三一重工专题报告（600031.SH）

借势一带一路，启动全球化布局

核心观点：

- **国内工程机械龙头企业，逐步走向国际化**

伴随行业深度调整，公司业务格局得到了重新梳理，主营业务中挖机占比逐步提升，并且逐渐成为新的盈利中心，混凝土业务也逐步企稳回升。国内业务持续回暖的背景下，公司海外业务持续突破，2015-2016 年公司海外业务占比连续保持 40%左右，逐步加大国际化业务拓展力度。

- **借势“一带一路”，三一“三部曲”开启全球化布局**

“一带一路”战略持续推进，沿线国家大量基建工程为工程机械领域提供了新的增量需求，三一重工海外布局与一路一带国家重合度较高，借助一带一路，公司积极布局和启动全球化战略，三一在全球化布局方面形成了三部曲：（1）销售全球化：划分海外大区，建立全球化销售网络；（2）生产全球化，建立海外基地，落实本地化经营；（3）资本全球化：执行跨国并购，实现多元化合作。

- **从小松全球化之路的启示：“一带一路”重大历史机遇**

20 世纪 90 年代以后，日本国内内需已经处于平稳甚至萎缩的状态，在当时的全球需求环境中，以中国为首的新兴经济体的崛起给行业发展带来了新的动力，小松的海外收入占比达到了 80%。小松在全球化进程中始终保持：（1）核心零部件自主化；（2）海外业务本土化；（3）坚持海外业务重组整合。对比当前一带一路的战略，三一的全球化布局与 20 年前的小松具有极其相似的路径。

投资建议：预计公司 2017-2019 年实现营业收入 325/392/451 亿元，EPS 分别为 0.37/0.50/0.59 元/股，对应估值分别为 18x/14x/11x，公司市场份额持续扩张，全球化业务持续布局，我们继续给予公司“买入”评级。

风险提示：市场需求下滑；行业竞争加剧毛利率下滑；应收账款回款困难。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	23,366.9	23,280.1	32,483.6	39,153.3	45,071.7
增长率(%)	-23.05%	-0.37%	39.53%	20.53%	15.12%
EBITDA(百万元)	3,504.8	3,499.0	6,306.3	7,218.99	8,047.54
净利润(百万元)	138.59	203.46	2,833.13	3,799.34	4,491.31
增长率(%)	-80.46%	46.81%	1,292.50%	34.10%	18.21%
EPS（元/股）	0.018	0.027	0.370	0.496	0.586
市盈率（P/E）	361.63	229.60	18.03	13.44	11.37
市净率（P/B）	2.03	1.86	1.82	1.61	1.41
EV/EBITDA	20.05	18.28	10.33	8.03	6.73

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	6.67 元
前次评级	买入
报告日期	2017-05-15

相对市场表现

分析师： 罗立波 S0260513050002
021-60750636
luolibo@gf.com.cn

相关研究：

三一重工（600031.SH）：行业需求回暖，经营质量和盈利能力修复显著	2017-04-28
三一重工（600031.SH）：积极布局海外业务和军工转型业务	2017-03-09
三一重工深度报告：需求底部回升，龙头整装待发	2017-03-02

联系人： 代川
daichuan@gf.com.cn

目录索引

一、国内工程机械龙头企业 4
1.1 勇攀高峰，挖机业务渐成新的利润中心 4
1.2 降幅收窄，混凝土最好的时代已经过去 5
1.3 工程机械龙头，逐步走向国际化 6
二、借势一带一路，三一开启全球化布局之路 8
2.1 “一带一路”带来工程机械新机遇 8
2.2 三一重工进军海外的“三部曲” 10
2.3 借势一带一路，三一布局全球 14
三、小松的全球化之路：启示与借鉴 16
3.1 背景：为什么要走向全球化？ 16
3.2 全球化面临的环境：竞争与机遇 17
3.3 全球化战略：从日本小松走向世界小松 18
3.4 启示：路径的相似性，抓住历史的机遇 20
四、投资建议与风险提示 22

图表索引

图 1: 三一挖掘机销量及增速 4
图 2: 三一与其他企业挖机市占率 5
图 3: 国内泵车销量情况 5
图 4: 卡特彼勒地区收入结构 6
图 5: 小松制作所地区收入结构 6
图 6: 工程机械主要产品出口金额占比 6
图 7: 国内挖掘机出口情况 7
图 8: 工程机械海外收入情况及三一海外收入对比 7
图 9: 2016 年一带一路沿线国家和中国的 GDP、人口、贸易占全球比重 8
图 10: 对外承包工程合同情况（亿美元） 8
图 11: 沿线国家对外承包工程新签合同额（亿美元） 8
图 12: 三一海外业务收入及占比 11
图 13: 国内代表性企业海外业务收入占比 11
图 14: 外资进军中国并购案例 13
图 15: 三一重工全球布局与一带一路对比 15
图 16: 日本住宅私人投资 16
图 17: 日本公共需求 16
图 18: 日本工程机械发展历程 16
图 19: 小松收入地区分布 17
图 20: 世界主要新兴经济体 GDP 增速 17
图 21: 日本工程机械零部件销售及占比 19
图 22: 零部件出口情况 19
图 23: 小松海外扩展过程 19

表 1: “一带一路”沿线地区重点基建项目 9
表 2: 三一全球十大销售大区 11
表 3: 三一四大海外生产基地 12
表 4: 国内工程机械巨头的海外并购 14
表 5: 应用三一产品的一带一路工程 14
表 6: 主要新兴经济体基建情况 18
表 7: 小松核心零部件生产工厂 19
表 8: 一带一路国家与中国经济发展对比 21
表 9: 三一海外拓展与小松中国拓展进程对比 21

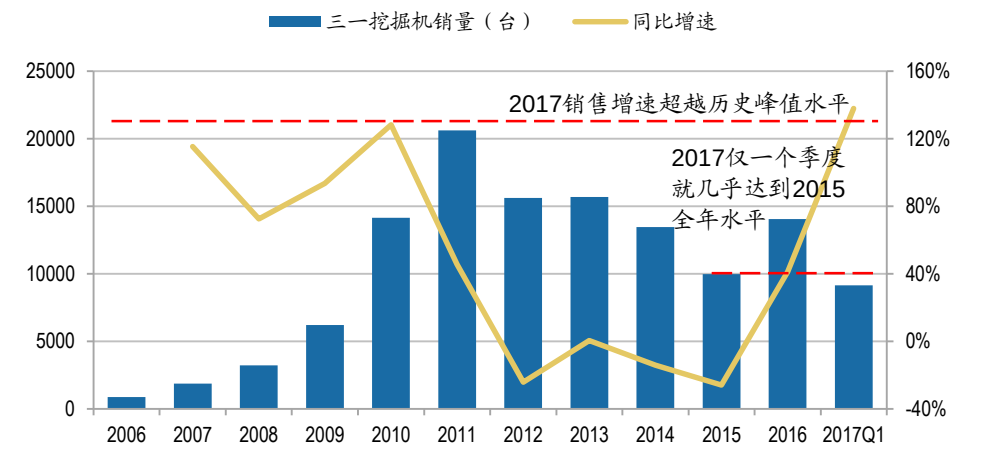
一、国内工程机械龙头企业

1.1 勇攀高峰，挖机业务渐成新的利润中心

工程机械是宏观经济的晴雨表，具有较强的周期波动属性。在2011年行业达到景气高点之后，进入了长达五年的漫长调整期，三一作为龙头也未能幸免。在行业低迷期，三一适时提出战略转型，将具有多功能属性的挖机业务作为重点发展方向，并实现了该领域的快速突破。

由于基建的持续走高以及更新需求形成的长期托底力量，2016年挖机市场出现了强烈反弹，三一的挖机销量同比增长41.13%。进入2017年之后，这种火爆的行情得以延续，第一季度销售增速138%甚至高过了历史峰值，仅用时3三个月就几乎达到了2015全年的销售水平。而由于挖机施工的季节性特点，上半年销售占比往往远大于下半年，在当前的需求背景下，2017年挖掘机销量有望保持较高的增速水平，三一的挖掘机销量也有望突破2011年的最高销售记录，其核心是市场份额持续扩大。

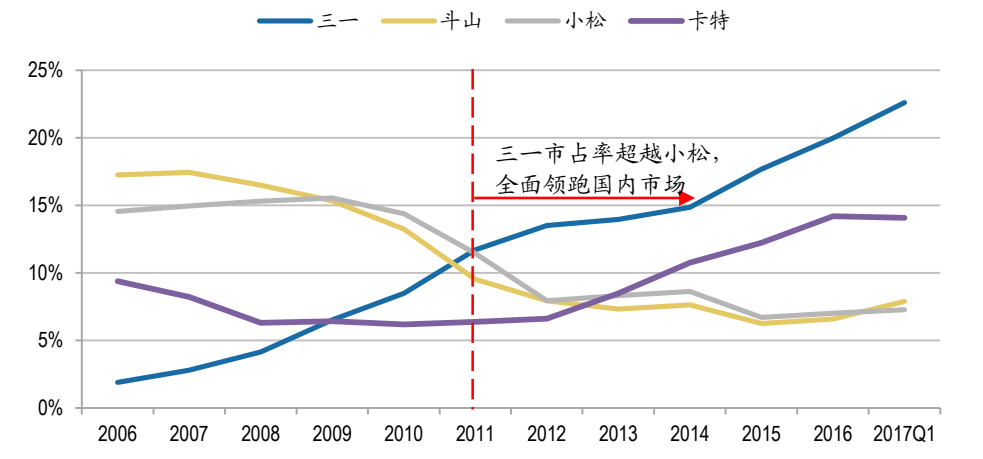
图1：三一挖掘机销量及增速



数据来源：工程机械协会，广发证券发展研究中心

从行业成长来看，三一重工凭借强大的综合实力，市场份额从2%一直提升到了2016年的20%，2017年一季度以来，市场份额持续扩大，目前保持在22%左右。2011年，三一挖机市占率超越小松，开始领跑国内市场，并且自2014年以后，三一的市场份额呈现出加速提升的趋势。这一趋势与日韩品牌形成强烈反差，以小松和斗山为例，这两个日韩品牌的市占率由高峰期的15%以上一路下跌到7%左右。与此同时，卡特彼勒的市占率也在稳步提升。总体来说，三一在国内挖机市场处于绝对领先地位，并且已经开始形成良性循环：较高的市占率有助于扩展新的客户，而客户基数的提升又有利于进一步扩大市场份额。

图2：三一与其他企业挖机市占率

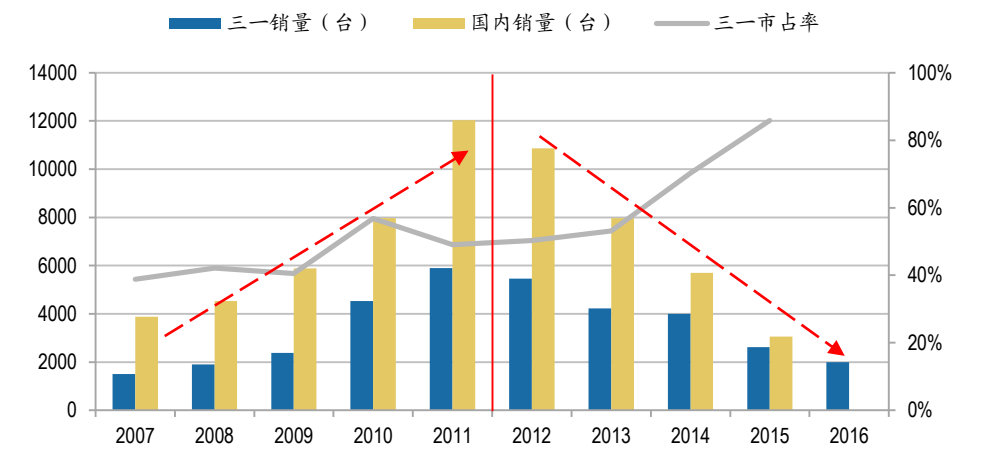


数据来源：工程机械协会，广发证券发展研究中心

1.2 降幅收窄，混凝土最好的时代已经过去

2016年三一最主要的收入来源依然是混凝土业务，占比达47%，但其毛利占比仅为33%，盈利能力显著低于挖机业务。过去的房地产和高铁建设带来了混凝土机械需求，最高峰时期，公司该块营业收入达到了265亿元，但这几年出现了快速下滑。这种变化同样反应在了代表产品泵车的销量上，其随行业的起伏而波动，但是市场占有率却是稳步攀升，由2007年的38.76%上升到2015年的85.80%，领先于同行业竞争对手。

图3：国内泵车销量情况



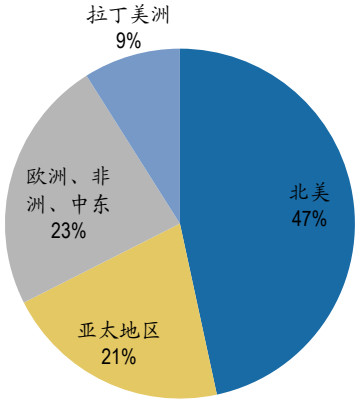
数据来源：工程机械年鉴，广发证券发展研究中心

三一在国内市场已经取得了巨大优势，但公司并没有局限于国内，而是放眼全球，凭借构建销售网络、当地建厂生产、海外并购策略，借助一带一路东风，走出了一条独特的国际化之路。

1.3 工程机械龙头，逐步走向国际化

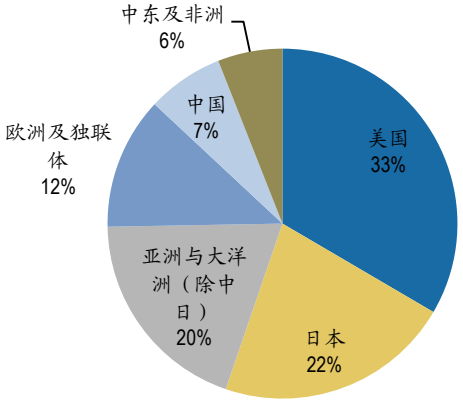
国际巨头以海外业务为主，我国工程机械出口金额结构稳定。卡特彼勒和小松制作所是工程机械行业收入前两位的企业，从收入地区结构来看，海外业务收入占据绝大部分。卡特的整个北美地区收入不过47%；而小松日本本土收入仅仅22%。作为一个后起之秀，小松在早期发展时更是经历了从扩大内销到出口海外的转变过程。相比国际巨头全球化发展道路，我国工程机械企业起步较晚、产品性价比较高，适用于大部分发展中国家，也更加契合“一带一路”主体。从工程机械各产品出口金额来看，这几年挖掘机占比略微上升，起重机则呈现相反态势。挖机、装载机、起重机占比基本稳定在26%、28%和29%，呈现出三足鼎立的格局，三者2016年出口金额分别达到了1.68、1.79、1.82亿美元，剩余诸如压路机等产品加总金额约1亿美元。

图4：卡特彼勒地区收入结构



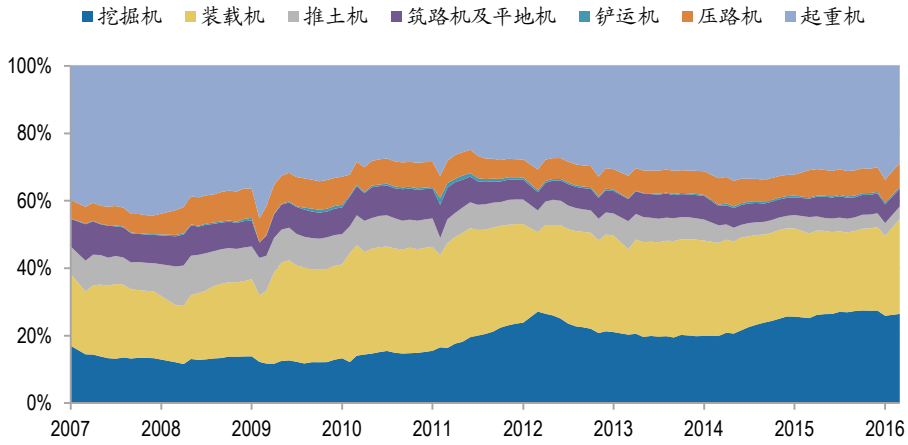
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图5：小松制作所地区收入结构



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

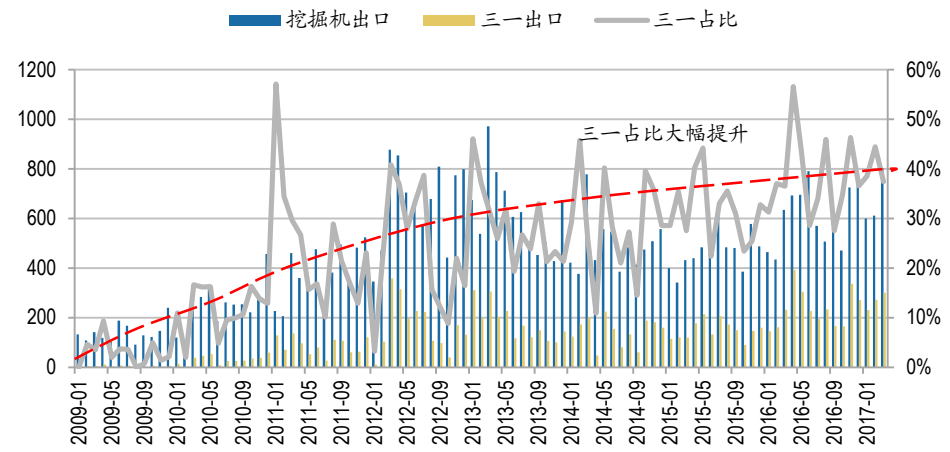
图6：工程机械主要产品出口金额占比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

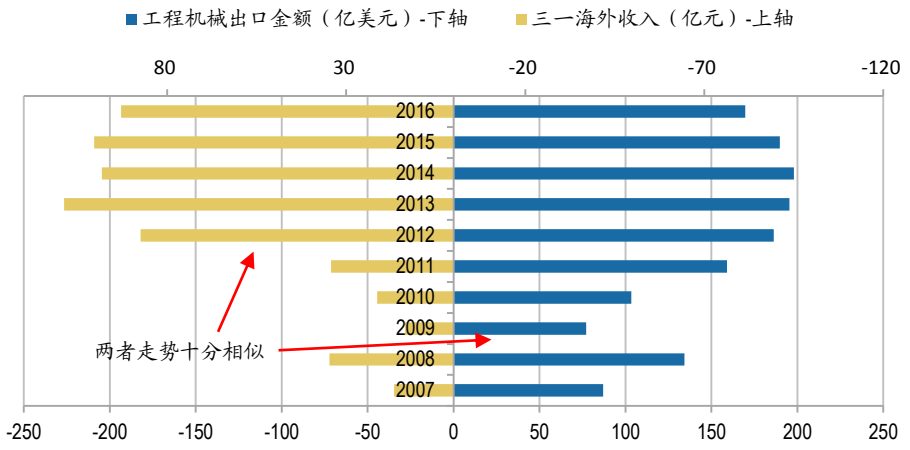
三一挖机出口占比提升，海外收入随行业整体而变化。参考小松与卡特的业务格局，三一这几年也逐渐开始加速拓展海外业务，其成为挖机行业龙头的进程也体现在出口方面。2010至2016年末，三一挖机出口复合增长率为40.18%，同期国内挖机出口复合增长率为16.23%，若剔除三一的影响则为9.56%。**三一高速的出口增长使其出口占比由不足3%迅速提升到接近40%。同时，其海外业务收入走势与工程机械整体十分相似。**受金融危机影响，09年出口剧烈萎缩，随后迎来一段黄金期；近几年，海外业务收入陷入停滞，但总体来说保持平稳。随着欧美经济复苏和新兴经济体的基建需求增加，工程机械的国际需求将持续提升。

图7：国内挖掘机出口情况



数据来源：Wind，工程机械协会，广发证券发展研究中心

图8：工程机械海外收入情况及三一海外收入对比



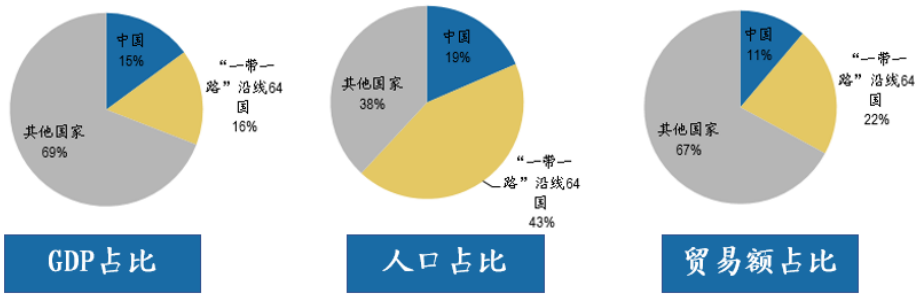
数据来源：工程机械协会，广发证券发展研究中心

二、借势一带一路，三一开启全球化布局之路

2.1 “一带一路”带来工程机械新机遇

沿线国家对世界经济影响巨大。“一带一路”目前已经作为国家基本经济政策开始着手实施，是国内产能转移的重要途径。沿线经过64个国家（除去中国），其中以发展中国家为主。2016年这64个国家GDP之和预测为12.0万亿美元，占全球GDP的16.0%；人口总数为32.1亿人，占全球人口的43.4%；对外贸易总额为71885.5亿美元，占全球贸易总额的21.7%。一方面沿线国家面临经济疲弱、基建落后的困局，但同时又富含人口、资源的红利，发展潜力巨大。总体来看，这些国家对全球经济发展举足轻重，能否借势而上对于企业发展来说至关重要。

图9：2016年一带一路沿线国家和中国的GDP、人口、贸易占全球比重



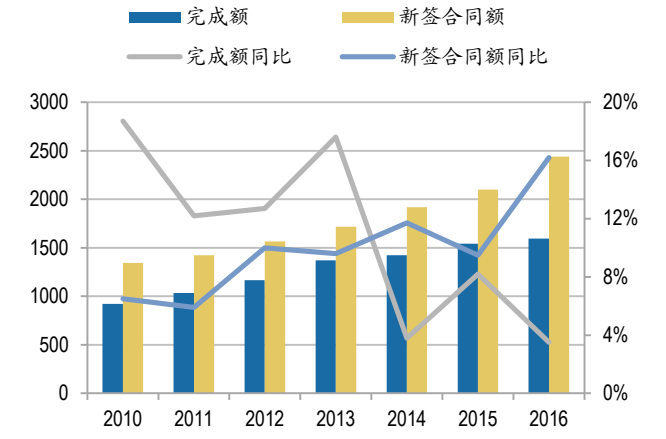
数据来源：《“一带一路”贸易合作大数据报告（2017）》，广发证券发展研究中心

对外承包合同稳步增长，丝路沿线国家占比过半。过去的7年中，我国对外承包工程处于上升通道，新签合同额年均复合增速10.45%，2016年达到2440亿美元，同比增长16%。目前我国政府先后与数十个国家签署了推进“一带一路”和“国际产能合作”的文件，在互联互通建设和基础设施、产能合作、能源和产业园区合作等方面推动落实了一批合作项目，使得沿线国家对外新签合同也实现了高速增长，去年末达到1260亿美元，同比增长36%，占同期新签合同额的比例也稳步提升，并突破50%。

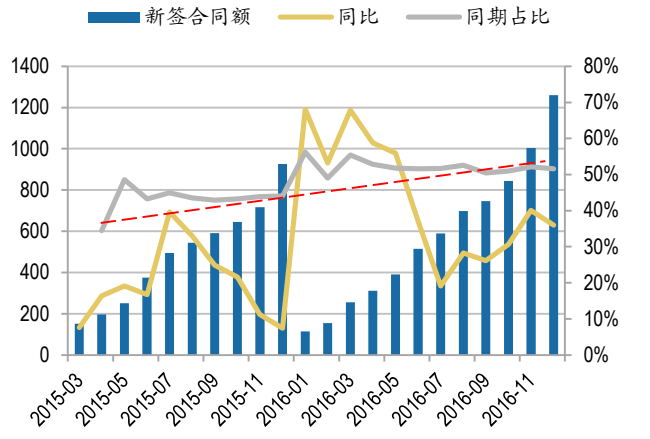
与此同时，由于传导关系的存在，新签合同的增长也一定会带来合同完成额的稳步提升。根据国家商务部的统计，2010-2016年对外完成额复合增速为9.56%，连续7年同比增长。

图10：对外承包工程合同情况（亿美元）

图11：沿线国家对外承包工程新签合同额（亿美元）



数据来源：国家商务部，广发证券发展研究中心



数据来源：国家商务部，广发证券发展研究中心

沿线货运效率较低，基建给工程机械带来发展机遇。中国与沿线国家进出口运输方式中，水路运输占比超过60%，铁路运输比重也较大。通道建设是中国与沿线国家贸易合作、产品运输的基础，通关效率直接影响双边贸易的发展。然而，由于国家间存在的铁轨标准不同、运输线经营主体不同、往返货物运量不平衡等问题，严重影响了运输效率。同时，通关效率不高也使口岸货物流通受到影响。**中国与沿线国家货物运输效率较低，加强基建迫在眉睫。**此次一代一路政策根据不同地区的发展水平，在东亚、中亚、东南亚等几个地区建立了自由贸易区、区域经济伙伴战略，并划分了中蒙俄、新亚欧大陆桥、中国-中南半岛等6大经济走廊，为基建提供持续动力。**随着合作环境逐渐成熟，企业也加大对“一带一路”沿线国家的业务布局。**根据最新发布的《2016年中国对外工程企业营业额百强排行榜》的数据，前十名的企业中，包含中国建筑、中国交建、中国路桥、中国铁建等众多基建项目公司，这些企业也在“一带一路”中拿下了众多项目，其中重点项目包括雅万高铁、中老铁路、莫斯科—喀山高铁等，每个项目投资额均在数十亿元以上。此次“一带一路”涉及国家多，受众面广，历时时间长，将在基础设施建设领域为工程机械行业提供持续的增量需求。

表1: “一带一路”沿线地区重点基建项目

涉及地区	跨区域发展战略	项目	合作国家	投资额	承建企业
东亚地区	1.中日韩自由贸易区； 2.区域全面经济伙伴关系； 3.中蒙俄经济走廊。	策克口岸跨境铁路；中蒙“两山”铁路	蒙古	142 亿元	
		莫斯科—喀山高铁项目	俄罗斯	1084 亿	中铁二院
		乌力吉公路口岸建设项目	蒙古	14.9 亿	
中亚地区	中国－中亚－西亚经济走廊	中国－中亚天然气 D 线管道	土库曼斯坦	67 亿美元	
		卡姆奇克隧道项目	乌兹别克斯坦	14.6 亿美元	中铁隧道集团有限公司
		安伊高铁二期项目	土耳其	12.7 亿美元	中国铁道建筑总公司和中国机械进出口总公司
		“瓦赫达特—亚湾”铁路项目	塔吉克斯坦	7200 万美元	中国铁建
欧洲西部和中东欧地区	新亚欧大陆桥（第二亚欧大陆桥）经济走廊	中欧班列陆续开通	多国		

		雅万高铁建设项目	印尼	51.35 亿美元	中国铁路总公司牵头组成的中国企业联合体
		中老铁路建设项目	老挝	374 亿元人民币	中国电建
		中缅油气管道建设	缅甸		中石油
东南亚和南亚地区	1.东盟经济共同体; 2.中国-中南半岛经济走廊; 3.孟中印缅经济走廊	喀喇昆仑公路二期改扩建工程	巴基斯坦	13.15 亿美元	中国交建
		卡拉奇－拉合尔高速公路	巴基斯坦	28.9 亿美元	中国建筑股份有限公司
		瓜达尔港建设与运营项目	巴基斯坦	16.2 亿美元	中国海外港口控股有限公司
		巴基斯坦 ML-1 号铁路干线升级与哈维连陆港建设项目	巴基斯坦	60 亿美元	中铁二院
		拉合尔轨道交通橙线	巴基斯坦	16 亿美元	铁总和北方公司

数据来源：央视网，综合整理，广发证券发展研究中心

2.2 三一重工进军海外的“三部曲”

参考日本小松的成长历程，可以大致分为四个阶段：**1.初创发展。**伴随着战后日本经济重建，强大的内需拉动小松迅速发展起来；**2.提升品质。**由于卡特与三菱联手抢滩日本市场，小松引入了质量管理，使产品质量大幅提升，成功抵御了卡特的挑战；**3.扩大出口。**1969年，小松在美国旧金山建立了第一个销售中心，随后迅速反攻卡特，到1986年使卡特美国市场份额下滑7%；**4.全球布局。**1986年小松在美国、英国两处的工厂开始运营，标志着其国际策略由出口转为在当地设厂。随后开始与海外合作设立了Dresser、发动机等多家合资企业，顺利实现了由单一内销到全球出口的转型。

三一的发展路径与小松十分相似，首先都是确立自己在国内市场的竞争优势，随后将目光扩展到海外，其海外策略可以归纳概括为“10+4+1”的三步走战略。

第一步，销售全球化：划分海外大区，建立全球化销售网络。

2001年12月，中国加入世贸组织，很多企业开始主动融入经济全球化的浪潮，三一也不例外。2002年，三一重工在包括印度等市场初步完善了海外营销服务体系，在东南亚、北非等建立了一大批海外办事处；次年，三一的商标全球注册也迎来高峰。但由于缺乏对海外市场的了解，三一与很多企业一样一开始便吃了“闭门羹”。除了专注于提升产品质量以外，三一开始像卡特学习，建立自己的代理商体系和全球销售网络。2011—2013年是公司完成全球化市场布局的重要年份，2011年设立了三一全球，在德国建厂投资，将公司产品延伸至欧洲市场；随后因国内市场需求剧烈下滑，倒逼加快国际化进程，公司在2012年完成亚太、俄罗斯、中东、北美市场的布局；2013年继续向中亚、拉美、北非等大区迈进。**目前已经在全球形成十大销售大区、覆盖全球的销售网络**，其中2013年公司南非大区销售额突破12亿元，主打产品起重机和港口机械设备分别以24%和28%的市场占有率位居当地第一，2014年印度子公司的履带起重机在印度市场占有率第一。

表2：三一全球十大销售大区

销售大区	成立时间	投资金额	覆盖国家
三一北美	2012 年	6000 万美元	美国、加拿大、墨西哥
三一拉美	2013 年	-	巴拿马、哥伦比亚、秘鲁、智利、厄瓜多尔、委内瑞拉、哥斯达黎加、玻利维亚、古巴、乌拉圭、阿根廷
三一俄罗斯	2012 年	294.3 万卢布	俄罗斯、蒙古、东欧
三一欧洲	2011 年	4.52 亿欧元	英国、德国、法国、意大利、荷兰、比利时
三一南非	2012 年	2749.51 万兰特	南非、安哥拉、赞比亚、刚果、喀麦隆和加纳
三一北非	2013 年	-	阿尔及利亚、尼日利亚、埃塞俄比亚、肯尼亚、苏丹、突尼斯、摩洛哥和埃及
三一中东	2012 年	-	沙特阿拉伯、科威特、卡塔尔、阿曼
三一中亚	2013 年	7.48 亿美元	哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、土库曼斯坦、巴基斯坦和阿富汗
三一印度	2002 年初步设立，07 年建厂	6000 万美元	印度
三一亚太大区	2012 年	5149 万新元	新加坡、印尼、泰国、马来西亚、越南、菲律宾、缅甸、澳洲、老挝

数据来源：三一官网，广发证券发展研究中心

海外业务占比持续提高。从2009年开始，三一重工的海外业务收入持续增长，2013年首次突破100亿元；从海外业务收入占比来看，三一从2011年的不到10%提升到2016年的40%，根据我们的调研数据，公司目标在2020年国际收入占比达到50%。在目前国内工程机械上市公司中，三一的海外发展势头最为良好，无论是绝对数额还是占比都是最高的。海外收入的大幅度提升，对三一在国内业务萎缩形成了良好的对冲，也使得业绩避免受到某一地区的波动影响。今年1季度海外收入增加30%，剔除子公司普茨迈斯特的影响，这一数字则为55%左右，其中增长较快的几个区域包括拉美（超过300%）、俄罗斯（增长接近30%）、印度（增长90%）、欧洲（增长90%）和亚太大区（增长60%）。

图12：三一海外业务收入及占比

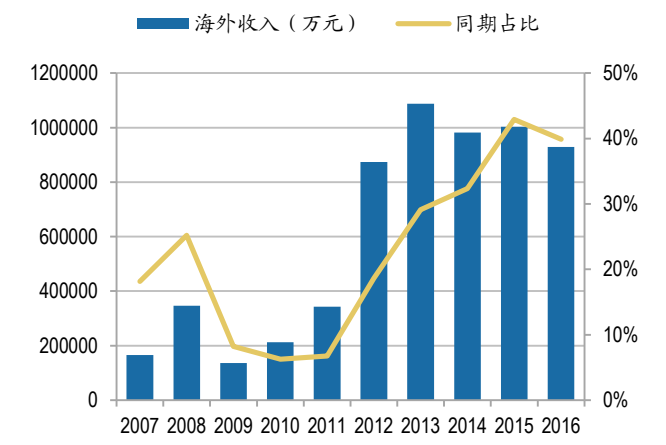
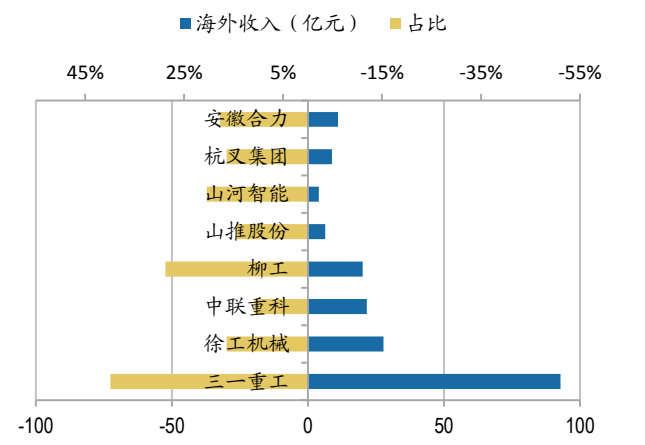


图13：国内代表性企业海外业务收入占比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心　　数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

第二步，生产全球化：加速海外投资，生产经营本土化

人口红利消失，行业出口成本提高。企业发展到一定阶段，就面临生产成本高昂、出口产品质量维护等问题，大部分跨国企业都会选择生产基地全球化，而三一也面临同样的问题。以卡特彼勒为例，其仅有数十种产品在美国生产，包括铁路设备、发动机和燃气轮机等，其大部分产品生产分布在全球各国，实现“当地生产，当地经销”。中国的制造业发展模式很大程度上依赖于人口红利带来的价格优势，但是近几年“用工荒”的出现预示着剩余劳动力无限供应的时代即将结束，劳动密集的经济增长点面临严重萎缩，制造业平均工资一直呈上升趋势，并已经超过了很多发展中国家的水平；同时，人民币的不断升值和贸易保护主义的抬头，也增加了中国工程机械出口的成本。

在这种情况下，三一开始选择大量海外投资，以生产经营本土化策略来提振海外业务。2009年开始，三一在德国设立生产基地和研发中心，同年成立印度产业园，我国工程机械企业从海外营销转向海外制造。同时，海外工厂也在进行团队本土化的过程。一方面，在发达国家吸收当地高水平人才，组建研发团队；另一方面，在发展中国家挖掘当地劳动力，减低生产成本。这种生产本土化和团队本土化能够顺利解决当地政策、法律、文化观念差异带来的贸易壁垒。目前，三一重工建有印度、美国、德国、巴西等四大研发和制造基地，以这四个点为中心，辐射全球。集团业务已覆盖全球100多个国家和地区。

表3：三一四大海外生产基地

生产基地	生产规模	经营项目	市场定位
印度	工厂面积约 34 万平方米，员工 700 人，六个中心城市设立分公司，服务网点覆盖整个印度	泵车、拖泵、挖机、平地机、履带起重机、汽车起重机、桩工机械、港口机械及摊铺机等	目标市场为印度、南亚、东南亚和中东。
德国	占地 24.8 公顷，包括工程设备制造工厂、研发中心和培训基地，员工 100 人，年产工程机械产品 3000 台，预计将实现年销售收入 3.5 亿欧元	液压挖掘机、土方机械、起重机和港口机器	欧洲地区的 13 个国家
美国	34 万平方英尺的制造空间和 6 万平方英尺的办公空间，员工 130 人，年产工程机械产品 3000 台	负责生产、销售及物料运输。包括履带式起重机、越野轮胎式起重机、挖掘机、正面吊和堆高机。	加拿大，墨西哥和美国中部等地区
巴西	到 2020 年，全部建筑面积将达到 25 万平方米，年产工程机械 3000 台，销售额将会提升到 20 亿元人民币	主要经营起重机械、筑路机械、桩工机械等产品制造和销售	巴西，哥伦比亚，阿根廷，秘鲁和委内瑞拉。

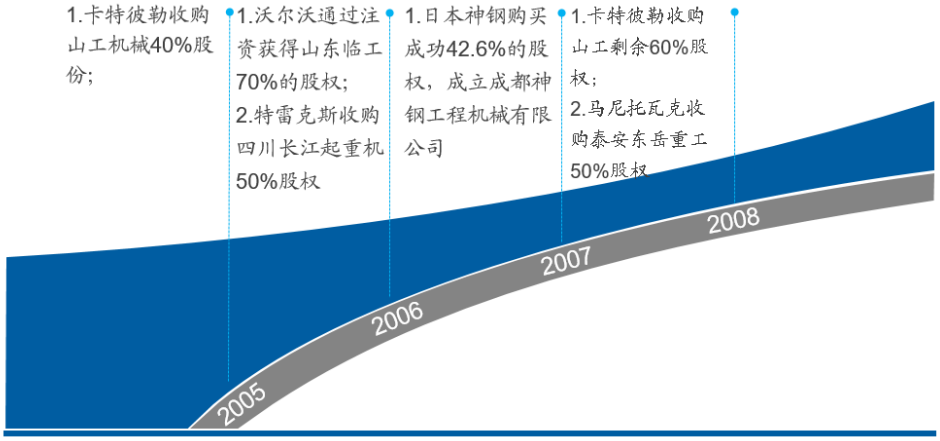
数据来源：三一官网，综合整理，广发证券发展研究中心

至此，三一已经建立了大区和事业部双轮驱动的机制：过去主要依靠销售大区驱动，产品的定制化、研发的针对性不够强，配件信息不够及时；现在是大区和事业部共同驱动。研发与生产由事业部主导，销售以大区为主，产品的针对性及信息沟通大大增强，双轮驱动、合力助推国际业务发展。

第三步，资本全球化：执行跨国并购，多元合作吸收精华。

在初入中国时，国外工程机械巨头为了争抢这一“世界最大体量”市场，主要通过资本运作的方式，并购中方企业或者成立合资公司。这样一是有利于公司扩展产品销售渠道，抢占市场份额；二是迅速实现本土化，适应中国国情；三是把中国纳入全球产业链条，服务其全球竞争战略。

图14：外资进军中国并购案例



数据来源：工程机械协会，广发证券发展研究中心

2012年起，中国工程机械企业也开始了跨国并购之路，除了获得他们成熟的营销渠道和网络，更主要的是获得其先进的研发和制造技术。通过企业之间的交流，提高自身的文化管理水平。

三一在海外并购方面依然处于领先者的地位。从单纯的出口，到本土化生产，每一次在海外市场上的举动都是“摸着石头过河”。2012年启动对普茨迈斯特的收购，2013年对帕尔菲格实现双向合资，两种不同的合作方式反应出三一在海外市场多元化方面的尝试。普茨迈斯特拥有强大的品牌影响力和两百多项专利技术，此次与三一的战略合作，夯实了三一在混凝土机械领域的市场份额和市场地位。随后与帕尔菲格合资，营销网络的共享，让双方业务更上一个台阶。三一这种多元化布局的最终目标是组建产业园，打造完整的本土化研发、制造和销售基地，实现技术、营销、人力资源的三重整合。通过国外知名品牌“孵化”自身的品牌和服务能力，最终在国际市场上提升自己的影响力。

表4：国内工程机械龙头公司的的海外并购

收购方	被收购方	交易金额	收购标的	被收购方核心产品
三一重工	德国普茨迈斯特	26.54 亿元人民币	90%股权	混凝土机械
	奥地利帕尔菲格	1.08 亿欧元	10%股权	起重机械
中联重科	意大利 CIFA	2.36 亿美元	40%股权	混凝土机械
徐工机械	德国施维英	未公布	52%股权	混凝土机械
柳工	波兰 HSW	3.35 亿人民币	工程机械事业部	推土机

数据来源：工程机械商贸网，广发证券发展研究中心

2.3 借势一带一路，三一布局全球

“一带一路”区域范围横跨三大洲，是我国工程机械出口未来突破口。从工程机械协会提供的数据来看，2016年出口占最大的区域为亚洲（51.7%），对一带一路国家出口97亿美元，占比达57%。沿线国家核心基础设施领域的投资和并购交易金额达4940亿美元，行业出口有望借此机会达到新的高点。

三一重工海外布局与一路一带国家重合度较高，中东大区2014年实现销售额较上年增长24%，起重机销量连续两年保持第一，挖掘机在中资品牌出口量中占比第一，公司主要的设备，如混凝土泵车、挖掘机等都参与了海外重大标志性建筑的建设过程。除此之外，卡塔尔世界杯场馆建设、叙利亚战后重建等，也都将带来大量基建投资需求；亚太地区2014年销售额就已突破10亿元大关；印度地区中，中印高铁项目的最终敲定，以及印度基础设施建设的巨大潜力，三一印度公司的增长前景也十分看好，2014年三一在印度的履带吊市场份额达到了第一位。除了工程机械产品外，三一还将通过住宅产业化项目、智能港口、新能源技术、智能化油田的开采项目打造“一带一路”战略的业务新支点。在长期的对外合作中，三一已经不再满足于单纯将设备卖，而是希望更深层次参与当地建设，公司在非洲的业务也开始由最初的工程机械领域拓展至PC装备、风电、矿产、港口等领域，参与多项发电站和风场建设。

表5：应用三一产品的一带一路工程

地区	项目	设备	特点
东南亚	中泰国际铁路	170 台三一设备	泰国新的国家级铁路，亚洲“超级工程”，全长 1830 公里
	泰国 Mae Kuang Udom Tara Tunnel 引水工程	三一双护盾构 TBM	泰国版的“南水北调”
南亚	斯里兰卡南部铁路	20 台三一设备	花岗岩地质，高温施工
	印度帝国大厦	三一混凝土设备	印度第一高楼，泵送高度 252 米
中东	沙特吉达国际机场	三一 STC250、STC750	世界上最大的机场
	阿联酋迪拜塔	三一混凝土设备	世界第一高楼，325 米泵送高度

非洲	阿尔及利亚东西高速公路	193 台三一设备	连接三国，阿尔及利亚最长的高速公路
	肯尼亚蒙内铁路	120 台三一设备	肯尼亚自 1963 年独立以来最大的基建项目，首条海外全中国标准铁路
	南非约翰内斯堡 Kusile 发电站	SCC7500 等 40 台三一设备	国产起重机出口非洲最大吨位，非洲最大发电站
俄罗斯	诺亚布里斯克石油、天然气输送站项目	三一 SR150 旋挖钻机	北极圈，冻土层，零下 60 度低温，唯一设备
	俄罗斯联邦大厦	三一混凝土设备	欧洲第一高楼，零下 25 度极限施工

数据来源：三一官网，综合整理，广发证券发展研究中心

图15：三一重工全球布局与一带一路对比

数据来源：三一官网，广发证券发展研究中心

从2002年开始建立海外营销网络；到2007年在海外投资建厂，实现本土化生产；再到2012年收购“世界混凝土第一品牌”普茨迈斯特，三一的国际化之路经历了从无到有，从艰难到光荣的三个阶段。目前，在“10（销售大区）+4（生产基地）+1（德国大象）”的海外三部曲战略下，一条集投资、设计、生产、销售一条龙式的本土化全球发展之路逐渐清晰，三一的国际化业务也进入了纵深布局阶段。

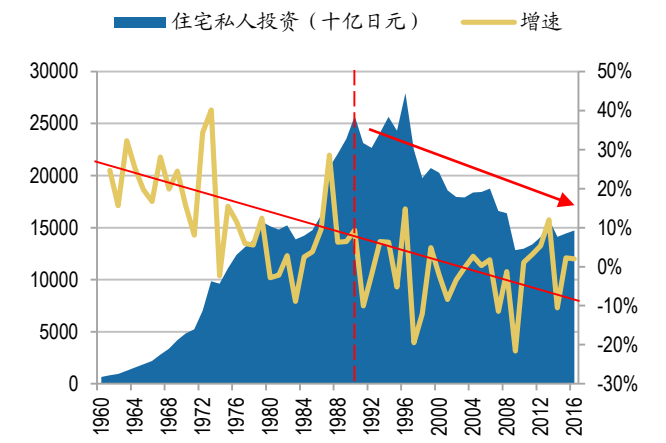
三、小松的全球化之路：启示与借鉴

3.1 背景：为什么要走向全球化布局之路？

日本工程机械以战后的国家重建为契机，逐渐发展起来。从最初的海外进口，到进口替代再到全球布局阶段，日本工程机械经历了行业规模、产品质量和技术创新的突飞猛进，成长为全球第二大工程机械制造强国。日本的经济体量和行业体量都与现今的中国十分相似，能够对标中国，有很多经验教训值得借鉴。

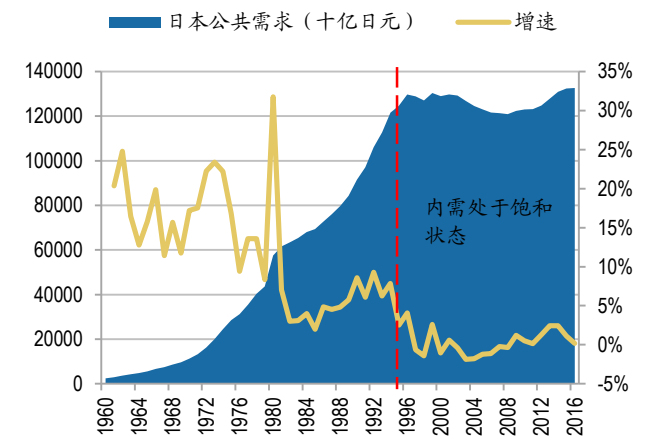
从历史来看，行业在战后首先经历了1960~1990年的快速成长期。战后的日本百废待兴，最大的需求就是基建，国内对工程机械的需求量极大；在80年代以后，行业开始尝试拓展欧美市场。这30年内，日本工程机械在基建和房地产投资的拉动下实现了高速成长，其内销从1975年的4000亿日元翻了3倍达到1.4万亿日元。随后进入了20世纪90年代以来的成熟期。这个时期，日本城镇化水平已高达77%，基建对经济的拉动作用有所降低，国内的公共内需已经处于饱和状态，保持在120-130万亿日元的区间，增量空间的缺乏也使得其对工程机械内需拉动较弱。1991年日本“房地产泡沫”崩溃，私人住宅投资（占总体住宅投资的95%）开始下滑，经济伴随着亚洲金融危机达到低点。**这几个指标均表明日本内需已经处于平稳甚至萎缩的状态，在这种情况下，日本各大企业开始加快海外业务的扩展，以谋求进一步发展，工程机械进入了布局全球的阶段。**这个时期，行业抓住机遇积极进行结构调整，发展模式已由过去的投资驱动转为出口拉动型。1993年至今，出口金额复合增长率5.11%，2016年末达到1.05万亿日元，高峰期突破1.6万亿。同时，出口比例也在连年提升，在2010-2011年甚至超过了70%。

图16：日本住宅私人投资



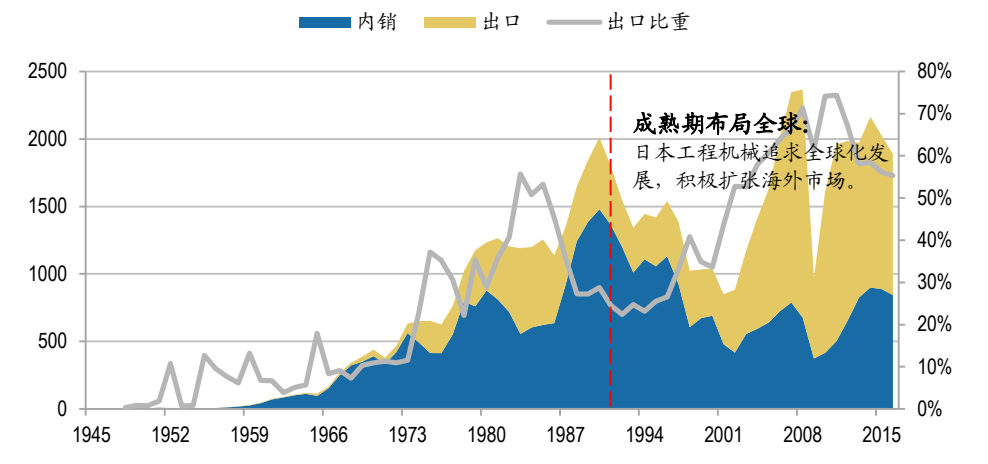
数据来源：《战后经济发展之路》，广发证券发展研究中心

图17：日本公共需求



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图18：日本工程机械发展历程

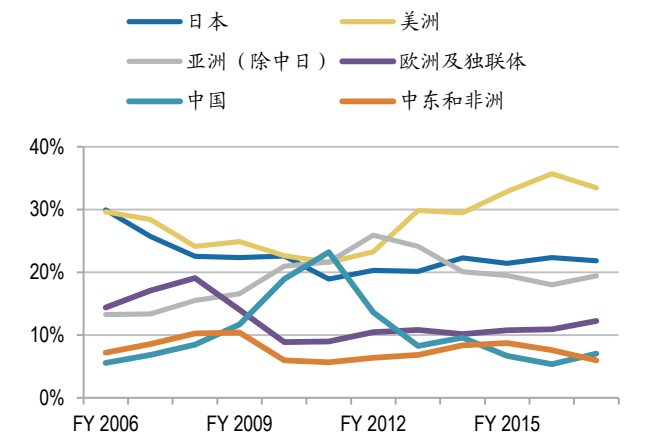


数据来源：《日本建筑机械发展情况》，广发证券发展研究中心

3.2 全球化面临的环境：竞争与机遇

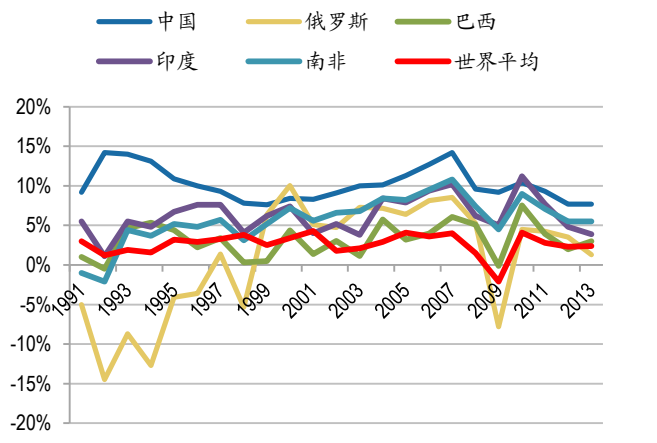
机遇：新兴经济体的崛起带来新的动力。小松的全球化过程也体现在地区收入结构上，2006年，来自于日本本土的收入占比是30%，随后逐年下降，并稳定在20%左右，来自国外的收入超过了80%，成为公司主要收入来源。伴随着发达国家需求的逐步饱和，新兴经济体的崛起给行业发展带来了新的动力。过去的30年中，新兴经济体经历了一段高速增长的时期，其主要国家的GDP增速高于世界平均水平。高速的经济发展也带来了对基建的大量需求，以金砖国家为代表的新兴经济体的铁路营业里程、公路里程和管道输油里程等基建指标均大幅增长，这也给小松的国际化创造了良好的温床。目前，新兴经济体都制定了庞大的基建规划，未来几年的投资占GDP比重将会持续提升，十分有助于设备出口。

图19：小松收入地区分布



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图20：世界主要新兴经济体GDP增速



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

表6：主要新兴经济体基建情况

	2000	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
铁路营业里程（万公里）											
巴西	2.9	2.9	2.9	3.1	3	2.8	2.9	2.9	3	3	3
俄罗斯	8.6	8.5	8.5	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
印度	6.3	6.3	6.3	6.3	6.4	6.4	6.4	6.5	6.5	6.6	6.6
中国	6.9	7.7	7.8	8	8.6	9.1	9.3	9.8	10.3	11.2	12.1
公路里程（万公里）											
巴西	157	157	157	161	156	156	156	156	156	156	157
俄罗斯	53	60	62	63	65	67	73	93	98	102	105
印度	18	21	22	22	23	23	23	24	25	26	27
中国	168	346	358	373	386	401	411	424	436	446	458
管道输油（气）里程（万公里）											
巴西		0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8		0.8	0.8	0.8
俄罗斯	4.8	5	5	4.9	4.9	4.9	5.1	5.5	5.5	5.5	5.5
印度	1.6	2.2	2.5	2.6	2.9	3	3.1	3.4	3.8	4.1	4.1
中国	2.5	4.8	5.4	5.8	6.9	7.8	8.3	9.2	9.8	10.6	10.9

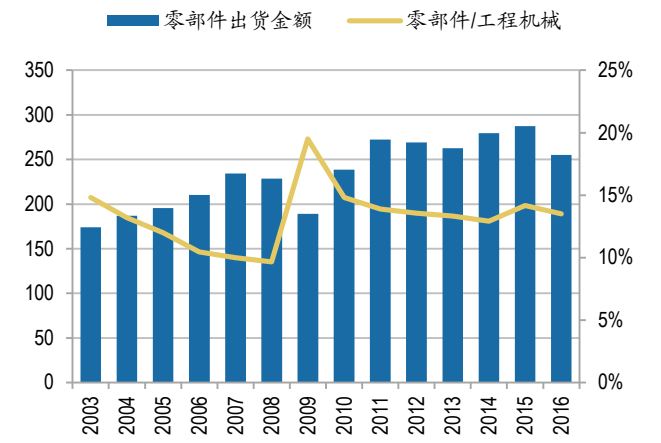
数据来源：《金砖国家联合统计手册(2016)》，广发证券发展研究中心

竞争：作为世界第一的工程机械制造商，卡特彼勒也在积极开展全球化布局。首先是海外设立工厂。1963年卡特彼勒在美国之外有9家产品或零配件工厂，而到了1983年，公司又陆续在英国等4个国家开设工厂，在香港等4个地区设立了培训和销售中心。如今，卡特在海外拥有约60家制造工厂，而美国本土则为50个。**其次，是代理商网络。**卡特的每一家代理商都是拥有强大综合实力的优质代理商，其总资本净值从1990年的约40亿美元，飙升到了2012年的213亿美元，复合年增长率达到7.9%。截至2011年底，卡特的代理商遍布182个国家，且与公司之间的代理关系平均保持在40年以上。**最后是跨国并购。**卡特通过并购大大扩展了自己的版图，陆续收购了易安迪机车公司以及德国的环保型发动机和能源系统制造商曼海姆公司，随后更是将著名的矿用设备制造商比塞洛斯纳入麾下。卡特的这一系列动作，也在一定程度上反向倒逼小松加快海外业务拓展。

3.3 全球化战略：从日本小松走向世界小松

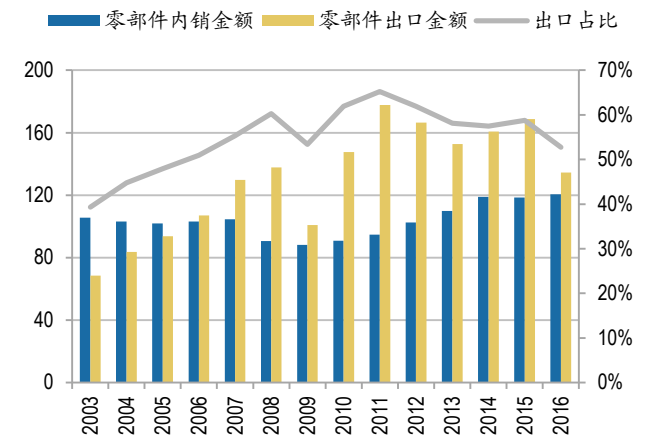
重视技术创新，保持核心部件国产化。牢牢掌握核心竞争力，是小松参与全球竞争的重要砝码，高附加值的核心零部件国产化。小松生产出的零部件品质优良、技术卓越，时期丰厚利润的重要来源。目前，零部件的销售已经占到行业总销售的15%左右，出口比例超过50%。对于发动机和液压件等“A类部件”，小松更是高度重视，1993年小松与世界领先的康明斯公司成立了两家发动机制造合资企业，并将液压件的生产放在了小山和群山两个日本工厂，保证了核心技术掌握在自己手中，从而获得高额附加值。

图21：日本工程机械零部件销售及占比



数据来源：日本工程机械协会，广发证券发展研究中心

图22：零部件出口情况



数据来源：日本工程机械协会，广发证券发展研究中心

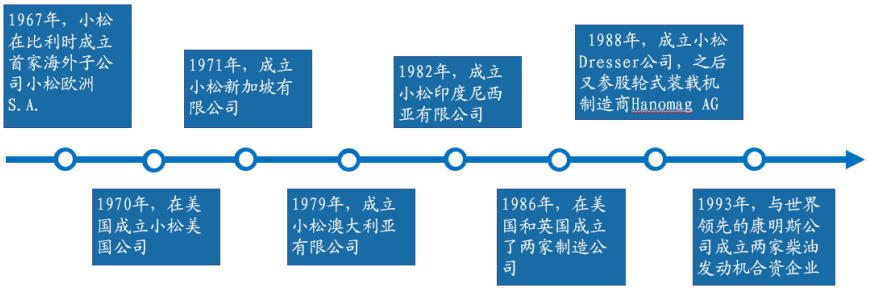
表7：小松核心零部件生产工厂

核心零部件厂	主要生产产品
小山工厂	发动机、液压件
康明斯	小松与康明斯进行技术合作生产发动机，供挖掘机生产使用
群山工厂	液压件

数据来源：《小松模式：全球化经济下企业成功之道》，广发证券发展研究中心

经营本土化，海外建厂成立合资企业。1967年小松在比利时成立首家海外子公司，并已在海外10个国家拥有事务所、在40个国家拥有经销商。1970年到1980年，小松将北美与欧洲作为主要的出口对象；而在一些进口限制较为严格的国家，诸如巴西、墨西哥和印尼，**小松就与当地政府合作进行本土化生产。**1985年，日本与欧美的贸易摩擦导致日元迅速升至，出口环境恶化，价格优势不复存在。**这加速了小松进行海外生产的决定，小松的全球化策略由出口转变为当地建厂经营，**并坚持一个原则，即“把生产和开发放在彼此都很近的地方进行”。后一年，美国Chattanooga工厂和英国Birtley工厂建成，小松真正进入了全球化生产阶段。随着生产规模的声誉的迅速提升，小松开始与合作者成立合资企业。1988年与美国著名机械制造商Dresser工业公司成立小松Dresser，之后参股德国轮式装载机制造商Hanomag AG。在有关发动机的制造方面，1993年小松与世界领先的康明斯成立了两家柴油发动机企业。除此之外，小松也延伸了其工程机械以外的版图，与美国Applied Materials Inc（应用材料有限公司）合作生产LCD液晶显示屏。目前，小松在中国、美国、欧洲、亚洲和日本设有5个地区总部，集团子公司144家。

图23：小松海外扩展过程



数据来源：小松官网，广发证券发展研究中心

全球业务重组。上世纪90年代，小松积极改变管理方式，引入了3G管理策略，Global、Groupwide、Growth（即全球化、集团化和发展），建立以日本、美国及欧洲为主的三角重点框架。在此基础上，小松加速了重组进程，转移了企业发展重心，通过优化生产采购结构，避免因日元的升值或内需下降而导致的利润下降。重组的主要内容，主要是将生产效率较低的产品整合在一起（工业用机械生产都集中在工业机械部门，整合机械生产线），重新梳理开发物流部门以改善盈利能力，比如将中等级别的液压挖掘机生产从Awazu工厂转移到大阪；将自卸式卡车从川崎转移到小松MEC；整合地下建设机械、工业机械及其他用途机械的生产线。在国外，小松提出在有优势的地区开发及制造相应的具有成本优势的产品或零部件的方针，提高整个集团范围的成本有效性。

3.4 启示：路径的相似性，抓住历史的机遇

现今的“一带一路”与当年的中国有相似的发展环境。在日本工程机械内需滞胀的时候，中国正迎来经济快速发展的时代，基建的大力发展强力拉动了工程机械的需求，成就了一批时代的弄潮儿。机遇总是留给有准备的人，小松凭借优越的产品质量和完善的服务体系迅速占领了中国市场，其在中国挖掘机市占率曾高达15%。现今，中国市场也已经趋于饱和，那么到底再去哪找这么大体量的市场？“一带一路”给出了备选的答案。近几年，沿线64国的GDP复合增长率4.47%，由于加总后的经济体量巨大，有如此的增速已实属不易。资本形成占GDP比重逐年攀升，固定资产投资快速增长，同时，铁路建设水平较发达国家还有很大差距，发展潜力巨大。

当前的投资环境有利于中国出口的崛起。特朗普赢得2016美国总统大选，其竞选团队有去全球化倾向，未来的战略重心可能重新回归美国本土。“制造业”向美国回归+正式退出“TPP”协议，这些事件都将为中国继续扩大亚太区域的影响力创造了较好的外部环境。亚投行为“一带一路”提供资金支持，起到了关键的融资支持作用。此外，人民币加入SDR有利于助推人民币的国际化进程，为“一带一路”向纵深发展提供便利。对于国内企业来说，这正是类似于当年中国改革开放的巨大机遇。

表8：一带一路国家与中国经济发展对比

	一带一路沿线国家总体情况	中国
GDP	2009-2015 年，总体 GDP 复合增长率为 4.47%	1990-2011 年，GDP 复合增长率 10.4%
资本形成占 GDP 比重	2001-2015 年，比重从 20%上升到 27%	1990-2011 年，比重由 29.46%上升到 47.49%
人口增长	2007-2015 年，人口由 28.6 亿上升到 31.7 亿，复合增长率 1.3%	1990-2011 年，人口由 11.4 亿上升到 13.4 亿，复合增长率为 0.8%
城镇化率	2006-2015 年，城镇化率由 40%上升到 44%	1994-2009 年，城镇化率由 30%上升到 47%
固定资产投资	2004-2014 年，固定资产投资翻倍，复合增长率为 6.9%	1991-2011 年，固定资产投资复合增长率 14.5%
铁路建设	2010-2014 年，新增铁路里程数 3 万公里，2014 年末铁路里程/国土面积约为 0.8%	2011 年，铁路里程/国土面积=0.7%
政策	实施“一带一路”计划，未来十年基建空间有望达 5.3 万亿美元	大力发展装备制作业，鼓励进行进口替代

数据来源：世界银行，广发证券发展研究中心

三一或可复制小松之路。三一与小松在海外拓展有许多相似之处。小松一开始仅以整车出口中国，随后逐渐以合作生产的方式尝试生产部分产品，最后直接投资中国实现本土化生产，成立中国地区总部。小松来自中国地区的收入于2011年前后达到高点，成为最主要的收入来源。此外，小松把代理店“交给本土的中国人去做”，利用本地人对中国的商业习惯、用户信息以及产品本身的深入了解，迅速打开中国市场。目前随着中国需求的饱和，小松也逐步减少了一些业务。如前文所述，三一则是通过整车出口、划分销售大区、建立生产基地、收购企业一步步推进自己的国际化之路。三一国内主要依靠代理商来销售，而海外代理商网络也正在建立。目前来说，海外事业部是以中国人为主，未来也要切换到海外本国人居多的模式。三一海外布局与一带一路高度重合，并从工程机械逐步扩展到发电站和风场建设等。我们预计未来随着一带一路沿线国家工程建设项目的逐步落地，工程机械设备的海外需求将会形成明显的增量贡献。

表9：三一海外拓展与小松中国拓展进程对比

发展阶段	小松在中国的扩展	三一的海外扩展
第一阶段	1956~1978 年，小松完全是以整车出口的方式与中国开展贸易活动	始于 2002 年，三一整机出口海外，开始在海外建立办事处，培育自己的代理商
第二阶段	1979~1994 年，小松向中国国企进行了多项技术转让，以合作生产的方式生产了部分小松品牌的产品	始于 2009 年，三一逐步建立了德国、印度、巴西、美国等四大生产基地，实现生产销售本土化，建立销售大区+生产基地双轮驱动制
第三阶段	1995 年至今，小松开始以直接投资的方式在中国建厂并开始了本地化生产，最初建设的就是济宁和常州两家工厂；2001 年，小松中国正式成立	始于 2012 年，三一收购德国大象，与帕尔菲格互相持股，实现技术、营销、人力资源的三重整合。

机遇与成果	借着中国改革开放的春风，迅速扩大企业规模，成为仅次于卡特的工程机械巨头，外海收入占比超过 70%	三一海外布局与一路一带国家重合度高达 80%，更深层次参与沿线建设，业务由工程机械领域拓展至 PC 装备、风电、矿产、港口等领域，海外业务收入超过 40%，位居行业第一

数据来源：《小松模式: 全球化经济下企业成功之道》，综合整理，广发证券发展研究中心

四、投资建议与风险提示

投资建议：预计公司2017-2019年实现营业收入325/392/451亿元，EPS分别为0.37/0.50/0.59元/股，对应估值分别为18x/14x/11x，公司市场份额持续扩张，全球化业务持续布局，我们继续给予公司“买入”评级。

风险提示：市场需求下滑；行业竞争加剧毛利率下滑；应收账款回款困难。

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	36994	37941	37177	46649	53609
货币资金	6841	7442	2000	10031	11825
应收及预付	24019	23487	26810	26523	30161
存货	5521	6220	8336	10064	11592
其他流动资产	614	792	31	31	31
非流动资产	26020	25594	22238	20701	19166
长期股权投资	1026	1528	1528	1528	1528
固定资产	15337	14131	12689	11356	10014
在建工程	983	966	866	866	866
无形资产	5707	6781	6105	5901	5708
其他长期资产	2968	2189	1050	1050	1050
资产总计	63015	63536	59414	67350	72774
流动负债	27697	23413	19903	22796	23443
短期借款	11571	8908	3441	4341	3341
应付及预收	9867	11663	14462	17456	20102
其他流动负债	6259	2841	2000	1000	0
非流动负债	9719	14222	10597	11597	11597
长期借款	8702	9413	6413	7413	7413
应付债券	497	4184	4184	4184	4184
其他非流动负债	520	625	0	0	0
负债合计	37416	37635	30500	34393	35040
股本	7617	7658	7658	7658	7658
资本公积	763	595	595	595	595
留存收益	16169	16229	19062	22861	27353
归属母公司股东权	24639	25165	27998	31798	36289
少数股东权益	960	735	916	1159	1445
负债和股东权益	63015	63536	59414	67350	72774

利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	23367	23280	32484	39153	45072
营业成本	17577	17179	23405	28258	32545
营业税金及附加	121	220	169	204	234
销售费用	1939	2359	2436	3132	3606
管理费用	2003	2121	1787	1958	2254
财务费用	1321	875	838	610	583
资产减值损失	491	948	623	557	549
公允价值变动收益	282	-563	0	0	0
投资净收益	-27	2181	300	300	300
营业利润	171	1196	3526	4735	5601
营业外收入	370	438	200	200	200
营业外支出	421	1570	180	180	180
利润总额	120	63	3546	4755	5621
所得税	-18	-101	532	713	843
净利润	138	164	3014	4042	4778
少数股东损益	0	-40	181	243	287
归属母公司净利润	139	203	2833	3799	4491
EBITDA	3505	3499	6306	7219	8048
EPS（元）	0.02	0.03	0.37	0.50	0.59

现金流量表 单位：百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2136	3249	3741	7540	4229
净利润	138	164	3014	4042	4778
折旧摊销	1778	2098	1620	1617	1615
营运资金变动	-987	941	-3028	995	-3068
其它	1207	47	2135	885	904
投资活动现金流	-229	2262	891	240	240
资本支出	-1129	-225	691	-60	-60
投资变动	-17	2315	200	300	300
其他	917	172	0	0	0
筹资活动现金流	-198	-4769	-10074	252	-2675
银行借款	24218	17271	-8468	1900	-1000
债券融资	-23176	-20075	-606	-1000	-1000
股权融资	5	133	0	0	0
其他	-1246	-2097	-1000	-648	-675
现金净增加额	1709	743	-5442	8031	1794
期初现金余额	6049	6841	7442	2000	10031
期末现金余额	7758	7584	2000	10031	11825

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-23.0	-0.4	39.5	20.5	15.1
营业利润增长	-76.2	601.0	194.9	34.3	18.3
归属母公司净利润增长	-80.5	46.8	1,292.5	34.1	18.2
获利能力（%）					
毛利率	24.8	26.2	27.9	27.8	27.8
净利率	0.6	0.7	9.3	10.3	10.6
ROE	0.6	0.8	10.1	11.9	12.4
ROIC	4.6	8.9	9.9	12.8	14.3
偿债能力					
资产负债率(%)	59.4	59.2	51.3	51.1	48.1
净负债比率	0.8	0.7	0.5	0.2	0.1
流动比率	1.34	1.62	1.87	2.05	2.29
速动比率	1.13	1.34	1.43	1.59	1.77
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.37	0.53	0.62	0.64
应收账款周转率	1.15	1.19	1.46	1.83	1.83
存货周转率	2.75	2.93	2.81	2.81	2.81
每股指标（元）					
每股收益	0.02	0.03	0.37	0.50	0.59
每股经营现金流	0.28	0.42	0.49	0.98	0.55
每股净资产	3.23	3.29	3.66	4.15	4.74
估值比率					
P/E	361.6	229.6	18.0	13.4	11.4
P/B	2.0	1.9	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	20.0	18.3	10.3	8.0	6.7

广发机械行业研究小组

罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，6 年证券从业经历，2013 年进入广发证券发展研究中心。
刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013 年加入广发证券发展研究中心。
代　川：中山大学数量经济学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。
王　珂：厦门大学核物理学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。
广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。
本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。