

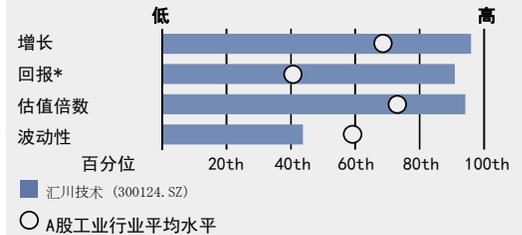


新能源车将推动 2018-19E EPS 加速增长；重申买入评级 (强力买入名单)

建议理由

高华中国汽车业研究团队认为，新版新能源车双积分管理政策（2018/19/20年8%/10%/12%的积分比例要求）体现了政府支持中国新能源汽车发展的愿望，并有利于产业链上的优质供应商。我们现假设2018/19年汇川技术在电动乘用车控制器市场上的份额为6%/10%，如果市场份额提升至16%（与其2016年电动客车/货运车业务的市场份额相当，受目前到潜在市场充足的支撑），那么我们认为每股盈利将存在7-12%的上行空间。我们重申买入评级（位于强力买入名单）；尽管年初以来新能源商用车销售速度缓慢可能导致2017年二季度每股盈利增长受挫，但我们仍认为2017-19年预期每股盈利具有加速潜力（同比增长31%）。我们将目标价格上调3%至人民币29.80元（上行空间为20%）。

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。

推动因素

1) 2018-20年新能源乘用车的大环境将变得更有利：6月13日工信部发布了双积分管理制度的征求意见稿，可能进一步提振新能源汽车在中国的发展；2) 2017年下半年至2018年电动物流车的市场前景强劲，原因在于菜鸟、京东与东风和/或上汽签署了多项合作协议，未来几年里将投入使用新能源物流车；3) 工业自动化业务的份额持续增长，应会为业务整体提供有力的支撑，其中低压变频器/伺服/可编程逻辑控制器2017-19年预期销售额年均复合增长15%/33%/40%（假设在中国市场上的份额从2016年的9%/7%/2%达到2019年的12%/12%/4%）。

估值

我们将2017-19年每股盈利预测调整了-3%/+2%/+5%，并将12个月目标价格上调3%至人民币29.80元（基于3.1倍的2018年预期EV/GCI vs. CROCI/WACC，溢价为10%）。汇川技术当前对应36倍/27倍/21倍的2017-19年预期市盈率，而2017-19年预期每股盈利的年均复合增速为31%，高于2015-2016年的18%。

主要风险

1) 电动乘用车市场的发展慢于预期；2) 电动汽车业务的利润率低于预期。

主要数据

	当前
股价 (Rmb)	24.81
12个月目标价格 (Rmb)	29.80
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	41,311.4 / 6,051.8
外資持股比例 (%)	--

	12/16	12/17E	12/18E	12/19E
每股盈利 (Rmb) 新	0.56	0.68	0.92	1.20
每股盈利调整幅度 (%)	0.0	(3.4)	1.6	5.0
每股盈利增长 (%)	10.0	21.4	34.7	31.2
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	0.56	0.68	0.92	1.20
市盈率 (X)	34.0	36.5	27.1	20.7
市净率 (X)	6.7	7.8	6.8	5.9
EV/EBITDA (X)	34.3	37.0	28.1	21.6
股息收益率 (%)	1.4	1.4	1.8	2.4
净资产回报率 (%)	21.2	22.6	26.9	30.6
CROCI (%)	22.5	15.9	19.0	21.8

股价走势图



股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	10.5	26.1	31.7
相对于沪深300指数	7.4	17.6	15.6

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet（股价为6/20/2017收盘价）

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(21)2401-8948 jacqueline.du@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

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)	12/16	12/17E	12/18E	12/19E	资产负债表(Rmb mn)	12/16	12/17E	12/18E	12/19E
主营业务收入	3,660.0	4,505.5	5,807.5	7,413.9	现金及等价物	1,703.1	1,748.3	1,637.7	1,593.0
主营业务成本	(1,899.0)	(2,378.7)	(3,065.2)	(3,894.2)	应收账款	2,164.6	2,468.8	3,182.2	4,062.4
销售、一般及管理费用	(505.2)	(623.1)	(767.5)	(942.0)	存货	751.0	938.5	1,209.3	1,536.3
研发费用	(385.3)	(450.6)	(580.7)	(741.4)	其它流动资产	1,771.6	2,126.0	2,551.1	3,061.4
其它营业收入/(支出)	(76.9)	(80.2)	(81.3)	(103.8)	流动资产	6,390.3	7,281.5	8,580.3	10,253.1
EBITDA	885.2	1,079.7	1,431.0	1,862.2	固定资产净额	638.0	748.6	847.8	935.4
折旧和摊销	(91.6)	(106.7)	(118.2)	(129.7)	无形资产净额	605.8	560.7	515.5	470.4
EBIT	793.6	972.9	1,312.8	1,732.5	长期投资	217.8	255.4	302.3	361.0
利息收入	31.4	51.1	52.4	49.1	其它长期资产	122.0	149.7	177.5	205.3
财务费用	(22.3)	(22.3)	(22.3)	(22.3)	资产合计	7,973.9	8,995.9	10,423.4	12,225.3
联营公司	30.1	37.6	47.0	58.7	应付账款	1,158.1	1,466.3	1,889.5	2,400.5
其它	211.0	262.6	354.8	463.3	短期贷款	117.1	117.1	117.1	117.1
税前利润	1,043.6	1,301.9	1,744.6	2,281.3	其它流动负债	1,580.4	1,688.3	1,884.8	2,122.6
所得税	(63.5)	(130.2)	(174.5)	(228.1)	流动负债	2,855.6	3,271.8	3,891.4	4,640.3
少数股东损益	(48.3)	(40.0)	(45.5)	(52.9)	长期贷款	11.0	11.0	11.0	11.0
优先股股息前净利润	931.8	1,131.7	1,524.7	2,000.3	其它长期负债	125.0	125.0	125.0	125.0
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	136.0	136.0	136.0	136.0
非经常性项目前净利润	931.8	1,131.7	1,524.7	2,000.3	负债合计	2,991.6	3,407.8	4,027.4	4,776.3
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	931.8	1,131.7	1,524.7	2,000.3	普通股权益	4,715.8	5,281.6	6,044.0	7,044.1
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	0.56	0.68	0.92	1.20	少数股东权益	266.5	306.5	352.0	404.9
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.56	0.68	0.92	1.20	负债及股东权益合计	7,973.9	8,995.9	10,423.4	12,225.3
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.56	0.68	0.92	1.20	每股净资产(Rmb)	2.83	3.17	3.63	4.23
每股股息(Rmb)	0.28	0.34	0.46	0.60					
股息支付率(%)	49.1	50.0	50.0	50.0					
自由现金流收益率(%)	0.9	1.2	1.1	1.7					
增长率和利润率(%)	12/16	12/17E	12/18E	12/19E	比率	12/16	12/17E	12/18E	12/19E
主营业务收入增长率	32.1	23.1	28.9	27.7	GROCI (%)	22.5	15.9	19.0	21.8
EBITDA增长率	25.8	22.0	32.5	30.1	净资产回报率(%)	21.2	22.6	26.9	30.6
EBIT增长率	21.5	22.6	34.9	32.0	总资产回报率(%)	13.4	13.3	15.7	17.7
净利润增长率	15.1	21.4	34.7	31.2	平均运用资本回报率(%)	30.5	31.1	34.9	37.3
每股盈利增长	10.0	21.4	34.7	31.2	存货周转天数	127.6	129.6	127.9	128.7
毛利率	48.1	47.2	47.2	47.5	应收账款周转天数	177.9	187.7	177.6	178.3
EBITDA利润率	24.2	24.0	24.6	25.1	应付账款周转天数	203.7	201.3	199.8	201.1
EBIT利润率	21.7	21.6	22.6	23.4	净负债/股东权益(%)	(31.6)	(29.0)	(23.6)	(19.7)
					EBIT利息保障倍数(X)	NM	NM	NM	NM
现金流量表(Rmb mn)	12/16	12/17E	12/18E	12/19E	估值	12/16	12/17E	12/18E	12/19E
优先股股息前净利润	931.8	1,131.7	1,524.7	2,000.3	基本市盈率(X)	34.0	36.5	27.1	20.7
折旧及摊销	91.6	106.7	118.2	129.7	市净率(X)	6.7	7.8	6.8	5.9
少数股东权益	48.3	40.0	45.5	52.9	EV/EBITDA(X)	34.3	37.0	28.1	21.6
运营资本增减	(632.8)	(183.4)	(561.0)	(696.3)	企业价值/总投资现金(X)	5.8	6.7	5.9	5.0
其它	(18.6)	(391.9)	(472.2)	(568.9)	股息收益率(%)	1.4	1.4	1.8	2.4
经营活动产生的现金流	420.3	703.1	655.2	917.7					
资本开支	(136.8)	(200.0)	(200.0)	(200.0)					
收购	(4,517.8)	0.0	0.0	0.0					
剥离	3,826.6	0.0	0.0	0.0					
其它	427.7	0.0	0.0	0.0					
投资活动产生的现金流	(400.2)	(200.0)	(200.0)	(200.0)					
支付股息的现金(普通股和优先股)	(414.8)	(457.9)	(565.8)	(762.3)					
借款增减	90.7	0.0	0.0	0.0					
普通股发行(回购)	583.9	0.0	0.0	0.0					
其它	435.1	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	695.0	(457.9)	(565.8)	(762.3)					
总现金流	716.7	45.2	(110.7)	(44.7)					

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

New energy CV sales slow YTD; 2Q EPS growth likely below trend 4

...while bigger picture new energy PV has turned more favorable 6

Consistent automation share gains provide solid support 7

Reiterate Buy (CL); well positioned for 2018-19E EPS acceleration 10

Disclosure Appendix 11

本报告收盘价截至 2017 年 6 月 19 日，除非另有说明。

相关研究：

新版双积分管理机制有望推动中国新能源汽车销售；2017 年 6 月 19 日，作者为高华中国汽车业研究团队：杨一朋、丁好倩

汇川技术 (300124.SZ) 买入：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%；2017 年 1 月 11 日

高华证券感谢高盛分析师贺美琪，CFA 和叶贤亮在本报告中的贡献。

图表1: 高盛覆盖的全球自动化行业估值表

Company	Ticker	PCY	Last closing price	Target price	Upside/ (downside)	Rating	Mkt Cap (US\$bn)	17-19E EPS CAGR	P/E				R/B				EV/EBITDA				ROE				CROCI				Dividend yield			
									2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
China onshore																																
Inovance	300124.SZ	CNY	24.7	29.8	21%	Buy*	6.0	33%	44.1x	36.3x	27.0x	20.6x	8.7x	7.8x	6.8x	5.8x	34.3x	39.9x	27.8x	21.5x	20%	21%	25%	29%	22%	16%	19%	22%	1%	1%	2%	2%
Hant's Laser	002098.SZ	CNY	31.7	35.0	11%	Buy	4.9	23%	44.8x	28.9x	23.5x	19.0x	8.4x	5.4x	4.5x	3.7x	29.8x	24.6x	20.2x	16.4x	14%	19%	20%	21%	19%	21%	22%	22%	1%	1%	1%	1%
Siasun Robot	300024.SZ	CNY	19.2	19.4	1%	Neutral	4.4	25%	73.1x	61.1x	48.3x	39.2x	5.4x	5.0x	4.6x	4.2x	116.4x	76.0x	64.4x	56.8x	8%	8%	10%	11%	10%	10%	12%	14%	0%	0%	0%	0%
HG Tech	000988.SZ	CNY	14.1	14.8	5%	Neutral	1.8	20%	54.5x	44.8x	36.1x	31.0x	4.0x	3.7x	3.4x	3.1x	42.8x	31.7x	26.2x	23.1x	7%	8%	10%	10%	13%	10%	11%	11%	0%	0%	1%	1%
Estun Automation	002747.SZ	CNY	12.1	9.0	-25%	Neutral	1.5	40%	145.6x	94.0x	67.4x	47.9x	6.9x	6.5x	6.1x	5.6x	165.9x	120.2x	81.2x	63.2x	7%	7%	9%	12%	11%	7%	11%	11%	1%	0%	0%	1%
STEP Electric	002527.SZ	CNY	10.7	9.2	-14%	Sell	1.0	4%	38.6x	30.5x	29.9x	28.3x	2.4x	2.3x	2.2x	2.0x	39.6x	29.3x	28.6x	23.7x	7%	8%	7%	7%	10%	8%	7%	7%	1%	1%	1%	1%
Median					8%		2.3	29%	59.3x	42.2x	29.6x	27.6x	6.6x	6.0x	5.3x	4.6x	46.7x	37.9x	27.1x	22.3x	11%	12%	15%	16%	16%	13%	16%	18%	1%	0%	1%	1%
China offshore																																
Hollysys	HOLI	USD	17.1	17.6	3%	Neutral	1.0	19%	8.5x	11.9x	9.4x	8.4x	1.5x	1.4x	1.2x	1.1x	7.7x	7.9x	5.9x	4.9x	19%	12%	14%	14%	23%	14%	15%	14%	0%	1%	1%	1%
Haifan	1882.HK	HKD	20.9	17.2	-18%	Neutral	4.3	5%	18.8x	16.3x	15.6x	14.9x	3.3x	2.8x	2.5x	2.3x	9.1x	13.3x	12.5x	11.5x	18%	18%	17%	16%	13%	12%	11%	11%	3%	2%	2%	2%
Median					-7%		2.7	12%	13.6x	14.1x	12.5x	11.6x	2.4x	2.1x	1.9x	1.7x	8.4x	10.6x	9.2x	8.2x	19%	15%	15%	18%	13%	13%	13%	1%	2%	1%	2%	
Japan																																
HDS	6324.T	JPY	4,030	4,800	19%	Buy	3.3	-30%	73.8x	18.7x	45.0x	37.7x	9.9x	6.7x	6.0x	5.4x	22.0x	29.3x	23.8x	19.8x	13%	41%	14%	15%	16%	14%	14%	15%	1%	1%	1%	1%
THK	6481.T	JPY	3,185	4,100	29%	Buy*	3.7	17%	24.0x	17.5x	13.9x	12.8x	1.6x	1.5x	1.4x	1.3x	6.7x	7.8x	6.1x	5.4x	7%	9%	10%	10%	10%	11%	11%	11%	2%	1%	2%	2%
Yaskawa	6506.T	JPY	2,478	2,900	17%	Buy	5.9	32%	29.5x	32.4x	21.8x	18.5x	3.6x	3.3x	3.0x	2.6x	6.4x	10.4x	11.7x	10.0x	12%	11%	14%	15%	10%	13%	14%	15%	1%	1%	1%	1%
Keyence	6861.T	JPY	50,310	51,000	1%	Neutral	54.8	18%	22.2x	39.8x	32.5x	28.7x	2.9x	5.2x	4.5x	4.0x	6.2x	17.6x	20.1x	17.2x	14%	14%	15%	15%	32%	31%	37%	40%	1%	1%	0%	0%
Delia	6383.T	JPY	3,400	3,450	1%	Neutral	3.8	17%	30.8x	25.1x	20.7x	18.2x	3.3x	3.0x	2.7x	2.4x	8.7x	8.8x	11.3x	9.9x	11%	12%	14%	14%	17%	12%	16%	17%	2%	2%	1%	1%
OKD	6407.T	JPY	1,724	2,050	19%	Buy	1.0	14%	19.5x	15.3x	12.4x	11.9x	1.6x	1.5x	1.4x	1.3x	5.2x	4.5x	5.8x	5.2x	8%	10%	12%	12%	9%	13%	13%	12%	2%	3%	2%	2%
Omon	6945.T	JPY	4,760	5,300	11%	Neutral	11.0	13%	21.5x	22.1x	19.2x	17.2x	2.3x	2.2x	2.0x	1.9x	9.2x	7.5x	8.2x	7.3x	10%	10%	11%	11%	12%	14%	13%	14%	2%	2%	2%	2%
Fanuc	6954.T	JPY	21,725	26,000	20%	Buy	37.8	12%	26.5x	33.0x	28.1x	26.5x	3.2x	3.1x	2.9x	2.8x	14.3x	16.0x	15.9x	14.5x	11%	9%	11%	11%	15%	16%	19%	19%	2%	2%	2%	2%
SMC	6273.T	JPY	34,600	36,000	4%	Neutral	21.3	4%	25.2x	20.6x	19.8x	18.9x	2.5x	2.3x	2.1x	1.9x	11.8x	9.5x	10.3x	9.4x	10%	11%	11%	11%	15%	21%	19%	1%	1%	1%	1%	1%
Median					17%		5.9	14%	25.2x	22.1x	20.7x	18.5x	2.9x	3.0x	2.7x	2.4x	8.7x	9.5x	11.3x	9.9x	11%	11%	12%	12%	15%	14%	14%	2%	1%	1%	1%	
Taiwan																																
Hwin	2049.TW	TWD	204	236	16%	Buy*	1.8	25%	42.2x	25.4x	19.5x	16.2x	4.0x	3.6x	3.3x	3.0x	17.3x	17.4x	14.6x	12.2x	9%	14%	17%	19%	8%	11%	12%	13%	1%	1%	2%	2%
AiTAC	1590.TW	TWD	328	392	20%	Buy	1.9	15%	30.6x	19.5x	16.6x	14.6x	5.5x	4.8x	4.2x	3.9x	13.8x	13.9x	11.8x	10.5x	18%	26%	27%	27%	12%	18%	19%	20%	2%	3%	3%	0%
Delta	2308.TW	TWD	164	190	16%	Buy	14.0	11%	22.7x	20.5x	18.3x	16.6x	3.4x	3.2x	3.1x	2.9x	12.4x	12.3x	10.9x	9.8x	15%	16%	17%	17%	21%	17%	18%	18%	3%	3%	4%	4%
Advantech	2395.TW	TWD	238	198	-17%	Sell	5.0	11%	26.5x	25.8x	23.2x	21.0x	6.0x	5.6x	5.2x	4.9x	20.0x	18.9x	17.0x	15.3x	23%	22%	23%	24%	30%	23%	24%	25%	3%	3%	3%	3%
Median					0%		9.5	11%	24.6x	23.1x	20.7x	18.8x	4.7x	4.4x	4.2x	3.9x	16.2x	15.6x	14.0x	12.6x	19%	20%	21%	25%	20%	21%	22%	3%	3%	3%	4%	
Europe																																
ABB	ABBN.S	CHF	24.8	24	-3%	Neutral	54.7	16%	27.9x	20.2x	16.9x	15.0x	3.9x	4.0x	3.8x	3.5x	9.2x	10.5x	9.4x	8.6x	21%	22%	24%	25%	12%	13%	14%	15%	4%	3%	3%	3%
Schneider	SCHN.PA	EUR	69.2	85	23%	Buy*	42.9	15%	22.4x	17.6x	15.2x	13.3x	1.9x	1.8x	1.7x	1.7x	10.0x	10.1x	9.0x	8.0x	10%	11%	12%	13%	9%	9%	10%	4%	3%	3%	3%	
Siemens	SEGD.DE	EUR	126.5	112	-11%	Sell	113.7	1%	19.0x	16.7x	17.3x	16.4x	3.0x	2.5x	2.4x	2.2x	7.8x	9.1x	9.4x	9.1x	17%	18%	16%	15%	10%	10%	10%	4%	3%	3%	3%	
Median					23%		42.9	15%	22.4x	17.6x	15.2x	13.3x	1.9x	1.8x	1.7x	1.7x	10.0x	10.1x	9.0x	8.0x	10%	11%	12%	13%	9%	9%	10%	4%	3%	3%	3%	
US																																
Rozwell	ROK	USD	164	167	2%	Neutral	21.5	13%	29.5x	25.8x	22.9x	20.1x	10.8x	9.5x	8.9x	8.0x	11.7x	15.7x	13.8x	12.2x	37%	41%	42%	43%	21%	24%	23%	24%	3%	2%	2%	2%
Emerson	EMR	USD	61	65	6%	Neutral	39.6	13%	23.0x	24.4x	20.8x	19.2x	5.2x	4.8x	4.7x	4.4x	10.1x	12.6x	10.9x	10.1x	23%	21%	23%	24%	15%	11%	16%	16%	4%	3%	3%	3%
Honeywell	HON	USD	136	140	3%	Buy	105.2	9%	21.4x	19.0x	17.5x	16.1x	5.4x	4.5x	4.1x	4.1x	11.6x	12.8x	11.6x	10.9x	27%	26%	24%	25%	13%	14%	14%	15%	2%	2%	2%	2%
Median					4%		30.6	13%	26.2x	25.1x	21.9x	19.6x	8.0x	7.2x	6.8x	6.2x	10.9x	14.1x	12.4x	11.1x	30%	31%	32%	33%	18%	18%	19%	20%	3%	2%	3%	3%

Note: * Denotes stock is on our regional Conviction List. TPs are on a 12-month time frame. Price as of June 19, 2017.

资料来源：公司数据、Datastream、高盛全球投资研究、高华证券研究

年初以来新能源商用车销售缓慢；二季度每股盈利增速可能低于趋势水平

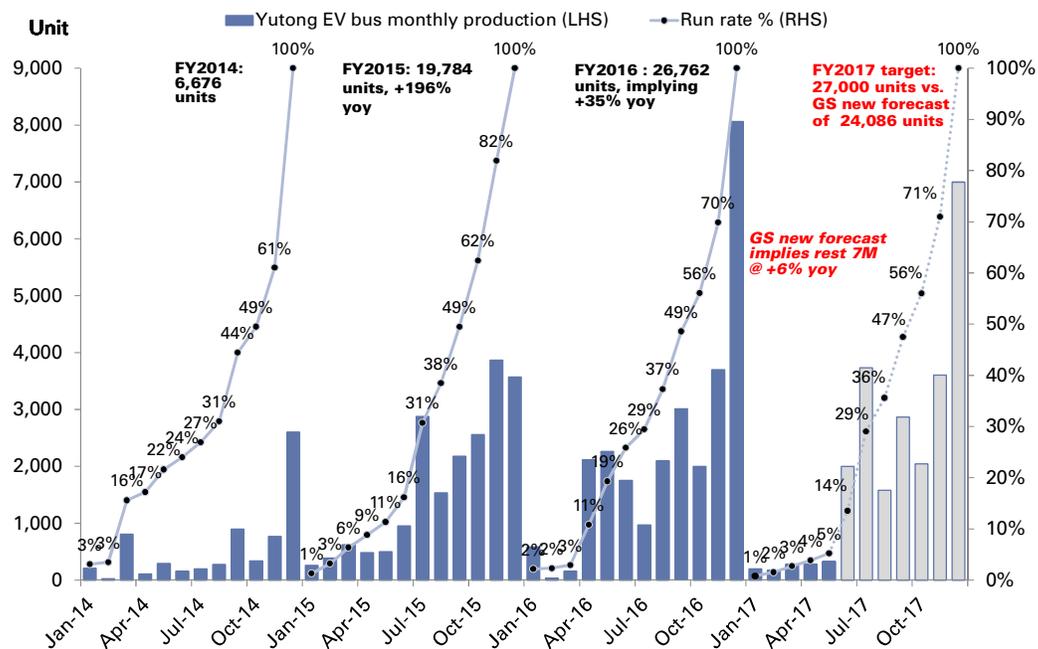
年初以来新能源客车销售缓慢，物流车销售尚未加速...

2017年前五个月宇通客车的电动客车销量（电动客车控制器销售额占汇川技术2016年收入的22%）一直低于预期，销量占2017年公司目标的比例仅为5%，而过去三年1-5月的均值为17%。这可能是因为中央政府的相关购车补贴下降（2017年电动客车补贴下降25-70%，而且累计行驶里程达到3万公里才能获得补贴）。

尽管如此，在五个月的政策影响消化期过后，6月份销量似乎出现小幅复苏，但我们认为宇通客车原先27,000辆的2017年销售目标存在挑战。因此，我们将汇川技术2017年电动客车控制器的销售额预测下调了9%，意味着剩余7个月电动客车销售增速为个位数中端水平（同比6%）。

图表2: 年初以来宇通客车的电动车销售一直较为缓慢；因此我们调整了对汇川技术2017年电动客车控制器的销售预测

宇通客车的月度电动客车销量和销售去化率



资料来源：万得、公司数据、高华证券研究

在新能源商用车控制器业务中，年初以来物流车需求尚未出现明显加速，但我们仍看好2017年下半年至2018年的销售前景，因为：1) 从需求角度来看，我们认为菜鸟、京东和/或与东风、上汽签署的多项合作协议将使新能源物流车在未来几年里投入使用（图表3）；2) 补贴支持可能在2018年后逐步取消，表明汽车企业有较强的动力在这之前推动销售。

图表3: 从需求角度来看, 多项已公布的合作协议 (包括菜鸟、京东与东风和/或上汽) 将在未来几年里将投入使用新能源物流车
物流/电商企业最近表示的新能源物流车计划

Logistics/e-commerce companies	Events
Cainiao	Partner with DF Motor, SAIC and etc. to put 1 million units of new energy logistics vehicles into use in future 5 years.
JD.com	Replace all logistics trucks into new energy vehicles in 5 years.
JD.com	Signed strategic agreement with DF Motor, and will start to test run new energy logistics vehicles
Xin Wo Yun Li (新沃运力) - one of the largest new energy CV leasing companies	Plan to put into use of 1)10k heavy truck 2)60k light truck 3)10k light van into operation during 2017E; expand operation to 120 cities with accumulative 400k pure electric vehicles by 2019E

资料来源: 维科网, 多个新闻来源 (即新浪网、搜狐网等), 公司数据

2017年二季度盈利增长可能低于趋势水平, 我们小幅下调了2017年预测

我们下调了对电动客车控制器和电动物流车控制器的2017年二季度销售预测, 原因在于年初以来销售速度放缓。目前我们预计电动车控制器业务收入为人民币8.98亿元 (原为9.89亿元), 主要集中在后期 (上半年/下半年占比分别为12%/88%), 表明2017年上半年该业务收入可能同比下降64%。我们将2017年收入/净利润预测分别小幅下调了2%/3%, 原因在于2017年上半年电动车业务对公司总收入的贡献有限。我们预计2017年收入/净利润分别为人民币45.06亿元/11.32亿元, 同比增长23%/21%, 其中2017年二季度预期每股盈利增速 (同比11%) 暂时低于趋势水平, 2017年三至四季度逐步复苏。

图表4: 我们下调了2017年上半年预测, 并将2017年收入/每股盈利预测小幅下调了2%/3%
收入/每股盈利/利润率预测调整

Inovance (300124.SZ, Buy*)	1H17	2H17	2017 New	2018 New	2019 New	2017 Old	2018 Old	2019 Old	2017 Change	2018 Change	2019 Change
Revenue (Rmb mn)	1,795	2,710	4,506	5,807	7,414	4,608	5,763	7,094	-2%	1%	5%
yoy%	23%	23%	23%	29%	28%	26%	25%	23%			
Intelligent equipment & Robotics											
Inverters	933	1,023	1,956	2,289	2,647	1,956	2,289	2,647	0%	0%	0%
Elevator-related inverter	470	546	1,016	1,067	1,121	1,016	1,067	1,121	0%	0%	0%
General inverter	463	477	940	1,221	1,527	940	1,221	1,527	0%	0%	0%
General/PIMM servo	389	349	739	990	1,311	739	990	1,311	0%	0%	0%
PLC	77	72	149	208	292	149	208	292	0%	0%	0%
Sensor	30	15	45	59	76	45	59	76	0%	0%	0%
New energy & Rail											
EV controller	104	794	898	1,405	2,061	989	1,328	1,620	-9%	6%	27%
Rail inverter	146	191	337	388	462	337	388	462	0%	0%	0%
Gross profit (Rmb mn)	847	1,280	2,127	2,742	3,520	2,181	2,727	3,404	-2%	1%	3%
EBIT (Rmb mn)	331	642	973	1,313	1,733	1,022	1,301	1,660	-5%	1%	4%
Net profit (Rmb mn)	449	683	1,132	1,525	2,000	1,172	1,500	1,904	-3%	2%	5%
EPS (Rmb)	0.28	0.40	0.68	0.92	1.20	0.70	0.90	1.14	-3%	2%	5%
yoy%	16%	26%	21%	35%	31%	26%	28%	27%			
Gross margin (%)	47.2%	47.2%	47.2%	47.2%	47.5%	47.3%	47.3%	48.0%	-0.1pp	-0.1pp	-0.5pp
EBIT margin (%)	18.5%	23.7%	21.6%	22.6%	23.4%	22.2%	22.6%	23.4%	-0.6pp	0pp	0pp
Net margin (%)	25.0%	25.2%	25.1%	26.3%	27.0%	25.4%	26.0%	26.8%	-0.3pp	0.2pp	0.1pp

资料来源: 公司数据, 高华证券研究

...而新能源乘用车的大环境变得更加有利

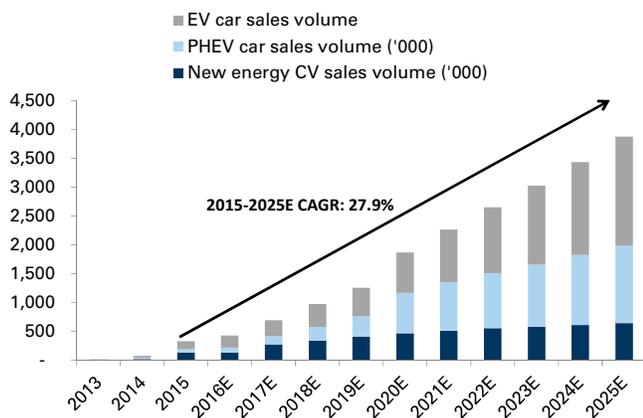
新版双积分管理机制将提振新能源乘用车销售

6月13日工信部发布了《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法（征求意见稿）》。这套双积分管理办法如果获批，则将从2018年开始实行，适用于所有销售乘用车的企业（包括整车生产企业和进口商而无论燃料类型）。

我们的高华中国汽车业研究团队认为，2018-20年8%/10%/12%的新能源车积分比例要求（无延迟）体现了政府支持中国新能源汽车发展的愿望，并预计长期内将带动新能源汽车的需求增长（2017-2020年预期年均复合增速为50%，而此前预测为43%）。此外，该团队认为新能源车单车积分核算方法的调整以及新提出的能源效率要求或将有利于续航里程相对较长、效率较高的纯电动车或产业链上的优质供应商（更多详细信息请参见我们在第3页“相关研究”中列出的该团队6月19日发表的报告）。

图表5: 我们的中国汽车研究团队认为新能源车双积分目标体现了政府支持中国新能源汽车发展的愿望，并预计新能源车需求将保持长期增长（预计2017-2020年年均复合增长率为50%，此前预测增幅为43%）

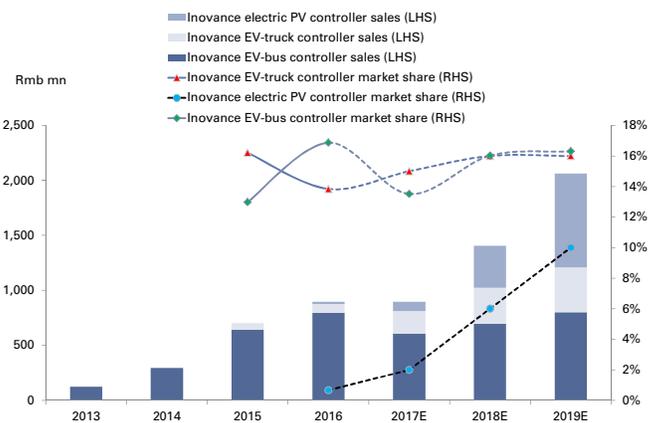
高华汽车团队对新能源汽车销量的预测



资料来源: 工信部、公司数据、高华证券研究

图表6: 我们假设汇川技术2018/2019年在电动乘用车控制器市场份额为6%/10%

汇川技术电动车控制器销售及市场份额



资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表7: 若假设汇川技术拥有16%的乘用车控制器市场份额（与其2016年电动客车/货运车业务的市场份额相当），那么我们认为公司每股盈利将存在7-12%的上行空间...

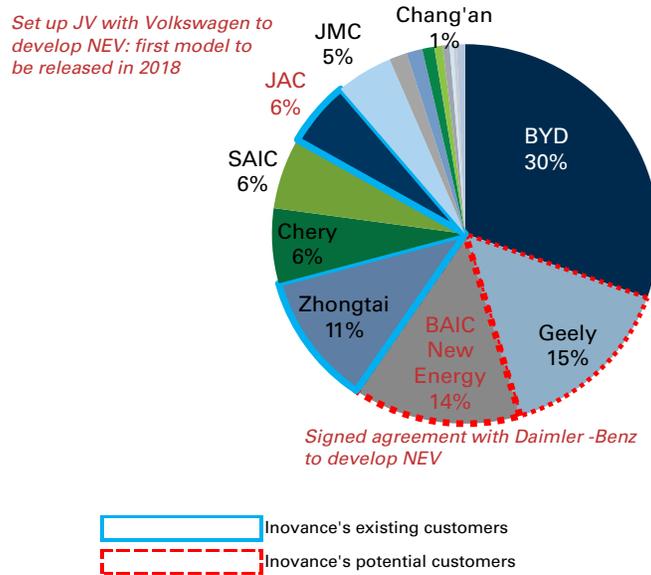
基于电动乘用车控制器市场份额及毛利率的2018-2019年每股盈利敏感性分析

2018E EPS Sensitivity		2018E electric PV controller market share				
		2.0%	4.0%	6.0%	8.0%	10.0%
2018E electric PV controller GPM	40%	-4%	-2%	0%	2%	4%
	43%	-4%	-1%	1%	3%	5%
	46%	-3%	-1%	1%	4%	6%
	48%	-3%	-1%	2%	4%	7%

2019E EPS Sensitivity		2019E electric PV controller market share				
		5.0%	7.0%	10.0%	13.0%	16.0%
2018E electric PV controller GPM	40%	-4%	-2%	1%	4%	7%
	43%	-4%	-1%	2%	6%	9%
	46%	-3%	0%	3%	7%	11%
	48%	-3%	0%	4%	8%	12%

资料来源: 高华证券研究预测

图表8: ...这得益于汇川技术在控制器市场中的充裕上行空间, 因为公司尚有约 50%的电动乘用车控制器潜在市场有待渗透
 2016年新能源乘用车市场份额以及汇川技术的现有/潜在客户



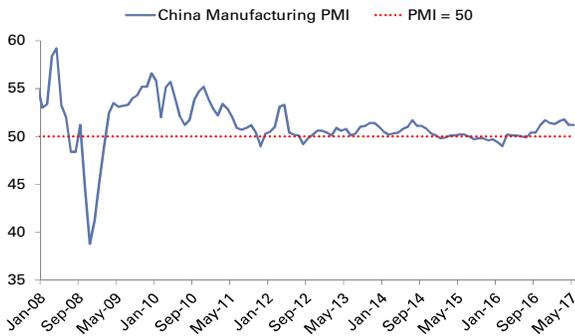
资料来源: 公司数据、盖世汽车、中国电力、高华证券研究

工业自动化市场份额的持续扩张带来坚实支撑

2017年上半年工业自动化领域表现强劲

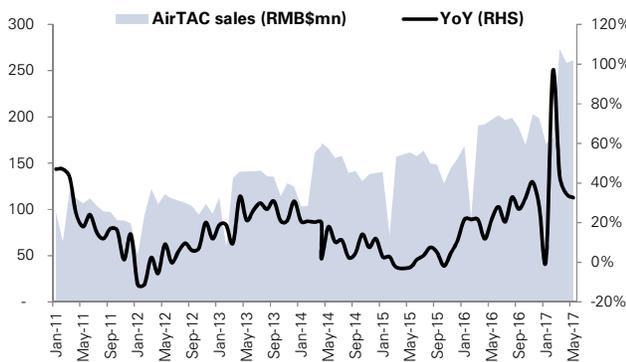
今年一季度汇川技术的通用变频器/伺服/可编程逻辑控制器销售同比增长+76%/68%/100%。根据我们所追踪的工业资本支出领先指标, 我们认为这一强劲表现将延续至二季度, 因为中国5月份制造业PMI持稳于51.2(2016年8月之后已连续10个月保持在50以上)。中国2017年5月份机床产量同比增长+17%, 在今年上半年出现了明显的加速。工厂自动化需求保持强劲, 这从台湾气动元件生产商亚德客5月份销售同比增长17%(历史第二高增幅)中即可见一斑。同样地, 日本导轨生产企业THK的中国业务订单也在2016财年第四财季中创下了人民币8.91亿元的历史高点。

图表9: 2017年5月份中国制造业 PMI 持平于4月份时的 51.2
中国制造业 PMI



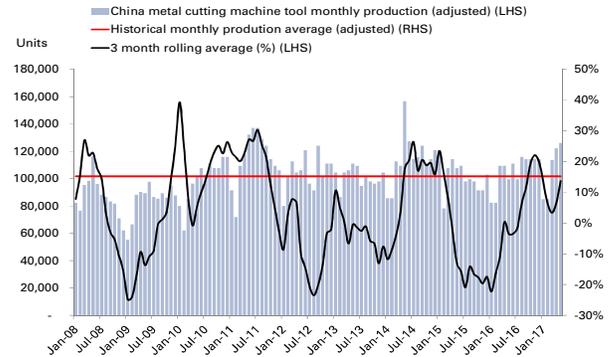
资料来源: 统计局

图表11: 亚德客 5 月份销售同比增长 17% (以人民币计同比增长幅为 33%)，创下历史第二高增幅
亚德客月度销售和同比增幅



资料来源: 公司数据

图表10: 自 2016 年 8 月以来月度机床产量同比正增长，并在上半年显著加速 (2017 年 5 月同比增幅为 17%)
金属切割机床的月度产量和同比增幅

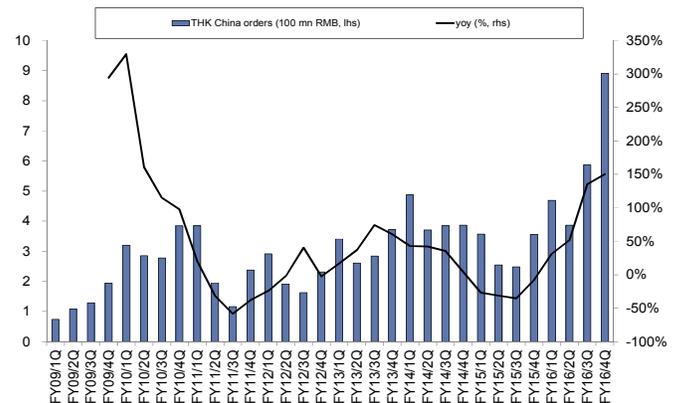


Note: 1) historical time series has been restated based on Jan-Feb 2017 production (re-screening of producers with revenue above Rmb20mn) 2) while using YTD yoy growth to calculate implied monthly production going forward

资料来源: 统计局、高华证券研究

图表12: ...日本导轨生产企业 THK 的表现亦是如此，其中国业务订单在 2016 财年第四财季中创下了人民币 8.91 亿元的历史高点

THK 中国业务季度订单及同比增幅



Note: THK fiscal year ends in December.

资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

图表13: 2017年一季度, 汇川技术的伺服/低压变频器销售同比增长了+59%/+55% (以美元计); 我们的2017年全年预测隐含二三季度至四季度销售同比增速为+35%/+23%

汇川技术/安川电机/台达电子的工业自动化产品季度销售及同比增速

China IA sales (US\$m)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	Implied 2-4Q17
Yaskawa	91	108	99	81	79	82	89	60	64	85	99	89	83	261
Delta	43	50	49	44	44	51	50	45	44	58	62	56	55	199
Inovance	n.a.	n.a.	62	78	53	83	71	85	63	90	90	101	90	321
- Inovance sales (Rmb mn)	n.a.	n.a.	386	480	326	515	441	543	417	580	603	673	621	2,222

Servo motor China sales (US\$m)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	Implied 2-4Q17
Yaskawa	64	68	55	48	51	54	57	41	34	57	70	58	62	176
Inovance	-	-	10	13	11	18	13	14	16	20	19	20	26	81
Delta	14	20	23	17	17	22	25	19	18	30	38	29	28	102

YoY (%)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	Implied 2-4Q17
Yaskawa					-20%	-21%	3%	-16%	-33%	6%	23%	42%	82%	-5%
Inovance							22%	12%	49%	10%	54%	43%	59%	35%
Delta						11%	11%	11%	3%	32%	48%	52%	58%	6%

Inverter China sales (US\$m)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	Implied 2-4Q17
Yaskawa	27	40	44	32	28	28	32	19	30	28	30	31	22	85
Inovance	-	-	52	66	40	61	55	69	44	64	66	77	59	224
- Elevator-related inverters	-	-	41	41	22	40	44	39	24	40	43	39	28	119
- Low voltage inverters	-	-	11	25	18	21	11	30	20	24	23	38	31	105
Delta	29	30	26	27	26	29	25	26	26	28	24	27	27	97

YoY (%)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	Implied 2-4Q17
Yaskawa					3%	-30%	-28%	-41%	7%	1%	-7%	64%	-28%	-5%
Inovance							6%	4%	12%	6%	20%	12%	33%	8%
- Elevator-related inverters							6%	-6%	13%	2%	-2%	0%	14%	-3%
- Low voltage inverters							6%	21%	11%	14%	102%	27%	55%	23%
Delta						-4%	-4%	-3%	-1%	-1%	-1%	4%	2%	21%

资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究、高华证券研究

市场份额扩张潜力为未来三年的积极前景带来支撑

虽然考虑到基期效应, 汇川技术随中国工业资本支出上行而在上半年拥有的高速增长未必能够保持在3月份创下的绝对值高点, 但我们认为充裕的进口替代潜力足以令2017-19年通用变频器/伺服/可编程逻辑控制器销售的年均复合增长率达到+15%/+33%/+40% (我们假设公司市场份额将从2016年的9%/7%/2%提高到12%/12%/4%)。

图表14: 可观的市场份额扩张潜力或将支撑公司2017-19年销售额同比年均复合增长率达到+15%/+33%/+40%

中国在物流车变频器/伺服/可编程逻辑控制器领域的前十大企业以及我们对于汇川技术的市场份额假设

Rank	Launched in 2004, market share assumption implied 2017-19E CAGR +15%									Launched in 2008, market share assumption implied 2017-19E CAGR +33%									Launched in 2007, market share assumption implied 2017-19E CAGR +40%								
	Top 10 Low-voltage Inverter Players (Market Share)									Top 10 Servo Players (Market Share)									Top 10 PLC Players (Market Share)								
	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E			
1	ABB 18%	ABB 15%	ABB 15%	ABB 12%			Inovance 12%	Yaskawa 16%	Panasonic 16%	Yaskawa 16%	Yaskawa 17%	Yaskawa 20%					Siemens 47%	Siemens 35%	Siemens 38%	Siemens 35%							
2	Siemens 11%	Siemens 11%	Siemens 12%	Siemens 9%		Inovance 10%	Inovance 11%	Panasonic 15%	Yaskawa 16%	Panasonic 16%	Panasonic 17%						Mitsubishi 11%	Mitsubishi 13%	Mitsubishi 14%	Mitsubishi 12%							
3	Yaskawa 6%	Inovance 6%	Inovance 7%	Inovance 8%	Inovance 9%			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%				Inovance 12%	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%			Inovance 9%	Inovance 11%	Schneider 7%	Schneider 9%	Schneider 9%	Schneider 8%								
6	Fuji 5%	Schneider 6%	Schneider 6%	Yaskawa 6%				Siemens 6%	Siemens 5%	Keb 6%	Inovance 6%	Inovance 7%				Delta 3%	Delta 4%	Delta 4%	Delta 4%				Inovance 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%			Inovance 3%	Inovance 3%				
8	Danfoss 4%	Fuji 5%	Danfoss 5%	Danfoss 4%				Hexroth 3%	B&R 3%	B&R 3%	B&R 3%					Koyo 1%	Panasonic 1%	Panasonic 1%	Inovance 1%	Inovance 2%							
9	Inovance 4%	Mitsubishi 5%	Fuji 5%	Fuji 4%				B&R 3%	Hexroth 3%	Hexroth 3%	Hexroth 3%					Panasonic 1%	Koyo 1%	Panasonic 1%	Panasonic 1%								
10	Emerson 3%	INV1 4%	INV1 4%	INV1 4%	INV1 4%			Rockwell 2%	Rockwell 3%	Rockwell 3%	Rockwell 3%					LS 1%	Inovance 1%	Inovance 1%	Koyo 1%								

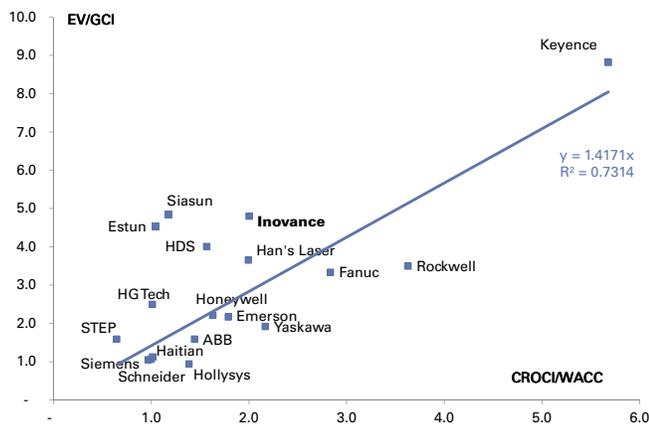
资料来源: 工控网、公司数据、高华证券研究

重申买入评级（位于强力买入名单）；良好定位有望推动 2018-19 年每股盈利加速增长

我们将 12 个月目标价格上调了 3% 至人民币 29.8 元，仍基于 2018 年预期 EV/GCI vs. CROCI/WACC，而且仍在 3.1 倍的行业现金回报倍数之上应用 10% 的溢价。汇川技术当前股价对应 36 倍/27 倍/21 倍的 2017-19 年预期市盈率，同时每股盈利年均复合增长率有望从 2015-2017 年的 18% 提高到 31%，得益于新能源汽车业务的提振以及公司工业自动化业务市场份额的持续提高。我们重申买入评级，当前股价隐含 20% 的潜在上行空间。该股位于我们的亚太强力买入名单。

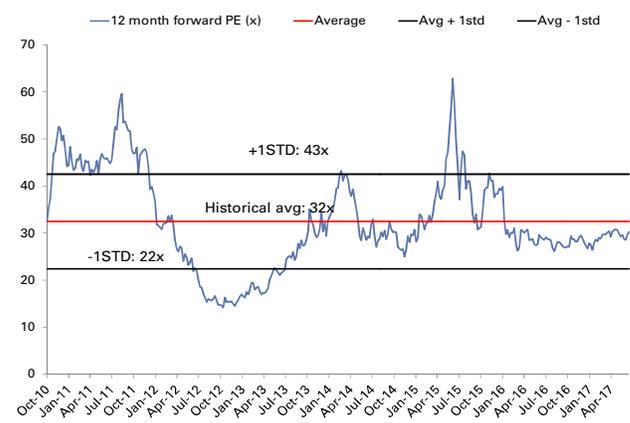
主要下行风险：1) 电动乘用车市场发展慢于预期；2) 大客户盈利能力下降导致电动汽车业务的利润率低于预期。

图表15: 我们预计汇川技术的 CROCI 将保持领先，并在 2018-19 年有所提高
全球自动化企业的 2018-2019 年预期 EV/GCI-CROCI WACC 回归



资料来源：公司数据、高盛全球投资研究

图表16: ...每股盈利加速增长潜力带来上行空间
12 个月预期市盈率 vs. 每股盈利增速



资料来源：Datastream、公司数据、高盛全球投资研究

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多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之间的公司之间进行比较。

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)、埃斯顿、柳工、大族激光、合力、华工科技、三一重工、新时达、山推、汇川技术、机器人、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)、海天国际、和利时、龙工、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 (Rmb24.81)

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、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 © 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。