



Research and  
Development Center

# 工控龙头，厚积薄发，中国制造表率

—汇川技术(300124.SZ)公司深度报告

2021年03月16日

武浩  
S1500520090001  
010-83326711  
wuhao@cindasc.com

陈磊  
S1500520090003  
010-83326713  
chenleia@cindasc.com

## 证券研究报告

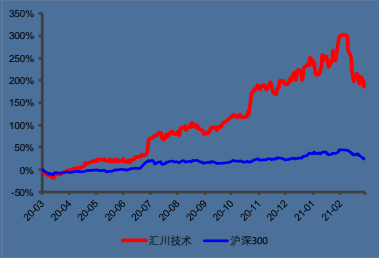
### 公司研究

### 公司深度报告

#### 汇川技术(300124.SZ)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

### 公司主要数据

收盘价(元)	79.99
52周内股价波动区间(元)	23.08-117.90
最近一月涨跌幅(%)	-29.89
总股本(亿股)	17.20
流通A股比例(%)	81.81
总市值(亿元)	1375.61

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

## 工控龙头，厚积薄发，中国制造表率

2021年03月16日

### 本期内容提要：

◆**汇川技术：工控龙头，中国制造表率。**公司是国内工业自动化龙头，布局通用自动化、新能源车电控、电梯配套、工业机器人和轨交五大板块。成立以来公司持续推进内生外延式发展，推行系统化解决方案，实现了跨越工控周期的发展，同时保障较强盈利能力。公司历年研发支出占比10%左右，近5年研发人数增长2.5倍，持续研发投入是公司长期增长的基础。公司管理层多数具有华为艾默生工作经历，且为多年创业伙伴，价值观相同，执行力强。公司上市以来以高折扣进行多次股权激励，业绩目标增速在10%-20%左右，激发员工动力同时保障高增长。

◆**通用自动化：依托“行业+品牌+技术营销”，实现远超行业增长。**我国工控行业起步晚，但发展快，2010-2020年复合增速3.7%，长期来看，随着人口红利下降，国内市场仍将保持稳定增长；且目前国内一线龙头多为海外企业，进口替代空间广阔。汇川依托“行业+品牌+技术”营销，推行系统性解决方案，不断拓展应用领域，在低压变频和伺服市场站稳内资品牌第一地位。

◆**新能源汽车：由商用车到乘用车的升级逐步兑现，未来可期。**近年来在全球电动化趋势下，国内国外新能源车销量快速增长。公司电控业务始于乘用车、2012年绑定客车龙头宇通，建立良好品牌影响力、批量供货能力及产品定制能力；2016年发力乘用车电控市场，经过几年储备，2020年实现对威马、小鹏、理想等造车新势力供应，销量快速提升，未来有望进一步开拓国内海外整车一线龙头，维持高增长态势。

◆**电梯配套：需求仍有增长动力，汇川重点发力高增长市场及客户。**近年来国内地产调控对电梯需求有所影响，但未来看房屋竣工、加装电梯新规与旧房改造、以及存量替代仍将推动电梯相关产品销量增长；公司2019年收购贝思特协同效应明显，未来通过绑定跨国大客户，开拓海外市场及存量改造市场，获得超越行业增速增长。

◆**盈利预测和估值。**预计公司2020-2022年实现营收115.1、157.4和206.0亿元，同比增长55.8%、36.8%和30.8%；归母净利20.8、29.3和38.2亿元，同比增长118.8%、40.8%和30.1%，当前股价对应市盈率为66.0、46.9和36.0x，公司为国内工控龙头，通过下游行业拓展及产品品类丰富实现跨越行业周期增长，首次覆盖给予公司“买入”评级。

◆**风险因素：**工控需求不及预期风险；市场竞争加剧导致公司盈利不及预期风险；新客户、新产品开拓不及预期风险；电控等产品技术路线变化风险等。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	5,874	7,390	11,511	15,743	20,599
增长率 YoY %	23.0%	25.8%	55.8%	36.8%	30.8%
归母净利润(百万元)	1,167	952	2,083	2,933	3,817
增长率 YoY%	10.1%	-18.4%	118.8%	40.8%	30.1%
毛利率%	41.8%	37.6%	38.7%	38.8%	38.5%
净资产收益率 ROE%	18.7%	11.0%	19.5%	21.5%	21.9%
EPS(摊薄)(元)	0.68	0.55	1.21	1.71	2.22
市盈率 P/E(倍)	117.89	144.51	66.04	46.90	36.04
市净率 P/B(倍)	22.04	15.96	12.87	10.10	7.89

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年03月15日收盘价

## 目 录

与市场不同之处.....	5
一、汇川技术.....	5
1.1 持续的研发投入是公司长期增长的基础.....	7
1.2 管理层具有华为“狼性”基因，多年共事配合默契、执行力强.....	8
1.3 汇川技术社区增强客户黏性，售后体系完善及时响应客户需求.....	9
二、通用自动化：依托“行业+品牌+技术营销”，实现远超行业增长.....	10
三、新能源汽车：由商用车到乘用车的升级逐步兑现，未来可期.....	13
四、电梯配套：需求仍有增长动力，汇川重点发力高速增长市场及客户.....	16
4.1 地产调控影响电梯需求，但三重利好仍将推动需求增长.....	16
4.2 公司绑定跨国大客户、开拓海外及改造市场，多方式超越市场增速.....	19
五、工业机器人增长空间广阔，公司完成“由零件至整机”升级.....	20
六、盈利预测及估值.....	22
七、风险因素.....	22

## 图 表 目 录

图表 1：汇川技术业务划分及相关产品应用领域.....	6
图表 2：公司历年营收增速及同比变化.....	7
图表 3：公司 2016 至今营收分行业占比.....	7
图表 4：公司历年毛利率、期间费用率及净利率变化.....	7
图表 5：公司历年归母净利及同比变化.....	7
图表 6：公司历年研发人数及研发人数占比情况（人）.....	7
图表 7：公司历年研发支出及研发支出/营收情况（亿元）.....	7
图表 8：公司董/监事会及高管情况.....	8
图表 9：公司股权结构，截至 2020Q3.....	8
图表 10：公司历年股权激励计划情况.....	9
图表 11：汇川技术社区论坛部分内容.....	9
图表 12：汇川技术社区在线图书馆部分内容.....	9
图表 13：2008-2022 年我国工业自动化市场规模及增速情况（亿元）.....	10
图表 14：汇川通用自动化营收及同比变化.....	10
图表 15：汇川技术工业自动化整体解决方案.....	11
图表 16：四类产品 2015、2019、2020.1-9 年收入柱状图对比.....	11
图表 17：公司分产品毛利率变化.....	11
图表 18：低压变频器行业规模及同比变化.....	12
图表 19：低压变频器 2016 各企业市占率变化.....	12
图表 20：低压变频器 2019 各企业市占率变化.....	12
图表 21：伺服行业规模及同比变化.....	12
图表 22：伺服系统 2015 各企业市占率变化.....	13
图表 23：伺服系统 2019 各企业市占率变化.....	13
图表 24：我国历年新能源汽车产销及预测.....	13
图表 25：我国历年新能源乘用车及商用车销量变化.....	14
图表 26：宇通客车历年产销量/辆.....	14
图表 27：汇川技术国内乘用车电控客户结构变化.....	15
图表 28：小鹏、理想、威马 2020 年分月份销量.....	15
图表 29：2020 年各品牌新能源汽车销量占比.....	15
图表 30：公司新能源汽车业务营收及同比变化.....	16
图表 31：2020 年新能源汽车电控市场格局.....	16
图表 32：我国电梯、自动扶梯及升降机产量及同比变化/万台.....	17
图表 33：我国竣工房屋面积及同比变化.....	17
图表 34：国内房地产开发投资增速 VSGDP 增速.....	17
图表 35：我国新开工、竣工、施工房屋面积变化曲线.....	18
图表 36：我国电梯保有量/万台.....	18
图表 37：国内和海外电梯厂维保业务收入占比.....	19
图表 38：汇川技术和贝思特业务协同示意.....	19
图表 39：国内电梯市场市占率.....	20
图表 40：贝斯特客户结构.....	20

图表 41: 公司电梯业务营收及同比变化 .....	20
图表 42: 我国历年工业机器人销量及同比变化.....	21
图表 43: 全国工业机器人销售结构变化 .....	21
图表 44: 部分国家单位工业增加值对应工业机器人数量 (万台/千亿美元) .....	21
图表 45: 公司及可比公司估值情况 .....	22

## 与市场不同之处

市场认为公司在变频器、伺服系统、新能源汽车电控等细分赛道市占率已做到国内第一梯队，未来增速有限。我们认为在传统工控市场，公司通过下游应用领域扩展及产品品类扩展，市占率仍有进一步提升空间，进口替代空间仍非常广阔；而在新能源车市场，公司当前销量主要依赖造车新势力放量，未来仍有望突破国内、海外整车一线龙头，销量再上一个台阶。

市场认为公司近年来毛利率下滑，盈利能力变弱。我们认为公司近年来毛利率下滑主要受电梯业务行业需求较弱、贝思特产品毛利率较低并表拉低整体毛利率、以及新能源车电控受商用车拖累毛利率下滑、同时乘用车仍处于市场开拓期等原因所致。未来看，随着工控、电梯类产品需求回暖以及乘用车电控业务放量及国内外优质客户放量，盈利有望企稳回升。

## 一、汇川技术：工控龙头，中国制造表率

汇川技术聚焦工业领域的自动化、数字化、智能化，专注“信息层、控制层、驱动层、执行层、传感层”核心技术。经过 17 年的发展，已经成为国内领先的工业自动化企业。其中，在国内低压变频器市场与 ABB、西门子处于第一阵营，位居行业第三、内资品牌第一；伺服系统位居行业第四、内资品牌第一；新能源汽车电控产品突破乘用车造车新势力，市占率迅速提升至行业第二位。以 TOP 客户价值需求为导向，立足国内，拓展国际，为全球客户提供创新的解决方案与服务，追求规模和利润双增长。

**工控行业龙头，布局五大业务板块。**公司当前已形成通用自动化、电梯电气大配套、新能源汽车、工业机器人和轨道交通五大业务板块发展格局。公司从通用自动化领域变频器业务起家，逐步拓展至伺服、PLC&HMI、传统器和工业互联网相关产品；并横向拓展电梯行业专用变频器及人机界面、门系统、控制柜等相关电气产品；新能源汽车主要生产电机控制器、电驱总成相关产品；工业机器人和轨交业务主要为机器人核心部件/整机和牵引系统相关零部件。

**图表 1：汇川技术业务划分及相关产品应用领域**

领域/行业	所属公司业务板块	产品类别	主营产品系列	下游行业
工业自动化	通用自动化事业部	变频器类	通用低压变频器、中高压变频器、行业专机等	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
		伺服系统类	通用伺服系统	3C 制造设备、机器人/机械手、锂电设备、LED 设备、印刷设备、包装设备、机床、纺织机械、食品机械、注塑机、压力机等
			专用伺服系统（电液行业专用）	
		控制技术类	PLC、视觉系统	3C 制造设备、印刷设备、包装设备、机床、纺织机械、汽车制造、锂电设备、LED 设备、机器人/机械手等
			HMI	
		传感器类	光电编码器、开关	电梯、机床、纺织机械、电子设备等
工业互联网类	工业云、应用开发平台、信息化管理平台	电梯、空压机、注塑机等		
智能硬件				
工业机器人	工业机器人事业部	核心部件类	机器人控制系统、视觉控制系统、精密丝杠	工业机器人、机械手、3C 制造设备等
		整机类	SCARA 机器人、六关节机器人	3C 制造设备、锂电设备、LED 设备等
电梯	电梯事业部	变频器类	电梯一体化相关产品	电梯
		电气配套类	人机界面、门系统、线束线缆、井道电气等产品	
新能源汽车	联合动力	电机控制类	电机控制器、高性能电机、五合一、动力总成	新能源汽车
		电源类	DC/DC、OBC、电源总成	
轨道交通	经纬轨道	牵引系统	牵引变流器、辅助变流器、高压箱、牵引电机	轨道交通

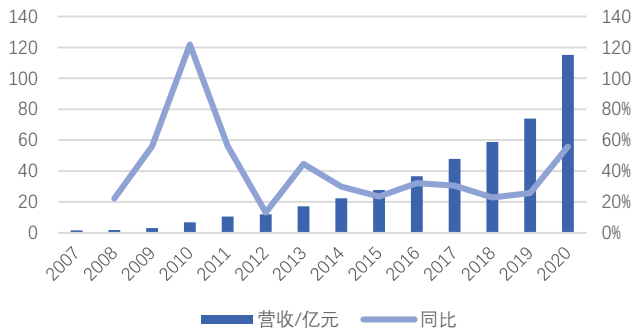
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**成立以来持续推进内生外延式并购，拓展产品品类及应用领域，实现跨越周期发展。**公司从低压变频器业务起家，彼时主要针对电梯、空压机等下游领域，之后公司持续推进内生外延式并购，将业务领域拓展至五大板块，通用自动化也实现“信息层、控制层、驱动层、执行层、传感层”的全面布局。基于此，公司上市以来营收增速基本均维持 20% 以上，2020 年实现营收 115.1 亿元，同比增长 56%，2007 至 2020 年复合增速为 39.0%。

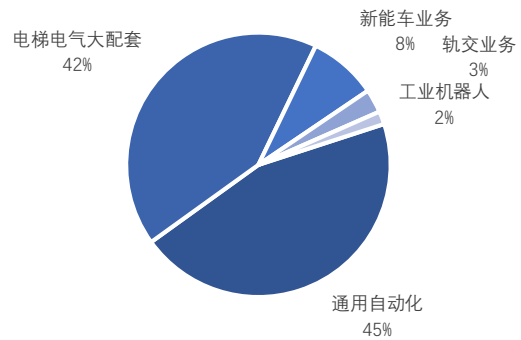
**推行系统化解决方案，盈利水平较高。**公司依托全面的产品布局，向客户推行系统化解决方案，毛利率和净利率水平分别在 40% 和 20% 以上，近年来受到新能源车客户结构调整及变频器业务影响毛利率有所下滑，但公司乘用车类产品大客户已开始放量，迎来迅速增长，2020 年前三季度公司毛利率和净利率水平分别为 39.4% 和 19.4%。

综合来看，得益于公司规模持续扩大及较高的盈利能力，2007-2020 年公司归母净利复合增速 33.4%，其中 2020 年归母净利 20.9 亿元，同比增长 119.0%。

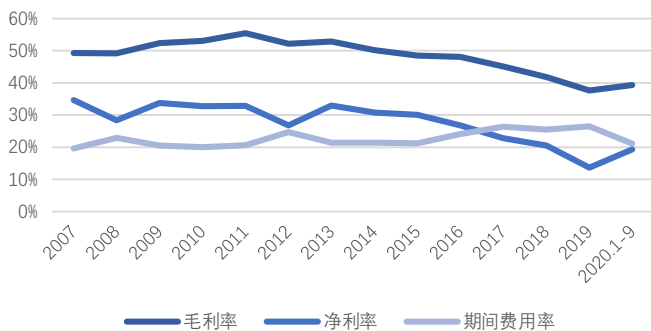


**图表 2：公司历年营收增速及同比变化**


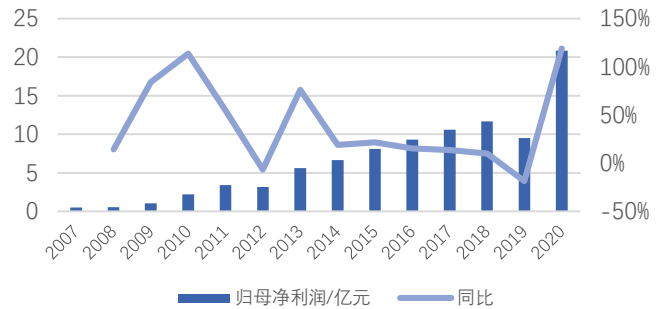
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图表 3：公司 2016 至今营收分行业占比**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图表 4：公司历年毛利率、期间费用率及净利率变化**


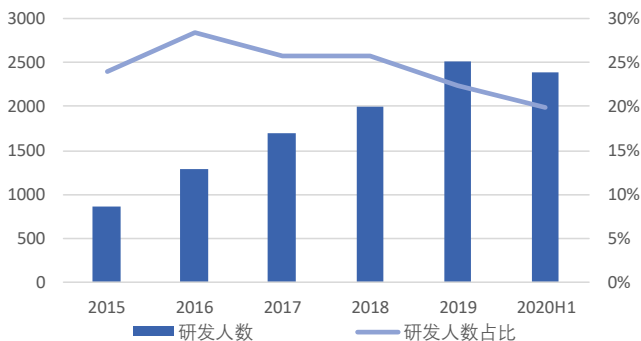
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图表 5：公司历年归母净利润及同比变化**


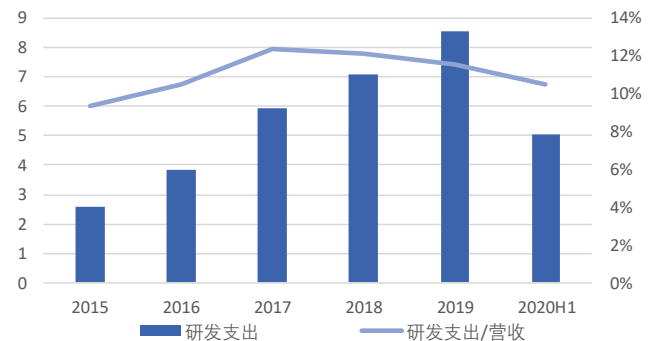
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 1.1 持续的研发投入是公司长期增长的基础

2004 年初，在公司成立一年左右，依托 20 多人的研发团队，公司成功攻克了矢量变频技术，开始了公司在变频器以及后续在工控行业的发展。自成立以来，公司持续加大在研发方面的投入，研发人数逐年提升，从 2015 年的 869 人增长至 2020 年中的 2392 人，研发人员占公司总人数的比例维持在 20% 左右，研发投入维持在 10% 左右。通过持续高比例的研发投入及引进国际领先技术，公司已掌握电机驱动与控制、电力电子和工业网络通讯等核心技术，电梯一体化控制器、新能源汽车集成式电机控制器、空压机一体化控制器、车用空调专机等产品已经成为行业标杆产品。

**图表 6：公司历年研发人数及研发人数占比情况（人）**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图表 7：公司历年研发支出及研发支出/营收情况（亿元）**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 1.2 管理层具有华为“狼性”基因，多年共事配合默契、执行力强

以公司董事长、总裁为核心的高管和业务骨干，覆盖了从研发、营销、供应链、质量等各个业务部门，均有华为、艾默生供职经历，为公司奠定了“以成就客户为先、以贡献者为本、坚持开放协作、持续追求卓越”的核心价值观。管理层既拥有国际企业的现代化管理经验，了解并掌握行业的前沿技术，又对工控产品本土化有着深刻的理解。各成员拥有二十年以上的共事经历，又一起经历了创业的洗礼，形成了共同的理想和价值观，工作配合默契，团队执行力强。

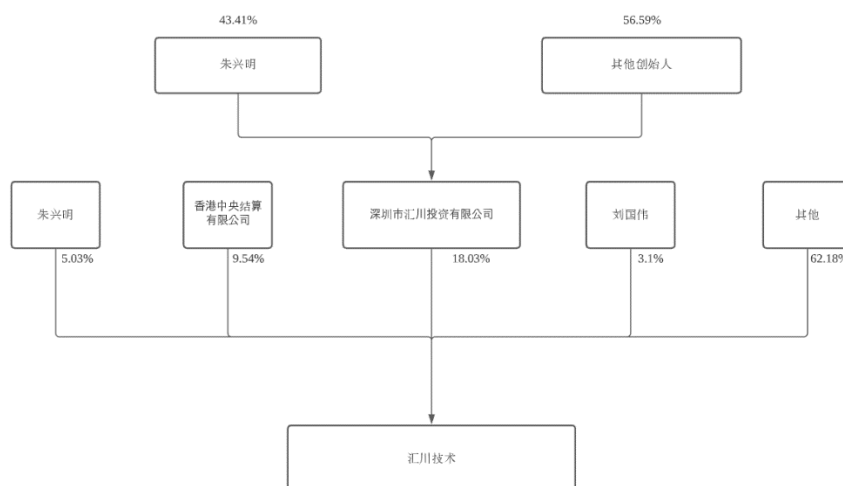
图表 8：公司董/监事会及高管情况

姓名	职务	是否为公司创始人	是否有华为/艾默生工作经历	出生年份
朱兴明	董事长,总裁	是	是	1967
宋君恩	董事,副总裁,董事会秘书,投资发展部总监	是	是	1972
李俊田	董事,副总裁	是	是	1975
刘宇川	董事,工业机器人事业部总监	是	是	1974
王伟	解决方案中心总监		武汉电力仪表厂工作经历	1980
周斌	董事,副总裁,通用自动化事业部总监	是	是	1976
柏子平	监事会主席,研发管理部总工程师,副总监	是	是	1963
刘国伟	监事	是	是	1972
丁龙山	研发管理部总监助理, 职工监事		是	1972
李瑞琳	副总裁,研发管理部总监		是	1973
邵海波	副总裁,电梯事业部总监,工业互联网产品线总监		江南电梯、苏州快速电梯工作经历	1974
杨春禄	副总裁,供应链管理部部长	是	是	1972
易高翔	副总裁,公司质量管理部,信息管理部总监		是	1972
刘迎新	财务总监	是	是	1970

资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司无控股股东，员工持股平台汇川投资为公司第一大股东。公司实际控制人为董事长、总裁朱兴明先生，其直接持有公司 5.03% 股权，并通过汇川投资持有公司 18.03% 股权。

图表 9：公司股权结构，截至 2020Q3



资料来源：Wind，信达证券研发中心



股权激励绑定员工与公司利益，保障公司业绩快速增长的同时给予员工较为丰厚回报。公司上市以来已实施五期股票/股权激励，其中最新一期设置的业绩考核目标中，2020-2023年营收及净利润增速均在20%以上，彰显了公司对未来发展的信心，同时从行权价格来看，行权价格普遍在市场价的7-8折左右，给予员工更大的动力促进公司业绩增长，绑定双方利益。

图表 10：公司历年股权激励计划情况

首次实施公告日	激励标的	激励总数/当时股本	初始行权价格	预案日收盘价	行权条件
2020-10-30	股票	3.7%	38.42	54.00	需满足下列两个条件之一：1、以2019年营业收入为基数，2020-2023年营收增长率不低于35%、60%、85%、110%；或以2019年净利润为基数，2020-2023年净利润增长率不低于50%、75%、100%、125%。
2019-01-26	期权	1.1%	15.15	19.98	以2017年净利润为基数，2019-2021年净利润增长率不低于19%、30%和40%
2016-12-08	股票	3.5%	9.77	20.65	首次授予部分：以2015年业绩为基数，2016-2019年净利润增长率不低于10%、20%、35%、45%。
2015-05-26	股票	0.6%	20.43	42.19	以2014年业绩为基数，2015-2017年净利润增长率不低于10%、20%和30%。
2013-02-02	期权	3.5%	21.00	25.30	

资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 1.3 汇川技术社区增强客户黏性，售后体系完善及时响应客户需求

运营汇川技术社区，提供更好、更及时服务的同时，增强客户黏性。公司运营有汇川技术社区，核心板块包括用于公司与客户及客户之间互相交流的社区论坛，公司各类解决方案介绍及案例分享、相关产品技术培训的社区课堂、公司各类产品用户手册、使用说明书的在线图书馆等，同时用户还可通过分享、评论等获得水滴并在论坛商城购物，极大地增强了客户黏性。

图表 11：汇川技术社区论坛部分内容



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图表 12：汇川技术社区在线图书馆部分内容



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

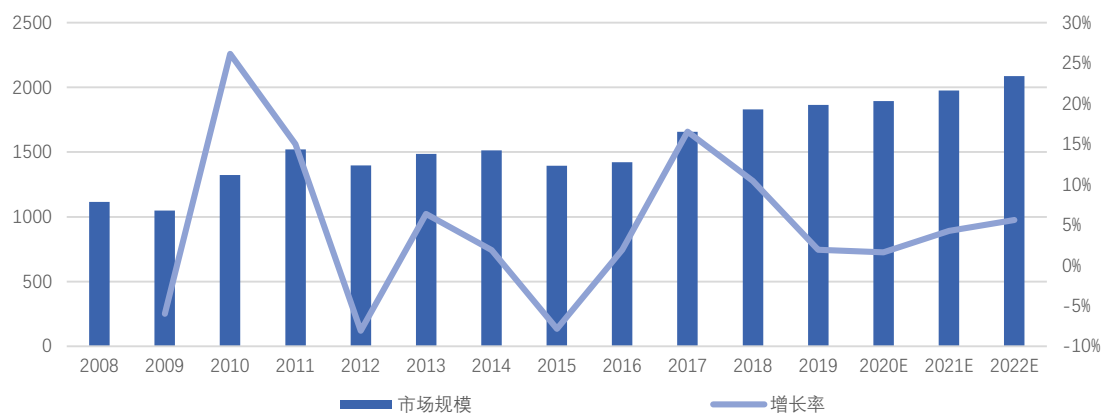
首先公司有多渠道的售后咨询方式：1.全国统一服务热线；2.客户对应供货商；3.汇川当地服务经理。同时，由于公司产品多应用于工业生产，如果发生停机的意外会对客户产生较大损失，对比，公司明确售后服务要在半小时内响应，两小时内初步提交解决方案，非质量类问题将在两个工作日回复最终处理结果；质量类问题将进行返厂维修、安全及功能测试、提交分析报告等全方面工作。

## 二、通用自动化：依托“行业+品牌+技术营销”，实现远超行业增长

公司的通用自动化业务属于工业自动化行业，涉及产品包括各类变频器、伺服系统、控制系统等核心部件及电气解决方案。工业自动化产品下游应用市场广泛，包括空压机、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、石油等诸多现代工业领域，其市场需求与下游行业的产能扩张、设备升级换代、产线自动化与智能化水平提升等因素密切相关。一般而言，下游行业设备需求量越大、自动化与智能化水平越高，其使用的工业自动化产品就越多。

我国工业自动化行业起步晚，但发展快，2010-2020年复合增速为3.7%。从整体上看，2010-2020年期间，除2015-2016年受宏观经济低迷及去库存调结构导致工业自动化需求下滑外，我国工业自动化规模基本呈现逐年增长态势，据中国工控网统计，2020年我国工业自动化市场规模1895亿元，预计2022年市场规模2087亿元，复合增速5%。

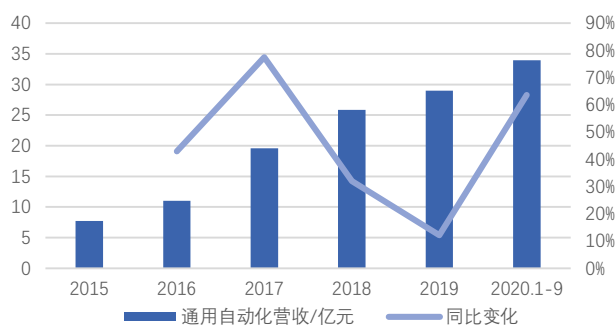
图表 13：2008-2022 年我国工业自动化市场规模及增速情况（亿元）



资料来源：工控网，公司公告，信达证券研发中心

公司通用自动化业务增长趋势与行业相符，增速明显领先于行业。公司2019年通用自动化业务营收29亿元，同比增长12%，2015至2019年间复合增速39%，明显领先于行业8%的复合增速水平。2020年前三季度，公司通用自动化业务营收已达34亿元，同比增长63.6%，已超2019年全年收入水平。

图表 14：汇川通用自动化营收及同比变化



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

我们认为公司通用自动化业务增速明显领先于行业主要有以下几个原因：

1. 早期专注推行行业解决方案，聚焦“行业营销+品牌营销”。公司从变频器产品起家，早期在电梯、空压机、金属制品等细分行业具备优势，之后公司推出“行业营销+品牌营销”理念，在现有优势产业基础上，公司通过推出一系列行业解决方案及专机，实现了覆盖产业的横向拓展，在有效防范单一下游行业波动对公司影响风险的基础上，也实现了市占率的持续提升。

**2. 产品种类全面，坚持“技术营销”，推行综合解决方案，保证较强盈利能力。**公司之所以能通过行业解决方案方式实现下游覆盖领域拓展及市占率提升，很大程度上来自公司全面的产品品类，公司已实现工业自动化领域信息层、控制层、驱动层、执行层和传感层产品的全覆盖，可基于客户需求、通过不同产品组合实现不同要求。

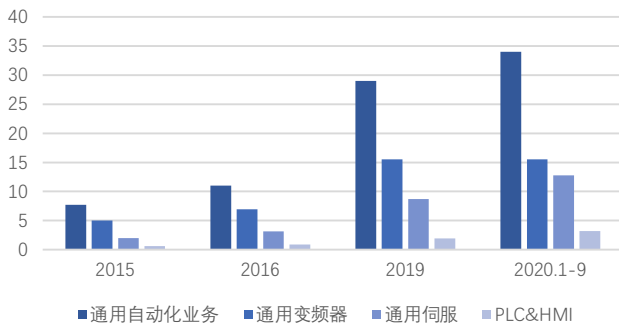
图表 15：汇川技术工业自动化整体解决方案



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

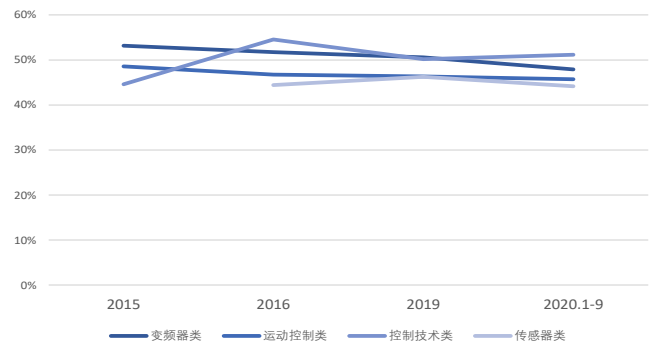
综合解决方案的业务模式也保障了公司的盈利水平。近年来，公司主要大类产品变频器、运动控制和控制技术类产品毛利率均维持 45% 左右，营收规模也均实现快速增长，通用变频器、通用伺服和 PLC&HMI 自 2015 至 2019 年营收复合增速均在 30% 以上。

图表 16：四类产品部分年份收入对比/亿元



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 17：公司分产品毛利率变化

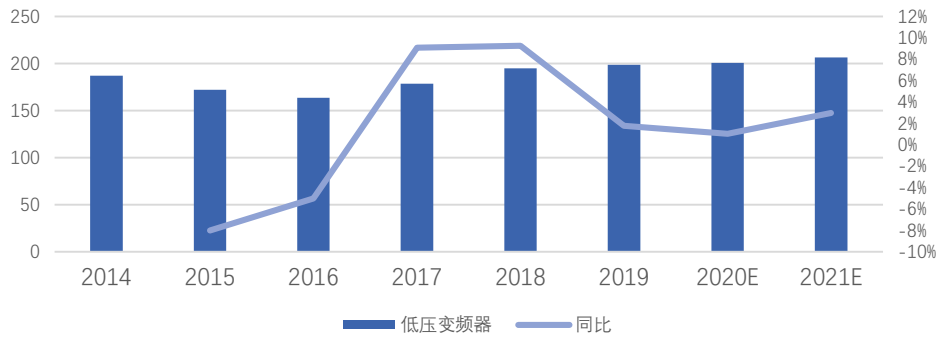


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

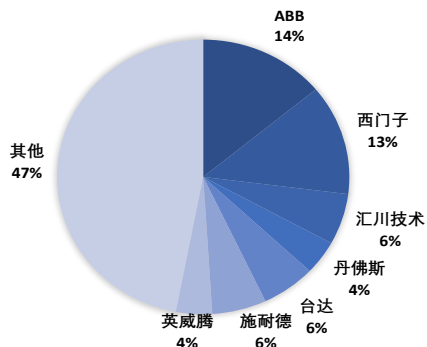
**3. 多年的行业营销使公司具备标准化产品生产能力和条件，公司开始开拓散单市场。**通过多年行业营销，公司已树立知名品牌形象、同时掌握可适用多个行业的相对标准化的产品，基于此，2019 年公司提出“上顶下沉”经营策略，聚焦行业 TOP 客户的同时，深耕区域散单市场，进一步提升市占率。

以上三点优势反映在最终结果上，即公司在细分行业市占率持续提升，坐稳国内第一位置。

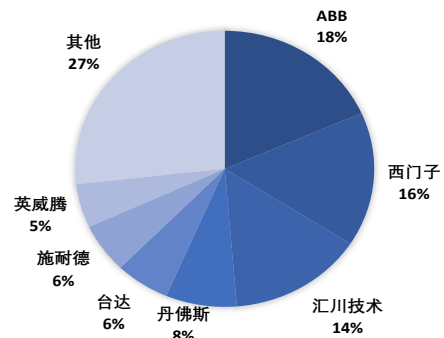
低压变频器市场，整体市场规模从 2015 年的 172 亿元提升至 2020 年的 201 亿元，年复合增速为 3.1%，其中公司与 ABB、西门子同处第一梯队，稳居行业第三及内资品牌第一，市占率由 2016 年的 6% 提升至 2019 年的 14%。

**图表 18：低压变频器行业规模及同比变化/亿元**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

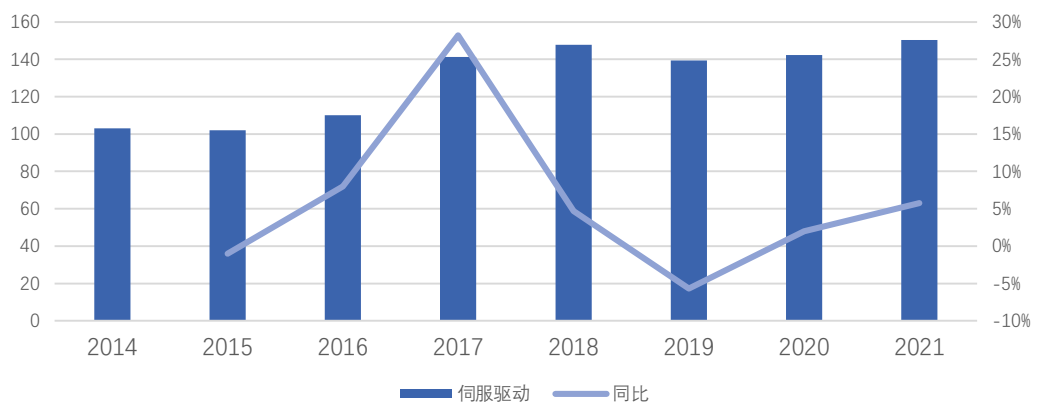
**图表 19：低压变频器 2016 各企业市占率变化**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

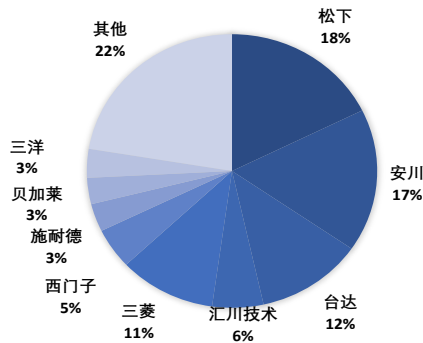
**图表 20：低压变频器 2019 各企业市占率变化**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

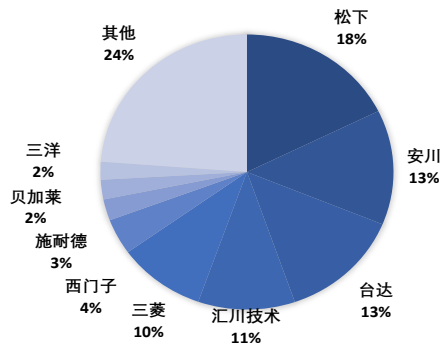
伺服市场，整体市场规模从 2015 年的 102 亿元提升至 2020 年的 142 亿元，年复合增速为 6.9%，公司位居行业第四、内资品牌第一，市占率由 2015 年的 6% 提升至 2019 年的 11%。

**图表 21：伺服行业规模及同比变化/亿元**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图表 22：伺服系统 2015 各企业市占率变化**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图表 23：伺服系统 2019 各企业市占率变化**


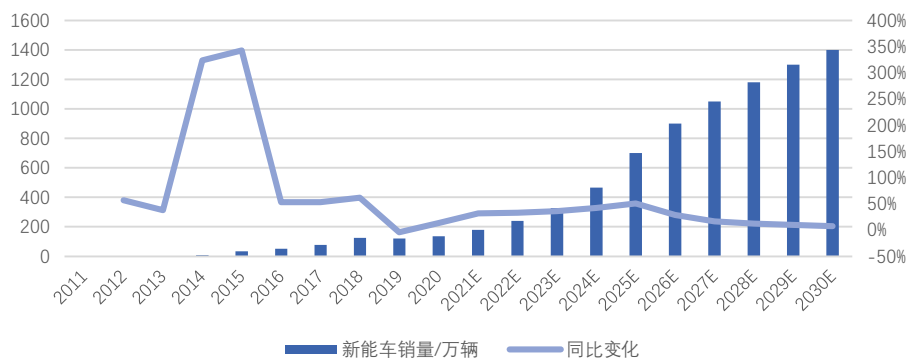
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 三、新能源汽车：由商用车到乘用车的升级逐步兑现，未来可期

公司新能源汽车业务属于新能源汽车行业，主营产品包括电机控制器、高性能电机、电驱总成、电源总成等。

受益政策驱动、行业技术进步、配套设施改善以及市场认可度提高，我国新能源汽车销量持续保持良好的发展态势。2014-2015 年是国内新能源汽车行业发展元年，新能源汽车销量同比增速均在 300% 以上，年度新能源车销量从不足 10 万辆提升至超过 30 万辆，之后在补贴政策推进、技术进步、配套设施完善等利好促进下，我国新能源汽车基本呈逐年增长态势，2020 年国内新能源车销量 136.7 万辆，同比增长 13%，2011-2020 年新能源汽车销量复合增速达 77%。

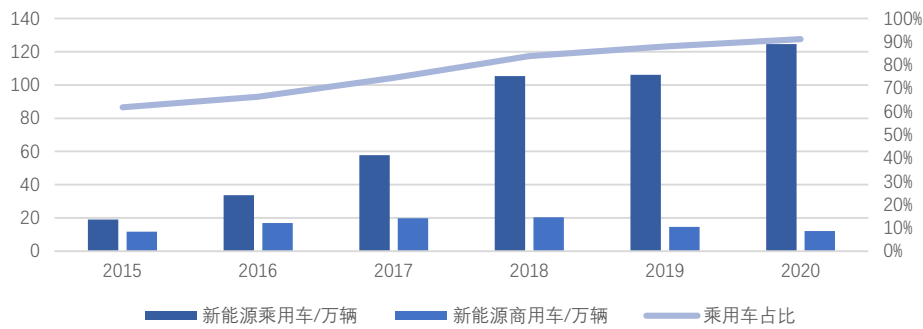
从未来看，受益全球汽车电动化进程、国内市场化政策的持续推进、以及技术进步推动新能源车市场认可度提升，预计国内新能源汽车销量仍将呈持续高增长态势，至 2030 年销量接近 1400 万辆，2021-2030 年复合增速达 26%。

**图表 24：我国历年新能源汽车产销及预测**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

新能源汽车销量增长历经“to B”到“to C”市场及“商用车增长”到“乘用车放量”阶段。早期国内推广新能源汽车主要从政策更好实施的“to B”端客车市场起步，之后随着技术进步、成本下降，逐步向要求更高、空间更广的乘用车市场渗透。2015 年我国新能源汽车销售结构中，新能源乘用车占比在 62% 左右，至 2020 年已突破 90%。

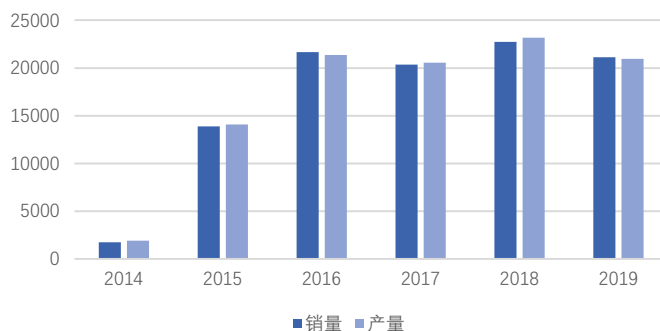


**图表 25：我国历年新能源乘用车及商用车销量变化**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**公司新能源车电控业务始于乘用车、兴于商用车，未来有望盛于乘用车。**新能源汽车电控与公司原变频器产品同源，公司 2008 年成立新能源部门布局电控业务，初期从乘用车起步，2008-2012 年之间与吉利、江淮、众泰、海马等乘用车企合作电控产品研发生产；2012 年，公司与宇通达成战略合作，开始发力客车用电控市场，实现业务的快速增长。2016 年，公司成立苏州汇川联合动力，以此作为独立实体拓展新能源乘用车市场，并在 2016-2019 年间陆续实现乘用车企业的项目定点及批量供应，乘用车电控产品销量逐年增长。

**绑定电动客车龙头宇通，树立汇川电控品牌影响力、批量供货能力及产品定制能力。**在早期开发乘用车电控产品基础上，公司于 2012 年绑定宇通，发力客车电控市场。宇通是国内客车电动化龙头，其电动客车在 2015-2016 年实现迅速放量，2014-2016 年销量分别为 0.2、1.4 和 2.2 万辆，并自 2016 年以来维持年 2 万辆以上销量，远超电动客车行业平均水平。公司通过与电动客车龙头宇通绑定，一方面树立了汇川电控的品牌影响力，同时通过与宇通联合开发，进一步提升了公司的产品定制化能力及批量供货能力，为日后要求更严格的乘用车电控产品放量打下坚实基础。

**图表 26：宇通客车历年产销量/辆**


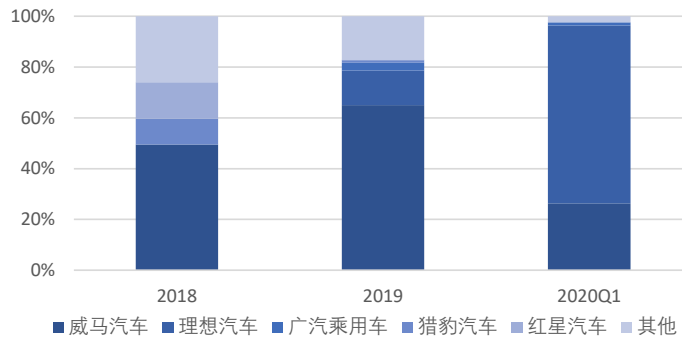
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**2016 年以来乘用车领域厚积薄发，进入收获期，未来可期。**2016，公司成立汇川联合动力作为独立实体拓展新能源乘用车市场，实行“走出去、请进来、本土化”战略，与奔驰、宝马、沃尔沃等全球一线车企的电机电控供应商 Brusa 合作，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，同时通过本土化研发和制造，提高效率 and 降低成本；2017 年公司即实现乘用车动力总成产品零的突破，为部分国产车型配套电控产品；2018 年，公司已累计完成 8 家国内车企定点，其中部分定点车型实现销售，乘用车电控业务销量快速增长，同时公司依托国内供应链及快速响应优势，开始布局国际乘用车客户；2019 年公司进



一步取得国内一线主机厂多个车型定点，同时通过某国际一流整车厂的技术和质量体系审核；2020年受益互联网造车新势力销售放量，公司乘用车电控产品营收同比快速增长，同时获得某知名汽车企业新能源车平台的定点。站在当前时点，我们认为公司在乘用车领域远未到达终点，未来仍有国内传统整车龙头、国际大客户等优质客户放量，成长可期。

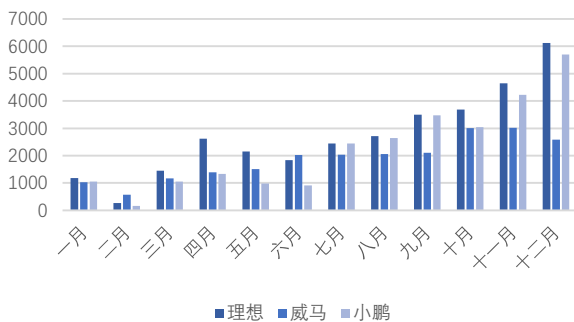
**图表 27：汇川技术国内乘用车电控客户结构变化**



资料来源：NE 时代，信达证券研发中心

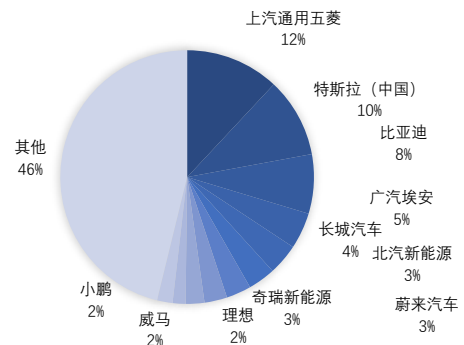
**2020 年理想、小鹏、威马等互联网造车新势力销量快速增长。**2020 年以来，国内理想、小鹏、威马等互联网造车新势力发布多款量产车型，自 2020 年下半年销量持续放量，全年分别实现销量 3.3 万辆、2.7 万辆和 2.2 万辆，占整体新能源汽车销量的 2% 左右。

**图表 28：小鹏、理想、威马 2020 年分月份销量**



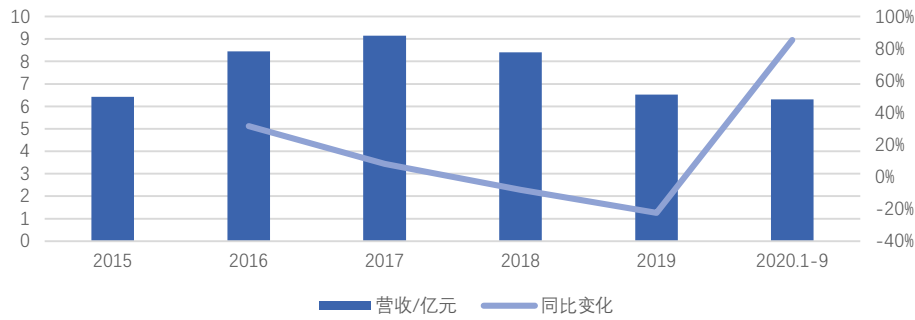
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图表 29：2020 年各品牌新能源汽车销量占比**



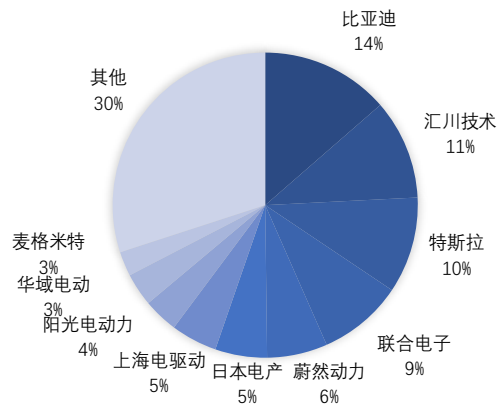
资料来源：Wind，信达证券研发中心

业绩来看，公司新能源车业务受商用车市场影响近年业绩有所下滑，但乘用车市场放量公司逐步迎来业绩拐点。2019 年之前公司实现销售的新能源汽车电控产品主要在客车和物流车市场，受新能源商用车市场下滑影响，公司新能源汽车业务受到一定影响，业绩有所下滑。但自 2019 年起，在新能源乘用车市场，2019 年，公司电控相关产品陆续取得一线主机厂多个车型定点，2020 年开始放量，2020 年前三季度新能源汽车业务实现营收 6.3 亿元，同比增长 85%，迎来业绩拐点。

**图表 30：公司新能源汽车业务营收及同比变化**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

依托大客户放量，公司 2020 年电控市占率 10.6%，排名行业第二。根据 NE 时代数据，2020 年汇川技术电控产品出货 14.34 万台，同比增长 139%，市占率达 10.6%，仅次于比亚迪排名行业第二位。

**图表 31：2020 年新能源汽车电控市场格局**


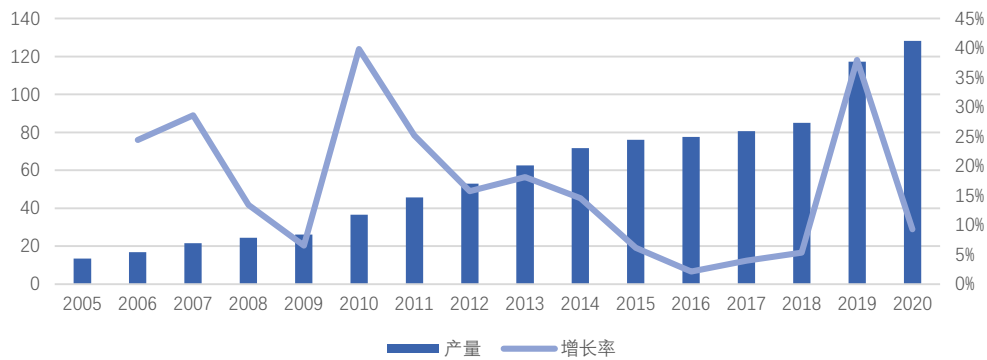
资料来源：NE 时代，信达证券研发中心

## 四、电梯配套：需求仍有增长动力，汇川重点发力高增长市场及客户

### 4.1 地产调控影响电梯需求，但三重利好仍将推动需求增长

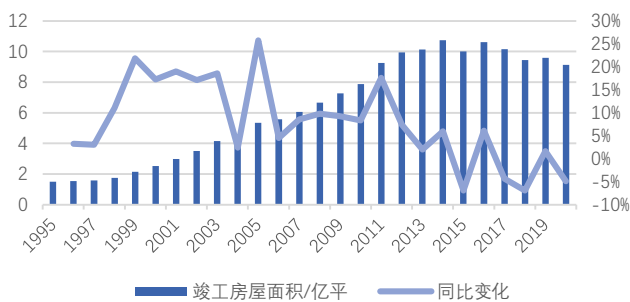
公司电梯电气大配套业务属于电梯行业，主营产品包括电梯一体化控制器（专用变频器）、人机界面、门机、线缆等。公司电梯产品需求与下游房地产行业密切相关。

**21 世纪以来我国电梯产量变化历经三个阶段，2000-2015 快速增长、2015-2018 受下游影响平稳发展，2019 年以来跨入新台阶。**21 世纪以来我国城市建设进入快速发展期，房地产、地铁高铁等轨道交通蓬勃发展，城镇化进程尤其房地产行业的发展直接带动电梯行业进入高速增长期。2005-2015 年，我国电梯产量由 13.5 万台增长至 76 万台，年复合增速 19%；2015-2018 年，受下游房地产调控影响，我国电梯产量恢复平稳增长，由 76 万台增长至 85 万台，年复合增速 4%；2019 年受四层及以上新建住宅加装电梯及旧楼加装电梯等相关政策推动，我国电梯产量突破 100 万台，2020 年实现产量 128 万台，同比增长 9%。

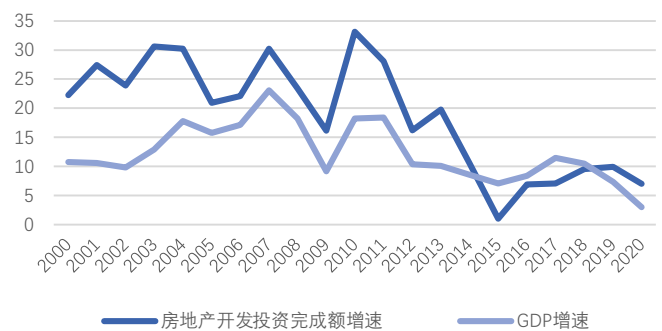
**图表 32：我国电梯、自动扶梯及升降机产量及同比变化/万台**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**2015 年以来国内房地产行业调整对电梯相关产品需求产生一定影响。**2015 年以来，在坚持“房住不炒”长期机制下，我国房地产市场持续调整，去库存力度加大。2015 年以来我国竣工房屋面积同比增速基本均为负增长，其中 2020 年竣工房屋面积 9.12 亿平方米，同比下降 5%；同时，2015 年之前我国房地产开发投资完成额同比增速均高于 GDP 增速，2015 年之后开始低于 GDP 增速，2019-2020 年虽有所反转，但仍处低位。

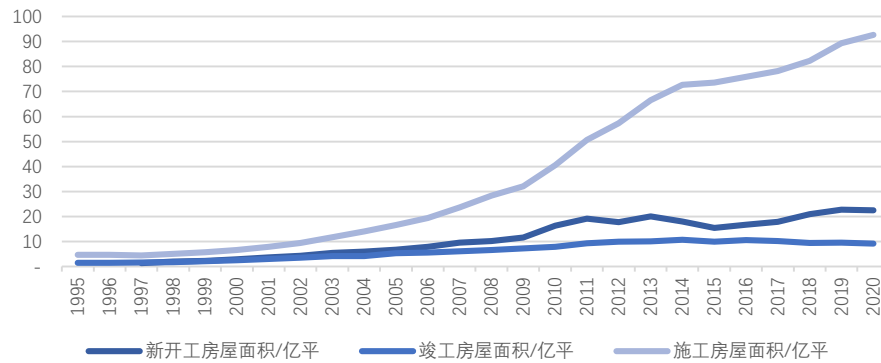
**图表 33：我国竣工房屋面积及同比变化**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图表 34：国内房地产开发投资增速 VS GDP 增速**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

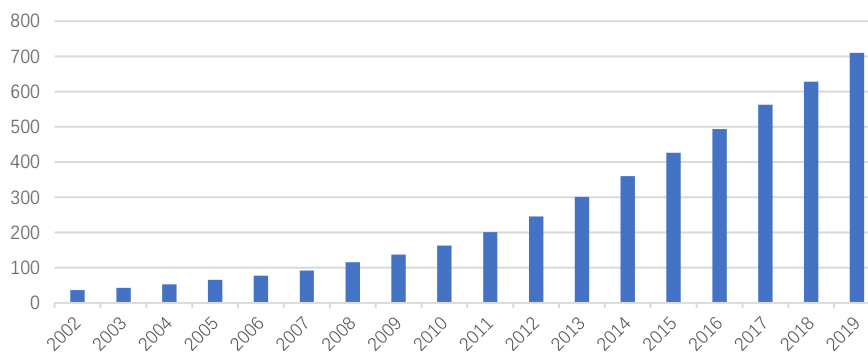
**我国房屋施工面积及新开工面积持续增长，未来逐步转化为竣工面积将刺激电梯需求。**近年来随着我国地产调控，房地产企业融资偏紧，呈“抢开工、拖竣工”形势，虽 2015 年以来我国房屋竣工面积呈下降趋势，但新开工面积和施工面积则呈增长趋势，至 2020 年底，我国新开工房屋面积及施工房屋面积分别为 22.4 和 92.7 亿平，2015 年以来复合增速为 8% 和 5%。而从未来看，我国房屋新开工及施工面积将加速转化为竣工面积，进而提升对电梯需求，主要由于：1. 我国房屋竣工周期在 2-3 年，2015 年以来新开工及施工面积增长，将逐步转化为竣工面积；2. 随着房地产融资收紧及疫情等因素影响，房地产市场集中度呈提升趋势，大房企施工效率更高，因而将更快转化为竣工面积；3. “三道红线”相关政策出台后，大房企降杠杆意愿较强，倾向于通过房产竣工将预收转换为营收，降低资产负债率。

**图表 35：我国新开工、竣工、施工房屋面积变化曲线**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

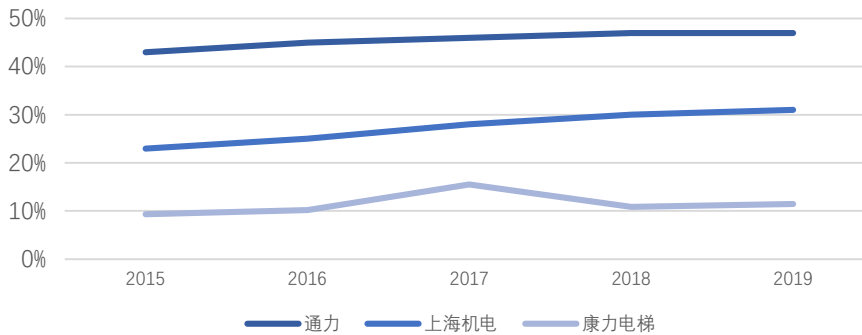
**四层及以上新建住宅加装电梯及旧楼加装电梯进一步提升对电梯需求。**2019年2月，住建部《住宅项目规范（征求意见稿）》明确四层及四层以上新建住宅建筑或住户入口层楼面距室外设计地面的高度超过9米的新建住宅建筑应设电梯，之后又有多地出台地方设计规范跟进相关要求。旧楼改造方面，老龄人口增长进一步加大了对旧楼加装电梯的需求。2019年《政府工作报告》提出“城镇老旧小区量大面广，要大力进行改造提升，支持加装电梯和无障碍环境建设。”

**2005-2015年高速增长的电梯销量将逐步迎来更新换代潮，提升对电梯整机及相关零部件产品需求。**我国电梯的正常使用寿命一般为15年，但由于我国早期电梯技术水平不高且在使用过程中大客流、高负荷、保养维护不够重视等现象较为普遍，因此实际上不少电梯不到15年就需要淘汰或更换安全部件。以15年的使用周期推算，2005年以前生产的电梯将从2020年开始逐步需要淘汰或更新。2005年以后有近十年左右的时间电梯行业一直保持着高速发展，年复合增长率20%以上。随着时间的推移，电梯保有量及老龄电梯数量的持续增加，电梯更新改造需求将越来越大。

**图表 36：我国电梯保有量/万台**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**从全球看，每年更新改造及维保的市场规模要超过当年新梯市场规模，**像欧美等发达国家成熟电梯市场，行业收入来源主要就是在用梯改造、维保市场服务。如全球龙头通力电梯维保、更新改造业务营收占比超40%，而国内企业上海机电、康力电梯等维保、改造业务营收占比尚不足30%，仍有较大提升空间。

**图表 37：国内和海外电梯厂维保业务收入占比**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

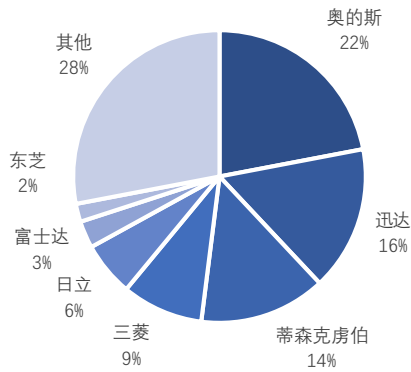
## 4.2 公司绑定跨国大客户、开拓海外及改造市场，多方式超越市场增速

**收购贝思特，协同效应明显，竞争力进一步增强。**公司传统电梯相关产品主要包括电梯一体化控制器、控制柜、电梯互联网等产品，2019年收购贝斯特100%股权，双方协同效应明显。首先从**产品层面**，贝思特主要从事电梯人机界面、门系统、线束线缆、井道电气等产品生产（人机界面和电梯线缆领域市占率分别在18%和13%左右），是对公司原产品的良好补充，公司组合为电梯大配套产品，产品类型得到丰富，市场领域得到拓宽；其次从**海外目标市场**来看，公司原电梯业务主要涉足印度、东南亚等地区市场，而贝思特在韩国、欧洲等地区市场份额相对较高；最后从**核心客户**来看，公司原业务在国产电梯品牌厂商市场中占据主要份额，而贝思特主要发力跨国电梯品牌厂商。

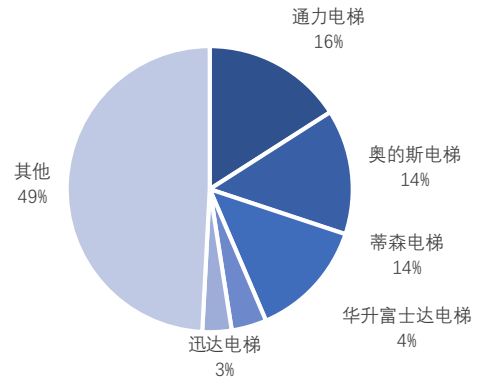
**图表 38：汇川技术和贝思特业务协同示意**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**当前国内电梯市场仍以跨国企业为主，贝思特TOP客户均为全球整梯龙头。**全球范围内，电梯整梯市场主要被以奥的斯、通力、迅达、蒂森克虏伯为代表的欧洲电梯厂家以及以三菱、日立、东芝、富士达为代表的日本电梯厂家占据，它们合计约占据全球市场份额70%-80%左右。我国电梯行业当前同样呈现外资品牌占主导的局面，主要厂家市占率在60%-65%。公司收购的贝思特重点发力跨国电梯品牌厂家，2019年上半年前五大客户均为全球整体龙头，收入占比在50%左右。

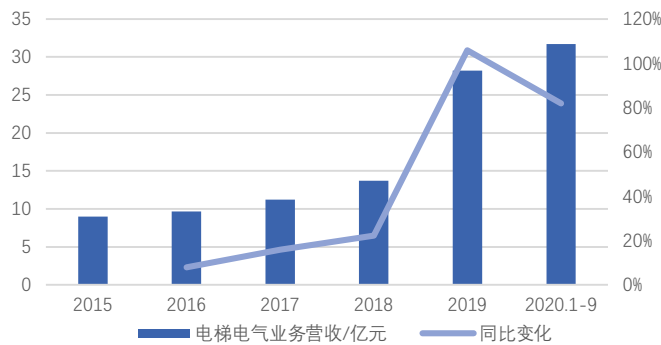
**图表 39：国内电梯市场市占率**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图表 40：贝斯特客户结构**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

大力拓展跨国客户、开拓海外市场及维保改造市场、推行系统解决方案，公司电梯业务获得超越市场的增长。公司 2015 年以来电梯业务营收均实现两位数增长，2015-2019 年以来复合增速 33%（剔除 2019 年收购贝思特影响为 12%），高于国内电梯产量的个位数增长。2019 和 2020 年前三季度营收分别为 28.2 和 31.7 亿元，同比增长 106% 和 82%。营收增长得益于在国内电梯需求放缓背景下，公司加大跨国大客户开拓，开拓海外市场及维保改造市场，同时通过一体化解决方案持续提升市占率。

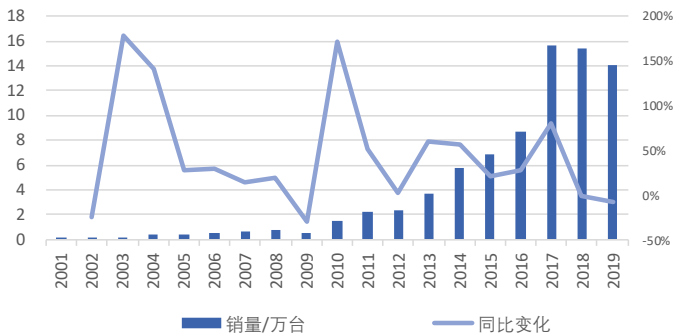
**图表 41：公司电梯业务营收及同比变化**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

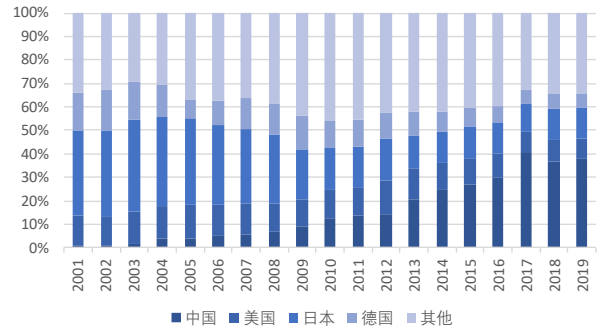
## 五、工业机器人增长空间广阔，公司完成“由零件至整机”升级

近年来我国工业机器人产量快速增长，2018-2019 年有小幅下滑但不改行业增长趋势。我国工业机器人销量自 2010 年突破 1 万台以来快速增长，2019 年销量已达 14 万台，年复合增速 28.2%，占全球工业机器人销量的比例从 2010 年的 12% 提升至 2019 年的 38%。2018 年下半年至 2019 年，受汽车和电子两大主要下游行业需求乏力影响，我国工业机器人需求有所下滑，两年销量同比下降，虽然工业机器人需求受下游投资影响较大，但我国作为全球的制造业中心，劳动力成本上升及劳动人口紧缺将是工业机器人行业发展的长期驱动力，工业机器人行业长期向好的发展趋势没有改变。



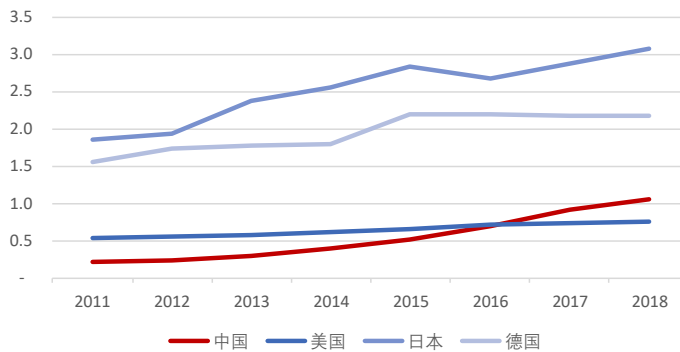
**图表 42：我国历年工业机器人销量及同比变化**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图表 43：全国工业机器人销售结构变化**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

对比全球主要工业强国，我国工业机器人数量仍有很大提升空间。我们对比中、美、日、德四国单位工业增加值对应的工业机器人数量，首先可以发现该值整体四国都呈增长态势；其次从数量上来看，2018年我国每千亿工业增加值对应的工业机器人数量为1.1万台，尚不及日本和德国2011年水平，而日、德2018年该水平分别为3.1和2.2万台/千亿美元。

**图表 44：部分国家单位工业增加值对应工业机器人数量（万台/千亿美元）**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

我们测算“十四五”期间我国工业机器人保有量有望从目前的70万台提升至157万台。我们假设“十四五”期间国内GDP增速6%，其中工业增加值占比40%，单位工业增加值对应的工业机器人数量为2万台/千亿美元（相当于日德2010-2015年之间水平），对应2025年我国工业机器人保有量为157万台，增加空间广阔。

公司工业机器人业务已完成“自零件向整机”升级，供应能力进一步增强。工业机器人领域，公司最早采用“面粉+工艺”策略，将技术同源的机器人专用控制系统和伺服系统向机器人生产厂家供应。在掌握核心零部件生产工艺基础上，2016年，公司推出SCARA机器人整机解决方案，实现了“面粉+工艺”向“整机+工艺”延伸。2017年是公司工业机器人业务进行规模推广的元年，公司整合南京汇川视觉系统产品和上海莱恩高精密丝杠产品，打造“核心部件+整机+视觉+工艺”经营策略，在前期实现核心部件及整机销售情况下，秉持公司开发行业装机基因，深耕手机制造行业，围绕贴合、叠片、点胶、锁附等工艺，推出了“机器人+工艺”的整体系统解决方案。

## 六、盈利预测及估值

**通用自动化市场：**公司依托“行业+品牌+技术”营销及提供综合解决方案的模式，持续拓宽下游应用领域，增强客户黏性，在此基础上公司制定“上顶下沉”战略，同时发力专机类行业大客户及区域散单市场，市占率有望持续提升。

**新能源汽车电控市场：**公司新能源车电控经历了始于乘用车、兴于商用车、盛于乘用车的发展路径，前期在乘用车市场的布局及积累逐步迎来收获，受益互联网造车新势力放量，公司乘用车电控产品增量明显，但从未来看，公司仍有望进一步突破国内、海外一线整车龙头，仍有广阔发展空间。

**电梯配套市场：**首先我们认为受益房屋竣工面积增长、电梯加装新规与旧房改造、以及电梯更新换代，整体电梯配套电气设备需求仍是增长的。在此基础上，公司收购贝思特协同优势明显，通过绑定跨国大客户、开拓海外及改造市场、以及以系统解决方案模式获得超越行业增速的增长。

**工业机器人市场：**近年来我国工业机器人产量迅速增长，但对比海外工业强国，我国在单位工业增加值对应的工业机器人数量上仍有很大提升空间；而近几年来受益行业增长，公司在工业机器人市场已完成从核心零部件到整机供应商的切换，未来将享受行业增长及自身市占率提升带来的红利。

综合来看，以产品分类，我们预计公司工业自动化+电梯+工业机器人板块 2020-2022 年实现营收 96.5、128.9 和 161.9 亿元；新能源汽车+轨道交通板块营收 18.6、28.5 和 44.1 亿元，公司整体 2020-2022 年实现营收 115.1、157.4 和 206.0 亿元，同比增长 55.8%、36.8%和 30.8%；归母净利 20.8、29.3 和 38.2 亿元，同比增长 118.8%、40.8%和 30.1%。

我们选择公司各细分市场龙头企业作为可比公司，可比公司 2020-2022 年 Wind 一致预期对应市盈率为 88.9、57.3 和 42.0x，公司为 66.0、46.9 和 36.0x，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 45：公司及可比公司估值情况

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
信捷电气	603416.SH	73.80	103.7	2.36	2.95	3.73	31.3	25.0	19.8
麦格米特	002851.SZ	30.90	155.1	0.84	1.06	1.39	36.8	29.3	22.3
埃斯顿	002747.SZ	24.00	201.7	0.16	0.29	0.42	150.0	82.6	57.7
宁德时代	300750.SZ	312.30	7274.9	2.27	3.38	4.57	137.6	92.4	68.4
行业平均							88.9	57.3	42.0
汇川技术	300124.SZ	79.99	1375.6	1.21	1.71	2.22	66.0	46.9	36.0

资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：股价为 2021.03.15 收盘价

## 七、风险因素

新冠疫情等导致全球、国内工控需求不及预期风险；市场竞争加剧导致公司盈利不及预期风险；新客户、新产品开拓不及预期风险；新能源车电控等产品技术路线变化风险等。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>流动资产</b>	7,693	9,512	13,123	17,647	23,676	
货币资金	516	1,752	2,696	4,290	6,746	
应收票据	1,445	103	126	181	237	
应收账款	1,969	2,432	3,911	5,521	7,563	
预付账款	46	80	282	241	253	
存货	1,264	1,710	2,899	3,957	5,208	
其他	2,453	3,435	3,208	3,456	3,670	
<b>非流动资产</b>	2,636	5,374	5,670	6,199	6,558	
长期股权投资	578	805	885	965	1,045	
固定资产(含无形资产)	885	1,279	1,345	1,632	1,844	
其他	368	528	541	598	560	
其他	806	2,762	2,899	3,004	3,110	
<b>资产总计</b>	10,329	14,886	18,792	23,846	30,234	
<b>流动负债</b>	3,517	5,268	5,943	7,825	10,117	
短期借款	575	1,264	56	0	0	
应付票据	1,027	994	1,585	2,110	2,777	
应付账款	821	1,501	2,319	3,113	3,993	
其他	1,095	1,509	1,982	2,602	3,347	
<b>非流动负债</b>	277	682	1,744	1,844	1,944	
长期借款	90	472	1,534	1,634	1,734	
其他	187	210	210	210	210	
<b>负债合计</b>	3,795	5,950	7,687	9,669	12,061	
少数股东权益	293	319	417	555	735	
归母股东权益	6,242	8,618	10,689	13,622	17,439	
<b>负债和股东权益</b>	10,329	14,886	18,792	23,846	30,234	

重要财务指标		单位: 百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	5,874	7,390	11,511	15,743	20,599	
同比 (%)	23.0%	25.8%	55.8%	36.8%	30.8%	
归母净利润	1,167	952	2,083	2,933	3,817	
同比 (%)	10.1%	-18.4%	118.8%	40.8%	30.1%	
毛利率 (%)	41.8%	37.6%	38.7%	38.8%	38.5%	
ROE%	18.7%	11.0%	19.5%	21.5%	21.9%	
EPS (摊薄)(元)	0.68	0.55	1.21	1.71	2.22	
P/E	117.89	144.51	66.04	46.90	36.04	
P/B	22.04	15.96	12.87	10.10	7.89	
EV/EBITDA	127.24	132.09	65.18	49.29	38.63	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>营业总收入</b>	5,874	7,390	11,511	15,743	20,599	
营业成本	3,418	4,608	7,055	9,629	12,672	
营业税金及附加	46	46	69	94	124	
销售费用	504	627	829	1,134	1,483	
管理费用	292	423	587	803	1,051	
研发费用	712	856	1,151	1,574	2,060	
财务费用	-13	53	-11	-58	-126	
减值损失合计	35	-41	0	0	0	
投资净收益	58	76	92	157	206	
其他	275	234	401	548	717	
<b>营业利润</b>	1,283	1,047	2,324	3,273	4,259	
营业外收支	1	8	9	12	16	
<b>利润总额</b>	1,284	1,056	2,333	3,285	4,274	
所得税	75	46	152	213	278	
<b>净利润</b>	1,209	1,010	2,181	3,071	3,997	
少数股东损益	42	58	98	138	180	
<b>归母净利润</b>	1,167	952	2,083	2,933	3,817	
EBITDA	1,046	1,049	2,094	2,737	3,431	
EPS (当	0.68	0.55	1.21	1.71	2.22	

现金流量表		单位:				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>经营活动现金</b>	471	1,361	1,339	2,395	2,937	
净利润	1,209	1,010	2,181	3,071	3,997	
折旧摊销	144	218	274	227	221	
财务费用	-20	56	67	64	67	
投资损失	-58	-76	-92	-157	-206	
营运资金变动	-839	92	-1,084	-801	-1,131	
其它	35	61	-6	-9	-11	
<b>投资活动现金</b>	151	-1,307	-171	-780	-514	
资本支出	-280	-249	-468	-658	-478	
长期投资	-1,593	-789	220	-270	-232	
其他	2,025	-269	77	147	196	
<b>筹资活动现金</b>	-103	1,053	-224	-21	33	
吸收投资	0	309	-12	0	0	
借款	456	932	-146	44	100	
支付利息或股	-542	-421	-67	-64	-67	
<b>现金流净增加</b>	521	1,103	944	1,594	2,455	

## 研究团队简介

武浩：电力设备新能源行业分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

陈磊：电力设备新能源行业分析师，吉林大学硕士，2018年7月加入信达证券研发中心，从事新能源行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北	卞双	13520816991	<a href="mailto:bianshuang@cindasc.com">bianshuang@cindasc.com</a>
华北	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北	刘晨旭	13816799047	<a href="mailto:liuchenxu@cindasc.com">liuchenxu@cindasc.com</a>
华北	欧亚菲	18618428080	<a href="mailto:ouyafei@cindasc.com">ouyafei@cindasc.com</a>
华北	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华东总监	王莉本	18121125183	<a href="mailto:wangliben@cindasc.com">wangliben@cindasc.com</a>
华东	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东	孙斯雅	18516562656	<a href="mailto:sunsiya@cindasc.com">sunsiya@cindasc.com</a>
华东	张琼玉	13023188237	<a href="mailto:zhangqiongyu@cindasc.com">zhangqiongyu@cindasc.com</a>
华南总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南	王之明	15999555916	<a href="mailto:wangzhiming@cindasc.com">wangzhiming@cindasc.com</a>
华南	闫娜	13229465369	<a href="mailto:yanna@cindasc.com">yanna@cindasc.com</a>
华南	焦扬	13032111629	<a href="mailto:jiaoyang@cindasc.com">jiaoyang@cindasc.com</a>
华南	江开雯	18927445300	<a href="mailto:jiangkaiwen@cindasc.com">jiangkaiwen@cindasc.com</a>
华南	曹曼茜	18693761361	<a href="mailto:caomanqian@cindasc.com">caomanqian@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。