

川仪股份 (603100.SH) 仪表领航，国产自强

2024年08月14日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2024/8/13
当前股价(元)	17.16
一年最高最低(元)	33.88/15.61
总市值(亿元)	88.10
流通市值(亿元)	87.24
总股本(亿股)	5.13
流通股本(亿股)	5.08
近3个月换手率(%)	51.24

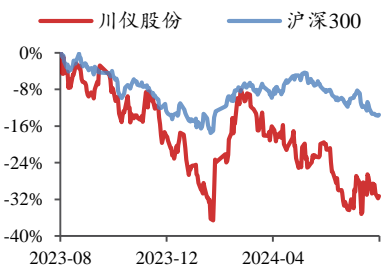
孟鹏飞（分析师）

mengpengfei@kysec.cn
证书编号：S0790522060001

熊亚威（分析师）

xiongyawei@kysec.cn
证书编号：S0790522080004

股价走势图



数据来源：聚源

● 工业自动化仪表龙头企业，经营行稳致远。

川仪股份是国内工业自动化仪表龙头，下游主要为石化、冶金、电力等流程工业。我们认为公司有望受益于国产替代、设备更新与设备出海三重逻辑，当前公司国内市占率较低，份额提升潜力较大。我们预测公司 2024-2026 年实现营收 85.28/97.67/111.30 亿元，归母净利润 8.35/9.40/10.80 亿元，EPS 为 1.63/1.83/2.10 元/股，当前股价对应 PE 为 10.6/9.4/ 8.2 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 工业仪表千亿市场，高端产品外资主导，国产替代空间广阔。

2022 年国内工业自动控制系统装置市场规模约为 4054 亿元，川仪市场份额仅为 1.38%。数字化、智能化发展驱动行业规模上行。结构上，外资主导高端市场，2022 年横河在国内压力变送器市场份额达 11%，艾默生为 10%，国内龙头川仪股份市占率仅为 2.8%；2022 年工业控制阀外资企业市占率约为 57%。过去几年国产产品技术提升，叠加下游自主可控需求，持续推动国产化率提升。面对千亿市场，公司作为内资龙头，当前市占率不足 5%，增长空间广阔。

● 设备更新有望带动流程工业资本开支上行，仪表龙头受益。

流程工业是核心下游。2024 年，中央与地方密集出台设备更新相关政策，7 月 25 日政府拟统筹 3000 亿国债资金支持设备更新，7 月 26 日国务院国资委表示未来 5 年央企预计安排设备更新改造总投资超 3 万亿元，我们认为化工为代表的流程工业将受益。数字化为本轮设备更新重点，核心部件仪器仪表为本轮更新周期最为受益的品类之一，川仪股份作为龙头有望受益于下游资本开支。

● 借船出海、自建渠道双管齐下，公司海外市场拓展可期。

“一带一路”等地区石化、电力等基建需求旺盛。截至 2022 年，我国企业海外炼油能力超 7000 万吨/年。公司通过与中国客户合作“借船出海”、自建渠道开拓海外，2023 年海外收入占比仅 2.7%，对比横河电机的 74%提升潜力大。

● **风险提示：**宏观经济恢复不及预期；设备更新政策实施进度不及预期；公司国产替代进度与设备出海不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,370	7,411	8,528	9,767	11,130
YOY(%)	16.1	16.3	15.1	14.5	14.0
归母净利润(百万元)	579	744	835	940	1,080
YOY(%)	7.5	28.4	12.2	12.6	14.8
毛利率(%)	34.8	34.2	34.2	34.6	34.7
净利率(%)	9.1	10.0	9.8	9.6	9.7
ROE(%)	17.0	18.8	17.4	16.8	16.6
EPS(摊薄/元)	1.13	1.45	1.63	1.83	2.10
P/E(倍)	15.2	11.8	10.6	9.4	8.2
P/B(倍)	2.6	2.2	1.8	1.6	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目录

1、工业自动化仪表龙头，经营行稳致远	4
1.1、深耕行业六十载，工业自动化仪表龙头冲击高端	4
1.2、国企改革稳步推进，持续激发经营活力	6
1.3、公司多年经营稳健，经营目标完成率高	7
2、外资主导国内中高端市场，国产替代空间广阔	9
2.1、工业数字化、智能化发展驱动行业规模稳步上行	9
2.2、欧美企业占据高端市场，国内企业持续追赶	13
2.3、技术、品牌和渠道三重优势，助力川仪份额持续提升	16
2.3.1、掌握核心技术，多项产品填补国内空白	16
2.3.2、国内少有的具备提供整体解决方案能力及充足产能的企业，市场竞争力强	17
2.3.3、优质客户群体提供品牌背书，“营销铁三角”助力市场拓展	18
3、设备更新有望带动流程工业资本开支上行，仪表龙头受益	19
3.1、流程工业为核心下游，石化预期回暖，电力保持高景气	19
3.2、设备更新持续加码，核工业景气向上，公司有望受益	20
3.2.1、政策推动设备更新加快落地，化工等行业仪表逐步进入更换高峰期	20
3.2.2、核电景气度有望延续，公司迎来成果丰收期	22
4、乘出海东风，国际市场拓展可期	23
4.1、下游中国企业积极出海，“一带一路”需求旺盛	23
4.2、借船出海、自建渠道双管齐下，海外市场逐步开拓	25
4.3、以横河电机为鉴，川仪股份国际化路径清晰	26
4.3.1、深耕国内市场阶段：1915年至20世纪60年代	27
4.3.2、国际化拓展阶段：20世纪50年代至今	28
4.3.3、参考横河发展史，川仪背靠国内“大树”，出海限制因素有望逐步化解	29
5、盈利预测与投资建议	29
5.1、盈利预测	29
5.2、估值水平和投资建议	30
6、风险提示	30
附：财务预测摘要	32

图表目录

图 1：川仪股份是国内工业自动化仪表及装置龙头，深耕行业多年	4
图 2：公司产品应用于智慧工厂的控制层与感知层	5
图 3：川仪股份背靠重庆国资委	6
图 4：2023 年公司营收达 74.11 亿元，同比增长 16.3%	7
图 5：2023 年归母净利润达 7.44 亿元，同比增长约 28.5%	7
图 6：2023 年公司毛利率、净利率为 34.20%、10.07%	8
图 7：2023 年公司销售、管理、财务费用率分别为 13.10%、5.61%、-0.27%	8
图 8：2023 年公司自动化仪表业务收入占比达 89.03%	8
图 9：自动化仪器仪表业务毛利率稳定在 36% 左右	8
图 10：2023 年公司研发费用达 5.24 亿元	9
图 11：公司 2023 年经营活动产生现金净流入 7.08 亿元	9
图 12：公司 2024 年预计实现营业收入 78 亿元	9
图 13：公司 2024 年预计实现利润总额 8.5 亿元	9
图 14：仪器仪表行业可细分为五大子行业	10
图 15：工业自动控制系统装置产品分类	10
图 16：工业自动化仪表横跨两大行业	10
图 17：工业自动化仪表上游包括电子元器件、结构件等	10
图 18：2023 年仪器仪表制造业营收为 10112 亿元	11
图 19：2020 年自动化仪表占仪器仪表行业营收的 37%	11
图 20：仪器仪表属于工业数字化装备中的部件	11
图 21：工业数字化程度有待提升	11

图 22: 2021 年石化、冶金、机械制造等行业数字化程度仍有提升空间	12
图 23: 工业数字化部署将集中于 20 个场景, 仪器仪表主要应用于其中四个场景	13
图 24: 2021 年我国仪表出口 5410 万个, 进口 158 万个	13
图 25: 2022 年 1-8 月我国仪表进口均价为 29.5 美元/个	13
图 26: 2022 年国内压力变送器市场规模约为 43.93 亿元	14
图 27: 2022 年川仪压力变送器国内市场份额仅 2.8%	14
图 28: 2022 年我国控制阀市场规模为 440.9 亿元	15
图 29: 2022 年外资企业市占率达 57.23%	15
图 30: 2024 年工业自动化行业国产化率有望达到 47.7%	15
图 31: 公司 PDS 高频球阀技术达到国际领先水平	16
图 32: 公司产品系列完备	17
图 33: 公司变送器产品系列丰富	17
图 34: “数智川仪”工程保障公司制造与服务能力	17
图 35: 川仪股份产能持续增长, 支撑公司开拓市场与服务客户能力	18
图 36: 川仪股份与下游客户关系良好, 拥有丰富的客户资源	18
图 37: 2023Q1 工控自动化 OEM 市场占比	19
图 38: 化工、电力等流程工业在项目型市场中占比较大	19
图 39: 2024 年中国石油资本开支预计回暖	19
图 40: 石油、煤炭及其他燃料加工业投资边际好转	19
图 41: 电源工程建设投资完成额逐年提升	20
图 42: 电力行业固定资产投资景气度振荡上行	20
图 43: 政策要求 2024-2027 设备工具购置规模年均增速达 5.7%, 超过 2016-2023 年均增速	21
图 44: 规模以上工业企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率分别超过 90%、75%	21
图 45: 石化行业固定资产投资在 2013 年达到高点	22
图 46: 2019-2021 年我国工业自动控制系统装置制造规模持续上升	22
图 47: 2023 年我国核电发电累计装机占比 1.95%, 具有较大提升空间	22
图 48: 2022-2023 年国内核电核准数量达到近 10 年峰值的 10 台	22
图 49: 2023 年中国电建海外新签订单达 12529 亿元, 同比增长 28%	25
图 50: 2023 年中国化学海外新签订单达 1006 亿元, 同比增长 165%	25
图 51: 油价上升有望推动世界石化行业资本开支回暖	25
图 52: 川仪股份境外收入占比低, 设备出海有望为公司贡献业绩增量	26
图 53: 2000 年后, 横河的收入进入平稳发展期	27
图 54: 控件是横河电机主要营收来源	27
图 55: 2024 财年横河电机国际市场营收达 4016 亿元, 占总营收 74.34%	28
表 1: 自动化仪器仪表业务是公司主营业务	5
表 2: 股权激励有望持续激发公司活力	6
表 3: 子公司构成公司重要收入来源	7
表 4: 多项政策促进流程工业自动化、智能化发展	12
表 5: 美日欧发达国家企业占据工业自动控制系统装置制造业高端市场, 国内企业与国际大厂有差距	14
表 6: 公司攻克多项核心技术, 实现国产替代	16
表 7: 中央与各部委及地方密集出台关于推动设备以旧换新的政策	20
表 8: 仪器仪表为化工等流程工业重要部件, 更换周期约为 8-15 年	21
表 9: 中性预期下我们预计新核准核电机组的设备投资额约为 1347 亿元/年	23
表 10: 2014-2023 年, 公司收到的核电项目相关政府补助总金额在 3000 万以上	23
表 11: “一带一路”倡议为我国企业出海奠定政治基础	24
表 12: “一带一路”倡议下部分领域中国企业出海情况	24
表 13: 中国化学加速出海, 积极对外投资	25
表 14: 横河电机多年发展主要可以分为国内高速发展阶段和国际化拓展阶段	26
表 15: 横河通过对外合作/收购获取先进技术	28
表 16: 我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 85.28/97.67/111.30 亿元	30
表 17: 公司估值低于可比公司平均估值	30

1、工业自动化仪表龙头，经营行稳致远

1.1、深耕行业六十载，工业自动化仪表龙头冲击高端

川仪股份是国内工业自动化仪表及装置龙头。公司成立于 1999 年，前身为四川仪表总厂，深耕工业自动化仪表及控制装置近 60 年，现已成为国内工业自动化仪器仪表行业龙头，产品性能国内领先，部分产品已具备国际竞争力，正在加快提高中高端工业自动化仪器仪表渗透率。

图1：川仪股份是国内工业自动化仪表及装置龙头，深耕行业多年

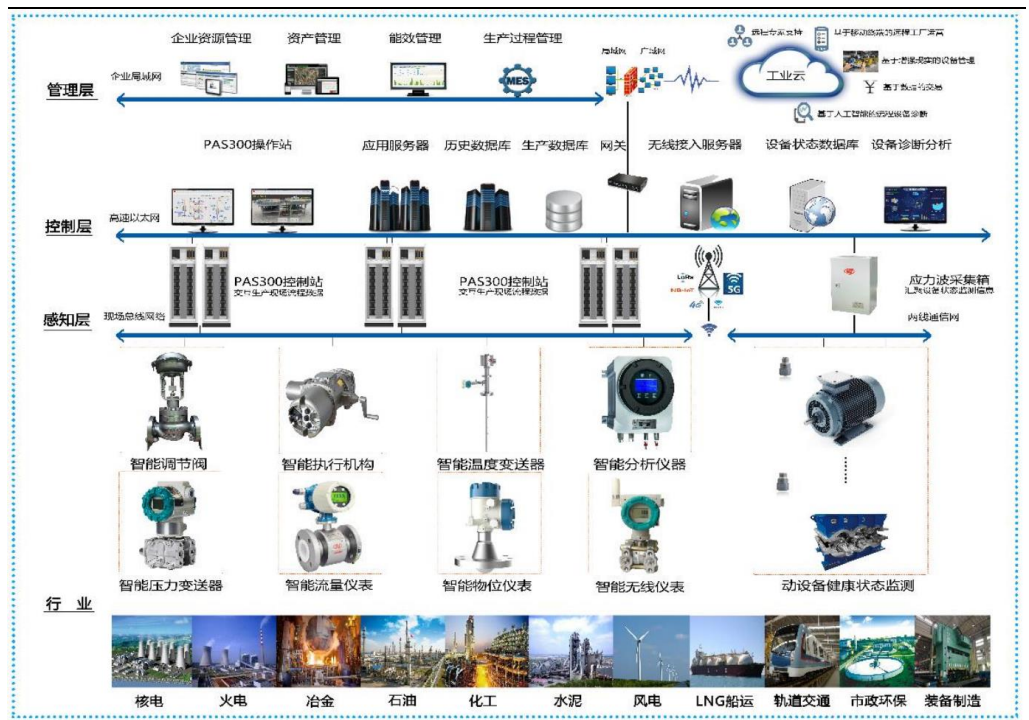


资料来源：川仪股份官网、开源证券研究所

自动化仪器仪表业务营收占比 89%，下游以流程工业为主。

- 公司业务范围涵盖工业自动控制系统装置及工程成套、电子信息功能材料、电子器件及进出口四大领域。核心业务为工业自动控制系统装置及工程成套，2023 年营收占比约 89%。
- 公司主要产品包括智能执行机构、智能变送器、智能调节阀、智能流量仪表、温度仪表、物位仪表、控制设备及装置、分析仪器等，主要应用于智慧工厂的控制层与感知层。
- 公司下游行业以流程工业为主，包括石油化工、冶金、电力、煤炭、轻工建材、市政公用及环保、新能源等国民经济重点行业，2021 年石化、冶金、电力行业订单为营收贡献前三甲。

图2：公司产品应用于智慧工厂的控制层与感知层



资料来源：公司公告

表1：自动化仪器仪表业务是公司主营业务

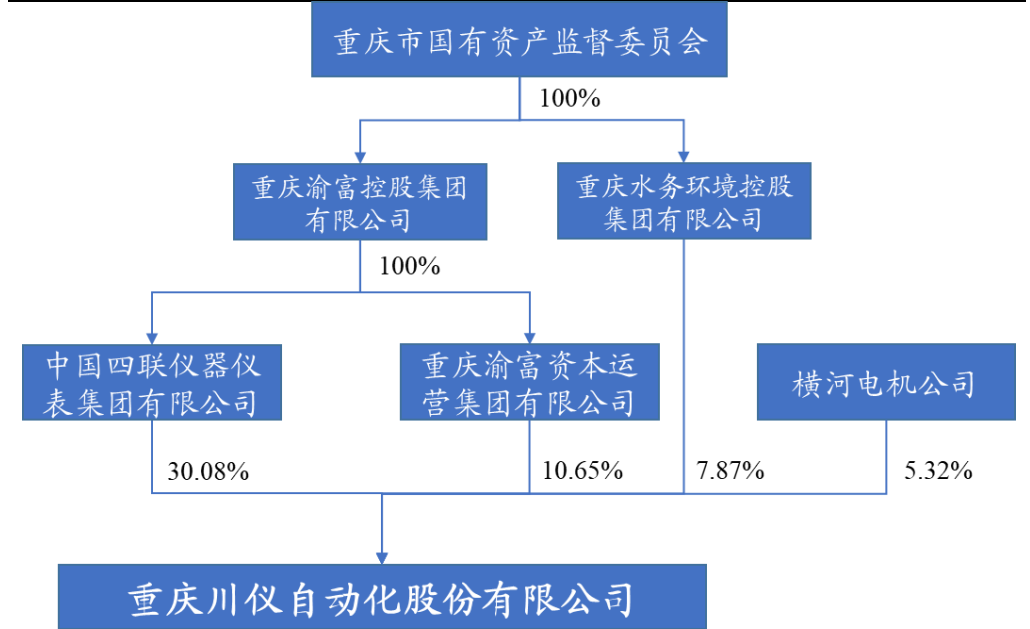
业务	产品	功能	应用领域	图示
自动化仪器仪表	智能调节阀	接收控制系统的指令，实施对管道中介质流量的控制及信号反馈	石油、化工、冶金、电力、煤化工、医药、水务、核工业、新能源等	
	智能执行机构	接收控制系统的指令，完成对各种直通或旋转类阀门及风门挡板的控制	石油、化工、冶金、电力、煤化工、医药、水务、核工业、新能源等	
	智能变送器	对被测介质的压力、差压进行检测和信号传输	电力、冶金、化工、煤化工、石油、石化、市政环保、轻工建材、医药、造纸、核工业、新能源等	
	智能流量仪表	对被测介质的流量进行检测及信号传输	石油、化工、冶金、水务、医药、食品、核工业、新能源	
	分析仪器	对被测介质的化学特性、组成成份及含量进行在线或离线检测及分析	石油、化工、环保、轻工建材、新能源等	
	温度仪表	对被测介质的温度进行检测及信号传输	石油、化工、煤化工、医药、纺织印染、轻工建材、核工业等	
	物位仪表	对被测介质的料位、液位进行检测及信号传输	电力、冶金、化工、煤化工、石油、石化、市政环保、轻工建材、医药、造纸、核工业、新能源、粮油仓储等	
	控制装置	以控制器和现场设备为基础，运用自动化控制技术对生产过程进行自动调节和控制	电力、环保、石油化工、煤化工等	
电气装置	对高低压电气设备的配电系统进行管理 及故障传递	电力、冶金、石油、化工、轻工建材、市政环保、核工业等		
电子信息功能材料	金属复合材料、精密合金材料、贵金属材料等	电力、轻工建材、冶金、		
电子器件	人工晶体精密元器件，陶瓷、碳化硅等硬脆材料精密元件，仪表部件等	精密仪器仪表、各种高压、低压泵等		

资料来源：公司公告、川仪股份官网、开源证券研究所

1.2、国企改革稳步推进，持续激发经营活力

公司控股股东为四联集团，实控人为重庆国资委，截至 2024 年一季度，实控人合计持股比例达 48.6%。

图3：川仪股份背靠重庆国资委



资料来源：Wind、开源证券研究所（时间截至 2024 年一季度）

国企改革举措逐步落地有望持续激发公司活力。顺应国企改革趋势，公司积极推进各级经理层任期制契约化管理、市场化薪酬机制建设等举措。2022 年 4 名职业经理人选聘到位，555 名各级管理者纳入任期制契约化管理。2023 年 9 月公司发布股权激励计划，设置 2023/2024/2025 年 ROE 分别不低于 13.6%/13.8%/14.0%等股权激励目标，授予对象包括总经理在内的高管与核心员工共 564 人。管理团队补强、制度调整及股权激励有望持续激发公司活力。

表2：股权激励有望持续激发公司活力

解除限售期	业绩考核指标
第一个解除限售期	(1) 2023 年度净资产收益率不低于 13.60%，且不低于同行业上市公司平均水平或对标企业 75 分位值水平； (2) 2023 年研发支出占营业收入的比重不低于 7%； (3) 2023 年经济增加值改善值 (ΔEVA) >0。
第二个解除限售期	(1) 2024 年度净资产收益率不低于 13.80%，且不低于同行业上市公司平均水平或对标企业 75 分位值水平； (2) 2024 年研发支出占营业收入的比重不低于 7%； (3) 2024 年经济增加值改善值 (ΔEVA) >0。
第三个解除限售期	(1) 2025 年度净资产收益率不低于 14.00%，且不低于同行业上市公司平均水平或对标企业 75 分位值水平； (2) 2025 年研发支出占营业收入的比重不低于 7%； (3) 2025 年经济增加值改善值 (ΔEVA) >0。

资料来源：川仪股份公告、开源证券研究所

公司通过设立子公司的方式经营不同业务，业务具有较高的协同性。其中横河川仪为公司重要参股子公司，由日本横河电机与川仪股份于 1995 年合资创立，主营产品为智能压力变送器，定位高端，国内领先。

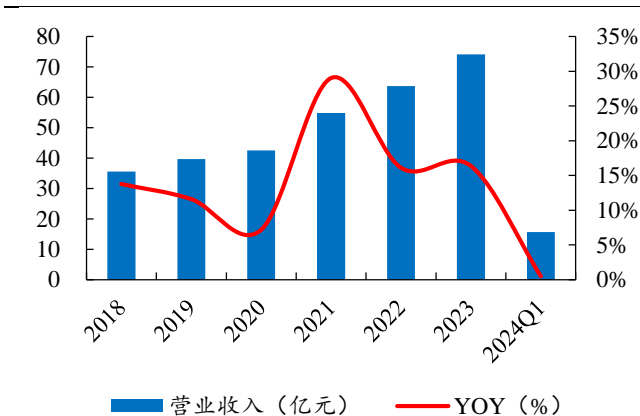
表3：子公司构成公司重要收入来源

子公司名称	主要经营业务	持股比例	2023年净利润（万元）
重庆川仪工程技术有限公司	仪器仪表及成套系统的销售	100%	52.2
上海川仪工程技术有限公司	仪器仪表销售	100%	81.17
重庆四联技术进出口有限公司	自营和代理各类商品技术进出口	100%	513.54
重庆川仪十七厂有限公司	热电偶、热电阻及温控仪表的设计、生产及销售	100%	4,643.18
重庆川仪分析仪器有限公司	分析仪器、实验室仪器的生产制造及销售	100%	3,564.79
重庆川仪调节阀有限公司	调节阀的设计、制造及销售	100%	13,518.49
重庆四联测控技术有限公司	变送器产品的研发、生产和销售	100%	9,777.48
重庆横河川仪有限公司	差压、压力变送器、记录仪、分析仪、工业自动化控制系统及其他工业仪器	40%	42,827.17

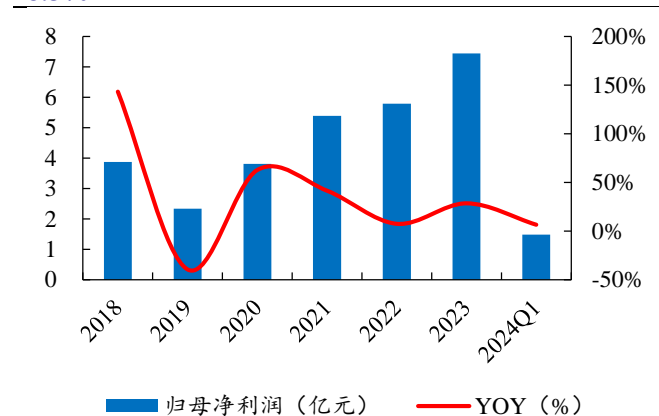
资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、公司多年经营稳健，经营目标完成率高

公司经营稳健，业绩保持平稳增长态势。2023年公司营业收入达74.11亿元，同比增长16.3%；归母净利润达7.44亿元，同比增长约28.5%。2018-2023年公司营业收入均为正增长，CAGR达15.81%；2018年公司受到大额医保政策调整结算利得、房产处置等偶发性增利因素影响，利润基数较高，因此2019年归母净利润同比下降。整体公司利润增长较为稳定，2018-2023年归母净利润CAGR达13.97%。2024年一季度，公司实现营收15.67亿元，同比增长0.5%；归母净利润1.48亿元，同比增长6.5%。

图4：2023年公司营收达74.11亿元，同比增长16.3%


数据来源：Wind、开源证券研究所

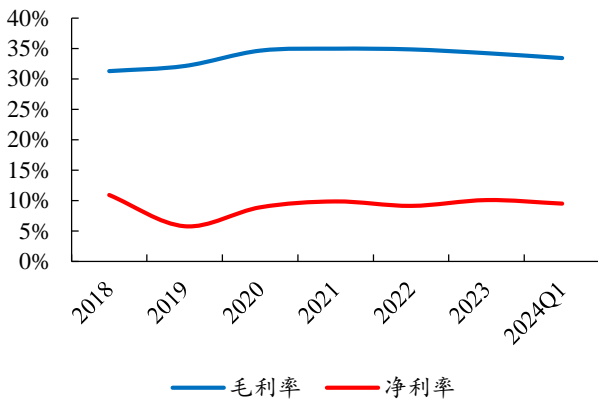
图5：2023年归母净利润达7.44亿元，同比增长约28.5%


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司盈利能力稳中有升，费用管理效果显现，2023年公司毛利率、净利率分别为34.20%、10.07%，期间费用率为25.52%。2018-2020年公司毛利率逐渐提升，主要系公司收入规模增加并加强成本费用管控，工业自动化仪表及装置业务等毛利率提升所致。2021年以来毛利率稳定在35%左右。2018年净利率较高主要系受医保计划利得结算等偶发性因素影响。毛利率上行支撑净利率由2019年的5.79%提高至2020年的8.89%，后续稳定在9%左右。公司费用控制效果逐渐显现，期间费用率逐渐下降，2023年公司销售、管理、财务费用率分别为13.10%、5.61%、-0.27%，

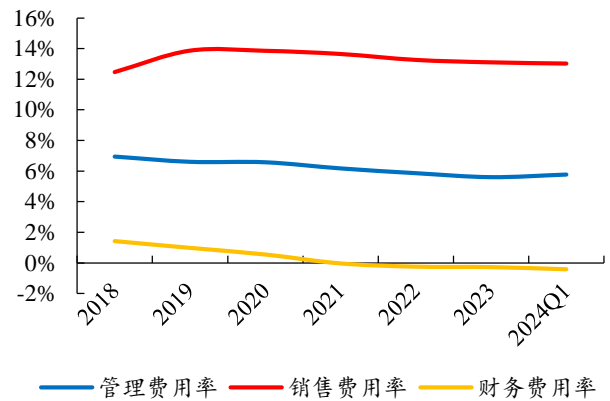
期间费用率为 25.52%，相比 2019 年下降 2.31pct。

图6：2023 年公司毛利率、净利率为 34.20%、10.07%



数据来源：Wind、开源证券研究所

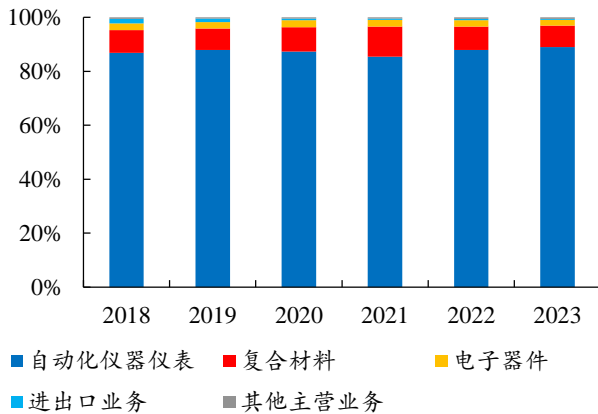
图7：2023 年公司销售、管理、财务费用率分别为 13.10%、5.61%、-0.27%



数据来源：Wind、开源证券研究所

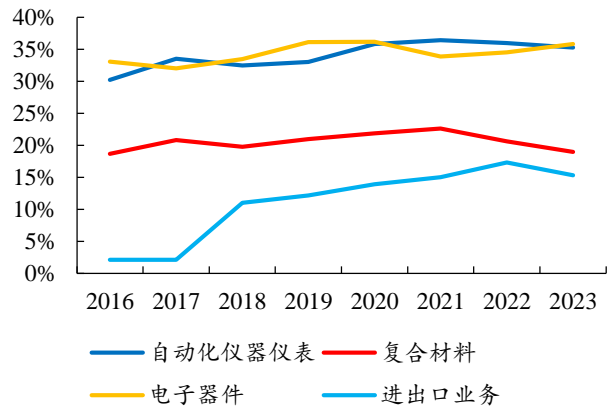
自动化仪器仪表业务为公司主要收入来源，毛利率围绕 36%窄幅波动。自动化仪器仪表业务 2018 年以来收入占比保持在 85%以上，毛利率自 2018 年的 32.47% 提升至 2020 年的 35.85%后，稳定在 36%左右。2023 年复合材料、电子器件收入占比分别为 7.9%、2.1%，毛利率分别为 19.0%、35.8%。

图8：2023 年公司自动化仪表业务收入占比达 89.03%



数据来源：Wind、开源证券研究所

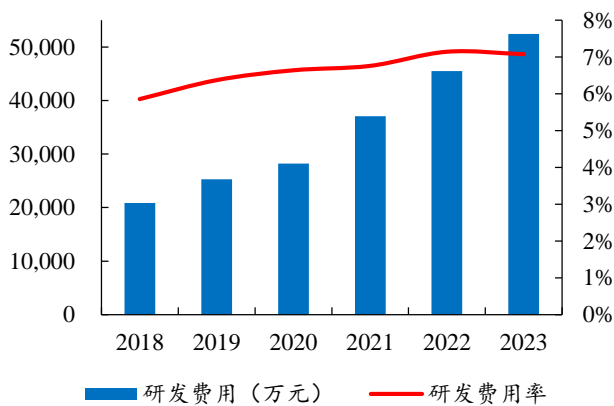
图9：自动化仪器仪表业务毛利率稳定在 36%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

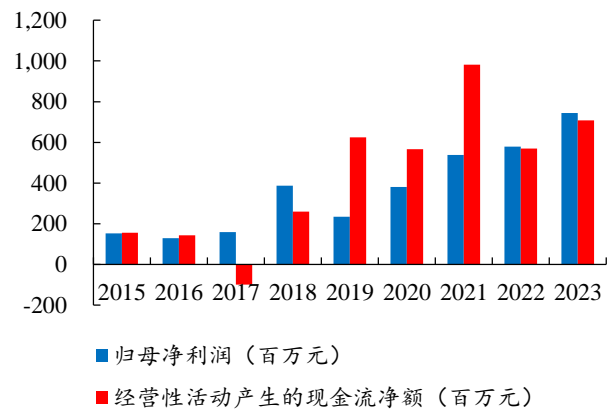
公司重视研发投入，现金流较为充裕，2023 年研发投入达 5.24 亿元，经营活动产生现金净流入 7.08 亿元。公司研发费用率稳中有升，2023 年达 7.08%。公司研发成果丰硕，2023 年实施国家级、省部级科技项目 43 项，新增专利 153 件、软件著作权 76 项，累计有效专利 946 件、软件著作权 268 项。公司经营稳健，现金流除 2017 年以外多年保持净流入。大力研发投入及严格风险管控助力公司行稳致远。

图10：2023 年公司研发费用达 5.24 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

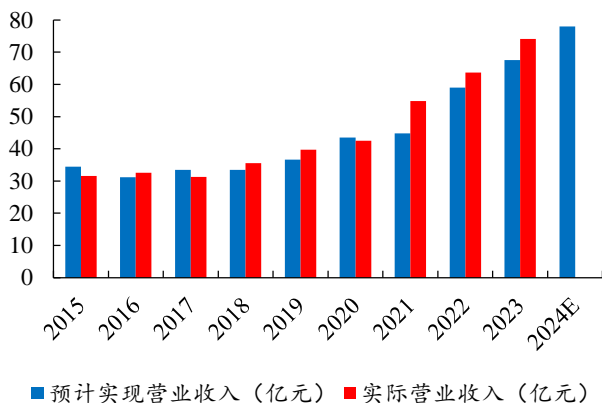
图11：公司 2023 年经营活动产生现金净流入 7.08 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

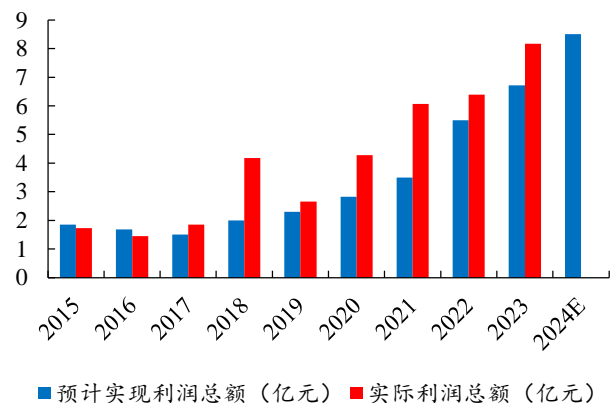
经营计划完成率高，2024 年公司预计实现营业收入 78 亿元，实现利润总额 8.5 亿元。在每年年报中公司会披露下一年的业绩目标，根据历史数据统计，公司 2015-2023 年营收目标完成率（实际营业收入/目标营业收入）均值达 104.66%，利润目标完成率（实际利润总额/目标利润总额）均值达 132.07%，在多数年份中达成了当年的经营目标。我们认为公司经营稳健，具备达成 2024 年营收与利润目标的能力。

图12：公司 2024 年预计实现营业收入 78 亿元



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图13：公司 2024 年预计实现利润总额 8.5 亿元



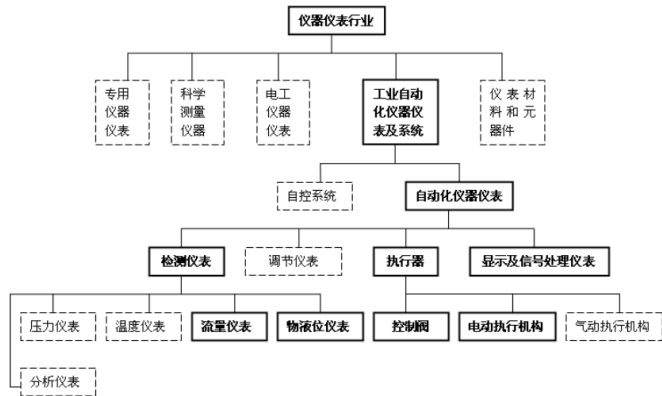
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

2、外资主导国内中高端市场，国产替代空间广阔

2.1、工业数字化、智能化发展驱动行业规模稳步上行

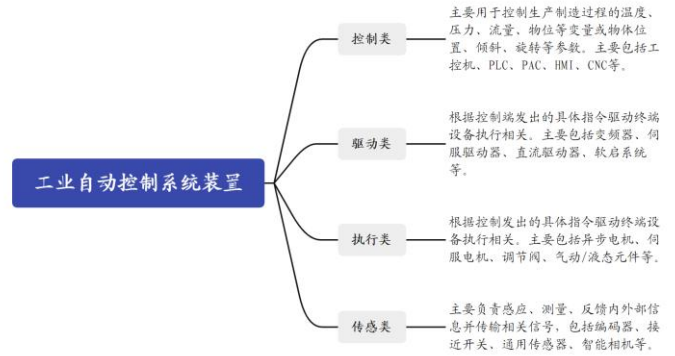
仪器仪表是指用于测量、检测、监控和控制各种物理量、化学量和生物量的设备和工具，可细分为工业自动化仪器仪表及系统、科学测试仪器、专用仪器仪表、电工仪器仪表、仪表材料和元器件等。工业自动化控制系统装置通过工业控制计算机对传感器及局域网所采集的各种信息进行归纳、分析、整理，实现信息管理与自动控制，主要分为控制类、驱动类、执行类与传感类四个类型。

图14：仪器仪表行业可细分为五大子行业



资料来源：万讯自控招股说明书

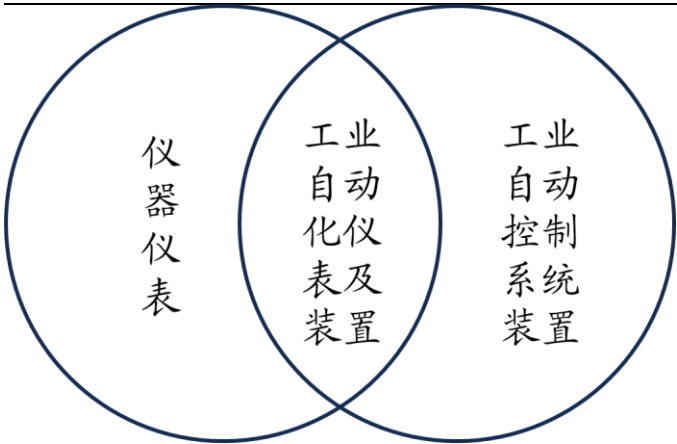
图15：工业自动控制系统装置产品分类



资料来源：华经产业研究院、开源证券研究所

川仪股份主营产品为工业自动化仪器仪表，经营领域横跨仪器仪表行业与工业自动控制系统装置制造业。行业上游包括电子元器件、结构件等，下游应用于电力、石化、汽车、机床等领域。

图16：工业自动化仪表横跨两大行业



资料来源：开源证券研究所

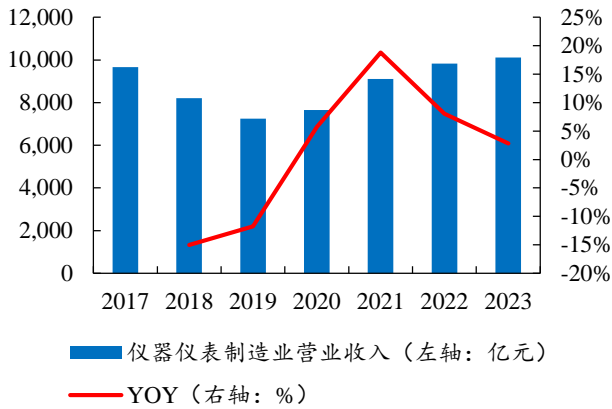
图17：工业自动化仪表上游包括电子元器件、结构件等

上游	中游	下游
芯片	控制类	机床
半导体	驱动类	电子制造
电子元器件	执行类	纺织
永磁材料	感知类	电力
结构件		石化
电缆线等		汽车等

资料来源：华经产业研究院、开源证券研究所

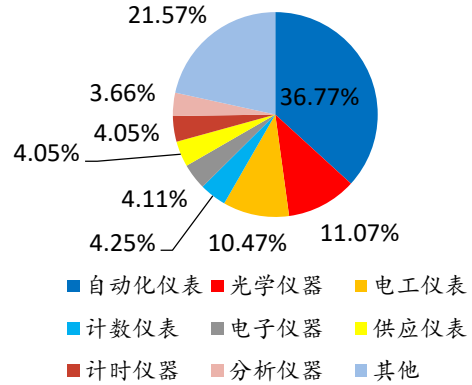
2023年仪器仪表行业实现营收10112亿元，自动化仪表为第一大细分领域。据国家统计局数据，中国仪器仪表制造业自2019年触底以来持续回暖，行业营业收入由2019年的7243亿元提升至2023年的10112亿元，CAGR达8.7%。2020年自动化仪表为仪器仪表行业第一大细分领域，占行业营收比例达36.8%。

图18: 2023年仪器仪表制造业营收为10112亿元



数据来源: 国家统计局、Wind、开源证券研究所

图19: 2020年自动化仪表占仪器仪表行业营收的37%



数据来源: SIIA、前瞻产业研究院、开源证券研究所

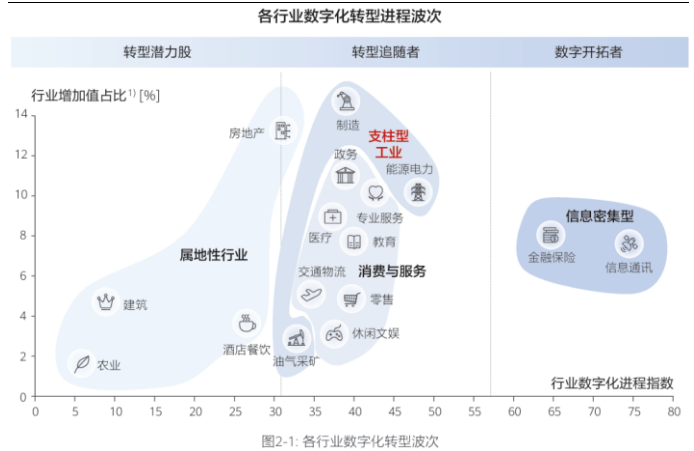
仪器仪表处于工业数字化价值栈的部件层，下游工业数字化、智能化趋势将成为行业长期发展的核心动力。行业景气度依赖于下游各领域的新建项目数，以及“以旧换新”的产能置换升级、工艺改造、检修维护、备品备件等。以降本增效为目的，工业处于数字化改造进程的第二梯队，仍有提升空间。结构上看，不同工业细分领域数字化改造速度存在差异，石油化工、冶金等行业数字化程度仍有提升空间。

图20: 仪器仪表属于工业数字化装备中的部件

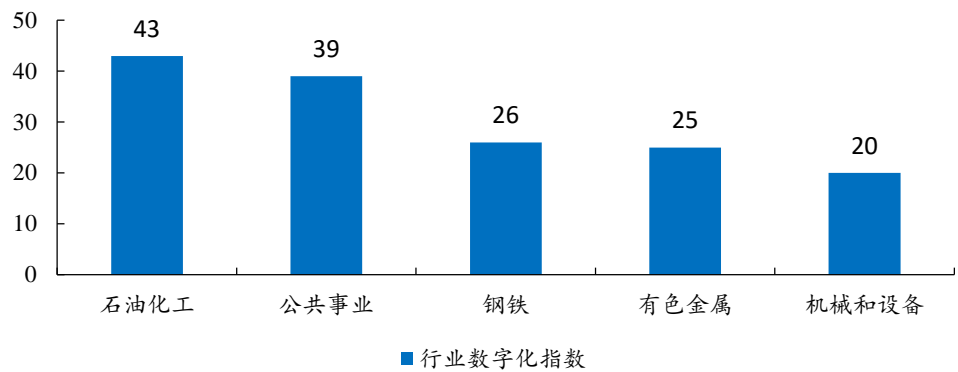


资料来源: 《工业数字化/智能化 2030》(华为等)、开源证券研究所

图21: 工业数字化程度有待提升



资料来源: 《工业数字化/智能化 2030》(华为等)

图22：2021年石化、冶金、机械制造等行业数字化程度仍有提升空间


数据来源：《工业数字化/智能化2030》（华为等）、开源证券研究所

国家对工业自动化高度重视，多项政策促进流程工业自动化、智能化发展。2021年以来多项政策刺激工业自动化转型，其中多数与流程工业相关，2024年3月《贯彻实施〈国家标准化发展纲要〉行动计划（2024—2025年）》印发，进一步推动冶金、石化等流程工业转型升级。

表4：多项政策促进流程工业自动化、智能化发展

时间	文件	发布机关	内容
2021.12	《“十四五”智能制造发展规划》	工业和信息化部等八部门	明确提出“两步走”，即到2025年，规模以上制造业企业大部分实现数字化网络化，重点行业骨干企业初步应用智能化；到2035年，规模以上制造业企业全面普及数字化网络化，重点行业骨干企业基本实现智能化。
2022.1	《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》	工业和信息化部、国家发展和改革委员会、生态环境部	力争到2025年，钢铁工业基本形成布局结构合理、资源供应稳定、技术装备先进、质量品牌突出、智能化水平高、全球竞争力强、绿色低碳可持续的高质量发展格局。关键工序数控化率达到80%左右，生产设备数字化率达到55%，打造30家以上智能工厂
2022.3	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	工业和信息化部、发展改革委、科技部、生态环境部、应急部、能源局	推动数字化转型，石化、煤化工等重点领域企业主要生产装置自控率95%以上，建成30个左右智能制造示范工厂、50家左右智慧化工示范园区。
2022.6	《工业能效提升行动计划》	工信部、发改委、财政部、生态环境部、国资委、市场监管总局	实施电机能效提升行动。鼓励电机生产企业开展性能优化、铁芯高效化、机壳轻量化等系统化创新设计，优化电机控制算法与控制性能，加快高性能电磁线、稀土永磁、高磁感低损耗冷轧硅钢片等关键材料创新升级。推行电机节能认证，推进电机高效再制造。2025年新增高效节能电机占比达到70%以上。
2022.7	《关于新时代推进品牌建设指导意见》	发改委等	支持企业推进生产自动化、智能化、绿色化，构建规范化、标准化、精细化的运营体系。
2022.7	《工业领域碳达峰实施方案》	工信部、发改委、生态环境部	提升重点用能设备能效。实施变压器、电机等能效提升计划，推动工业窑炉、锅炉、压缩机、风机、泵等重点用能设备系统节能改造升级。
2024.3	《贯彻实施〈国家标准化发展纲要〉行动计划（2024—2025年）》	国家标准化管理委员会	深化智能制造等标准应用试点，推动矿山、冶金、石化、机械、纺织等传统产业升级。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

未来工业智能化升级将聚焦20个重点场景，其中自动化仪器仪表将在环境监测与优化、安全监测与优化、能耗监测与优化、质量在线检测与追溯环节中起到重要作用。

图23：工业数字化部署将集中于 20 个场景，仪器仪表主要应用于其中四个场景



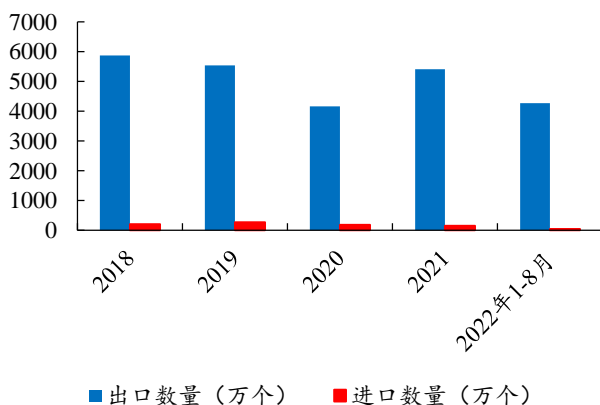
资料来源：《工业数字化/智能化 2030》（华为等）、开源证券研究所

得益于工业自动化、智能化转型升级趋势，我们认为国内工业自动化仪表行业将保持增长势头。

2.2、欧美企业占据高端市场，国内企业持续追赶

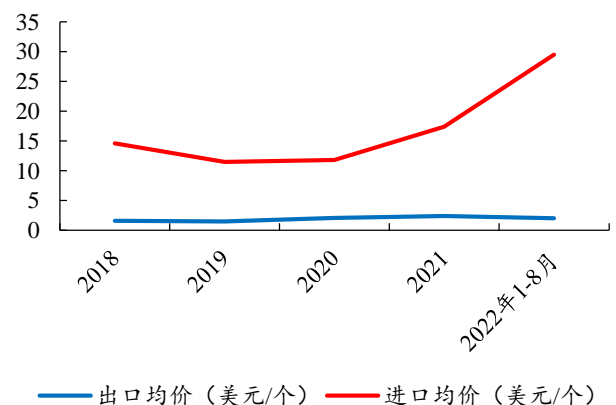
我国是仪器仪表生产制造大国，年出口量达五千万个，但高端仪器仪表仍然依赖进口。2021 年我国仪表出口 5409.8 万个，进口 157.5 万个，从进出口均价来看，中国进口均价远高于出口均价，2022 年 1-8 月中国仪表出口均价为 2 美元/个，进口均价为 29.5 美元/个。较高的进口均价可以说明我国仪器仪表业仍集中于中低端，许多高端产品依赖进口。

图24：2021 年我国仪表出口 5410 万个，进口 158 万个



数据来源：中国海关、智研咨询、开源证券研究所

图25：2022 年 1-8 月我国仪表进口均价为 29.5 美元/个



数据来源：中国海关、智研咨询、开源证券研究所

美日欧发达国家企业占据工业自动控制系统装置制造业高端市场。行业先进企业包括艾默生、西门子、横河、ABB 等，均已在国内市场深耕多年，在技术、品牌、产品等方面领先国内企业，在高端产品领域具有强竞争力。我国公司产品与市场竞

争力与国际大厂仍有差距。川仪股份面对的主要是国外竞争对手。

表5：美日欧发达国家企业占据工业自动控制系统装置制造业高端市场，国内企业与国际大厂有差距

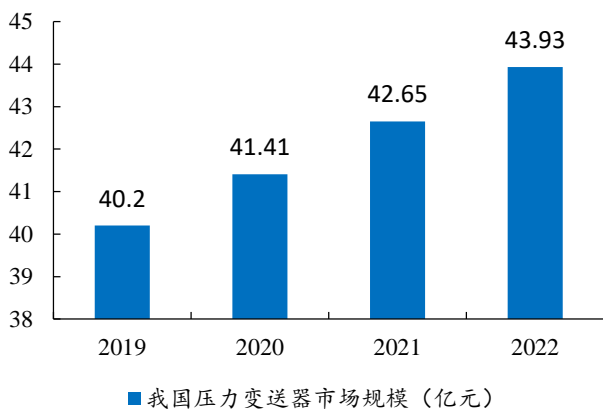
公司名称	注册地所在国	公司简介
艾默生	美国	艾默生电气集团在融合科技与技术工程领域中，居于领先地位，致力于在工业自动化、过程控制、供暖、通风及空调、电子及电信以及家电及工具的业务范畴上，为客户提供创新的解决方案。
ABB	瑞士	ABB主要从事电气工程行业。其业务分五部分：电力产品部、电力系统部、离散自动化与运动控制部、低压产品部、过程自动化部。
西门子	德国	西门子是一家德国技术公司，围绕电气化、自动化、数字化发展布局了工业自动化、交通、医疗等领域，产品包括过程仪表、电机、工业软件等。
横河电机	日本	公司是测量和控制设备的制造商。控制设备部门制造和销售各类控制器和相关工具，包括PLC、单回路控制器、温度控制器等。测量设备部门提供流量计、压力和温度变送器等各种现场仪表，以及用于工厂设施的分析仪、数据采集系统和应用软件。
中控技术	中国	公司始终坚持通过自主创新打破跨国公司的技术壁垒，持续加大研发投入及研发平台建设，曾获得国务院授予的国家科学技术进步二等奖、一项中国标准创新贡献一等奖和多项省部级以上科技进步类奖项，牵头或参与制定国际标准、国家标准多项。
浙江力诺	中国	公司是控制阀系统解决方案提供商，主营业务是从从事工业控制阀的研发、生产和销售，能够设计和生产出适用于不同行业、满足不同市场需求的控制阀产品，为客户提供个性化、多样化、系统化的控制阀解决方案。
智能自控	中国	公司是一家集生产、销售、研发、服务于一体的专业从事全系列智能控制阀的高新技术企业，专注于智能控制阀及其配件的研发、生产、销售以及维修服务。
上海自仪	中国	公司是一家自动化仪表及控制系统制造企业，历史可上溯到1925年，有6家工厂，产品涵盖生产过程控制系统和装置、现场仪表等。产品广泛应用于国内环保、教育、医疗、文艺等非工业领域以及核工业等工业领域，还出口至美国、英国、日本、印尼、巴基斯坦等国家。
吴忠仪表	中国	公司是中国控制阀行业的龙头企业，产品主要服务于（石油、天然气、煤、盐、碱）化工、冶金、电站、油气储运、轻工、船舶、水系统等流程工业自动化控制领域。

资料来源：各公司官网、界面新闻、开源证券研究所

以压力变送器与控制阀为例，国内行业由外资企业主导，川仪股份等国内厂商市占率仍有显著提升空间：

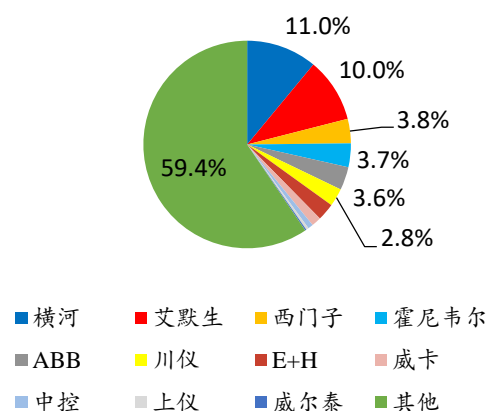
压力变送器：行业规模自2019年以来稳步上升，2022年国内市场规模为43.93亿元。行业由外资公司主导，2022年横河市场销售额最多，市场份额达11%，其次为艾默生，市场份额为10%。川仪股份市占率仅为2.8%，在国内企业排名领先，较横河电机、艾默生仍有追赶空间。

图26：2022年国内压力变送器市场规模约为43.93亿元



数据来源：中国报告大厅网、开源证券研究所

图27：2022年川仪压力变送器国内市场份额仅2.8%



数据来源：制造业排名数据库、开源证券研究所

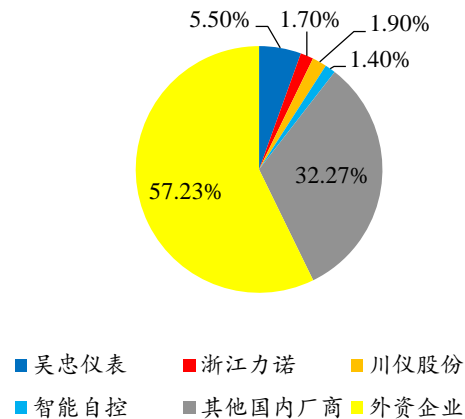
工业控制阀：行业市场规模振荡上升，2020年以来增速保持在相对高位，2022年市场规模达440.9亿元。外资企业2022年市占率高达57.23%，国内企业替代空间广阔。川仪股份市占率较低，2022年仅为1.9%，仍有提升空间。

图28：2022年我国控制阀市场规模为440.9亿元



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

图29：2022年外资企业市占率达57.23%



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

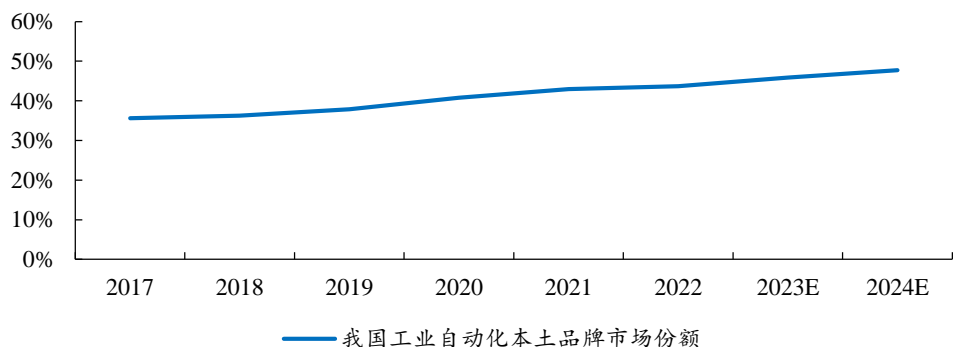
整体而言，我们认为国内企业与国际巨头进行竞争时主要面临两大壁垒：**技术壁垒、客户壁垒**。

技术壁垒：行业属于技术密集型行业，包含了电子、精密机械、计算机、软件、通信、光电、材料等多种技术，产品技术含量高，生产工艺相对复杂，对高新技术反应敏感，技术进步较快，需要较强的技术实力和技术储备；同时对于系统集成及总包服务，需要较多的专有技术支撑。新进企业无法在短时间内积累上述技术。

客户壁垒：产品的性能和可靠性对本行业的下游客户较为重要，为此客户通常会选择在行业内具有良好声誉和品牌的生产企业作为其供货商。另外客户会面临较高的转换成本。当需要更换品牌时，客户需考虑新品牌与其自有设备接口的兼容性、可操控性以及产品售后服务的便利性与连续性问题，因此通常情况下下游客户与其供应商合作具有黏性，形成了客户壁垒。

降本、自主可控的需求为国产化率提升创造契机，2024年国产化率有望接近50%。石化等流程工业为支柱型上游行业，平稳运行对国家安全有重大意义。仪器仪表作为流程工业硬件设施的组成，其供应服务的可靠性奠定流程工业产线正常运转的基础。基于降本、自主可控的诉求，中国石化等重要下游客户推动全链条设备国产化替代意愿强。根据中商产业研究院数据，2022年我国工业自动化本土品牌市场份额为43.7%。预计到2024年，本土品牌市场份额占比将提高至47.7%。

图30：2024年工业自动化行业国产化率有望达到47.7%



数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

2.3、技术、品牌和渠道三重优势，助力川仪份额持续提升

公司整体市场份额较低，成长空间广阔。根据上海仪器仪表协会数据，2022年国内工业自动控制系统装置市场规模约为4054亿元，川仪自动化仪器仪表业务营收为56.04亿元，市场份额仅为1.38%。

我们认为在业内已经经营多年，建立了良好的品牌声誉与口碑，并且具有较强的资金实力、研发实力、渠道和客户优势的国内头部企业有望成为国产替代趋势的最大受益方。

作为国内龙头，川仪股份持续投入研发，多项国内首创产品凸显技术实力。公司拥有提供整体解决方案的能力，相对于专项型同行有较强的竞争实力，且多年深入经营已积累充足客户案例，具备高客户黏性。我们认为公司已进入深度切入更多客户场景、快速提升市场份额的阶段。

2.3.1、掌握核心技术，多项产品填补国内空白

公司重视技术积累，当前已掌握多项核心技术，包括大流量抗振动阀门设计及制造技术、低泄漏蝶阀密封结构设计及制造技术、高压差抗气蚀阀门设计及制造技术、高温蒸汽大可调比阀门设计及制造技术等。

表6：公司攻克多项核心技术，实现国产替代

行业	核心技术进展
化工行业	大口径三通波纹管调节阀突破多项关键技术和制造工艺，实现首台套应用。
液化石油气行业	高转速大力矩电动执行机构配套大口径强制密封球阀、聚丙烯装置产品卸料系统（PDS）高频球阀、LNG低温蝶阀等通过中通协国产化鉴定，产品达到国际领先水平或先进水平；LNG取样装置、长输天然气管线微小泄漏检测系统、LNG槽车加注计量系统实现应用。
水泥行业	水泥窑免维护高温取样装置突破关键技术难点，成功实现国产化替代。
核电行业	汽机旁路调节阀、给水最小流量调节阀、凝结水气动调节阀、核电阀门限位开关相继通过相关部委、行业协会验收；实时在线液位计样机通过用户现场应用验证，实现了公司高频雷达液位计产品重要突破。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

部分产品突破技术壁垒，填补了国内该领域的空白。经过中国通用机械工业协会与中国机械工业联合会的鉴定，公司研制的聚丙烯装置产品卸料系统（PDS）高频球阀、LNG低温蝶阀等产品已达到国际领先或先进水平，填补了国内的空白，成功实现国产替代。

图31：公司 PDS 高频球阀技术达到国际领先水平



资料来源：川仪股份官网

2.3.2、国内少有的具备提供整体解决方案能力及充足产能的企业，市场竞争力强

我们认为具有提供整体解决方案能力的综合性企业在市场竞争中更有优势。

从下游客户视角来看：产品品种、系列齐全的供应商能够根据不同需求给予成套产品的供货并且满足客户的特殊需求；另外不同的产品之间能够形成较好的联动效应，使公司能够根据客户的具体需求提供针对性的产品解决方案。

从企业自身视角来看：产品技术覆盖面广，能够帮助企业更加准确地把握行业发展动态，有利于企业开拓市场；同时企业不同产品之间存在联动效应，有利于企业提高生产效率。另外公司通过向客户提供整体解决方案能够提高单客户价值量，深度绑定客户资源。

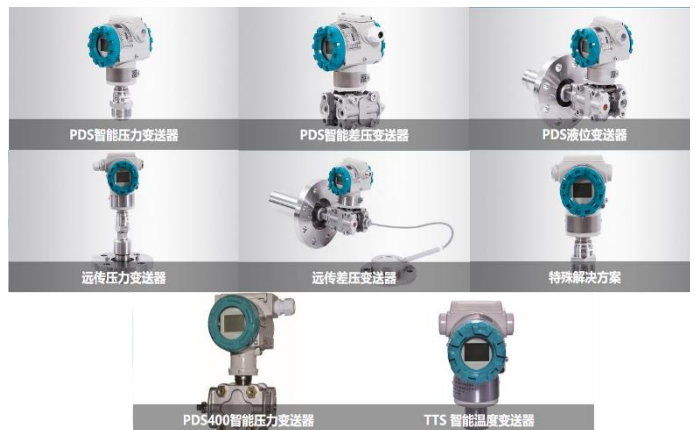
公司是国内极少数综合型自动化仪表及控制装置研发制造企业。公司产品覆盖过程检测仪表、控制阀、分析仪器、控制系统及装置等，各业务单元均已形成系列化产品，配置规格齐全，能较好地满足不同客户的个性化需求。

图32：公司产品系列完备



资料来源：川仪股份官网

图33：公司变送器产品系列丰富



资料来源：川仪股份官网

公司深入实施“数智川仪”工程，持续打造智能生产线。“数智川仪”工程建设有力地促进了公司数字化协同研发设计能力、离散型精益制造能力的双向提升，助力公司实现“提升品质、缩短交期、降低成本、高效管理”目标。

图34：“数智川仪”工程保障公司制造与服务能力

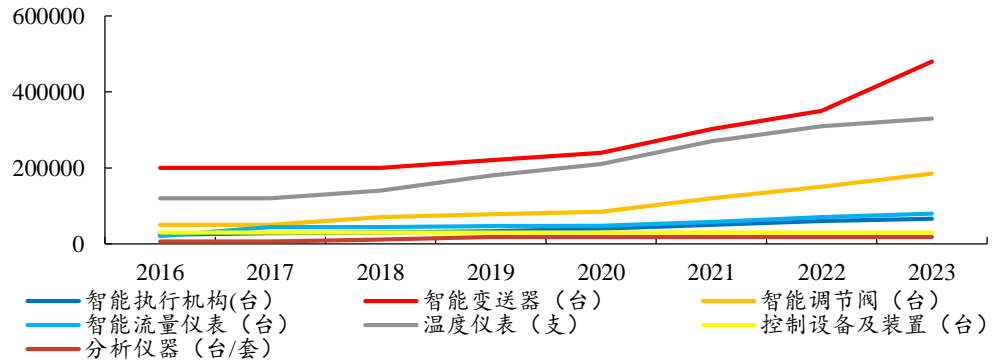


资料来源：公司公告

公司产能持续增长，交付能力较强，能够支撑公司后续市场开拓目标。截至

2023年末，公司已建成43条智能生产线、7个重庆市数字化车间、2个重庆市创新示范智能工厂，2023年公司智能执行机构、智能流量仪表、智能调节阀、智能压力变送器等产品产能提升10%-37%。

图35：川仪股份产能持续增长，支撑公司开拓市场与服务客户能力



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.3.3、优质客户群体提供品牌背书，“营销铁三角”助力市场拓展

公司业内经营多年，已经积累了丰富的客户资源与优良的品牌声誉。1965年，公司前身四川仪表总厂成立，此后公司专注于工业自动控制系统装置及工程成套业务的研发、生产和销售。公司已与中国石油、中国石化、万华化学、中核集团、中广核、中国宝武等客户建立了良好的业务合作关系，曾获得中国石化“优秀阀门供应商”、中国石油与化学工业联合会“石化行业百佳供应商”等褒奖。公司持续助力下游客户推进国产化替代，高压控制阀在浙石化实现国产化设备首台套应用。

图36：川仪股份与下游客户关系良好，拥有丰富的客户资源



资料来源：公司公告

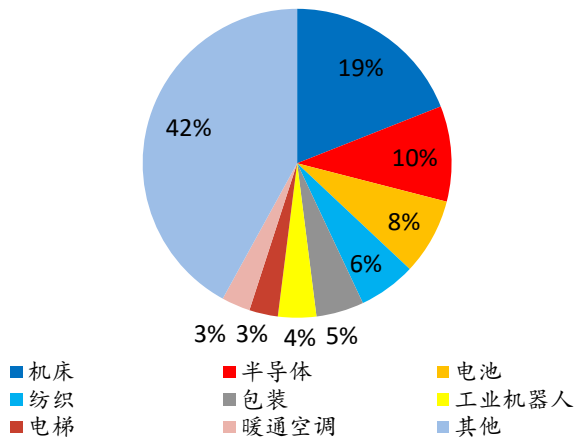
公司拥有业内领先的营销服务网络。营销服务网络覆盖全国主要大中城市及重点客户群体，逾千名销售及工程师深耕市场一线。得益于良好的服务与产品，公司与下游客户建立了良好的业务合作关系。

3、设备更新有望带动流程工业资本开支上行，仪表龙头受益

3.1、流程工业为核心下游，石化预期回暖，电力保持高景气

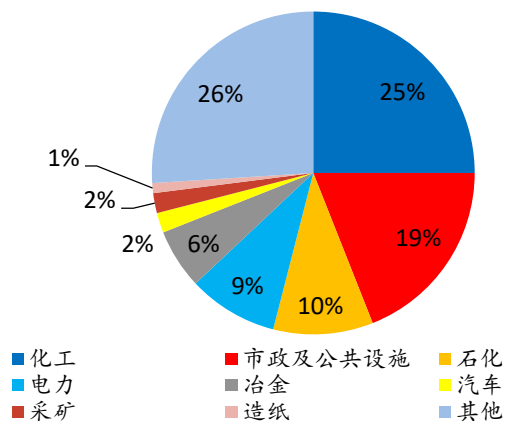
工控自动化市场分为项目型与 OEM 型，化工、电力等流程工业在工控自动化项目型市场中占比较大。2023Q1 化工、石化、冶金在工控自动化项目型市场占比分别达 25%、10%、6%。从行业 OEM 市场应用结构来看，机床是行业最大的应用领域，占比为 19%；其次为半导体和电池，占比分别为 10%和 8%。

图37：2023Q1 工控自动化 OEM 市场占比



数据来源：共研产业咨询、开源证券研究所

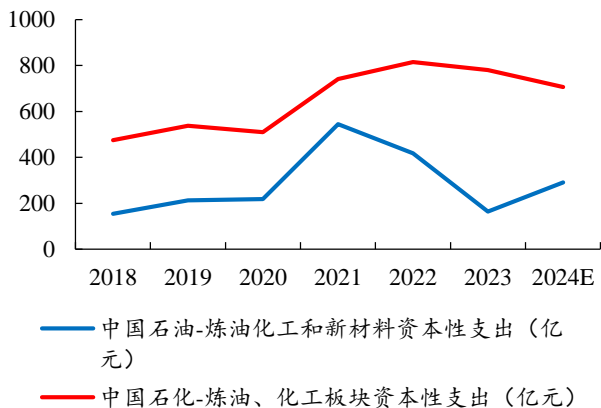
图38：化工、电力等流程工业在项目型市场中占比较大



数据来源：共研产业咨询、开源证券研究所

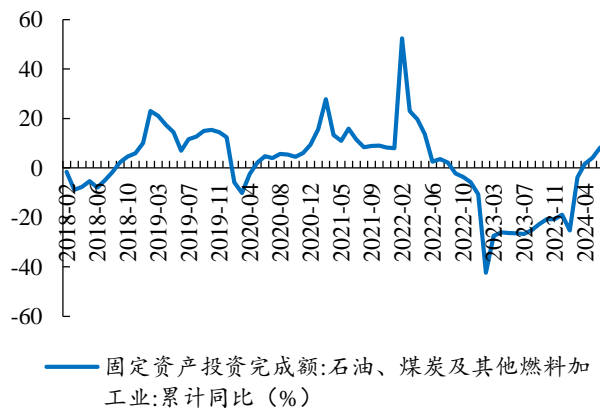
“两桶油”资本开支增长有望驱动石化景气度同比持续提升。中国石油、中国石化为石化行业核心企业。以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为资本开支衡量标准，二者 2023 年资本开支加总占 A 股炼化及贸易板块上市公司资本开支加总的 78%。2018-2021 年，两家企业炼油、化工相关资本开支持续上行，支撑石油、煤炭及其他燃料加工业固定资产投资同比分别增长 10.1%、12.4%、9.4%、8.0%。2021 年后中国石化资本开支保持相对平稳，中国石油投资疲软。2024 年 6 月，石油、煤炭及其他燃料加工业固定资产投资累积同比增长 8.3%，边际持续好转。2024 年中国石油、中国石化炼油、化工相关资本开支预期加总为 996 亿元，同比 2023 年开支提升 52.2 亿元，有望支撑行业固定资产投资持续向好。

图39：2024 年中国石油资本开支预计回暖



数据来源：中国石油公司公告、中国石化公司公告、开源证券研究所

图40：石油、煤炭及其他燃料加工业投资边际好转

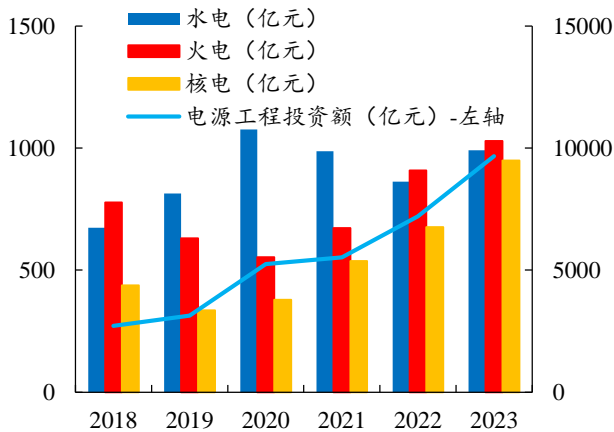


数据来源：Wind、开源证券研究所

电力行业固定资产投资维持高景气。全国电源工程建设投资完成额由 2018 年请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

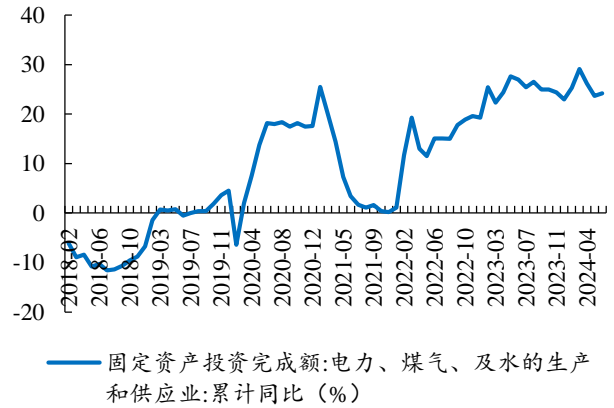
的 2721 亿元提升至 2023 年的 9675 亿元，CAGR 达 28.9%。水电投资完成额 2020 年触达相对高点后，连续下滑两年，2023 年边际好转。火电 2020 年触底回升，2020-2023 年 CAGR 达 23.0%。核电 2019 年后稳步上升，2019-2023 年 CAGR 达 29.7%。2024 年 6 月电力、煤气及水的生产和供应业固定资产投资累积同比增长 24.2%，维持高景气。

图41：电源工程建设投资完成额逐年提升



数据来源：国家能源局、开源证券研究所

图42：电力行业固定资产投资景气度振荡上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、设备更新持续加码，核工业景气向上，公司有望受益

3.2.1、政策推动设备更新加快落地，化工等行业仪表逐步进入更换高峰期

政策推动设备更新加快落地。2024 年以来，中央与地方密集出台关于推动设备更新的政策。

表7：中央与各部委及地方密集出台关于推动设备以旧换新的政策

类型	时间	文件/会议	机构/地区	事件
	2023.12	2023 中央经济工作会议	国务院	提出以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，推动大规模设备更新和消费品以旧换新
	2024.2.23	中央财经委第四次会议	中央财经委员会	鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，有效降低全社会物流成本
	2024.3.6	十四届全国人大二次会议经济主题记者会	发改委	随着中国高质量发展深入推进，设备更新需求不断扩大，初步估算设备更新将是一个 5 万亿的市场
设备更新政策	2024.3.7	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	国务院	加大财税、金融等政策支持，更好发挥能耗、排放、技术等标准的牵引作用，有序推进重点行业设备更新改造，积极开展消费品以旧换新
	2024.3.27	《推动工业领域设备更新实施方案》	工业和信息化部等七部门	到 2027 年，工业领域设备投资规模较 2023 年增长 25% 以上，规模以上工业企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率分别超过 90%、75%
	2024.4.7	《科技创新和技术改造再贷款政策》	中国人民银行 联合科技部等部门	此次科技创新和技术改造再贷款额度 5000 亿元，利率 1.75%，期限 1 年，可展期 2 次，每次展期期限 1 年
	2024.7.24	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	发改委、财政部	统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新

资料来源：各政府官网、光明日报、新华社、开源证券研究所

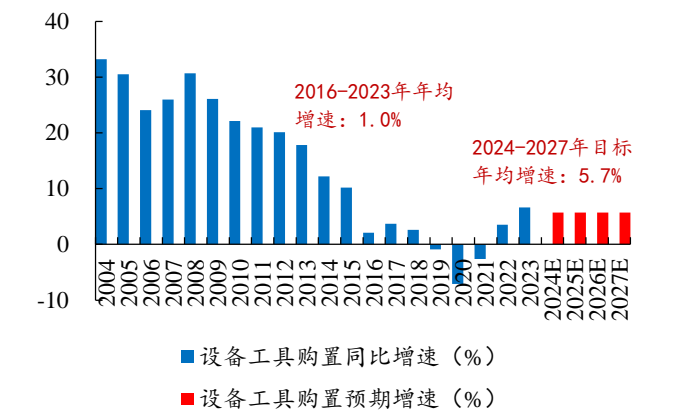
2024 年 3 月 27 日，工信部、发改委等七部门联合印发《推动工业领域设备更新实施方案》，主要聚焦设备高端化、智能化、绿色化。政策要求到 2027 年，工业领域设备投资规模较 2023 年增长 25% 以上（年化 5.7%），规模以上工业企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率分别超过 90%、75%。相比于 2016 至

2023 年年均 1%的复合增速，2024 至 2027 年年均 5.7%的目标增速显著提升，设备资本开支有望加速，同时政策对下游工业行业智能化要求提高，有望催生智能化设备更新需求。

7 月 24 日，政府出台政策，统筹安排 3000 亿元左右特别国债资金，用以加大设备更新、消费品以旧换新支持力度。

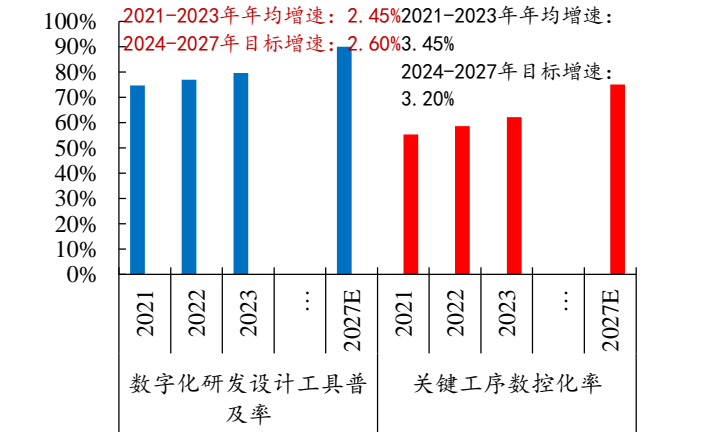
7 月 26 日，国务院国资委相关负责人表示，未来 5 年中央企业预计安排大规模设备更新改造总投资超 3 万亿元。

图43：政策要求 2024-2027 设备工具购置规模年均增速达 5.7%，超过 2016-2023 年均增速



数据来源：Wind、中国政府网、开源证券研究所

图44：规模以上工业企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率分别超过 90%、75%



数据来源：中国政府网、国新办等、开源证券研究所

仪器仪表为化工等流程工业重要部件，更换周期约为 8-15 年，成套设备更新有望推动零部件更新提前，国产仪器仪表面临机遇。参考资料中记载的使用寿命为物理极限，在实际生产中，厂商为保证质量和生产稳定性，通常在大修或维护时对零部件统一更换，不会出现损坏后才更换的现象。我们认为大部分设备及部件更换周期少于理论设计寿命，成套设备更换会带动零部件更新提前。

表8：仪器仪表为化工等流程工业重要部件，更换周期约为 8-15 年

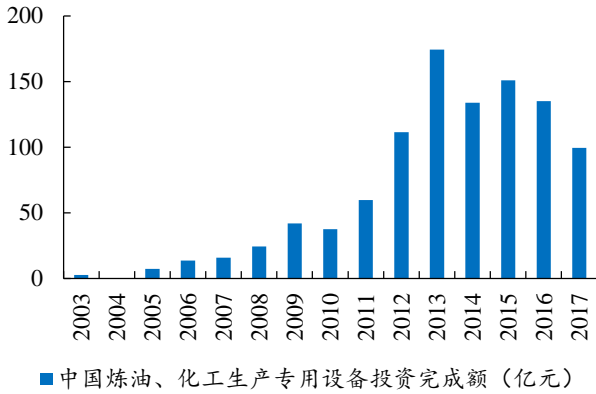
产品名称	更换周期 (年)
锅炉	16-20
输送设备	15-20
泵	8-12
风机	10-14
空气压缩设备	16-20
热轧机	12-18
冷轧机	14-18
冶炼电炉	10-15
电解设备	10-15
炼油化工工业专用设备	10-20
熔炼炉	10-13
热处理炉窑	12-16
加热、干燥炉、箱	14-18
通用仪器仪表	8-15
量具、衡器	8-15
检测仪器、设备	8-12

资料来源：《资产评估常用方法与参数手册》、开源证券研究所

国内上一轮化工行业固定资产投资周期高点在 2013 年前后，通用仪器仪表使

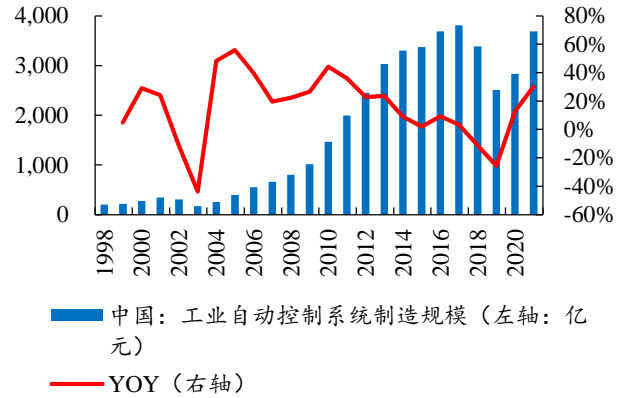
用寿命通常为 8-15 年，当前已进入更新换代周期。固定资产投资中设备工器具购置情况同整体行业投资趋势一致，化工行业固定资产投资顶点为 2013 年。受益于流程工业自动化改造需求，我国工业自动控制系统装置制造规模自 2019 年触底后持续提升，设备更新有助于制造规模维持向上趋势，自动化仪表有望持续受益。

图45：石化行业固定资产投资在 2013 年达到高点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：2019-2021 年我国工业自动控制系统装置制造规模持续上升



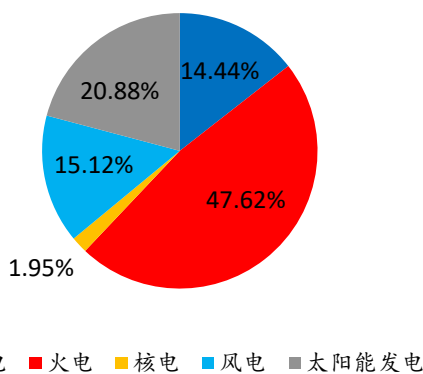
数据来源：Wind、开源证券研究所

政策促进仪器仪表加速更新，有望助力川仪股份为代表的国内企业打破客户壁垒。本轮设备更新以政策为主导，央国企为主力。政策引导下，国内厂商有望于本轮更新周期切入高端客户供应链。公司作为国内龙头，技术、品牌认可度高，有望成为下游客户更换设备的首选供应商，大幅受益于本轮更新周期。

3.2.2、核电景气度有望延续，公司迎来成果丰收期

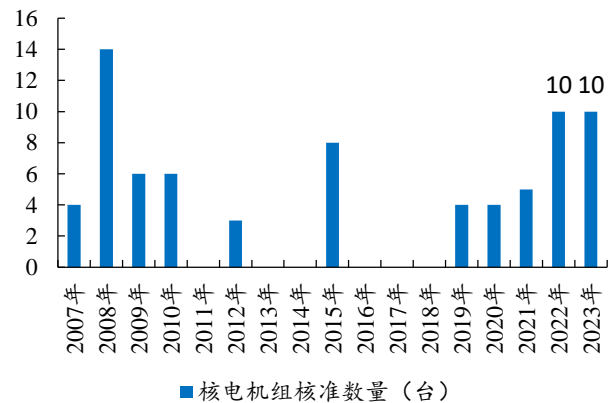
2022 年以来核电产业景气度提升，未来高景气有望保持。中国核能行业协会主任王炳华表示 2035 年核电发电量占比有望达 10%，2060 年发电量占比有望达 18%。2022 和 2023 年国内核电核准数量达到近 10 年峰值的 10 台，我们预计未来 3 年核电仍将保持 10 台/年的核准节奏。

图47：2023 年我国核电发电累计装机占比 1.95%，具有较大提升空间



数据来源：国家能源局、开源证券研究所

图48：2022-2023 年国内核电核准数量达到近 10 年峰值的 10 台



数据来源：电力科技、核网公众号等、开源证券研究所

未来 3 年，我们预计新核准核电机组的设备投资额约 1347 亿元/年。假设平均每台核电机组容量为 1.25GW，每台核电机组的概算建成价约为 269 亿元，设备投资额约为 135 亿元。按平均每年核准 10 台机组计算，新增的核电机组设备投资额

预期在 1347 亿元。核电设备保持较高景气度。

表9：中性预期下我们预计新核准核电机组的设备投资额约为 1347 亿元/年

	保守	中性	乐观
平均每年新核准机组数量 (台)	8	10	12
每年核电机组概算建成价 (亿元)	2156	2695	3234
设备投资额占比	50%		
新增核电机组设备投资额 (亿元)	1078	1347	1617

数据来源：核网公众号等、开源证券研究所

公司深耕核电，技术、产品储备充足。2001 年，公司参与起草的《铠装热电偶电缆及铠装热电偶》国家标准发布。2009 年，公司成为中广核核电设备国产化联合研发中心成员单位，是自动化行业仅有的两家成员单位之一。2014 年，公司已具备向第三代核电站供货的能力。2023 年，公司 1E 级压力和差压变送器通过验收，1E 级磁浮子液位计完成鉴定试验，核级仪控产品群持续多元化发展。

先发优势及持续投入有望助公司未来核电业务放量。为保证市场参与者有动力研发和保障产品质量，监管机构通常会控制核级产品市场的参与者数，外部厂家后续进入市场难度大。作为行业引领者，公司与核电企业合作推进仪器仪表技术攻关。对比后发企业，公司的研发项目更容易在对应核电企业应用落地，且能为公司带来针对先进技术的政府补贴。2014-2023 年，公司收到的核电项目相关政府补助总金额在 3000 万以上。公司持续投入资源，2023 年加大流量仪表核电试验装置等研发配套设施的建设投入，持续拓展核级仪控产品群，并深化与中核集团、中广核、国电投的合作。

表10：2014-2023 年，公司收到的核电项目相关政府补助总金额在 3000 万以上

项目名	年份	补助金额 (万元)	确认方式
核电用检测仪表设备产业化项目	2014	414	与收益相关
三代核电技术关键传感器实施方案	2015	423	与资产相关
三代核电技术关键传感器实施方案	2015	400	与收益相关
四代核电快堆高温金属钠测量仪表研发与应用系统	2017	90	与收益相关
核电厂 1E 级磁浮子液位计国产化研制-流量仪表	2018	812.17	与收益相关
大型先进压水堆及高温气冷堆核电站	2019	1038.04	与收益相关
2020 年核电调节阀及关键附件项目	2020	46.53 以上	与收益相关

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4、乘出海东风，国际市场拓展可期

4.1、下游中国企业积极出海，“一带一路”需求旺盛

“一带一路”倡议为我国企业出海奠定政治基础。我国已与超 90 个国家达成政府间能源合作机制，围绕能源合作共举办 2 次部长级会议、3 次能源合作伙伴关系论坛。截至 2023 年 10 月，“一带一路”能源合作伙伴关系成员国达到 33 个，国际政府间的合作为中国企业出海奠定基础。

表11：“一带一路”倡议为我国企业出海奠定政治基础

时间	文件/会议	参与方	内容
2017.5	《推动丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路能源合作愿景与行动》	国家发展改革委、国家能源局	提出共建“一带一路”能源合作俱乐部。
2018.10	《共建“一带一路”能源合作伙伴关系部长联合宣言》	中国与17个国家	明确在2019年正式建立“一带一路”能源合作伙伴关系，推动能源互利合作。
2019.4	《“一带一路”能源合作伙伴关系合作原则与务实行动》	30个伙伴关系成员国	明确每两年举办一次“一带一路”能源部长会议，开展能源合作部长研修班等培训项目，加强能源领域优势互补、企业合作，搭建双、多边项目合作与技术交流平台。
2019.12	首届“一带一路”能源合作伙伴关系论坛	中国及18个国家的270余名代表	论坛聚焦清洁能源合作，旨在高质量推动“一带一路”能源合作，促进能源合作示范项目的落地。
2020.12	第二届“一带一路”能源合作伙伴关系论坛	30多个国家的近300位代表	论坛以“绿色能源投资推动经济包容性复苏”为主题，聚焦疫情后全球能源转型与绿色发展，推动“一带一路”国家经济包容性复苏，实现可持续发展目标。
2021.10	第二届“一带一路”能源部长会议	28个国家的600余名代表	共同举行了扩员仪式、正式成立了“一带一路”能源合作伙伴关系合作网络、并通过《“一带一路”能源合作伙伴关系章程》，发布《“一带一路”绿色能源合作青岛倡议》和能源国际合作最佳实践。
2023.5	第三届“一带一路”能源合作伙伴关系论坛	16个国家和地区的政要、能源部长等	论坛主题为“迈向高质量发展之路”，围绕“加强高质量‘一带一路’能源合作，携手应对能源发展的共同挑战等重要议题，达成了广泛共识。

资料来源：国家能源局、中能传媒能源安全新战略研究院等、开源证券研究所

顺应海外基建需求、沙特等中东国家产业多元发展愿景，中国企业出海成果丰硕。石化领域，截至2022年，我国油气企业通过投资建设和资产收购等方式共获得20多个海外炼化项目，总炼油能力达到7360万吨/年。核电领域，中国自主三代核电“华龙一号”已在巴基斯坦落地3台。电力工程领域，2013-2022年，中国电建累计完成项目合同额约8000亿元，中国能建累计签约金额超5000亿元。

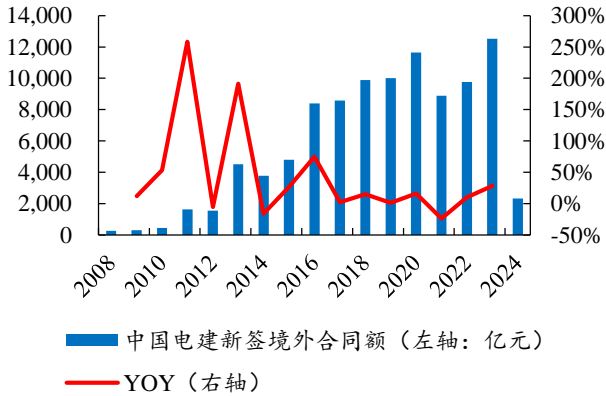
表12：“一带一路”倡议下部分领域中国企业出海情况

领域	业务情况
石化	截至2022年，我国油气企业通过投资建设和资产收购等方式共获得20多个海外炼化项目，分布于中亚、非洲、亚太、欧洲和中东地区，总炼油能力达到7360万吨/年。中国石油独资、控股或参股的海外炼厂约10座。中国石化在5个国家投资了6个炼化项目，其中包含我国在沙特最大的投资项目沙特延布炼厂。恒逸石化投资建设文莱800万吨/年PMB石化项目；北方工业集团、盘锦鑫诚实业集团联手沙特建设大型炼油化工一体化联合装置；荣盛石化与沙特阿美在化工产品等多领域开展合作。
核电	中国自主三代核电“华龙一号”已在巴基斯坦落地3台。
水电	截至2022年底，三峡集团境外可控装机超1200万千瓦，已经建成或运营的水电项目包括巴基斯坦卡洛特水电站项目、秘鲁查格亚水电站等。
电力工程	中国电建业务涵盖全球130多个国家和地区，2013-2022年累计完成项目合同额约8000亿元，承建项目包括老挝南累克水电站、几内亚金康水电站、苏丹洛维大坝等。中国能建业务涵盖“一带一路”沿线57个国家，累计签约总金额超过5000亿元。越南、老挝、柬埔寨、缅甸及泰国等澜湄国家，是中国电建海外业务的重点市场。截至2023年9月，中国能建承建水电站、火电站、输变电及水务等项目107个，总金额超90亿美元。

资料来源：中能传媒能源安全新战略研究院、开源证券研究所

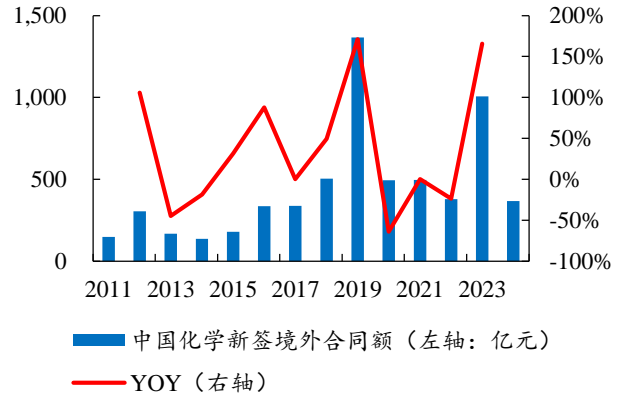
业主及总包方出海，带动国内供应链走出去。以中国电建和中国化学为例，2023年中国电建海外新签订单达12529亿元，同比增长28%；2023年中国化学海外新签订单达1006亿元，同比增长165%，海外订单显著增加。

图49：2023年中国电建海外新签订单达12529亿元，同比增长28%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图50：2023年中国化学海外新签订单达1006亿元，同比增长165%



数据来源：Wind、开源证券研究所

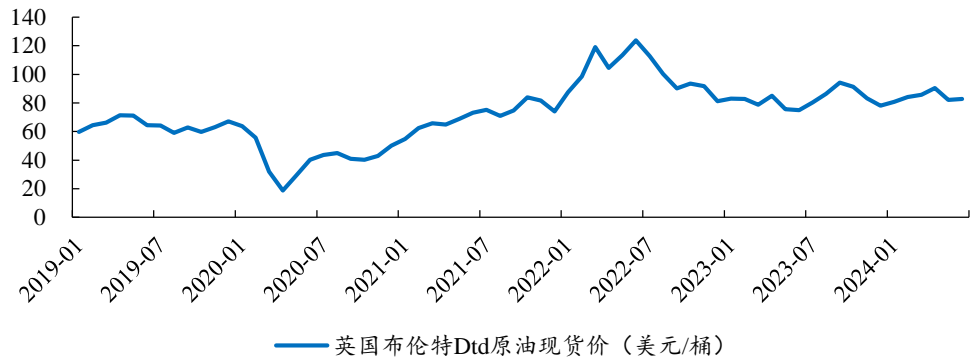
表13：中国化学加速出海，积极对外投资

国家	重大项目
俄罗斯	俄罗斯波罗的海化工综合体项目 FEED+EPC 合同 (约 943 亿元)
印度尼西亚	印尼华飞镍钴湿法项目 5×1000kt/a 年硫磺制酸装置 EPC 工程总承包合同 (约 14.88 亿元)
哈萨克斯坦	哈萨克斯坦最大化工项目——石油化工一体化 (IPCI) 项目
乌兹别克斯坦	乌兹别克斯坦 UNF 项目一段转化炉
沙特阿拉伯	沙特沙比克石化北方工厂 MTBE 项目 EPC 总承包合同
赞比亚	赞比亚联合资本化肥有限公司 30 万吨/年化肥 EPC 项目
尼日利亚	尼日利亚 Petrolex4 万桶/天炼油项目总承包工程 (约 48.6 亿元)

资料来源：爱企查、中国化学公司公告、国资委官网等、开源证券研究所

受益于油价上升，世界石油化工行业资本开支有望恢复增长，公司面临机遇。疫情后世界经济复苏和 2022 年俄乌冲突推动油气价格大幅上涨，油气公司资金状况因此改善。根据彭博新能源财经数据，2023 年油气行业资本支出总额较 2022 年增长了 9%，我们认为世界石化行业资本开支有望持续回暖。

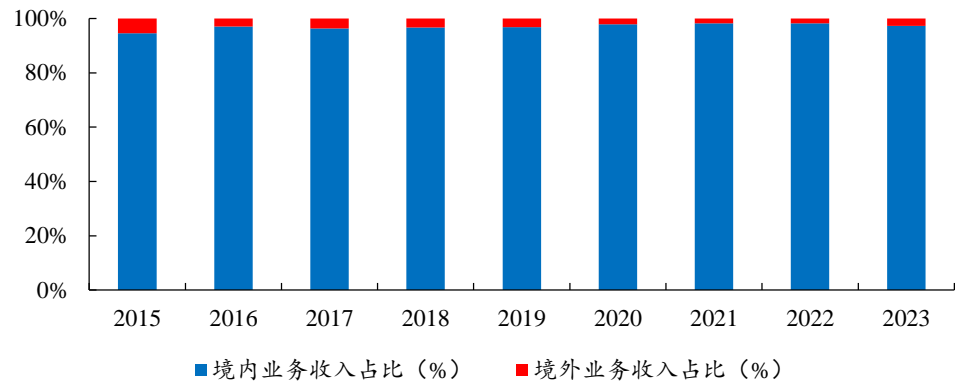
图51：油价上升有望推动世界石化行业资本开支回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、借船出海、自建渠道双管齐下，海外市场逐步开拓

川仪股份国际化程度有待提升。2023 年川仪股份境外业务收入占比为 2.66%，公司业绩主要依赖境内市场，境外业务仍有待开拓。

图52：川仪股份境外收入占比低，设备出海有望为公司贡献业绩增量


数据来源：Wind、开源证券研究所

借船出海、自建渠道双管齐下，海外市场逐步拓展。一方面，公司以“一带一路”沿线为重点，深化与大型工程总包公司的项目合作，借下游客户出海实现间接的市场拓展；另一方面，公司持续完善产品国际通用认证及重点开拓市场的国家认证，提升国际项目管理能力，更好适应国际市场需求，智能调节阀、智能变送器等产品已进入美洲、欧洲、东南亚、非洲等市场。

4.3、以横河电机为鉴，川仪股份国际化路径清晰

横河电机是亚洲工业自动化龙头，成立于 1915 年，成立初期主要从事生产和销售电子仪表业务。我们认为横河电机多年发展主要可以分为两个阶段：深耕国内市场阶段、国际化拓展阶段。

表14：横河电机多年发展主要可以分为国内高速发展阶段和国际化拓展阶段

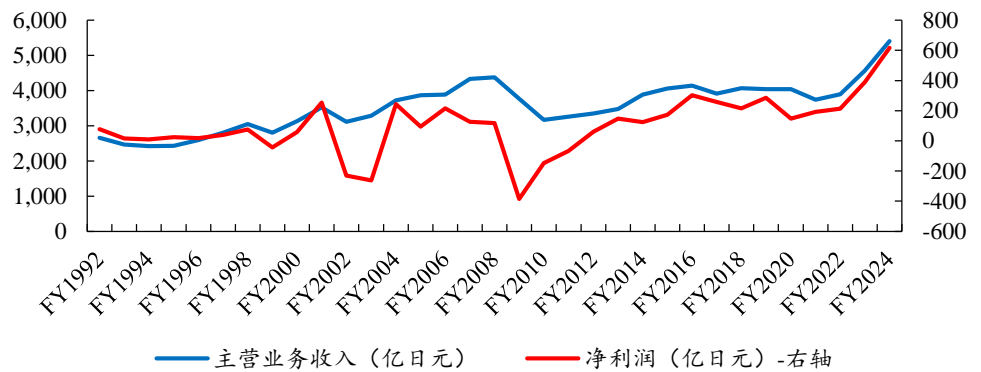
	时间	事件
国内高速发展阶段	1915	建筑工程博士横河民辅与横河一郎和青木申在东京涩谷成立电子仪表研究所
	1917	率先在日本生产和销售电子仪表
	1920	成立横河电机厂有限公司
	1933	开始研发和生产飞行器仪表和流量计、温度和压力控制器
	1948	公开发行公司股票
	1950	研发日本第一台电子记录仪
	1955	与美国 Foxboro 公司签署了工业仪表的技术援助协议
	1957	成立横河电机工厂有限公司作为北美的销售办事处
	1964	全面进入工业分析仪市场
	1969	研发并开始生产和销售涡街流量计
	1974	成立横河电机新加坡私人有限公司作为新加坡工厂 成立横河电机欧洲办事处作为欧洲销售办事处
	1975	发布 CENTUM 集散型控制系统
	1983	通过与北辰电机工厂有限公司合并，成立横河电机北辰有限公司
国际化拓展阶段	1985	与西安仪表厂在中国西安共同成立西仪横河控制系统有限公司
	1986	为了进一步树立企业形象，公司名称改为横河电机有限公司
	1988	进入高频测量仪表领域
	1990	在巴林成立横河电机中东公司
	1996	发布共焦扫描仪，进入生物技术领域
	2002	收购安藤电机 100%股份
	2008	凭借新的生物测试系统进入药品市场
2010	转让测量仪表业务至横河仪器仪表厂	

时间	事件
2013	成立横河电机解决方案服务有限公司，负责日本工业自动化业务的销售、工程和服务
2016	收购 KBC 先进技术有限公司
2024	宣布 "Growth for Sustainability 2028" 中期经营计划

资料来源：横河电机官网、开源证券研究所

1960 年至 2000 年，是日本横河的高速发展期，其收入从 1961 财年的 73 亿日元增加至 2001 财年的 3526 亿日元，40 年营收增长了近 47 倍。2000 年后，横河的收入进入平稳发展期，2001 财年至 2020 财年，营收从 3526 亿日元增长至 4044 亿日元。近 5 年收入在 4000 亿日元上下波动。2018 年至今，受到中美贸易摩擦和新冠疫情等事件的影响，横河电机下游需求增长放缓，横河营收与利润增长受到影响。2024 财年横河电机实现营业收入 5401.52 亿日元，实现净利润 616.85 亿日元。

图53：2000年后，横河的收入进入平稳发展期

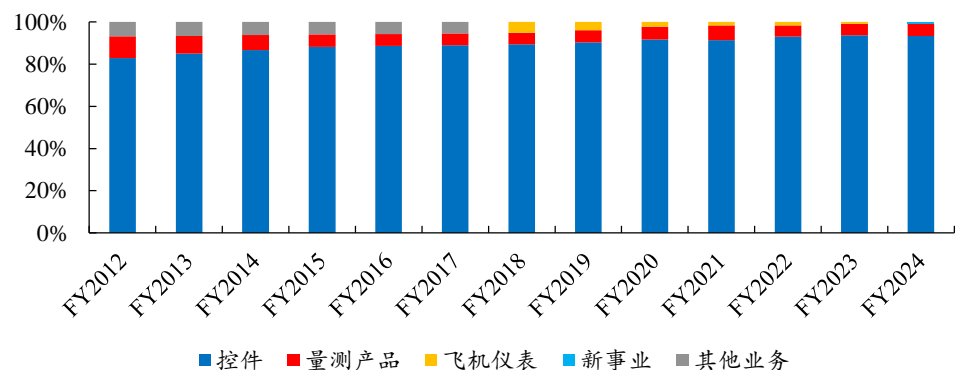


数据来源：彭博、开源证券研究所（注：2023.4.1-2024.3.31 区间为 2024 财年）

4.3.1、深耕国内市场阶段：1915 年至 20 世纪 60 年代

横河电机是日本本土企业，1915 年成立并且开始生产销售电子仪表，后将业务逐渐发展至测量仪器、航空仪表、自动化仪表和数字化技术，经过多年的本土深耕发展，横河电机在日本本土工业自动化行业处于领先地位。

图54：控件是横河电机主要营收来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

1915 年建筑家、工学博士横河民辅在日本东京成立电表研究所（横河电机前身），1917 年横河率先在日本生产和销售电子仪表产品。

20 世纪 30 年代公司逐渐切入工业自动化赛道。在电表业务蓬勃发展的基础上，

横河电机积极开拓新业务板块。1933 年横河开始研发和生产飞行器仪表和流量计、温度和压力控制器，1950 年横河研发日本第一台电子记录仪。

1960 年以来横河电机经历了快速发展阶段，成长为日本国内工业仪器龙头企业。受益于日本战后工业的复苏，1960 年以来横河电机迎来快速发展阶段。

4.3.2、国际化拓展阶段：20 世纪 50 年代至今

横河电机通过收购与设立分部实现国际化，技术与市场是公司国际化发展的主要目标。上世纪 50 年代横河电机逐渐开始布局海外业务，公司开拓国际市场和技术合作并行，经过多年发展成功树立起国际化品牌。当前国际市场已经成为横河电机重要发展市场，2024 财年接近 75% 的收入来源于国际市场。

获取先进技术是横河电机国际化发展的重要目的。1955 年，横河电机与 Foxboro 签署技术援助协议，改良了自身工业仪表技术；1963 年横河电机与惠普合资成立了横河惠普，促进公司发展。通过合作与收购等方式，横河能够获取世界范围最先进的技术从而保持自身的竞争力与经营活力。

表15：横河通过对外合作/收购获取先进技术

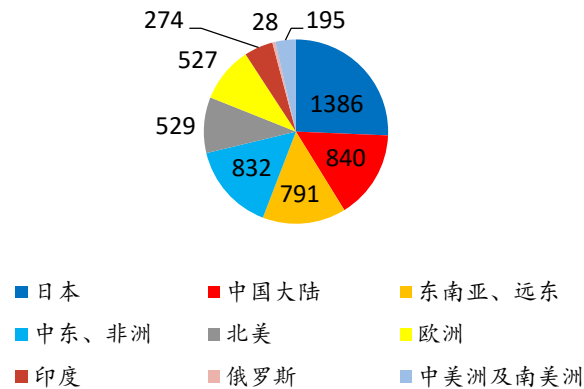
公司名	时间	形式	合作内容
Foxboro	1955	技术援助协议	先进工业仪表
惠普	1963	合资	-
Electrofact	1982	收购	光谱分析仪
KBC	2016	收购	战略咨询
PXiSE	2021	收购	电网和可再生能源高速控制软件

资料来源：横河电机官网、中国传动网、控制网、开源证券研究所

日本本土市场相对较小，国际化发展有利于横河拓展市场空间。横河的国际化起步较早，自 1957 年在纽约设立销售办事处起，横河开始在全世界建立营销网络；1974 年横河成立新加坡工厂与欧洲办事处；1980 年横河在乔治亚州开设新工厂；1985 年成立西仪横河；1986 年在新加坡和欧洲成立工程中心；1990 年在巴林成立横河电机中东公司，加强对中东市场的服务力度。

国际市场已经成为横河营收的主要来源。2024 财年横河电机日本市场营收为 1386 亿日元，占总营收的 25.66%；国际市场营收达 4016 亿元，占总营收的 74.34%。

图55：2024 财年横河电机国际市场营收达 4016 亿元，占总营收 74.34%



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3.3、参考横河发展史，川仪背靠国内“大树”，出海限制因素有望逐步化解

参考横河电机的发展史，我们认为国内市场培育了横河电机的技术与产品力，并在国际化阶段成为其稳定的资金支撑。国外的并购合作除增强技术实力外，还为横河进入当地市场提供便利。

背靠中国大市场及下游强势出海客户，川仪股份出海具备比较优势。资金支撑方面，中国市场规模比日本大，顺应下游降本及自主可控需求驱动的国产替代趋势，公司国内业务的天花板有望比横河电机高，进而奠定更坚实的资金基础。客户关系拓展方面，下游中国客户出海为公司提供切入海外市场的机遇。公司可通过为中国企业海外项目提供产品及服务进入当地市场，再利用中国客户的成熟案例拓展海外当地客户。

渠道及技术为短期短板，海外业务未来可期。为拓展海外业务，横河电机通过自建和并购的方式，建立了北美、欧洲、中国、中东等地的销售网络，川仪股份海外渠道密度仍有提升空间。川仪股份技术实力较国际大厂仍有差距。除依赖内部研发提升技术外，公司也可效仿横河电机，通过并购海外优质标的实现技术跃升。只考虑技术维度，川仪股份作为后发企业，受益于行业龙头的技术外溢，其技术差距将逐步缩小。销售网络的铺设实质为与当地渠道、客户的关系构建过程，随公司资源的投入，销售网络密度提升指日可待。

5、盈利预测与投资建议

5.1、盈利预测

我们认为公司下游流程工业如化工、石化等行业将受益于设备更新与海外需求增长，具备持续增长的动力；同时作为国内龙头，具备技术、产能与品牌优势，将长期受益于国产替代逻辑。

(1) 自动化仪器仪表业务：公司自动化仪器仪表业务下游主要为石油化工、装备制造、冶金、火电、核电和新能源行业，下游分布广泛，需求较为稳定。预计公司自动化仪器仪表业务将受益于石油化工、冶金、核电等行业的增长与国产替代趋势，2024-2026 年保持持续增长，假设 2024-2026 年营收增速为 16.32%/15.59%/14.76%，毛利率为 35.2%/35.5%/35.5%。

(2) 复合材料：我们预计公司复合材料业务保持稳定，假设 2024-2026 年营收增速分别为 5%/5%/5%，毛利率为 19%/19%/19.5%。

(3) 电子器件：我们预计公司电子器件业务保持稳定，假设 2024-2026 年营收增速分别为 5%/5%/10%，毛利率分别为 35.5%/36%/36%。

(4) 进出口业务：进出口业务占公司营收比例较小，我们假设公司进出口业务保持稳定，假设 2024-2026 年营收增速为 5%/5%/5%，毛利率为 15%/15%/15%。

综上，我们预计 2024-2026 年公司实现收入 85.28/97.67/111.30 亿元，实现归母净利润 8.35/9.40/10.80 亿元。

表16：我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 85.28/97.67/111.30 亿元

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,370.18	7,410.84	8,528.17	9,767.39	11,130.17
YoY	16.10%	16.34%	15.08%	14.53%	13.95%
综合毛利率	34.82%	34.20%	34.21%	34.57%	34.67%
自动化仪器仪表					
营业收入	5,604.35	6,597.84	7,674.52	8,871.06	10,180.39
YoY	19.61%	17.73%	16.32%	15.59%	14.76%
毛利率	36.01%	35.28%	35.20%	35.50%	35.50%
复合材料					
营业收入	551.04	585.53	614.81	645.55	677.82
YoY	-10.33%	6.26%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	20.66%	18.98%	19.00%	19.00%	19.50%
电子器件					
营业收入	151.21	156.49	164.31	172.53	189.78
YoY	11.60%	3.49%	5.00%	5.00%	10.00%
毛利率	34.54%	35.82%	35.50%	36.00%	36.00%
进出口业务					
营业收入	27.26	30.95	32.50	34.12	35.83
YoY	6.99%	13.54%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	17.31%	15.35%	15.00%	15.00%	15.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、估值水平和投资建议

我们选取与公司主营业务类似的普源精电、鼎阳科技作为川仪股份的可比公司，对应 2024-2026 年平均 PE 分别为 25.5/19.5/15.4 倍。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润为 8.35/9.40/10.80 亿元，EPS 为 1.63/1.83/2.10 元，当前股价对应 PE 为 10.6/9.4/8.2 倍，低于可比公司平均水平。

川仪股份主营工业自动化仪器仪表，是国内工业自动化控制系统装置龙头企业，具备与国际巨头竞争实力，设备更新政策有望促进国产替代进程。我们认为公司国内市场具备技术、生产力与品牌竞争力，龙头地位稳固；设备出海将带来业绩增量。首次覆盖，给予“买入”评级。

表17：公司估值低于可比公司平均估值

证券代码	证券简称	收盘价（元）	归母净利润增速（%）				PE（倍）				EPS（元/股）			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
688337.SH	普源精电	25.99	16.72	40.40	34.52	31.34	75.2	31.7	23.6	18.0	0.58	0.82	1.10	1.45
688112.SH	鼎阳科技	23.83	10.29	27.09	24.58	20.41	41.1	19.2	15.4	12.8	0.98	1.24	1.54	1.86
可比公司平均							58.1	25.5	19.5	15.4				
603100.SH	川仪股份	17.16	28.44	12.25	12.64	14.82	11.8	10.6	9.4	8.2	1.45	1.63	1.83	2.10

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：表中川仪股份盈利预测来源为开源证券研究所，其余各公司盈利预测来源为 Wind 一致预测，最新收盘日 2024 年 8 月 13 日

6、风险提示

宏观经济恢复不及预期：公司下游多为石油、化工等与宏观经济相关度较高的行业，因此宏观经济恢复不及预期将会对下游需求产生较大影响，从而影响经营业绩。

设备更新政策实施进度不及预期：设备更新政策将推动下游流程工业需求增长，存在因实施进度不及预期导致公司经营业绩不及预期的风险。

公司国产替代进度与设备出海不及预期：国产替代需要与国际巨头竞争，存在进度不及预期的风险；同时公司设备出海主要跟随“三桶油”等下游客户，若下游客户项目进度不及预期，公司海外业绩增长也会存在不确定性。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5908	6573	8002	8606	10031
现金	1498	2535	2918	3342	3808
应收票据及应收账款	1181	1300	1615	1680	2086
其他应收款	48	49	62	65	80
预付账款	264	215	336	295	424
存货	1300	1403	1707	1835	2195
其他流动资产	1618	1071	1364	1389	1439
非流动资产	1548	1747	2073	2363	2709
长期投资	380	445	700	925	1191
固定资产	623	698	797	889	975
无形资产	58	56	52	48	44
其他非流动资产	488	547	524	500	499
资产总计	7456	8320	10075	10969	12740
流动负债	3533	3918	4144	4666	4915
短期借款	8	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1521	1820	2014	2356	2617
其他流动负债	2005	2098	2130	2310	2298
非流动负债	501	430	380	325	270
长期借款	392	333	282	227	173
其他非流动负债	109	97	97	97	97
负债合计	4034	4348	4524	4991	5185
少数股东权益	14	17	17	19	22
股本	395	395	395	395	395
资本公积	672	710	710	710	710
留存收益	2390	2897	3490	4164	4980
归属母公司股东权益	3409	3955	5534	5959	7533
负债和股东权益	7456	8320	10075	10969	12740

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	569	708	5	1129	138
净利润	581	746	835	943	1082
折旧摊销	77	87	84	98	90
财务费用	-16	-20	-36	-48	-55
投资损失	-135	-199	-219	-189	-229
营运资金变动	-48	-21	-674	315	-778
其他经营现金流	109	115	14	9	28
投资活动现金流	-832	832	-402	-186	-171
资本支出	103	146	156	163	170
长期投资	-650	653	-255	-225	-265
其他投资现金流	-80	324	9	202	264
筹资活动现金流	-250	-338	35	-151	-150
短期借款	-72	-8	0	0	0
长期借款	285	-59	-51	-55	-54
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-68	38	0	0	0
其他筹资现金流	-395	-309	85	-96	-95
现金净增加额	-510	1205	-362	792	-183

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6370	7411	8528	9767	11130
营业成本	4152	4876	5611	6391	7271
营业税金及附加	51	53	69	78	87
营业费用	845	971	1126	1289	1469
管理费用	373	416	486	557	623
研发费用	455	524	606	693	790
财务费用	-16	-20	-36	-48	-55
资产减值损失	-33	-37	-43	-50	-56
其他收益	56	62	70	75	80
公允价值变动收益	-33	11	8	14	-0
投资净收益	135	199	219	189	229
资产处置收益	-1	-0	-0	-0	-0
营业利润	627	806	898	1012	1169
营业外收入	12	13	17	21	16
营业外支出	1	3	2	2	2
利润总额	639	817	913	1030	1183
所得税	58	70	78	88	101
净利润	581	746	835	943	1082
少数股东损益	2	2	0	2	3
归属母公司净利润	579	744	835	940	1080
EBITDA	697	849	930	1047	1176
EPS(元)	1.13	1.45	1.63	1.83	2.10

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	16.1	16.3	15.1	14.5	14.0
营业利润(%)	10.4	28.5	11.4	12.6	15.6
归属于母公司净利润(%)	7.5	28.4	12.2	12.6	14.8
获利能力					
毛利率(%)	34.8	34.2	34.2	34.6	34.7
净利率(%)	9.1	10.0	9.8	9.6	9.7
ROE(%)	17.0	18.8	17.4	16.8	16.6
ROIC(%)	14.4	15.9	14.8	14.6	14.6
偿债能力					
资产负债率(%)	54.1	52.3	44.9	45.5	40.7
净负债比率(%)	-29.2	-53.3	-52.0	-53.1	-53.4
流动比率	1.7	1.7	1.9	1.8	2.0
速动比率	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	6.6	6.4	6.3	6.4	6.4
应付账款周转率	5.6	5.7	5.6	5.6	5.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.13	1.45	1.63	1.83	2.10
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	1.38	0.01	2.20	0.27
每股净资产(最新摊薄)	6.64	7.70	9.33	10.87	12.67
估值比率					
P/E	15.2	11.8	10.6	9.4	8.2
P/B	2.6	2.2	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	7.4	5.5	4.4	3.4	2.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn