



中国 机械与多元化工业

再谈“铁路复兴”：挖掘中国中车H和中车时代电气的深度价值投资机会

我们认为中国铁路装备板块蕴含被低估的深度价值投资机会，特别是中国中车H和中车时代电气，两家公司当前股价分别对应11倍/13倍的2019年预期市盈率，而历史均值和全球同业均为16倍/16倍。我们的12个月目标价格对应49%/27%的上行空间，目标价隐含位于行业周期中值的估值水平。我们重申买入中国中车H（位于亚太强力买入名单）和株洲中车时代电气。

受到年初中国铁路总公司铁路装备购买预算低于预期以及地方政府去杠杆可能给城际铁路/地铁建设项目造成风险的影响，铁路装备股股价自年初以来一直表现疲软。直到两天前，国务院召开会议提出更积极的财政政策的信号，加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，进一步支持基础设施建设投资。我们认为这将为部分区域的铁路建设项目带来积极影响。

我们去年提出2018-2020年铁路装备板块将进入上行周期的观点从今年表现看仍然成立。主要基于以下因素：1) 动车组招标如期推进；2) 国务院及铁总近期提出“公转铁”的三年计划给机车货车需求带来结构性利好，应可超过铁总今年原定的机车/货车计划招标；3) 九个城市不符合地铁建设新规对于覆盖公司每股盈利预测的影响较为有限。

杜茜 (分析师)

执业证书编号:S1420511100001
+86(21)2401-8948 |
jacqueline.du@ghsl.cn
北京高华证券有限责任公司

目录

定向宽松计划意味着全国各地铁路和地铁建设投资前景或将分化	3
“公转铁”带来结构性利好：机车/货车需求应超出之前预期	5
动车组招标如期推进，年初至今招标共计155个标准列，占我们全年预测的44%	6
重申买入具有深度投资价值的中国中车H（强力买入）和株洲中车时代电气	8
附录：关于国企改革和“一带一路”铁路项目的最新进展	9
信息披露附录	11

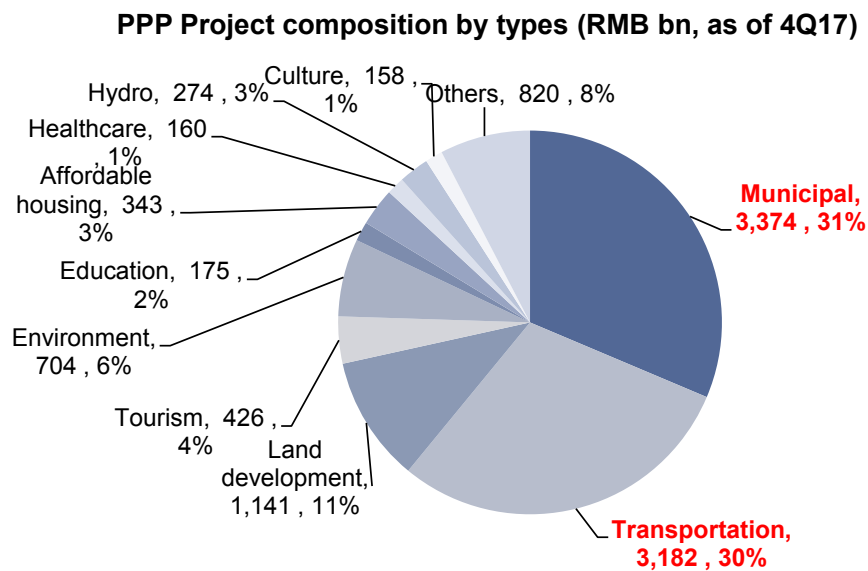
定向宽松计划意味着全国各地铁路和地铁建设投资前景或将分化

最新的定向宽松计划可能利好于部分地区的铁路项目

国务院7月23日召开常务会议，要求积极财政更加积极，并加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，以支持基础设施投资。会议要求，“稳健的货币政策要松紧适度”，保持“适度的”社会融资规模和流动性“合理充裕”，同时提高货币信贷政策传导机制的效率。会议还强调坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，而是“根据形势变化相机预调微调、定向调控”。我们认为这对部分地区的铁路项目有利。1.35万亿元地方政府专项债券参照2017年财政部PPP投资额分布情况看（图表1），可能为铁路和地铁项目带来约6,000亿元的融资支持，这应该能够支持约3,000公里/500公里的铁路/地铁建设。

需要指出的是，近期部分地方政府扩展了城际铁路计划。举例来说，2018年7月18日，浙江省政府发布了《浙江省都市圈城际铁路二期建设规划》（2017-2022年），扩展了此前的一期规划（2014-2020年），二期建设规划的研究范围为浙江省四大都市圈，即杭州都市圈、宁波都市圈、温台都市圈以及浙中城市群。本轮规划建设线路7条，线路总长440.4公里（包括已建成里程51.5公里）。

图表 1: 我们预计1.35万亿元地方政府专项债券可能为铁路和地铁项目带来约6,000亿元的融资，应能支持3,000公里/500公里的铁路/地铁建设



资料来源：财政部

此前的政策收紧主要在于给小城市地铁建设降温

在2018年4月召开的中央财经委员会第一次会议上，政府首次作出了“结构性去杠杆”的表述，重申降杠杆的主要部门是国有企业和地方政府。政府随后在6月28日发布了《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（52号文），要求启动地铁/轻轨建设项目需要满足以下条件：1) 市区常住人口在300万人/150万人；2) 地方政府一般公共预算收入在300亿元/150亿元以上；3) 远期客流规模分别达到单向高峰小时3万人次/1万人次以上；4) 项目总投资中财政资金投入不得低于40%，严禁以各类债务资金作为项目资本金。乌鲁木齐、呼和浩特、包头、兰州、南通、福州、洛阳、温州和芜湖这

九座城市未能达到52号文规定的标准。这些城市在我们此前的2018-2020年地铁总完工里程预测中占比6-11%。

各地城际铁路和地铁建设投资前景可能出现分化

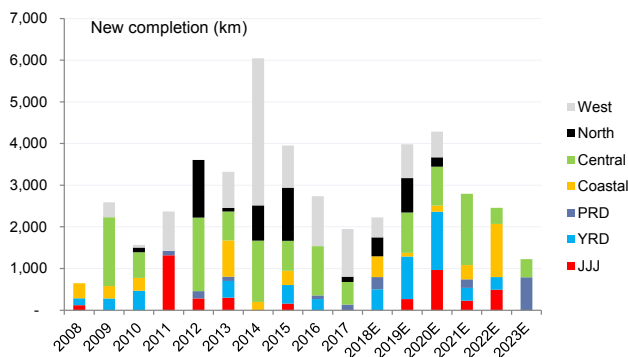
我们认为，由于政府希望在经济增长和调控地方政府负债水平之间寻求平衡，不同地区的城际铁路和地铁建设前景可能出现分化：

- 根据52号文的规定，我们对未来全国地铁完工的最新预测不再计入上述九座城市（乌鲁木齐、呼和浩特、包头、兰州、南通、福州、洛阳、温州和芜湖）的地铁完工预测。但是这一调整对于中车/株洲中车时代电气每股盈利预测的影响仅为1-2%，每股盈利预测调整参见图表11。
- 我们将高铁/城际铁路完工预测延展至2023年，并剔除了2020年之后北部/西部地区的城际铁路项目。我们没有调整2018-2020年预测，因为八横八纵高速铁路主干路网是由中国铁路总公司投资的，无需依靠地方政府。需要强调的是，2021-2023年平均完工里程（以发达地区的城际项目为主）预计约为每年2,100公里，可能较2020年峰值回落，但并不会比2016-2017年低谷时更低。此外，地铁维修市场收入将在2020年以后结构性增长。当然，如果政府政策/融资情况更趋有利/不利，则实际完工可能高于/低于我们的预测值。

全国地区分化的铁路投资前景预期主要基于我们经济策略团队对于地方政府债务的分析，例如：

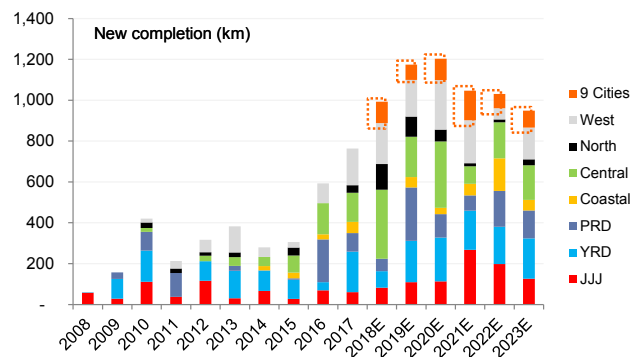
- 杠杆最高的省份集中在西北和西南地区。2016年有九个省份的债务/GDP之比超过了25%，其中八个位于中国西北和西南地区（贵州、青海、云南、宁夏、新疆、陕西、广西、甘肃），它们的债务/GDP均值为39%。其中三个省份的负债率尤其高，超过了40%，分别是贵州(74%)、青海(52%)和云南(43%)。
- 东部沿海地区杠杆率最低。2016年七个省份的债务/GDP之比低于16%，其中四个位于沿海地区（山东、江苏、福建、广东）。其余三个为位于中原地区的湖北和河南，以及北京。

图表 2: 我们进一步延展2023年高铁/城际铁路完工预测，并剔除了2020年之后北部/西部地区项目



资料来源：高华证券研究

图表 3: 同时，我们的预测已剔除了九个未达标城市的预计地铁完工里程



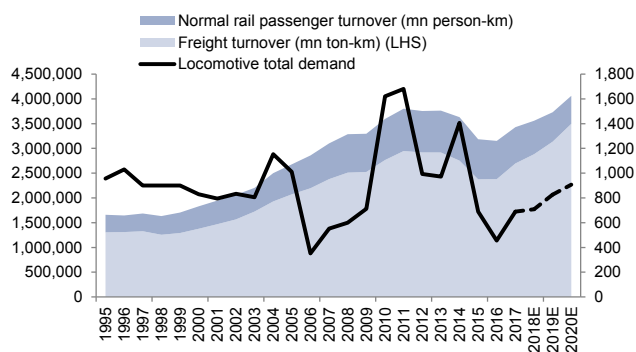
资料来源：高华证券研究

“公转铁” 带来结构性利好： 机车/货车需求应超出之前预期

2018年7月3日，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，旨在减少大气污染，降低PM2.5浓度，改善空气质量。作为行动计划的一部分，中国积极引导货运由公路转向更为环保的铁路（参见7月11日发表的报告中国：铁路：“蓝天”情景可能性加大；上调大秦铁路评级至买入）。中国铁路总公司（未上市）也在7月3日公布了《2018-2020年货运增量行动方案》，提出到2020年，全国铁路货运量达到47.9亿吨，较2017年增长30%。在47.9亿吨的运量目标中，预计全国铁路煤炭运量达到28亿吨，占全国煤炭产量的75%，较2017年产运比提高15个百分点。

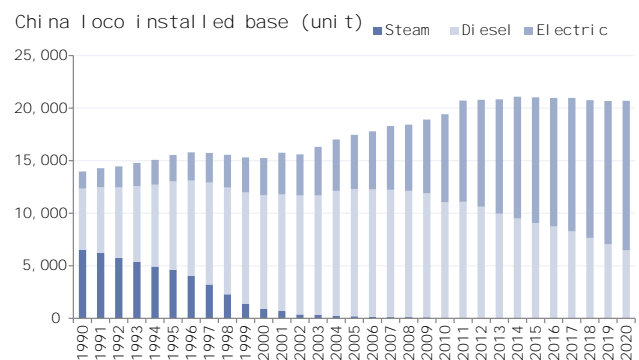
考虑到铁路货运相关运量对铁路装备的潜在积极影响，我们在7月11日发表的报告中将2018-20年预期货运量增速假设从2%/2%/2%上调至7%/9%/12%，推动2020年预期总货运量达到至多47亿吨。我们将2018-20年预期机车交付量上调至709/826/907列，货车交付量上调至75077/62425/76,096辆，进而推动中国中车和株洲中车时代电气每股盈利预测上升4-5%（参见7月11日报告）。

图表 4: 2018-20年预期机车总需求vs 普铁客运量/货运量预测



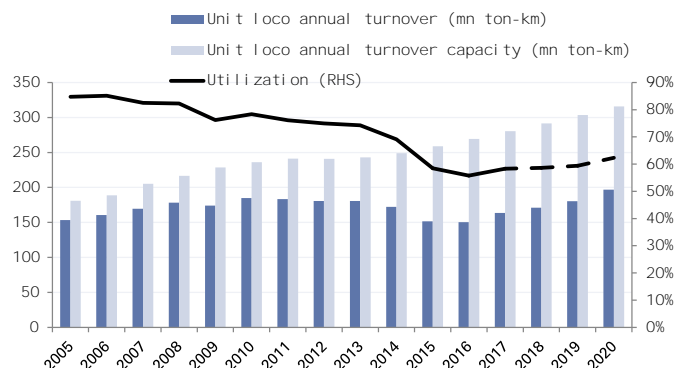
资料来源：中国铁路总公司、万得、高华证券研究

图表 5: 我们目前的预测显示2020年机车保有量将持平



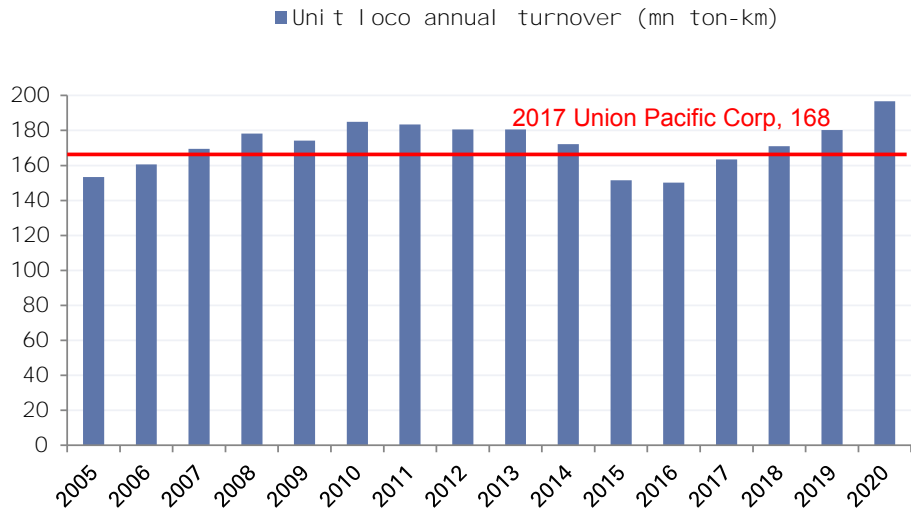
资料来源：万得、高华证券研究

图表 6: ...所基于的假设是2020年机车利用率将升至65%



资料来源：万得、高华证券研究

图表 7: ...并将中国铁路总公司的单位机车利用率与美国可比公司Union Pacific Corp进行了交叉验证



资料来源：万得、公司数据

动车组招标如期推进，年初至今招标共计155个标准列，占我们全年预测的44%

6月15日，铁总启动对时速350公里中国标准动车组（8辆编组）采购项目的招标，数量为45列；以及16辆编组动车组采购项目的招标，数量为50列。7月20日，铁总启动对成都城际铁路时速200公里动车组的招标，数量为10列。2018年初至今，标准动车组（8辆编组）需求为155列，占到我们全年预测的44%，符合2016-17年下行周期以来的复苏预期。我们预计年底将进行动车组新一轮大规模招标，从而达到我们全年招标350列的预期。该预期所基于的假设是高铁通车里程达2,400公里将带动240列与新线通车相关的动车组需求以及另外100列因密度加大而带来的需求。

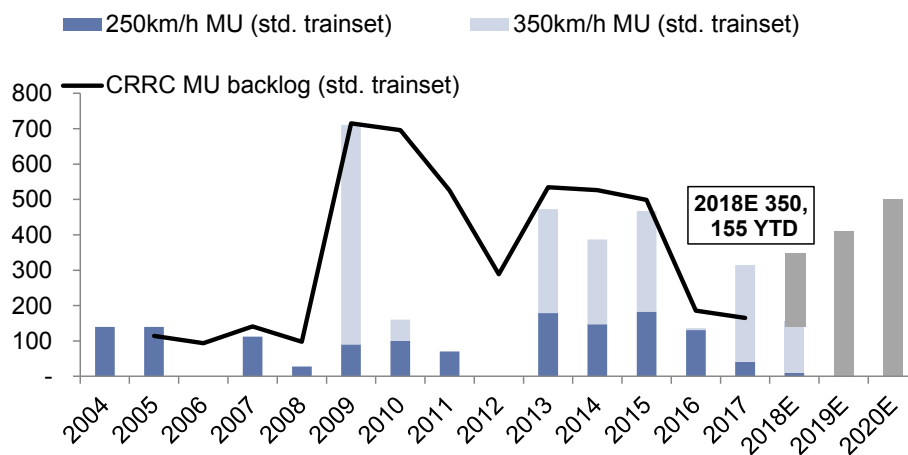
图表 8: 动车组招标详细时间表

Tendering announcement	Train type	Sets Tendered	Sets delivered
FY14, Round 1		232	
FY14, Round 2		70	
FY14, Round 3		86	
2014		388	404
FY15, Round 1		367	
FY15, Round 2		100	
2015		467	494
25-Apr-16	Daqin, 350km/h	5	
27-May-16	GZ-ZH 200km/h	16	
3-Aug-16	Hunan intercity 160km/h	5	
13-Dec-16	CRC, 250km/h	70	
15-Dec-16	CRC, 250km/h 16-car	20	
15-Dec-16	CRC, 250km/h cold	20	
2016		136	449
18-Jan-17	CRC, 250km/h	20	
18-Jan-17	CRC, 350km/h 16-car	30	
24-Feb-17	Shanghai Jinshan, CRH6A	2	
27-Mar-17	Daqin, 350km/h	5	
14-Apr-17	CRC, 350km/h (China Standard MU-Fuxing)	50	
19-Apr-17	Henan Inter-city rail, 200km/h	8	
13-Jun-17	Hunan inter-city rail, 160km/h	6	
15-Jun-17	Daqin, 250km/h	10	
7-Sep-17	Beijing 200km/h	5	
3-Nov-17	CRC, 350km/h (China Standard MU-"Fuxing", 8-car)	75	
17-Dec-17	CRC, 350km/h (China Standard MU-"Fuxing", 16-car)	104	
2017		315	344
15-Jun-18	CRC, 350km/h (China Standard MU-"Fuxing", 8-car)	45	
15-Jun-18	CRC, 350km/h (China Standard MU-"Fuxing", 16-car)	100	
20-Jul-18	Chengdu Intercity rail, 200km/h	10	
2018YTD		155	
to be tendered		195	
2018E		350	350

Note: 1 16-car set is converted to 2 standardized 8-car sets

资料来源: 中国铁路投资、高华证券研究

图表 9: 2018年以来, 铁总的动车组招标共计155个标准列, 预计全年招标规模将达350个标准列

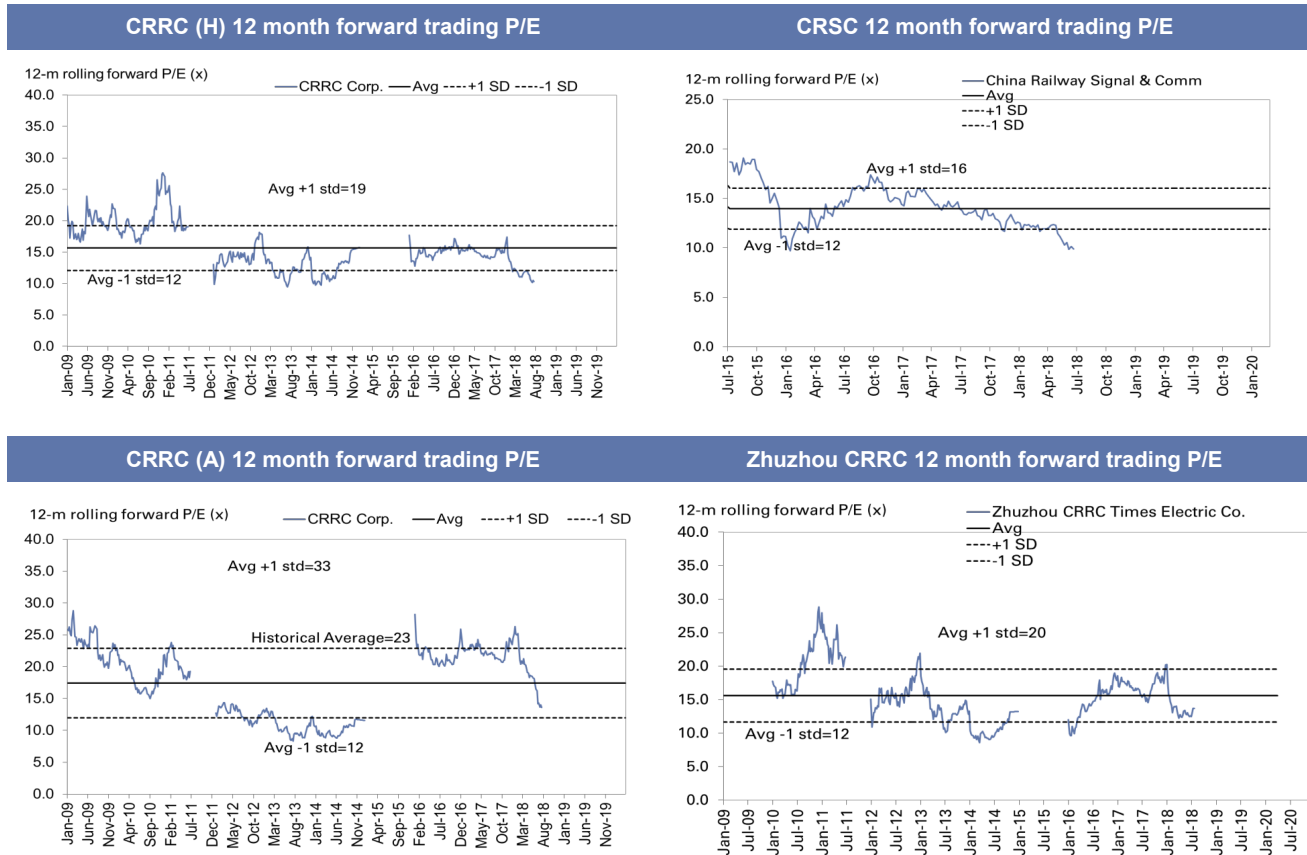


资料来源: 中国铁路总公司、高华证券研究

重申买入具有深度投资价值的中国中车H（强力买入）和株洲中车时代电气

我们认为中国铁路装备行业具有被低估的深度价值，尤其是中国中车H/株洲中车时代电气2019年预期市盈率为11倍/13倍，而历史均值/全球同业分别为16倍/16倍。我们的12个月目标价格隐含49%/27%的上行空间，表明估值重回周期中期水平。我们重申对中国中车H股（位于强力买入名单）和株洲中车时代电气的买入评级。

图表 10: 中国铁路装备行业估值处于历史谷底水平



资料来源: Datastream、公司数据、高华证券研究

我们将中国铁路装备行业2018-20年每股盈利预测小幅调整0%至-2%，以更新我们的地铁业务预测（剔除了九个因不达标而无法建设地铁的城市）

图表 11: 对于评级为买入的股票，我们的2018-20年每股盈利预测平均较市场预测高0%/6%/12%

Company	Ticker	Rating	FD EPS (Prior GSe)	FD EPS (GSe new)				chg%			EPS (Consensus)			% of difference							
				2018E	2019E	2020E	18-20E CAGR	2018E	2019E	2020E	18-20E CAGR	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E				
CRRC	1766.HK	Buy	HKD	0.41	0.51	0.64	24%	0.41	0.51	0.63	24%	-0.6%	-1.1%	-0.7%	0.44	0.49	0.57	14%	-6%	3%	12%
Zhuzhou CRRC	3898.HK	Buy	HKD	2.51	3.00	3.54	19%	2.49	3.00	3.53	19%	-0.7%	0.0%	-0.5%	2.50	2.86	3.30	15%	-1%	5%	7%
CRSC	3969.HK	Buy	HKD	0.47	0.59	0.71	23%	0.46	0.58	0.70	23%	-1.9%	-1.5%	-1.8%	0.45	0.52	0.60	15%	3%	11%	17%
Hollsys	HOLI	Neutral	(US\$)	1.80	2.01	2.32	14%	1.79	2.00	2.31	14%	-0.5%	-0.4%	-0.5%	1.85	2.18	2.51	17%	-3%	-8%	-8%

*CRRC H (1766.HK) on the regional conviction list

资料来源: 高华证券研究、彭博

图表 12: 全球铁路装备股估值比较表
12个月目标价格

Company	Ticker	PCY	Last closing price	Target price	Upside/ (downside)	Rating	Mkt Cap (US\$bn)	18-20E EPS CAGR	P/E				P/B				EV/EBITDA				ROE			
									2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
China Rolling Stocks onshore																								
CRRC Corp. (A)	601766.SS	CNY	8.24	12.06	46%	Neutral	34.9	23%	21.9x	20.4x	16.5x	13.4x	1.9x	1.8x	1.7x	1.6x	17.3x	11.5x	9.6x	7.9x	10%	9%	11%	12%
Yonggu Electronics	300351.CH Equity	CNY	12.35	n.a.	n.a.	n.a.	0.7	23%	26.3x	19.6x	15.7x	n.a.	1.7x	1.5x	1.4x	n.a.	14.5x	12.9x	10.8x	8.8x	7%	8%	10%	11%
Kangni Automation	603111.CH Equity	CNY	7.07	n.a.	n.a.	n.a.	1.0	28%	18.7x	11.5x	9.1x	n.a.	2.6x	2.2x	1.9x	n.a.	17.7x	8.1x	6.7x	5.6x	17%	14%	14%	16%
China High-Speed Railway	000008.CH Equity	CNY	4.96	n.a.	n.a.	n.a.	2.1	n.a.	15.9x	16.0x	13.2x	n.a.	2.0x	1.8x	1.6x	n.a.	29.9x	20.6x	14.4x	n.a.	11%	11%	11%	n.a.
Dinghan Tech	300011.CH Equity	CNY	7.00	n.a.	n.a.	n.a.	0.6	n.a.	51.5x	14.7x	13.6x	n.a.	1.6x	1.5x	1.3x	n.a.	23.0x	10.8x	n.a.	n.a.	5%	10%	10%	n.a.
Median								23%	21.9x	16.0x	13.6x	13.4x	1.9x	1.8x	1.6x	1.6x	17.7x	11.5x	10.2x	7.9x	10%	10%	11%	12%
China Rolling Stocks offshore																								
CRRC Corp. (H)	1766.HK	HKD	6.44	9.57	49%	Buy*	23.6	23%	14.8x	13.8x	11.2x	9.1x	1.3x	1.2x	1.1x	1.1x	11.1x	7.6x	6.6x	5.4x	10%	9%	11%	12%
CRSC	3969.HK	HKD	5.45	7.40	36%	Buy	6.1	23%	12.5x	10.2x	8.1x	6.7x	1.7x	1.6x	1.4x	1.2x	8.3x	5.4x	4.4x	3.3x	14%	16%	18%	20%
Zhuzhou CRRC	3898.HK	HKD	44.10	56.16	27%	Buy	6.6	19%	17.8x	15.0x	12.6x	10.7x	2.4x	2.2x	1.9x	1.7x	14.0x	11.8x	10.2x	8.4x	15%	16%	17%	17%
Hollysys	HOLI	USD	22.74	24.50	8%	Neutral	1.4	13%	19.8x	12.7x	11.4x	9.8x	1.9x	1.7x	1.5x	1.3x	10.8x	9.1x	8.0x	6.6x	10%	14%	14%	14%
Median								21%	16.3x	13.2x	11.3x	9.5x	1.8x	1.6x	1.4x	1.3x	10.9x	8.4x	7.3x	6.0x	12%	15%	15%	16%
Global Rolling Stocks																								
Hitachi	6501.T	JPY	793.00	1,080.0	36%	Buy*	34.4	16%	16.6x	10.5x	8.3x	7.9x	1.3x	1.2x	1.0x	0.9x	4.6x	5.4x	5.0x	4.6x	8%	12%	13%	13%
Thales	TCFP.PA	EUR	113.85	110.00	-3%	Neutral	28.1	8%	24.7x	20.7x	19.1x	17.8x	4.5x	4.1x	3.7x	3.4x	9.0x	10.3x	9.7x	8.9x	20%	21%	21%	20%
Siemens AG	SIE.GR Equity	EUR	117	n.a.	n.a.	n.a.	116.3	9%	14.9x	15.6x	14.4x	13.2x	2.4x	2.1x	2.0x	1.8x	10.2x	11.0x	9.9x	9.2x	17%	14%	14%	14%
Kawasaki Heavy	7012.JP Equity	JPY	3,205.00	n.a.	n.a.	n.a.	4.9	28%	22.1x	16.6x	11.4x	10.1x	1.2x	1.1x	1.0x	0.9x	8.3x	7.1x	6.5x	6%	7%	10%	10%	
Mitsubishi Heavy	7011.JP Equity	JPY	4,092.00	n.a.	n.a.	n.a.	12.5	14%	13.4x	16.2x	17.3x	12.5x	0.8x	0.7x	0.8x	0.7x	5.7x	6.3x	6.1x	5.6x	6%	5%	4%	6%
Nippon Signaling	6741.JP Equity	JPY	1,170.00	n.a.	n.a.	n.a.	0.7	70%	23.7x	38.2x	15.9x	13.3x	1.0x	1.0x	0.9x	0.9x	12.2x	17.6x	8.9x	7.4x	4%	3%	6%	7%
Median								11%	19.3x	16.4x	15.9x	12.8x	1.8x	1.6x	1.5x	1.4x	9.5x	9.3x	8.0x	7.3x	8%	12%	12%	11%

* Denote the stock is on our regional conviction list

资料来源: 公司数据、高华证券研究、高盛全球投资研究

估值

中国中车H/A股: 我们的12个月目标价基于2018年预期EV/GCI vs. CROCI/WACC; 现金回报倍数为1.4倍/2.0倍。

株洲中车时代电气: 我们的12个月目标价基于2018年预期EV/GCI vs. CROCI/WACC; 现金回报倍数仍为1.4倍。

中国通号: 我们的12个月目标价基于2018年预期EV/GCI vs CROCI/WACC; 现金回报倍数为1.4倍。

和利时: 我们的12个月目标价为24.5美元 (基于2018年预期EV/GCI vs. CROCI/WACC, 现金回报倍数为1.4倍)。

主要风险

中国中车H/株洲中车时代电气的下行风险: (1) 动车组/机车招标规模低于预期; (2) 利润率低于预期。

中国中车A股的上行/下行风险: (1) 动车组/机车招标规模高于/低于预期; (2) 利润率高于/低于预期。

中国通号: 主要下行风险包括 (1) 铁路/地铁新订单慢于预期; (2) 高铁控制系统市场中出现新的竞争对手或市场份额流失。

和利时: 主要上行风险是工厂自动化和地铁信号业务进展快于预期; 主要下行风险是负面的海外地缘政治风险影响机械电气业务。

附录: 关于国企改革和“一带一路”铁路项目的最新进展

中国中车业务精简

7月4日, 中国中车公告, 经国务院国资委批准, 中车集团拟将其持有的中国中车2.6%股份分别无偿划转给诚通金控和国新投资, 划转后两家公司各持有中国中车1.3%的股权, 中车集团将持有中国中车51.38%股权, 仍是公司的实际控制人。

值得注意的是，此次股权重组是在近年来国企混改背景下进行的。诚通金控和国新投资是国务院国资委持有的两家国有资产运营公司试点，也是国有资产重组和资本运营的平台。诚通金控和国新投资今年还获得了中交建（暂停覆盖）和中石油等多家央企1-5%的股权划转。

对中国中车而言，我们此前计入2018年现代服务收入同比下滑20%（因公司出售了这一非核心业务，公司表示此项工作主要在2018年上半年完成）以及一次性员工相关支出人民币5亿元（2017年支出为人民币10亿元），这两项均与国企改革精简业务相关。

“一带一路”铁路项目在东南亚遇阻，但盈利影响有限

海外高铁项目方面，我们注意到在东南亚市场的进展尤其缓慢，比如新马高铁项目和泰国高铁项目。但这两个项目的订单贡献有限，在我们的2018-20年中国中车动车组订单预测中仅占1%。

信息披露附录

申明

本人，杜茜，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA和收入等。回报是各项资本回报指标一年预测的加总，如CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。估值倍数根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。波动性根据12个月的历史波动性计算并经股息调整。

并购评分

在我们的全球覆盖范围内，我们使用并购框架来分析股票，综合考虑定性和定量因素（各行业和地区可能会有所不同）以计入某些公司被收购的可能性。然后我们按照从1到3对公司进行并购评分，其中1分代表公司成为并购标的的概率较高(30%-50%)，2分代表概率为中等(15%-30%)，3分代表概率较低(0%-15%)。对于评分为1或2的公司，我们按照研究部统一标准将并购因素体现在我们的目标价格当中。并购评分为3被认为意义不大，因此不予体现在我们的目标价格当中，分析师在研究报告中可以予以讨论或不予讨论。

Quantum

Quantum是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN是一项侧重于通过发现优质行业领先企业而实现长期超额收益的全球投资策略。GS SUSTAIN 50关注名单列出了我们认为凭借出色的资本回报、具有可持续性的竞争优势和对ESG（环境、社会和企业治理）风险的有效管理而有望在长期内相对于全球同业表现出色的行业领军企业。候选企业主要基于对企业在三方面表现的综合量化分析筛选而出。

相关的股票研究范围

杜茜：A股工业、中国工业。

A股工业：AVIC Jonhon、CRR Corp. (A)、Estun Automation Co.、Han's Laser Technology、Hongfa Technology、Lead Intelligent、Sanhua Intelligent Controls、Shanghai STEP Electric Corp.、Shenzhen Inovance Technology Co.、Siasun Robot&Automation Co.。

中国工业：China Railway Signal & Comm、CRR Corp. (H)、Haitian International Holdings、Hollysys Automation Technologies Ltd.、Zhuzhou CRR Times Electric Co.。

信息披露

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛高华在今后3个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬：China Railway Signal & Comm (HK\$5.46)

没有对下述公司的具体信息披露：CRR Corp. (A) (Rmb7.95)、CRR Corp. (H) (HK\$6.45)、Hollysys Automation Technologies Ltd. (\$23.47)、Zhuzhou CRR Times Electric Co. (HK\$43.45)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的总体潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级且拥有活跃评级（即不属于暂停评级、暂无评级、暂停研究或没有研究的股票）的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据25-35%的股票评级为买入、10-15%的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定分析师所覆盖行业中买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。此外，每个地区投资评估委员会管理着地区强力买入或卖出名单，该名单以总体潜在回报规模和/或实现回报的可能性为主要依据确立各自研究范围内的投资建议。将股票加入或移出此类强力买入或卖出名单并不意味着分析师对这些股票的投资评级发生了改变。

总体潜在回报：代表当前股价低于或高于一定时间范围内预测目标价格的幅度，包括所有已付或预期股息。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。总体潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：每个行业研究的所有股票名单可登陆<http://www.gs.com/research/hedge.html>通过主要分析师、股票和行业进行查询。分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及/或估值对研究对象的投资前景的看法。具吸引力(A)：未来12个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及/或估值。中性(N)：未来12个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及/或估值持平。谨慎(C)：未来12个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及/或估值。

暂无评级(NR)：在高盛于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高盛的政策予以除去。暂停评级(RS)：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。暂停研究(CS)：我们已经暂停对该公司的研究。没有研究(NC)：我们没有对该公司进行研究。不存在或不适用(NA)：此资料不存在或不适用。无意义(NM)：此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部门、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地根据适用的法律和法规对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过<http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您对接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高华证券的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高华证券全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高华证券提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关一个或多个证券、市场或资产类别（包括相关服务）的研究报告、模型或其它数据，请联络您的高华销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2018年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。