

公司研究/首次覆盖

2019年09月16日

电力设备与新能源/电力设备 II

投资评级: 买入 (首次评级)

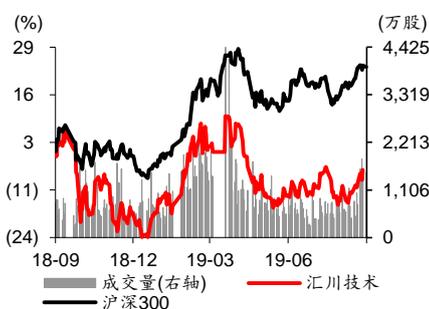
当前价格(元): 25.35
合理价格区间(元): 28.12~29.60

黄斌 执业证书编号: S0570517060002
研究员 billhuang@htsc.com

孙纯鹏 执业证书编号: S0570518080007
研究员 sunchunpeng@htsc.com

张志邦 01056793931
联系人 zhangzhibang@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

强阿尔法工控龙头, 驱动未来

汇川技术(300124)

“双王战略”凝聚公司发展核心, 以领先技术推动工业文明

汇川技术是具备强阿尔法的工控龙头, 公司以技术力、营销力、战略力三轮驱动, 盈利能力持续领先。本报告试图从业务方向、经营方式、管理架构等多个维度的演化进程出发, 阐述我们对公司持续发展模式和竞争力的理解。智能制造和新能源车“双王战略”锚定发展核心, 智能制造基于强平台的产业链营销, 立足行业工艺和解决方案, 市占率持续提升; 新能源车业务高举高打, 有望成为公司新增长引擎。我们预计 19-21 年 EPS 分别为 0.74/1.03/1.28 元, 给予 38-40 倍 PE, 目标价 28.12-29.6 元。

聚焦智能制造, 乘风破浪正当时

工业自动化基于强平台的产业链营销, 立足行业工艺和解决方案, 市占率持续提升。变频器进口替代有望加速, 通用变频器仍有较大增长空间。伺服切准下游行业, 横向扩张空间大。汇川围绕“小业务, 强平台, 大公司”, 结合“一轴一网一生态”, 经营方式演化挖深业绩护城河。2013 公司向解决方案和新能源车拓展, 我们认为毛利率下降主要受低毛利率业务占比增加影响, 业务拓展带来的盈利增长应为关注重点。

工控下游整体承压, 力争业绩持续稳健成长

19H1 下游细分行业表现分化, 动车组、电梯、半导体等子行业呈现回暖迹象。产业升级趋势不变, 从中国制造到智能制造将会带来更多机电一体化产品需求, 新兴与传统行业均存在广阔的市场空间, 行业马太效应或将进一步强化。深耕行业, 公司做纺织行业工艺电子化、装备智能化的推进者; 机器人厚积薄发, 定位智能制造的核心产品。电梯业务计划收购贝思特全部股权, 实现强强联合, 促进产品与客户资源互补, 推动国际化业务。

高举高打, 新能源车业务有望“再造”一个汇川

补贴退坡加速行业洗牌, 成本控制、产品升级重塑行业格局。乘用车强化流程体系建设, 立足本土, 瞄准海外。新能源乘用车动力总成三合一电驱桥的趋势明确, 显著提高行业进入的资金和技术门槛。2019 年先后获得 ASPICE Level2 及 ISO26262 功能安全认证, 公司第三代动力总成产品已于 19 年 4 月发布。动力总成产品开发和客户认证周期较长, 我们认为 2020 年或将是汇川动力总成产品进军乘用车市场元年, 收入端将在 20-21 年逐步放量, 再造汇川增长新引擎。

强阿尔法行业龙头, 未来可期, 给予“买入”评级

汇川技术从单一变频器厂商发展成智能制造解决方案供应商, 是具备强阿尔法的行业龙头。电梯业务提供稳健现金流, 工业自动化强化核心竞争力, 机器人和新能源乘用车总成业务有望为公司提供新增长动力。我们预计 19-21 年 EPS 分别为 0.74/1.03/1.28 元, 参考可比公司 19 年平均 PE37.35 倍, 考虑公司核心竞争力突出, 给予 38-40 倍 PE, 目标价 28.12-29.6 元。

风险提示: 宏观经济下行风险, 收购贝思特进展不及预期, 新能源汽车市场需求和业务开展不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,662
流通 A 股 (百万股)	1,355
52 周内股价区间 (元)	19.98-28.85
总市值 (百万元)	42,131
总资产 (百万元)	10,686
每股净资产 (元)	3.90

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,777	5,874	8,039	11,072	13,350
+/-%	30.53	22.96	36.85	37.73	20.57
归属母公司净利润 (百万元)	1,060	1,167	1,235	1,707	2,119
+/-%	13.76	10.08	5.86	38.22	24.13
EPS (元, 最新摊薄)	0.64	0.70	0.74	1.03	1.28
PE (倍)	39.75	36.11	34.11	24.68	19.88

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

核心观点及推荐逻辑	5
“双王战略”凝聚公司发展核心，以领先技术推动工业文明	6
管理层兼具国际视野和本土理解，把握机遇集工控大成	6
横向拓展纵向深化，盈利能力持续领先	8
高度重视研发，构筑业绩增长基石	9
产业链营销，持续为客户创造价值	10
聚焦智能制造，乘风破浪正当时	12
进口替代：海外工控龙头多元发展，国内企业紧跟市场需求	12
产品：深挖核心产品优势，持续推进进口替代	14
变频器：工业自动化基础产品，进口替代有望加速	14
伺服：切准下游行业，伺服技术门槛更高	15
观往知来：毛利率仍处于下降通道，盈利增长为关注重点	16
工控下游行业：看传统行业的新变化，看新行业的大未来	19
整体：短期下游需求承压，力争持续稳健成长	19
中流砥柱：收购贝思特补全版图，电梯迈向新台阶	21
老树新花：人口红利逐步消失，自动化提振纺织韧性	24
鹰隼试翼：机器人推动智能制造，带动中国产业升级	26
新能源车：高举高打，新能源车电控有望“再造”一个汇川	28
补贴退坡加速行业洗牌，成本控制、品质升级重塑行业格局	28
新能源客车优势显现，物流车市占率持续提升	31
新能源乘用车立足本土，瞄准海外，强化流程体系建设	33
盈利预测及假设	38
各业务拆分及盈利说明	38
PE/PB – Bands	40
风险提示	41

图表目录

图表 1：汇川技术成立以来业务发展情况	6
图表 2：2000 年至今房地产 GDP 及增速	7
图表 3：2014 年至今新能源汽车销量及增速	7
图表 4：汇川技术公司股权结构图（截至 2019 中报）	7
图表 5：2007 年以来汇川技术收入增长率及利润增长率	8
图表 6：汇川技术营业收入情况	8
图表 7：汇川技术归母净利润情况	8
图表 8：汇川技术各业务收入情况	9
图表 9：汇川技术各业务收入增长情况	9

图表 10: 汇川技术毛利率处于领先地位	9
图表 11: 汇川技术净利率处于行业前列	9
图表 12: 汇川技术研发费用及增长率	10
图表 13: 可比公司研发费用占营业收入比例	10
图表 14: 汇川开放的创新体系	10
图表 15: OEM 解决方案	11
图表 16: EU 解决方案	11
图表 17: 海外工控企业概览	12
图表 18: 日本战后电控发展阶段梳理	12
图表 19: 2000-2017 年自动化产品进口额	13
图表 20: 2000-2017 年自动化产品净出口额	13
图表 21: 国内项目型市场增速较快	13
图表 22: 本土系低压变频器业务占比稳步提升	13
图表 23: 低压变频器市场规模及预测	14
图表 24: 2018 年低压变频器市场份额变化	14
图表 25: 公司变频器业务收入及增速	14
图表 26: 变频器收入占比及毛利率	14
图表 27: 2016-2018 年汇川持续推动低压变频器市场进口替代	15
图表 28: 2018 年本土系占比同比提升 2.7 个 pct	16
图表 29: 伺服行业市场规模及预测	16
图表 30: 公司伺服系统收入及增长率	16
图表 31: 汇川技术毛利及毛利率变化情况	17
图表 32: 汇川技术各业务毛利率情况	17
图表 33: 公司毛利率水平估算	18
图表 34: 汇川子公司情况	18
图表 35: 2012-2019H1 工业用电量和工业增加值累计同比增速情况	19
图表 36: PMI 增长情况	20
图表 37: 工控核心产品分季度市场规模增长率变化情况	20
图表 38: 2019 年上半年主要工业品产量同比增速	20
图表 39: 中国电梯产量及增速	21
图表 40: 中国房地产开发投资金额及增速	21
图表 41: 电梯一体机收入及增速	22
图表 42: 电梯一体机收入占比及毛利率	22
图表 43: 贝思特以人机界面和门系统为主	22
图表 44: 贝思斯下游客户为海外大型电梯厂	23
图表 45: 我国电梯保有量增速逐渐下降	23
图表 46: 国内电梯产量与新安装的差值逐年增加	23
图表 47: 纺服行业盈利能力不断压缩	24
图表 48: 纺服行业技术投入率不断提升	24
图表 49: 广东省劳动力成本逐年攀升	25
图表 50: 我国城镇居民人均可支配收入稳步增长	25

图表 51: 智能纺织转型之路	25
图表 52: 国内工业机器人销量占比逐年增加	26
图表 53: 国产工业机器人增速有所下降	26
图表 54: 汇川机器人沿袭“面粉+工艺”战略	27
图表 55: 电机供应商毛利水平	28
图表 56: 电控供应商毛利水平	28
图表 57: 新能源汽车电控市场竞争格局	29
图表 58: 供应商配套占比逐年增加	29
图表 59: 2017-2018 年国内电控厂商配套情况	30
图表 60: 2017-2018 年国内电机厂商配套情况	30
图表 61: 集成化和外采为行业趋势	30
图表 62: 汇川技术新能源电控产品示例	31
图表 63: 宇通客车生产情况	31
图表 64: 新能源物流车产量	32
图表 65: 物流车业务收入及其增速	32
图表 66: 物流车业务市占率	32
图表 67: 海外新能源车电机电控供应格局	33
图表 68: 一体化总成趋势明确	33
图表 69: 海外主要车企电控配套情况	34
图表 70: 国内主要车企电控配套情况	34
图表 71: 电驱动总成产品开发流程	35
图表 72: 电驱动总成产品开发流程	35
图表 73: 造车新势力汽车生产情况	36
图表 74: 主流车企动力总成系统选择情况	37
图表 75: 汇川技术主要业务盈利预测	39
图表 76: 汇川技术费用率假设	40
图表 77: 可比公司估值表 (截至 2019 年 9 月 16 日)	40
图表 78: 汇川技术历史 PE-Bands	40
图表 79: 汇川技术历史 PB-Bands	40

核心观点及推荐逻辑

汇川稳坐国内工控自动化行业龙头，从变频器产品的进口替代到致力于提供整体解决方案的产业链营销，公司把握住了中国产业升级过程中的市场机会，实现业务高速增长。当前宏观环境仍处于承压阶段，新能源乘用车动力总成业务仍处于投入期，汇川站在由优秀走向杰出的关键时点。本报告试图从业务方向、经营方式、管理架构等多个维度的演化进程，阐述我们对公司持续发展模式和竞争力的理解。

1, 汇川如何持续成功：工控行业核心技术门槛较高，下游行业众多。公司重视技术研发，把握房地产、制造业升级和新能源车三轮大周期，成功地抓住了电梯一体机、注塑机电液伺服、新能源电控三大发展机遇，推动业务持续增长。汇川的优势是紧贴应用场景、识别变化、定义产品的能力强，我们认为公司是具有强阿尔法的行业龙头。

2, 如何看下游行业：工控下游行业众多，我们认为对下游行业要看老也看新，传统业务看自动化升级机会，新兴领域看智能制造升级方向。纺织服装等传统行业仍有人力成本提升压力，汇川推动工艺电子化、装备智能化；机器人是智能制造的核心部件，汇川瞄准 3kg 以下高频应用场景，带动工控业务优势跃迁。

3, 如何看毛利率下降：参考海内外龙头工控企业发展经验，多元化是工控企业发展壮大的必然选择。市场或对毛利率有担忧，我们认为毛利率下降主要受配套解决方案和新能源车电控等低毛利业务占比提升的影响，盈利增长的重要性高于毛利率的变化，考虑到工控业务解决方案构筑业绩护城河，新能源汽车总成业务高举高打，20-21 年逐步放量，当前看公司估值仍有提升空间。工业自动化走向综合解决方案，发展汽车电子均是提振盈利规模、提高竞争力的有效手段。

4, 如何看新能源乘用车动力总成：巴菲特说人生最重要的事就是找到自己那条又湿又长的雪道并滚出自己巨大的雪球，我们认为动力总成业务是长雪道+高护城河。新能源乘用车市场空间远高于客车，汇川以客车电控为起点，15 年起研制乘用车电控，转向乘用车市场。三合一动力总成加快集成化与外采趋势，第三方电控厂商有望通过规模和产品优势，实现市占率提升。2020 年或将是汇川动力总成产品发力元年，有望持续为汇川提供发展动力。

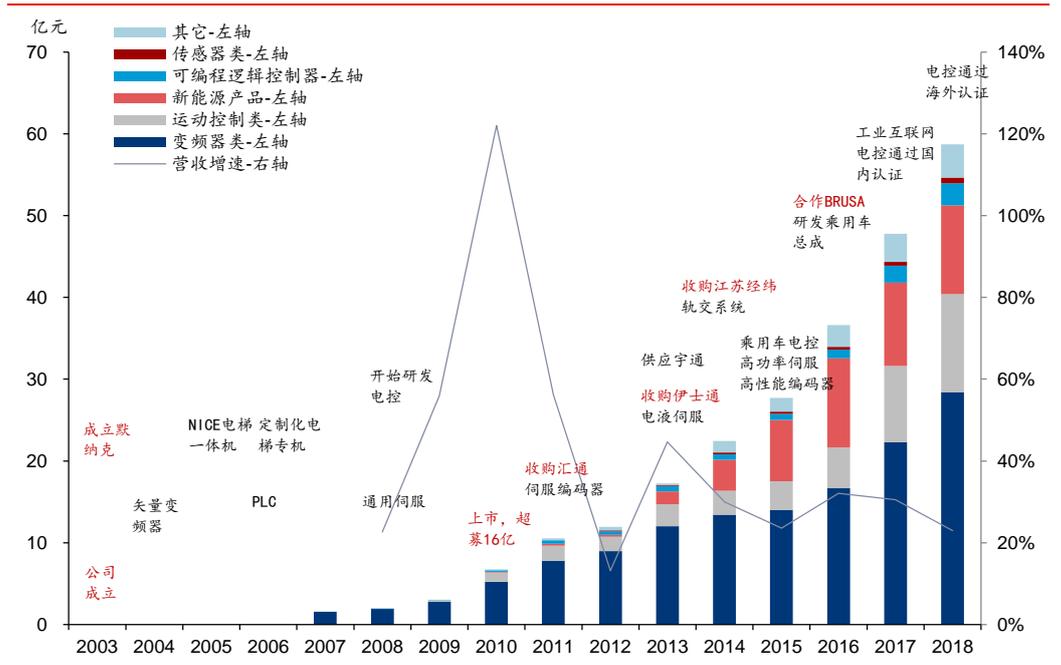
“双王战略”凝聚公司发展核心，以领先技术推动工业文明

管理层兼具国际视野和本土理解，把握机遇集工控大成

汇川技术成立于2003年，是专门从事工业自动化和新能源相关产品研发、生产和销售的高新技术企业，于2010年9月在深交所创业板上市。管理团队成员大都具有华为电气和艾默生等工作经历，有着国际化的视野和对本土市场的深刻理解。公司具有强战略决策能力，成立以来紧抓发展契机，从单一的变频器供应商发展成智能制造解决方案的供应商，是具备强阿尔法的行业龙头。

以通用自动化业务起家，汇川技术坚定走自主研发道路，以行业营销、技术营销（IPD开发）、进口替代的经营策略精准切入细分行业。通过横向拓展和纵向深化，不断拓宽通用自动化的产业链。通过技术进步和一体化解决方案实现进口替代，市占率持续提升。公司2003年研制出定位于中高端市场的矢量变频器，技术达到国内领先水平，在此基础上公司推出变频一体机等设备，推动营收快速增长。初期公司以自主研发为主，分别于06年和08年突破PLC和伺服相关产品，搭建完善产品体系，两年后（2010年）营收增速到达高点。后期公司并入轨交业务，完善电液伺服、机器人和电梯等业务版图，构筑技术、渠道和客户的护城河。

图表1：汇川技术成立以来业务发展情况



注：图中为各业务营收和整体营业收入增速

注：红色为公司重要组织变动，黑色为公司产品变动。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

汇川成功地抓住了电梯一体化机、注塑机电液伺服、新能源客车电控三次大的发展机遇。2003年正处于房地产业务发展前期，公司成立之初即建立默纳克电梯厂，凭借公司在变频器领域的优势技术，在2005年推出NICE电梯一体机业务产品，契合我国房地产的黄金发展期。公司2008年开始进军新能源车电控领域，2013年与宇通紧密合作，2015年下半年随着新能源商用车市场的快速发展，一跃成为新能源客车领域最大的电控供应商。新能源乘用车动力总成业务持续大举投入并初结硕果，先后通过多项海内外认证，公司第三代动力总成系统e-Axle已于19年4月发布，我们认为新能源车电控将使公司迈上新的征程。

图表2：2000年至今房地产GDP及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

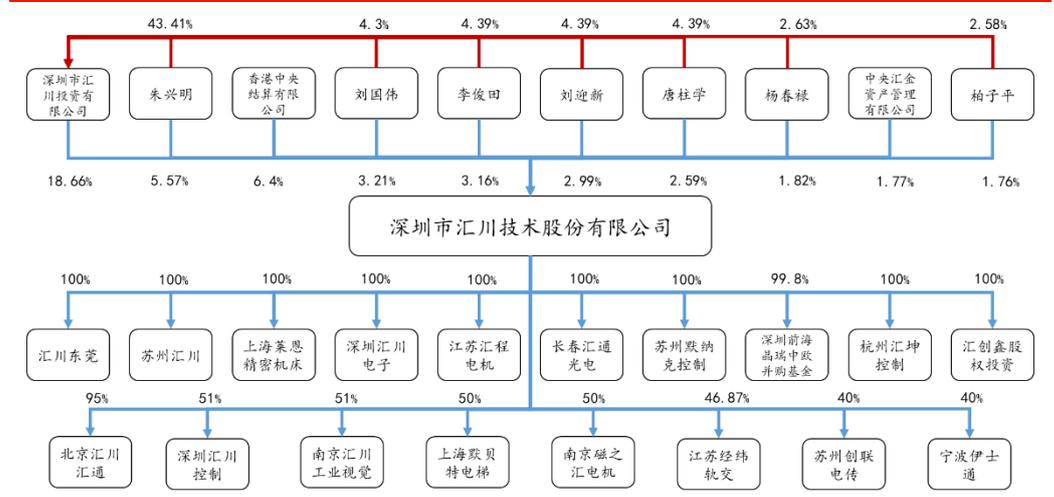
图表3：2014年至今新能源汽车销量及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

管理层长期稳定，员工激励到位。汇川技术第一大股东为汇川投资，持有公司 18.66% 的股份，朱兴明和香港中央结算公司（陆股通）分别持有汇川技术 5.57% 和 6.4% 的股份，位列第二和第三位。汇川技术的实际控制人为董事长朱兴明，共拥有汇川技术 13.67% 的股份，其中 5.57% 的股份为朱兴明直接持有，8.1% 的股份通过汇川投资间接持有。汇川技术积极以设立或收购公司的方式拓展产业布局，根据 2019 中报显示，汇川共有 41 家参控股子公司，轨交业务通过江苏经纬展开，而上海默贝特则是公司电梯业务的载体。公司管理层长期稳定，与股东利益高度一致。公司在 2013、2015、2017 年实施三期股权激励，参与人数 1053 人（占员工人数 16%），并于 2019 年年初启动第四期股权激励。我们认为，股权激励措施有助于聚拢公司优秀人才，充分调动员工积极性。

图表4：汇川技术公司股权结构图（截至 2019 中报）



注：红线表示深圳市汇川投资有限公司的股东结构，上方数字为各股东持有汇川投资股权比例。

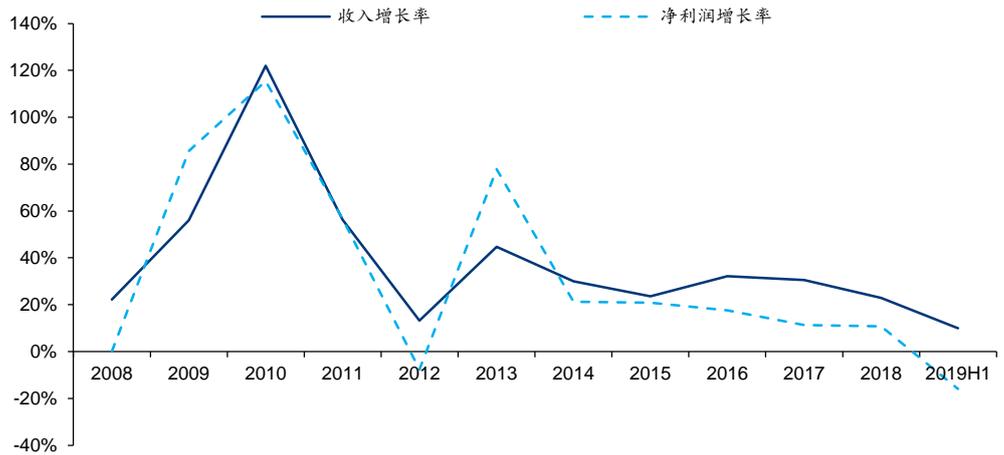
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

“双王战略”凝聚公司发展核心，以领先技术推动工业文明。公司专注于工业自动化驱动与控制产品的研发、生产和销售，定位服务于中高端设备制造商。以拥有自主知识产权的工业自动化控制技术为基础，在横向应用和纵向领域展开布局。纵向增加变频器的应用，布局电梯一体机、商用车电控、轨交牵引系统和新能源乘用车动力总成领域；横向在自动化领域布局，覆盖自动化领域控制层、驱动层、执行层和传感层各个方面，通过拓展项目领域实现公司快速发展。根据睿工业统计，公司在低压变频器市场的占有率在国产品牌厂商中保持多年第一，其中一体机及专机产品在多个细分行业处于业内首创或领先地位。根据公司半年报披露，2019 年是公司的组织变革年，将积极推动第四次组织架构优化，为实现智能制造与新能源车的“双王”战略蓄势，以领先技术推动工业文明。

横向拓展纵向深化，盈利能力持续领先

工业自动化的核心产品以变频器、伺服系统 PLC 等为主，下游广泛应用于电梯、起重、机床、印刷包装、纺织化纤、建材、冶金、煤矿、汽车、轨道交通等。公司以“成为世界一流的工业自动化产品及解决方案供应商”为愿景，基于电力电子技术和电机控制两大核心能力在不同行业的通用性，以快速为客户提供个性化的解决方案为主要经营模式，实现企业价值与客户价值共同成长。

图表5：2007年以来汇川技术收入增长率及利润增长率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

多项业务带动公司业绩快速增长，19H1 营收有所承压。汇川技术从单一的变频器供应商发展成工业自动化综合产品及解决方案供应商；从电梯一体化业务，拓展到通用变频、电液伺服、工业机器人、新能源汽车和轨道交通领域。营业收入从 2012 年的 11.93 亿增长至 2018 年的 58.74 亿，年化复合增速 30.4%。归母净利润从 2012 年 3.18 亿元增长至 2018 年的 11.67 亿元，年化复合增速 24.2%。19 年上半年受宏观环境影响，工业自动化板块整体承压，营业收入增速下降至 10%，归母净利润增速下降至-19.67%。

图表6：汇川技术营业收入情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7：汇川技术归母净利润情况

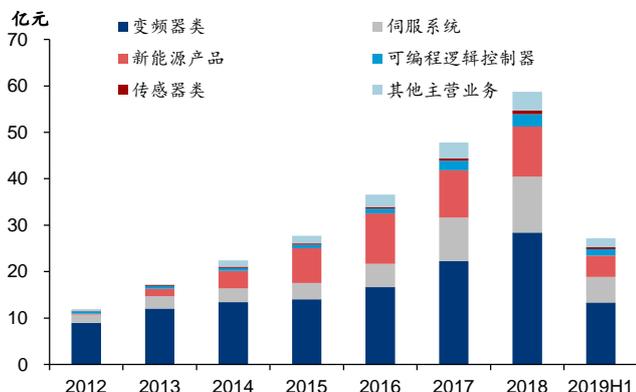


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

变频器类仍为主要收入来源，伺服系统占比不断提升。2019H1 收入占比前三位的分别为变频器类产品，伺服系统和新能源产品。变频器类产品收入为 13.35 亿元，占公司营业收入比例为 49.1%，仍为公司第一大业务；伺服系统 5.5 亿，占比为 20%，近两年随着下游行业及客户拓展，伺服业务占比提升；新能源类产品收入为 4.6 亿元，占总收入的 17%，新能源车电控仍处于成长期，轨交产品加速苏州以外城市拓展。

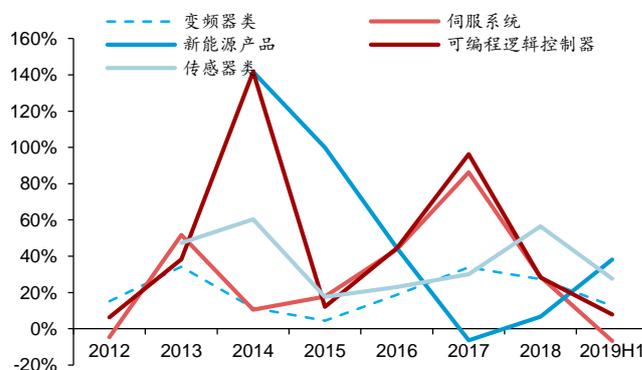
从各项业务收入增速看，变频器类产品已处于成熟阶段，为公司发展稳定现金流；新能源车业务前期与宇通合作，成为国内最大的新能源客车电控厂商。新能源乘用车电控行业空间大，新能源乘用车动力总成产品进入车企仍需一段时间进行调试，我们预计在将在20-21年逐步放量。

图表8： 汇川技术各业务收入情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

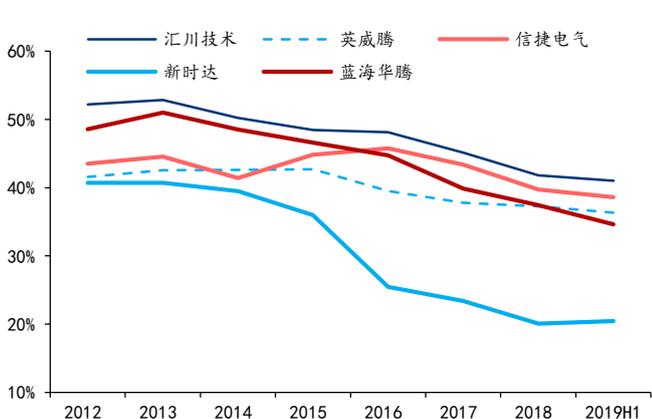
图表9： 汇川技术各业务收入增长情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

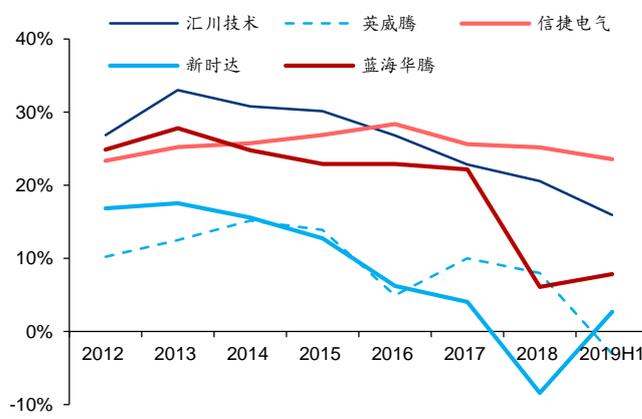
布局优势显现，盈利能力领先。汇川技术以高性能矢量变频技术、PLC技术、伺服技术和永磁同步电机等核心平台技术为基点，逐步寻找新的增长点，盈利能力在竞争对手中居于前列。从毛利率上看，汇川技术2019H1毛利率为41.02%，在行业可比公司整体毛利率下降的背景下，毛利率依旧保持领先状态，业绩韧性较强。从净利率来看，2019H1汇川技术的净利率为15.93%，仍处于行业前列。

图表10： 汇川技术毛利率处于领先地位



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表11： 汇川技术净利率处于行业前列



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

高度重视研发，构筑业绩增长基石

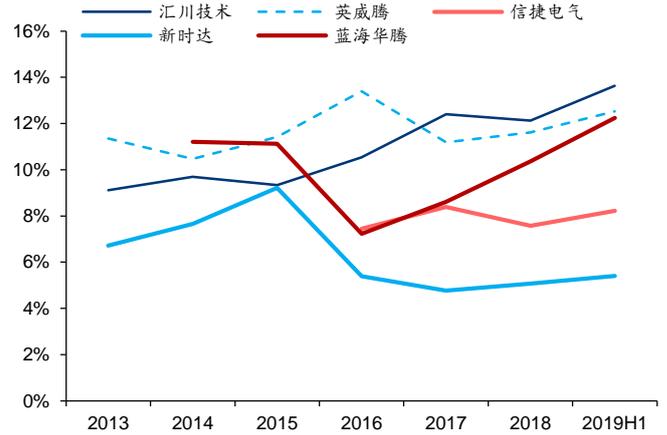
汇川技术高度重视研发，近年来研发投入一直保持较高速增长，2012-2018年复合增长率为31.14%。根据公司半年报，截至2019年6月底，公司已获得发明专利达279项，实用新型专利638项，外观设计专利146项，软件著作权144项。从可比公司来看，公司研发费用占收入比例较高，2016年以来研发投入与营业收入的占比维持10%以上。从公司战略上看，公司以拓展产业链的方式，实现营业收入快速增长，高研发投入是公司核心竞争力领先与业绩持续增长的基石。

图表12: 汇川技术研发费用及增长率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表13: 可比公司研发费用占营业收入比例

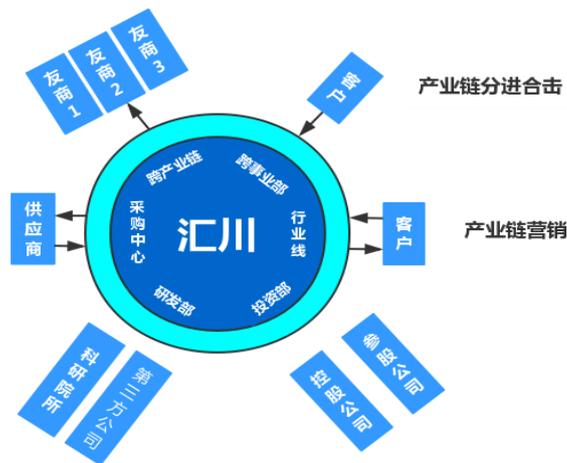


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

产业链营销, 持续为客户创造价值

从服务营销到技术营销, 再到产业链营销。变频器类产品属于工控领域核心产品, 通常下游客户为生产企业, 很难与终端客户直接建立联系。汇川采用“标准+定制”结合的方式进行营销, 标准化产品通过分销渠道进行销售, 以性价比取胜; 针对客户多样化需求, 采用 IPD (Integrated Product Development, 集成产品开发) 研发, 通过客户定制机器, 帮助客户创造更多的价值, 这就是汇川的技术营销模式。2013 年开始, 依托公司全产业链的产品布局, 针对客户需求灵活选配公司产品, 提供适应的一体化解决方案, 可以直接解决客户痛点, 拓展公司产品需求。

图表14: 汇川开放的创新体系



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

将非标产品标准化，解决方案带动产品销售。在 OEM（Original Equipment Manufacture，原始设备制造商，面向下游设备厂商，下同）市场中，公司在原有通用编码器、伺服等基础标准化设备的基础上，针对下游场景需求，设计出针对性的适配的产品组合，提供一体化解决方案。以工业机器人为例，汇川将伺服和 PLC 等核心工控器件搭配传感器和示教器等设备，分别设计出针对食品包装、流水线分拣和手机玻璃丝上料的机器人产品，在激发下游客户需求的同时，带动工控产品的销售。

图表15: OEM 解决方案



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表16: EU 解决方案



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

EU 市场是 2018 年的亮点，产品升级带动解决方案升级。工控行业下游包含 OEM 市场和 EU 市场。其中 OEM 方案为中小型 OEM 制造商提供更智能、更精准、更前沿的综合产品解决方案；EU 方案（End User，面向终端客户，下同）包括两类，一类为大型设备制造商提供大容量、高性能、高可靠性的产品及解决方案，另一类为终端用户提供生产线、生产车间的智能自动化升级方案与服务。2018 年公司在 EU 市场取得重大突破，切入冶金、造纸、石油石化等行业。这得益于公司多年在产品 and 客户端的积累，并将核心产品导入到解决方案，最终在智能化和大型化的 EU 市场取得重大突破。

聚焦智能制造，乘风破浪正当时

工控核心产品包括变频器、伺服、PLC、CNC等，直接服务于产业升级，下游细分行业众多。我们参照海外工控企业经验，认为多元化是工控公司实现业务增长必然选择，行业龙头需与下游企业深度融合，实现业务增长。从业务结构和公司发展战略看，我们认为业务拓展导致的结构变动是毛利率下降的主要原因，盈利水平提升比坚守毛利率更为重要。汇川技术贴近下游行业产品，以解决方案带动产品销售，持续推动国产替代。我们将在接下来两个章节中，精选纺织服装、机器人和电梯三个代表性行业，探究产品发展空间。

进口替代：海外工控龙头多元发展，国内企业紧跟市场需求

海外工控龙头多元化发展，一体化解决方案是必经之路。工业自动化的必要条件是生产线的自动化，欧美等国率先进行了产线的自动化升级，海外工控龙头企业也顺势增长。从发展路径上看，多元化是工控企业发展的必然选择。欧美工业自动化龙头向解决方案转变，现逐步推出自身的物联网平台，进一步与下游融合；与此同时，头部工控企业均采用多元化发展模式，截至2018年，GE、ABB和SIEMENS等企业营收均超过了2千亿元人民币，而又各有侧重。GE着力打造通用平台，ABB以下沉策略发力机器人与智能制造，SIEMENS深耕数字工厂，打造全生产流程自动化。

图表17：海外工控企业概览

类别	公司	总收入 (亿人民币)	工业自动化业务收入 (亿人民币)		业务占比	利润率
			过程工业	数字工厂		
欧美系	西门子	6,529.04	过程工业: 692.58 数字工厂: 1013.01	过程工业: 10.61% 数字工厂: 15.52%	过程工业: 5.3% 数字工厂: 19.66%	
	ABB	2,167.21	579.29	26.73%	12%	
	艾默生	1,255.11	过程工业: 151.20 工业解决方案: 146.46	过程工业: 12.05% 工业解决方案: 11.67%	工业板块: 16.34%	
	GE	8,603.69	电力: 1931.58	电力: 22.45%	电力: -3%	
	施耐德	1,819.72	438.53	24.10%	-	
日系	欧姆龙	570.06	263.60	46.24%	16.8%	
	发那科	95.67	95.67	21.28%	-	
	安川	310.74	134.49	43.28%	16.51%	
	松下	5,239.39	1,867.64	35.65%	1.98%	

注：表格中数据均采用2018年口径，其中日本企业因财务年限与国内不同，统计范围为2018年3月1日-2019年2月28日。

注：若非特殊标记，本文中收入均选用工业自动化业务收入，数值已按照2019年9月15日汇率折算成人民币。

注：西门子和艾默生均采用毛利率口径，其余公司采用营业利润率口径。

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

日系工控厂商发展晚于欧美，工控业务占比高于欧美工控企业。日本工控企业起步晚于欧美企业，多成立于1920-1960年。日系工控企业先后抓住了日本制造业腾飞和中国等国家崛起两大机会，专注于工业自动化领域，业务占比高于欧美系企业。从市场定位看，日系企业大多集中于中端的OEM市场，与国内企业竞争最为激烈。从未来发展方向看，日本企业工业自动化产品迭代较慢，解决方案本土化程度远低于国内企业，市场份额或被继续被国内企业取代。

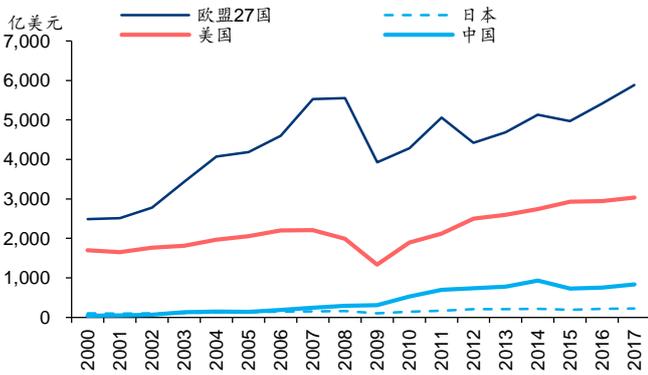
图表18：日本战后电控发展阶段梳理

年代	阶段	特征
1950-70	初期发展	第二产业崛起，重化工等资本密集型企业带动行业发展。
1970-80	快速发展阶段	土地和劳动力成本上升，机械等技术密集型企业成为主导。
1990s	稳定成长期	国内市场进入稳步阶段，海外市场为主导。
2000+	海外市场阶段	中国等发展中国家发展较快，推动工控持续增长。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

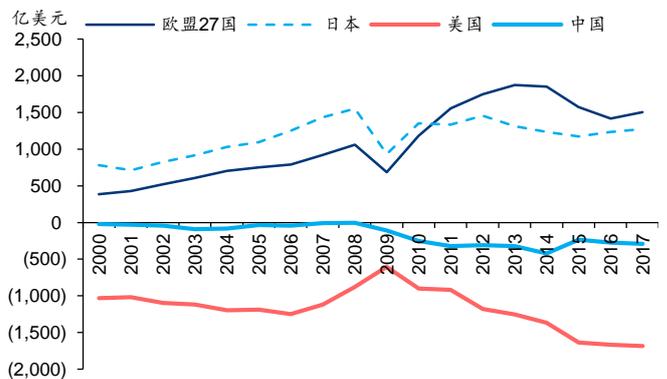
欧美自动化产品进口仍居于高位，国内自动化产品需求有所提升。随着制造业走向自动化生产，全球自动化市场规模增速明显，从进出口规模看，欧盟国家的自动化产品的进出口额均居于四个地区之首，是自动化产品的主要净出口方，优势明显。中国进口金额低于欧洲和美国，在国际贸易中自动化产品份额仍处于低位。从净出口角度看，欧洲和日本自动化产品净出口规模为正，是主要的产品输出方，美国和中国净出口为负，是主要的进口方。我国工控企业主要面对欧洲和日本的工控企业竞争，以技术和营销实现进口替代是行业的应有之举。

图表19： 2000-2017年自动化产品进口额



注：WTO于18年11月披露17年出口数据，当前尚未更新至18年。
资料来源：Wind，华泰证券研究所

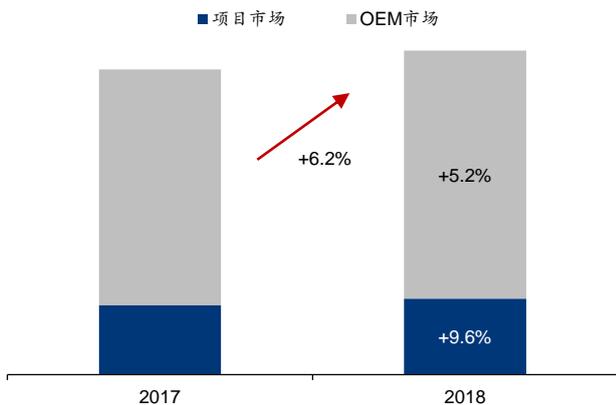
图表20： 2000-2017年自动化产品净出口额



注：WTO于18年11月披露17年出口数据，当前尚未更新至18年。
资料来源：Wind，华泰证券研究所

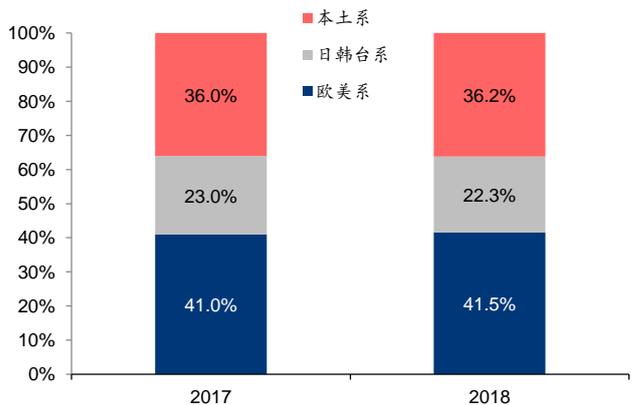
项目型市场发展提升技术营销重要性，本土系低压变频器业务占比稳步提升。人力成本提升带动下游市场自动化改造需求，贴近下游市场的定制化解决方案需求不断增加。根据睿工业统计，2018年我国自动化市场同比增长6.2%，其中OEM市场同比增加5.2%，项目型市场同比增加9.6%，贴近终端客户的技术营销是实现市占率提升的重要影响因素。当前国内龙头公司的技术水平已经接近海外领先水平，品牌知名度和项目经验仍有欠缺，贴近终端客户的技术营销为比较优势。本土系工控厂商以价格和技术营销接近终端客户，为其提供针对性的解决方案，稳步推进进口替代。

图表21： 国内项目型市场增速较快



注：图中数字表示响应市场增速，2018年整体工控市场增速为6.2%
资料来源：睿工业，华泰证券研究所

图表22： 本土系低压变频器业务占比稳步提升



资料来源：睿工业，华泰证券研究所

我们认为，汇川作为国内领先的工业自动化产品及解决方案的龙头厂商，核心产品技术领先，解决方案加深了公司护城河，模式难以复制。技术营销能够有效的针对下游需求提供解决方案，从而带动产业升级。2018年EU市场的突破具有重要意义，我们认为国内工控企业进口替代进程仍将持续，行业龙头有望实现细分领域的各个击破。

产品：深挖核心产品优势，持续推进进口替代

变频器：工业自动化基础产品，进口替代有望加速

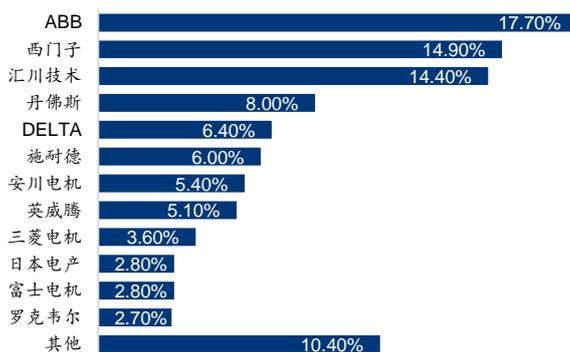
低压变频器为基础产品，汇川市占率持续提升。从总量上看，变频器市场已进入相对成熟状态，根据睿工业统计，我国2016年低压变频器市场规模为172.52亿，2018年低压变频器市场规模为203亿元，17-18年化平均增速为15.86%，受工业化进程推动，变频器行业将在2019-2021年期间以3%左右的增速稳步增长。在国内低压变频器市场，汇川技术市场份额从2010年的1.8%提升至2018年的14.4%，我们认为依托解决方案优势，公司低压变频器的市场份额有望赶超ABB和SIEMENS。

图表23： 低压变频器市场规模及预测



资料来源：睿工业，华泰证券研究所

图表24： 2018年低压变频器市场份额变化



资料来源：睿工业，华泰证券研究所

变频器为汇川起家业务，市场布局优于海外龙头。汇川技术以通用变频器业务起家，2003年进入变频器领域，2004年推出矢量变频器，实现国内变频器技术的突破。变频器下游厂家较为分散，公司成功地抓住了电梯一体化机的历史机遇并不断拓展下游细分行业，满足不同行业定制化的需求，实现了跨多行业发展和市占率的突破，汇川布局的市场广度已经超过了外资主流企业。

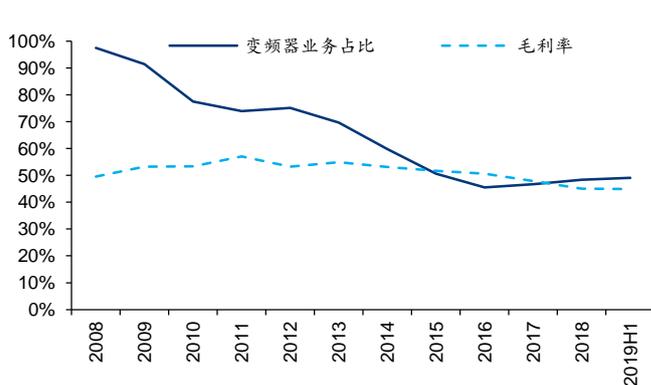
变频器收入快速增长，毛利率有所承压。受益于扎实的技术积累和广泛的市场布局，公司变频器类业务营业收入从2009年的2.78亿上升至2018年的28.4亿，年化复合增长率为31.5%。公司在通用自动化领域横向发展，业务从驱动层的变频器拓展至伺服和控制层的PLC系统，纯变频器类业务收入占营收比重不断降低。随着产品结构变化及竞争加剧，变频器业务毛利率略有下降，截至19H1，变频器类业务毛利率约为44.89%，同比下降1.83pct。

图表25： 公司变频器业务收入及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

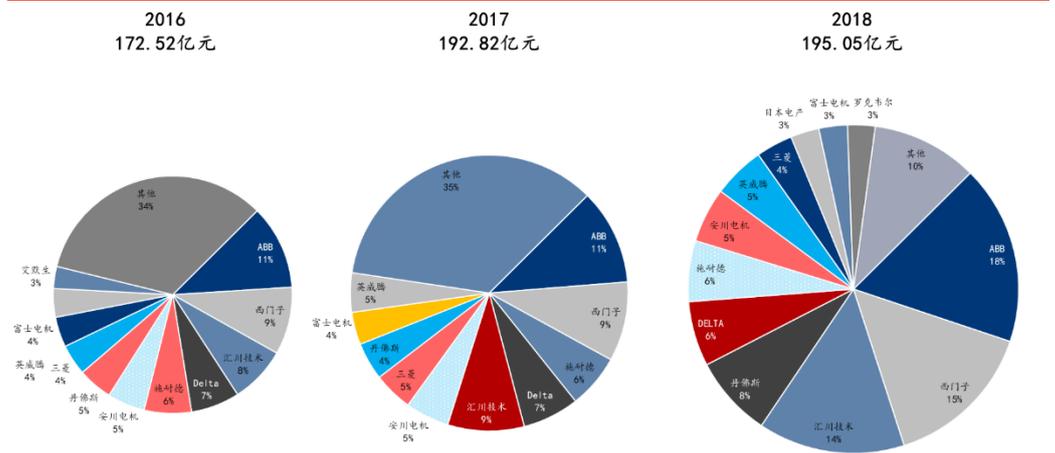
图表26： 变频器收入占比及毛利率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

中小企业的自发性升级需求，相较于国企、央企的升级周期要晚。这也是目前工业自动化市场，特别是OEM市场的主要驱动力。欧美系品牌如ABB、西门子等以重载、高精度为代表的流程性市场，中小企业客户的粘性较差，欧美系企业的无法覆盖它的需求。而日系品牌对于国内自动化市场及下游需求疏于了解，市场端仍将持续被国产品牌抢占份额。与此同时存量市场的替换需求是以汇川为代表的本土品牌导入的良机。比如，中小钢厂更关注性价比，选择更加适合自己的方案；智能制造项目有一定国产化率的要求，拉动本土品牌快速成长。

图表27：2016-2018年汇川持续推动低压变频器市场进口替代



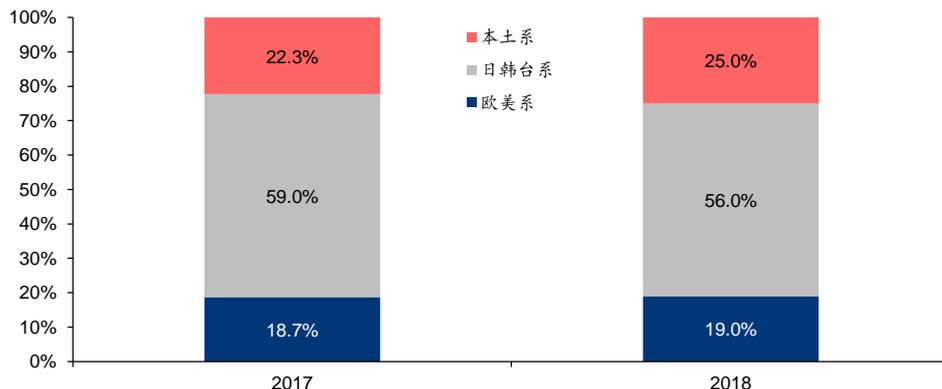
资料来源：睿工业，华泰证券研究所

专用变频器拓展业务版图，通用变频器仍有较大发展空间。变频器类业务包括电梯用专用变频器和通用变频器两部分，根据2019半年报，公司电梯一体化业务营收6.2亿元，占公司变频器类业务营收的46.4%，公司拟并入贝思特完善电梯一体机版图，带动专用变频器业务增长。从通用变频器看，起重、纺织、电力、冶金、石油石化、化工、建筑楼宇等下游行业在通用变频器领域占比较高，目前汇川技术的现有产品可覆盖大部分下游市场。汇川在多个领域有深入布局，外资企业采用多元布局，难以深入到各下游细分市场。我们认为随着公司通用变频器仍将持续推动进口替代，仍有较大发展空间。

伺服：切准下游行业，伺服技术门槛更高

伺服所需技术积累远超变频器。变频器属于传动控制领域，而伺服属于运动控制领域，追求高精度、高性能、高响应，在应用场合、动态特性、功率范围等指标方面有着显著差异。公司最早从2003年开始研发高难度矢量变频技术，为伺服打下了坚实基础；2007年提出伺服是工业自动化最核心的产品，2008年进入伺服领域，至今已有十余年的经验。汇川技术依托成本优势和一体化解决方案，持续推动进口替代，在全球伺服系统市场份额不断提升。根据睿工业统计，2018年本土系企业市场份额由2017年的22.3%提升至25%，汇川技术市场份额从2016年的9%提升到2018年的8%，市占率有望持续提升。

图表28： 2018年本土系占比同比提升2.7个pct



资料来源：睿工业，华泰证券研究所

2018年汇川技术伺服产品收入为12.01亿元，17-18年年化平均增速为54.67%，高于同时期市场17.67%的平均增速。受部分下游领域竞争白热化影响，2019H1伺服业务营收5.51亿元，同比下降6.93%。

图表29： 伺服行业市场规模及预测



资料来源：睿工业，华泰证券研究所

图表30： 公司伺服系统收入及增长率



资料来源：睿工业，华泰证券研究所

19年伺服行业或现负增长，新兴行业有望率先走出低谷。受下游机床、电子、橡胶等主要行业快速下跌及新兴领域工业机器人、锂电等需求减少影响，2018年伺服市场增长快速下降，预计2019年仍将承压，下游新兴行业如半导体等有望率先走出低谷，国产品牌在纺织、锂电、工业机器人、电子等多个行业仍将加速进口替代。

观往知来：毛利率仍处于下降通道，盈利增长为关注重点

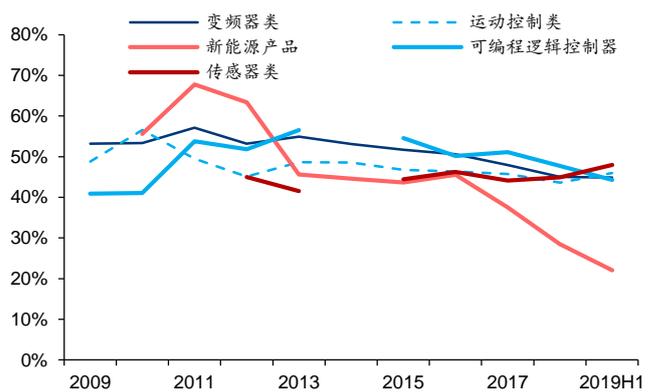
毛利率下降是业务拓展后产品结构变化带来的结果。我们认为毛利率下降主要受产品结构调整、市场竞争和宏观环境三个方面影响。从产品结构看，变频器是高技术和附加值的产品，广泛应用于下游行业的设备，产品毛利率较高。汇川技术在变频器领域技术已达到行业领先水平，依靠变频器优势向下游提供一体化解决方案，推动营收持续发展。一体化解决方案扩大了低毛利产品的销售比例，拖累公司毛利率下降。从宏观环境看，工控行业和宏观周期关联密切，经济下行时期下游订单需求承压，拖累毛利率下降。从市场竞争看，近年来伺服领域涌现出一批销售额在5000万至2亿的新兴企业，细分市场竞争加剧，拖累汇川产品毛利率。我们认为汇川行业解决方案成熟度较高，新进入竞争者在全业务领域挑战汇川的难度较高，产品结构变动仍是拖累毛利率的主要原因。

图表31: 汇川技术毛利及毛利率变化情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表32: 汇川技术各业务毛利率情况



注: 2014PLC和传感器业务未披露毛利率。

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

通用自动化业务解决方案已近成熟, 预计 19-20 年毛利率仍处于下降区间, 21 年或企稳回升。相较于 OEM 市场, EU 市场对下游需求进行针对性的研发, 方案的附加值水平较高, 因解决方案带动了相关低毛利产品销售, 导致汇川通用自动化业务毛利率下降。从产品结构看, 汇川现有通用自动化解决方案已经相对成熟, 除电梯自动化业务外, 低毛利产品占比趋于稳定, 我们认为未来规模优势有望提振毛利率上涨。自动化是工业企业发展的方向, 潜力释放节奏主要受国内宏观环境影响。19 年宏观环境承压, 叠加贸易摩擦带来不确定性拖累自动化升级需求, 19 年通用自动化板块毛利率仍有下降压力。我们认为行业迈向自动化趋势不变, 人工成本提升将持续释放自动化改造需求, 20-21 年除电梯以外通用自动化业务或将回升。

拟收购贝思特提升一体化水平, 低毛利业务并表影响将在 19-20 年释放, 预计 21 年毛利率将会企稳回升。公司于 19 年 4 月计划收购全部贝思特股份, 完善电梯业务版图。贝思特作为专业生产电梯人机界面和门系统的厂商, 业务布局和下游客户均可以和现有电梯业务实现互补。贝思特的毛利率水平较低, 2018 年毛利率为 24.75%, 低于汇川变频器类业务 45.05% 的毛利率, 贝思特 19 年下半年开始并表, 我们认为受并表节奏影响, 19-20 年毛利率将持续下降。2021 年之后存量电梯改造需求提升叠加产品升级, 我们认为电梯一体化业务毛利率将会企稳回升。

新能源车电控业务毛利率低于通用自动化板块, 动力总成毛利率较低。汇川以宇通客车切入新能源汽车市场, 16 年以前毛利率较为稳定。受 16 年补贴退坡影响, 新能源汽车业务毛利率自 16 年起下滑明显。公司布局新能源乘用车市场, 以动力总成业务切入市场。乘用车市场竞争更为激烈, 其电控业务毛利率低于客车, 19-20 年随着乘用车电控占比增加, 新能源业务毛利率处于下降区间。从国内同行业公司看, 18 年英威腾电机类产品和麦格米特新能源产品(主要为电控)的毛利为 28.48% 和 35.7%, 均低于通用变频器业务毛利。新能源车总成系统将电机电控和减速器等装置合为一体, 在系统优化方面优势明显, 是未来新能源车电力系统发展趋势。新能源车动力系统采用“原材料 bom 成本+加工费”模式, 因动力总成加入了连接器和减速器等低毛利产品, 我们认为动力总成业务的毛利率或低于电机电控产品。参考当前推出总成系统的麦格米特, 19H1 新能源产品毛利率为 23.35%, 考虑到汇川国际认证稳步推进, 动力总成业务锚定海外龙头厂商, 我们预计 21 年以后新能源汽车业务毛利率维持在 25% 左右。

通用自动化和新能源车市场空间较大, 公司长期的毛利率取决于两项业务占比。通用自动化和新能源车分别契合着国内制造业转型升级和电动汽车弯道超车两大趋势, 市场空间广阔。我们认为 20 年消化贝思特并表影响后, 通用自动化业务到达毛利率低点, 约为 38-39%。21 年以后随着机器人业务放量叠加经济好转, 我们认为 23-25 年通用自动化业务毛利率将会升至 40% 水平。新能源汽车业务在 20-21 年总成产品逐步放量后, 毛利率将维持在 25% 水平。汇川长期毛利率水平取决于两项业务占比, 公司于 2018 年提出智能制造和新

能源车“双王战略”，目标在2023年新能源车业务贡献一半的收入，我们认为当前看23年新能源车业务贡献一半收入的可能性较低，我们在23年新能源车业务占比35%，2025年新能源车营收占比50%的假设下，预计毛利率将于25年达到低点，维持在32.5%水平。

图表33：公司毛利率水平估算

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2023E	2025E
通用自动化业务收入占比	77%	81%	86%	86%	85%	79%	65%	50%
通用自动化业务毛利率	49.1%	47.0%	43.5%	40.2%	38.8%	39.4%	39.6%	40.0%
新能源车收入占比	23%	19%	14%	14%	15%	21%	35%	50%
新能源车业务毛利率	48.0%	37.6%	30.0%	28.0%	27.5%	25.0%	25.0%	25.0%
综合毛利率	48.9%	45.2%	41.6%	38.6%	37.2%	37.2%	34.5%	32.5%

注：表中通用自动化业务包含变频器类、运动控制器类、可编程逻辑控制器、传感器、轨交和机器人等业务。

注：本表中新能源车业务为去除了轨道交通业务口径。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

单一市场发展空间有限，市场拓展重要性高于毛利率。变频器、伺服和PLC属于工业自动化领域核心产品，技术门槛相对较高，毛利率远高于解决方案搭配的其他器件。公司以解决方案的形式进入相关增量市场，带动盈利水平持续提升。在此业务模式下，我们认为公司的利润水平为核心关注点，重要性远高于毛利率。

图表34：汇川子公司情况

名称	时间	主要目的
香港汇川	2011.04	1、关键器件的采购与产品销售平台（意大利、印度）；2、吸引国际人才的平台（欧洲研发中心）；3、对外投资的平台
长春汇通	2011.04	并购目的集中于汇通的编码器，伺服等器件的核心关键技术
江苏汇程	2012.03	同江苏微特利合资，生产高端电机；可以参考当年的合资协议，汇川的谈判和商业把控力度，后来的电机起来了
上海默贝特	2013.03	电梯控制+电气部分的大配套
南京睿瞻	2013.08	南京大学教授合作开发机器视觉
宁波伊士通	2013.09	切入注塑机伺服领域，后来实现了大爆发
苏州汇川电子	2014.06	为公司其他业务提供生产制造和代工，生产中心的集中管理，架构改革的开始
江苏经纬	2015.06	斯柯达的轨道交通牵引系统，汇川2017年开始逐步切入国内市场是大概率事件
晶瑞中欧	2016.02	公司参与设立的产业并购基金；新能源汽车、工业产业化、精密仪器及关键零部件
深圳沃尔曼	2016.07	精密轴承
上海莱恩	2016.06	精密机床，三轴滚珠丝杠
苏州汇川联合动力	2016.09	从新能源汽车电控向动力总成和乘用车市场扩张
松山湖研发中心	2016.10	研发整合，进军机器人领域，研发中心的设立，技术共享
东莞汇川	2017.03	工业机器人及零部件、新能源汽车及零部件、自动化装备、机电产品；提升研发能力，促进公司的长期可持续发展。
南京磁之汇	2017.04	引进磁悬浮高速电机技术及研发能力，提高技术储备实力；完善公司产品方案，进一步提高公司的市场品牌度以及竞争力。
泰达机器人	2017	联营企业；机器人及自动化相关周边设备的研发、设计、系统集成、销售
思尔特	2018	联营企业；机器人系统、智能装备的设计、研发、制造、销售。
新亮智能	2018	联营企业；电子元器件、集成电路、光电产品、半导体、太阳能产品、光机电一体化产品的研发、销售智能装备
创联电气	2018	联营企业；工程传动变频器、电气设备及配件；电气设备系统集成；
苏州汇川控制	2018	将公司部分产品研发与生产销售进行分离，便于公司产品各生命周期统筹规划。
收购贝思特	2019	完善电梯业务版图，带动一体机销售。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

工控下游行业：看传统行业的新变化，看新行业的大未来

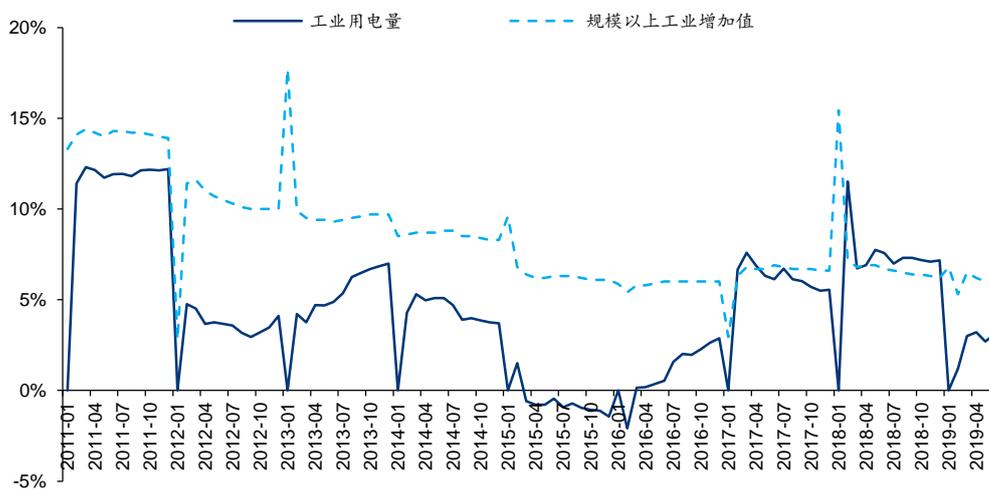
变频器和伺服等产品是工控公司的核心竞争力，产品与下游行业发展相结合，带动公司产品进口替代进程。工控领域下游行业众多，我们按照业务规模和发展前景两个维度，挑选电梯、纺织和机器人三个代表性行业，探究下游行业发展前景。公司自成立以来就成立了贝默克电梯事业部，抓住了房地产快速发展的机遇，截至2019H1，电梯业务营收6.2亿（占总营收的22.8%）。纺织是国内自动化升级的典型行业，人力成本提升挤压行业生存空间，汇川贴近行业需求，以智能制造带动传统行业发展。机器人行业集成了伺服、变频器和视觉控制等产品，是未来下游制造业升级的新兴方向，汇川以3C和锂电应用为导向，“面粉+工艺”完善业务版图。纺织和机器人业务为传统和新兴行业的典型代表，当前尚未披露细分业务收入，管中窥豹，可见一斑，我们认为能够借此探究下游行业新变化。

整体：短期下游需求承压，力争持续稳健成长

工控下游需求与工业景气度紧密相关。用电量是工业企业开工和生产的重要指标，与当前工业的运营情况息息相关，是反应生产活动的同步指标，回顾2015年至今，以月度观察，工业用电量与工业企业利润的变化趋势高度一致。在短期维度下，产能相对刚性，工业用电量增加代表产能利用率提升，利润增加且利润的弹性更大。

工业用电量低位徘徊，工业企业增加值环比改善。2019H1工业用电量、工业企业增加值同比增速分别为3.1%和6.0%，增速同比下降4.5pct和0.7pct，工业发展仍存压力。从工业运营情况看，6月份工业企业的增加值增速为6.3%，增速较5月份提升1.3pct，环比有所改善。工业整体承压阶段，我们认为结构提升的重要性高于绝对量的提升。工业增加值回升提振工业利润，增强企业资本开支的能力，带动企业以工业自动化实现生产效率的提升及产品结构升级。

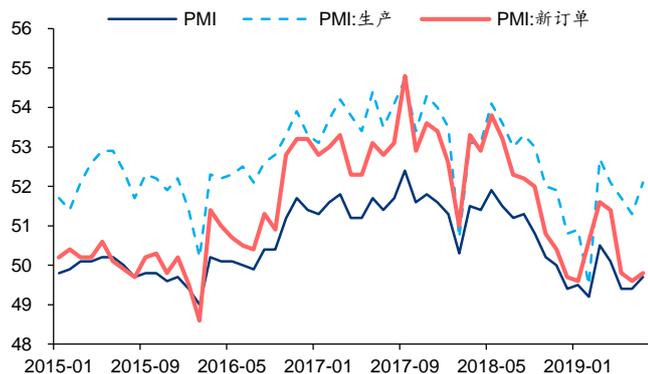
图表35：2012-2019H1工业用电量和工业增加值累计同比增速情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

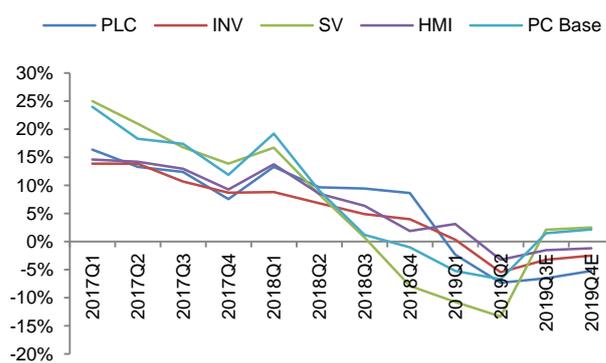
PMI 仍处于阶段性低位，后期仍有不确定性。PMI 与工控行业增长存在高度的相关性，从 PMI 指标来看，2018 年 8 月 PMI 开始回落，2019 年 2 月跌至最低 49.2%，PMI 在 3 月回升后，仍于 5-6 月份回探至 49.4% 水平，7 月份 PMI 指数有所回暖，提升至 49.7% 水平。PMI 持续低位与经济下行压力一致，我们认为受经济周期和中美贸易摩擦影响，后续 PMI 或仍有波动。

图表36: PMI 增长情况



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表37: 工控核心产品分季度市场规模增长率变化情况



资料来源: 睿工业, 华泰证券研究所

下游细分行业表现分化, 电梯、包装等产品表现较好。根据国家统计局披露的产量数据, 从总量上看, 上半年工控相关行业中, 移动通信基站设备、电梯和新能源车等产品增长较快, 而金属冶炼设备、金属切削机床产量大幅下降。从边际变化上看, 我们以上半年同比增速和一季度同比增速看, 动车组、包装设备和电梯等子行业呈现回暖迹象。

图表38: 2019年上半年主要工业品产量同比增速

下游市场	2019年3月	2019年3-6月	增速变动
动车组	-35.1%	-12.0%	23.1pct
包装专用设备	21.9%	37.8%	15.9pct
电梯、自动扶梯及升降机	21.4%	35.7%	14.3pct
工业锅炉	-7.9%	3.1%	11.0pct
家用洗衣机	0.4%	11.0%	10.6pct
智能手机	-8.5%	-2.4%	6.0pct
电工仪器仪表	22.9%	28.6%	5.7pct
集成电路	-7.5%	-2.1%	5.3pct
发电设备	-22.8%	-21.0%	1.8pct
家用电冰箱	1.3%	2.8%	1.4pct
工业机器人	-2.4%	-2.5%	-0.1pct
复印机械	-2.8%	-4.8%	-2.0pct
水泥专用设备	-25.0%	-28.3%	-3.4pct
电动手提式工具	7.9%	2.8%	-5.0pct
太阳能电池(光伏电池)	22.0%	16.4%	-5.6pct
移动通信基站设备	112.0%	105.9%	-6.1pct
交流电动机	11.6%	4.1%	-7.5pct
民用钢质船舶	10.3%	1.6%	-8.7pct
发动机	0.4%	-8.8%	-9.2pct
饲料加工机械	-30.2%	-40.7%	-10.5pct
汽车	-4.3%	-14.8%	-10.5pct
空调	19.2%	8.6%	-10.6pct
新能源汽车	39.7%	28.2%	-11.5pct
金属切削机床	0.0%	-18.5%	-18.5pct
金属冶炼设备	22.1%	-4.0%	-26.1pct
程控交换机	18.2%	-8.1%	-26.3pct
铁路机车	58.7%	1.4%	-57.4pct

注: 因统计局每年自3月份披露产量数据, 因各类工业品单位差距较大, 我们采用同比增速口径来衡量行业景气程度。

资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

行业线与区域线并重，汇川超行业增速稳健成长。工控市场与经济周期强相关，行业的波动性较大。汇川技术以变频器为核心，针对下游市场需求不断拓展产品应用，在宏观经济及外部环境不断变化下，依托自身在工控领域的积累，实现稳健增长。汇川技术15-18年营业收入的年化复合增长率为28.46%，净利润的年化复合增长率为13.18%，均高于工业增加值增速。从总量上看，短期经济承压叠加贸易摩擦因素，我们认为工控整体市场仍有增长压力。从结构上看，工业自动化升级的趋势不变，智能制造将会带来新的工控市场需求，行业的马太效应或将进一步强化，拥有技术优势和完善解决方案的厂商有望逆势增长。

中流砥柱：收购贝思特补全版图，电梯迈向新台阶

电梯行业进入平台发展期，进入外资供应链推动业务增长。电梯作为房屋重要的配套设施，市场受房地产市场影响较大，随着我国房地产市场的调整，电梯行业自2010年增速下滑，2015年增速降至10%以内。行业规模增速下降加剧电梯行业内部竞争，整体盈利水平下降。公司通过进入外资电梯企业供应链，产品竞争力不断提升，我们认为下游客户多元化将会促使公司业务获得进一步增长，与国内房地产投资相关性下降。

图表39：中国电梯产量及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

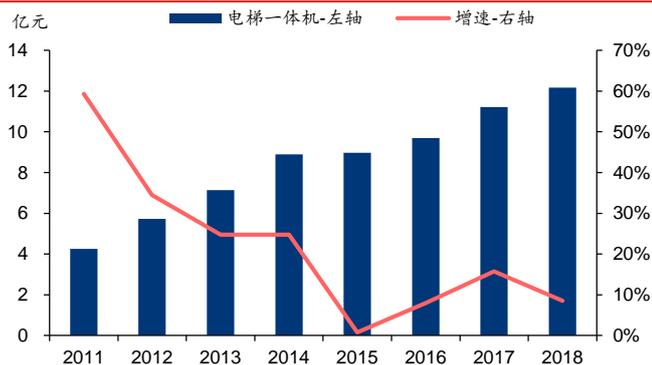
图表40：中国房地产开发投资金额及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

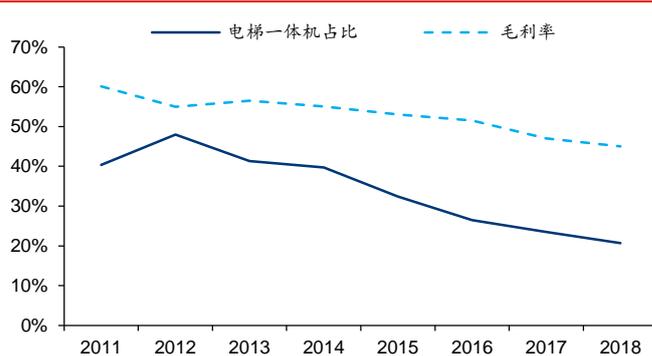
固本开源，紧抓印度等新兴市场发展机遇。电梯一体机产品紧抓中国房地产的黄金发展期，该业务营业收入从2012年的5.72亿元增长到2018年的12.16亿元，年化复合增长率为14%，高于2012-2018年中国电梯产量5.8%的年化复合增长率。在国内房地产开发投资放缓的背景下，海外市场是公司电梯业务稳定增长的重要推动力。目前已经进入通力、讯达、蒂森克虏伯的供应链，实现了批量销售，我们看好未来将稳步提升。公司自2012年进入印度市场，依靠公司领先的工业自动化产品和一体化的解决方案，汇川技术在印度市场建立起较高的品牌知名度。根据公司官网数据，截至2018年10月，汇川技术旗下默纳克品牌在印度电梯市场占有率排名前列，市场份额高达30%，已向印度市场输送超过2万台电梯变频器及一体化控制器。汇川凭借多年的技术积累，海外合作与自主运营双管齐下，逐步向海外市场渗透，海外品牌认可度大幅提升。

图表41: 电梯一体机收入及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表42: 电梯一体机收入占比及毛利率

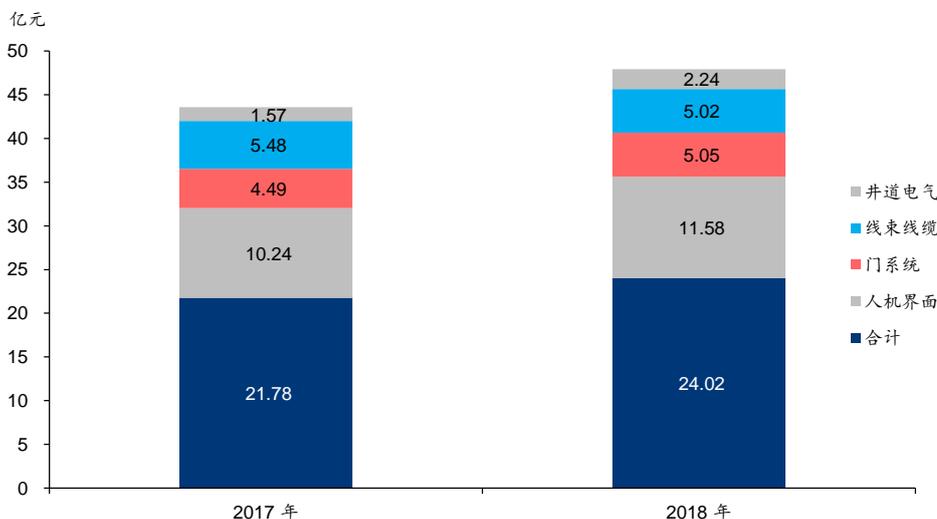


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

计划收购全部贝思特股权, 强化协同效应。汇川于2019年4月计划购买贝思特全部股权, 其中通过现金购买的51%的股权已于7月12日完成过户, 汇川将通过发行股份的方式购买剩下49%的贝思特股权。贝思特是国内一家专注于电子和结构结合类的电梯配件的行业领先企业, 成立于2003年, 主要产品为人机界面、门系统、线缆、井道电气及其他电梯零部件等。其中, 公司人机界面产品处于行业领先地位。

汇川技术现有电梯业务专于电梯控制器, 而贝思特2018年人机界面和门系统营收分别24.02亿和11.58亿元, 两项业务共占当年公司总收入的69.2%, 与汇川优势互补。在建设工期以及器件适配的压力下, 电梯行业向一体化发展。我们认为公司以收购的方式拓展电梯产业链, 加快电梯一体化业务的进程。

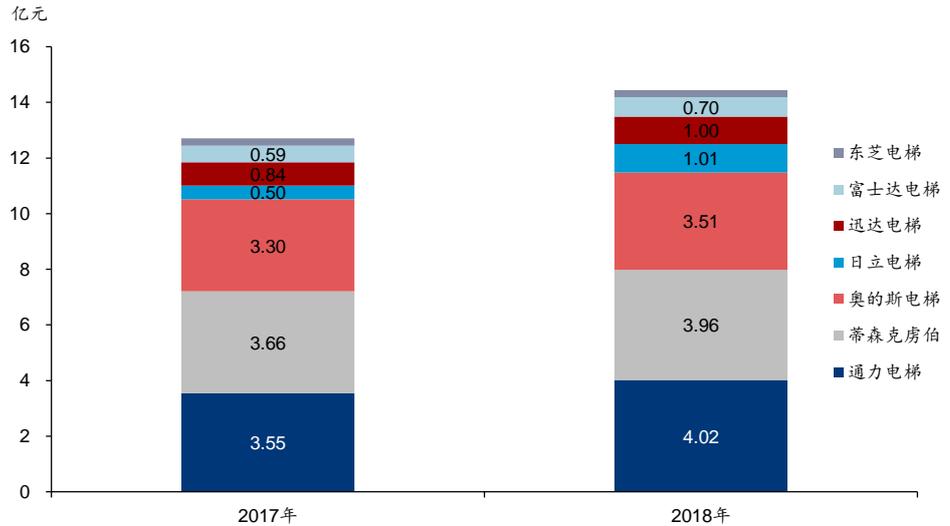
图表43: 贝思特以人机界面和门系统为主



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

客户资源互补, 推动公司国际化业务。从市场分布看, 贝特斯主要面向欧美日市场, 而汇川现有国际客户主要面向越南印度等东南亚国家, 两者客户的协同效应明显。从具体客户上看, 贝特斯2018年前三大客户为通力、蒂森克虏伯、奥的斯等大型电梯制造商。一体化趋势提高电梯厂商门槛, 大型电梯厂商和系统化的电梯器件商有望直接受益。汇川的核心产品在控制器, 贝斯特产品诸如人机交互系统、门机系统、电线电缆等, 是对汇川产品线的深度补充和完善。汇川电梯业务目前以国内客户为主, 正积极拓展跨国公司客户, 此次收购有望加速汇川在海外大客户方面的突破。

图表44: 贝恩斯下游客户为海外大型电梯厂

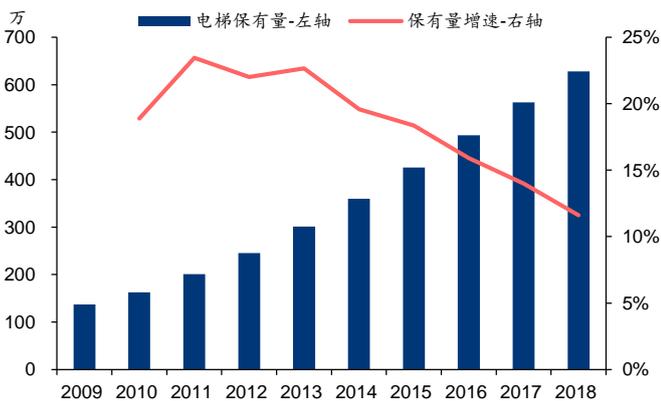


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

电梯新安装量增速下降, 电梯向存量市场迈进。电梯新安装量主要由新建房屋和存量建筑加装电梯两部分组成, 受经济增长放缓和房地产调控影响, 电梯保有量增速自2013年起逐年下降, 新安装数量也自2018年起出现了下滑, 存量建筑加装电梯或将成为保有量持续提升的动力。政治局会议强调实施城镇老旧小区改造等补短板民生工程, 根据国家统计局和住建部的数据, 1980-2000年中国新增小区住宅建筑面积为80.4亿平, 70%以上城镇老年人口居住的老旧楼房无电梯, 老旧小区加装电梯市场仍有较大空间。

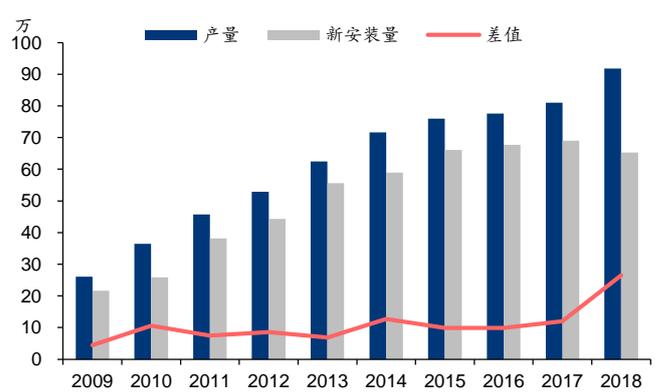
电梯的平均设计寿命为15年, 超过设计寿命后电梯的维护成本显著提升, 2004年我国电梯保有量为52.73万台, 存量电梯改造市场规模较大。存量电梯改造增加对施工效率和一体化方案的要求, 具有全产业链布局的电梯设备厂商或将占优。本次收购将大幅提升公司电梯电气整体解决方案能力。受城镇化进程加快、电梯配比率提升、旧楼加装、旧梯改造、海外出口等因素拉动, 尤其是目前我国电梯保有量已超过600万台, 未来电梯改造、维保市场需求潜力较大, 电梯整机及零部件市场均有着十分广阔的发展空间。

图表45: 我国电梯保有量增速逐渐下降



资料来源: 中国质检总局, 华泰证券研究所

图表46: 国内电梯产量与新安装的差值逐年增加



注: 新安装量为当年电梯保有量增加值。

注: 差值为产量-新安装量。

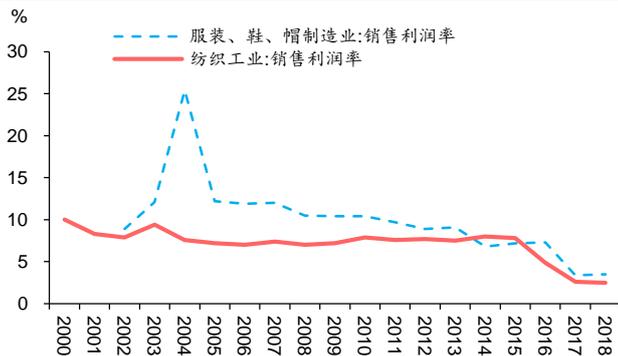
资料来源: 电梯业协会, 中国质检总局, 华泰证券研究所

与贝思特的联合将打开电梯业务新的宏图。根据汇川官网披露，截至2017年底，默纳克高速电梯控制器系统在国内存量高速电梯试验塔中占比达到**75%**以上，整体电梯控制系统国内市占率约为**35%-40%**，或已接近市占率天花板，与贝思特的联合将助力汇川电梯业务打开海外市场空间。同时，电梯受益房地产竣工周期，今年增速可能好于预期。从收购进展看，以现金支付的**51%**贝思特股权已于**19年7月**完成过户且开始并表，后续**49%**股权以发行股份方式购买，已于**9月10日**获得证监会无条件通过，我们预计将于**20年**实现完全并表。公司收购贝思特之后，我们预计**19年**电梯业务收入占比约**35%**，利润占比约**25%**，预计今年电梯业务整体增长为**10%**。

老树新花：人口红利逐步消失，自动化提振纺织韧性

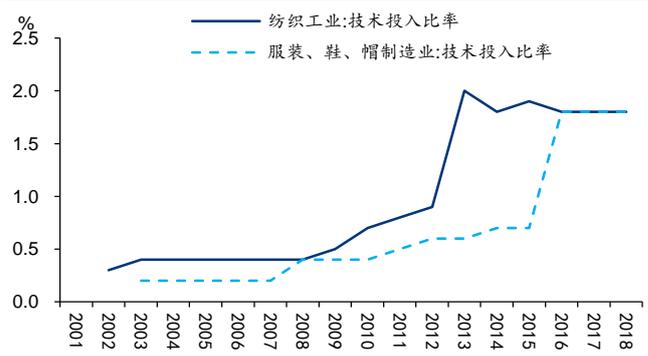
工艺电子化、装备智能化的推进者。只有扎根行业，才能形成有竞争力的解决方案。汇川技术深耕行业十余年，熟悉纺织工艺需求，为纺织工业全流程用户提供定制化、一体化工艺解决方案，实现用户成本缩减，品质、效率的持续提升。纺织行业成本敏感性高，人工成本上行压缩利润空间。从上游盈利能力来看，近十年来，国内纺织服装行业整体利润率不断压低，倒逼行业通过提升机械化程度提升效率。纺织行业呈现出由劳动密集型向资本密集型转变的趋势，技术投入不断增加，根据国家统计局数据，纺织服装行业技术投入比率从2002年的不足**0.4%**提升到2018年的**1.8%**左右。

图表47： 纺织行业盈利能力不断压缩



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

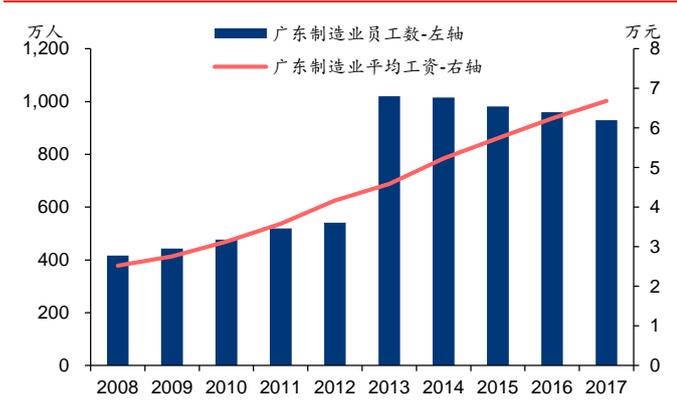
图表48： 纺织行业技术投入率不断提升



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

制造业工资上涨推高成本压力，可支配收入提升助力消费升级。我们认为纺织行业自动化进程主要与消费升级和人工成本提升有关，两者共同带动纺织行业从劳动密集型向技术密集型转变。消费升级增加对纺织服装业生产精度的要求，推动企业采用自动化生产。从人力成本看，以广东省为例，省内制造业员工数量自**2013年**以来逐年下降，劳动力供给下降明显。制造业工资逐年上升，在改善一线员工福利的同时，也推高了企业的用工成本。纺织服装企业面临产业升级和产业转移两个方向的选择，部分纺织企业为寻求低人工成本，向东南亚等地区转移。我国城镇居民人均可支配收入自**2014年**以来保持**8%**左右的增长，消费升级提升服装品控的质量要求，推动行业向自动化和智能化发展。

图表49：广东省劳动力成本逐年攀升



注：国家统计局只披露截至2017年的制造业平均工资。

资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表50：我国城镇居民人均可支配收入稳步增长



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

结合技术和专家双重优势，工控龙头向纺织业进发。基于汇川在HMI、PLC、变频器、伺服等标准工业自动化产品领域的扎实基础，汇川于2011年进入纺织服装行业。公司结合浙江大学机械设计研究所多年的织造工艺研究成果，成立杭州汇坤控制技术有限公司，协同汇川通用纺织拓展团队，专门负责纺织专机事业。汇川一直以公司优势技术和细分行业专家团队的组合形式，拓展下游细分业务领域。管中窥豹，可见一斑，我们认为这也是汇川能够多次拓展其他行业的重要原因。

把握技术升级需求，打造中国纺机自动化替代领导品牌。当前中国人口红利逐渐变为工程师红利，随着一线制造业员工数量下降，中国纺织业的优势程度逐渐减弱。许多纺织企业为实现减少用工、提高效率、稳定质量的目标，已经开始积极采用自动化、连续化、智能化的纺织机械。中国纺机企业转型升级趋势下，未来将需要更多的专用自动化产品和解决方案来对纺织工艺和机械进行升级。面对国外高端机械制造商的竞争，汇川能够迅速准确地捕捉中国纺织企业转型升级的个性化需求，并联合OEM纺机设备制造商为终端市场用户量身打造所需产品及解决方案，打破外国设备垄断格局。

图表51：智能纺织转型之路



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

深挖产品需求，大终端模式打造产品竞争力。汇川技术坚持开发新产品的产业价值，在纺织业务整体上采用“大终端”的模式，从用户需求出发，研制出满足和引领市场需求的产品。公司新研发的产品首先是通过改造等方式传达到终端用户去验证，让终端的实际使用者提工艺需求，从而研发持续改进。通过与纺织厂直接沟通，获知终端市场的真正需求，帮助终端用户进行低成本改造。相比于海外工控厂商只提供如 HMI、变频器、伺服、PLC 等通用自动化产品，汇川贴近客户的优势能够促使其在纺织行业自动化改造中获取更多的市场份额。

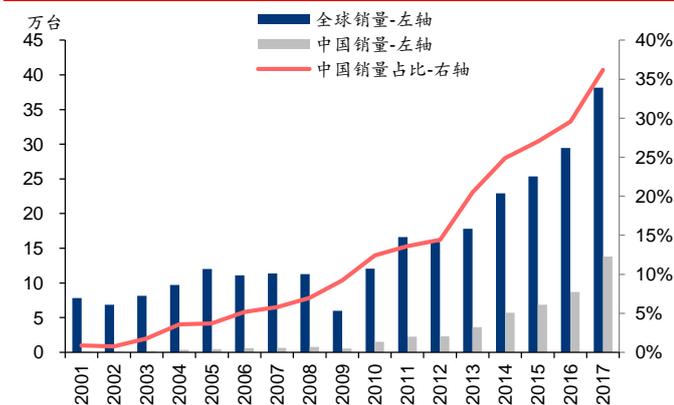
从海外纺织行业公司发展历程看，行业都会在人力成本低的时期分散发展，人力成本提升倒逼行业采用机器化生产，资本壁垒带动集中度迅速提升。美国的胜家、德国杜克普、日本兄弟、重机等海外纺织龙头均在劳动力成本上升后得到了快速发展。当前国内的纺织业正处于人工向机械制造、智能制造转型的过程中，机械化水平正是企业市占率提升的关键。汇川技术深耕纺织行业，已形成长丝织造、棉纺等为代表的全自动化解决方案及快速、本土化的技术支持和研发服务，将持续推进纺织产业的转型升级。

鹰隼试翼：机器人推动智能制造，带动中国产业升级

重塑制造业竞争优势，工业机器人需求量稳步提升。工业机器人是面向工业领域的多关节机械手或机械装置，相比于传统的车床和生产线，它能自动执行工作，显著提高生产的自动化水平。从需求端看，随着国内制造业升级，工业机器人的普及程度日益提升。根据国际机器人联合会披露，2017 年国内市场约占全球市场份额的三分之一，中国是全球第一大工业机器人应用市场。

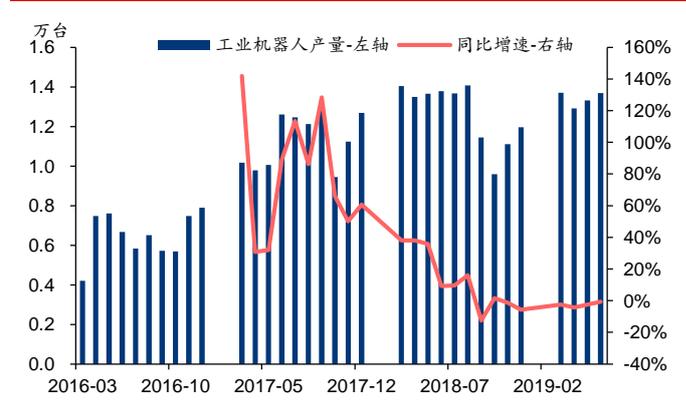
厚积薄发，国内优质机器人替代空间广阔。发那科、ABB 安川、库卡为代表的“四大家族”，在工业机器人领域布局较早，技术和客户优势明显。公司作为本土工控厂商风向标，2012 年，IS620 系列伺服产品成功推出；2014 年，EtherCAT 总线技术成熟；2015 年 IMR100 系列机器人控制器产品推向市场。汇川的工业机器人仍然立足于客户需求，深入场景设计。与此同时，机器人业务的开展离不开相关控制系统、伺服系统、减速器、工业视觉系统等核心部件的支撑，公司于 18 年下半年先后推出 IRS100 系列倒装 SCARA 机器人及 IRS300 系列六关节机器人，在“搬、贴、点、锁、磨、涂、检”等工艺领域持续打磨产品，帮助自动化产线柔性生产。

图表 52：国内工业机器人销量占比逐年增加



资料来源：国际机器人联合会，华泰证券研究所

图表 53：国产工业机器人增速有所下降



“面粉+工艺”，做技术供应商。机器人的发展离不开专用控制系统、伺服系统、视觉系统、高精密丝杠、减速器等核心部件的支撑。汇川凝聚自身在控制领域的优势，从驱动、电机、软件等产品方面出发，为机器人提供核心零部件和技术指导。通过引入行业领先的标准或技术的方式，提升产品技术指标。以高精密丝杠为例，汇川并入的机器人子公司莱恩作为行业内领先的工业机器人公司，丝杠技术源自日本 NTN 公司；此外，汇川通过 EtherCAT 总线技术实现控制设备之间的互联互通；南京汇川专注于工业视觉技术研发和产品制造，为机器人装上了“眼睛”。

图表54： 汇川机器人沿袭“面粉+工艺”战略

项目	优势
总线技术	欧系设计理念，独特的 EtherCAT 设计方案，支持 16 轴插补具有随动、软浮功能。
视觉工业	南京大学研发班底，依托在关键视觉处理算法和软件系统，专注于高端视觉工业技术。
伺服系统	汇川伺服系统 5 年销售 15 万颗，广泛用于锂电池，手机制作，触摸屏，LED 等行业的和新工艺设备。
滚珠丝杠	上海莱恩，现汇川子公司，技术来自日本 NTN（前身 NTN 子公司），专注于高精密滚珠丝杠。
谐波减速机	日本哈默纳卡谐波减速机。汇川战略合作伙伴，全球占比 40%，核心部件第一品牌。
编码器	23 位多圈绝对值编码器。一圈 800 万脉冲，65536 圈，定位精度达 20 角秒。高刚性，低震动。
运转速率	德国信通通讯标准，工业 4.0 国标总线，100M 速率，全双工，单轴 1us 延时，0.1ms 可以刷新 100 个轴。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

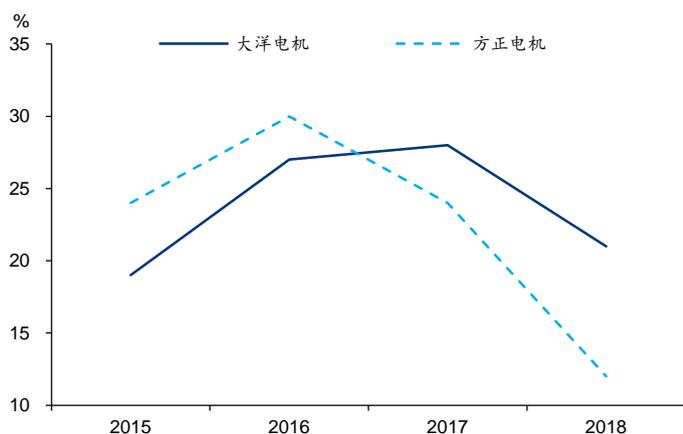
站稳根基，厚积薄发，目标成为中国最大的机器人公司。相较于其他从事工业机器人的企业，汇川善于把握技术变革过程中的市场机会，拥有布局工业机器人的先天优势。从具体路径上看，汇川的工业机器人密切关注下游行业以机器替代人力的需求，以 3kg（机器人负载重量）以下级别导入市场。该级别机器人使用场景为电子装备、3C、锂电设备等领域，下游产品附加值高。在可靠性的前提下，高效率完成生产高加工精度产品。我们认为，汇川结合产品核心技术和行业应用技术上的优势，“面粉+工艺”策略结合“一轴一网一生态”的战略布局，工业机器人有望厚积薄发，实现腾飞。

新能源车：高举高打，新能源车电控有望“再造”一个汇川

补贴退坡加速行业洗牌，成本控制、品质升级重塑行业格局

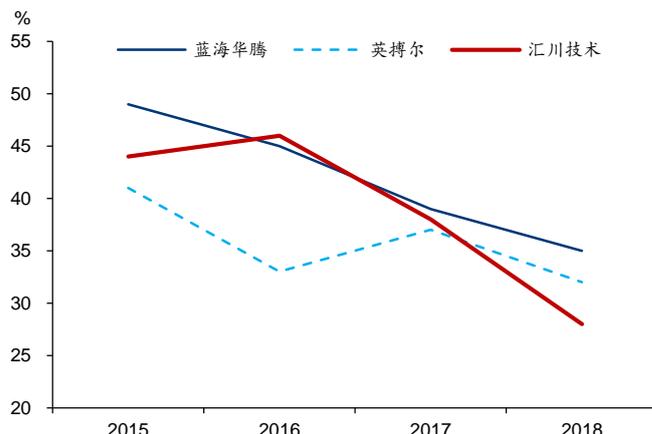
新能源车电机、电控毛利率大幅下滑，补贴退坡加速行业洗牌。新能源汽车销量在逐年增长的同时，行业逐步迈向去补贴时代。受补贴退出、竞争加剧等影响，电机、电控企业2018年毛利率显著下滑。行业洗牌加速，成本管控、品质升级成为影响企业生存的重要因素。从电机电控性能看，续航里程增加和成本管控需求促使电机电控行业向一体化动力总成系统迈进，龙头企业的技术竞争将更趋激烈。我们认为拥有强技术积累和成本控制能力的企业有望脱颖而出。

图表55：电机供应商毛利水平



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表56：电控供应商毛利水平



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

电控市场群雄逐鹿。目前，新能源汽车电机电控市场的主要参与者大致可以分为四类：第一类是传统工控巨头企业，如西门子、日立、ABB、三菱等；第二类是专业汽车零部件供应商，如博世、大陆电子、麦格纳、法雷奥、日本电装等；第三类是专业的电机电控制造商与传统电机、变频器生产商，如上海电驱动、上海大郡、汇川、英威腾等（以上三类均属于第三方企业）；第四类是具备自产能力或关联供应链的传统整车企业，如比亚迪、特斯拉、上汽、日产、丰田等。

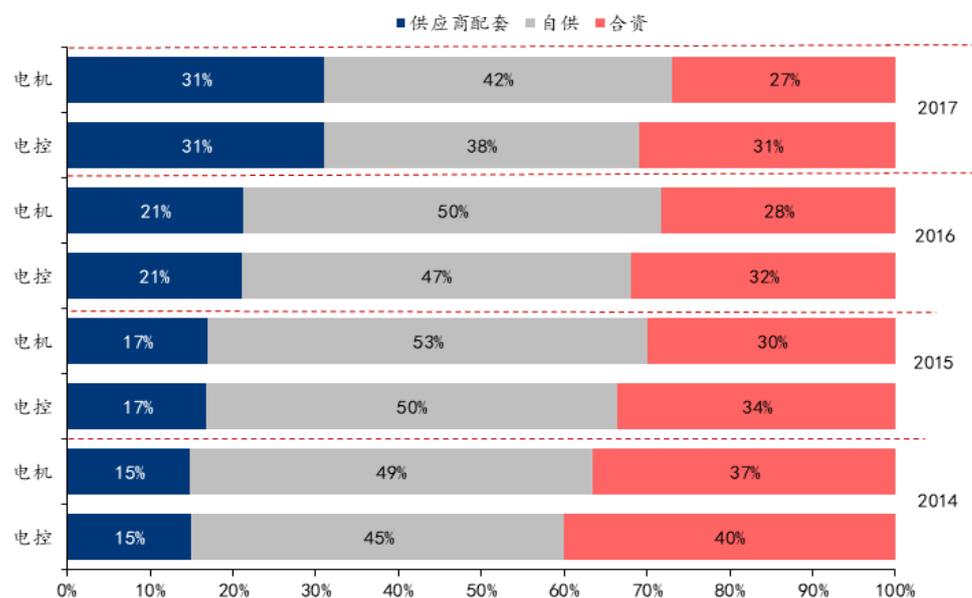
图表57：新能源汽车电控市场竞争格局

	公司	固定合作商	优缺点
工控企业	西门子	无定点，退出与法雷奥合资的公司，现与北汽合资	优点：在电机控制和电力电子技术上有很深的技术积累
	ABB	无定点，仅布局充电桩产品	缺点：初期不重视新能源汽车业务，布局较晚。
	日立	与本田成立合资公司生产电机	
汽车零部件公司	三菱电机	无定点，三菱汽车自行研发电控电机	
	博世	标志、菲亚特、大众	优点：以博世为代表的供应商 2010 年左右提出电控系统集成化，非常熟悉汽车零部件的开发流程，在新能源电控领域优势相对突出。
	大陆	奥迪、雷诺	状况：博世、大陆、麦格纳有相对竞争优势，而法雷奥、德尔福、电装等研发进度较慢，与汇川相比优势在于相对成熟的开发流程。
	麦格纳	沃尔沃、福特	
	法雷奥	无定点	
	日本电装	与马自达、丰田成立合资公司，丰田持股 90%，电装持股仅 5%	
整车厂	特斯拉	新能源汽车行业先行者，起步阶段全内部化的电控产品无法外销，因此产品成本	
	比亚迪	球基本上没有配套供应商，核心部件很难降下来，对车企竞争力提高帮助不大	
	上汽	只能自己研发，自主供应电控系统。	
	日产	典型封闭供应的传统日系整车厂，供	
	丰田	应链基本内部化	
内资企业	汇川技术	一般配套客车或物流车，A 级以上乘用车较少	
	上海电驱动		
	精进电动		
	上海大郡		
	英威腾		
	蓝海华腾		

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

规模效应叠加集成度提升，外采模式优势逐渐显现。从量上看，新能源车电机电控以自供（自己生产，典型如比亚迪）+合资（车企与第三方供应商合作模式，典型如联电）为主，第三方独立供应商配套占比逐年增加。新能源车在发展初期仍有较大的不确定性，进入该领域的第三方供应商有限，新能源车厂在保障供应链和控制质量的双重因素驱动下，大多采用车厂自建与合资的方式布局电机、电控。随着新能源汽车动力系统集成度不断提升，系统供应商将逐步取代原有的电机、电控、减速器等部件供应商。配套合资厂商能够集中进行产品研发，生产的规模效应明显。在成本控制和品质升级双重考虑下，整车厂由自建+合资的布局模式逐步转向合资+外采。

图表58：供应商配套占比逐年增加

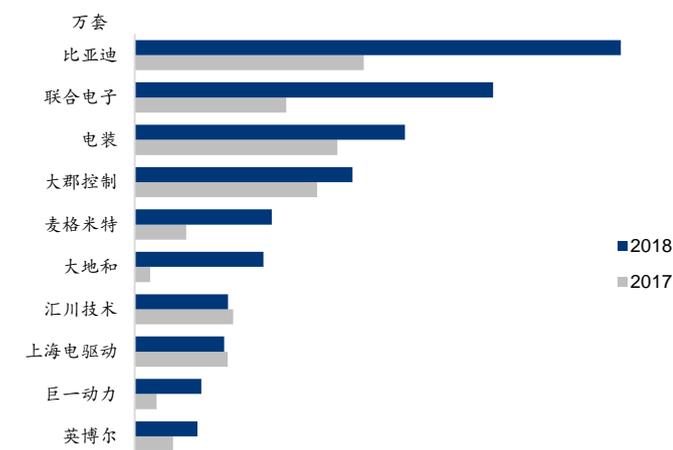


注：因合格证数据中部分合资车辆标记为车企自供，为保证披露口径一致可比，本表选取 NE 时代电机电控占比数据，当前数据只披露至 2017 年。

资料来源：NE 时代，华泰证券研究所

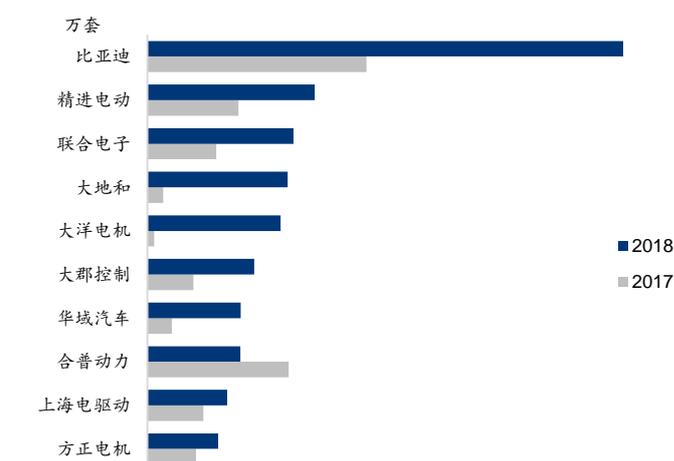
比亚迪电机电控占比排前，国内厂商配套数量有所提升。根据 NE 时代统计，比亚迪 2018 年在电控和电机的出货量分别为 22.83 和 22.43 万套，出货量居于首位。电机领域 18 年市场前五公司出货量为 50.24 万套，除比亚迪外均为国内第三方供应商，国产电机的技术水平已能够满足下游需求。从电控市场看，18 年市场前五公司出货量为 69.04 万套，市场集中度高于电机市场，技术门槛较高。汇川技术当前主要供给宇通客车，18 年电控出货量居于第七位，根据合格证披露，19H1 在乘用车领域已经供应威马汽车，乘用车电控初步放量。

图表59： 2017-2018 年国内电控厂商配套情况



资料来源：NE 时代，华泰证券研究所

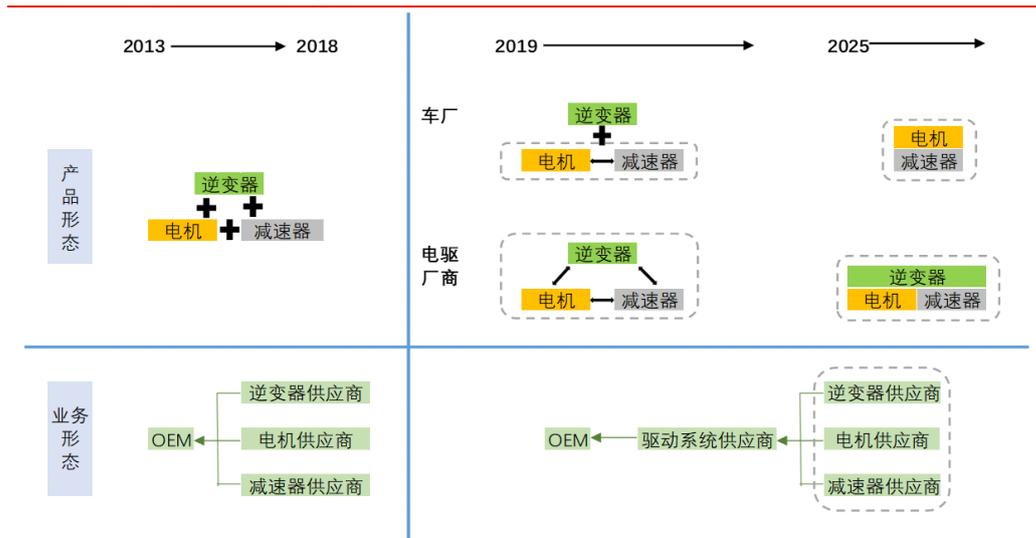
图表60： 2017-2018 年国内电机厂商配套情况



资料来源：NE 时代，华泰证券研究所

电机电控产品技术日趋成熟，乘用车领域“电机+电控+减速箱”三合一电驱桥趋势明确。新能源整车厂由“自建+合资”的布局模式逐步转向“外采+合资”的模式转变。一方面，积极布局最有利于“降本提质”的产业链合作模式，另一方面把握成本管控和关键技术的话语权，牢牢抓住与智能驾驶相关的集成技术，布局模式上更加多元化和轻资产化。

图表61： 集成化和外采为行业趋势



资料来源：NE 时代，华泰证券研究所

新能源客车优势显现，物流车市占率持续提升

初期与宇通紧密合作，迅速做大做强新能源客车电控。公司2008年便开始进行电机控制器的研发，2011年推出新能源汽车电机控制器。根据公司官网披露，汇川技术积极把握新能源车发展的契机，2018年定下了智能制造与新能源车的“双王”战略，力争2023年新能源汽车产品销售额达到公司营收一半的比例。公司依托在电力电子领域持续积淀的优势，纵向拓展，目前新能源汽车产品主要集中于动力总成领域，包括各种电机控制器、辅助动力系统、高性能电机、DC/DC电源及动力总成系统。

图表62： 汇川技术新能源电控产品示例



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

与宇通客车深度合作，成为我国最大的新能源客车电控供应商。根据中汽协披露，宇通2018年销售2.46万辆新能源车，占全行业新能源客车总销量的27%，相较2017年，销量降低0.95%，占比增加0.36pct。从产量上看，宇通客车18年产量为2.52万辆，同比增加1.1%，市占率较17年提升1.92pct。汇川锁定宇通客车为“灯塔客户”，我们认为宇通在新能源客车的市场份额相对稳定，能够给汇川技术新能源客车业务起到压舱石的作用。公司也在积极拓展其他客户，先后突破了南京金龙、珠海银隆等新客户，未来相关产品销量有望稳步提升。

图表63： 宇通客车生产情况

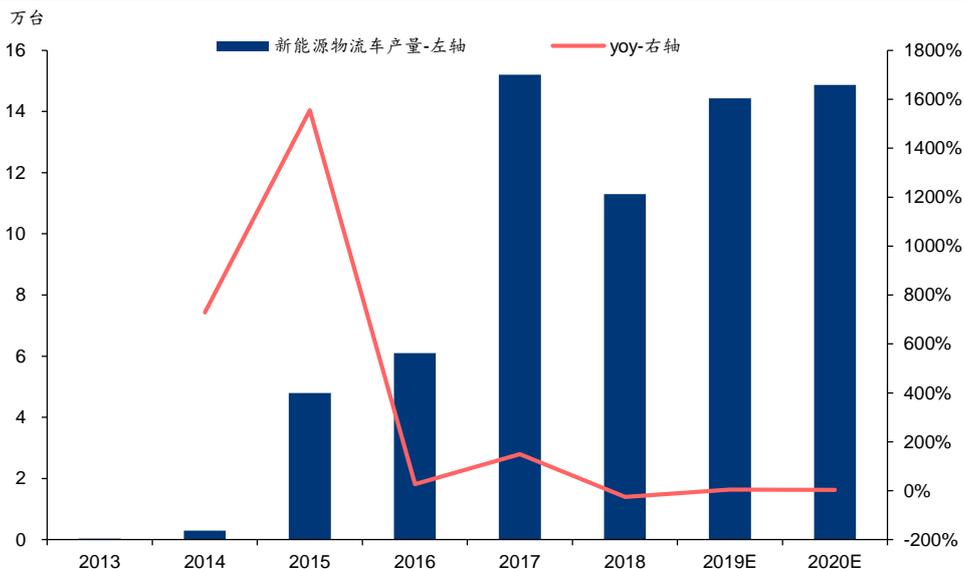
客车	2013	2014	2015	2016	2017	2018
新能源客车产量（万台）	0.64	2.6	11.2	13.53	10.60	9.91
增速（%）		306.25%	330.77%	20.80%	-21.66%	-6.55%
宇通产量（台）	4000	7000	20671	26837	24899	25174
宇通市占率（%）	62.50%	26.92%	18.46%	19.84%	23.49%	25.41%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

完善电机布局，物流车市占率大幅提升。路权优势推动，新能源物流车占比有望提升。相比于传统物流车，新能源物流车拥有补贴和路权双重优势。根据国务院办公厅印发《推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020年）》，到2020年，城市建成区新增和更新轻型物流配送车辆中，新能源车辆和达到国六排放标准清洁能源车辆的比例超过50%，重点区域达到80%，有条件的地区建立新能源城市配送车辆运营补贴机制。

从长期看，我们认为随着蓝天保卫战的持续推进，电动物流车对传统柴油车路权优势明显，电动物流车将持续替代传统燃油车。从短期看，受2018年补贴退坡影响，物流车销量有所下滑。根据乘联会统计，2018年专用车累计销售6.73万辆，同比下降15%。考虑到2021年前补贴会持续退坡，我们预计物流车销量在近两年仍处于承压状态。补贴退坡增加物流车的行业壁垒，物流车改装小厂难以获得补贴支持，加速行业内厂商出清，行业集中度有望进一步提升。

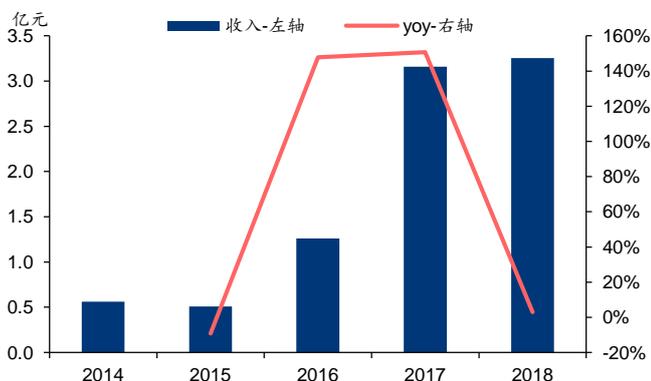
图表64： 新能源物流车产量



资料来源：乘联会，华泰证券研究所

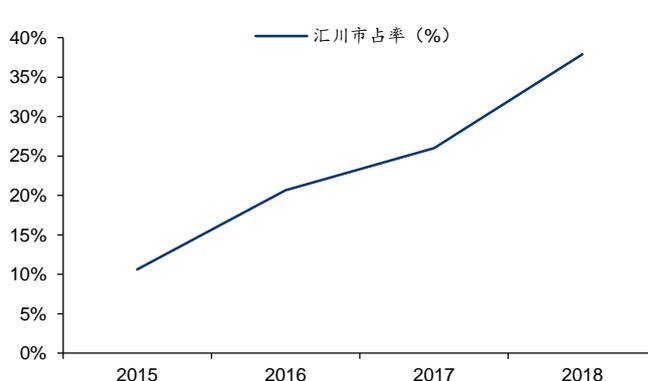
公司物流车领域进展顺利，针对4.5T轻卡车型开发了专用动力总成解决方案；针对微型面包车开发“控制器+电机”的总成解决方案；针对“运营商-物流平台-车企”开发T-BOX车联网平台解决方案。

图表65： 物流车业务收入及其增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表66： 物流车业务市占率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

物流车电控行业洗牌，汇川份额有望进一步提升。汇川在新能源物流车领域布局较早，根据公司年报统计，2015年，汇川成功抓住新出现的纯电动物流车市场机会，实现近一万套的配套订单；2016年，汇川利用物流车集成式电机控制器等产品，成功布局微面和蓝牌4.5T轻卡等车型，与多家车企完成了试制或配置公告；2017年，汇川的新能源物流车电控业务整体上呈现快速提升态势，在众多大客户端实现了大批量销售；2018年，高速单减平台项目实现批量销售，T-BOX产品在国内标杆运营商实现批量装车。

新能源乘用车立足本土，瞄准海外，强化流程体系建设

对标海外，欧美系转向开放采购模式。在新能源车发展初期，海外零部件巨头没有重视电机市场，电机配件商数量较少，整车厂选择建立自身电机供应体系。日系车企以产业集团的形式运行，对产业链控制较强，丰田和日产均使用了体系内的驱动电机和电控设备。随着新能源车产业成熟，未来前景逐步清晰，博世、大陆、麦格纳等企业加强电机研发，整车厂也都向第三方开放电机市场。整车厂内部化的电控产品无法外销，难以形成规模效应。我们认为随着电机电控系统集成化趋势的形成和车企的轻资产化布局，第三方供应商将形成自己的优势市场，市场份额扩大的概率较大。

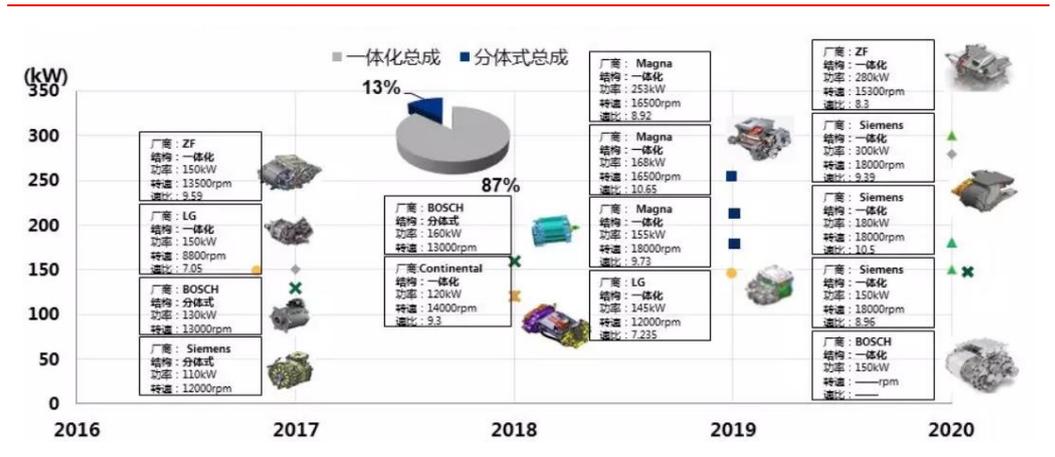
图表67：海外新能源车电机电控供应格局

整车厂	主要车型	驱动电机	电控
特斯拉	ModelS/X/3	台湾富田	特斯拉
通用	Spark	日立	
奥迪	Q5hybridquattro	/	大陆
宝马	i3		/
	mini—E	台湾富田	/
沃尔沃	V60S60Phev	麦格纳	
福特	FocusElectric	麦格纳	
标致	3008 电动版	博世	
菲亚特	500e	博世	
雷诺	Zoe、FluenceZ.E	大陆	
日产	Leaf（聆风）	In-house（日产）	
丰田	普锐斯 Plug—in	In-house（丰田）	

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

电机电控集成一体化趋势明确，国内龙头厂商紧跟海外布局。在降低成本和提升能量传输效率双重压力下，新能源汽车电机电控集成度逐步加深，最终将实现电机、电控、减速器完全集成。根据 NEVC 统计，国际 Tier1 电控厂商投放的纯电驱动总成产品中，一体化总成占比达 87%，NEVC 预计到 2020 年，新能源电机电控将全部转向一体化。

图表68：一体化总成趋势明确



资料来源：NEVC，华泰证券研究所

汇川于今年4月发布第三代三合一 e-Axle 动力总成，首次实现电机控制器、电机和减速箱共壳体的高度集成。物理上的三合一在实现高功率密度、高 EMC（Electro Magnetic Compatibility，电磁兼容性）等级、续航里程提升的基础上，带来显著的成本优势。同时，统一平台下，多种版本可供选择，满足不同动力性能的车型需求，包含 A 级/B 级纯电动轿车、紧凑型纯电动 SUV、增程式轿车 SUV 等。

一体化已成主流趋势，海内外厂商引导前瞻技术发展方向。海外厂商以电控作为着眼点，展开动力总成产品开发。大众 MEB 平台、奔驰 EQ 平台等均采用一体化集中式电驱动总成，通用 BOLT 亦采用同轴式一体化设计，行业在动力总成的进展较快。国内新能源汽车厂也积极从电机着手，推进一体化总成建设。北汽新能源率先采用麦格米特提供的 PEU 高压集成系统，比亚迪采用自研自产的电机减速器一体化动力总成。

图表69：海外主要车企电控配套情况

大众		奔驰		通用
大众MEB平台 采用Bosch和GKN一体化动力总成产品		奔驰EQ平台 采用ZF和Siemens一体化动力总成产品		通用Bolt 搭载LG研发的一体化动力总成产品
				
MEB		EQ		Bolt
				
BOSCH 2019	GKN	ZF 2019	Siemens	LG SOP

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

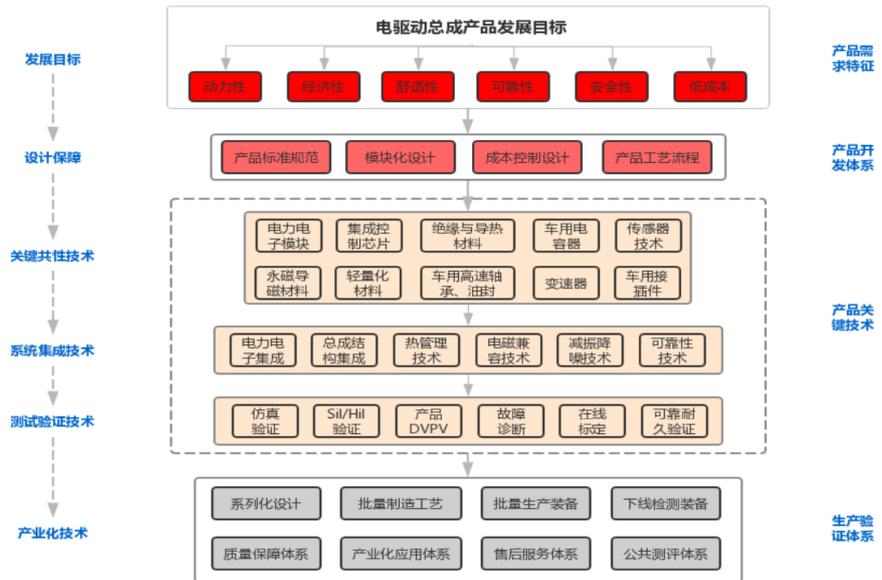
图表70：国内主要车企电控配套情况

比亚迪	吉利	北汽新能源	长城
比亚迪及腾势 采用比亚迪同一款一体化动力总成	帝豪 采用博格华纳一体化动力总成产品	北汽EU系列 采用麦格米特PEU集成产品	WEY 采用精进电动的一体化动力总成产品
			
BYD SOP	BorgWarner 2020	麦格米特	JJE 2020
			

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

功率密度等指标差距快速缩小，流程化体系建设差距仍然较大。从整体性能指标看，国内驱动电机功率密度水平与国际相似，高压系统集成与国外各有千秋。海内外厂商的差异点主要在生产体系和技术积累两个方面：1) 电机转速、减速器转速、动力总成集成度对生产体系要求较高，我国与海外先进厂商仍有较大差距；2) IGBT 作为电器行业的 CPU，目前国内与海外水平仍有较大差距，当前国内仅有比亚迪研制出车用 IGBT，国内厂商在采购成本等方面存在较大劣势。

图表71：电驱动总成产品开发流程



资料来源：NEVC，华泰证券研究所

低成本为首要因素，适应性仍为重点考量，软件及平台化开发流程体系将愈加重要。新能源车厂需要综合考虑成本和现有体系适应性两个因素，第三方机电电控厂商在拥有规模优势同时，需按照汽车的专业流程化体系开发，及时响应整车厂对于产品的定制化设计要求。我们认为具有新能源动力总成研发及生产体系的公司有望脱颖而出，实现市占率提升。从现有市场竞争者看，动力总成减少了对外部机电电控的适应性要求，已完成适应性测试的动力总成系统有望快速占领市场；从潜在进入者看，标准化的开发流程体系将显著增加行业的进入门槛。

图表72：电驱动总成产品开发流程



资料来源：中国汽车技术研究中心，华泰证券研究所

率先导入造车新势力，打磨乘用车电控产品。新势力造车的新一轮竞争全面提速，根据合格证数据，上半年威马汽车生产 9099 量，居于造车新势力前列。根据公司介绍，威马 EX5 电控来自于汇川，威马 EX5 电驱动功率密度可达 2.17kW/kg，最高效率可达到 98%，传动效率可达 93%，100% 扭矩响应时间少于 200ms。此外，根据汽车之家披露，理想 One 首批汽车于 2019 年 8-9 月排产，Q4 向车主首批交付。理想 one 搭载的是汇川技术双电机控制器，是针对乘用车双电机（包括增程式）设计的高效率控制器，其最高效率可达到 98%。乘用车电控发展初期通过与造车新势力合作的形式，进一步打磨产品，优化研发平台和流程体系。

图表73： 造车新势力汽车生产情况

公司	6月	5月	19H1	18H1
小鹏牌	1877	3679	9680	282
威马	1309	650	9099	
蔚来	1167	993	7539	317
合众	748	772	4350	
云度	161	108	380	2296
新特	74	455	1034	0
零跑	10		10	
前途	6	9	107	0
电咖	0	0	0	120

资料来源：合格证，华泰证券研究所

获得 ASPICE Level2 及 ISO26262 功能安全认证，通过海外市场准入门槛。汇川联合动力第二代乘用车电机控制器平台项目已于 19 年 6 月通过 ASPICE（Automotive SPICE，面向汽车行业的流程评估模型，是进入国际知名整车企业供应体系的准入门槛）Level2 级评估，公司的新能源车项目管理和开发能力已达到国际先进水平。7 月底，汇川作为国内首家获得 ISO26262 功能安全认证的企业，标志着具备电机控制单元功能安全正向开发能力以及公司级功能安全管理、设计、验证的能力，夯实了汇川联合动力在汽车功能安全领域的领先地位。

公司工控以 IPD 模式为主，针对下游客户需求迅速进行产品设计，确保单项开发的收益水平，而新能源车动力总成产品开发愈加注重开发流程体系建设，代码编写过程中可追溯性、可维护性、可重用性等对传统的研发管理体系提出了重大挑战。汇川将借助第四次组织变革契机，构建汽车电控质量开发体系，保证电控业务行稳致远。根据公司披露，汇川第三代动力总成业务将于 2019 年下线，我们看好汇川在新能源车领域的研发和客户认证进展。

图表74：主流车企动力总成系统选择情况

车企	预估保底产量		动力总成		备注
	(2020年底,万台)	电控		电机	
上汽	16	联合电子		华域汽车	第三方电控无法进入
吉利	7	F平台: 联合电子 G平台: 汇川技术、大郡控制		精进电机	合作进展顺利
广汽	5	法雷奥 备选: 汇川技术、大郡控制		精进电机	动力总成定点有望近期落地
长城	2	西门子		长城汽车	零部件对外开放体系
长安	5	上海电驱动			合作进展顺利
北汽	10	麦格米特、上海电驱动、大郡控制			考虑引进外资
比亚迪	4	比亚迪			共享e平台

资料来源：中国汽车技术研究中心，华泰证券研究所

高举高打实现优势跃迁，乘用车电控志存高远。汇川针对国际乘用车客户，以电源、电控电机部件为突破口，利用中国供应链与快速响应优势，寻找项目机会。在产品开发方面，汇川技术搭建新一代的电控、电机、减速机、电源等技术与产品平台；汇川技术第三代动力总成产品已于19年4月发布，随着搭载汇川技术动力总成产品的车辆批量销售，我们认为汇川新能源乘用车业务收入实现快速增长。目前汇川的可达客户包括造车新势力及国内主流车企，我们预计20-21年是公司新能源电控业务将逐步放量，力争在2023年贡献50%以上的营业收入。

盈利预测及假设

各业务拆分及盈利说明

变频器类业务：变频器类业务是公司的主营业务，包括通用变频器和电梯两大类产品，属于公司的“现金牛”业务。通用变频器类业务直接受益于国内工业自动化进程，19年主要受宏观经济下行和贸易摩擦拖累，增速处于低谷。汇川技术由OEM市场拓展到EU市场，以拓宽下游和一体化解决方案带动业务增长。18年通用变频器业务增速为27%，我们认为19年为通用变频器业务增速低点。电梯业务主要受3季度贝思特业绩并表、内部产品完善和外部客户拓展三个方面提振。根据汇川公告，现金收购的51%贝思特股权已于7月完成过户并于同期开始并表，我们预计贝思特并表将大幅提振变频器类业务营收。贝思特剩余49%股权将以发行股份方式购买，已于9月10日获得证监会获得无条件通过。我们预计19-21年公司变频器营收增速分别为55%/43%/20%；18年变频器类业务毛利率为45%，受贝思特显示系统和电梯门等低毛利业务并表影响，我们预计19-20年变频器业务毛利率为39%/37%，我们预计21年将充分消化并表影响，预计毛利率小幅回升至38%。

运动控制类业务：运动控制类产品是公司18年的第二大业务，主要包括通用伺服和专用伺服两大类产品。控制是自动化行业的核心，谁掌握了控制谁就掌握了客户。通用伺服下游应用范围较广，专用伺服主要应用于电液伺服领域，主要应用于注塑机等行业。当前注塑机增速承压，我们认为19年为公司运动控制类业务的低点。我们认为工业自动化趋势不改，20年起伺服业务增速有望逐步回暖。18年运动控制类业务营收增速为29%，我们预计19-21年公司通用变频器营收增速分别为11%/16%/20%。18年毛利率为44%，受新兴伺服厂商竞争影响，我们预计19-21年毛利率下降至在42%水平。

新能源产品：新能源产品包括新能源汽车类产品和轨交产品两大类。新能源汽车动力总成是公司现阶段投入的重点，第三代动力总成产品已于19年4月推出，未来有望实现跨越式发展。我们认为补贴退坡影响将在，考虑到总成产品进入乘用车厂的进程，20-21年公司总成产品将会逐步放量。轨交产品为订单驱动型行业，公司轨交业务建设经验丰富，18年底已拿到南通市地铁建设项目。我们认为未来随着深圳等城市地铁扩建项目展开，公司有望中标新的线路。现有中标线路有望在19-20年释放，推动业绩增长。18年受新能源业务增速为7%，19年公司乘用车电控在威马汽车定点，我们预计19-21年公司新能源产品增速分别为25%/48%/23%。我们认为随着低毛利的总成系统占比提升，新能源业务毛利率将会承压，预计19-21年毛利率为30%/28%/26%。

可编程逻辑控制器：可编程逻辑控制器在作为通用自动化领域三大器件，相比于通用变频器和通用伺服，PLC的自动化程度更高。18年可编程逻辑控制器收入增速为28%，19年宏观市场承压，受益于制造业升级，我们认为PLC有望获得逆周期的增长，预计19-21年可编程逻辑控制器类产品增速分别为20%/30%/30%。PLC业务门槛较高，市场格局稳定，我们预计19-21年毛利率维持49%的水平

传感器类：传感器类产品包括光电编码器和开关等产品，主要应用于电梯、机床和纺织机械等行业，当前业务体量较小。我们认为受益于电梯一体化业务快速推进和下游纺织机械行业的升级改造，传感器类产品将会快速增长，2018年传感器类业务增速为57%，我们预计19-21年公司传感器类产品营收增速分别为39%/50%/50%。公司传感器类产品仍处于快速发展阶段，公司仍能够筛选高毛利业务，避免价格竞争，2018年传感器类产品毛利率为45%，我们预计19-21年毛利率维持44%的水平。

其他主营业务：主要包括工业机器人和工业互联网等业务，该项业务为未来工业自动化升级的方向，当前业务体量仍处于较低的位置。受益于公司由 OEM 方案向 EU 整体化方案转变，工业机器人等集成化方案的销售有望快速增长，18 年该项业务增速为 19%，我们预计 19-21 年公司其他主营业务营收增速分别为 30%/40%/40%；18 年其它主营业务毛利率为 45%，考虑到整体解决方案带来的低毛利率业务占比增加，我们预计 19-21 年其他主营业务毛利率将维持在至 42%水平。

图表75： 汇川技术主要业务盈利预测

亿元	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
变频器类							
收入	14.02	16.65	22.29	28.40	43.93	61.97	72.13
增长率	5%	19%	34%	27%	55%	41%	16%
成本	6.77	8.23	11.61	15.61	26.86	39.09	45.02
毛利	7.25	8.42	10.68	12.79	17.07	22.88	27.11
毛利率	52%	51%	48%	45%	39%	37%	38%
运动控制类							
收入	3.49	5.02	9.34	12.01	13.36	15.53	18.64
增长率	18%	44%	86%	29%	11%	16%	20%
成本	1.86	2.69	5.07	6.78	7.70	9.01	10.81
毛利	1.63	2.32	4.27	5.24	5.66	6.52	7.83
毛利率	47%	46%	46%	44%	42%	42%	42%
新能源产品							
收入	7.52	10.87	10.17	10.85	13.59	20.14	24.68
增长率	100%	45%	-6%	7%	25%	48%	23%
成本	4.23	5.92	6.35	7.76	9.47	14.51	18.31
毛利	3.28	4.95	3.81	3.09	4.12	5.64	6.38
毛利率	44%	46%	38%	28%	30%	28%	26%
可编程逻辑控制器							
收入	0.74	1.06	2.08	2.67	3.20	4.16	5.41
增长率	12%	44%	96%	28%	20%	30%	30%
成本	0.33	0.53	1.02	1.40	1.63	2.12	2.76
毛利	0.40	0.53	1.07	1.28	1.57	2.04	2.65
毛利率	55%	50%	51%	48%	49%	49%	49%
传感器类							
收入	0.28	0.35	0.45	0.71	0.98	1.48	2.21
增长率	18%	23%	30%	57%	39%	50%	50%
成本	0.16	0.19	0.25	0.39	0.55	0.83	1.24
毛利	0.13	0.16	0.20	0.32	0.43	0.65	0.97
毛利率	44%	46%	44%	45%	44%	44%	44%
其他主营业务							
收入	1.66	2.66	3.44	4.09	5.32	7.44	10.42
增长率	19%	60%	29%	19%	30%	40%	40%
毛利	0.74	1.23	1.52	1.85	2.23	3.13	4.38
毛利率	44%	46%	44%	45%	42%	42%	42%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

费用率假设：纵观公司近年来的费用率情况，整体保持稳定态势，2016-2018 年期间费用率维持在 25%左右，显示了公司良好的管理能力和费用管控能力。依托整体化营销方案，公司的销售管理水平有所好转，带动销售费用率下降，我们预计 19-21 年销售费用率或下降至 8.3%水平。汇川重视研发投入，18 年研发占比为 12.12%，我们认为新能源车产品仍处于研发投入期，19 年研发费用仍将维持较高水平，20-21 年随着新能源产品研发落地和业绩兑现，我们认为研发费用率或有所降低，预计 19-21 年研发费用率为 11.9%/11.4%/10.2%。公司现金流管理能力优异，14-18 年均保持了利息净流入，公司以发行股份和现金支付方式购买贝思特股权，19H1 受短期借款影响，拖累利息净流入。根据公司披露，发行股份已受证监会批准，我们认为资金到位后利息仍将保持净流入。我们预计 19-21 年财务费用率分别为-0.1%/0.5%/0.5%。我们认为公司将会严控销售和管理费用，有望继续保持费用率整体稳定的态势，预计 19-21 年期间费用率分别为 24.1%/23.0%/22.0%。

图表76: 汇川技术费用率假设

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	9.2%	8.2%	8.4%	9.2%	8.6%	8.3%	8.3%	8.3%
管理费用率	15.3%	14.7%	16.0%	17.7%	5.0%	4.0%	3.8%	4.0%
研发费用率					12.1%	11.9%	11.4%	10.2%
财务费用率	-3.1%	-1.6%	-0.2%	-0.6%	-0.2%	-0.1%	-0.5%	-0.5%
期间费用率	21.5%	21.3%	24.1%	26.4%	25.5%	24.1%	23.0%	22.0%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2019年工业自动化市场承压, 新能源汽车业务尚未大规模放量, 我们认为19年或为公司营收增速低点, 我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.74/1.03/1.28元。截至2019年9月16日, 可比公司2019年Wind一致性预期平均PE为37.35x。公司电梯业务提供稳健现金流, 工业自动化强化核心竞争力, 机器人和新能源乘用车总成业务有望为公司提供新增长动力。考虑到公司工业自动化产品技术领先, 新能源车动力总成业务高举高打, 核心竞争力突出, 给予38-40倍PE, 目标价28.12-29.6元, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表77: 可比公司估值表(截至2019年9月16日)

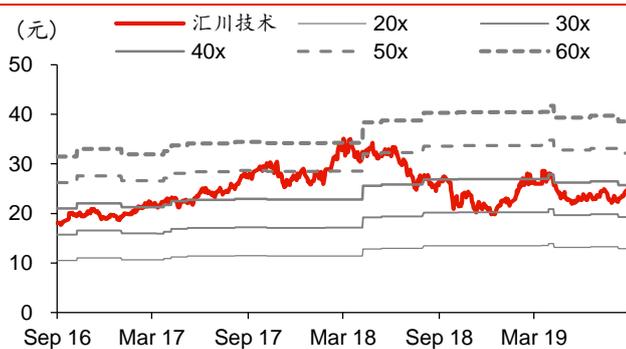
代码	证券简称	收盘价(元)	EPS				PE			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
002851.SZ	麦格米特	22.23	0.65	0.73	0.96	1.23	34.20	30.36	23.18	18.12
600885.SH	宏发股份	25.32	0.94	1.06	1.28	1.55	26.94	23.87	19.83	16.35
002747.SZ	埃斯顿	9.99	0.12	0.15	0.22	0.28	83.25	66.03	46.29	35.30
601727.SH	上海电气	5.33	0.20	0.18	0.19	-	26.65	29.13	27.66	-
	平均值		0.48	0.53	0.66	0.76	42.76	37.35	29.24	23.26
300124.SZ	汇川技术	25.35	0.7	0.74	1.03	1.28	36.11	34.11	24.68	19.88

注: 除汇川技术外, 其余均采用wind一致预期。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

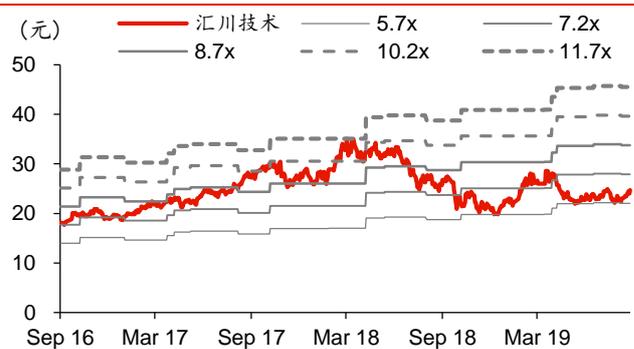
PE/PB - Bands

图表78: 汇川技术历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表79: 汇川技术历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

1、宏观经济下行风险

工控业务受宏观经济影响较大，若经济下行和贸易摩擦风险加剧，会影响公司短期的业绩表现。

2、收购贝思特进展不及预期

公司计划通过现金以及发行股份的方式购买贝思特全部股权，现金收购的 51% 股权已于七月过户且于同期开始并表，剩余 49% 股权仍需通过发行股份方式购买。公司发行股份已于 9 月 10 日获得证监会无条件通过，若后续收购 49% 股权进展不顺利，或将对公司带来不利影响。

3、新能源汽车市场发展不及预期

新能源汽车市场当前处于补贴退坡过程中，若补贴退坡幅度过大影响新能源汽车销量，将会影响公司新能源汽车产品需求。

4、新能源车业务开展不及预期

新能源车动力总成业务需要公司成体系配合，结合下游汽车厂商要求进行调试，参与方较多。若新能源车业务开展不及预期，也将拖累公司业务发展。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	7,073	7,693	9,873	12,489	14,900
现金	2,411	515.76	2,089	2,711	2,936
应收账款	1,419	1,969	2,522	3,469	4,183
其他应收账款	64.83	39.55	77.10	103.77	121.64
预付账款	55.17	46.50	73.99	104.80	126.27
存货	1,031	1,264	1,824	2,583	3,112
其他流动资产	2,092	3,859	3,287	3,518	4,421
非流动资产	1,974	2,636	2,726	3,012	3,109
长期投资	271.65	577.69	350.86	400.07	442.87
固定投资	705.59	884.77	1,199	1,401	1,441
无形资产	299.81	368.01	390.72	396.15	414.81
其他非流动资产	696.80	805.50	786.09	814.92	810.36
资产总计	9,047	10,329	12,599	15,501	18,009
流动负债	3,156	3,517	4,503	6,083	6,829
短期借款	208.03	574.61	391.32	482.96	437.14
应付账款	1,598	1,848	2,483	3,851	4,476
其他流动负债	1,351	1,095	1,629	1,749	1,915
非流动负债	165.34	277.06	258.41	292.91	334.63
长期借款	0.00	90.00	112.50	137.38	168.97
其他非流动负债	165.34	187.06	145.91	155.54	165.66
负债合计	3,322	3,795	4,762	6,376	7,163
少数股东权益	299.24	292.70	347.50	427.22	526.16
股本	1,664	1,662	1,662	1,662	1,662
资本公积	1,369	1,360	1,360	1,360	1,360
留存公积	2,896	3,565	4,468	5,677	7,298
归属母公司股东权益	5,426	6,242	7,490	8,699	10,319
负债和股东权益	9,047	10,329	12,599	15,501	18,009

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	491.68	471.29	1,418	1,288	859.72
净利润	1,091	1,209	1,290	1,787	2,218
折旧摊销	106.00	144.23	138.04	173.39	195.01
财务费用	(26.05)	(12.79)	(9.13)	(56.13)	(69.74)
投资损失	(75.12)	(57.54)	(66.33)	(61.93)	(64.13)
营运资金变动	(671.62)	(868.68)	1.54	(621.48)	(1,492)
其他经营现金	67.10	57.35	64.27	66.59	71.94
投资活动现金	(369.69)	151.18	306.62	(339.64)	(191.66)
资本支出	167.33	283.95	400.00	300.00	150.00
长期投资	(1,072)	1,592	(243.72)	54.43	44.95
其他投资现金	(1,275)	2,027	462.90	14.79	3.29
筹资活动现金	(762.23)	(103.34)	(151.95)	(326.02)	(443.16)
短期借款	92.90	366.58	(183.29)	91.64	(45.82)
长期借款	(11.00)	90.00	22.50	24.88	31.59
普通股增加	4.24	(1.91)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	89.01	(9.68)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(937.38)	(548.33)	8.84	(442.53)	(428.93)
现金净增加额	(642.54)	520.71	1,573	621.87	224.90

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,777	5,874	8,039	11,072	13,350
营业成本	2,622	3,418	4,933	6,987	8,418
营业税金及附加	45.92	45.67	62.50	86.09	103.79
营业费用	441.16	504.46	667.23	918.99	1,108
管理费用	254.97	292.23	321.50	416.24	535.72
财务费用	(26.05)	(12.79)	(9.13)	(56.13)	(69.74)
资产减值损失	57.46	35.04	44.04	45.51	41.53
公允价值变动收益	0.00	2.75	2.75	2.75	2.75
投资净收益	75.12	57.54	66.33	61.93	64.13
营业利润	1,187	1,283	1,360	1,891	2,349
营业外收入	17.57	10.37	13.97	12.17	13.07
营业外支出	2.11	9.41	4.27	5.27	6.32
利润总额	1,202	1,284	1,370	1,898	2,356
所得税	110.89	74.94	79.98	110.80	137.54
净利润	1,091	1,209	1,290	1,787	2,218
少数股东损益	31.32	41.82	54.80	79.71	98.95
归属母公司净利润	1,060	1,167	1,235	1,707	2,119
EBITDA	1,267	1,414	1,489	2,008	2,474
EPS (元, 基本)	0.64	0.70	0.74	1.03	1.28

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	30.53	22.96	36.85	37.73	20.57
营业利润	42.61	8.08	6.05	39.01	24.23
归属母公司净利润	13.76	10.08	5.86	38.22	24.13
获利能力 (%)					
毛利率	45.12	41.81	38.64	36.90	36.94
净利率	22.19	19.86	15.37	15.42	15.88
ROE	19.54	18.69	16.49	19.63	20.54
ROIC	34.61	21.38	21.63	26.11	26.49
偿债能力					
资产负债率 (%)	36.71	36.74	37.79	41.13	39.78
净负债比率 (%)	6.59	17.78	10.58	9.73	8.46
流动比率	2.24	2.19	2.19	2.05	2.18
速动比率	1.90	1.82	1.78	1.62	1.72
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.61	0.70	0.79	0.80
应收账款周转率	3.50	3.23	3.33	3.44	3.25
应付账款周转率	2.30	1.98	2.28	2.21	2.02
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.70	0.74	1.03	1.28
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.28	0.85	0.77	0.52
每股净资产(最新摊薄)	3.26	3.76	4.51	5.23	6.21
估值比率					
PE (倍)	39.75	36.11	34.11	24.68	19.88
PB (倍)	7.77	6.75	5.63	4.84	4.08
EV_EBITDA (倍)	32.70	29.29	27.82	20.63	16.74

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com