

公司研究/首次覆盖

2017年03月24日

机械设备/工程机械 II

投资评级：买入（首次评级）

当前价格(元): 9.2
合理价格区间(元): 12.2~13.8

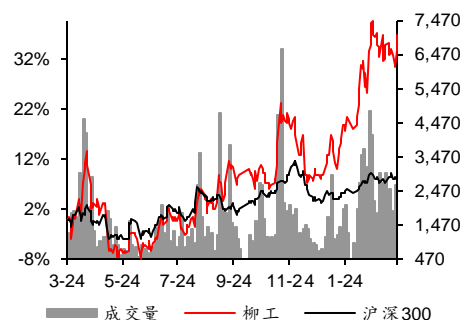
肖群稀 执业证书编号: S0570512070051
研究员 0755-82492802
xiaoqunxi@htsc.com

章诚 执业证书编号: S0570515020001
研究员 021-28972071
zhangcheng@htsc.com

王宗超 执业证书编号: S0570516100002
研究员 010-63211166
wangzongchao@htsc.com

金榜 021-28972092
联系人 jinbang@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

充分受益行业复苏，全面迈向国际化

柳工(000528)

2017年是工程机械盈利复苏的起点，行业复苏将持续至少3年

供给层面的变化决定了工程机械行业将进入复苏的阶段，需求决定行业复苏的弹性。2017~2021年将是工程机械更新需求增长最快的时期，以挖掘机为例，按照10~12年的更新期，2017~2021年挖掘机更新需求累计将达22.8~25.7万台，年均4.5~5.2万台。在基建和房地产投资增速分别为16%和4%的中性组合下，2017挖机行业销量增速有望超过35%。

2017年前高后低，看好二手机出清较好的土石方和起重机子行业

2012~2016年，二手机大量在市场上流通挤占了新机需求。由于二手机在2016年上半年大规模出清，2017年将是新机增长最快的一年，全年将呈现前高后低的增长态势。我们更看好二手机出清相对较好的土石方机械（挖掘机、装载机、路面机械）和起重机械子行业。

土石方机械：市占率向龙头集中，海外市场大有可为

装载机国内市场竞争格局：四强制衡，徐工、柳工、龙工、临工市占率还有提升空间；装载机近一半用于出口，出口占比从2009年的不足20%提升到2016年的46.7%。挖掘机国内市场份额继续向龙头集中，国别来看，国产进，日韩退，国产份额增加至50%并有持续提升的趋势。出口占比持续提升，但2016年也只有10%，国内仍是挖掘机的主战场。路面机械龙头地位稳固，二线厂商收割小厂份额。

柳工：利润弹性最大，资产质量最好的土石方机械龙头

公司收入40%装载机，25%挖掘机，25%路面机械，与基建相关度高，且二手机消化充分，充分受益行业复苏。公司不断提升高端产品占比，毛利率持续提升，随着收入规模回升，净利润有望率先回到历史高位。公司经营稳健，截止2016年底应收账款期95%以上在2年以内，存货消化充分，坏账计提充分，现金流充裕，资产质量健康。

柳工：全面迈向国际化，充分受益一带一路建设

柳工是实施国际化战略最早的工程机械厂商，2016年出口占比30%，预计2020年将超过40%。公司在一带一路沿线国家都进行了布局，拥有海外制造基地和经销商。公司实施高端化产品战略，在海外市场，质量可与外资直接竞争，具备较强的海外竞争力。

周期的变化是一个行业性的机会，首推柳工，给予“买入”评级

预计2016-2019年营业收入69、86、103和120亿元，净利润4300万、3.3、7.1、10.7亿元，EPS为0.04、0.3、0.63和0.95元，PE为235、30、14和9倍，当前最新PB为1.2倍。公司正处于盈利拐点，参考行业平均PB水平，我们认为公司2017年合理PB为1.5~1.7倍，对应合理股价为12.2-13.8元。

风险提示：基建和房地产投资增速低于预期，行业竞争状况恶化。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,125
流通A股(百万股)	1,125
52周内股价区间(元)	6.29-9.40
总市值(百万元)	10,352
总资产(百万元)	20,532
每股净资产(元)	7.85

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	10,293	6,656	6,884	8,605	10,325
+/-%	(18.21)	(35.34)	3.42	25.00	20.00
净利润(百万元)	198.52	21.31	42.95	332.82	711.28
+/-%	(40.20)	(89.26)	101.53	674.85	113.72
EPS(元,最新摊薄)	0.18	0.02	0.04	0.30	0.63
PE(倍)	50.90	474.11	235.25	30.36	14.21

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

正文目录

工程机械行业复苏将持续至少 3 年.....	4
2017 年工程机械行业进入更新周期	4
基建和房地产投资增速（16%、4%）的组合下，2017 挖掘机销量增速 35%.....	4
土石方机械：市占率向龙头集中，海外市场大有可为	7
装载机：四强制衡，集中度进一步提升	7
挖掘机：国产进，日韩退	8
路面机械：龙头地位相对稳固，二线厂商收割小厂份额.....	11
柳工：全系列、高端化、全球化工程机械制造商.....	14
产品系列最全	14
掌握核心零部件技术，产品高端化.....	15
扬帆全球市场：直接出口+海外并购+海外建厂.....	15
财务分析：业绩弹性大，资产质量优.....	17
2016 年业绩筑底回升	17
毛利率维持高位，得益于产品结构优化	17
期间费用分析：三项费用率高点已过.....	18
应收账款分析：坏账准备计提充分，账龄结构健康.....	19
存货规模持续减少，跌价准备计提充分	20
资产盘活：生产制造布局有进有退，提高资产利用率	20
盈利预测与投资评级.....	21

图表目录

图表 1：国内市场历年挖掘机保有量	4
图表 2：国内挖掘机市场更新需求预测	4
图表 3：基础设施建设与房地产投资规模及增速假设（单位：万元）	4
图表 4：挖掘机销量测算（悲观假设）	5
图表 5：挖掘机销量测算（中性假设）	5
图表 6：挖掘机销量测算（乐观假设）	5
图表 7：泵车、搅拌车开机小时数.....	6
图表 8：挖掘机开机小时数.....	6
图表 9：汽车起重机开机小时数	6
图表 10：旋挖钻机、压路机开机小时数	6
图表 11：国内历年装载机当月销量及同比增速.....	7
图表 12：2014 年国内装载机市场的市占率分布情况	7
图表 13：装载机吨位销量变化（台）	8
图表 14：装载机吨位销量占比变化.....	8
图表 15：装载机销售区域分布：华东、西南地区占主导.....	8
图表 16：挖掘机吨位销量占比变化.....	错误!未定义书签。
图表 17：国内历年挖掘机当月销量及同比增速	9
图表 18：2008 年挖掘机市场竞争格局.....	9
图表 19：2016 年挖掘机市场竞争格局.....	9
图表 20：2008 年挖掘机市场竞争格局.....	10

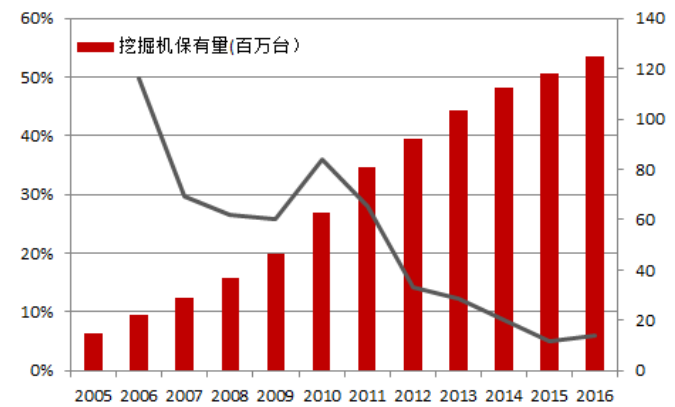
图表 21:	2016 年挖掘机市场竞争格局	10
图表 22:	挖掘机吨位销量变化 (台)	10
图表 23:	挖掘机吨位销量占比变化	10
图表 24:	挖掘机销售区域分布: 西南、中部地区占主导	11
图表 25:	挖掘机吨位销量占比变化	11
图表 26:	2016 年压路机销量开始回升	11
图表 27:	2016 年平地机销量开始回升	11
图表 28:	2016 年推土机销量开始回升	12
图表 29:	2010 年压路机市场竞争格局	12
图表 30:	2016 年压路机市场竞争格局	12
图表 31:	2010 年平地机市场竞争格局	12
图表 32:	2016 年平地机市场竞争格局	12
图表 33:	2010 年推土机市场竞争格局	13
图表 34:	2016 年推土机市场竞争格局	13
图表 35:	压路机出口量及增速	13
图表 36:	推土机出口量及占比	13
图表 37:	推土机出口量及占比	13
图表 38:	柳工发展历程概况	14
图表 39:	柳工与国际知名制造商的产品布局比较	15
图表 40:	柳工主要参股公司情况一览 (未并表公司, 财务数据截至 2015 年年报)	15
图表 41:	公司历年国内外营业收入占比	16
图表 42:	柳工海外营销网络分布图	错误!未定义书签。
图表 43:	柳工全球研发制造基地与配件中心分布图	错误!未定义书签。
图表 44:	柳工历年营业收入及增速	17
图表 45:	柳工历年归母净利润及增速	17
图表 46:	柳工历年挖掘机当月销量及同比增速	错误!未定义书签。
图表 47:	柳工历年公司及分业务毛利率	错误!未定义书签。
图表 48:	柳工历年分业务营收占比 (包括融资租赁收入)	17
图表 49:	柳工历年产品收入构成 (不包括融资租赁收入)	17
图表 50:	历年钢材价格走势情况一览	18
图表 51:	2012 年挖掘机生产成本构成	18
图表 52:	柳工历年三项费用 (百万元)	19
图表 53:	柳工历年三项费用率	19
图表 54:	应收款项中信用风险特征组合账龄分析法变更前坏账准备计提比例对比	19
图表 55:	柳工历年年末应收账款的坏账准备计提比例	19
图表 56:	柳工应收账款账龄组合的账龄结构 (截至 2016 年半年报)	19
图表 57:	柳工历年年末存货及跌价准备比例 (百万元)	20
图表 58:	柳工存货结构 (截至 2016 年半年报)	20
图表 59:	2015 年开始进行资本盘活	20
图表 60:	可比上市公司估值一览表 (可比公司估值参考 Wind 一致预测)	21
图表 61:	柳工历史 PE-Bands	错误!未定义书签。
图表 62:	柳工历史 PB-Bands	错误!未定义书签。

工程机械行业复苏将持续至少3年

2017年工程机械行业进入更新周期

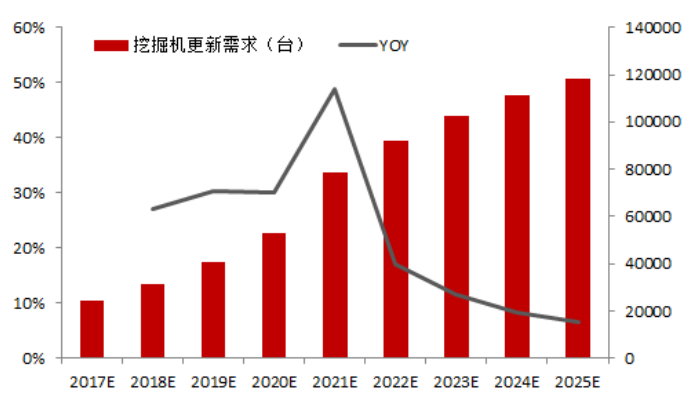
2017年开始工程机械设备进入更新周期,未来5年将是挖掘机更新需求增长最快的时期。国内工程机械销量2005年进入快车道以来,2005~2011年之间行业有大量机器卖出(7年销量年复合增速35%),按10~12年的报废期测算,即将进入报废高峰期。以挖掘机为例,2005~2011年是挖掘机保有量增长最快的7年,按照10~12年的更新期测算,2017~2021年挖掘机更新需求累计将达22.8~25.7万台,年均更新需求为4.5~5.2万台。与2016年全年不足7万台的新机销售对比,更新需求将给新机销售带来较大的弹性。

图表1: 国内市场历年挖掘机保有量



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 国内挖掘机市场更新需求预测



资料来源: 华泰证券研究所

基建和房地产投资增速(16%、4%)的组合下,2017挖掘机销量增速35%

2016年基建投资增速15.8%,房地产投资增速6.8%,合计增长11.4%,2017年我们考虑三种增速情景,基建和房地产投资增速悲观、中性、乐观三种组合(16%、2%)、(16%、4%)、(18%、4%),合计增速分别为9.4%、10.7%、12.2%。关于基建和房地产投资增速的判断,可参阅前期报告《行业还有多少上涨空间?——工程机械投资逻辑的深化》。

图表3: 基础设施建设与房地产投资规模及增速假设(单位:万元)

	基础设施建设投资: 累计值	房地产业投资: 累计值	基础设施建设投资: YOY	房地产业投资: YOY	基建+房地产: 累计值	基建+房地产: YOY
2005	22,245	17,098	30%	18%	39,343	24.60%
2006	26,992	21,586	21.30%	26.20%	48,578	23.50%
2007	31,362	28,619	16.20%	32.60%	59,981	23.50%
2008	38,469	35,914	22.70%	25.50%	74,383	24.00%
2009	54,696	43,128	42.20%	20.10%	97,823	31.50%
2010	64,808	57,633	18.50%	33.60%	122,441	25.20%
2011	66,946	75,664	3.30%	31.30%	142,610	16.50%
2012	77,172	92,639	15.30%	22.40%	169,811	19.10%
2013	93,621	111,424	21.30%	20.30%	205,045	20.70%
2014	112,174	123,690	19.80%	11.00%	235,864	15.00%
2015	131,265	126,674	17.00%	2.40%	257,940	9.40%
2016	152,012	135,284	15.80%	6.80%	287,295	11.40%
2017E/悲观	176334	137989	16%	2%	314,323	9.40%
2017E/中性	204547	143509	16%	4%	348,056	10.70%
2017E/乐观	241365	149249	18%	4%	390,615	12.20%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

1) 悲观假设：当基建投资+地产投资增速为（16%、2%），合计增速为9.4%时：

图表4：挖掘机销量测算（悲观假设）

	年度销量	YOY	保有量 (百万台)	更新需求 (台)	房地产+基建 投资规模(万元)	房地产+基建 新增投资规模(万元)	房地产+基建(房地产+基建新增投资) /挖机年度销量
2007	66764	46%	291277	--	59981	11403	0.17
2008	77176	16%	368453	--	74383	14402	0.19
2009	95477	24%	463930	--	97823	23440	0.25
2010	166662	75%	630592	--	122441	24618	0.15
2011	176112	6%	806704	--	142610	20168	0.11
2012	115583	-34%	922287	--	169811	27201	0.24
2013	112348	-3%	1034635	--	205045	35234	0.31
2014	89550	-20%	1124185	--	235864	30819	0.34
2015	56237	-37%	1180422	--	257940	22075	0.39
2016	69970	24%	1250392	--	287295	29356	0.42
2017E	85474	22%	1368024	21053	314323	27028	0.42
2018E	101694	19%	1496722	31213	343893	29570	0.42
2019E	117750	16%	1637527	40638	376245	32352	0.42
2020E	137178	16%	1791578	52812	411641	35396	0.42

资料来源：Wind，华泰证券研究所；（房地产&基建新增投资）/年度新机销量比值代表机械化率水平。

2) 中性假设：当基建投资、地产投资增速为（16%、4%），合计增速为10.7%：

图表5：挖掘机销量测算（中性假设）

	年度销量	YOY	保有量 (百万台)	更新需求 (台)	房地产+基建 投资规模(万元)	房地产+基建 新增投资规模(万元)	房地产+基建(房地产+基建新增投资) /挖机年度销量
2007	66764	46%	291277	--	59981	11403	0.17
2008	77176	16%	368453	--	74383	14402	0.19
2009	95477	24%	463930	--	97823	23440	0.25
2010	166662	75%	630592	--	122441	24618	0.15
2011	176112	6%	806704	--	142610	20168	0.11
2012	115583	-34%	922287	--	169811	27201	0.24
2013	112348	-3%	1034635	--	205045	35234	0.31
2014	89550	-20%	1124185	--	235864	30819	0.34
2015	56237	-37%	1180422	--	257940	22075	0.39
2016	69970	24%	1250392	--	287295	29356	0.42
2017E	94543	35%	1384583	21053	318128	30832	0.42
2018E	112589	19%	1533176	31213	352269	34141	0.42
2019E	130748	16%	1697715	40638	390074	37805	0.42
2020E	152592	17%	1879913	52812	431937	41863	0.42

资料来源：Wind，华泰证券研究所；

3) 乐观假设：当基建投资、地产投资增速为（18%、4%），两者合计增速为12.2%时：

图表6：挖掘机销量测算（乐观假设）

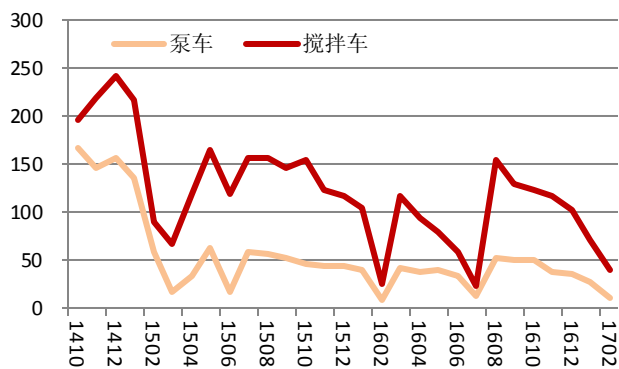
	年度销量	YOY	保有量 (百万台)	更新需求 (台)	房地产+基建 投资规模(万元)	房地产+基建 新增投资规模(万元)	房地产+基建(房地产+基建新增投资) /挖机年度销量
2007	66764	46%	291277	--	59981	11403	0.17
2008	77176	16%	368453	--	74383	14402	0.19
2009	95477	24%	463930	--	97823	23440	0.25
2010	166662	75%	630592	--	122441	24618	0.15
2011	176112	6%	806704	--	142610	20168	0.11
2012	115583	-34%	922287	--	169811	27201	0.24
2013	112348	-3%	1034635	--	205045	35234	0.31
2014	89550	-20%	1124185	--	235864	30819	0.34
2015	56237	-37%	1180422	--	257940	22075	0.39
2016	69970	24%	1250392	--	287295	29356	0.42
2017E	104785	50%	1403285	21053	322425	35129	0.42
2018E	125182	19%	1574872	31213	361849	39425	0.42
2019E	146098	17%	1767441	40638	406095	44245	0.42
2020E	171167	17%	1983556	52812	455750	49656	0.42

资料来源：Wind，华泰证券研究所；

我们倾向性认为，在基建和房地产投资增速为16%和4%的中性组合下，2017挖掘机行业销量有望实现30%以上增长。即使在悲观假设下，下游需求增速未来三年持续收窄的情况下，挖机销量仍将实现年均15%的增长，而这种极端的情况我们认为很难成为现实。如果来实现6.5%的GDP增速，房地产和基建投资至少将保持10%以上的实际增长水平（中性预测），未来三年挖掘机销量有望达到2014~2016年销量的1.6倍，年均增速20%以上。

设备更新的意愿取决于设备投资是否有利可图，按目前开机小时数和台班费测算，挖掘机投资回收期2年左右，设备更新意愿强。根据调研，以湖北省为例，武汉台班费130块/小时，农村地区180块/小时，按目前的6.5小时/天开机小时数计算，1.5~2年可以回本（没有考虑残值）。本轮工程机械需求主要来自基建项目，基建项目的投资周期一般可持续2~3年，在未来2~3年中，设备开工小时数有望维持较好水平，台班费有望保持平稳，工程机械设备投资这个生意开始变得“有利可图”，设备更新意愿趋强。

图表7: 泵车、搅拌车月度开机小时数



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 挖掘机月度开机小时数



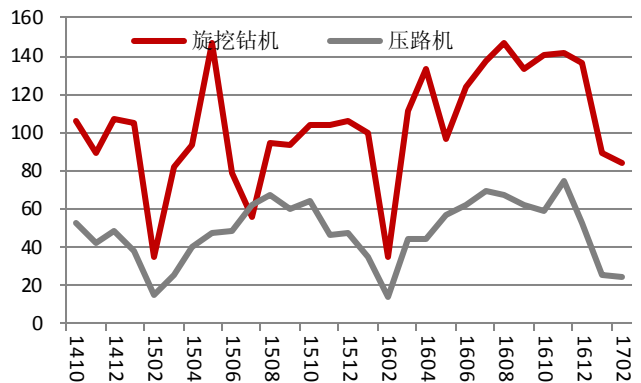
资料来源: 华泰证券研究所

图表9: 汽车起重机月度开机小时数



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表10: 旋挖钻机、压路机月度开机小时数



资料来源: 华泰证券研究所

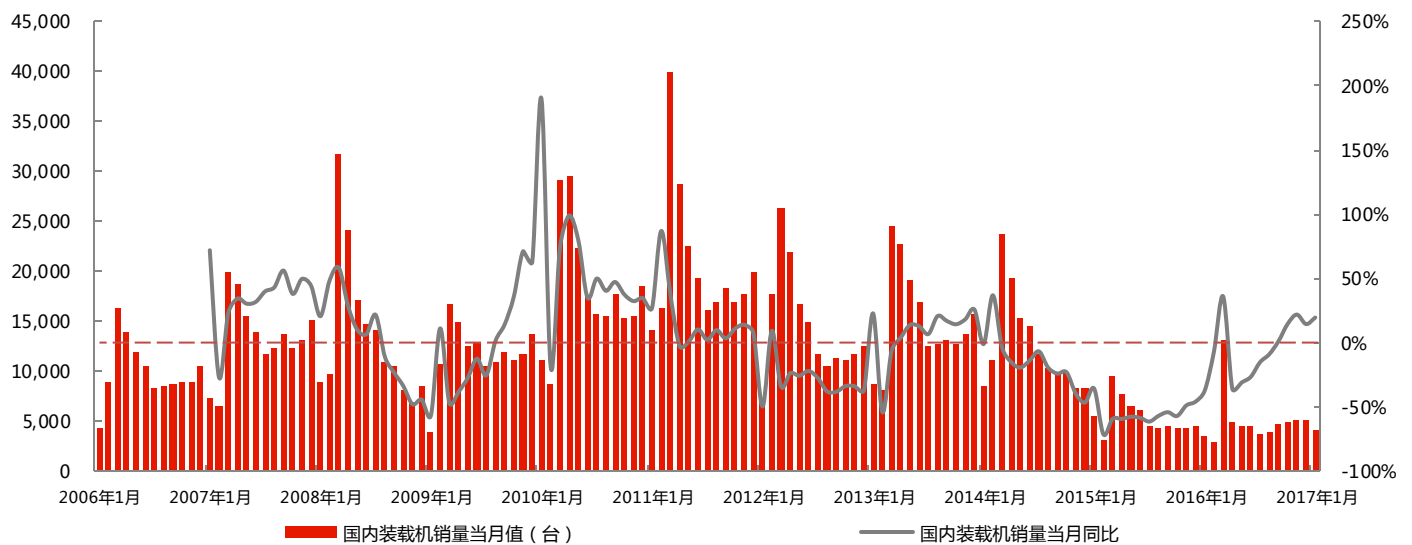
土石方机械：市占率向龙头集中，海外市场大有可为

土方机械包括：挖掘、铲运、推运或平整土壤和砂石的机械。主要用于建筑施工、水利建设、道路构筑、机场修建、矿山开采、码头建造、农田改良等工程中。

装载机：四强制衡，集中度进一步提升

装载机 2016 年四季度开始筑底复苏，2017 年将保持回升趋势。中国装载机从 2001 年以后呈现“井喷式”高速增长，2010 年四万亿投资拉动下，2011 年突破 25 万台年销量。2012 年下半年行业销量开始长达 5 年的下滑，2016 年销量 6 万余台，仅为 2011 年高点时的 1/4。2016 年 9 月装载机销量同比止跌回升，2016 年 10 月~2017 年 2 月保持 10~20% 的月同比增速。

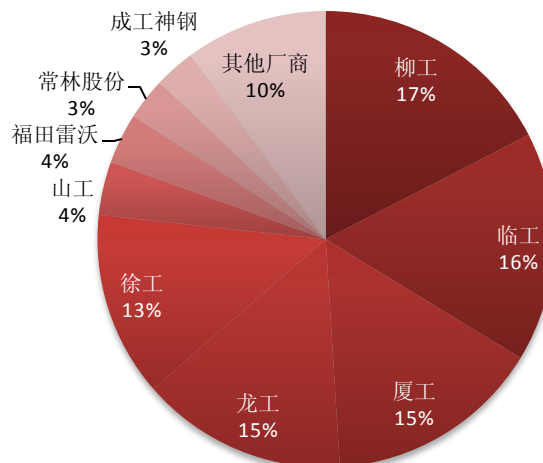
图表 11：国内历年装载机当月销量及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

柳工、临工、龙工、徐工“四强争霸”，装载机行业市占率持续提升。2014 年柳工、临工、厦工、龙工、徐工 5 家装载机市占率 76%，柳工以 17% 的市占率居榜首。近两年，随着厦工和其他中小企业逐渐退出市场，市场集中度继续向临工、厦工、龙工、徐工四家集中。

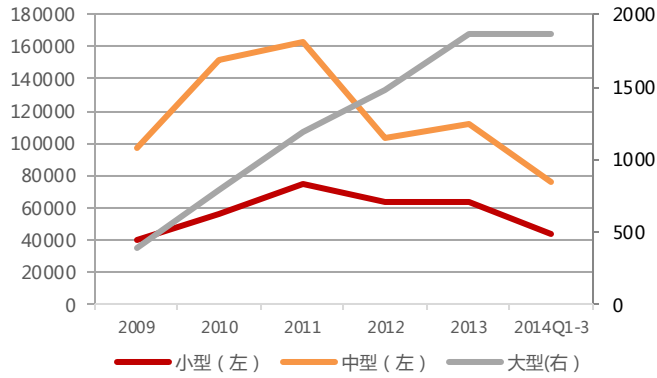
图表 12：2014 年国内装载机市场的市占率分布情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

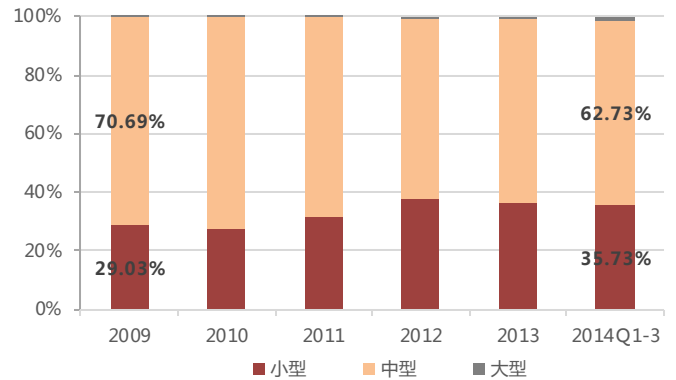
产品往两边靠，大型和小型装载机是趋势。近年来装载机吨位销量结构中小型装载机占比从2009年的29%提升到了2014年前三季的36%；中型装载机从2009年的71%下滑到了2014年前三季度的63%；大型挖掘机销量占比维持在1%以下，但从绝对量上保持大幅增长的趋势。

图表13: 装载机吨位销量变化(台)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表14: 装载机吨位销量占比变化

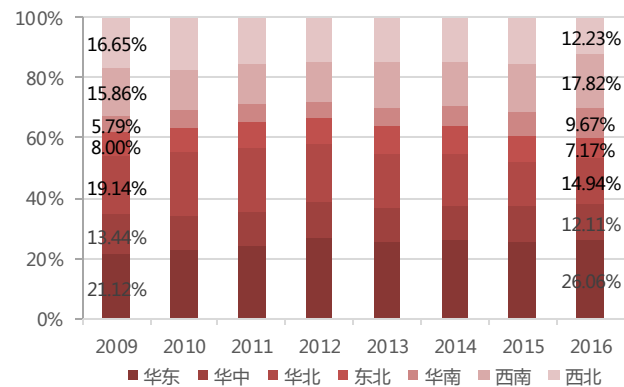


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

装载机接近一半用于出口。装载机出口占比持续提升，从2009年的不足20%提升到2016年的46.7%。2013年开始出口开始下滑，2016年装载机出口28468台，同比下降6.8%，降幅开始收窄。

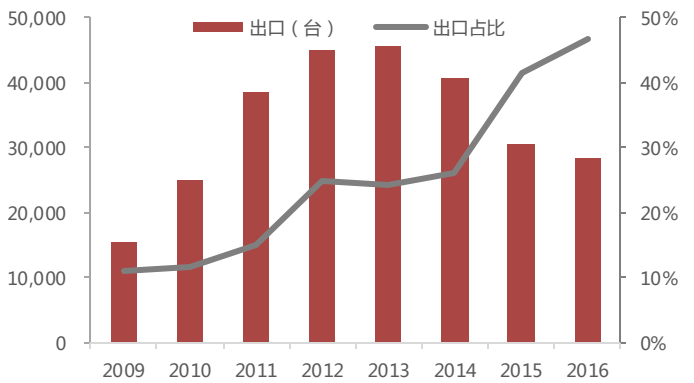
装载机国内销售区域分布：华东、西南地区占比超过40%。2016年增长比较快的省份主要集中在西北和东北地区：陕西(+26%)、甘肃(+23%)、宁夏(+22%)、黑龙江(+21%)、青海(+18%)、内蒙古(+14%)。

图表15: 装载机销售区域分布: 华东、西南地区占主导



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16: 装载机出口量及占比

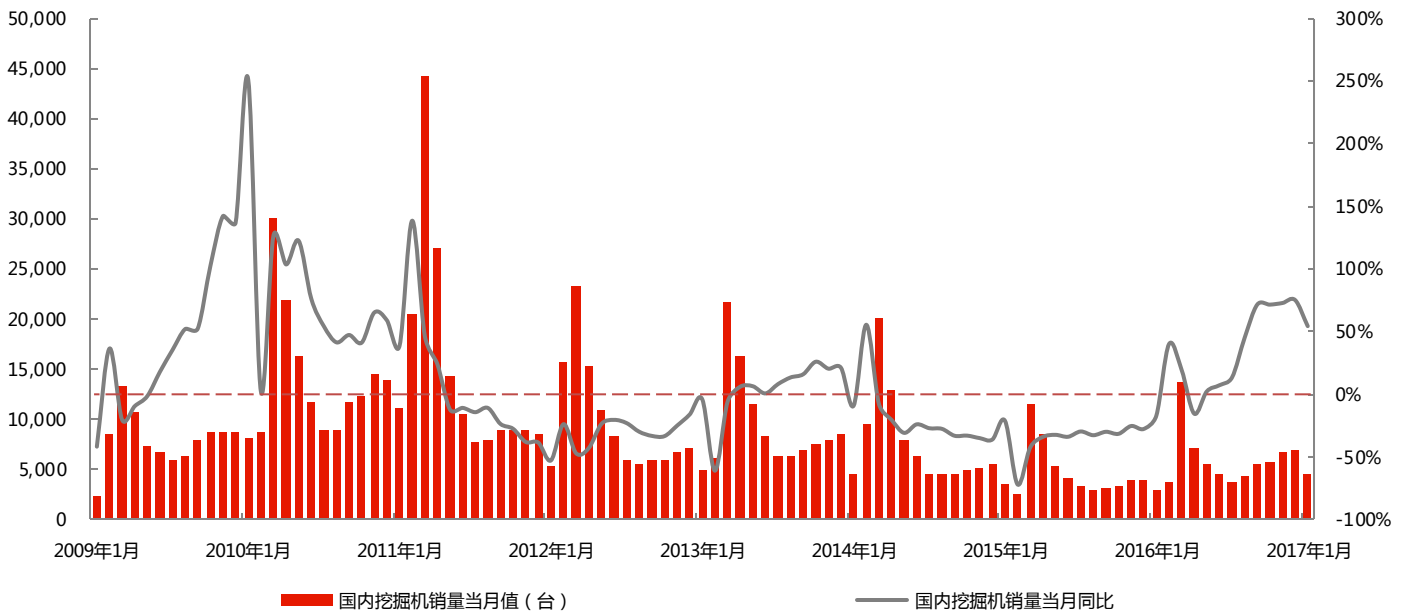


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

挖掘机：国产进，日韩退

2016年下半年挖掘机销量触底强劲反弹，我们判断2017年销量增速将超过35%。2001~2011年间，国内挖掘机销量十年上涨14倍，年复合增长率超过30%，2011年达到17万台的历史高点。2012年随着四万亿结束出现断崖式下滑，2016年中国挖掘机行业经历了四年下滑之后销售止跌趋稳，10、11、12月销量同比增速均超70%，全年销量接近7万台，为高点时的40%。

图表 17: 国内历年挖掘机当月销量及同比增速

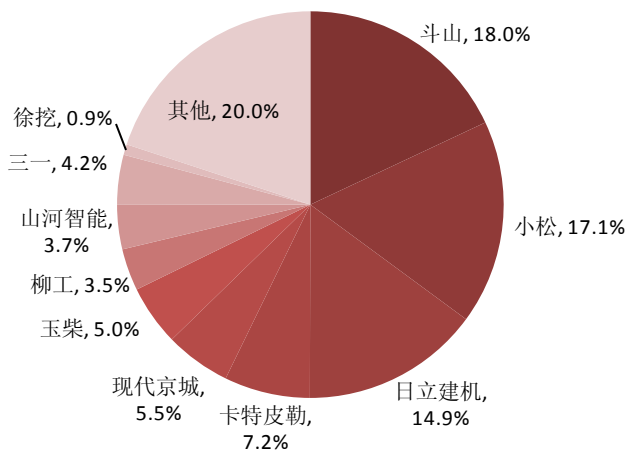


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

挖机市场集中度依然较低。2008年,前8家企业的市占率合计均为75%,2016年下降到68%。2016年仅有三一、卡特彼勒两家龙头企业市占率超过10%,徐挖、小松、斗山、日立建机、柳工、神钢六家制造商分别在4~8%之间。分企业来看,8年来市占率提升较快的:三一重工市占率从4%提高到20%,卡特从7.2%到10.5%,徐挖从不足1%到7.5%,柳工从3%提升到5%。日韩系退坡严重。

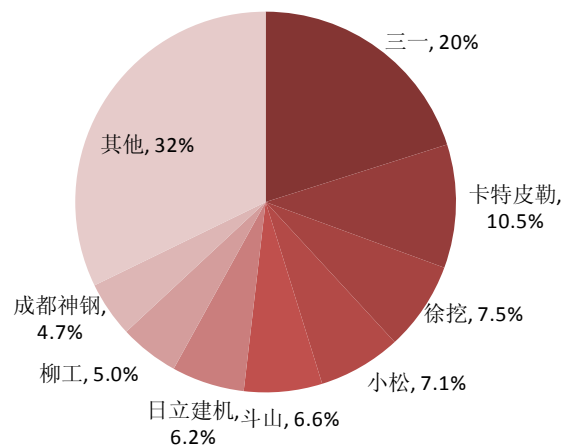
2011年以来国产品牌加速崛起,2016年占比超过50%。2008年,日、韩、欧美品牌市占率分别为39%、30%和13%,国产品牌市占率为17.6%。2016年国产品牌市占率提升到57%,欧美提升到15%,日、韩分别退到18%和9.4%。

图表 18: 2008年挖掘机市场竞争格局-按厂商分



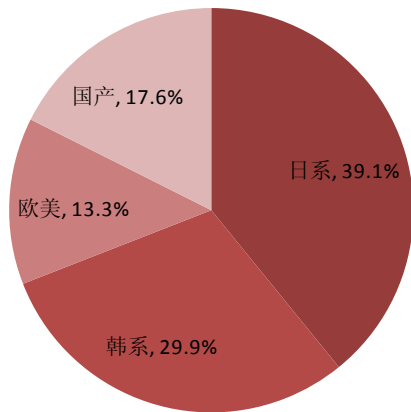
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 19: 2016年挖掘机市场竞争格局-按厂商分



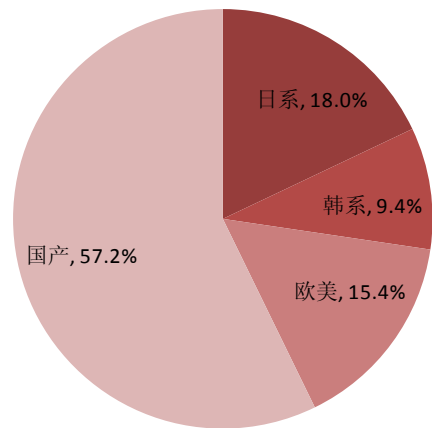
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表20: 2008年挖掘机市场竞争格局-按国别分



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

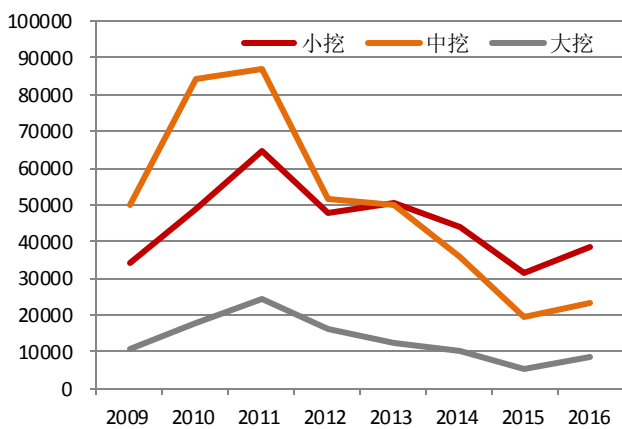
图表21: 2016年挖掘机市场竞争格局-按国别分



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

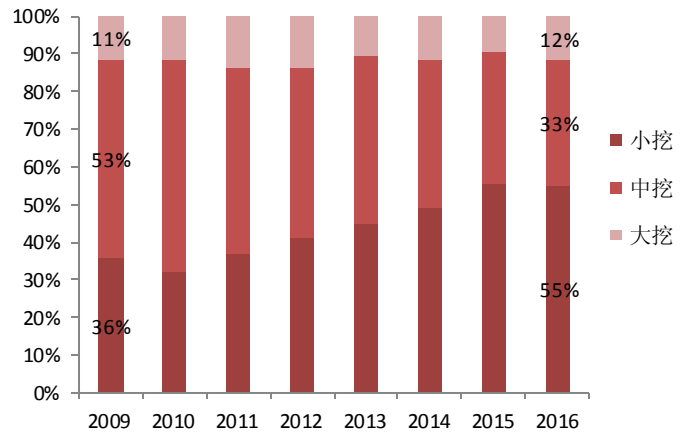
基建投资拉动小挖销量快速增长。与基建投资相关度较高的小挖销量占挖掘机总销量的比重持续提升,从2009年的36%提升到2016年55%;与房地产相关度较高的中挖占比持续下降,从2009年的53%下降到2016年的33%;与资源类投资相关度较高的大挖占比相对稳定。2016年小挖销量为2011年高点时的60%,中挖为2011年高点时的27%,大挖为高点时的32%。

图表22: 挖掘机吨位销量变化(台)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表23: 挖掘机吨位销量占比变化

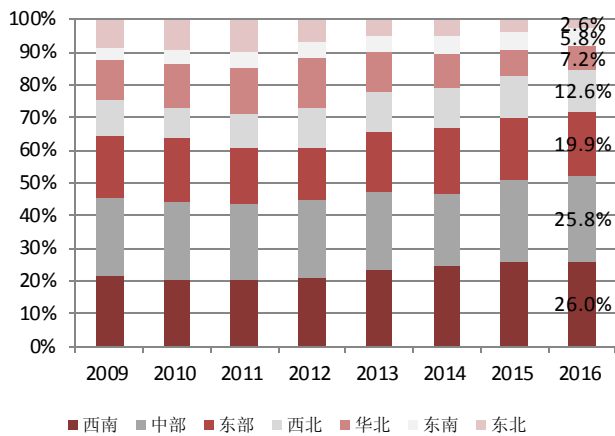


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

出口占挖机总销量的比重从2009年的不足2%提升到2016年的10%。2016年出口7180台,同比24.7%,2015年-2016年出口增长幅度较快。

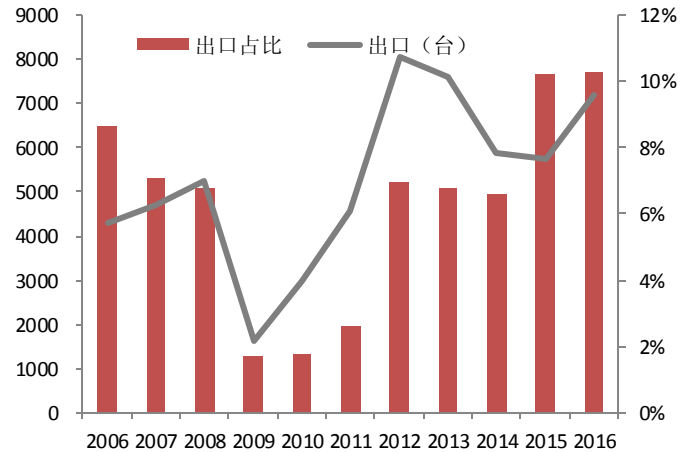
挖掘机国内销售区域分布:西南、中部地区占比超过一半。2016年增长比较快的省份:江西(+45%)、西藏(+32%)、云南(27%)、广西(20%)、湖北(17%)、湖南(14%)。

图表24: 挖掘机销售区域分布: 西南、中部地区占主导



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表25: 挖掘机出口量及占比变化

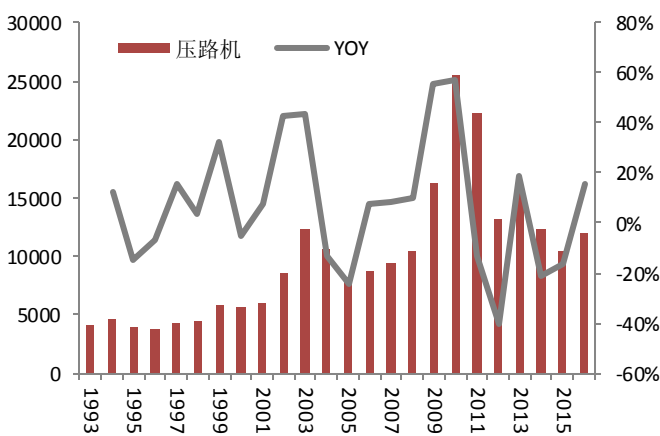


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

路面机械: 龙头地位相对稳固, 二线厂商收割小厂份额

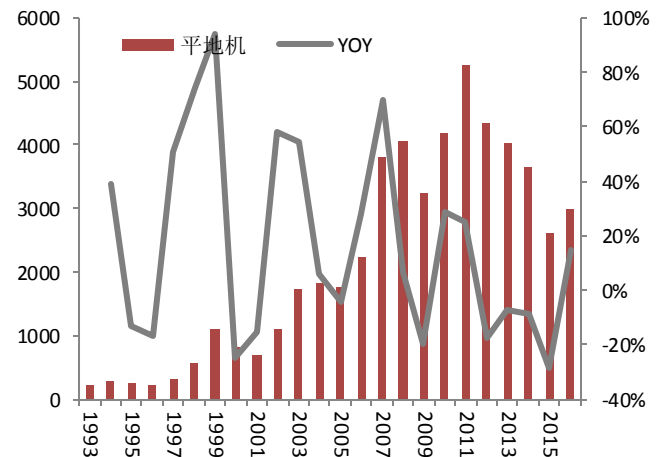
路面机械 2016 年开始触底反弹, 压路机、推土机、平地机销量分别为 11996、2890 和 3000 台, 分别同比增长 15%、47%和 15%。2011 年行业高点时三大路面设备销量分别为 25000、5000 和 14000 台, 2016 年销量分别仅为 2011 年的 47%、57%和 20%。

图表26: 2016年压路机销量开始回升(台)



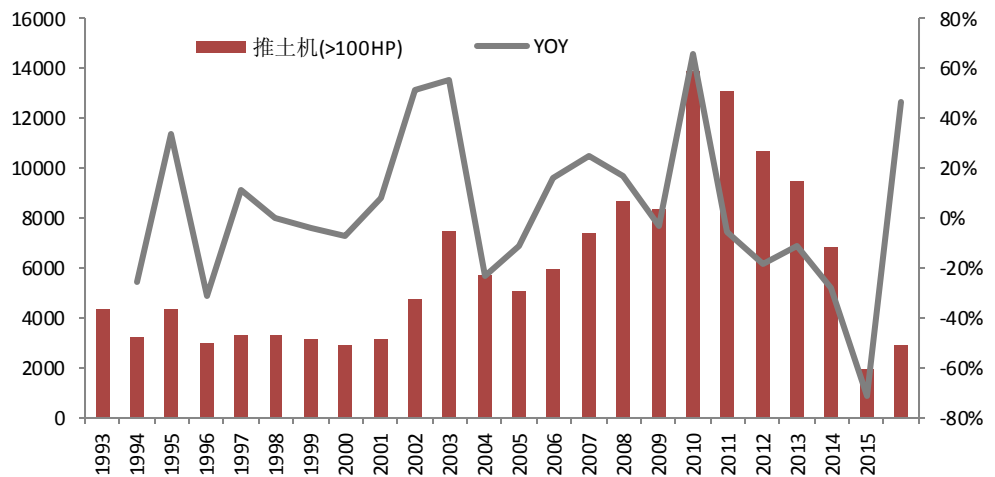
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表27: 2016年平地机销量开始回升(台)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

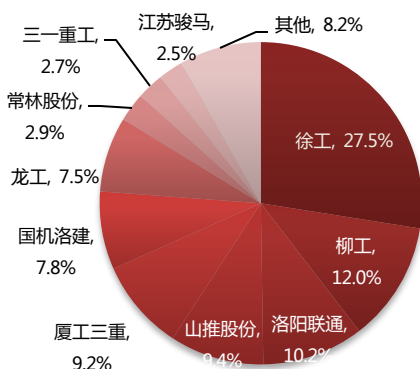
图表28: 2016年推土机销量开始回升(台)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

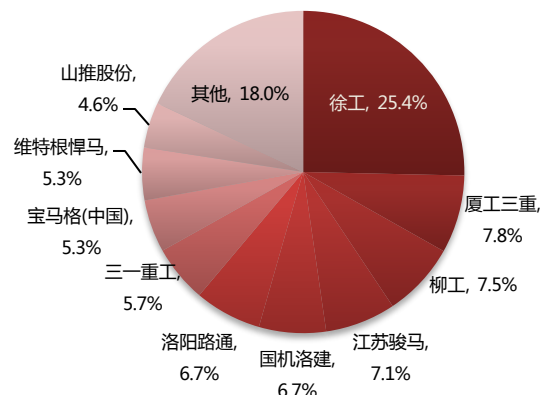
路面机械龙头地位稳固, 龙头以外竞争激烈。2016年徐工分别以25%和30%以上的市占率稳居压路机、平地机的行业龙头, 山推推土机则以42%的市占率保持业内第一, 但近年市占率呈下滑趋势。柳工平地机、推土机市占率分别由2010年的10.6%和2.3%上升到2016年的14.2%和7.0%, 压路机市占率由12%下滑到了7.5%。

图表29: 2010年压路机市场竞争格局



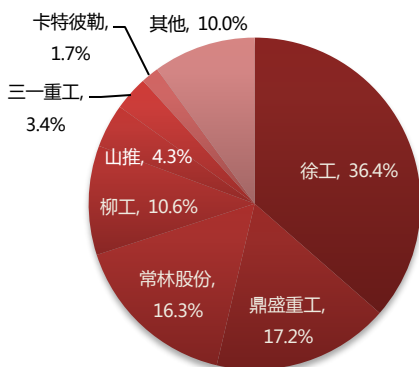
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表30: 2016年压路机市场竞争格局



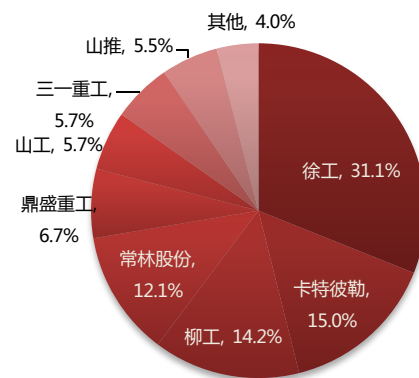
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表31: 2010年平地机市场竞争格局



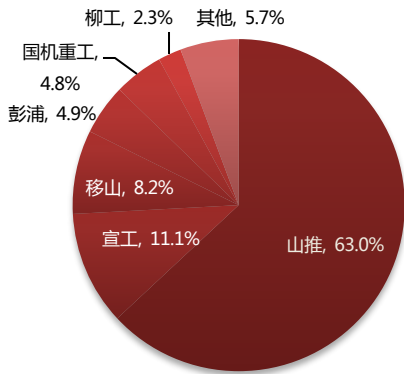
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表32: 2016年平地机市场竞争格局



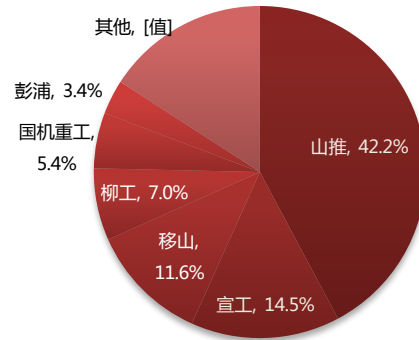
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表33: 2010年推土机市场竞争格局



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

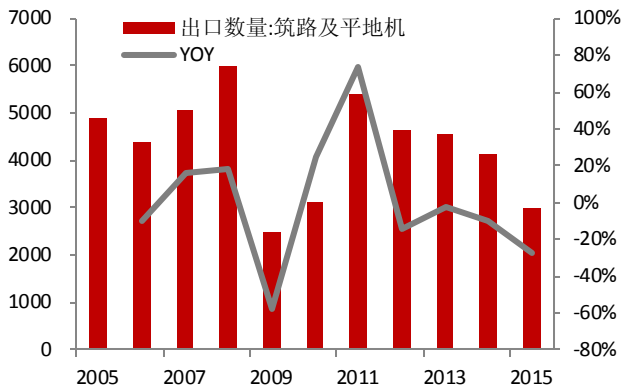
图表34: 2016年推土机市场竞争格局



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

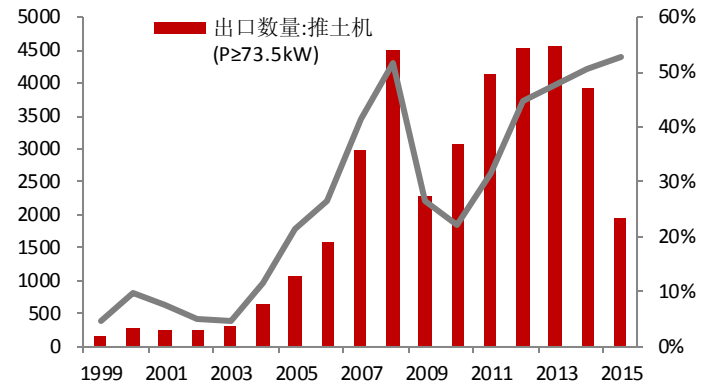
出口市场: 推土机出口占比 50%, 平地机出口占比 20%。

图表35: 压路机出口量及增速(台)



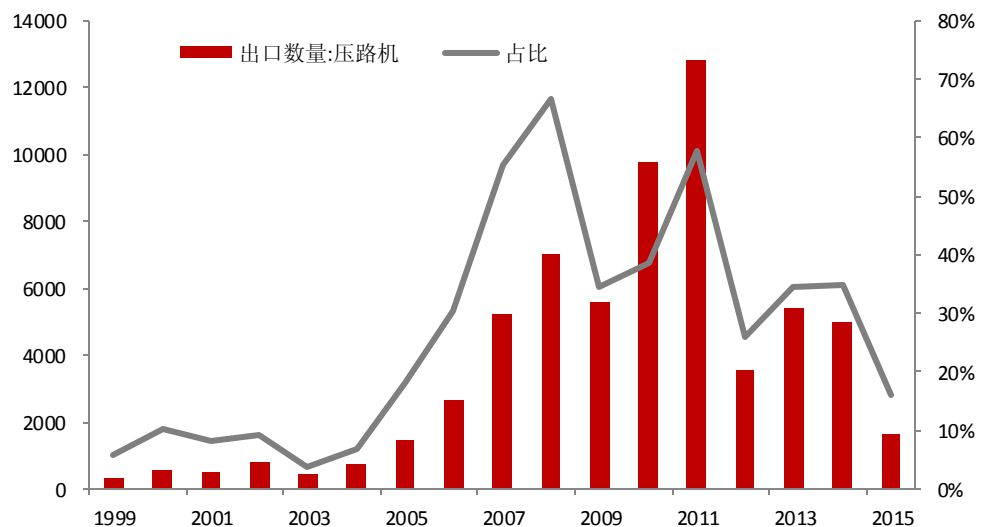
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表36: 推土机出口量及占比(台)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表37: 压路机出口量及占比(台)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

柳工：全系列、高端化、全球化工程机械制造商

柳工成立于1958年，从装载机起步，主营业务逐渐扩展至装载机、挖掘机、起重机、压路机、叉车、平地机、推土机、铣刨机、摊铺机、滑移装载机、挖掘装载机、矿用卡车等工程机械及配件全系列产品及融资租赁业务。

图表38：柳工股权比例（截止到2016年三季报）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

60年的发展历程中，经历了三个阶段：

- **技术引进吸收阶段（1958~1990年）**：成立最初的30年中，柳工制造水平与国外差距很大，80年代引进了卡特彼勒装载机技术，产品性能和制造技术实现第一次飞跃。
- **技术自主化阶段（1990~2003年）**：90年代柳工在充分消化吸收海外引进技术的基础上加快技术自主化步伐，逐渐形成了具备自主知识产权的全系列工程机械产品。
- **全面国际化阶段（2004年以后）**：2004年开始大力拓展海外市场，在海外设立了10个海外子公司，营销网络遍及140多个国家；2008年公司通过海外设厂和并购模式在印度、巴西、波兰形成了整机及核心零部件的生产制造能力。

图表39：柳工发展历程概况



资料来源：公司官网，公司公告，华泰证券研究所

产品系列最全

公司拥有较全面的工程机械与工业车辆产品线以及全套的解决方案。发展战略：以装载机、挖掘机为核心，打造土石方机械绝对领先优势，着力发展叉车业务，培育矿山机械等大型装备为新的增长点。目前公司核心产品在国内保持着市场优势地位，中大吨位装载机领跑全行业，挖掘机、推土机、平地机、叉车等产品发展优于行业平均水平，市场份额不断提升，其他主要产品总体发展相对稳健。

图表 40: 柳工与国际知名制造商的产品布局比较

	柳工	卡特彼勒	小松	沃尔沃	特雷克斯	约翰迪尔	利勃海尔	斗山
装载机	★	★	★	★	★	★	★	★
挖掘机	★	★	★	★	★	★	★	★
推土机	★	★	★			★	★	
平地机	★	★	★	★	★	★		
自卸车	★	★	★	★	★	★	★	★
压路机	★	★		★	★			
摊铺机	★	★		★	★			
铣刨机	★	★		★	★			
挖掘装载机	★	★	★	★	★	★		
滑移装载机	★	★	★	★		★		★
起重机	★				★		★	
混凝土设备	★				★		★	
叉车	★		★					★
伸缩臂叉车		★			★			
隧道机械		★			★			
矿用设备	★	★	★		★			

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

掌握核心零部件技术, 产品高端化

公司拥有中国土石方机械领域唯一的国家级工程技术研究中心, 合资成立核心零部件企业, 提升产品竞争力。公司与美国康明斯(发动机领域)、德国采埃孚(传动件领域)等国际高端零部件制造商的合资, 有效地提升了公司发动机、传动件、液压件等核心零部件研发和制造能力, 使柳工产品不仅在技术性能、可靠性与作业效率等方面均保持了行业领先地位, 也获得了国内外中高端客户的认可及海外发达国家市场营销的突破, 此外还有效降低了零部件采购成本, 缩短了产品交货周期, 提升公司响应市场的速度。

图表 41: 柳工主要参股公司情况一览(未并表公司, 财务数据截至 2015 年年报)

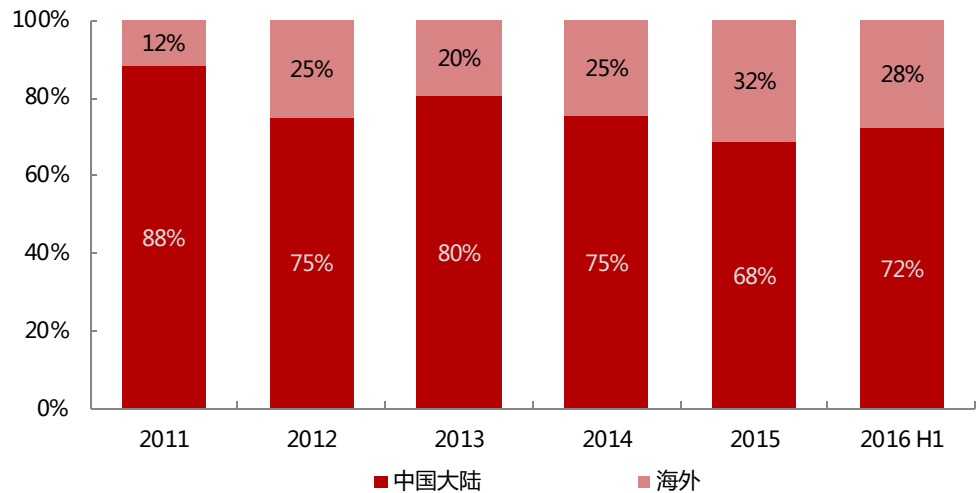
参股公司	持股比例	投资额(万元)	营业收入(万元)	净利润(万元)	主营业务
柳州采埃孚机械有限公司	49%	15,744	19,092	2,607	与德国 ZF 集团合资设立, 主营动力换挡变速箱、履带式推土机、履带式液压挖掘机、汽车悬挂装置、湿式制动驱动桥、挖掘装载机液压转向器等产品
广西威翔机械有限公司	50%	1,917	17,918	-1,163	与柳州五菱汽车工业有限公司共同设立, 主经工程机械、工业车辆用薄板件及散热系统的研发、设计、制造、销售和服务
广西康明斯工业动力有限公司	50%	11,439	12,494	-5,409	与康明斯共同设立, 主营工程机械专属柴油发动机
北京首钢重型汽车制造股份有限公司	42%	3,695	3,564	-1,465	主营矿用汽车销售、矿车备件销售等产品专业生产加工
采埃孚(柳州)驱动桥有限公司	50%	2,096	-	-	主营驱动桥及其零部件的应用工程、生产、销售和售后服务

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

扬帆全球市场: 直接出口+海外并购+海外建厂

海外业务收入占比逐年提高, 力争 2020 年超过 40%。2012 年开始, 公司加快完善国际营销网络布局, 着重开拓重点区域、重点市场, 有力分散由单一市场带来的经营风险, 预计 2016 年海外收入占比超过 30%。公司规划到 2020 年, 海外收入将超过总收入的 40%。

图表 42: 公司历年国内外营业收入占比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

“一带一路”沿线 65 个国家已完成销售网络的提前布局。公司营销网络覆盖 140 个国家, 全球 10 个海外子公司和配件库分布于亚太、印度、欧洲、北美、拉美、中东、南非和俄罗斯等区域。公司持续推进全球营销网点的建设, 实施国际业务“4K”战略, 集中资源在重点市场和重点产品上实现突破, 以保证公司能持续获取海外稳定的客户订单。

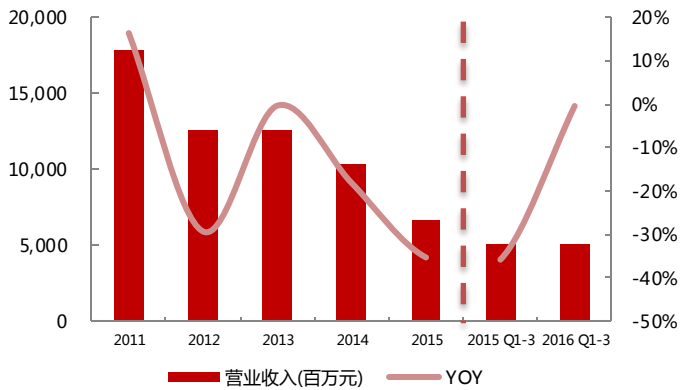
- ✓ **2009 年柳工于印多尔设立印度制造基地, 迈出国际化生产第一步。**柳工印度公司是印度首家纯外资的工程机械行业公司, 自投产以来印度工厂最先作为柳工 3 吨及 5 吨装载机的装配基地。2012 年, 投产平地机系列产品。2014 年, 投产 2 吨装载机。随后的几年里, 柳工逐步增加了零部件制造, 进一步实现了整机生产本地化。目前印度工厂本地化程度已经达到 30%, 包括所有的钢制的配件、轮胎、轮辋、软管、液压件等, 同时采用康明斯印度工厂生产的发动机, 仅动力系统、车轴、电子控制系统由中国进口。
- ✓ **2015 年柳工设立巴西新工厂, 柳工拉美地区业务进入新时代。**厂区面积约 15000 平方米(厂房面积 3600 平方米), 是一个融制造、配件、客户培训为一体的综合性工厂, 工厂主要装配挖掘机、压路机, 可生产 III 阶段装载机等产品。
- ✓ **2011 年收购 HSW 公司布局欧洲市场。**2011 年柳工斥资 1.7 亿兹罗提(约 3.35 亿人民币)收购中东欧最大的工程机械制造商波兰 Huta Stalowa Wola (HSW 公司) 的工程机械事业部 (Division I) 及其销售子公司锐斯塔 (Dressta)。波兰被确定为欧洲的总部基地, 与国内外生产基地遥相呼应, 进一步发掘和利用“一带一路”所创造的资源 and 机遇。
- ✓ **2013 年收购波兰 ZZN 传动件厂, 深化海外核心零部件制造领域布局。**ZZN 之前一直是向柳工波兰供应推土机、吊管机、装载机的桥箱、齿轮等关键零部件的独立法人公司。ZZN 厂凭借优秀的研发生产团队及卓越的质量, 还成为了美国 GERails、新加坡 STK 等国际著名企业的长期合作方。通过收购柳工波兰获取了核心零部件的产品研发、生产和测试技术, 形成了完整的核心零部件研发、生产体系, 以保障全系列整机产品线的生产和销售, 同时进一步提升柳工的国际化运作能力, 打造世界级企业人才队伍, 对柳工建设工程机械行业世界级企业具有重要的战略意义。

财务分析：业绩弹性大，资产质量优

2016年业绩筑底回升

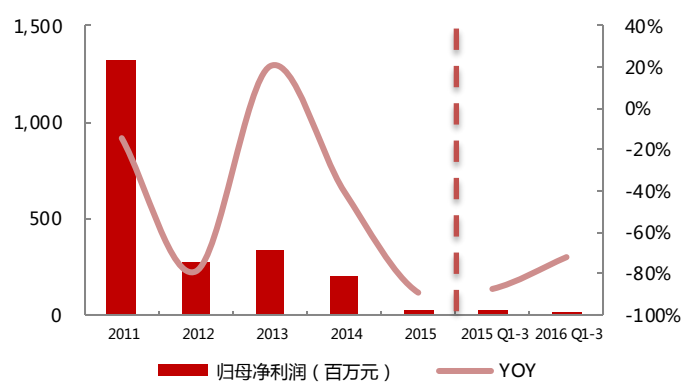
2016年业绩底部探明。2011以来，公司收入利润规模持续下降，公司预告2016年净利润3900~4900万元，同比增长83~130%。2011年业绩高点时，收入17.8亿人民币，利润13亿人民币，毛利率19%，净利润8%。

图表43：柳工历年营业收入及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

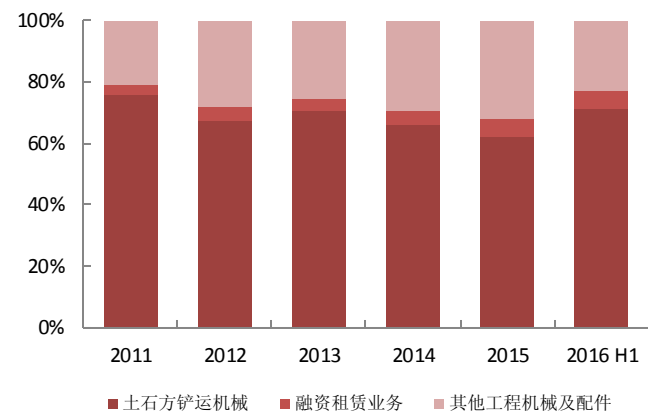
图表44：柳工历年归母净利润及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

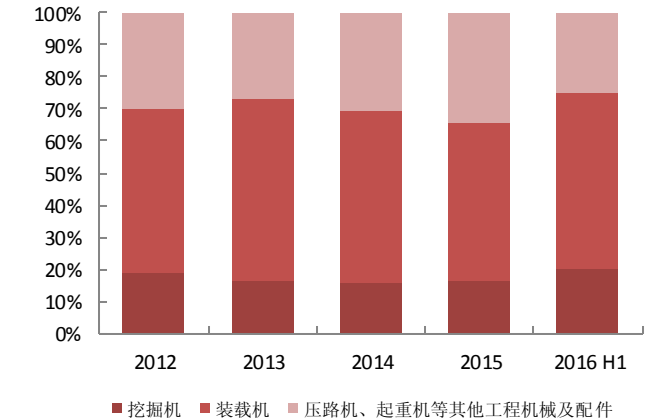
2016年中期，土石方机械占公司收入的60%以上，其中装载机、挖掘机、路面机械的比重约为5.5:2:2.5。2016年挖掘机收入占比有明显提升。

图表45：柳工历年分业务营收占比（包括融资租赁收入）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表46：柳工历年产品收入构成（不包括融资租赁收入）

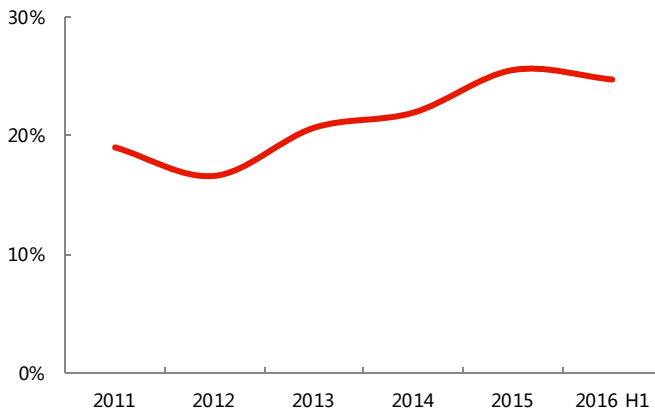


资料来源：Wind，华泰证券研究所

毛利率维持高位，得益于产品结构优化

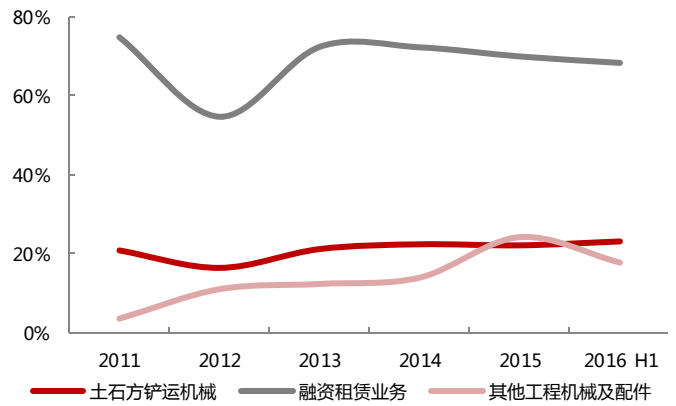
随着大吨位产品和高端产品收入占比的提升，以及近年来原材料价格的回落，公司毛利率从持续提升，2016年中期公司毛利率水平接近25%，远高于2011年17%的水平。

图表 47: 柳工综合毛利率水平处于历史高位



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

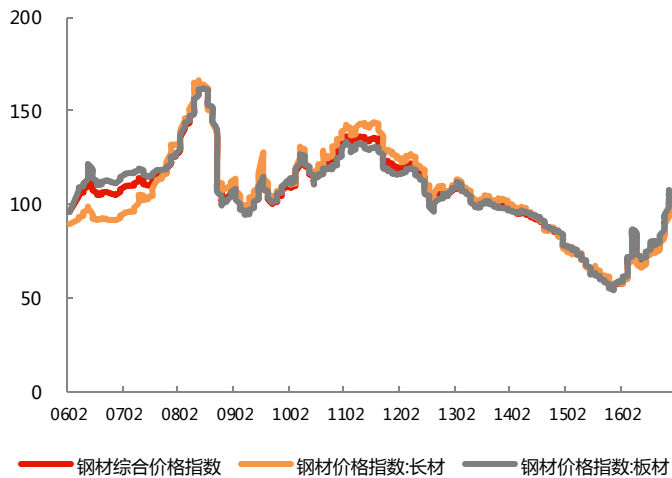
图表 48: 柳工分业务毛利率水平



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

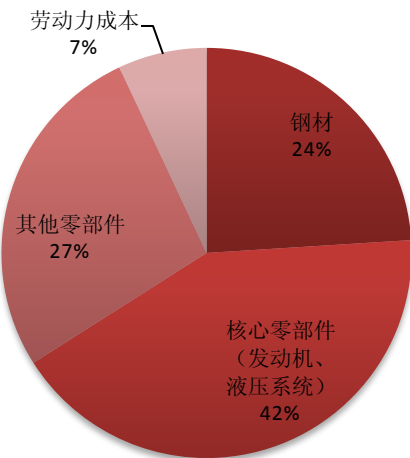
以挖掘机为例, 钢材价格占成本的 20%, 钢材价格上涨 10%对原材料成本的影响为 2%。2016 年下半年开始原材料中钢材价格持续上涨, 为了应对原材料波动, 公司形成了较为完善的应对策略, 包括: 1) 关注全球原材料价格走势, 按月度提供分析报告供决策参考; 2) 通过招标和物料成本优化等方式降低成本; 3) 实施全面预算管理, 通过事前反馈和库存管理等多种措施严格执行成本预算和费用控制; 4) 通过技术创新和管理创新提高材料的利用率和工艺水平; 5) 通过再制造业务能力的提升, 减少原材料等的采购成本。

图表 49: 历年钢材价格走势情况一览



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 50: 挖掘机生产成本构成

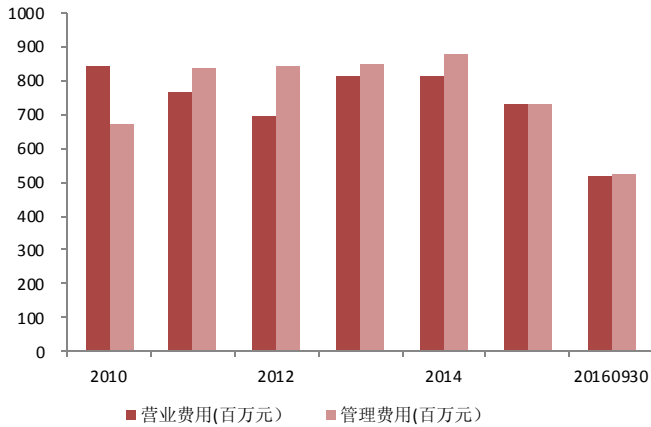


资料来源: 统计局, 华泰证券研究所

期间费用分析: 三项费用率高点已过

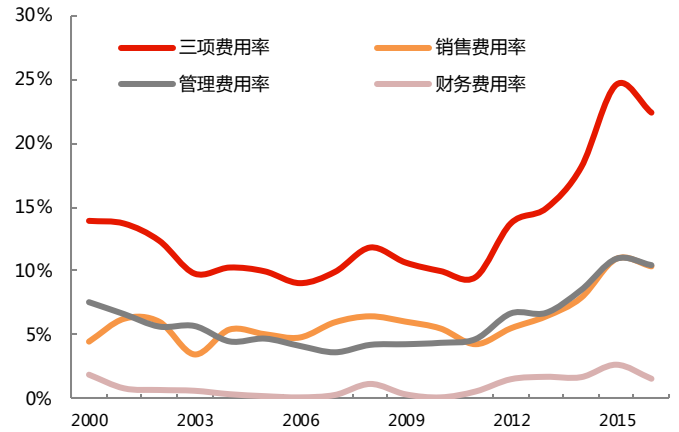
公司加大费用管控, 费用绝对额下降, 随着收入回升, 期间费用率将持续下降。2011 年以后, 公司三项费用持续上升。2015 年度公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为达到 10.95%、10.96%、2.67%, 合计达 24.58%, 为近十年来高点。2016 年公司加大费用控制, 在收入没有大幅变化的情况下, 前三季度三项费用率降至 22.39%。2017 年公司将继续加大费用管控, 同时随着收入的回升, 三项费用率有望持续下降。

图表 51: 柳工历年三项费用 (百万元)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表 52: 柳工历年三项费用率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

应收账款分析: 坏账准备计提充分, 账龄结构健康

坏账准备计提比例由 2011 年的 5.71% 调高到 2016H1 的 11.9%, 对坏账准备更加严格谨慎, 资产质量有较好保证。公司自 2015 年 1 月 1 日起对应收款项坏账准备计提比例以及固定资产计提折旧年限、预计净残值的会计估计进行变更, 其中: 对于 1 年以内(含 1 年)及未到合同收款日应收款, 公司将坏账计提比例从 5% 调整至 2%; 对于 2-5 年内的应收款项, 公司分别提高了坏账准备计提比例, 3 年以上应收款项计提比例全部调整为 100%。

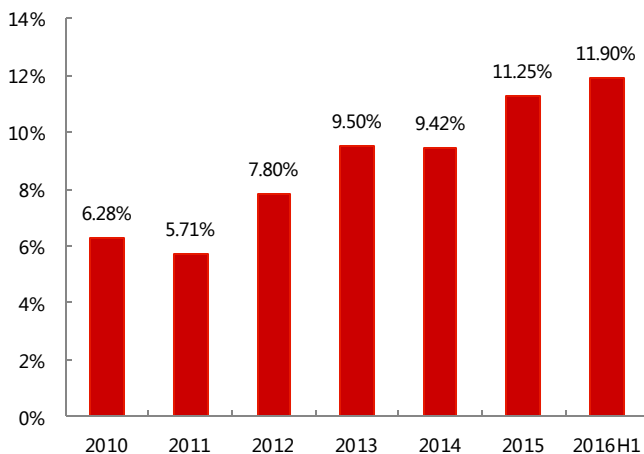
图表 53: 应收款项中信用风险特征组合账龄分析法变更前后坏账准备计提比例对比

账龄	变更前计提比例 (%)	变更后计提比例 (%)
1 年以内 (含 1 年) 及未到合同收款日应收款	5	2
1-2 年	10	10
2-3 年	30	50
3-4 年	50	100
4-5 年	70	100
5 年以上	100	100

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

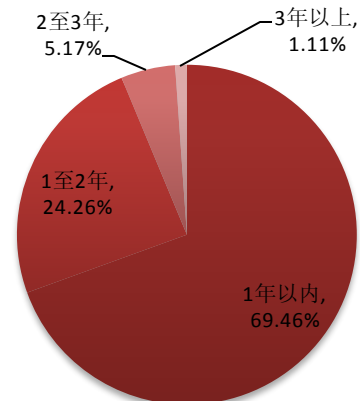
公司应收账款 1 年内应收账款占比接近 70%, 2 年以内合计高达 95%, 账龄结构健康。2016 年半年报应收账款账龄结构中, 公司 1 年内应收账款占比约达 70%, 而 2 年以上应收账款占比不足 7%, 长期应收账款占比较小。

图表 54: 柳工历年年末应收账款的坏账准备计提比例



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表 55: 柳工应收账款账龄组合的账龄结构 (截至 2016 年半年报)

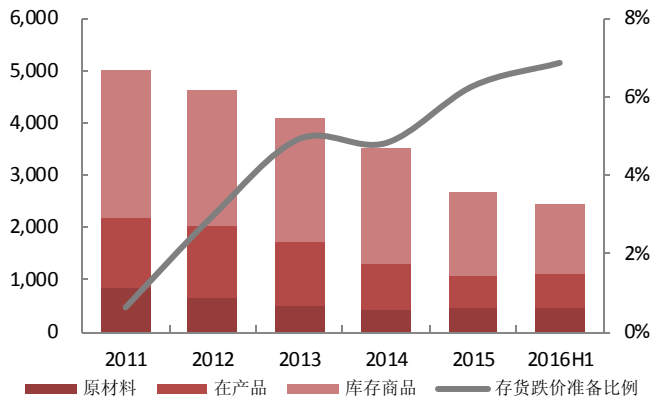


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

存货规模持续减少，跌价准备计提充分

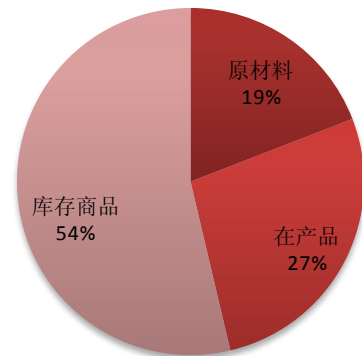
库存消化充分，在产品规模五年来首次出现增长，跌价准备比例逐年提高。柳工存货规模由2011年的51亿元减少至2015年的29亿元，2016年上半年存货规模进一步收缩至24亿元，其中原材料规模基本保持不变，产成品消化充分，在产品规模近五年来首次出现增长。此外，近年来销售不畅下柳工存货跌价准备比例由2011年的1%升至7%，已计提的跌价准备具备一定的转回空间。

图表56: 柳工历年年末存货及跌价准备比例 (百万元)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表57: 柳工存货结构 (截至2016年半年报)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

资产盘活: 生产制造布局有进有退, 提高资产利用率

2015~2016年, 公司先后关闭了天津柳工推土机基地、上海叉车生产基地, 分别并入常州基地和山东基地, 将大型装载机制造基地扳回柳州总部, 一方面避免了天津和上海工厂的持续亏损, 同时提升了常州、山东和柳州总部的产能利用率, 资产盘活效果显著。

图表58: 2015年开始进行资本盘活

时间	资本运作概况	效果	直接收入
2015年	关闭天津柳工生产基地后推土机业务转移常州	避免天津柳工亏损, 减少费用开支, 提升常州基地的资产利用率,	天津工厂获得3.90亿元收储款
2016年	关闭上海叉车厂区后, 原有生产业务并入山东生产基地	避免上海叉车亏损, 减少费用开支, 提升山东生产基地的查嫩能够利用率	上海叉车工厂获得0.89亿元收储款
2016年	将大型装载机制造搬迁回柳州总部, 将柳工挖掘机迁入柳州国际工业园, 原挖掘机厂区对外出租	提升柳州总部的产能利用率	获得场地出租收入1000万/年

资料来源: 公司公告, 公司官网, 华泰证券研究所

盈利预测与投资评级

2017年是工程机械盈利复苏的起点。2017年开始，行业进入更新周期，未来几年将是更新需求大幅释放的阶段，供给层面的变化决定了工程机械行业将进入复苏的阶段。需求层面，决定行业复苏的弹性。2017年GDP增速如果要维持6.5%的增长，一旦地产投资增速回落，基建将会扮演重要的角色。我们倾向于认为，2017年工程机械下游将是基建强复苏，地产增速回落的组合，行业走势更大的概率是随着经济周期正常往复。

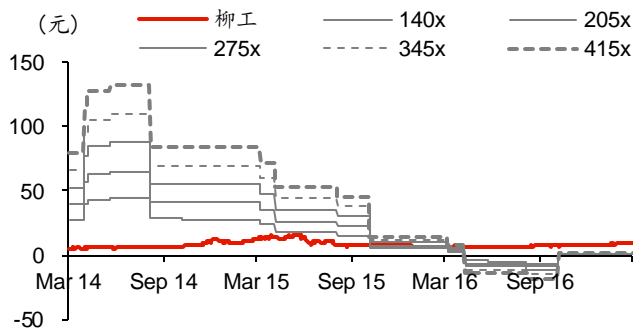
周期的变化是一个行业性的机会，从资产质量和利润弹性角度来看，我们首推柳工，给予“买入”评级。我们预计公司2016-2019年分别实现营业收入69、86、103和120亿元，分别实现净利润4300万、3.3、7.1、10.7亿元，对应EPS分别为0.04、0.3、0.63和0.95元，PE为235、30、14和9倍。当前最新PB为1.2倍。公司正处于盈利拐点，参考行业平均PB水平，我们认为公司2017年合理PB为1.5~1.7倍，对应合理股价为12.2-13.8元。

图表59: 可比上市公司估值一览表(可比公司估值参考Wind一致预测)

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	EPS				P/E			PB 当前	
			2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E		2018E
600031	三一重工	575.1	0.02	0.04	0.21	0.33	417	185.4	35	22	2.4
000157	中联重科	359.2	0.01	-0.05	0.12	0.15	483	-	39	32	1.0
000425	徐工机械	286.6	0.01	0.03	0.06	0.08	584	134.5	69	53	1.4
000528	柳工	101.0	0.02	0.04	0.30	0.69	475	224.5	30	13	1.2
601100	恒立液压	102.0	0.10	0.13	0.24	0.35	162	124.4	68.1	46.9	3.0
CAT.N	卡特比勒	542.1	3.54	2.45	2.86	3.57	26	37.7	32.4	25.9	4.1

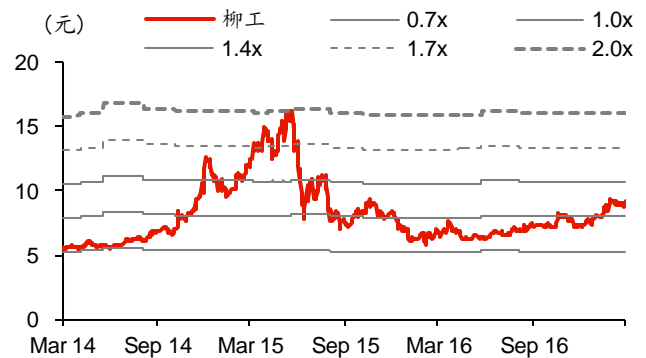
资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 数据日期: 2017年3月23日。卡特彼勒单位为美金。

图表60: 柳工历史PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表61: 柳工历史PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

宏观经济低于预期，房地产和基建投资增速大幅低于预期。行业竞争格局恶化。

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	14,513	13,741	13,664	12,725	14,060
现金	3,949	4,269	4,500	4,725	4,318
应收账款	3,469	3,151	3,778	3,572	4,522
其他应收账款	269.67	320.20	249.15	332.58	406.91
预付账款	103.41	69.79	70.60	90.31	106.60
存货	3,528	2,670	2,358	3,029	3,690
其他流动资产	3,194	3,261	2,709	976.00	1,017
非流动资产	6,289	6,644	6,361	6,153	5,873
长期投资	398.30	359.66	458.19	458.19	458.19
固定资产投资	2,583	2,428	2,382	2,223	2,007
无形资产	693.81	650.21	654.43	659.74	664.68
其他非流动资产	2,613	3,206	2,867	2,812	2,743
资产总计	20,802	20,384	20,025	18,877	19,933
流动负债	7,244	7,464	9,123	9,698	9,533
短期借款	1,013	2,804	3,451	3,235	4,226
应付账款	1,628	990.16	1,036	1,310	1,553
其他流动负债	4,604	3,670	4,635	5,152	3,754
非流动负债	4,431	4,014	3,179	1,884	2,323
长期借款	766.01	568.83	1,000	1,431	1,862
其他非流动负债	3,665	3,445	2,179	452.33	460.36
负债合计	11,676	11,478	12,302	11,581	11,855
少数股东权益	29.19	2.68	1.57	2.13	3.29
股本	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125
资本公积	3,521	3,521	3,521	3,521	3,521
留存公积	4,524	4,384	4,188	4,508	5,120
归属母公司股	9,097	8,904	8,834	9,154	9,766
负债和股东权益	20,802	20,384	21,137	20,737	21,624

现金流量表

会计年度(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	554.44	145.39	988.16	561.90	(9.75)
净利润	193.16	20.77	41.84	333.38	712.44
折旧摊销	344.03	261.11	280.66	293.89	301.41
财务费用	174.34	177.62	173.35	158.78	171.49
投资损失	9.02	19.19	25.00	0.00	(30.00)
营运资金变动	(390.29)	(540.70)	418.56	(213.80)	(1,328)
其他经营现金	224.19	207.41	48.76	(10.35)	163.19
投资活动现金	(157.33)	(228.20)	46.15	1,933	(11.12)
资本支出	239.07	203.48	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	15.30	127.28	0.00	0.00
其他投资现金	81.74	(9.42)	173.43	1,933	(11.12)
筹资活动现金	(652.62)	411.84	308.72	(1,522)	(555.11)
短期借款	243.32	1,791	647.66	(215.89)	990.64
长期借款	(1,204)	(197.18)	431.17	431.17	431.17
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	307.67	(1,182)	(770.10)	(1,737)	(1,977)
现金净增加额	(262.71)	347.63	1,343	973.35	(575.98)

利润表

会计年度(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	10,293	6,656	6,884	8,605	10,325
营业成本	8,035	4,957	5,163	6,539	7,744
营业税金及附加	56.94	43.01	44.48	55.60	66.72
营业费用	814.05	728.92	700.00	756.00	808.92
管理费用	876.09	729.18	700.79	735.83	772.62
财务费用	174.34	177.62	173.35	158.78	171.49
资产减值损失	174.84	115.32	110.00	90.00	75.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(9.02)	(19.19)	(25.00)	0.00	30.00
营业利润	152.64	(114.20)	(32.71)	268.88	716.61
营业外收入	149.96	189.04	160.00	168.01	168.84
营业外支出	5.82	23.53	22.70	20.16	21.57
利润总额	296.77	51.31	104.59	416.72	863.89
所得税	103.62	30.54	62.75	83.34	151.45
净利润	193.16	20.77	41.84	333.38	712.44
少数股东损益	(5.36)	(0.55)	(1.12)	0.56	1.16
归属母公司净利润	198.52	21.31	42.95	332.82	711.28
EBITDA	671.01	324.53	421.29	721.55	1,190
EPS(元)	0.18	0.02	0.04	0.30	0.63

主要财务比率

会计年度(%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	(18.21)	(35.34)	3.42	25.00	20.00
营业利润	(52.91)	(174.82)	71.36	921.98	166.52
归属母公司净利润	(40.20)	(89.26)	101.53	674.85	113.72
获利能力(%)					
毛利率	21.94	25.53	25.00	24.00	25.00
净利率	1.93	0.32	0.62	3.87	6.89
ROE	2.18	0.24	0.49	3.64	7.28
ROIC	2.41	0.28	0.66	4.05	7.83
偿债能力					
资产负债率(%)	56.13	56.31	58.20	55.85	54.82
净负债比率(%)	24.87	36.04	48.90	55.02	51.35
流动比率	2.00	1.84	1.50	1.31	1.48
速动比率	1.49	1.46	1.23	0.98	1.07
营运能力					
总资产周转率	0.47	0.32	0.34	0.44	0.53
应收账款周转率	2.98	1.80	1.76	2.08	2.26
应付账款周转率	4.03	3.79	5.10	5.57	5.41
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.02	0.04	0.30	0.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.13	0.88	0.50	(0.01)
每股净资产(最新摊薄)	8.08	7.91	7.85	8.14	8.68
估值比率					
PE(倍)	50.90	474.11	235.25	30.36	14.21
PB(倍)	1.11	1.13	1.14	1.10	1.03
EV_EBITDA(倍)	18.67	38.61	29.74	17.36	10.53

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com