



自动化电气化推动盈利增长；加入强力买入名单；上涨空间 38%

建议理由

我们预计，汇川技术将成为自动化电气化需求强劲的主要受益者（请参见报告 *Back to the Factory of the Future - Six focal points for 2017*）。中国制造业 PMI 复苏、电动汽车继续推广以及城市轨道交通网络扩张等进一步支撑了我们的看法。虽然我们最近认为最近电动客车补贴削减带来了一些不利因素，但汇川技术的估值具有吸引力，2017/18 年预期市盈率为 26 倍/20 倍（其历史均值为 32 倍）——尽管其盈利潜力强劲而且 CROCI 位于第一个四分位。我们重申买入该股并将其加入强力买入名单，该股股价较我们的 12 个月目标价格新预测（从人民币 25.4 元上调至 27.4 元）存在 38% 的上行空间。

推动因素

我们预计未来可能有三大因素推动股价上涨：**1)** 电动物流汽车订单可能从 2017 年开始大幅增长，因为政府继续支持/扩大第五批推荐目录；**2)** 工业自动化业务的表现可能改善，得益于自动化需求强劲以及公司产品套件进一步扩大。目前我们预计 2017 年通用变频/通用伺服/可编程逻辑控制器的收入将同比增长 25%/35%/40%（原预测为 13%/19%/40%）；**3)** 未来一年里，其轨道交通子公司——江苏经纬——有潜力赢取苏州以外地铁/有轨电车订单。此外，鉴于 12 月份汇川技术的股价下跌了 7%，我们认为市场已计入了对电动客车市场放缓的担忧。

估值

因此，我们将 2016-18 年每股盈利预测上调了 3-15%，并将我们的 12 个月目标价格从人民币 25.4 元上调至 27.4 元（基于 3.1 倍的 2017 年预期 EV/GCI vs. CROCI/WACC，溢价仍为 10%，行业现金回报倍数仍为 3.1 倍。我们的 2016-2018 年预测较市场预测高 4%-8%，因为强劲的增长推动因素令我们的收入预测较高。

主要风险

补贴减少的压力导致宇通客车更激进的压低部件价格；利润率恶化。

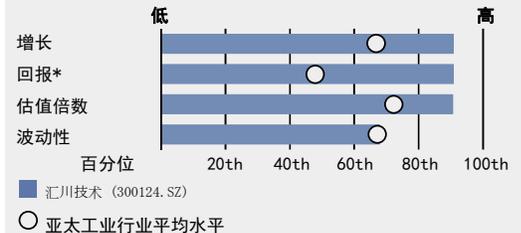
所属投资名单

亚太买入名单
亚太强力买入名单

行业评级：中性

杜蕾 执业证书编号: S1420511100001
+86(10)6627-3147 jacqueline.du@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)	19.91
12个月目标价格 (Rmb)	27.40
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	31,666.9 / 4,573.5
外资持股比例 (%)	--

	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
每股盈利 (Rmb) 新	0.51	0.63	0.77	0.98
每股盈利调整幅度 (%)	0.0	2.6	4.4	14.6
每股盈利增长 (%)	19.5	24.4	21.1	28.0
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	0.51	0.63	0.77	0.98
市盈率 (X)	43.3	31.5	26.0	20.3
市净率 (X)	8.6	7.0	6.2	5.4
EV/EBITDA (X)	48.3	32.6	26.5	20.7
股息收益率 (%)	1.1	1.6	1.9	2.5
净资产回报率 (%)	21.5	23.5	25.2	28.2
CROCI (%)	20.9	24.0	20.2	22.5

股价走势图



股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	3.0	4.8	3.1
相对于沪深300指数	1.0	(0.4)	3.2

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet（股价为1/10/2017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)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	资产负债表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
主营业务收入	2,770.5	3,688.6	4,477.9	5,594.5	现金及等价物	1,392.3	1,273.0	1,366.8	1,526.8
主营业务成本	(1,427.7)	(1,924.0)	(2,366.5)	(2,936.5)	应收账款	1,402.5	1,920.1	2,330.9	2,912.2
销售、一般及管理费用	(375.7)	(482.9)	(566.4)	(686.6)	存货	576.3	790.7	972.5	1,206.8
研发费用	(258.6)	(350.4)	(412.0)	(514.7)	其它流动资产	1,302.5	1,302.5	1,563.1	1,875.7
其它营业收入/(支出)	(55.2)	(70.1)	(67.2)	(78.3)	流动资产	4,673.6	5,286.3	6,233.3	7,521.5
EBITDA	703.8	948.4	1,164.5	1,488.5	固定资产净额	594.1	712.8	820.0	915.7
折旧和摊销	(50.4)	(87.2)	(98.7)	(110.2)	无形资产净额	462.2	428.6	395.0	361.3
EBIT	653.4	861.3	1,065.8	1,378.4	长期投资	3.0	14.4	55.7	105.3
利息收入	58.3	41.8	38.2	41.0	其它长期资产	213.6	241.4	269.1	296.9
财务费用	(13.8)	(13.8)	(13.8)	(13.8)	资产合计	5,946.5	6,683.4	7,773.1	9,200.7
联营公司	26.5	34.4	41.3	49.6	应付账款	1,304.1	1,423.2	1,750.6	2,172.2
其它	181.1	226.0	279.2	345.0	短期贷款	62.7	22.7	22.7	22.7
税前利润	905.4	1,149.7	1,410.8	1,800.1	其它流动负债	208.0	317.7	424.6	596.4
所得税	(71.4)	(103.5)	(141.1)	(180.0)	流动负债	1,574.8	1,763.7	2,197.9	2,791.4
少数股东损益	(24.7)	(31.6)	(41.3)	(48.1)	长期贷款	13.0	13.0	13.0	13.0
优先股股息前净利润	809.3	1,014.7	1,228.4	1,572.0	其它长期负债	68.8	78.0	78.0	78.0
优先股股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	81.8	91.0	91.0	91.0
非经常性项目前净利润	809.3	1,014.7	1,228.4	1,572.0	负债合计	1,656.7	1,854.7	2,288.9	2,882.4
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	809.3	1,014.7	1,228.4	1,572.0	普通股权益	4,059.7	4,567.0	5,181.3	5,967.3
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	0.51	0.63	0.77	0.98	少数股东权益	230.1	261.7	302.9	351.0
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.51	0.63	0.77	0.98	负债及股东权益合计	5,946.5	6,683.4	7,773.1	9,200.7
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.51	0.63	0.77	0.98	每股净资产(Rmb)	2.55	2.85	3.23	3.72
每股股息(Rmb)	0.25	0.32	0.38	0.49					
股息支付率(%)	49.1	50.0	50.0	50.0					
自由现金流收益率(%)	1.7	0.9	1.9	2.4					
增长率和利润率(%)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	比率	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
主营业务收入增长率	23.5	33.1	21.4	24.9	GROCI (%)	20.9	24.0	20.2	22.5
EBITDA增长率	19.8	34.8	22.8	27.8	净资产回报率(%)	21.5	23.5	25.2	28.2
EBIT增长率	19.9	31.8	23.8	29.3	总资产回报率(%)	15.2	16.1	17.0	18.5
净利润增长率	21.5	25.4	21.1	28.0	平均运用资本回报率(%)	33.1	31.1	32.2	35.5
每股盈利增长	19.5	24.4	21.1	28.0	存货周转天数	129.8	129.7	136.0	135.4
毛利率	48.5	47.8	47.2	47.5	应收账款周转天数	173.5	164.4	173.3	171.0
EBITDA利润率	25.4	25.7	26.0	26.6	应付账款周转天数	269.3	258.7	244.8	243.8
EBIT利润率	23.6	23.3	23.8	24.6	净负债/股东权益(%)	(30.7)	(25.6)	(24.3)	(23.6)
					EBIT利息保障倍数(X)	NM	NM	NM	NM
现金流量表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	估值	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
优先股股息前净利润	809.3	1,014.7	1,228.4	1,572.0	基本市盈率(X)	43.3	31.5	26.0	20.3
折旧及摊销	50.4	87.2	98.7	110.2	市净率(X)	8.6	7.0	6.2	5.4
少数股东权益	24.7	31.6	41.3	48.1	EV/EBITDA(X)	48.3	32.6	26.5	20.7
运营资本增减	(30.7)	(612.9)	(265.4)	(393.9)	企业价值/总投资现金(X)	7.9	6.3	5.5	4.7
其它	(51.8)	(25.3)	(301.8)	(362.2)	股息收益率(%)	1.1	1.6	1.9	2.5
经营活动产生的现金流	801.8	495.2	801.2	974.2					
资本开支	(207.6)	(200.0)	(200.0)	(200.0)					
收购	(3,807.5)	(2,259.0)	0.0	0.0					
剥离	2,819.8	2,282.0	0.0	0.0					
其它	419.3	0.0	0.0	0.0					
投资活动产生的现金流	(776.0)	(177.0)	(200.0)	(200.0)					
支付股息的现金(普通股和优先股)	(411.5)	(397.6)	(507.3)	(614.2)					
借款增减	(5.0)	(40.0)	0.0	0.0					
普通股发行(回购)	190.1	0.0	0.0	0.0					
其它	72.6	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	(153.8)	(437.6)	(507.3)	(614.2)					
总现金流	(127.0)	(119.4)	93.8	160.0					

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

杜茜

jacqueline.du@ghsl.cn

目录

尽管盈利潜力强劲，但估值下探到三年低点；加入强力买入名单	4
电动汽车控制器：从客车向物流车/乘用车平顺过渡	4
工业自动化：需求改善；产品相辅相成，集成一体化	5
轨交业务：有望在苏州以外地区斩获更多订单	8
电梯变频器业务将微幅增长	9
股权激励计划推动研发保持强劲；CROCI 处于第一个四分位	10
附录	12
信息披露附录	17

本文股价截至 2017 年 1 月 10 日收盘价。

高华证券感谢高盛分析师陆天, CFA、石天逸和赵丹琪在本报告中的贡献。

图表1: 我们的新目标价格隐含 38%的上行空间，加入强力买入名单

Company	Ticker	PCY	Last closing price	Target price	Upside/ (downside)	Rating	Mkt Cap (US\$bn)	16-18E EPS CAGR	Trading P/E			EV/EBITDA			ROE		
									2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
China onshore																	
Inovance	300124.SZ	CNY	19.9	27.4	38%	Buy*	4.6	24%	31.5x	26.0x	20.3x	32.6x	26.5x	20.7x	22%	24%	27%
Han's Laser	002008.SZ	CNY	22.2	29.0	31%	Buy	3.4	40%	27.9x	18.9x	14.2x	25.3x	16.8x	12.6x	16%	20%	22%
Siasun Robot	300024.SZ	CNY	21.5	21.3	-1%	Neutral	4.8	28%	75.1x	61.2x	45.8x	93.5x	67.6x	48.7x	8%	9%	11%
HG Tech	000988.SZ	CNY	15.9	14.8	-7%	Neutral	2.1	22%	61.1x	50.8x	41.2x	46.1x	37.8x	31.2x	7%	8%	10%
Estun Automation	002747.SZ	CNY	33.4	26.5	-21%	Neutral	1.3	31%	113.9x	89.0x	66.8x	238.0x	179.8x	123.5x	8%	7%	8%
STEP Electric	002527.SZ	CNY	13.7	9.7	-29%	Sell	1.2	8%	41.6x	38.2x	36.0x	41.8x	39.9x	36.7x	8%	8%	8%
Median					-4%		2.7	26%	51.4x	44.5x	38.6x	44.0x	38.8x	33.9x	8%	9%	11%
China offshore																	
Hollysys	HOLI	USD	18.9	20.6	9%	Neutral	1.1	0%	9.4x	9.9x	9.5x	7.7x	6.8x	5.8x	19%	16%	15%
Haitian	1882.HK	HKD	15.9	15.1	-5%	Neutral	3.3	5%	14.8x	14.0x	13.4x	11.9x	11.5x	10.7x	18%	17%	16%
Median					2%		2.2	2%	12.1x	12.0x	11.4x	9.8x	9.1x	8.3x	19%	16%	15%
Japan																	
Fanuc	6954.T	JPY	20,070	22,000	10%	Neutral	33.3	-3%	24.5x	32.4x	26.0x	14.3x	16.5x	13.3x	11%	9%	11%
HDS	6324.T	JPY	2,936	3,900	33%	Buy*	2.3	25%	53.8x	48.9x	34.5x	22.0x	24.4x	18.5x	13%	12%	14%
Yaskawa	6506.T	JPY	1,853	2,200	19%	Buy	4.3	14%	22.1x	25.3x	16.9x	8.4x	11.5x	8.8x	12%	10%	14%
Keyence	6861.T	JPY	82,840	85,000	3%	Neutral	39.6	15%	36.6x	32.1x	27.6x	15.3x	19.7x	16.5x	14%	14%	14%
SMC	6273.T	JPY	29,045	31,000	7%	Neutral	17.3	8%	21.2x	20.6x	18.0x	11.8x	10.7x	9.4x	10%	10%	10%
THK	6481.T	JPY	2,559	3,100	21%	Buy	2.9	26%	23.9x	23.6x	14.9x	7.1x	7.7x	6.4x	5%	5%	8%
Daifuku	6383.T	JPY	2,477	2,600	5%	Neutral	2.7	13%	22.4x	20.5x	17.7x	8.7x	10.1x	8.6x	11%	11%	11%
Median					19%		4.3	15%	23.9x	25.3x	18.0x	11.8x	11.5x	9.4x	12%	10%	14%
Taiwan																	
Delta	2308.TW	TWD	161	210	31%	Buy*	13.1	16%	21.8x	18.2x	16.3x	12.6x	10.6x	9.4x	14%	16%	17%
AirTAC	1590.TW	TWD	251	300	20%	Buy*	1.4	26%	23.5x	16.7x	14.7x	14.9x	11.9x	10.4x	18%	23%	23%
Advantech	2395.TW	TWD	257	187	-27%	Sell	5.1	8%	28.0x	25.6x	24.0x	21.2x	19.3x	18.0x	24%	24%	24%
Hiwin	2049.TW	TWD	153	175	14%	Buy	1.3	39%	30.4x	20.5x	15.8x	17.7x	15.3x	12.6x	9%	13%	16%
Median					17%		3.2	21%	25.7x	19.4x	16.0x	16.3x	13.6x	11.5x	16%	19%	20%
Europe																	
Siemens	SIEGn.DE	EUR	117.8	100	-15%	Sell	105.1	6%	17.7x	17.8x	15.8x	8.5x	9.5x	9.2x	15%	17%	17%
Schneider	SCHN.PA	EUR	67.3	79	17%	Buy*	40.3	12%	19.1x	16.8x	15.1x	10.5x	9.6x	8.9x	10%	11%	12%
ABB	ABBN.S	CHF	22.1	21	-5%	Neutral	50.0	17%	22.8x	19.2x	16.6x	10.1x	9.4x	9.0x	21%	22%	22%
Median					6%		45.2	15%	20.9x	18.0x	15.9x	10.3x	9.5x	9.0x	16%	16%	17%
US																	
Honeywell	HON	USD	118	129	9%	Buy	91.3	8%	17.9x	16.6x	15.3x	12.4x	11.4x	10.1x	26%	25%	24%
Rockwell	ROK	USD	140	132	-5%	Neutral	18.3	4%	25.1x	24.9x	23.0x	11.7x	14.4x	13.5x	37%	39%	40%
Emerson	EMR	USD	57	51	-10%	Sell	36.5	-1%	21.2x	24.7x	21.8x	10.1x	12.7x	11.5x	23%	20%	22%
Median					-5%		36.5	4%	21.2x	24.7x	21.8x	11.7x	12.7x	11.5x	26%	25%	24%

Notes: * Denotes stock is on our regional Conviction List. TPs are on a 12-month time frame. Prices as of 1/10/2017

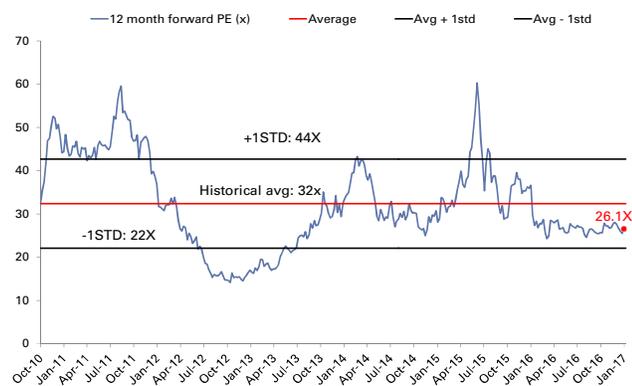
资料来源：公司数据、高华证券研究、高盛全球投资研究

尽管盈利潜力强劲，但估值下探到三年低点；加入强力买入名单

汇川技术当前股价对应的 2017/2018 年预期市盈率为 26 倍/20 倍，而其历史均值为 32 倍，我们认为这提供了具吸引力的买进机会。我们预计公司高于同业的盈利增速（2016-18 年预期年均复合增速为 24%，全球同业为 14%）和净资产回报率（2016-18 年预期均值为 24%，全球同业为 16%）意味着强劲的盈利潜力。根据我们的 2017 年预期 EV/GCI vs. CROCI/WACC (Director's Cut) 估值框架——该方法考虑了市场对一家公司的现金投资 (EV/GCI) 相对于它从这些资产中所创造的回报/价值 (CROCI/WACC) 的估值，汇川技术较同业的吸引力变得更大，其 2016-18 年预期 CROCI 为 22.2%，在我们的全球自动化行业覆盖范围内处于第一个四分位。

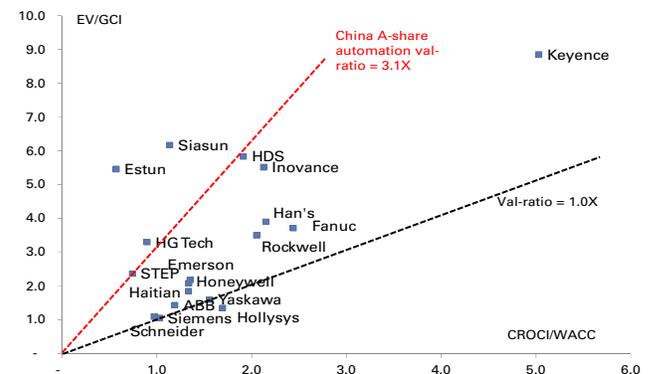
图表2: 汇川技术当前股价对应的 2017/2018 年预期市盈率为 26 倍/20 倍，下探到三年低点

汇川技术 12 个月预期市盈率



资料来源: Datastream, 高华证券研究

图表3: 全球自动化行业 2017 年预期 EV/GCI vs. CROCI/WACC



资料来源: 高华证券研究

电动汽车控制器：从客车向物流车/乘用车平顺过渡

我们预计汇川技术 2016-2018 年电动汽车控制器业务收入将实现 27%/21%/34% 的同比增长，2017 年核心推动因素从电动客车转变为电动物流车，此后转变为电动乘用车。

汇川技术的电动物流车业务收入可能增长近两倍；电动乘用车订单预计从 2017 年年末开始启动

为了响应中央政府对物流车每千瓦时通常给予人民币 1800 元基本补贴的政策，中国 31 个省份和 21 个城市发布了新能源物流车补贴政策。例如，上海向纯电动货运车发放的 3000 张“特别通行证”，凭此在市区内自由通行。至多有 178 个新物流车车型已加入第五批电动汽车推荐目录。

汇川技术目前主要供应东风汽车（以及其它几个品牌），该公司在电动物流车市场上的份额最大。我们预计 2017 年该业务将实现人民币 2.16 亿元的收入，同比增长 170%。

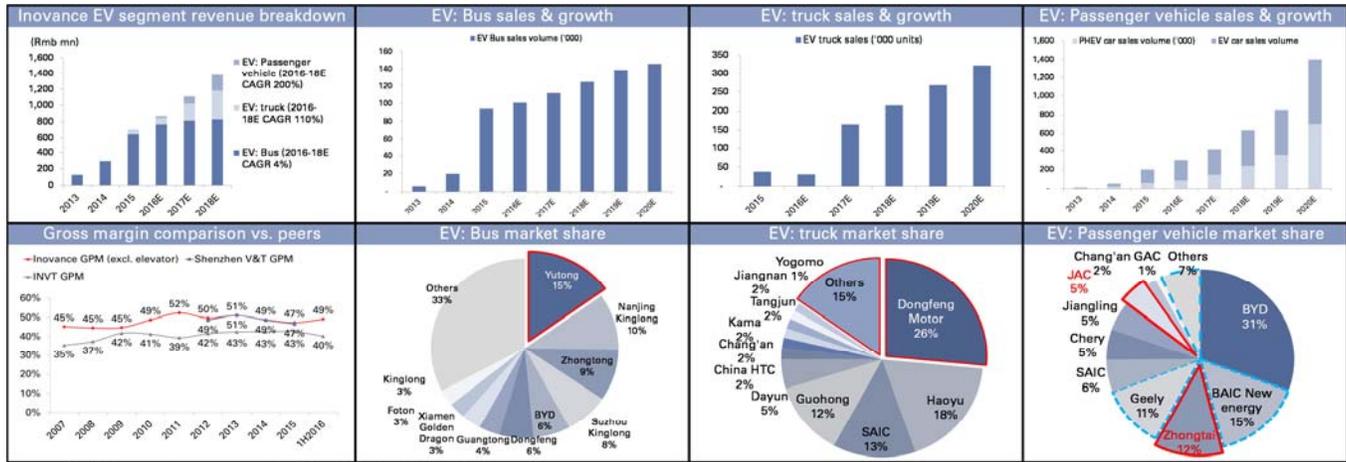
同时，在汇川技术与吉利、北汽新能源等多家新客户建立合作后，电动乘用车订单可能从 2017 年年末开始启动。此外，与瑞士公司 Brusa 的战略合作可能会加速汇川技术从电动车控制器向动力总成系统的生产扩张，并作为公司了解大众、宝马等外国品牌业务的窗口。

2017 年削减电动客车补贴的不利因素似乎已计入股价

工信部于 12 月 29 日发布了调整后的新能源汽车补贴政策，据此，2017 年对纯电动客车/插电式混合动力客车的补贴将削减 25-70%/25-55%。虽然所公布的补贴削减幅度高于市场预测的 20-30%，但积极方面在于新政策对电动汽车生产企业及电池生产企业的要求更加严格，这将有助于加快电动客车市场的整合步伐。我们不排除宇通客车（汇川技术电动车控制器业务的最大客户）可能会通过挤压电动汽车控制器和电池供应商盈利能力的途径来转嫁部分压力。2015 年原材料成本占到主营业务成本的 87%。为了弥补电动汽车补贴的损失，如果将所有成本转嫁给供应商，那么原材料成本

需要下降 15%。然而，考虑到三合一、五合一集成控制器越来越多（五合一控制器的均价据透露较三合一控制器高 50%），我们假设汇川技术降价 10%，其电动汽车控制器业务的利润率面临下行压力。我们将该业务 2016-18 年毛利率预测从 47% 下调至 44%-46%。由于 2016 年 12 月汇川技术股价回调了 7%，我们认为这方面的不利因素可能已计入股价，而包括物流车订单潜在大幅增长在内的积极因素尚未体现在股价中。

图表4: 我们预计汇川技术将从 2017 年实现从电动商用车业务到乘用车的平顺过渡
汇川技术新能源汽车业务的收入明细 vs. 电动客车/物流车及乘用车的销售及下游明细



Note: Electric vehicle includes both pure electric and PHEV. EV passenger vehicle market share is calculated using Jan-Nov 16 sales data. EV logistics vehicle market share is calculated using Jan-Aug 16 sales data. EV bus market share is calculated using FY2015 data.

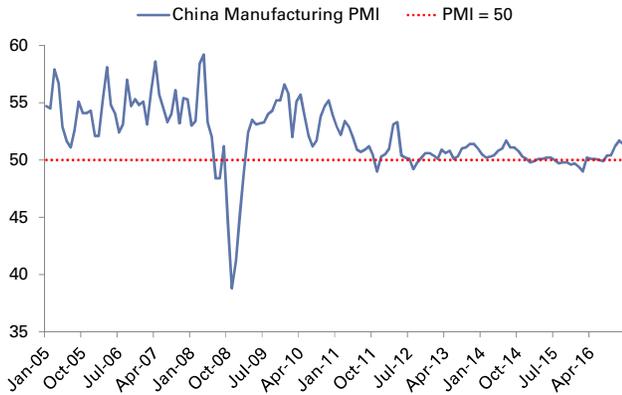
资料来源：公司数据、中国汽车工业协会、电动汽车资源网、第一商用车网、万得、工信部、高华证券研究

工业自动化：需求改善；产品相辅相成，集成一体化

中国的制造业 PMI 连续五个月超过 50。机床产量（衡量通用设备资本开支指标）于 2016 年 8 月转为同比正增长，并于过去四个月里以两位数的速度增长。同时，2016 年下半年以来工厂自动化需求走强，台湾气动系统制造商亚德客的月度销售数据和日本导轨制造商 THK 的中国订单均体现了这一点。得益于该强劲的自动化需求，我们预计汇川技术工业自动化业务的表现将好于此前的预期。我们目前预计 2017 年通用变频器/通用伺服（包括注塑机）/可编程逻辑控制器 (PLC) 的收入将同比增长 25%/35%/40%（原预测为 13%/19%/40%）。

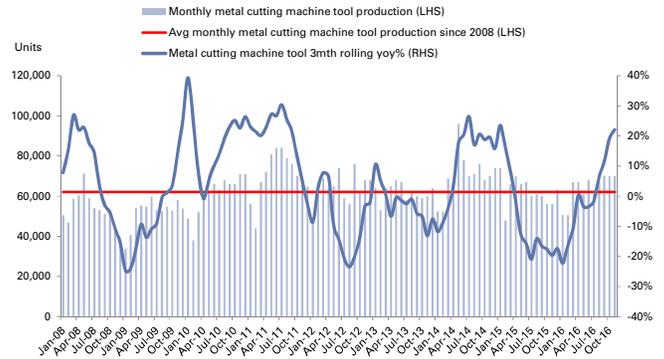
图表5: 2016年8月以来, 中国制造业 PMI 已连续五个月超过 50

中国制造业 PMI



资料来源: CEIC

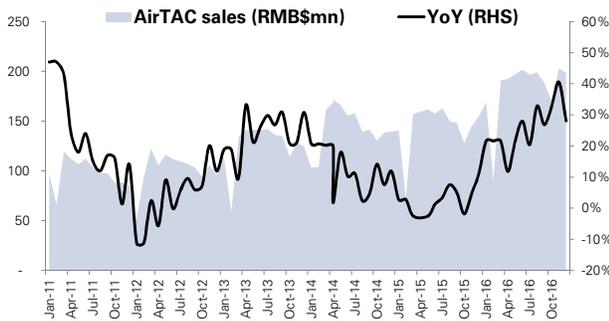
图表6: 机床产量在去年8月转为同比正增长
金属切割机床的月度产量和同比增速



资料来源: CEIC、国家统计局、高华证券研究

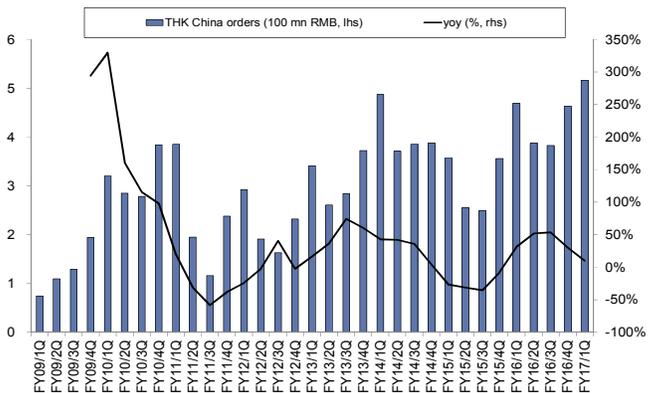
图表7: 工厂自动化需求走强, 体现在台湾气动系统制造商亚德客的月度销售数据...

亚德客销售额 (左轴) 和同比增速 (右轴)



资料来源: 公司数据

图表8: ...以及日本导轨制造商 THK 的中国订单
THK 的中国月度订单 (左轴) 和同比增速 (右轴)



资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

我们还预计 2017-2018 年汇川技术将更好地保持其订单势头, 因为:

- 1) 3C、锂电池设备、半导体/LED 设备业务占比提高**, 而这些业务未来几年会加速增长: 根据我们的估测, 3C/锂电池/LED 设备共占汇川技术总收入的 18% (图表 21)。我们预计这些领域的客户会逐步将研发转变为生产并重新开始设备采购, 得益于智能手机的设计/外观革新以及半导体/LED 生产商随着技术成熟而达到拐点。
- 2) 市场份额增长记录稳健; PLC 是接下来的亮点所在**: 汇川技术的低压变频器市场份额从 2012 年的第 9 位 (4%) 升至 2015 年的第 3 位 (6%), 仅次于 ABB 和西门子。汇川技术的伺服份额从 2012 年的 3% 升至 2015 年的 5%, 在中国市场上与松下/台达直接竞争。在 PLC 方面, 我们看到汇川技术的市场地位正在改善, 尽管与外国企业相比其份额相对较小。公司于 2015 年底推出了中型 PLC (AM600 系列), 这应有助于在未来涉足更多制造领域。截至 2015 年, 中型 PLC 在 PLC 总需求中占比 34%, 而小型 PLC 占比为 26%。

汇川技术的产品质量和值得信赖的售后服务得到了市场认可，变频器/伺服产品尤其如此。PLC 和机器视觉正处于初步阶段，目前采用这方面产品的客户很少，但知名案例包括食品饮料行业的金龙鱼公司将其用于食用油检测。

在我们看来，汇川技术增强了为客户提供一站式定制解决方案的能力，得益于其产品套件（包括 PLC/触摸屏/运动控制器/工业互联网/变频器/伺服/精密直接驱动旋转电机/机器视觉）。

3) 开发集成模组和成本较低的解决方案，从而赢取客户：汇川技术最初的规模很小，仅为电梯生产企业提供变频器。但其通过创新性的、成本较低的一体化电梯控制解决方案提高了市场份额。公司目前对电动汽车控制器产品使用相同的策略，将对宇通客车的产品类别从单一的电动汽车控制器扩大到集成控制器。其 2016 年 9 月最新成立的子公司正在积极与 Brusa 公司合作，通过集成动力总成产品跻身电动乘用车市场。另一个例子是，公司计划推出由内部伺服/控制器/视觉组件构成的定制集成 SCARA 机器人工作站，区别于外国品牌销售的标准化 SCARA 机器人。

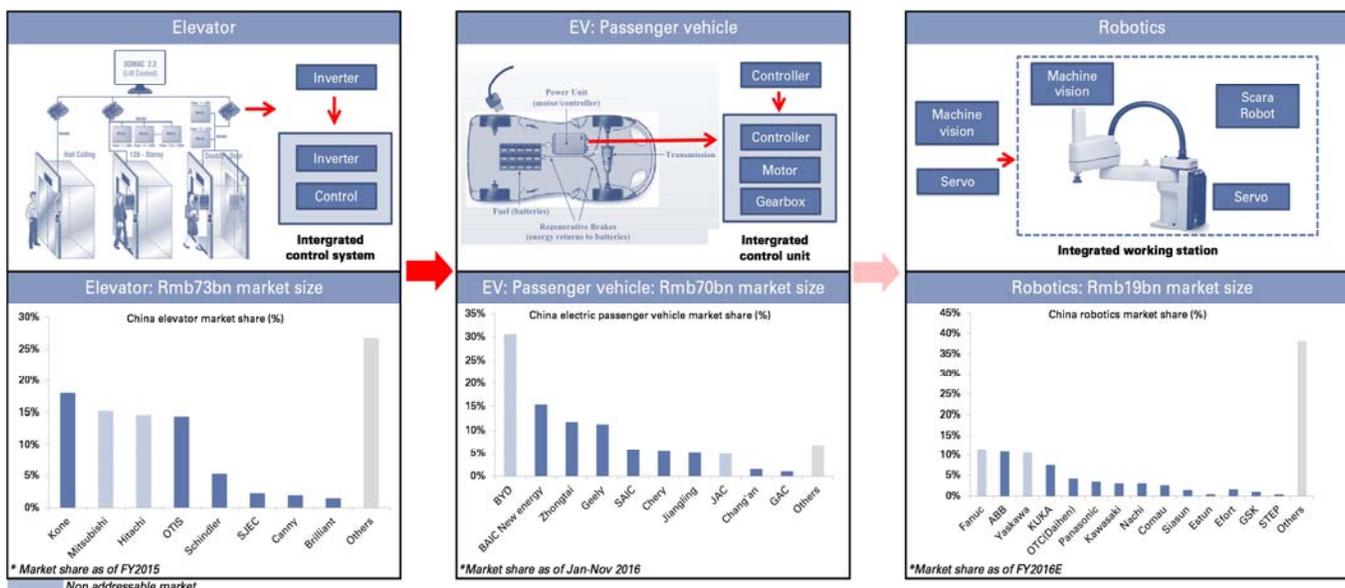
图表9：汇川技术在低压变频器、通用伺服领域的市场份额增长记录良好；PLC 是未来的产品增长推动力之一...
中国低压变频器、伺服、PLC 市场上的十大企业

Rank	Launched in 2004, +25% yoy in 2016E				Launched in 2008, +41% yoy in 2016E				Launched in 2007, +35% yoy in 2016E			
	Top 10 Low-voltage Inverter Players (Market Share)				Top 10 Servo Players (Market Share)				Top 10 PLC Players (Market Share)			
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
1	ABB: 18%	ABB: 15%	ABB: 15%	ABB: 12%	Yaskawa: 16%	Panasonic: 16%	Yaskawa: 16%	Yaskawa: 17%	Siemens: 47%	Siemens: 35%	Siemens: 38%	Siemens: 35%
2	Siemens: 11%	Siemens: 11%	Siemens: 12%	Siemens: 9%	Panasonic: 15%	Yaskawa: 16%	Panasonic: 15%	Panasonic: 17%	Mitsubishi: 11%	Mitsubishi: 13%	Mitsubishi: 14%	Mitsubishi: 12%
3	Yaskawa: 6%	Inovance: 6%	Inovance: 7%	Inovance: 7%	Mitsubishi: 13%	Delta: 11%	Mitsubishi: 11%	Mitsubishi: 13%	Omron: 10%	Omron: 11%	Rockwell: 11%	Rockwell: 10%
4	Delta: 6%	Yaskawa: 6%	Yaskawa: 6%	Delta: 6%	Delta: 10%	Mitsubishi: 11%	Siemens: 11%	Delta: 9%	Rockwell: 9%	Rockwell: 10%	Omron: 10%	Omron: 10%
5	Schneider: 5%	Delta: 6%	Delta: 6%	Schneider: 6%	Keb: 6%	Keb: 6%	Delta: 9%	Siemens: 8%	Schneider: 7%	Schneider: 9%	Schneider: 9%	Schneider: 8%
6	Fuji: 5%	Schneider: 6%	Schneider: 6%	Yaskawa: 5%	Siemens: 6%	Siemens: 5%	Keb: 6%	Inovance: 6%	Delta: 3%	Delta: 4%	Delta: 4%	Delta: 4%
7	Mitsubishi: 5%	Danfoss: 5%	Mitsubishi: 5%	Mitsubishi: 4%	Inovance: 3%	Inovance: 5%	Inovance: 5%	Keb: 6%	GE: 3%	GE: 3%	GE: 3%	GE: 3%
8	Danfoss: 4%	Fuji: 5%	Danfoss: 5%	Danfoss: 4%	Rexroth: 3%	B&R: 3%	B&R: 3%	B&R: 3%	Koyo: 1%	Panasonic: 1%	Panasonic: 1%	Inovance: 1%
9	Inovance: 4%	Mitsubishi: 5%	Fuji: 5%	Fuji: 4%	B&R: 3%	Rexroth: 3%	Rexroth: 3%	Rexroth: 3%	Panasonic: 1%	Koyo: 1%	Koyo: 1%	Panasonic: 1%
10	Emerson: 3%	INVT: 4%	INVT: 4%	INVT: 4%	Rockwell: 2%	Rockwell: 3%	Rockwell: 3%	Rockwell: 3%	LS: 1%	Inovance: 1%	Inovance: 1%	Koyo: 1%

资料来源：中国工控网、公司数据、高华证券研究

图表10：...而且通过开发集成模组和成本较低的解决方案来赢取客户的明确战略；最新的例子包括乘用车集成动力总成和集成 SCARA 机器人工作站

汇川技术电梯/新能源汽车/机器人业务流的生产整合及各自的市场规模



资料来源：万得、公司数据、高华证券研究

轨交业务：有望在苏州以外地区斩获更多订单

中国正在兴建涵盖城镇地区的城市轨道交通网络。截至 2016 年，中国的运营地铁里程为 4,065 公里，根据地方政府的规划我们预计到 2020 年运营里程将达到 9,169 公里。共有 44 个城市宣布计划修建或完成现有的地铁和有轨电车系统项目。从政策角度而言，中央政府已在 2016 年 5 月通过下调修建地铁的人口门槛（由原来的城区人口 300 万人下调至 150 万人）而展现出了支持立场，为大约 100 座原本无法修建地铁的城市打开了绿灯。

作为中国首批修建地铁的城市之一，苏州已就扩建城市公交网络公布了具体计划。基于我们的计算，苏州在 2017-2020 年期间将再有 78 公里地铁线路完工。汇川技术持股 50% 的子公司经纬轨道 2014 年 4 月份与捷克斯柯达电气公司签署了引进其牵引与控制系统设计/生产技术（时速 200 公里以下）的协议，目前公司在苏州二/三/四号地铁牵引系统的招标中中标。此外，经纬轨道还赢得了位于佛山/苏州/秦皇岛/北京等地的四条电车轨道业务，新增总里程达到了 51 公里。

虽然汇川技术的地铁牵引业务收入相对低于处主导地位株洲中车时代电气，但公司远远领先于深圳英威腾等地方性竞争对手，后者在 2015 年底刚刚获得投标许可，而且尚未赢得任何实际订单。我们预计除了现有订单之外，汇川技术有望在 2018 年再赢得 20 公里的有轨电车/地铁线路业务，推动轨道业务板块对 2018 年的收入贡献占比达到 10%。

与汇川技术 49% 的 2016 年实际毛利率相比，我们目前预计轨交业务的毛利率仅为 26%，低于株洲中车时代电气的 35%，也不及公司对该领域设定的 40% 的毛利率目标。我们目前模型中，到 2018 年底，规模扩大将推动该业务毛利率提高至 35%。

图表11: 汇川技术受益于以苏州地铁线路扩建以及有轨电车线路的兴建

中国整体运营地铁里程，以及汇川技术赢得的地铁/有轨电车订单

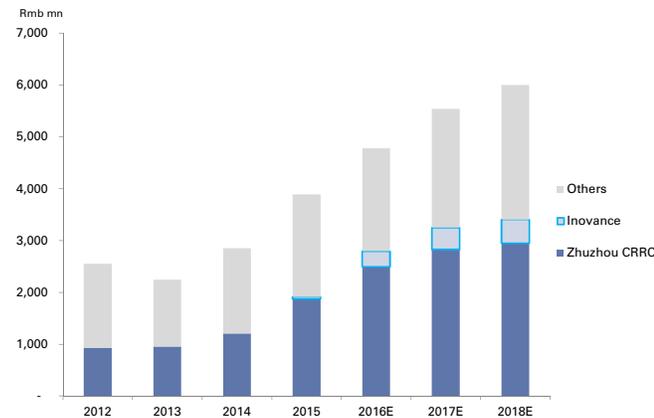
	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Total subway line in operation (km)	2,041	2,459	2,853	3,145	4,065	5,184	6,509	7,568	9,169
Suzhou Subway (GSe)	26	52	52	52	121	121	121	164	199
- No.2		40	40	40	56	56	56	56	56
- No.3								45	45
- No.4						42	42	42	42
.....									
Tram lines									
- Foshan						13	13	13	13
- Suzhou						19	19	19	19
- Qingdao							9	9	9
- Beijing					10	10	10	10	10
- Others							20	20	20
.....									

Highlighted Ordr won by Inovance

资料来源：发改委、省政府网站、高华证券研究

图表12: 虽然汇川技术较之株洲中车时代电气只是一个规模较小的新兴竞争对手...

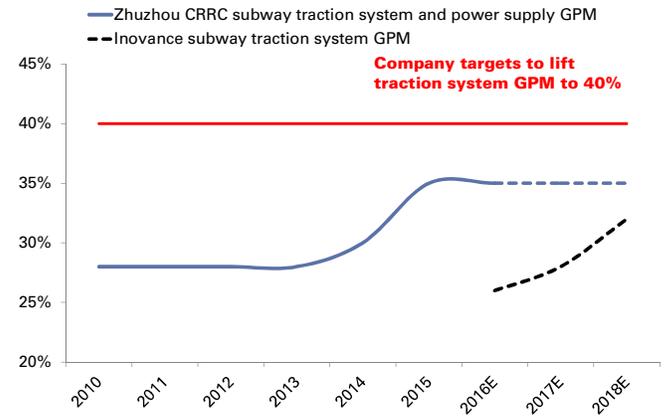
株洲中车时代电气/汇川技术的地铁牵引系统收入比较



资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究、高华证券研究

图表13: ...但公司设定的毛利率目标为 40%，较我们当前的预测蕴含上行空间

株洲中车时代电气/汇川技术的地铁牵引系统毛利率比较



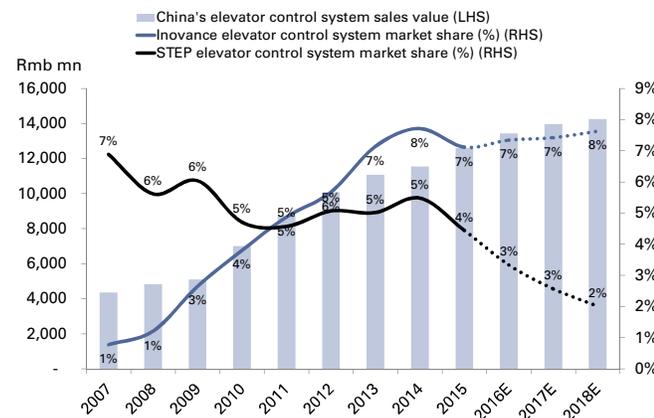
资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究、高华证券研究

电梯变频器业务将微幅增长

2013/14/15/1H16 年汇川技术原有的电梯相关变频器业务的增速分别为 38%/13%/1%/11%，得益于：1) 国内市场份额相对于新时达等其它企业上升；2) 打入几家外资电梯企业，如 Kone 和 Thyssenkrupp AG。汇川技术正在积极扩大其在电梯业内的安装规模，与前几年相比，目前我们预测公司收入将以较低个位数增长（2016/17/18 年为 10%/5%/5%），其中已计入了 2017/18 年不利的房地产新开工面积趋势，以及新时达业务重点转向机器人和利润率/现金流恶化导致汇川技术市场份额相对于新时达持续扩大的因素。

图表14: 汇川技术主要通过战胜国内同业以及赢得少量外资品牌订单来维持低个位数的增长

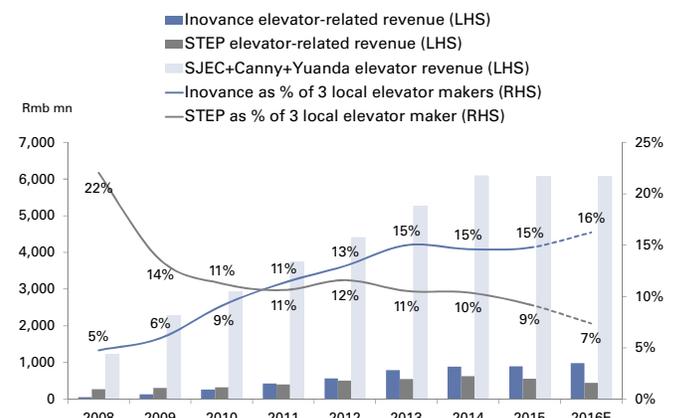
中国电梯控制系统市场规模 (左轴) vs. 汇川技术/新时达市场份额 (右轴)



资料来源: 公司数据、中国电梯业协会、高华证券研究

图表15: ...通过与国内本土电梯生产企业收入的比较中，我们看到了相同的趋势

汇川技术/新时达电梯相关业务收入 (左轴) 和在国内三家电梯生产企业销售中的占比 (右轴)



资料来源: 公司数据、高华证券研究

股权激励计划推动研发保持强劲；CROCI 处于第一个四分位

汇川技术于 10 月 11 日宣布推出第三期股权激励计划，向 652 名员工（占 2015 年员工总数的 18%）授予 5,682 万股股份。需注意的是，第三期股权激励计划覆盖的研发人员和中高层管理人员是前两期的 3 倍。计划执行所要求的绩效考核指标包括 2015-19 年净利润年均复合增速达 10%，而我们预测的 2015-18 年净利润年均复合增速为 25%。

相应地，我们预计公司的研发支出在销售中的占比将维持在 10% 的高位。汇川技术在多个领域拥有清晰的研究战略：

- 1) 主要机器人零部件控制和伺服系统开发（已实现小批量生产）；
- 2) 在地铁/有轨电车业务方面引进斯柯达技术，目标是建立 100% 的国产牵引系统平台；
- 3) 继续推出电梯控制新产品，例如第三代四象限控制器；
- 4) 对宇通提供的产品从单一的新能源车电机控制器拓展至集成动力总成产品；最重要的是，
- 5) 为新能源乘用车提供定制的电机控制器（首批样品已经获得客户批准）

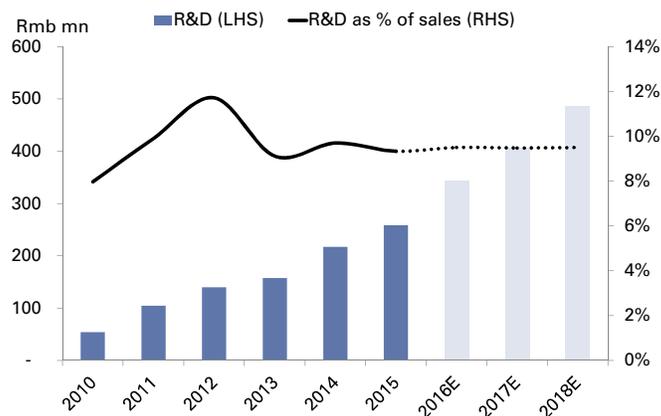
图表16: 最新的股权激励计划更加加大了对研发的重视
第一、二、三期股权激励计划详情

Stock option incentive plan	I	II	III
Date	2/1/2013	4/23/2015	10/11/2016
No. of shares granted (mn)	13.52	4.59	56.82
As % of total shares	3.48%	0.59%	3.54%
% of employee granted option	9%	6%	18%
Execution price (Rmb)	9.23	10.22	9.77
Execution period	2013-2017	2015-2019	2016-2021
Required KPI	2013/14/15 EPS growth no less than 13%/15%/17%; ROE no less than 11.4%/11.8%/12.6%	2015/16/17 EPS growth no less than 10%/9%/8%	2016/17/18/19 EPS growth no less than 10%/9%/13%/7%

资料来源：公司数据、高华证券研究

图表17: 我们预计汇川技术的研发支出在销售中的占比将维持在 9% 以上

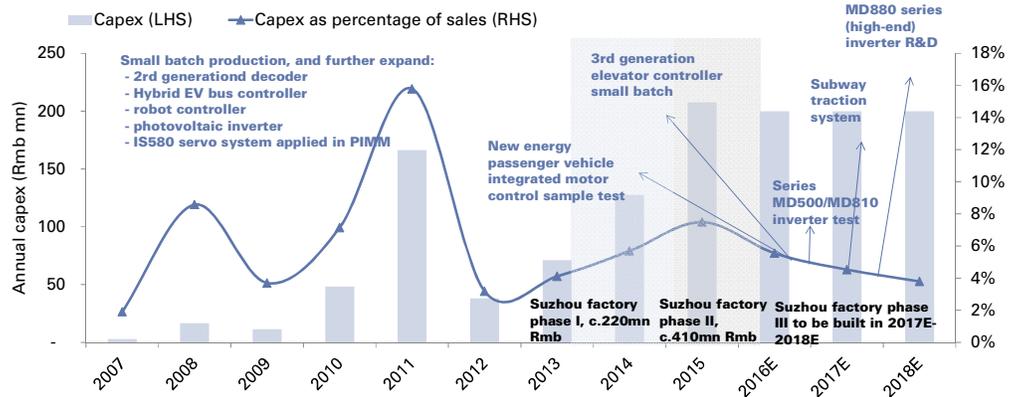
汇川技术研发支出 (左轴) 及在销售中的占比 (右轴)



资料来源：公司数据、高华证券研究

截至 2015 年 10 月份，汇川技术已完成苏州工厂的搬迁（二期工程），公司表示这可满足 2015-17 年的生产和研发需求。显然，2016 年好于预期的需求已经引发了产能限制问题，公司已在苏州租用了 6 个新工厂，以“两班倒 + 周末开工”的方式满足了生产需求。假设实行三班制，产能还可增加 50%。同时，汇川技术已开始规划苏州工厂第三期工程，计划于 2017/18 年建设，年资本开支达人民币 2 亿元。我们预计得益于盈利增长势头的走强，2016-17 年公司的 CROCI 均值为 22%（2011-15 年为 16.4%），2018 年将进一步升至 22.5%。

图表18: 苏州生产基地第三期工程将于 2018 年建成
汇川苏州工厂第一、二、三期工程资本支出和研发项目



资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表19: 我们预计 2016 年起, 汇川技术的 CROCI 将位于第一个四分位
全球自动化企业 CROCI 趋势

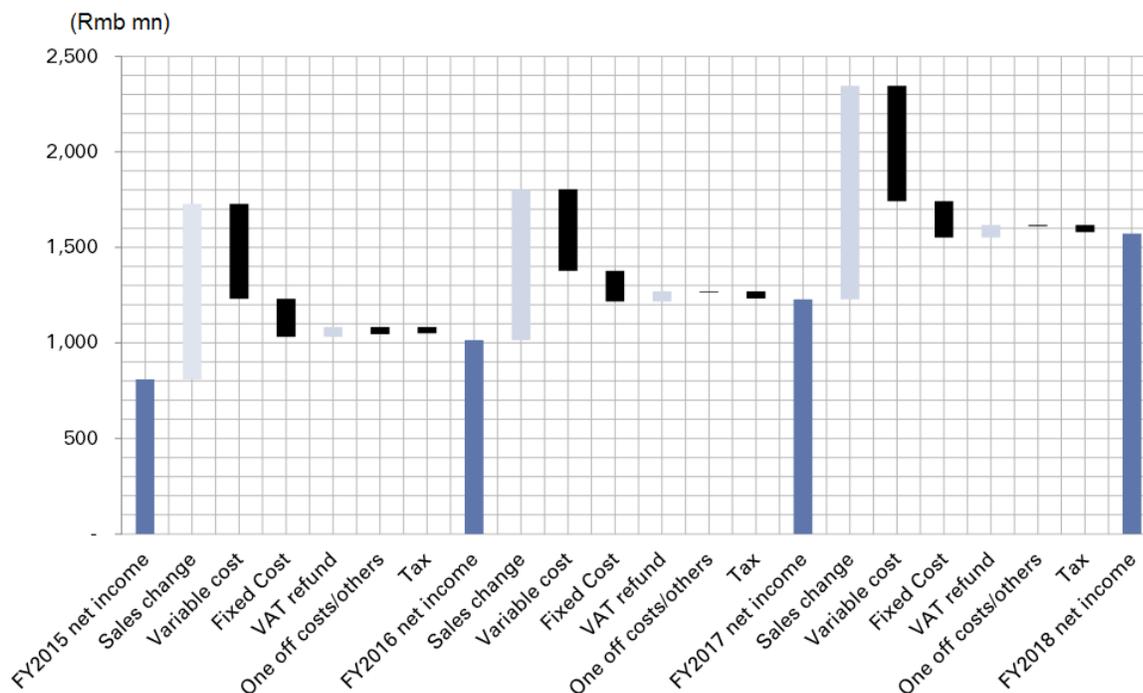
Ticker	Company	Rating	CROCI (%)								2011-2015 avg CROCI		2016E-2018E avg CROCI	
			2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2011-2015	2016E-2018E		
6861.T	Keyence	Neutral	15.0%	13.3%	21.3%	30.9%	40.4%	31.8%	34.2%	37.6%	24.2%	34.5%		
2395.TW	Advantech	Sell	31.6%	23.0%	29.9%	25.6%	25.8%	24.1%	23.6%	23.9%	27.2%	23.9%		
300124.SZ	Inovance	Buy*	12.6%	10.1%	18.7%	19.8%	20.9%	24.0%	20.2%	22.5%	16.4%	22.2%		
002008.SZ	Han's Laser	Buy	18.7%	21.8%	15.2%	22.1%	18.8%	19.5%	21.5%	23.1%	19.3%	21.1%		
ROK	Rockwell	Neutral	22.3%	20.0%	23.4%	22.1%	21.7%	21.3%	20.3%	20.3%	21.9%	20.6%		
HOLI	Hollysys	Neutral	27.4%	28.5%	19.4%	29.2%	26.5%	23.5%	17.8%	16.1%	26.2%	19.1%		
2308.TW	Delta	Buy*	27.1%	22.1%	24.2%	25.6%	24.2%	16.7%	18.1%	18.7%	24.6%	17.9%		
6324.T	HDS	Buy*	28.1%	6.4%	13.5%	16.8%	19.8%	15.6%	18.0%	19.9%	16.9%	17.9%		
6954.T	Fanuc	Buy	32.0%	30.9%	21.6%	21.7%	36.8%	15.1%	16.6%	19.8%	28.6%	17.2%		
6273.T	SMC	Neutral	19.5%	10.7%	16.9%	18.6%	21.0%	12.2%	18.9%	18.8%	17.3%	16.6%		
1882.HK	Haitian	Neutral	23.7%	28.0%	18.3%	17.9%	16.6%	17.9%	16.3%	15.1%	20.9%	16.4%		
1590.TW	AirTAC	Buy*	28.0%	15.3%	21.2%	16.1%	10.3%	12.9%	16.7%	17.7%	18.2%	15.8%		
EMR	Emerson	Sell	16.5%	15.7%	17.0%	16.5%	11.6%	14.7%	13.1%	13.8%	15.4%	13.9%		
HON	Honeywell	Buy	10.0%	13.2%	14.2%	12.9%	13.9%	13.8%	12.9%	13.9%	12.8%	13.5%		
300024.SZ	Siasun Robot	Neutral	13.9%	17.3%	20.7%	22.9%	13.0%	9.8%	11.3%	14.0%	17.6%	11.7%		
ABBN.S	ABB	Neutral	19.3%	15.2%	13.2%	11.7%	10.8%	10.9%	11.5%	12.5%	14.1%	11.6%		
6506.T	Yaskawa	Buy	11.0%	7.9%	7.7%	12.1%	14.5%	10.4%	10.6%	12.9%	10.6%	11.3%		
SIEGn.DE	Siemens	Buy	11.8%	9.4%	12.1%	9.0%	10.6%	10.2%	10.0%	10.2%	10.6%	10.1%		
000988.SZ	Huagong Tech	Neutral	12.0%	7.3%	4.5%	10.4%	10.9%	9.2%	9.9%	10.5%	9.0%	9.9%		
2049.TW	Hiwin	Buy	38.7%	11.8%	12.3%	15.3%	8.1%	8.3%	9.4%	10.6%	17.2%	9.5%		
SCHN.PA	Schneider	Buy*	10.2%	10.2%	9.7%	8.8%	8.2%	8.8%	9.4%	9.9%	9.4%	9.4%		
002527.SZ	STEP Electric	Sell	10.5%	12.7%	14.4%	12.8%	11.2%	9.0%	8.2%	7.9%	12.3%	8.3%		
002747.SZ	Estun Automation	Neutral		15.9%	25.4%	18.1%	15.5%		8.1%	6.9%		18.7%	8.0%	

Q1 CROCI Q2 CROCI
Q3 CROCI Q4 CROCI

资料来源: 高盛全球投资研究、高华证券研究

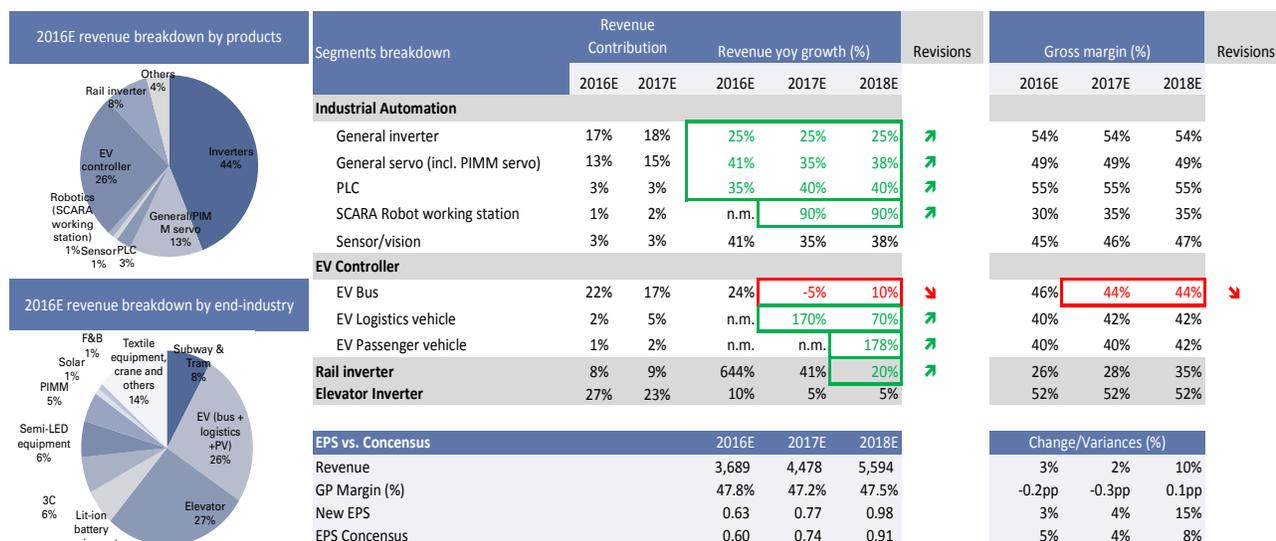
附录

图表20: 2015-2018年预期净利润各因素走势



资料来源: 公司数据, 高华证券研究

图表21: 尽管电动客车补贴削减为不利因素, 但我们预计汇川将受益于强劲的自动化电气化需求
按产品/终端行业划分的收入 vs. 同比增速/毛利率



资料来源: 公司数据, 高华证券研究

图表22: 损益表

Shenzhen Inovance Technology Co., Ltd (300124.SZ)									
In RMB millions									
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
EPS - fully diluted	0.43	0.51	0.63	0.77	0.98	0.11	0.18	0.21	0.27
yoy %	18%	20%	24%	21%	28%	25%	13%	13%	33%
Income statements									
Total sales/revenues	2,243	2,771	3,689	4,478	5,594	742	1,036	1,097	1,602
yoy %	30%	24%	33%	21%	25%	31%	16%	11%	30%
COGS	(1,116)	(1,428)	(1,924)	(2,367)	(2,937)	(392)	(549)	(580)	(845)
Others	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total COGS	(1,116)	(1,428)	(1,924)	(2,367)	(2,937)	(392)	(549)	(580)	(845)
Gross profit	1,127	1,343	1,765	2,111	2,658	350	488	517	757
yoy %	24%	19%	31%	20%	26%	27%	10%	8%	33%
SG&A	(550)	(634)	(833)	(978)	(1,201)	(214)	(229)	(219)	(315)
Other operating income/(expense)	(31)	(55)	(70)	(67)	(78)	(11)	(16)	(16)	(24)
Total operating expense	(582)	(689)	(903)	(1,046)	(1,280)	(226)	(245)	(236)	(339)
EBITDA	587	704	948	1,164	1,489	124	243	281	516
yoy %	23%	20%	35%	23%	28%	31%	11%	14%	33%
Depreciation	(26)	(32)	(54)	(65)	(77)	-	-	-	-
Amortization	(16)	(19)	(34)	(34)	(34)	-	-	-	-
EBIT (operating profit)	545	653	861	1,066	1,378	124	243	281	417
yoy %	22%	20%	32%	24%	29%	31%	11%	14%	39%
Interest income	70	58	42	38	41	10	10	10	10
Interest expense	(1)	(14)	(14)	(14)	(14)	(3)	(3)	(3)	(3)
Net interest income/expense	69	44	28	24	27	6	6	6	6
Total Long-term investment income	3	26	34	41	50	5	6	7	24
Gain/(loss) on asset disposals	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-
Foreign exchange gains/(losses)	0	0	-	-	-	-	-	-	-
Government subsidies	156	175	226	279	345	70	70	70	69
Other non-operating gains/(losses)	3	6	-	-	-	-	-	-	-
Non-operating income/(loss)	231	252	288	345	422	81	82	83	99
Pre-tax profit (income before tax)	775	905	1,150	1,411	1,800	205	325	364	516
yoy %	16%	17%	27%	23%	28%	26%	21%	11%	33%
Income taxes	(85)	(71)	(103)	(141)	(180)	(21)	(33)	(17)	(71)
Minority interest	(24)	(25)	(32)	(41)	(48)	(10)	(10)	(10)	(11)
Preferred dividends	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Extraordinary gain/(loss)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net income	666	809	1,015	1,228	1,572	175	282	338	435
yoy %	19%	21%	25%	21%	28%	25%	13%	13%	33%
EPS - basic	0.43	0.51	0.63	0.77	0.98	0.11	0.18	0.21	0.27
EPS - fully diluted	0.43	0.51	0.63	0.77	0.98	0.11	0.18	0.21	0.27

资料来源: 公司数据、万得、高华证券研究

图表23: 资产负债表

Shenzhen Inovance Technology Co., Ltd (300124.SZ)												
In RMB millions												
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Balance sheets												
Cash and equivalents	49	77	125	2,083	1,836	2,000	2,097	1,830	1,392	1,273	1,367	1,527
incl. Time deposit	-	-	-	1,921	1,646	1,915	1,945	1,541	1,231	1,231	1,231	1,231
Net receivables	26	45	75	170	309	497	808	1,232	1,402	1,920	2,331	2,912
Inventory/stocks	40	35	59	120	246	156	322	439	576	791	973	1,207
Other current assets	-	-	-	9	14	27	65	488	1,303	1,303	1,563	1,876
Current assets	115	157	259	2,382	2,405	2,680	3,292	3,989	4,674	5,286	6,233	7,521
Gross PP&E/Fixed assets	-	-	-	36	213	240	269	306	718	890	1,062	1,234
Accumulated depreciation	-	-	-	(11)	(21)	(38)	(62)	(87)	(123)	(177)	(242)	(319)
Net PP&E/Fixed assets	6	10	17	25	193	202	207	219	594	713	820	916
Gross intangible assets	-	-	-	13	71	78	188	188	504	504	504	504
Accumulated amortization	-	-	-	(1)	(3)	(7)	(14)	(27)	(42)	(76)	(109)	(143)
Net intangibles	2	3	12	11	68	71	175	162	462	429	395	361
Total long-term investments	-	-	-	-	-	-	-	4	3	14	56	105
Other investments	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other long-term assets	1	2	2	44	7	20	122	298	214	241	269	297
Total assets	123	171	290	2,463	2,673	2,973	3,795	4,671	5,947	6,683	7,773	9,201
Accounts payable	32	26	61	120	111	171	383	803	1,304	1,423	1,751	2,172
Short-term debt and current portion of lor	-	-	-	-	-	-	-	-	63	23	23	23
Other current liabilities	6	18	13	40	37	73	145	172	208	318	425	596
Current liabilities	38	44	74	161	148	245	528	974	1,575	1,764	2,198	2,791
Long-term debt	-	-	-	-	-	-	-	-	13	13	13	13
Other long-term liabilities/creditors	-	-	-	6	12	23	34	51	69	78	78	78
Total long-term liabilities	-	-	-	6	12	23	34	51	82	91	91	91
Total liabilities	38	44	74	167	159	267	562	1,025	1,657	1,855	2,289	2,882
Preferred shares	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Share capital	3	81	81	108	216	389	782	795	795	795	795	795
Total reserves	13	21	29	1,879	1,810	1,657	1,744	1,532	1,772	1,772	1,772	1,772
Retained earnings	69	25	106	308	479	646	940	1,154	1,492	2,000	2,614	3,400
Treasury stock	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other common equity	-	-	-	-	(1)	(1)	(1)	-	-	-	-	-
Total common equity	85	127	216	2,294	2,504	2,692	3,072	3,468	4,060	4,567	5,181	5,967
Minority interest (balance sheet)	(0)	0	0	1	10	14	162	178	230	262	303	351
Total shareholders funds/equity	85	127	216	2,295	2,514	2,706	3,234	3,646	4,290	4,829	5,484	6,318
Total liabilities and equity	123	171	290	2,463	2,673	2,973	3,795	4,671	5,947	6,683	7,773	9,201

资料来源: 公司数据、万得、高华证券研究

图表24: 现金流量表

Shenzhen Inovance Technology Co., Ltd (300124.SZ)												
In RMB millions												
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Cash flow statements												
Income pre-preferred share dividends	49	56	103	220	340	318	560	666	809	1,015	1,228	1,572
Minority interest add-back	6	(0)	0	1	6	3	9	24	25	32	41	48
Depreciation and amortization add-back	2	2	4	6	12	24	31	42	50	87	99	110
Investment income	(1)	(0)	-	(0)	-	-	-	(3)	(26)	(34)	(41)	(50)
(Increase)/decrease in working capital	(20)	(9)	(21)	(82)	(307)	(22)	(128)	(171)	(31)	(613)	(265)	(394)
Accounts receivable	(18)	(21)	(40)	(92)	(140)	(234)	(284)	(460)	(375)	(518)	(411)	(581)
Inventory	(17)	5	(23)	(61)	(127)	90	(144)	(117)	(114)	(214)	(182)	(234)
Accounts payable	15	7	43	71	(39)	122	300	406	458	119	327	422
Other operating cash flow items	0	(0)	1	2	(46)	(59)	(20)	(34)	(25)	9	(261)	(313)
Cash flow from operations	36	47	86	147	6	263	452	524	802	495	801	974
Capital expenditure	(3)	(17)	(11)	(48)	(166)	(38)	(71)	(128)	(208)	(200)	(200)	(200)
Acquisitions	(26)	(1)	-	(70)	-	-	(98)	(987)	(3,808)	(2,259)	-	-
Divestiture	26	1	0	71	1	0	0	585	2,820	2,282	-	-
Other investment cash flow items	0	-	-	(1,921)	319	(216)	(11)	450	419	-	-	-
Cash flow from investing	(3)	(16)	(11)	(1,969)	154	(254)	(181)	(80)	(776)	(177)	(200)	(200)
Dividends paid (common and preferred)	(8)	(2)	(28)	-	(130)	(133)	(237)	(401)	(411)	(398)	(507)	(614)
Share repurchase/issue (change in comr)	-	-	-	1,865	-	-	-	72	190	-	-	-
Increase in debt	-	-	-	-	-	-	-	-	15	-	-	-
Debt repayments	-	-	-	-	-	-	-	-	(20)	(40)	-	-
Increase/(decrease) in preferred shares	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Change in minority interest	0	0	-	-	1	5	21	5	-	-	-	-
Other financing cash flow items	-	(1)	(0)	(6)	(2)	13	12	16	73	-	-	-
Cash flow from financing	(8)	(3)	(28)	1,859	(131)	(115)	(204)	(308)	(154)	(438)	(507)	(614)
Effect of foreign exchange rate change	-	-	-	-	(1)	0	(1)	0	1	-	-	-
Total cash flow	25	28	47	37	29	(105)	67	137	(127)	(119)	94	160

资料来源: 公司数据、万得、高华证券研究

图表25: 汇川技术历史股价表现 vs. 公司大事时间表

Pre-announcement results	1Q12	1H12	9M12	FY12	1Q13	1H13	9M13	FY13	1Q14	1H14	9M14	FY14	1Q15	1H15	9M15	FY15	1Q16	1H16	9M16	FY16
Revenue yoy growth%					25~35%	25~40%	28~39%	45~50%		35~50%	35~39%	25~35%			15~20%	20~30%	20~30%	25~35%	25~35%	
Net profit yoy growth%	-15~25%	-10~20%	-2~10%	0%~10%	20~35%	50~65%	63~76%	60~85%	45~70%	25~40%	10~20%	12~25%	0~10%	0~10%	20~30%	18~28%	0~15%	12~22%	12~22%	10~30%

EV controller segment	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
Yutong EV bus vol. yoy	21%	244%	383%	169%	-36%	195%	-2%	30%
EV-logistics revenue yoy								
EV-PV revenue yoy								

FY17E	FY18E
21%	28%

FY17E	FY18E
170%	178%



- Catalysts:**
- 1 Industrial Automation data points
 - 2 Electric logistics vehicle market data
 - 3 Electric passenger vehicle market data
 - 4 Subway/tram orders
- Events:**
- 1 Jan-Feb 2017: FY16 re-announcement
 - 2 Mar-Apr 2017: FY16 results

资料来源: 公司数据、datastream、高华证券研究

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。

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

杜茜：A 股工业、中国工业。

A 股工业：中交建(A)、中国铁建(A)、中国中铁(A)、中国中车(A)、东方电气(A)、埃斯顿、柳工、大族激光、中恒电气、合力、平高电气、华工科技、三一重工、上海电气(A)、新时达、山推、汇川技术、机器人、天地科技、郑煤机、中联重科(A)。

中国工业：中交建(H)、中国机械工程、中国铁建(H)、中国中铁(H)、中国通号、中国建筑国际、中国中车(H)、东方电气(H)、海天国际、和利时、龙工、三一国际、上海电气(H)、中石化炼化工程、长飞光纤、株洲中车时代电气、中联重科(H)。

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：汇川技术 (Rmb19.38)

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。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。

高盛高华是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的建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。

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 © 2017 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。