



中国 机械与多元化工业: 欧美路演反馈: 汽车终端市场是主要担忧; 铁路资本支出前景乐观

我们在过去两周与50名欧美投资者会面交流, 并参加了11月26-28日在伦敦举行的高盛欧洲工业论坛, 了解到ABB/施耐德/ 杜尔/优傲机器人等业内全球性企业的最新看法。我们的主要议题和要点如下:

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

周期性趋势和2019年前景:

考虑到汽车、家电等终端市场形势恶化, 我们在8月份对2018年下半年至2019年上半年行业盈利增长的看法转趋谨慎(参见我们2018年8月31日发表的报告“中国 机械与多元化工业: 因下半年订单前景和定价压力下调目标价/EPS; 先导(买入)移出强力名单, 下调大族至中性”)。而中美贸易紧张局势使得问题雪上加霜, 贸易战自6月底以来对资本开支力度构成影响, 更为重要的是贸易战使得价格压力日益加大。我们到目前仅有一小部分制造业活动因为关税顾虑而正在或计划迁出中国, 而投资者对潜在迁出问题感到非常担忧。从总体情况来看, 我们预计新订单同比增长趋势最早将从2019年年中开始小幅改善, 不过从各垂直/终端市场来看, 我们认为增幅不大可能很高:

- 汽车 (影响不利): 汽车行业显然是投资者的最大担忧, 原因是销量增长放缓且有多篇新闻报道显示通用/福特等汽车生产企业计划削减成本; 参见我们美国汽车研究团队的2019年展望“Another challenging year for equities as global volume growth in doubt”。我们不看好内燃汽车新建项目资本开支, 但认为电动车/电池是增长亮点, 然而值得注意的是, 该业务在总体汽车资本开支中的贡献仍然有限, 可能在10%左右。从公司角度来看, 施耐德预计汽车终端市场将继续放缓, 而杜尔(最大的机器人喷漆系统供应商, 汽车业务收入占比为50%-55%)管理层表示, 汽车行业资本开支(至少是公司业务涉及领域)将保持稳健, 原因是: (1) 向电动车/混合动力汽车转型正在迫使传统汽车生产企业投资; (2) 中国汽车生产企业实现增长, 这些厂商希望生产技术含量更高、品质更出色的汽车; (3) 新的电动车生产企业进入市场。股票影响: 我们对新松机器人的评级为卖出, 该公司面向汽车/汽车零部件业务的比重最高(30-40%)。
- 电子 (影响不利): 受苹果供应链影响, 我们对电子行业资本开支的看法负面。苹果2019年产品设计的改动幅度似乎有限, 且供应链潜在可能从中国向东南亚转移。需要强调的是, 以上看法与市场观点比较一致, 但我们尚未看到情况好转的迹象。我们认为华为供应链表现可能更为抢眼, 公司设定的2019年智能手机出货量增长目标在20%以上。股票影响: 维持对大族激光的中性评级, 因预计2019年苹果订单增长有限(参见2018年10月17日发表的“下调2019/20年消费电子相关订单预测, 目标价格下调21%, 维持中性评级”), 而且在我们看来因其华为/小米业务规模较小而难以带来切实提振。
- 家电 (影响不利): 我们不看好新增新建项目, 因高盛家电分析师预计, 2019年中国空调销售将同比下滑5%以上, 但认为自动化项目扩建升级仍在推进。一般工

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者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, 不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息, 见信息披露附录, 或请与您的投资代表联系。

业（影响积极）：因自动化普及率较低及政府近期对民营企业的资金支持，我们认为该终端市场在2019年可能为自动化需求构成一定的长期支撑。股票影响：因估值较高而维持对埃斯顿的中性评级。

- 铁路（影响积极）：我们认为铁路装备资本开支较总体铁路固定资产投资形势更加令人鼓舞。我们预计装备在铁路固定资产投资总额中的占比将从2016-18年的10%-15%升至2019-20年的15%-20%，受新线开通、“公转铁”及装备升级（推出时速160公里客车）推动。股票影响：维持对中国中车H（位于强力买入名单）、中车时代电气和中国通号的买入评级（参见2018年11月18日发表的报告“铁路建设加速；一波新项目启动”）。

将欧洲跨国企业的看法与中国市场趋势进行交叉验证，基本印证了我们的观点

- ABB计划投资1.5亿美元在上海修建全球最大的机器人工厂，并对长期自动化需求前景保持乐观。短期来看，ABB认为自身业绩表现将强于亚洲同业，因为公司的业务模式更集中于一般工业解决方案而非专攻汽车和电子领域。即便在汽车领域，由于ABB更多地依赖电动车投资，因此公司仍预计需求强劲。ABB还补充指出，物流、食品饮料等也表现强劲。
- 施耐德表示OEM企业增长受到了贸易冲突担忧的影响，出口型企业尤其如此。水务/废物处理、地铁、采矿以及食品饮料等行业的表现更为稳健，即使汽车行业表现疲弱，施耐德强调公司在这一终端市场中的业务占比有限（直接业务占比不到2%）。施耐德强调中国建筑领域需求仍表现强劲。

...我们认为主要影响利润率的波动因素：

- 关税以及潜在的供应链转移：我们认为，G20会后中美贸易战的暂时停火有助于缓解此前导致资本支出推迟/暂停的部分担忧因素。由于美国是否向中国出口商品加征25%关税最终取决于历时90天的谈判进程，我们在会上就潜在供应链转移的影响展开了很多探讨，而且各方对可能的结果看法不一。优傲机器人表示工厂自动化需求可能放缓1-2年时间，但是强调公司对长期前景的看法保持不变。优傲机器人补充指出，虽然关税担忧可能影响未来1-2年增长，但是由于企业可能将供应链转出中国、继而带来新增资本支出，这或许将加大工业自动化渗透率。我们不完全认同这种观点，因为对于汽车/电子等高度自动化领域的供应链来说，企业可能只会转移存量设备。总而言之，由于自动化设备/部件易于出口及追随客户生产布局，我们认为在确实发生工厂转出的情况下，收入受到的负面冲击并不大。在这种情景下，我们认为我们覆盖企业的销售管理费用可能上升，因为中国本地企业通常依赖及时响应和定制化产品来与同业展开竞争。
- 价格战：我们认为消费驱动型终端市场明年的销量前景比较悲观，特别是在没有政策支持的情况下，因此我们不能排除2019年企业为争夺市场份额而加大竞争的可能性。因此，我们认为需要重点关注企业在岁末年初制定明年业务方案时给出的定价策略。目前我们并未看到任何中国本土制造企业或跨国公司表示未来价格战会更趋激烈。

投资者重点关注的结构性推动因素：

- 电气化：虽然电动车和电池被普遍视为增长亮点，但是围绕下一代电池技术（全固态或者燃料电池）影响的质疑倍受关注。我们维持对于电动车部件企业宏发股份/三花智控的买入评级（参见2018年6月11日发表的研究报告“中国机械与多元化工业：工业零部件隐形冠军再次跨越：首次覆盖三花智控/宏发股份，评为买入”），因为他们在

电动车销量增长的长期周期中处境相对安全，不太会受到电池技术的影响；同时我们维持对于先导智能的买入评级（参见2018年5月9日发表的研究报告“先导智能(300450.SZ): 亚洲个股集锦”），现阶段先导智能的增长主要得益于宁德时代/比亚迪锂电池产能扩张的推动。一些投资者指出全球汽车OEM企业为直接投资下一代电池技术，可能一直推迟发布纯电动车时间表。我们认为这种情景下的影响是2020年之后，我们在计算单车相关部件价值量假设时需更多地计入混合动力车而非纯电动车。

- 工业物联网和5G: 优傲机器人表示，5G对于工业自动化普及的影响不大。我们认为这主要是指自动化设备的普及水平而言。正如高盛全球科技团队在2018年12月2日发表的研究报告“5G: Moving from the lab to the launchpad”中所述，工厂自动化是工业物联网和5G最重要的终端应用之一。我们认为未来3-5年，中国制造业企业的升级需求将更进一步，从独立机器人升级到由传感器和连接软件系统连接起来的整套机器设备，其中5G无线网络将在工业互联中扮演关键角色。我们看到我们覆盖的工厂自动化企业（对汇川技术评级为中性）在最终成为工业物联网解决方案供应商的道路上仍存在技术差距，特别就软件而言。我们研究范围内的中航光电拥有最高的5G收入占比(18%)，而且是华为和三星等公司的连接器解决方案供应商。我们因估值因素而维持对该股的中性评级。

图表 1: 研究范围内股票的估值比较表（股价截至2018年12月9日收盘价）

Company	Ticker	PCY	Last closing price	12m-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
Diversified Industrials																								
Shenzhen Inovance	300124.SZ	CNY	21.5	28.0	30%	Neutral	5.2	28%	33.7x	30.2x	23.9x	18.3x	6.6x	5.9x	5.3x	4.6x	45.4x	33.0x	25.8x	19.8x	20%	20%	22%	25%
Sanhua Intelligent Control	002050.SZ	CNY	14.1	17.0	20%	Buy	4.4	17%	24.2x	22.8x	19.8x	16.7x	3.8x	3.4x	3.0x	2.6x	17.3x	16.6x	14.5x	12.2x	19%	16%	16%	17%
Han's Laser	003038.SZ	CNY	33.0	39.4	20%	Neutral	6.1	18%	21.1x	19.4x	17.5x	13.9x	6.0x	4.1x	3.4x	2.8x	18.6x	22.2x	16.8x	12.4x	20%	23%	21%	22%
Haitian Intl	1882.HK	HKD	16.04	19.0	18%	Neutral	3.3	7%	11.2x	10.6x	9.9x	9.1x	2.0x	1.9x	1.7x	1.5x	11.0x	7.9x	7.1x	6.4x	20%	19%	18%	17%
Hongfa Technology	600885.SS	CNY	23.6	27.4	16%	Buy	2.6	13%	25.7x	24.3x	21.3x	18.9x	4.5x	4.0x	3.5x	3.1x	14.8x	12.7x	11.2x	10.0x	14%	13%	12%	12%
Wuxi Leiqi Intelligent	300450.SZ	CNY	28.8	31.5	9%	Buy	3.7	23%	47.1x	30.3x	21.4x	18.1x	9.1x	7.3x	6.8x	4.6x	45.4x	30.7x	20.6x	17.5x	20%	27%	30%	28%
STEP Electric	002527.SZ	CNY	6.0	6.2	3%	Neutral	0.5	1%	27.2x	20.4x	20.0x	19.9x	1.3x	1.2x	1.1x	1.1x	31.2x	17.6x	17.1x	16.9x	5%	6%	6%	6%
AVIC Jonhon	002179.SZ	CNY	39.5	40.5	3%	Neutral	4.5	17%	37.2x	33.4x	29.1x	24.4x	6.4x	5.3x	4.5x	3.8x	23.2x	24.4x	21.1x	17.8x	17%	16%	15%	15%
Eslun Automation	002747.SZ	CNY	9.6	9.5	-1%	Neutral	1.2	40%	85.4x	88.8x	85.9x	85.0x	6.2x	6.0x	4.7x	4.3x	103.6x	85.3x	41.6x	28.6x	6%	7%	8%	12%
Siasun Robot	300024.SZ	CNY	13.8	11.1	-20%	Sell	3.1	6%	49.7x	43.2x	41.1x	38.8x	3.6x	3.4x	3.2x	3.0x	85.9x	51.8x	53.6x	51.0x	7%	8%	8%	8%
Median					13%		3.5	17%	30.5x	27.2x	21.4x	18.6x	4.8x	4.0x	3.5x	3.0x	27.2x	23.3x	18.9x	17.2x	18%	16%	16%	16%
Railway equipment																								
CRRC Corp.	1766.HK	HKD	7.19	9.3	29%	Buy*	26.4	20%	16.8x	15.6x	13.0x	10.8x	1.4x	1.4x	1.3x	1.2x	11.1x	10.8x	9.6x	8.4x	8%	8%	9%	10%
Zhuzhou CRRC Times Electric Co.	3898.HK	HKD	43.95	52.2	19%	Buy	6.6	19%	18.0x	17.2x	13.9x	11.6x	2.4x	2.0x	2.0x	1.8x	14.0x	12.6x	10.9x	8.9x	15%	15%	15%	16%
China Railway Signal & Comm	3969.HK	HKD	5.45	7.0	28%	Buy	9.1	22%	12.7x	11.0x	8.9x	7.4x	1.7x	1.6x	1.4x	1.3x	8.3x	6.9x	5.6x	4.5x	14%	14%	14%	17%
CRRC Corp.	601766.SS	CNY	9.10	10.4	14%	Neutral	38.0	20%	24.2x	22.6x	18.7x	15.6x	2.1x	2.0x	1.9x	1.7x	17.3x	14.9x	12.7x	11.1x	8%	8%	9%	10%
Holiays	HOLI	USD	19.03	22.8	20%	Neutral	1.2	11%	16.9x	16.8x	10.5x	8.6x	1.6x	1.4x	1.2x	1.1x	10.7x	8.9x	6.7x	5.3x	10%	14%	12%	13%
Median					20%		6.6	20%	16.8x	15.6x	13.0x	10.8x	1.7x	1.6x	1.4x	1.3x	11.1x	10.8x	9.6x	8.4x	10%	14%	12%	13%

* denotes stock on regional conviction list

资料来源: 公司数据、高华证券研究

高华证券感谢高盛分析师郑睿丰, CFA和Crystal Lu在本报告中的贡献。

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及净资产回报率。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、CRRRC 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、CRRRC Corp. (H)、Haitian International Holdings、Hollysys Automation Technologies Ltd.、Zhuzhou CRRRC Times Electric Co.。

信息披露

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所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、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐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空头或多头头寸，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。