竞争格局（2016）



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

3.2 伺服系统智能制造相辅相成

我国政府于 2015 年提出了“中国制造 2025”，明确提出了推进制造过程智能化，通过搭建智能工厂，使企业生产过程向自动化、数字化、智能化方向发展。汇川技术作为

中国自动化控制领域的领军企业，敏锐的抓住“中国制造 2025”的契机，在智能制造领域全面布局。

伺服驱动器属于自动化控制系统中的驱动层，伺服电机属于执行层。伺服驱动器和伺服电机如今已经成为智能制造的必需品。伺服系统是工业自动化最为重要的控制和执行机构之一，在机床工具、纺织机械、印刷机械和包装机械等领域得到广泛应用，同时随着近几年工业机器人、电子制造设备等产业的迅速扩张，伺服系统在新兴产业的应用规模增长迅速。

图 24:近五年国内机器人市场销量与增速



资料来源：中国知网、东兴证券研究所

图 25:工业机器人核心部件及解决方案



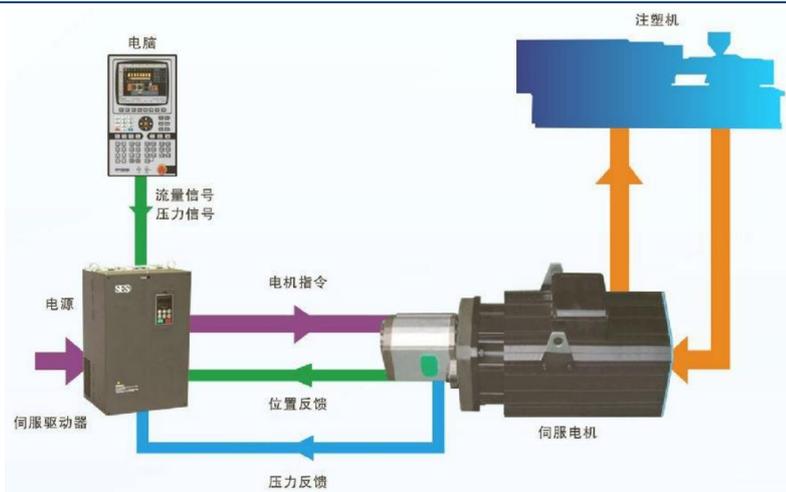
资料来源：公司官网、东兴证券研究所

3.3 伺服系统业务有望多点开花

公司伺服系统产品可以分为专用伺服系统和通用伺服系统。专用伺服系统的下游主要为注塑机电液伺服系统；通用伺服产品方面，目前主要下游是锂电设备、3C 自动化、机器人。

专用伺服系统方面，公司研发的电液注塑机伺服系统具有高效、低能耗等优点，一经推出即迅速占领了注塑机伺服市场。公司的注塑机伺服占据我国该产品市场 30%以上份额，其销售规模早在 2013 年就已经突破 1 亿元。2013 年 9 月公司出资 1.1 亿元收购宁波伊士通 40%股权，伊士通主营产品便是注塑机控制器，与汇川生产的注塑机伺服系统相结合，就可以为客户提供全套注塑机电控系统解决方案。

图 26:注塑机伺服节能系统

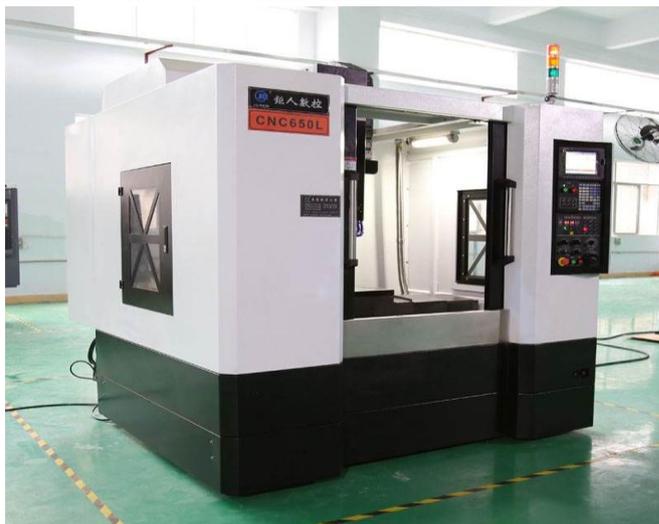


资料来源：公开资料，东兴证券研究所

虽然目前注塑机行业整体增长乏力，但是汇川看好未来存量市场进口替代空间。目前注塑机伺服系统行业年销售额为 5~6 亿，公司目前市场占有率为 30%，随着未来全电动注塑机逐步替代全液压和电液混合注塑机，注塑机伺服系统市场空间有望突破 10 亿。

公司通用伺服产品方面，目前主要下游是锂电设备、3C 自动化、机器人。其中锂电设备占比最高，约为 40%左右。公司正在努力追赶国外厂商，缩小技术差距，未来有望从西门子等国际一线品牌手中抢夺市场。CNC 机床目前是通用伺服系统最大的市场，不过公司目前涉入较少，因此公司希望通过引进国外先进 CNC 技术来打开机床伺服系统市场。

图 27:CNC 机床示例图

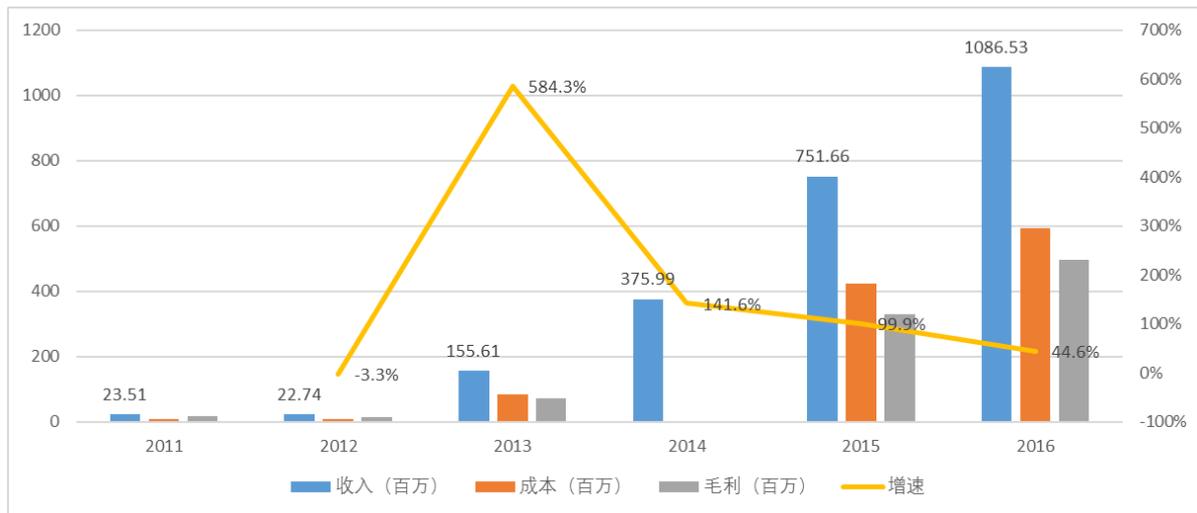


资料来源：公开资料，东兴证券研究所

4. 新能源汽车业务稳步发展

公司是我国新能源汽车电机控制器的领军企业。近3年来，公司新能源业务飞速发展，数据显示，主营收入中的新能源业务占比也在节节攀高，2016年新能源业务占比达到29.69%。

图 28: 新能源业务收入情况和销售增速



资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

4.1 客车领域贡献主收入

客车贡献了公司新能源业务的主要收入。宇通是公司新能源客车的最大客户，占整个客车收入的80%。汽车电子业务已经发展成为公司的三大主营业务之一，占总营收的比例已接近30%。预计今年在客车业务领域，公司在保持推进宇通客车业务增长的同时，也将大力开拓与比亚迪、金龙系等其他客户的合作关系，从而扩充产品线、开辟公司驱动电机等产品的销售。

公司以新能源客车电机控制器进入电控领域，与宇通客车建立合作关系，为其提供“五合一集成式”电机控制器，公司的电机控制器具有结构简单、集成度高、零部件数量少等特点，且安装方便，有利于整车线束布置和装配，从而创造较高的经济效益。

公司与宇通建立合作关系以来，致力于技术创新，不断提升产品功率密度和可靠性，并打造了国内具有垄断优势的服务体系。2016年汇川与宇通商议将合作协议延续至2018年，未来双方将会在电控领域持续加深合作。去年新能源汽车政策延期出台并且趋严，导致行业整体增速低于预期。所以公司正在想办法开创其他合作关系，比如比亚迪、金龙等客户，从而分散客户结构。

图 29:新能源产品毛利率



资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

4.2 物流车领域深入布局

物流车将是新能源汽车的新的增长点。汇川也在重点布局，目前已实现向主流车企（东风、新龙马、唐骏欧铃等）供货。预计今年的物流车销售收入有望实现跨越式增长。

2016 上半年，公司积极开拓新能源物流车领域，目前已与东风、北汽等多家车企建立了合作关系。我们预计今年的补贴政策出台后，物流车领域将实现跨越式增长，而汇川在物流车领域的深入布局也将为公司新能源业务创造更大的营收增长。

图 30:电动汽车电用控制器



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 31:电动汽车电用控制器



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

4.3 乘用车领域专注开发

乘用车对于体积和功率密度的要求较高，因此乘用车领域注重产品技术和系统化能力的提高。

目前汇川在乘用车方面投入逐步加大，2016 年公司增加了 421 名研发人员，其中大部分人员专注于新能源乘用车动力总成的开发。汇川还注重技术的引进与结合，与瑞士 Brusa 公司建立了深入技术合作关系，借此进一步打开乘用车的高端市场。Brusa 公司具有行业一流的研发实力，并且拥有超过 30 年的丰富行业经验。双方目前已经联合研发出了达到新能源行业的顶尖标准的产品，具有高功率密度、高可靠性、高性价比的优点。公司近年来还致力于搭建动力总成平台，以增强公司新能源乘用车的总体实力和一体化解决方案的能力。

2016 年 9 月，汇川使用自有资金 2 亿元，设立全资子公司苏州汇川联合动力系统有限公司，主营业务为新能源汽车动力总成系统，公司借此推动电动车驱控集成化产品的研发和生产，为新能源乘用车市场的后期爆发做好储备。

5. 轨交业务获重大机遇

中国轨道交通市场空间广阔，预计未来几年将进入快速增长阶段。按照我国各城市城轨、地铁发展规划，2020 年全国将建成城轨、地铁 6,200 公里，2050 年将建成 11,700 公里，占世界总里程一半以上。根据中国城市轨道交通协会等行业数据和测算，2015 年~2020 年全国轨道交通牵引与控制系统（含备品备件、独立件）年均需求量约 100 亿元（含地铁、有轨电车、轻轨）。

牵引系统是公司变频器等技术在大功率电力电子领域的具体应用。牵引系统为列车提供行进所需动力及制动力，用于控制列车电机工作，由牵引变流器、高压箱、辅助变流器及其控牵引电机等部件组成。

图 32:牵引系统组成



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

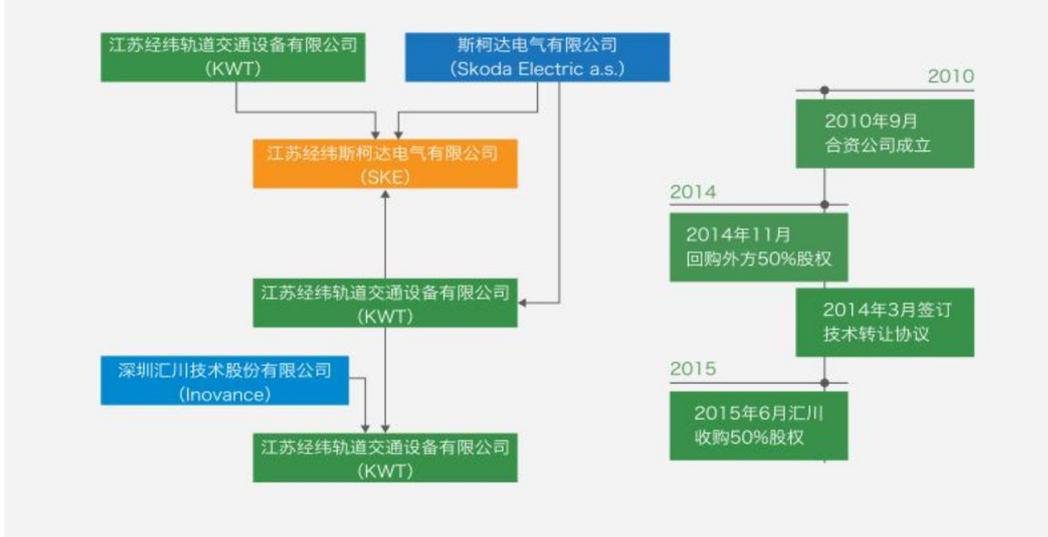
2016年，公司轨交业务实现销售收入2.29亿元，当前公司在手5.2亿订单，预计2017年将实现超3亿元收入，同比增长30%以上。汇川在轨交领域的主要竞争对手是株洲时代电气和部分外资品牌，公司是国内极少数拥有核心技术且具备成功运营经验的轨道交通牵引系统供应商。

5.1 并购推动轨交业务增长

通过并购江苏经纬，公司进军轨交领域。汇川通过自主研发，已经基本实现了轨交核心部件的国产化及自主化。零部件的自主化将显著提升产品毛利率，轨交将成为公司毛利率最高的业务。

江苏经纬目前已先后中标苏州地铁2号线、4号线、3号线、青岛城阳区有轨电车、苏州高新区有轨电车2号线、佛山市南海区现代有轨电车等项目。其中，苏州地铁2号线已经成功运营。

图 33:江苏经纬发展历程



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

5.2 经纬轨道完成增资扩股

公司 2 月 16 日公告宣布子公司经纬轨道完成注册资本及股东的工商变更登记手续。子公司资本及股东变更主要是为了以增资扩股的方式，引入新股东自然人庄仲生。庄仲生先生将以现金 6500 万元作为投资款，增资获得江苏经纬轨道交通设备有限公司 9.1%的股权。

表 4:经纬轨道工商变更情况

项目	变更前			变更后		
注册资本 (万元)	15000			16500		
股东及出 资情况	股东 名称	出资额 (万元)	出资 比例	股东 名称	出资额 (万元)	出资 比例
	汇川技术	7500	50%	汇川技术	7500	45.45%
	马建锋	7500	50%	马建锋	7500	45.45%
	—	—	—	庄仲生	1500	9.1%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

庄仲生先生在轨交领域拥有丰富的资源，他的加入将有利于汇川在轨交领域的发展。他承诺未来两年将协助经纬轨道在国内（不含苏州、深圳）的城市地铁招标中至少获取一条完整的牵引系统订单。

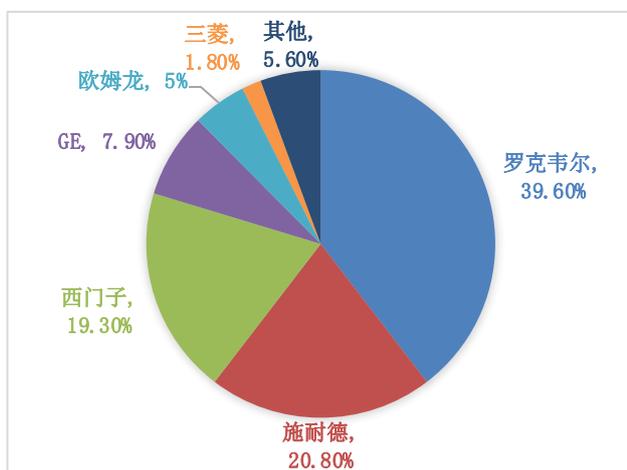
6. PLC 业务极具成长性

PLC 即可编程逻辑控制器的简称，是一种专门用于控制各种机械或生产设备的计算机，是工业自动化系统的大脑。PLC 被广泛应用于几乎所有工业领域，因此与宏观经济增速具有高度的相关性。伴随中国制造业转型升级的趋势，工业自动化水平将不断提升，预计中长期时间内，PLC 市场将保持持续增长态势。

6.1 PLC 市场竞争态势

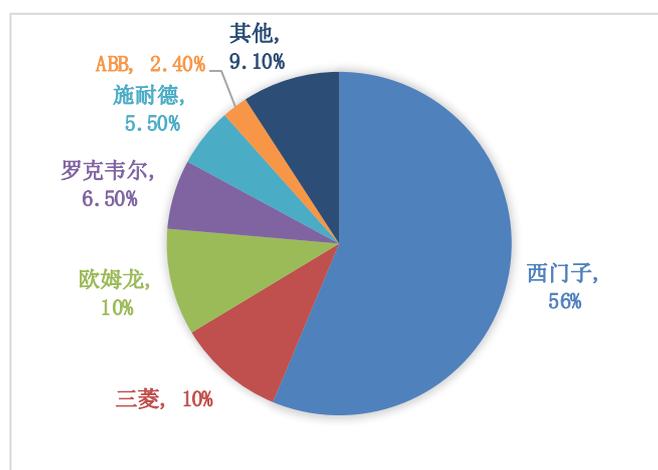
PLC 可分为大、中、小型，汇川主要生产小型和中型 PLC，主要竞争对手是三菱、欧姆龙和西门子。在小型 PLC 领域，目标客户主要是中小型企业，因此国内品牌凭借着较高的性价比，取得了较快的发展。而在大、中型 PLC 领域，技术壁垒较高，且产品质量关系到使用方整个工厂自动化生产的稳定性和可靠性，因此客户更倾向于外资品牌产品。国际品牌如西门子、施耐德、罗克韦尔、GE 等进入中国较早，具有丰富的行业经验，在产品线覆盖上更为全面，具有广泛的行业应用案例。

图 34:2016 年大型 PLC 市场份额

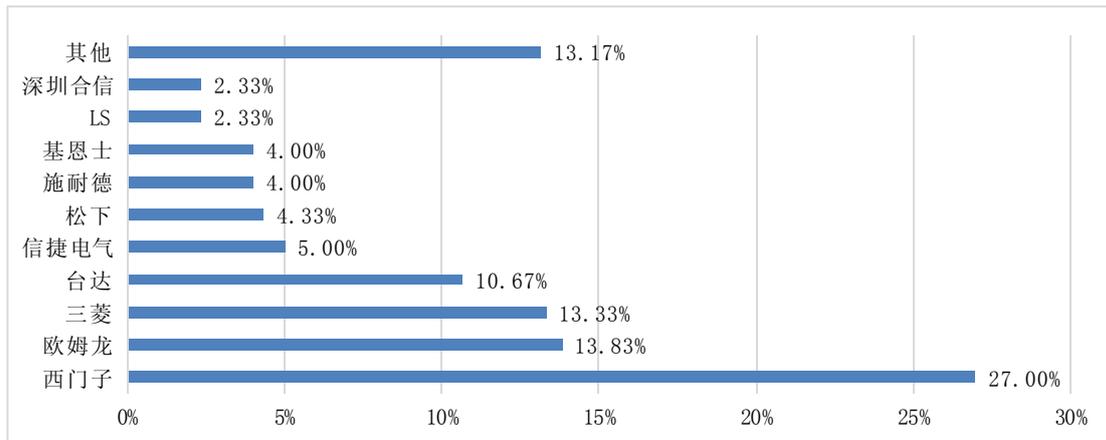


资料来源：知网，东兴证券研究所

图 35:2016 年中型 PLC 市场份额



资料来源：知网，东兴证券研究所

图 36：2016 年小型 PLC 市场份额


资料来源：知网，东兴证券研究所

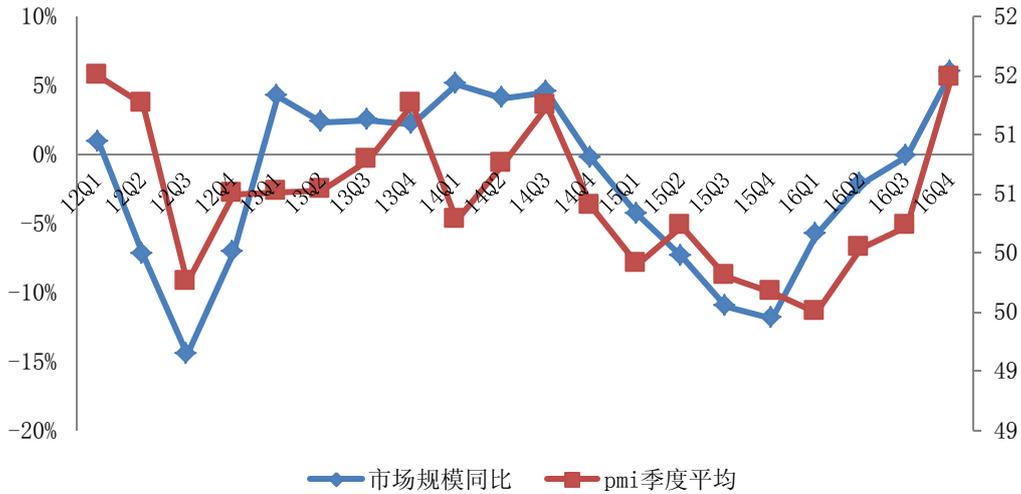
6.2 PLC 业务保持增长

2016 年公司控制类产品实现销售收入 1.06 亿元，同比增长 43.24%，预计 2017 年增速仍有望保持 40% 以上。此外，2016 年公司推出中型 PLC，实现了一定的进口替代。公司在锂电池行业推出多种综合产品解决方案，集成了结合行业工艺经验的算法，有效地提升了设备效率。

工控市场发展与 PMI 指数息息相关：

- ◆ 虽然去年 12 月和今年 1 月 PMI 出现下滑，但仍处于扩张区间，这种乐观情况预计在二季度上可以维持。
- ◆ 后续 PMI 应该较难超过去年 11 月的高点。如果以此为假设，那么对应工控市场的判断就是需求反弹仍将持续至少一到两个季度。

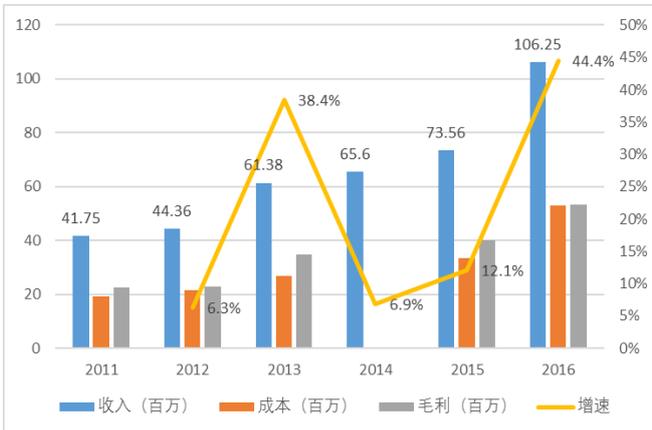
图 37: 近年自动化市场单季度增速与 PMI 指标对比



资料来源: 工控网, 东兴证券研究所

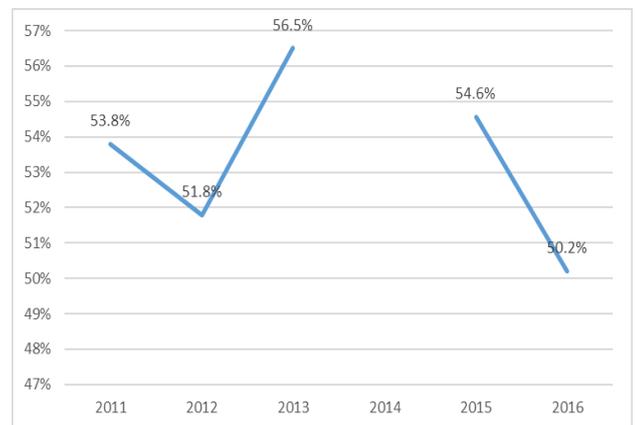
目前公司控制技术类产品主要包含三类: PLC, 工业机器人、工业互联网, 其中 PLC 为主要产品, 占比 90%以上。公司销售时将 PLC 作为变频器的配套产品, 从而有效带动了 PLC 的销量。

图 38: PLC 产品销售情况



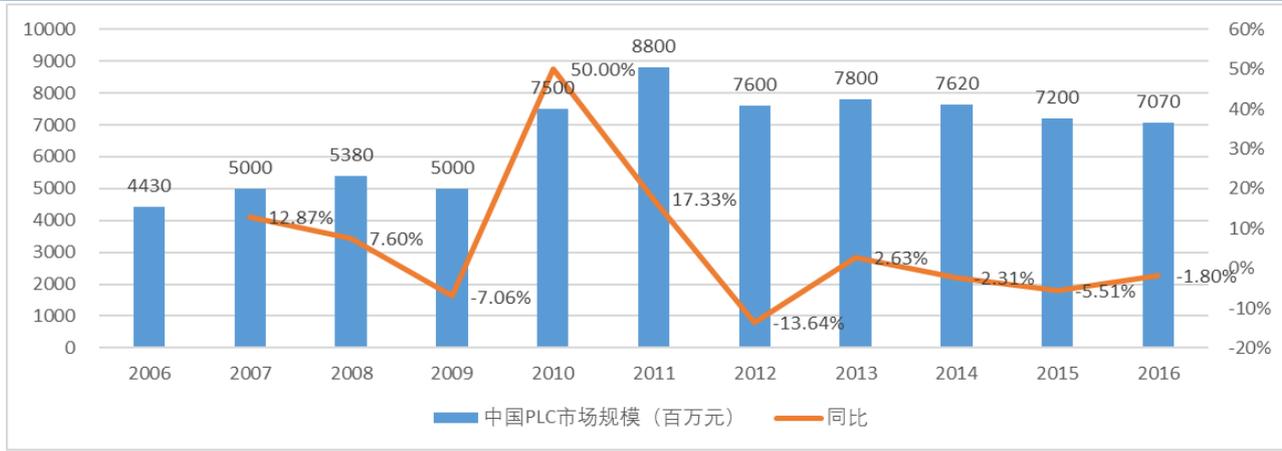
资料来源: wind 资讯, 东兴证券研究所

图 39: PLC 产品的毛利率



资料来源: wind 资讯, 东兴证券研究所

图 40:中国 PLC 市场规模及增速



资料来源：工控网，东兴证券研究所

我们预期公司 PLC 业务可以抵御行业波动，维持良好增长态势。而且随着经济逐步复苏以及产业升级的不断推进，需求反弹有利于整个工控行业，汇川技术也会从中得益，预计未来 3-5 年我国 PLC 市场将会保持平稳增长。

7. 盈利预测与投资评级

工控行业回暖,公司各项业务全面开花,我们预计三年期营业收入分别增长 25.41%、20.35%和 30.32%。

表 5:公司各项业务市场规模

变频器	电梯一体化	180-200 亿元
	通用变频器	100 亿元
伺服器	专用伺服器	5-6 亿元
	通用伺服器	10 亿元
新能源	新能源大巴	15.2 万辆
	物流车	2.6 万辆
	乘用车	32.9 万辆
PLC		70 亿元
轨交		500 公里

资料来源：东兴证券研究所

(FCFF) 法进行绝对估值，在 WACC=11.29%、永续增长率 g=5%的假设下，每股价值 32.01 元。

表 6：汇川技术绝对估值敏感度分析

敏感性测试结果	长期增长率(g)								
	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%	5.50%	6.00%	6.50%	7.00%
Ke									
8.79%	42.84	45.84	49.47	53.95	59.60	66.98	77.01	91.42	113.88
9.29%	38.47	40.87	43.72	47.16	51.41	56.78	63.78	73.30	86.97
9.79%	34.78	36.72	39.00	41.70	44.97	49.01	54.11	60.75	69.79
10.29%	31.64	33.23	35.07	37.23	39.80	42.90	46.73	51.58	57.89
10.79%	28.93	30.24	31.75	33.50	35.55	37.99	40.94	44.58	49.18
11.29%	26.57	27.67	28.92	30.35	32.01	33.96	36.28	39.08	42.54
11.79%	24.50	25.43	26.47	27.66	29.02	30.60	32.46	34.66	37.32
12.29%	22.68	23.47	24.35	25.34	26.47	27.76	29.27	31.03	33.12
12.79%	21.07	21.74	22.48	23.32	24.26	25.34	26.57	28.00	29.67
13.29%	19.63	20.20	20.84	21.55	22.34	23.24	24.26	25.43	26.79
13.79%	18.34	18.83	19.38	19.99	20.66	21.42	22.27	23.24	24.36

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

相对估值：从可比公司看，2017年 PE 均值为 37.88X，公司龙头地位稳固，新业务拓展迅速，多点开花，给予公司 17 年 45X 估值，对应 0.69 元 EPS 的价格为 **31.05 元**，落在绝对估值的价格区间内，经测算公司目标价 **31 元**。

投资建议：汇川技术是我国变频器行业龙头，我国未来工控行业发展空间较大，未来业绩增长确定性较高。我们预计公司 2017 年~2019 年的营业收入分别为 45.90 亿元、55.24 亿元和 71.99 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 10.92 亿元、13.06 亿元和 15.68 亿元，每股收益分别为 0.69 元、0.79 元和 0.94 元，对应 PE 分别为 36.79X、32.29X、26.90X，上调至“强烈推荐”评级，给予 6 个月目标价 **31 元**。

8. 风险提示

新能源乘用车市场拓展不及预期；下游市场下行导致业绩不及预期；市场风格切换导致股价下行。

表 7: 汇川技术主营收入预测

单位: 亿元	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营业务收入							
变频器类	12.03	13.41	14.02	16.65	19.15	20.64	23.32
新能源产品	1.56	3.76	7.52	10.87	12.66	18.66	27.99
伺服系统	2.68	2.96	3.49	5.02	7.56	8.64	10.89
可编程逻辑控制器	0.61	0.66	0.74	1.06	2.06	2.54	3.81
传感器类	0.15	0.24	0.28	0.35	0.89	0.54	0.70
轨交	0.22	1.4	1.66	2.66	3.58	4.22	5.28
合计	17.25	22.43	27.71	36.6	45.90	55.24	71.99
收入增长率							
变频器类		11.47%	4.55%	18.76%	15%	8%	13%
新能源产品		141.03%	100.00%	44.55%	16%	47%	50%
伺服系统		10.45%	17.91%	43.84%	51%	14%	26%
可编程逻辑控制器		8.20%	12.12%	43.24%	94%	23%	50%
传感器类		60.00%	16.67%	25.00%	154%	-39%	30%
轨交		536.36%	18.57%	60.24%	35%	18%	25%
合计		30%	24%	32%	25%	20%	30%
主营业务成本	8.14	11.16	14.28	18.99	23.80	29.28	38.87
毛利率(%)	52.81%	50.25%	48.47%	48.11%	48.15%	47.00%	46.00%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 8：公司盈利预测表

资产负债表					单位：百万元		利润表					单位：百万元					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	4674	6390	7291	8486	9611	营业收入	2771	3660	4590	5524	7199						
货币资金	1408	1708	2455	2995	2854	营业成本	1428	1899	2380	2928	3887						
应收账款	782	1131	1238	1585	2077	营业税金及附加	27	37	44	55	71						
其他应收款	37	39	49	59	77	营业费用	226	306	394	463	608						
预付款项	18	28	44	58	80	管理费用	408	584	704	848	1119						
存货	576	751	587	722	959	财务费用	-45	-8	-41	-31	-31						
其他流动资产	1256	1726	1726	1726	1726	资产减值损失	28.07	39.62	26.32	31.34	32.43						
非流动资产合计	1273	1584	1475	1370	1264	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期股权投资	3	203	203	203	203	投资净收益	26.48	30.06	19.79	25.44	25.10						
固定资产	594.14	638.02	569.67	492.89	416.12	营业利润	725	832	1102	1257	1537						
无形资产	183	288	259	230	201	营业外收入	181.51	212.88	184.45	192.95	196.76						
其他非流动资产	96	38	50	50	50	营业外支出	0.92	1.33	0.86	1.04	1.07						
资产总计	5947	7974	8766	9856	10875	利润总额	905	1044	1286	1449	1733						
流动负债合计	1575	2856	2563	2952	3125	所得税	71	63	107	108	126						
短期借款	0	115	0	0	0	净利润	834	980	1179	1341	1607						
应付账款	533	684	652	802	1170	少数股东损益	25	48	32	35	39						
预收款项	182	169	273	384	479	归属母公司净利润	809	932	1146	1306	1568						
一年内到期的非	2	2	2	2	2	EBITDA	895	1171	1167	1331	1611						
非流动负债合计	82	136	15	15	15	BPS (元)	1.03	0.59	0.69	0.79	0.94						
长期借款	13	11	15	15	15	主要财务比率											
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E						
负债合计	1657	2992	2578	2967	3140	成长能力											
少数股东权益	230	267	299	334	372	营业收入增长	23.54%	32.11%	25.41%	20.35%	30.32%						
实收资本(或股	795	1660	1660	1660	1660	营业利润增长	17.52%	14.80%	32.45%	14.07%	22.27%						
资本公积	1539	1280	1280	1280	1280	归属于母公司净利润	23.02%	13.95%	23.02%	13.95%	20.05%						
未分配利润	1492	1941	2475	3123	3913	获利能力											
归属母公司股东	4060	4716	5890	6555	7363	毛利率(%)	48.47%	48.11%	48.15%	47.00%	46.00%						
负债和所有者权	5947	7974	8766	9856	10875	净利率(%)	30.10%	26.78%	25.68%	24.28%	22.32%						
现金流量表					单位：百万元	总资产净利润(%)					13.61%	11.69%	13.08%	13.25%	14.42%		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)					19.93%	19.76%	19.46%	19.93%	21.30%		
经营活动现金流	802	420	877	1155	595	偿债能力											
净利润	834	980	1179	1341	1607	资产负债率(%)	28%	38%	29%	30%	29%						
折旧摊销	214.94	346.97	0.00	105.56	105.56	流动比率	2.97	2.24	2.84	2.87	3.08						
财务费用	-45	-8	-41	-31	-31	速动比率	2.60	1.97	2.62	2.63	2.77						
应收账款减少	0	0	-107	-347	-492	营运能力											
预收账款增加	0	0	104	112	94	总资产周转率	0.52	0.53	0.55	0.59	0.69						
投资活动现金流	-776	-400	37	-6	-7	应收账款周转率	4	4	4	4	4						
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.30	6.02	6.87	7.60	7.30						
长期股权投资减	0	0	15	0	0	每股指标(元)											
投资收益	26	30	20	25	25	每股收益(最新摊薄)	1.03	0.59	0.69	0.79	0.94						
筹资活动现金流	-154	695	-167	-609	-729	每股净现金流(最新	-0.16	0.43	0.45	0.33	-0.09						
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.10	2.84	3.55	3.95	4.44						
长期借款增加	0	0	4	0	0	估值比率											
普通股增加	13	865	0	0	0	P/E	24.67	43.07	36.79	32.29	26.90						
资本公积增加	211	-259	0	0	0	P/B	4.98	8.94	7.16	6.43	5.73						
现金净增加额	-128	715	747	540	-141	EV/EBITDA	21.03	34.68	34.06	29.44	24.41						

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。央视财金频道嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015年加入东兴证券，从事机械行业研究。

陈皓

机械行业研究员，清华大学测控技术与仪器学士，清华大学机械工程硕士，2016年加入东兴证券研究所，从事机械行业研究。

龙海敏

机械行业研究员，华中科技大学材料成型及控制工程学士，清华大学机械工程硕士，5年项目运营及企业管理经验，2017年加入东兴证券研究所，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。