



# 业绩分析 汇川技术 (300124.SZ)

买入

证券研究报告

## 业绩符合预期；新产品、成本控制为关键；位于强力买入名单

### 与预测不一致的方面

汇川技术于3月19日收盘后发布了2014年业绩，收入/净利润同比增长30%/19%，与高华预测的差异为-1%/0%。**传统产品表现较弱**：1) 电梯控制系统收入（占2014年全年收入的40%）同比增长13%，远低于2013年38%的增速，原因在于房地产投资走弱；公司预计2015年该业务收入增长10%，而高华预测为增长6%；2) 注塑机伺服收入（占2014年全年收入的8%）同比下降2%；我们仍预计2015年增长黯淡（同比+3%）。**新产品前景依然强劲**：1) 新能源产品（占2014年全年收入的17%）2014年同比增长142%，主要得益于加速向宇通客车交付电动汽车控制器；我们仍预计2015年将再同比增长43%；管理层也强调公司已开始在乘用车上测试电动汽车控制器。2) 通用伺服收入（占2014年全年收入的6%）2014年约扩张了40%；我们仍预计2015年将再增长46%。3) 公司完成了13个产业的31套机器视觉解决方案，体现其进入新兴产品市场的努力。**管理层重申其在2015年加强成本控制的决心**，由于公司对员工人数扩张的控制更加严格，我们认为这是可以实现的。

### 投资影响

我们将2015/16/17年每股盈利预测下调了2%/1%/2%，以体现通用变频器/注塑机伺服业务收入预测小幅下调的因素。我们基于2015年预期EV/GCI/CROCI的12个月目标价格仍为人民币43.9元。**该股仍位于强力买入名单**。汇川技术的上行空间为10%，在我们所覆盖的A股机械股中为最高水平（中值-32%）。主要风险：收入增长/利润率弱于预期。

### 汇川技术2014年业绩概览

利润表总结 (百万元人民币)	2014年 实际值	2013年 实际值	同比%
营业收入	2,243	1,726	30%
净利润	666	560	19%

资料来源：公司数据、高盛全球投资研究、高华证券研究

2014年高 盛预测	区别 (百分点)
2,275	-1%
666	0%

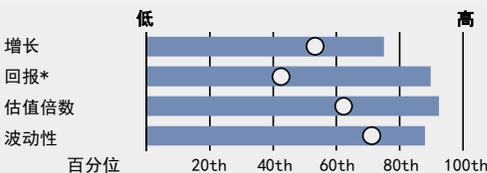
### 所属投资名单

亚太买入名单  
亚太强力买入名单

### 行业评级：中性

金戈, CFA 执业证书编号: S1420513070002  
+86(10)6627-3007 david.jin@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

### 投资摘要



\* 回报 - 资本回报率

投资摘要指标的全面描述请参见本报告的信息披露部分。

### 主要数据

当前	
股价 (Rmb)	39.78
12个月目标价格 (Rmb)	43.90
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	31,128.0 / 5,015.6
外资持股比例 (%)	--

	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
每股盈利 (Rmb) 新	0.85	1.09	1.31	1.51
每股盈利调整幅度 (%)	0.1	(1.8)	(1.4)	(2.2)
每股盈利增长 (%)	18.2	27.4	20.9	15.1
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	0.85	1.09	1.31	1.51
市盈率 (X)	35.7	36.7	30.3	26.4
市净率 (X)	6.9	8.2	7.4	6.6
EV/EBITDA (X)	40.3	40.3	32.6	27.5
股息收益率 (%)	1.6	1.6	2.0	2.3
净资产回报率 (%)	20.4	23.3	25.6	26.5
CROCI (%)	19.0	23.3	25.0	25.4

### 股价走势图



### 股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	34.6	35.4	6.6
相对于沪深300指数	12.6	(18.2)	(42.1)

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为3/23/2015收盘价)

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。

# 汇川技术：财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	资产负债表(Rmb mn)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
主营业务收入	2,242.6	2,639.0	3,118.3	3,643.9	现金及等价物	288.6	573.2	875.3	1,276.4
主营业务成本	(1,116.0)	(1,306.4)	(1,546.3)	(1,821.4)	应收账款	1,231.5	1,373.8	1,623.2	1,896.8
销售、一般及管理费用	(550.4)	(580.6)	(654.9)	(747.0)	存货	439.4	501.1	593.1	698.6
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	2,029.1	2,029.1	2,029.1	2,029.1
其它营业收入/(支出)	(31.3)	(36.9)	(40.5)	(54.7)	<b>流动资产</b>	<b>3,988.7</b>	<b>4,477.1</b>	<b>5,120.7</b>	<b>5,901.0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>587.3</b>	<b>763.6</b>	<b>935.7</b>	<b>1,093.2</b>	固定资产净额	218.8	353.1	482.4	598.4
折旧和摊销	(42.5)	(48.5)	(59.0)	(72.3)	无形资产净额	162.0	145.9	129.9	113.8
<b>EBIT</b>	<b>544.8</b>	<b>715.2</b>	<b>876.7</b>	<b>1,020.9</b>	长期投资	4.1	4.1	4.1	4.1
利息收入	70.3	67.4	73.1	79.2	其它长期资产	297.7	263.2	171.8	69.6
财务费用	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	<b>资产合计</b>	<b>4,671.3</b>	<b>5,243.5</b>	<b>5,908.9</b>	<b>6,687.0</b>
联营公司	2.8	0.0	0.0	0.0	应付账款	802.7	894.8	1,016.7	1,197.6
其它	158.8	197.8	234.6	264.1	短期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>税前利润</b>	<b>775.4</b>	<b>979.1</b>	<b>1,183.2</b>	<b>1,362.9</b>	其它流动负债	171.7	290.0	396.2	489.2
所得税	(85.3)	(107.8)	(130.2)	(150.0)	<b>流动负债</b>	<b>974.4</b>	<b>1,184.7</b>	<b>1,413.0</b>	<b>1,686.8</b>
少数股东损益	(23.7)	(22.2)	(26.7)	(31.7)	长期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>优先股股息前净利润</b>	<b>666.3</b>	<b>849.1</b>	<b>1,026.2</b>	<b>1,181.2</b>	其它长期负债	51.0	51.0	51.0	51.0
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	51.0	51.0	51.0	51.0
<b>非经常性项目前净利润</b>	<b>666.3</b>	<b>849.1</b>	<b>1,026.2</b>	<b>1,181.2</b>	<b>负债合计</b>	<b>1,025.4</b>	<b>1,235.7</b>	<b>1,463.9</b>	<b>1,737.8</b>
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>优先股</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>净利润</b>	<b>666.3</b>	<b>849.1</b>	<b>1,026.2</b>	<b>1,181.2</b>	<b>普通股权益</b>	<b>3,467.8</b>	<b>3,807.5</b>	<b>4,218.0</b>	<b>4,690.4</b>
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	0.85	1.09	1.31	1.51	少数股东权益	178.1	200.3	227.1	258.8
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.85	1.09	1.31	1.51	<b>负债及股东权益合计</b>	<b>4,671.3</b>	<b>5,243.5</b>	<b>5,908.9</b>	<b>6,687.0</b>
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.85	1.09	1.31	1.51	<b>每股净资产(Rmb)</b>	<b>4.43</b>	<b>4.87</b>	<b>5.39</b>	<b>5.99</b>
每股股息(Rmb)	0.50	0.65	0.79	0.91					
股息支付率(%)	58.7	60.0	60.0	60.0					
自由现金流收益率(%)	1.7	2.2	2.6	3.2					
<b>增长率和利润率(%)</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>比率</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
主营业务收入增长率	29.9	17.7	18.2	16.9	CROCI (%)	19.0	23.3	25.0	25.4
EBITDA增长率	22.8	30.0	22.5	16.8	净资产回报率(%)	20.4	23.3	25.6	26.5
EBIT增长率	21.8	31.3	22.6	16.5	总资产回报率(%)	15.7	17.1	18.4	18.8
净利润增长率	18.9	27.4	20.9	15.1	平均运用资本回报率(%)	19.5	23.9	28.2	31.6
每股盈利增长	18.2	27.4	20.9	15.1	存货周转天数	124.6	131.4	129.1	129.4
毛利率	50.2	50.5	50.4	50.0	应收账款周转天数	166.0	180.2	175.4	176.3
EBITDA利润率	26.2	28.9	30.0	30.0	应付账款周转天数	193.8	237.1	225.6	221.9
EBIT利润率	24.3	27.1	28.1	28.0	净负债/股东权益(%)	(7.9)	(14.3)	(19.7)	(25.8)
					EBIT利息保障倍数(X)	NM	NM	NM	NM
<b>现金流量表(Rmb mn)</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>估值</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
优先股股息前净利润	666.3	849.1	1,026.2	1,181.2	基本市盈率(X)	35.7	36.7	30.3	26.4
折旧及摊销	42.5	48.5	59.0	72.3	市净率(X)	6.9	8.2	7.4	6.6
少数股东权益	23.7	22.2	26.7	31.7	EV/EBITDA(X)	40.3	40.3	32.6	27.5
运营资本增减	(171.3)	(111.8)	(219.6)	(198.2)	企业价值/总投资现金(X)	6.7	7.8	6.7	5.8
其它	(37.0)	0.0	0.0	0.0	股息收益率(%)	1.6	1.6	2.0	2.3
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>524.2</b>	<b>808.1</b>	<b>892.4</b>	<b>1,086.9</b>					
资本开支	(127.6)	(132.3)	(80.8)	(70.0)					
收购	(987.2)	0.0	0.0	0.0					
剥离	585.4	0.0	0.0	0.0					
其它	449.8	0.0	0.0	0.0					
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(79.6)</b>	<b>(132.3)</b>	<b>(80.8)</b>	<b>(70.0)</b>					
支付股息的现金(普通股和优先股)	(400.8)	(391.2)	(509.5)	(615.7)					
借款增减	0.0	0.0	0.0	0.0					
普通股发行(回购)	72.3	0.0	0.0	0.0					
其它	20.5	0.0	0.0	0.0					
<b>筹资活动产生的现金流</b>	<b>(308.1)</b>	<b>(391.2)</b>	<b>(509.5)</b>	<b>(615.7)</b>					
<b>总现金流</b>	<b>136.6</b>	<b>284.6</b>	<b>302.1</b>	<b>401.2</b>					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源：公司数据、高盛研究预测

## 对此报告有贡献的人员

金戈, CFA  
david.jin@ghsl.cn

图表1: 汇川技术收入概览

百万元人民币	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>收入拆分</b>											
变频器类	157	190	278	523	779	897	1,203	1,341	1,457	1,613	1,760
一体化及专机	34	59	135	267	426	572	790	890	942	997	1,033
通用变频器 (主要为低压)	123	131	143	256	353	325	413	451	515	616	728
运动控制类/伺服系统	-	2	17	111	185	177	268	296	360	433	511
控制技术类/PLC等	0	1	6	21	42	44	61	66	75	86	97
新能源产品	-	-	-	9	24	23	156	376	539	686	835
传感器类	-	-	-	-	-	10	15	24	40	100	200
其他 (含选配件)	2	2	3	9	24	42	22	140	168	201	241
<b>总收入</b>	<b>159</b>	<b>195</b>	<b>304</b>	<b>675</b>	<b>1,054</b>	<b>1,193</b>	<b>1,726</b>	<b>2,243</b>	<b>2,639</b>	<b>3,118</b>	<b>3,644</b>
<b>收入拆分占比</b>											
变频器类	98%	97%	91%	78%	74%	75%	70%	60%	55%	52%	48%
一体化及专机	21%	30%	45%	40%	40%	48%	46%	40%	36%	32%	28%
通用变频器 (主要为低压)	77%	67%	47%	38%	34%	27%	24%	20%	20%	20%	20%
运动控制类/伺服系统	0%	1%	5%	17%	18%	15%	16%	13%	14%	14%	14%
控制技术类/PLC等	0%	1%	2%	3%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%
新能源产品	0%	0%	0%	1%	2%	2%	9%	17%	20%	22%	23%
传感器类	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	2%	3%	5%
其他 (含选配件)	1%	1%	1%	1%	2%	4%	1%	6%	6%	6%	7%
<b>总收入</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>收入同比增速</b>											
变频器类		21%	46%	88%	49%	15%	34%	11%	9%	11%	9%
一体化及专机		73%	131%	97%	59%	34%	38%	13%	6%	6%	4%
通用变频器 (主要为低压)		7%	9%	80%	38%	-8%	27%	9%	14%	20%	18%
运动控制类/伺服系统			908%	570%	66%	-5%	52%	10%	22%	20%	18%
控制技术类/PLC等		157%	472%	247%	94%	6%	38%	7%	15%	14%	13%
新能源产品					156%	-3%	584%	142%	43%	27%	22%
传感器类							47%	60%	66%	150%	100%
其他 (含选配件)		5%	42%	200%	164%	72%	-47%	523%	20%	20%	20%
<b>总收入</b>		<b>22%</b>	<b>56%</b>	<b>122%</b>	<b>56%</b>	<b>13%</b>	<b>45%</b>	<b>30%</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>17%</b>

资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究、高华证券研究

图表2: 研究范围内全球自动化企业的估值比较

中国工业自动化公司																		
公司名	股票代码	现价	评级	市值		市盈率		市净率		EV/EBITDA		每股盈利增长		净资产回报率		CROCI		净债务股本比
				(百万美元)	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E		
和利时	HOLI	US\$19.7	买入	1,134	11.5X	10.8X	1.9X	1.7X	7.5X	6.4X	18%	14%	17%	17%	23%	23%	-29%	
新松机器人	300024.SZ	Rmb45.3	中性	4,780	65.5X	49.9X	13.1X	10.9X	56.3X	42.2X	30%	31%	22%	24%	22%	21%	23%	
汇川技术	300124.SZ	Rmb39.8	买入*	5,016	36.7X	30.3X	8.2X	7.4X	40.3X	32.6X	27%	21%	23%	26%	23%	25%	-14%	
新时达	002527.SZ	Rmb27	买入	1,708	37.3X	30.0X	5.6X	5.0X	33.2X	26.5X	37%	24%	16%	18%	17%	19%	-19%	
海天国际	1882.HK	HK\$16.6	中性	3,423	15.5X	14.6X	2.7X	2.4X	11.6X	10.3X	10%	6%	18%	17%	18%	17%	-24%	
中位值					36.7X	30.0X	5.6X	5.0X	33.2X	26.5X	27%	21%	18%	18%	22%	21%	-19%	
日本工业自动化公司																		
公司名	股票代码	现价	评级	市值		市盈率		市净率		EV/EBITDA		每股盈利增长		净资产回报率		CROCI		净债务股本比
				(百万美元)	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E		
发那科	6954.T	¥27185	买入*	44,245	25.5X	23.3X	3.7X	3.3X	13.6X	12.2X	18%	10%	15%	15%	32%	32%	-68%	
安川电机	6506.T	¥1806	中性	3,779	19.8X	19.1X	2.8X	2.5X	10.7X	9.7X	6%	3%	15%	14%	12%	12%	22%	
爱达达工程	6118.T	¥1393	买入	711	14.3X	13.2X	1.2X	1.1X	5.7X	5.1X	7%	8%	9%	9%	12%	12%	-40%	
基恩士	6861.T	¥68000	买入	31,188	31.7X	28.9X	4.1X	3.6X	17.7X	15.6X	20%	10%	14%	13%	39%	41%	-65%	
NSK	6471.T	¥1778	买入*	7,989	14.0X	12.7X	2.2X	2.0X	7.7X	6.9X	27%	10%	16%	16%	9%	9%	24%	
SMC	6273.T	¥36775	中性	20,973	22.5X	19.8X	2.7X	2.4X	12.7X	10.7X	18%	13%	12%	12%	18%	19%	-39%	
THK	6481.T	¥3250	中性	3,475	19.0X	17.4X	1.7X	1.6X	7.8X	7.0X	13%	9%	9%	9%	10%	10%	-34%	
横河电机	6841.T	¥1324	卖出	2,835	15.2X	15.4X	1.6X	1.5X	6.9X	7.1X	59%	-1%	11%	10%	11%	10%	1%	
中位值					19.4X	18.3X	2.5X	2.2X	9.3X	8.4X	18%	10%	13%	13%	12%	12%	-37%	
美国/欧洲工业自动化公司																		
公司名	股票代码	现价	评级	市值		市盈率		市净率		EV/EBITDA		每股盈利增长		净资产回报率		CROCI		净债务股本比
				(百万美元)	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E		
霍尼韦尔	HON	US\$105.4	买入*	83,817	16.9X	15.5X	4.1X	3.7X	10.7X	9.5X	11%	9%	26%	25%	14%	15%	13%	
艾默生	EMR	US\$56.7	中性	39,400	14.9X	14.2X	4.2X	4.1X	8.2X	8.0X	1%	4%	27%	29%	16%	15%	37%	
ABB	ABBN.VX	SFr20.9	卖出*	49,100	17.4X	16.9X	3.0X	3.0X	9.4X	9.2X	12%	0%	19%	19%	12%	13%	14%	
西门子	SIEGn.DE	€100.7	买入	91,589	13.7X	14.1X	2.5X	2.4X	8.2X	7.8X	-2%	7%	17%	18%	11%	12%	-18%	
罗克韦尔	ROK	US\$116.2	中性	16,307	18.2X	16.6X	5.9X	5.7X	10.8X	10.0X	5%	8%	33%	35%	19%	20%	1%	
施耐德	SCHN.PA	€74.2	中性	43,787	18.6X	15.9X	2.0X	1.9X	11.4X	10.3X	13%	15%	12%	14%	10%	10%	24%	
库卡	KU2G.DE	€72.8	中性	2,380	26.0X	21.7X	4.2X	3.7X	11.6X	10.2X	42%	19%	18%	18%	16%	16%	-2%	
中位值					17.4X	15.9X	4.1X	3.7X	10.7X	9.5X	11%	8%	19%	19%	14%	15%	13%	

价格均基于2015年3月23日收盘价,除了在美国/欧洲上市的公司基于2015年3月20日收盘价

所有的财务数据均基于日历年

\* 在我们的地区确信名单上

资料来源: Datastream、高盛全球投资研究、高华证券研究

高华证券感谢高盛分析师陆天, CFA 和石天逸在本报告中的贡献。

## 信息披露附录

### 申明

本人, 金戈, CFA, 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。

### 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 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析: 现金投资的现金回报、行业地位和管理水平(公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性)。

### 信息披露

#### 相关的股票研究范围

金戈, CFA: 中国交通运输行业、中国资本品、亚太基础设施行业。

亚太基础设施行业: 中交建(H)、中交建(A)、中国机械工程、中国铁建(H)、中国铁建(A)、中国中铁(H)、中国中铁(A)、中国建筑国际、宁沪高速(H)、宁沪高速(A)、深高速(H)、深高速(A)、成渝高速(H)、成渝高速(A)、中石化炼化工程、浙江沪杭甬。

中国资本品: 中国北车(A)、中国北车(H)、中国南车(H)、中国南车(A)、柳工、海天国际、合力、和利时、龙工、三一重工、三一国际、新时达、山推、汇川技术、机器人、天地科技、长飞光纤、郑煤机、南车时代电气、中联重科(A)、中联重科(H)。

中国交通运输行业: 中航飞机、中航动力、中航电子、中航股份、中航科工、大秦铁路、广深铁路(H)、广深铁路(A)、洪都航空。

#### 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。

没有对下述公司的具体信息披露: 汇川技术 (Rmb39.78)

#### 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潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级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, 在某一特定行业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。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

**潜在回报:** 代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。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:** 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):** 在高盛高华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在某些其他情况下, 投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**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。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。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我们的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购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购购买要约。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。

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。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您的销售代表。

**北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2015 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。**