

**投资评级：强烈推荐（首次）**
**报告日期：2018年08月23日**
**市场数据**

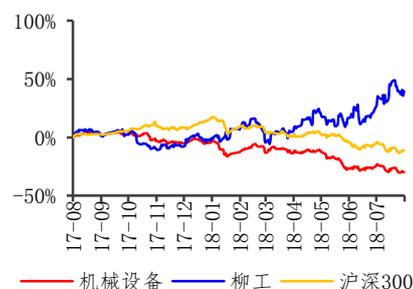
目前股价	11.88
总市值（亿元）	129.85
流通市值（亿元）	129.84
总股本（万股）	112,524
流通股本（万股）	112,510
12个月最高/最低	12.79/7.52

**分析师**

曲小溪 010-88366060-8712  
 Email:quxx@cgws.com  
 执业证书编号:S1070514090001

联系人（研究助理）：  
 王志杰 021-31829812  
 Email:wangzhijie@cgws.com  
 从业证书编号:S0910117050012

牛致远 021-31829703  
 Email:niuzhiyuan@cgws.com  
 从业证书编号:S1070117070015

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

# 甲子风雨路 土方天地宽

## ——柳工（000528）公司深度报告

**盈利预测**

单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7005	11264	16083	19516	23452
(+/-%)	5.3%	60.8%	42.8%	21.3%	20.2%
净利润	49	323	966	1379	1830
(+/-%)	131.1%	555.6%	199.2%	42.7%	32.7%
摊薄 EPS	0.04	0.29	0.86	1.23	1.63
PE	289	44	15	10	8

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 国内土方机械行业强复苏，具有长期的持续性，基建、地产、更新高峰期等多重利好持续发酵：**2018年下半年，基建投资在更加积极的财政政策和货币政策保驾护航下有望迎来快速回升，补短板建设、市政工程、新农村建设等下游需求有望继续旺盛，预计2018年基建投资增速将重回2位数增长，建筑业总产值上半年实现10.39%的增长，我们继续维持2018年10.5%-11%的增速预判；地产开工已从底部逐步回升，新开工面积1-7月实现14.39%的增长；行业环保要求更加严格，上一轮设备投资高峰期迎来更新需求大增，我们测算2018年全行业挖掘机销量有望超过20万台，增速超过40%，2018年-2020年挖掘机更新需求占比有望超过40%，以挖掘机为代表的土方机械市场有望迎来强复苏，未来2-3年行业高增长确定性在不断提高。
- 挖掘机行业集中度向中国优质企业提升，国内厂商替代国外厂商的大趋势已经形成，给能够实现国际化的主机厂提供更大的成长性：**自2012年的工程机械寒冬以来，部分缺乏核心竞争力的中小企业被洗牌出局，而具有技术、品牌、服务优势的龙头企业逐渐取得更大的竞争优势，行业集中度不断提高。国内厂商替代国外厂商的大趋势已经形成，更重要的是会替代更多上一轮周期中现存的国外品牌的挖掘机。2006年国内厂商的市占率不到15%，大多被外资厂商垄断，2017年国产品牌的市占率已经达到51%，根据我们测算和假设2018年更新需求量在8万台，其中历史外资品牌需替换量接近6万台，2018年仅替代保有量中国外老产品有望达到3万台。国内厂商在小挖方面的技术进步和产品质量均得到大幅提升，未来伴随着核心零部件的突破，国产化率和产品结构也将大幅改善，性价比优势将更加突出，国际舞台将给主机厂提供更大的空间，1-7月实现外销超1万台，同比增长119%，未来外销高增长有望具有长期性。
- 挖掘机行业地位的持续提升，业务结构大幅改善，公司进入新的高成长阶段：**柳工各产品线均位居行业前列，通过内部、外部调整对市场变化的预判能力、对市场的快速反应能力和对供应链资源的掌握能力得到加强，

经过多年发展，公司形成了以装载机和挖掘机为核心产品的产品分布，公司在挖掘机领域拓展成效显著，尽管挖掘机领域有三一、卡特、小松等国内外优势品牌，但公司占有率近年来却逐步提升，从 2009 年三月 2.68% 提升至 2018 年 1 月 7.66%，提升了 5 个百分点。基于公司未来继续加快挖掘机市场的布局，且受益于挖掘机市场处于需求旺盛期，预估 2018 年公司挖掘机销量 13190 台，市场占有率上升至 7.50%。以 2018 一季度的挖掘机销量增长势头来看，公司有望在 2018 年挖掘机市场份额有望进入前五，2020 年前预计将实现 10% 以上的市占率，公司通过业务结构的改善和市占率的大幅提升将给公司长期成长带来更多的确定性。

- **全球化品牌战略稳步推进,一带一路及印度市场增量市场有望加速发展:** 公司于上世纪 90 年代开展国际业务,2002 年开始按照“营销网络-制造基地-兼并收购”三部曲的战略思维开展国际化业务,现已发展为工程机械行业国际化程度较高的企业,在南亚、东南亚、东欧品牌认知度较高,未来有望持续受益一带一路政策红利。柳工海外业务基本覆盖了国家“一带一路”战略沿线绝大部分国家和地区。2017 年公司在“一带一路”国家新增 17 家经销商,33 个网点,柳工“一带一路”国家覆盖率达到 85%,共计 117 家经销商,407 个网点。2017 年公司利用多产品线组合优势为客户制定解决方案,在“一带一路”多个区域取得突破,大型基建公司海外订单快速增长,为工程机械一带一路出口带来机会。2017 年印度公司业绩实现大幅增长,同比增长超过 50%,其中装载机、平地机市场占有率继续保持行业领先地位,新导入的挖掘机、压路机有望在 2018 年持续带来高增长。
- **最先进入产能扩张周期的主机厂,资产效能有望大幅提高,期间费用和税率有望大幅下降,有望进入公司自我实现的良性循环周期:** 经过多年偏谨慎的主动管理,苦练内功,在行业复苏确定性来临之际,公司成为最先进入产能扩张周期的主机厂,各项指标将进入公司最佳经济性区间。2017 年年报,公司营业收入/(固定资产+在建工程)比值为 4.13,位居同行业前列,2018 年有望提高到 6-7 的水平,资产效能有望继续大幅提高,同时产品结构大幅改善,风险资产处理基本已完成,应收账款和存货管理等指标均优于同行业平均水平,伴随销售额的大幅增长及公司稳健的管理,期间费用率和税率有望继续大幅下降,公司进入自我实现的良性循环周期。
- **投资建议:** 公司管理团队有情怀、有干劲、有能力,通过内部体制变革潜力大增,集团公司成功入选“国企改革双百企业”,公司活力有望持续提升,未来几年各产品线增速都有望高于行业增速,挖掘机市占率将保持提升态势,2018 年将成为公司第一主业,公司在装载机领域是传统的国产品牌龙头,具备非常强的技术优势,这确保了装载机市场份额,未来几年公司的高成长属性将远高于行业的周期特质。根据我们模型测算 2018 年土方机械收入有望超过 120 亿,业务占比超过 75%,**2019 年-2020 年公司有可能迎来新的高峰,收入和利润将创历史新高,公司有望进入最佳经济性区间**,保守估计我们预测公司 2018-2020 年营业收入分别为 161 亿元、195 亿元、235 亿元;归母净利润分别为 9.7 亿元、13.8 亿元、18.3 亿元;从历史估值看,当行业和公司进入景气周期 PE-BAND 基本围绕 15 倍中枢, PB-BAND 基本围绕 2-3 倍区间运动,我们给予 2019 年 PE 为 13-15

倍估值区间，PB 为 1.8-1.9 倍，目标价 15.95 元-18.39 元，给公司评级“强烈推荐”。

- **风险提示：**国内基建和房地产投资增速大幅放缓；原材料价格剧烈波动；海外业务拓展不及预期的风险行业竞争状况恶化；汇率大幅波动带来的风险等。

## 目录

1. 甲子风雨路，再兴于土方机械.....	7
1.1 行业首家上市公司，历史悠久.....	7
1.2 起于装载机，中兴于土方机械.....	7
1.3 全产业链、全球化布局的工程机械先行者.....	8
1.4 股权结构情况.....	8
2. 行业复苏具有持续性，多重利好持续发酵.....	9
2.1 2018 年挖机销量有望再创新高.....	9
2.2 2018 年基建有望继续维持高景气，建筑业产值和订单增速均在高位.....	11
2.3 房地产投资有望底部回升，上半年已超预期.....	12
2.4 国家重视环保，国一/国二淘汰，工程机械更新需求量再度凸显.....	12
3. 业务布局逐步完善，挖掘机市占率稳步上升，利润弹性有望大增.....	13
3.1 挖掘机行业拓展成效显著，业务结构大幅改善.....	13
(1) 挖掘机毛利率高，伴随公司市占率上升，2018 年挖掘机利润贡献占比有望大幅提升.....	13
(2) 2018 年挖掘机销量有望大幅增加.....	14
(3) 柳工有望进入行业前五，市场竞争格局.....	15
3.2 装载机领域龙头，技术优势明显.....	16
3.3 受益行业大幅回暖，公司经营业绩持续好转.....	16
3.4 聚焦土方机械，产品性价比高，竞争优势突出.....	17
4. 全面扩张海外市场，国际化战略发力.....	18
4.1 海外市场需求增加，国际空间尽可发挥.....	18
(1) 出口占比不断提升，尽显海外工程机械市场高需求.....	18
(2) “一带一路”战略稳步推进，市场需求旺盛.....	20
4.2 公司海外业务进入爆发期，助推公司国际化布局.....	20
(1) 海外业务占比大幅提升，抢夺国际市场占有率，挖掘机和装载机海外基地有望在 2018 年发力.....	20
(2) 印度市场趋于成熟，格局利好.....	21
5. 资产质量稳步提升，盈利能力有望进一步释放.....	22
5.1 资本支出合理，固定资产投资稳步回升，资产效能有望大幅提高.....	22
5.2 应收账款和存货管理成效显著，资产质量稳步提升.....	23
5.3 历史问题得到解决，期间费用、税率呈下降趋势，盈利能力有望进一步提升.....	25
6. 盈利预测与估值.....	26
7. 风险提示.....	28
7.1 附：盈利预测表.....	29

## 图表目录

图 1: 公司历史沿革和大事 .....	7
图 2: 公司主要产品 .....	8
图 3: 公司股权结构 .....	9
图 4: 挖掘机历年销量及增速 .....	9
图 5: 挖掘机月销量及增速 .....	10
图 6: 其他工程机械产品当月销量同比增速 .....	10
图 7: 固定资产投资及增速 .....	11
图 8: 基建投资及增速 .....	11
图 9: 建筑业总产值及增速 .....	12
图 10: 基建央企新签订单总额及增速 .....	12
图 11: 房屋月新开工面积累计值及增速 (单位: 万平方米) .....	12
图 12: 柳工挖掘机销量及市占率 .....	14
图 13: 挖掘机行业与柳工增速对比 .....	15
图 14: 挖掘机业务收入 .....	15
图 15: 2006 年挖掘机国内市场竞争格局 .....	16
图 16: 2017 年挖掘机国内市场竞争格局 .....	16
图 17: 2017 年装载机市场国内市占率 .....	16
图 18: 公司挖掘机国内市占率 .....	16
图 19: 营收及增速 .....	17
图 20: 净利润及增速 .....	17
图 21: 各项业务营收占比 .....	17
图 22: 各项业务毛利率 .....	17
图 23: 小松 2017 年营收分布 (单位: 十亿元日元) .....	18
图 24: 卡特 2017 年营收分布 (单位: 百万美元) .....	18
图 25: 全球重要布局 .....	19
图 26: 装载机和挖掘机出口量及增速 .....	19
图 27: 装载机和挖掘机出口占比 .....	19
图 28: 海外业务收入及增速 .....	21
图 29: 海外业务收入占比 .....	21
图 30: 印度人口及增速 .....	21
图 31: 印度 GDP 增速 .....	21
图 32: 全球工程机械市场竞争格局 .....	22
图 33: 印度工程机械市场规模及全球市占率 .....	22
图 34: 固定资产和在建工程 .....	23
图 35: 资本支出/ (折旧+摊销) .....	23
图 36: 各公司营业收入/ (固定资产+在建工程) .....	23
图 37: 应收账款历年变化 .....	24
图 38: 存货历年变化 .....	24
图 39: 工程机械行业各公司应收账款/营业收入 .....	24
图 40: 工程机械行业各公司存货/营业收入 .....	24
图 41: 公司历年资产减值损失 .....	25
图 42: 费用率历年变化 .....	25

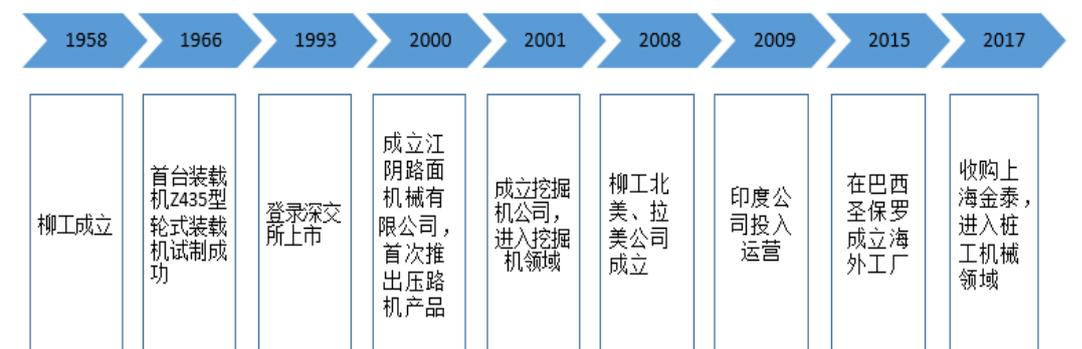
图 43: 资产周转率变化.....	25
图 44: 经营活动产生的净现金流净额.....	26
图 45: 净资产收益率 .....	26
图 46: 公司综合税率 .....	26
图 47: PE BAND .....	27
图 48: PB BAND .....	27
表 1: 公司各产品市占率 .....	8
表 2: 挖掘机及装载机保有量测算 .....	13
表 3: 一带一路六大经济走廊部分合作项目 .....	20
表 4: 应收账款计提比较 .....	23
表 5: 业务分拆.....	27
表 6: 可比公司估值 .....	27

# 1. 甲子风雨路，再兴于土方机械

## 1.1 行业首家上市公司，历史悠久

发展历史悠久，柳工是行业发展见证者和龙头企业。广西柳工机械股份有限公司是从事工程机械研发、生产、销售的行业大型骨干企业，是中国工程机械行业第一家上市公司。公司成立于 1958 年 11 月 28 日，历史悠久，积淀深厚。

图 1：公司历史沿革和大事



资料来源：公司官网，公司公告，长城证券研究所

## 1.2 起于装载机，中兴于土方机械

1966 年研制成功中国第一台装载机 Z435 型轮式装载机试制成功，揭开了柳工装载机生产历史。1993 年公司登陆深交所上市，成为工程机械行业国内第一家上市公司。从成立之初发展至今，公司经历了 60 年的发展历程，中国工程机械行业发展见证者，也是行业当之无愧的龙头企业。

经历长期发展，公司形成了丰富产品线和发达的营销网络。目前公司主要产品有装载机、挖掘机、起重机、高空作业机械、压路机、推土机、叉车、平地机等，形成了多产品多系列的产品格局，同时还包括零部件和售后服务等。公司注重研发创新，在全球有 20 个生产基地，海外有 3 家制造基地和 4 家研发机构，每年投入营业收入的 3%-4% 研发装载机、挖掘机等新产品、新技术；拓展产品范围，研发大型工程机械系列产品和履带式甘蔗收割机。同时公司积极拓展营销渠道和海外市场，销售遍布 6 大洲 140 多个国家和地区 300 多家经销商，在 65 个“一带一路”沿路国家中，柳工业务覆盖到了其中 58 个国家。

图 2: 公司主要产品



资料来源: 公司官网, 公司公告, 长城证券研究所

### 1.3 全产业链、全球化布局的工程机械先行者

产品线布局完整, 各项产品遍地开花。目前挖掘机产品本身市场空间更大, 且盈利能力更强, 公司除装载机和挖掘机两项核心产品外, 其他产品也遍地开花, 其中 2017 年起重机销售 800 台, 市占率 2.46%, 行业排名第 7; 销售平地机 713 台, 市占率 15.77%, 行业排名第 2; 销售压路机 1634 台, 市占率 9.38%, 行业排名第一。

表 1: 公司各产品市占率

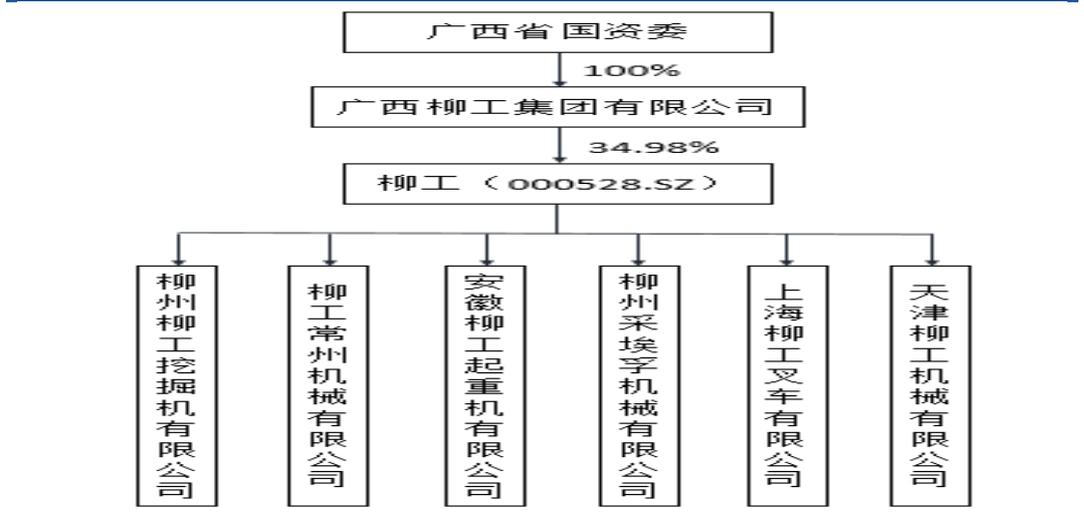
产品	柳工 2017 年销量/台	行业销量/台	市占率	排名
装载机	13777	89458	15.40%	3
挖掘机	8178	140303	5.83%	6
起重机	800	32520	2.46%	7
平地机	713	4521	15.77%	2
压路机	1634	17420	9.38%	1

资料来源: 中国工程机械工业协会, 长城证券研究所

### 1.4 股权结构情况

目前, 公司第一大股东为广西柳工集团有限公司, 实际控制人为广西省国有资产监督管理委员会, 广西省国资委通过广西柳工集团有限公司持有柳工股份有限公司 34.98% 股权。公司目前控股参股多家公司, 包括柳州柳工挖掘机有限公司、柳工常州机械有限公司、安徽柳工起重机有限公司和柳州采埃孚机械有限公司等, 这些子公司为柳工主要利润来源。

图 3: 公司股权结构



资料来源: 公司官网, 公司公告, 长城证券研究所

## 2. 行业复苏具有持续性, 多重利好持续发酵

### 2.1 2018 年挖机销量有望再创新高

我国改革开放四十年以来工业化和城镇化高速推进、工程机械需求量大。自 2002 年, 工程机械行业发展迅速, 2002-2011 年间, 驶入稳定增长快车道。然而从 2011 年起, 受固定资产投资增速显著下降的影响, 我国工程机械行业发展经历了数年的低迷, 以挖掘机为例, 2011 年全年销量为 193891 台, 为历史销量最高峰年, 而到了 2015 年时, 全年销量已经下降到 60514 台, 销量基本已经达到底部。从增速来看, 2010 年挖掘机销量同比增速达到 76.50%, 为 2006 年-2016 年间最高速。

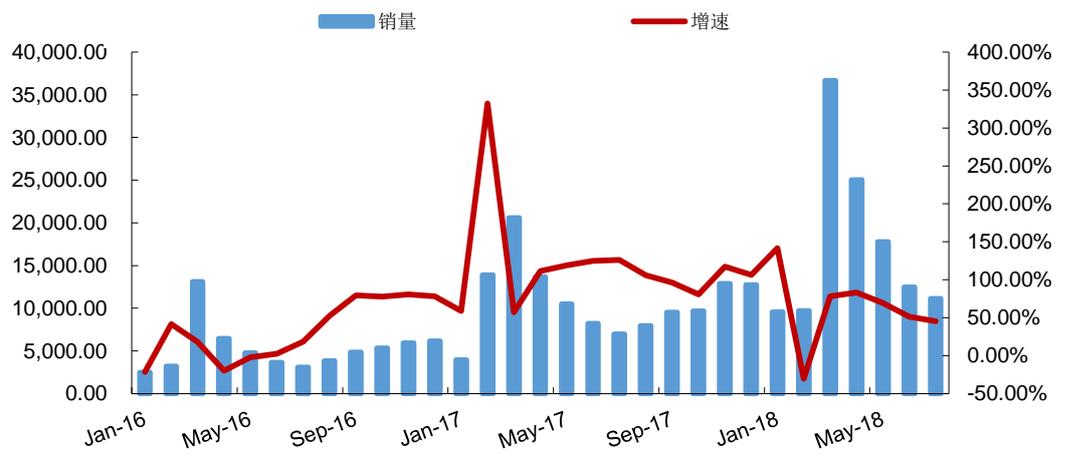
图 4: 挖掘机历年销量及增速



资料来源: Wind, 长城证券研究所

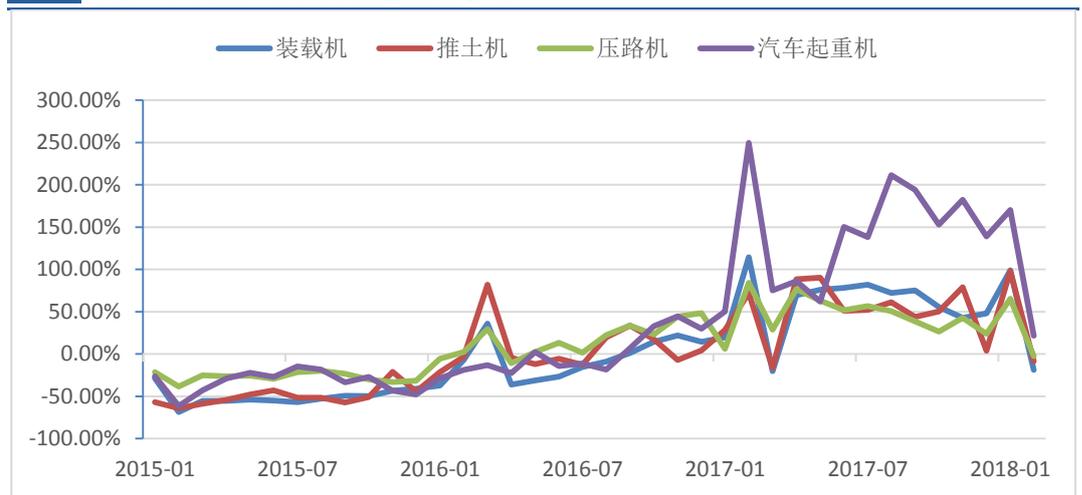
2016年起，工程机械市场开始触底反弹，回暖较为明显。市场上工程机械保有量的下降、全国固定资产投资额的增加有力的带动了市场的回升。尤其是自2017年以来，房地产固定资产投资额和基建固定资产投资额增速明显加快，工程机械市场下游活跃，行业需求回暖。根据工程机械工业协会统计数据，2017年挖掘机全年销量140303台，销量同比增速达到91.17%，为历年之最。行业景气度持续，2018年一季度，全行业挖掘机累计销量为60061台，同比增长48.42%，增速持续走高。同时，工程机械行业的其他产品销量均出现了不同程度的复苏回暖迹象。受益于工程机械市场的稳步好转，预计2018年全年行业挖掘机实现销量20万台，增速有望超过40%，再创历史新高。

图 5: 挖掘机月销量及增速



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 6: 其他工程机械产品当月销量同比增速



资料来源: Wind, 长城证券研究所

## 2.2 2018 年基建有望继续维持高景气，建筑业产值和订单增速均在高位

国家统计局发布 7 月国民经济运行相关数据显示，2018 年 1-7 月，全国固定资产投资同比增长 5.5%，基础设施投资从年初两位数增长放缓至 1-7 月的 5.7%。为稳投资，财政部催促地方政府在今年 10 月底前应完成 1.35 万亿元地方政府专项债券发行，筹集资金用于重点领域和在建项目的建设，下半年大概率基建投资将大幅反弹，全年我们预计 2018 年基建投资增速将重回 2 位数增长，全社会固定资产投资增速预计在 6.50%-7.15%。

图 7: 固定资产投资及增速



资料来源: Wind 长城证券研究所

图 8: 基建投资及增速



资料来源: Wind 长城证券研究所

2017 年，基建市场需求持续走高，业绩稳步增长。截至 2017 年底，中国建筑业总产值达到 213953.96 亿元，较上年同期增长 10.50%。行业内前八大基建央企新签订单额继续保持高增长，基建市场未来看好，将带动工程机械市场实现复苏。八大基建央企合计新签订单总额为 75175.08 亿元，同比增长 21.02%。2018 年中国建筑业总产值增速有望保持上涨趋势，预计 2018 年中国建筑业总产值实现 237488.90 亿元，增速达 11.00%，2018 年行业内前八大基建央企新签订单额增速预计为 15.00%。

工程机械影响着国家现代化建设进程，工程机械下游行业概括下来三类为主：基建建设、房地产、采矿业，其他行业占比较小。以挖掘机为例，基建建设对挖掘机的需求最大，约为 45%，房地产建设对挖掘机的需求其次，约为 25%，采矿业对挖掘机的需求约为 15%，其余为制造业投资等。2004 年以来，全国固定资产投资额持续提升，至 2017 年底，固定资产投资完成额已经达到 631683 亿元，增速为 5.90%。其中，基建建设投资额和房地产投资额占比较大，分别为 173085 亿元和 139734 亿元。自 2013 年以来，基建建设投资增速已经明显快于全国固定资产投资额和房地产投资增速，基建建设对工程机械销量的贡献逐渐提升。

图 9: 建筑业总产值及增速



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 10: 基建央企新签订单总额及增速



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

## 2.3 房地产投资有望底部回升，上半年已超预期

房屋的新开工面积也是影响工程机械销量的一大重要指标，2015 年底房屋新开工面积出现回暖局面，持续到 2017 年底，房屋月新开工面积增速均为正值，呈现不断上涨趋势，数据显示，2018 年 7 月房屋新开工面积累计增速为 14.36%，预计未来一段时间房屋的新开工面积继续保持底部回升的态势。

图 11: 房屋月新开工面积累计值及增速（单位：万平方米）



资料来源: Wind, 长城证券研究所

## 2.4 国家重视环保，国一/国二淘汰，工程机械更新需求量再度凸显

近几年来，国家大力出台环保政策，重视环保，大力推进生态文明国策建设。受国家环保政策持续趋严影响，2016 年 4 月起国家对工程机械的节能及排放标准制定的更为严

格，非道路移动机械柴油机污染物排放标准已经执行到了第三阶段，第十三届全国人民代表大会代表提案：加快推广新能源叉车，减少传统化石能源的消耗同时降低化石能源造成的污染排放；加快非道路移动机械四阶段排放标准尽快实施，通过国家标准的制定来限制非道路移动机械的排放问题。淘汰不符合要求的挖掘机势在必行，同时上一周期的高峰期陆续进入淘汰期，我们预计明年有望淘汰掉市面上大部分的“国一/国二”挖掘机，因此未来一段时间，工程机械市场将受严格的环保政策利好。我们假设挖掘机和装载机的寿命为10年，且起始年上三年的机器被淘汰掉40%，即需要更新换代的机器，剩余60%的机器继续正常工作，更早年份的全部淘汰掉。未来更新需求占比有望大幅提升，保守估计2018年-2020年挖掘机更新需求占比有望达到40%。

表 2：挖掘机及装载机保有量测算

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
挖掘机销量	73,390	140,303	200,633	230,728	253,801
国内保有量	1,193,273	1,284,911	1,432,038	1,592,368	1,731,706
更新需求	46,840	61,891	81,536	102,310	145,532
装载机销量	75,445	97,610	117,132	138,216	160,331
国内保有量	1,806,291	1,784,948	1,772,734	1,782,341	1,759,806
更新需求	127,422	155,041	177,033	185,774	208,260

资料来源：Wind 中国工程机械协会 长城证券研究所

### 3. 业务布局逐步完善，挖掘机市占率稳步上升，利润弹性有望大增

#### 3.1 挖掘机行业拓展成效显著，业务结构大幅改善

加速挖掘机市场拓展，成效显著。目前挖掘机产品本身市场空间更大，且盈利能力更强，2001年柳工成立挖掘机分公司，进入挖掘机领域。经过多年发展，公司形成了以装载机和挖掘机为核心产品的产品分布。公司在挖掘机领域拓展成效显著，尽管挖掘机领域有三一、卡特、小松等国内外优势品牌，但公司占有率近年来却逐步提升，从2009年3月2.68%提升至2018年1月7.66%，提升了5个百分点。公司加速挖掘机市场拓展，成效显著。

#### (1) 挖掘机毛利率高，伴随公司市占率上升，2018年挖掘机利润贡献占比有望大幅提升

公司主营业务以装载机和挖掘机为主，装载机市场主要是国内品牌参与竞争，挖掘机市场则是国内品牌和国际品牌共同竞争。近年来，公司加大挖掘机产品线的投入，着力布局挖掘机市场。公司从2011-2015年，受工程机械市场低迷影响，挖掘机销量处于连年下

降，从 2011 年的 7438 台降到 2015 年的 2797 台。2015 年之后，受益于世界经济转好，工程机械市场复苏，公司挖掘机销量开始逐步上升，且在 2017 年销量实现暴涨，超过 2011 年顶峰期，达 8178 台，同比增长 131.08%。挖掘机市占率方面，公司保持稳步上升，2008 年公司挖掘机市占率为 3.11%，历经 10 年至 2017 年，公司挖掘机市占率已上升至 5.83%，基于公司未来继续加快挖掘机市场的布局，且受益于挖掘机市场处于需求旺盛期，预估 2018 年公司挖掘机销量 13190 台，市场占有率上升至 7.50%。

## (2) 2018 年挖掘机销量有望大幅增加

在 2017 年挖掘机基数很高的前提下，2018 年柳工挖掘机销量持续突破，根据 wind 数据，2018 年 1-2 月，柳工挖掘机销量实现 1546 台，较上年同期增长 59.88%，2018 年 1 月销量增速达到 161.66%，2 月销量增速为 11.16%，皆远超行业月销量增速。根据公司官网公告，2018 年公司挖掘机一季度产销突破 4000 台，增速超过 100%，一季度的辉煌经营成绩为柳工 2018 全年经营目标的实现奠定了扎实的基础。

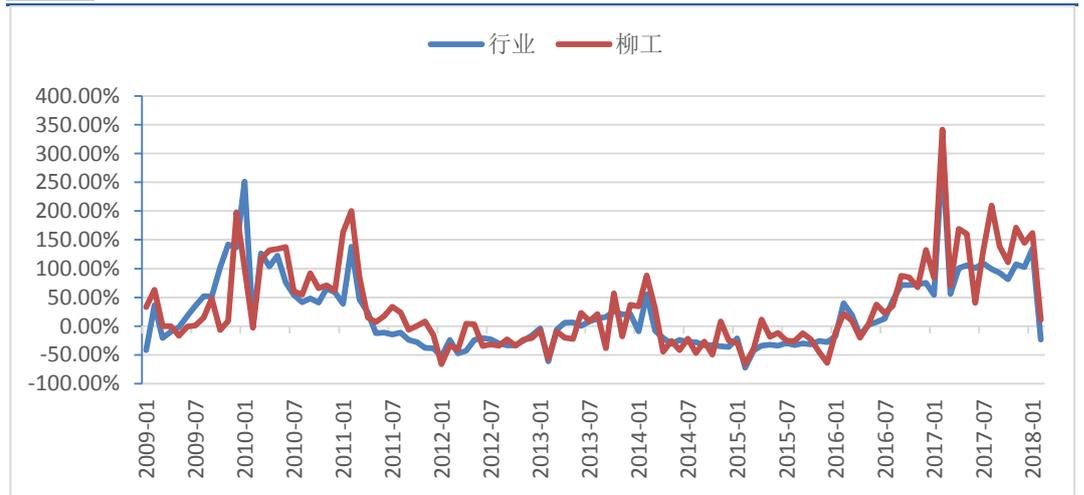
图 12: 柳工挖掘机销量及市占率



资料来源: Wind 长城证券研究所

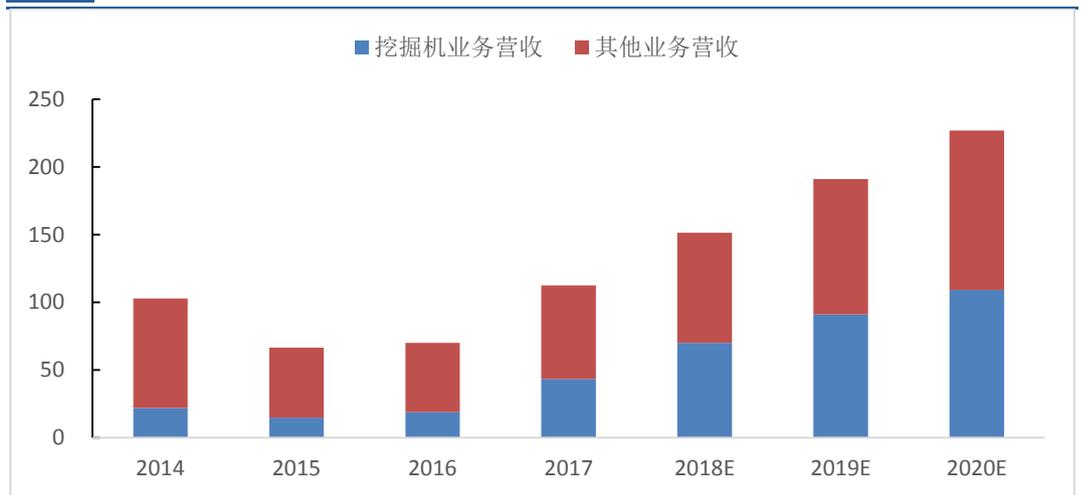
伴随着柳工挖掘机发展的加速，公司分业务营收中，挖掘机营收占比保持上涨趋势，根据公司以往的数据统计测算，2014 年公司挖掘机业务实现营收 22.07 亿元，占当年总营收的 21.44%，至 2017 年，公司挖掘机业务实现营收约 43.46 亿元，占当年总营收的 38.58%。公司挖掘机业务发展势头迅猛，对公司业务结构优化起到至关重要的作用。

图 13: 挖掘机行业与柳工增速对比



资料来源: wind 长城证券研究所

图 14: 挖掘机业务收入

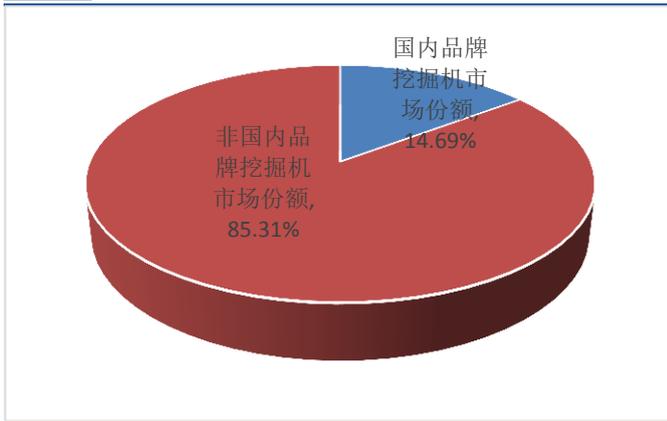


资料来源: 公司年报 wind 长城证券研究所

### (3) 柳工有望进入行业前五,市场竞争格局

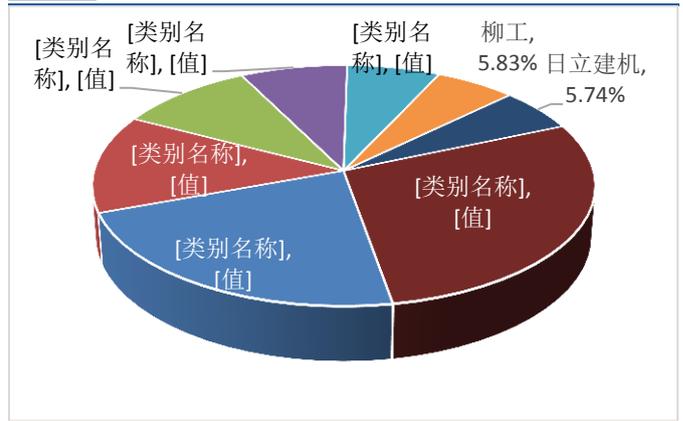
截止到 2017 年底, 挖掘机市场份额保持前六的企业分别为三一重工 22.21%、卡特彼勒 13.20%、徐挖 9.89%、斗山 7.73%、小松 6.73%、柳工 5.83%。公司目前正在全力加速挖掘机市场的布局, 以 2018 一季度的挖掘机销量增长势头来看, 公司有望在 2018 年挖掘机市场份额超过小松, 进入五强, 成为国内顶尖的工程机械厂商。

图 15: 2006 年挖掘机国内市场竞争格局



资料来源: Wind, 中国工程机械协会, 长城证券研究所

图 16: 2017 年挖掘机国内市场竞争格局

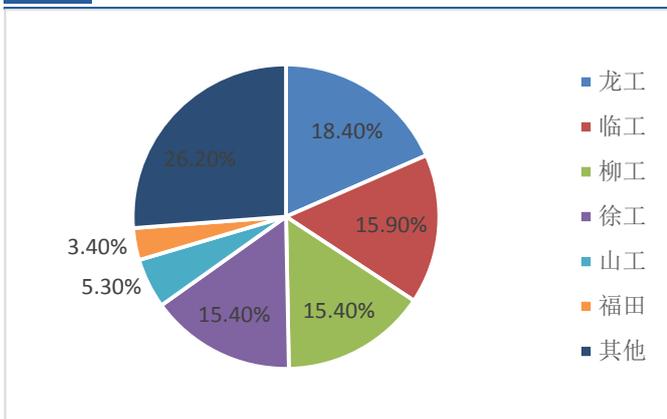


资料来源: Wind, 中国工程机械协会, 长城证券研究所

### 3.2 装载机领域龙头, 技术优势明显

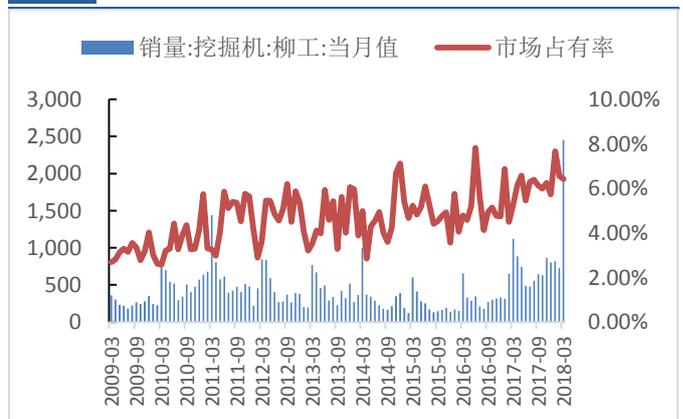
公司在装载机行业深耕多年, 从 1966 年研制成功中国第一台装载机 Z435 型轮式装载机至今, 已有 52 年装载机研制历史, 积累了丰富的经验。公司是装载机行业龙头, 目前公司在国内装载机市场市占率约 15.4%, 仅次于龙工和临工。装载机市场形成了龙工、临工、柳工和徐工四足鼎立的格局。

图 17: 2017 年装载机市场国内市占率



资料来源: 中国工程机械工业协会, 长城证券研究所

图 18: 公司挖掘机国内市占率

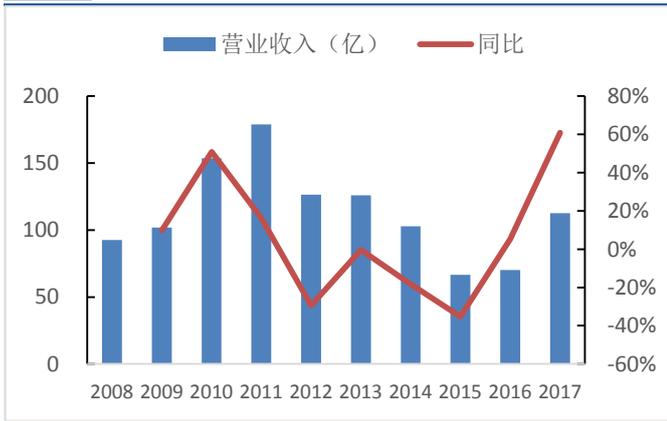


资料来源: Wind, 长城证券研究所

### 3.3 受益行业大幅回暖, 公司经营业绩持续好转

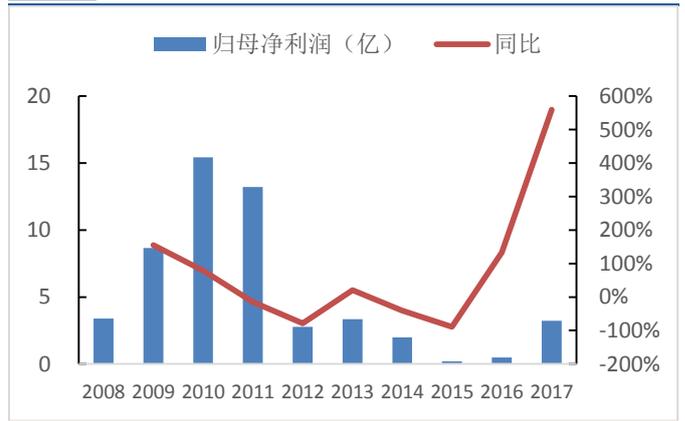
工程机械行业自 2011 年长时间调整以来, 直到 2016 年才开始回暖, 2016 年挖掘机销售 7 万台, 同比增长 24.80%; 2017 年挖掘机销售 14 万台, 同比增长接近 100%, 行业大幅回暖。受行业回暖影响, 公司业绩也出现了持续好转。2017 年公司营业收入 112.64 亿元, 同比增长 60.80%, 实现归母净利润 3.23 亿元, 同比增长 559.18%。

图 19: 营收及增速



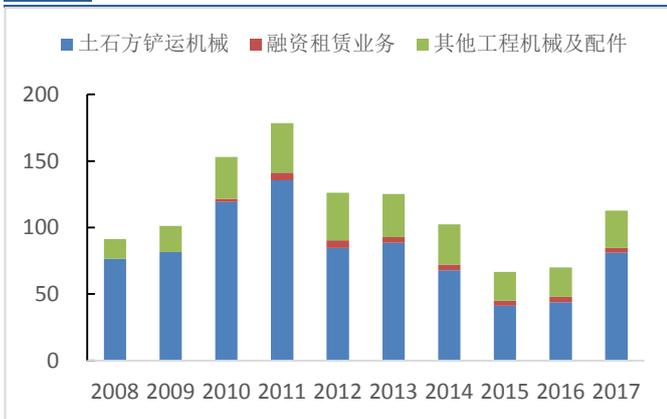
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 20: 净利润及增速



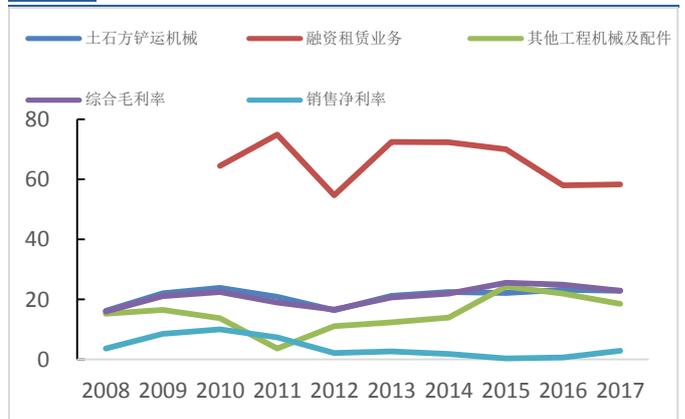
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 21: 各项业务营收占比



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 22: 各项业务毛利率

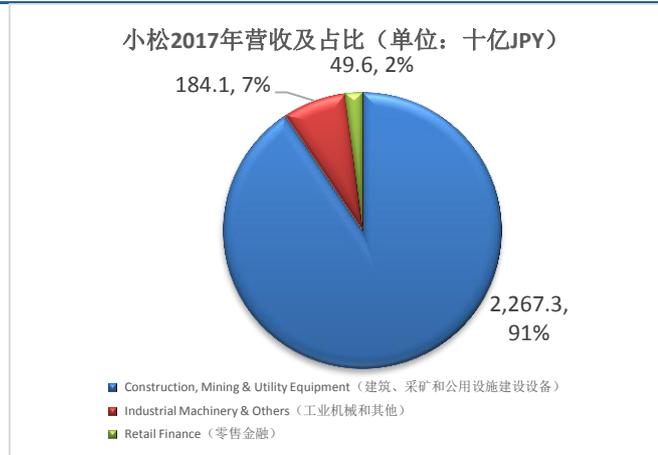


资料来源: Wind, 长城证券研究所

### 3.4 聚焦土方机械，产品性价比高，竞争优势突出

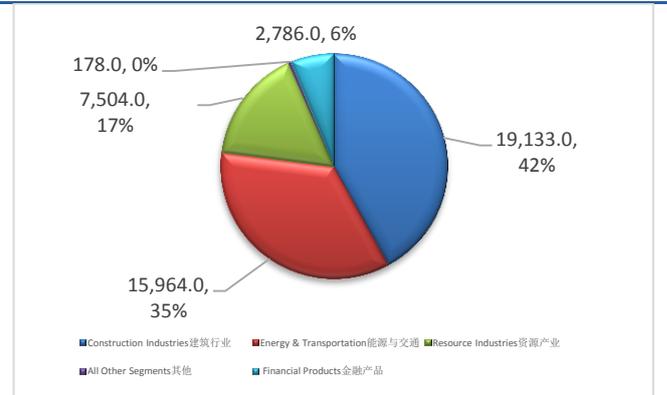
目前公司营业收入主要来自于土石方铲运机械，即以装载机和挖掘机为主导的产品销售带来的收入，2017 年实现营收 81.10 亿，约占 72.00%，其他工程机械及配件营收 27.98 亿，约占 24.84%。2017 年销售毛利率 22.90%，比去年同期下降 1.79 个百分点，销售净利率 2.86%，比去年上升 2.18 个百分点，销售净利率回升明显。根据我们模型测算 2018 年土方铲运机械收入有望超过 120 亿，业务占比超过 75%，其中挖掘机有望超过 80 亿元。公司土方机械产品与卡特、小松比较的话，存在着较高的性价比优势，在中小挖的质量上也基本接近国外同类产品，竞争优势突出。

图 23: 小松 2017 年营收分布 (单位: 十亿元日元)



资料来源: 小松年报, 长城证券研究所

图 24: 卡特 2017 年营收分布 (单位: 百万美元)



资料来源: 卡特年报, 长城证券研究所

## 4. 全面扩张海外市场, 国际化战略发力

### 4.1 海外市场需求增加, 国际空间尽可发挥

#### (1) 出口占比不断提升, 尽显海外工程机械市场高需求

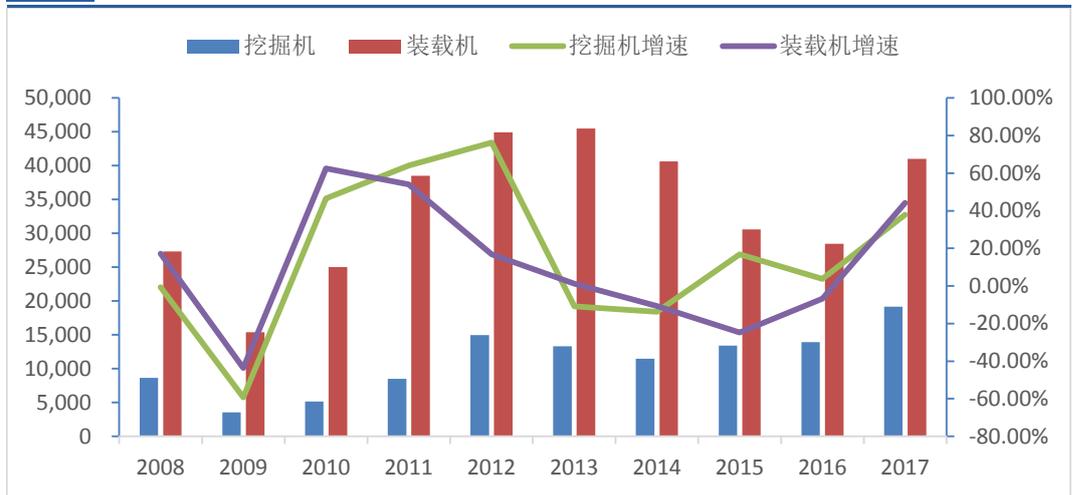
受益于国际经济形势好转, 世界经济复苏趋势明显。据经合组织 (OECD) 统计, 今年将是 2007 年以来 45 个国家首次覆盖全增长。国际经济整体回暖, 有助于拉动工程机械市场出口规模。近年来, 国内工程机械企业逐步将海外市场作为主战场, 工程机械产品出口量增长快速。2017 年挖掘机/装载机出口量分别为 19170/41020 台, 增速为 37.89%/44.09%。相较于 2008 年, 10 年的时间, 挖掘机出口量实现了翻倍增长, 装载机也在 10 年内实现了 50% 的高增速。在近几年国内市场需求萎靡的形势下, 海外市场的活跃加快了工程机械市场的复苏回升, 出口占比也有一定程度回升。尤其是装载机, 海外市场较为成熟, 2015 年出口占比超 40% 为 41.53%, 2016 年海外市场继续保持高份额, 出口占比高达 37.73%。

图 25: 全球重要布局



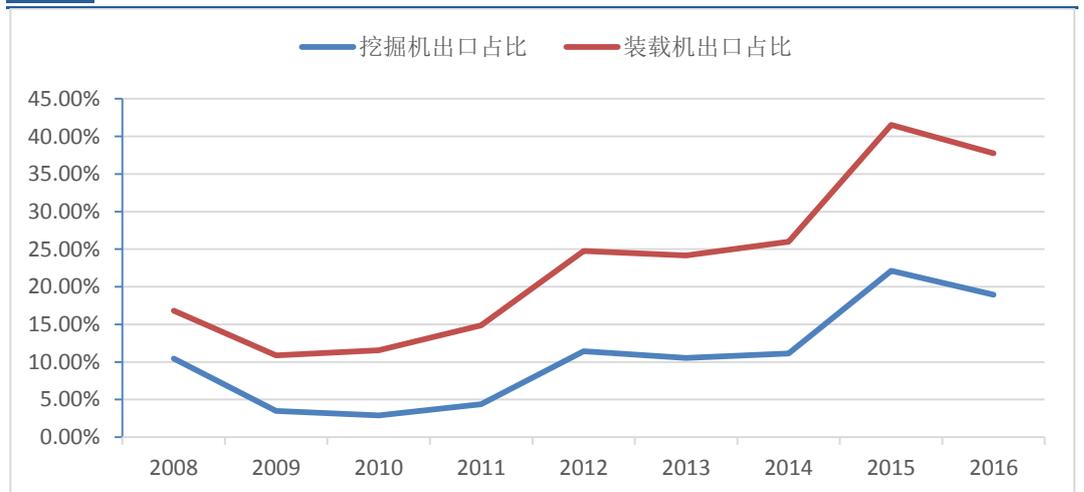
资料来源: 公司网站、长城证券研究所

图 26: 装载机和挖掘机出口量及增速



资料来源: Wind 长城证券研究所

图 27: 装载机和挖掘机出口占比



资料来源: Wind 长城证券研究所

## (2) “一带一路”战略稳步推进，市场需求旺盛

“一带一路”已逐步上升至国家核心战略，其沿线关联国家达 66 个，大多是新兴经济体和发展中国家，人口基数较大，总人口 44 亿约占世界总人口的 63%，但经济发展总体较落后，仅占全球经济总量的 29%，经济增长空间可谓广阔。同时，这些地区基建生产规模成熟度欠缺，建设设施的需求度有望在“一带一路”战略的推动下暴增。根据商务部公布数据，2017 年中国企业对“一带一路”沿线的 59 个国家有新增投资，合计 143.6 亿美元，同比下降 1.2%。投资金额占总额的 12%，较去年同期上升 3.5%。对外承包工程方面，中国企业在“一带一路”沿线 61 个国家新签对外承包工程项目合同 7217 份，合同金额 1443.2 亿美元，占同期中国对外承包工程新签合同额的 54.4%，同比增长 14.5%。

**表 3: 一带一路六大经济走廊部分合作项目**

经济走廊	相关项目	项目金额 (亿元)
中蒙俄经济走廊	莫斯科-喀山高铁项目	1084
新亚欧大陆桥经济走廊	中哈霍尔果斯边境合作中心项目	234
中国-中亚-西亚经济走廊	中国-中亚天然气 D 线管道	422
中国-中南半岛经济走廊	雅万高铁建设项目	323
中巴经济走廊	卡拉奇-拉合尔高速公路	182
孟中印缅经济走廊	中老/中泰铁路	1158

资料来源：中国一带一路网，国家发改委，长城证券研究所

## 4.2 公司海外业务进入爆发期，助推公司国际化布局

### (1) 海外业务占比大幅提升，抢夺国际市场占有率，挖掘机和装载机海外基地有望在 2018 年发力

公司自 2002 年提出建设国际化柳工战略后，十多年海外精心布局，不断开拓经营，公司目前已进入深度国际化阶段。同时，为了响应国家“一带一路”战略，公司不断推进和完善“一带一路”的布局。截止到 2017 年底，公司在“一带一路”国家覆盖率达到 85%，共计 117 家经销商，407 个网点。2017 年公司继续推进深度营销，抢占欧洲市场份额。接连实施欧洲区域总部的运营，欧洲研发中心的揭牌等举措。公司目前在海外设立了印度、波兰、巴西 3 家制造基地和印度、波兰、美国、英国 4 家海外研发机构，同时拥有 10 家营销公司，合计有 300 多家经销商的 2650 多个网点为海外客户提供销售和服务支持。

近年来，柳工海外业务收入保持稳步增长，2017 年柳工海外业务实现营收 24.36 亿元，较上年同期增长 20.81%，增速由 2015 年及 2016 年的负值转为正值，且增速较快。海外业务收入占比连续四年保持 20% 以上比例，2017 年海外业务收入占公司总营收 21.63%。公司将继续拓展海外市场，公司 2018 年度经营计划称预计 2018 年海外行业整体增长 5%~10% 左右。

图 28: 海外业务收入及增速



资料来源: Wind, 公司年报, 长城证券研究所

图 29: 海外业务收入占比

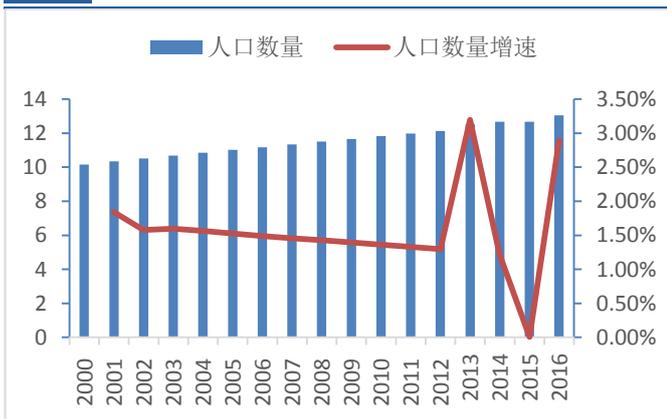


资料来源: Wind, 公司年报, 长城证券研究所

## (2) 印度市场趋于成熟，格局利好

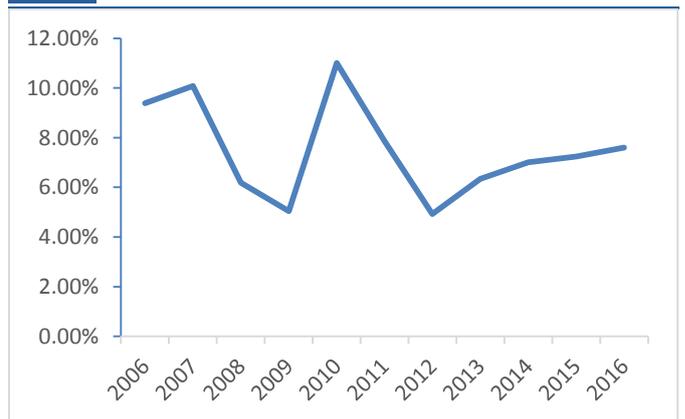
根据 World Economic Forum 的全球竞争力报告，印度基建最新排名位列 81 位，远落后于中国、南非、俄罗斯等金砖国家。截至到 2016 年底，印度人口 13.04 亿，占世界总人口比例的 17.86%，人口数量仅次于中国。人口基数庞大，基建设施与人口数不对应，预估未来印度基建市场缺口巨大，全球基础设施建设中心（Global infrastructure hub）发布报告称，到 2040 年，印度基础设施领域投资需求将达到 4.5 万亿美元，将成为仅次于中国的全球第二大基建市场。

图 30: 印度人口及增速



资料来源: 互联网, 长城证券研究所

图 31: 印度 GDP 增速



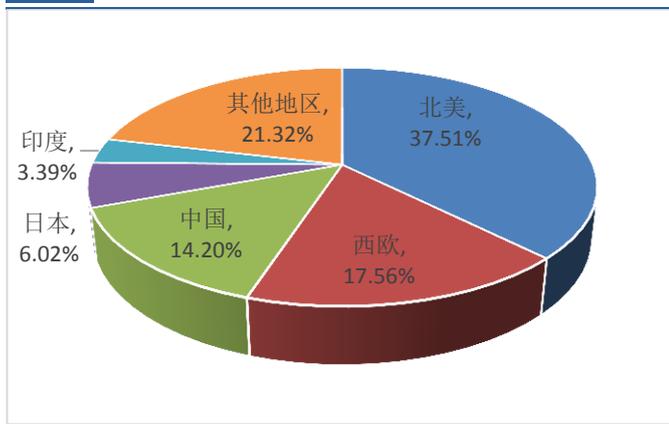
资料来源: 中经网统计数据库, 长城证券研究所

长期以来，柳工致力于印度基地的研发和市场开拓，2017 年印度公司业绩实现了超预期增长，同比增速超过 50%，其中装载机、平地机市场占有率继续保持行业领先地位。对公司而言，印度被视为除中国外的“第二本土市场”。受国际经济持续复苏影响，印度的发展速度也越来越快，印度政府改善人民生活水平的诉求强烈，基建市场需求逐步体现

出来。公司将会继续深化印度市场布局，从产品质量、交付时间、产品成本等指标上继续优化生产，争取在未来一段基建红利市场形势下获取更多的利润和市场占有率。

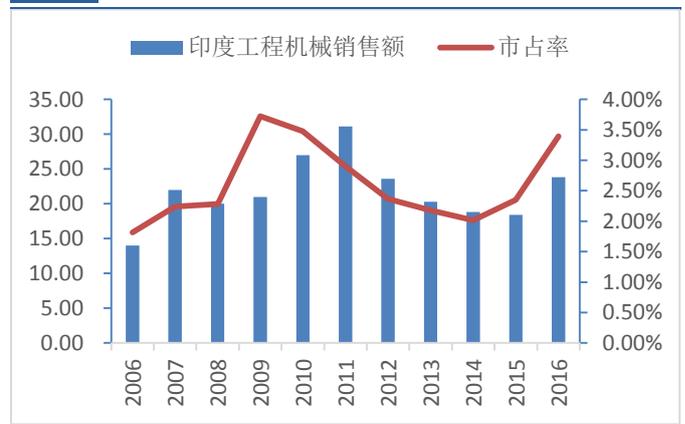
2016 年全球工程机械市场总规模 701.21 亿美元，其中工程机械需求较大的仍是发达国家，北美工程机械市场规模占比 37.51%，西欧占比 17.56%，中国占比 14.20%，日本占比 6.02%。近年来，发展中国家工程机械市场规模增长势头迅猛，印度 2016 年工程机械销售额 23.80 亿美元，同比增长 29.35%，占全球工程机械市场份额的 3.39%，印度工程机械市场市占率从 2014 年起呈现大幅上升趋势，基于印度庞大的人口基数和基础设施的巨大缺口，预估未来印度工程机械市场的市占率将会继续大幅上升。

图 32: 全球工程机械市场竞争格局



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 33: 印度工程机械市场规模及全球市占率



资料来源: Wind, 长城证券研究所

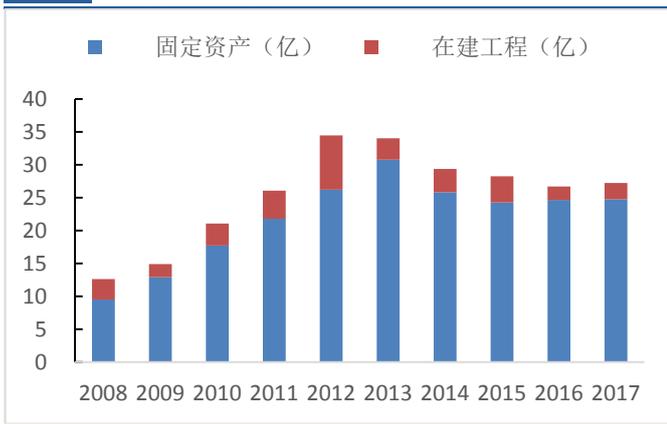
## 5. 资产质量稳步提升，盈利能力有望进一步释放

### 5.1 资本支出合理，固定资产投资稳步回升，资产效能有望大幅提高

资本支出和固定资产投资合理，公司积极采用稳健的政策。公司在 2013 年以前固定资产和在建工程比例较高，产能持续扩张，2013 年以后，公司开始采用较为稳健的投资政策，固定资产和在建工程总量逐渐降低。用资本支出/(折旧+摊销)来表征公司管理的激进程度，可以看出该比例逐年下降可见公司管理也是区域稳健，产能扩张速度明显放缓，并削减过剩产能，同时固定资产投资减小，也能有效降低公司成本。

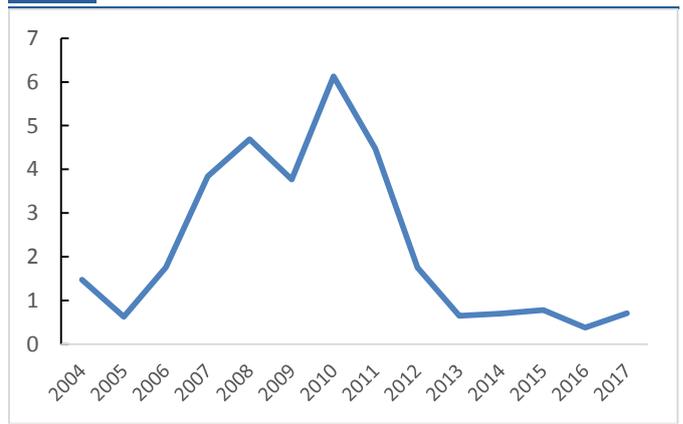
对比柳工和行业其他公司的营业收入/(固定资产+在建工程)的比值，柳工明显高于行业其他公司，截止到 2017 年年报，公司营业收入/(固定资产+在建工程)比值为 4.13，高于中联重科和徐工机械的 3.71 和 3.62，可见公司固定资产的利用率较高。

图 34: 固定资产和在建工程



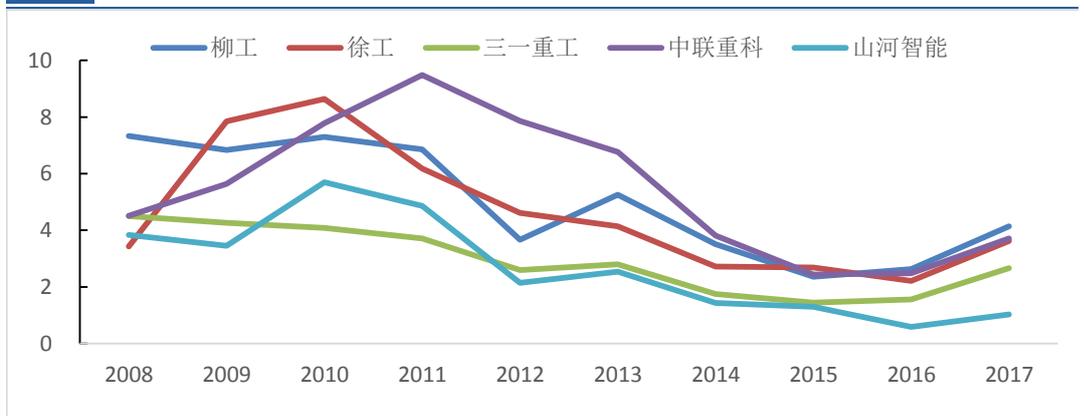
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 35: 资本支出/(折旧+摊销)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 36: 各公司营业收入/(固定资产+在建工程)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

## 5.2 应收账款和存货管理成效显著，资产质量稳步提升

应收账款和存货管理成效显著，公司资产质量进一步提升。公司采用了严格的应收账款管理方式，其中 1 年以内（含 1 年）以上计提 2%，1-2 年计提 10%，2-3 年计提 50%，3 年以上应收账款全额计提坏账准备，全行业计提最严格。目前公司应收账款 28.05 亿，较去年同期仅上涨 7.16%，且公司营收账款/营业收入的比例全行业最低，公司应收账款管理效果显著。公司从 2011 年开始存货也开始逐年降低，从 2011 年 50.25 亿元降低到 2016 年 28.70 亿元，2017 年存货略有上升，达到 38.81 亿元。公司存货一直呈下降趋势，且存货占营业收入比重也处于行业中等偏上的水平。

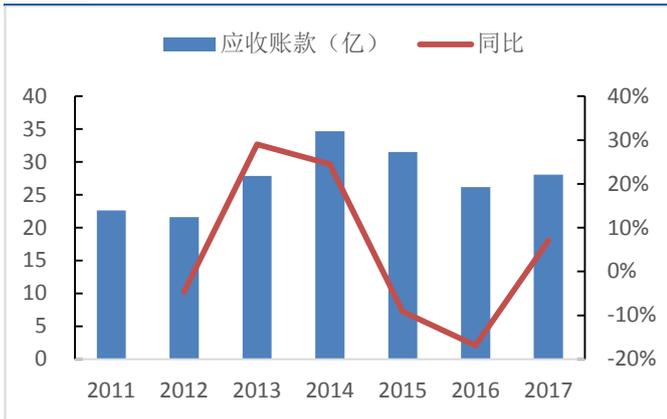
表 4: 应收账款计提比较

账龄	柳工	徐工机械	三一重工	中联重科	山河智能
1 年以内 (含 1 年)	2%	2%	1%	1%	2%
1-2 年	10%	10%	6%	6%	6%
2-3 年	50%	50%	15%	15%	15%

账龄	柳工	徐工机械	三一重工	中联重科	山河智能
3-4 年	100%	100%	40%	40%	40%
4-5 年	100%	100%	70%	70%	70%
5 年以上	100%	100%	100%	100%	100%

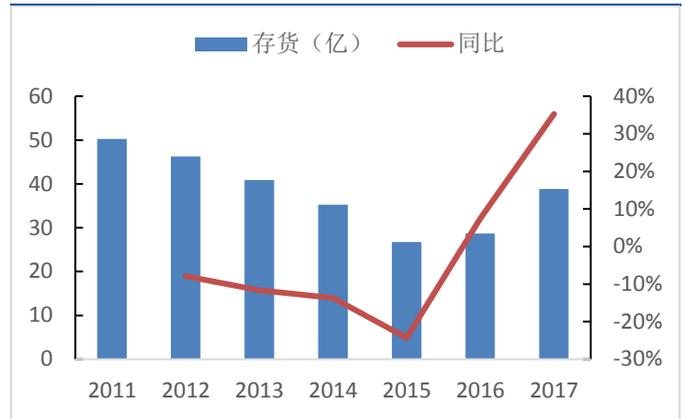
资料来源: wind 长城证券研究所

图 37: 应收账款历年变化



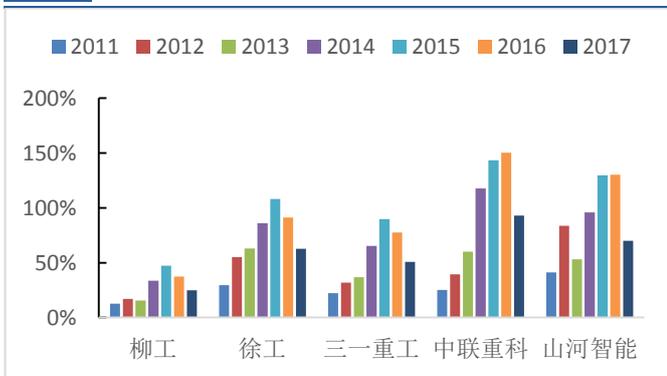
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 38: 存货历年变化



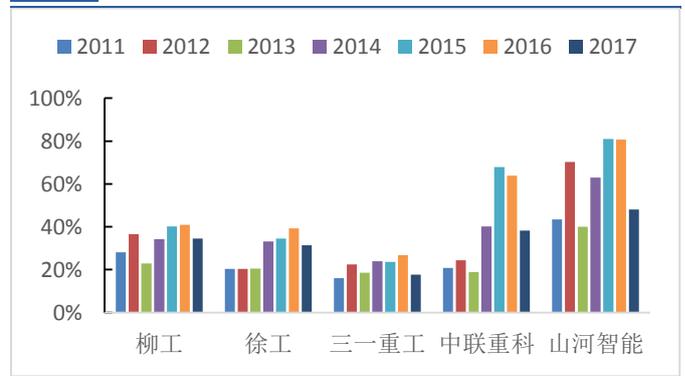
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 39: 工程机械行业各公司应收账款/营业收入



资料来源: Wind, 长城证券研究所

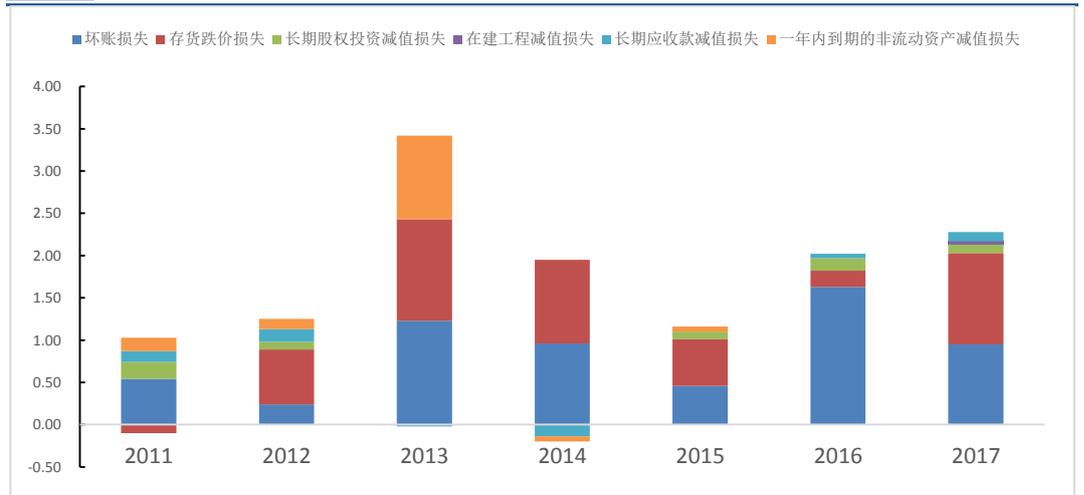
图 40: 工程机械行业各公司存货/营业收入



资料来源: Wind, 长城证券研究所

大额计提资产减值损失, 公司风险资产已很小。2016 年, 2017 年公司计提的资产减值损失开始增加, 2016 年计提坏账损失 1.63 亿元, 2017 年公司计提坏账损失 0.95 亿元, 计提存货跌价损失 1.08 亿元, 得益于良好的应收账款和存货管理, 同时公司计提了大量资产减值损失后, 目前公司资产质量风险已很小。

图 41: 公司历年资产减值损失



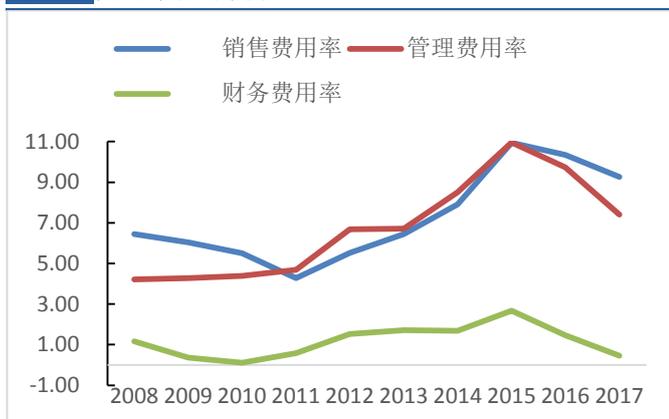
资料来源: Wind, 长城证券研究所

### 5.3 历史问题得到解决, 期间费用、税率呈下降趋势, 盈利能力有望进一步提升

**费用率控制得当, 资产周转率好转。**从收入端看, 销量增长必将提升公司收入; 从成本端看, 费用率逐渐降低, 费用得到有效控制。同时历史遗留问题得到有效解决之后, 公司应收账款周转率、存货周转率和固定资产周转率都大幅提升, 公司经营能力大幅增强。

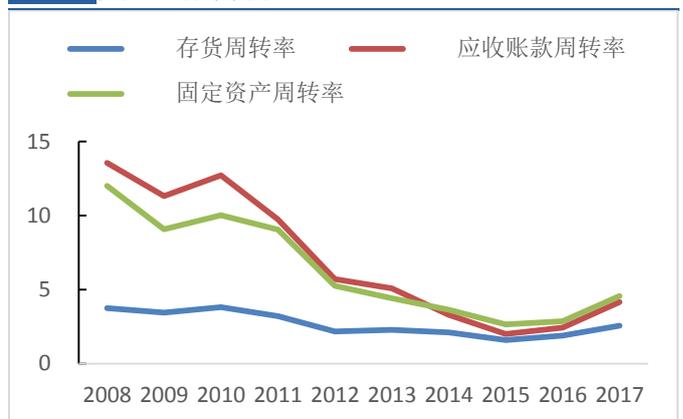
**历史问题得到解决, 盈利能力有望进一步提升。**随着历史遗留问题的解决, 公司各项指标开始好转, 报表修复, 如经营性净现金流大幅好转, 目前公司历史包袱已不大, 公司净资产收益率开始回升, 公司盈利能力有望大幅增强。

图 42: 费用率历年变化



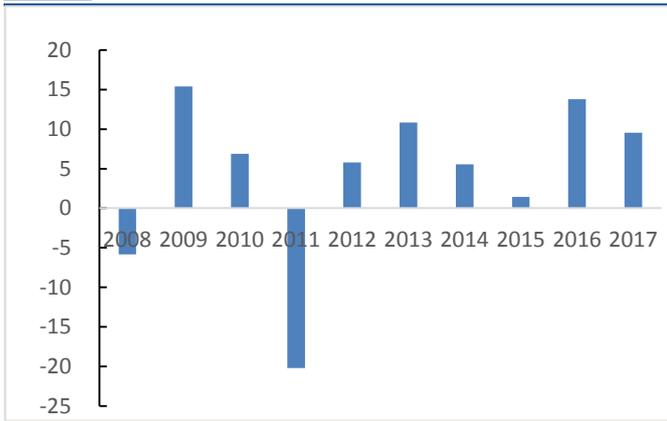
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 43: 资产周转率变化



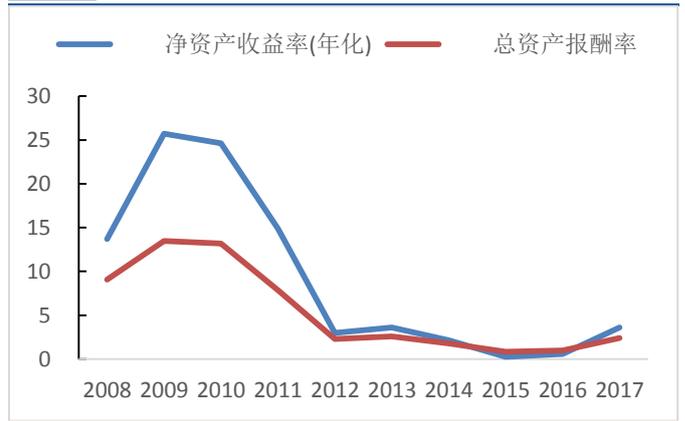
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 44: 经营活动产生的净现金流净额



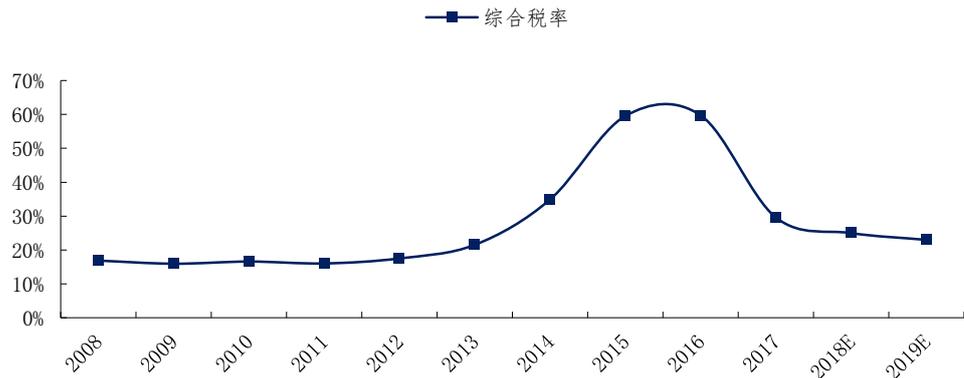
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 45: 净资产收益率



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 46: 公司综合税率



资料来源: Wind, 长城证券研究所

## 6. 盈利预测与估值

公司制定的 2018 年公司营业收入目标为 150 亿元, 同比增长 30% 以上。我们判断今年国内挖掘机销量增速在 30%-40% 左右, 公司挖掘机市占率将保持提升态势; 公司在装载机领域是传统的国产品牌龙头, 具备非常强的技术优势, 这确保了装载机市场份额。

保守估计我们预测公司 2018-2020 年营业收入分别为 161 亿元、195 亿元、235 亿元; 归母净利润分别为 9.7 亿元、13.8 亿元、18.3 亿元; 从历史估值看, 当行业和公司进入景气周期 PE-BAND 基本围绕 15 倍中枢, PB-BAND 基本围绕 2-3 倍区间运动, 我们给予 2019 年 PE 为 13-15 倍估值区间, PB 为 1.8-1.9 倍, 目标价 15.95 元-18.39 元, 给公司评级“强烈推荐”。

表 5: 业务分拆

营业收入	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
土石方机械	4125.13	4382.14	8109.95	11771.59	14125.91	16951.10
增长率	-39.14%	6.23%	85.07%	45.15%	20.00%	20.00%
其他工程机械及配件等	2156.67	2140.70	2797.88	3777.13	4721.41	5665.70
增长率	-28.81%	-0.74%	30.70%	35.00%	25.00%	20.00%
融资租赁业务	374.02	482.55	356.39	534.58	668.22	835.28
增长率	-13.30%	29.02%	-26.15%	50.00%	25.00%	25.00%
合计	6,655.82	7,005.40	11,264.21	16,083.30	19,515.55	23,452.07

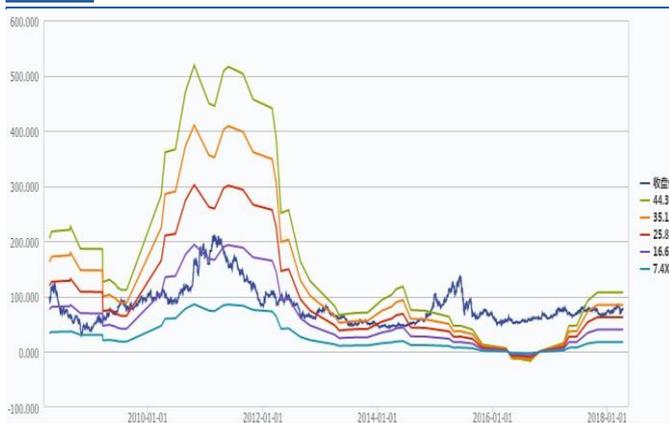
资料来源: wind 长城证券研究所

表 6: 可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值	EPS2016	EPS2017	EPS2018E	PE2018E	PB 2018E	一致预测 ROE
600031.SH	三一重工	717	0.03	0.27	0.61	15	2.54	16.65
000157.SZ	中联重科	299	-0.12	0.17	0.22	18	0.83	4.37
000425.SZ	徐工机械	332	0.03	0.14	0.24	18	1.33	7.90
603298.SH	杭叉集团	75	0.76	0.77	0.92	13	2.57	14.24
600761.SH	安徽合力	74	0.64	0.55	0.71	14	1.44	10.71
600984.SH	建设机械	46	0.13	0.04	0.29	19	1.30	6.59
平均值					0.50	16.17	1.67	10.08
中值					0.26	17	1.39	9.31
<b>000528.SZ</b>	<b>柳工</b>	<b>134</b>	<b>0.04</b>	<b>0.29</b>	<b>0.86</b>	<b>14</b>	<b>1.44</b>	<b>9.7</b>

资料来源: wind 长城证券研究所

图 47: PE BAND



资料来源: Wind 长城证券研究所

图 48: PB BAND



资料来源: Wind 长城证券研究所

## 7. 风险提示

国内基建和房地产投资增速大幅放缓，下游需求不足；

海外业务拓展不及预期的风险,国际形势复杂,政治经济环境变化较大，公司近年来大力拓展海外业务，在“一带一路”沿线注资建厂、建立营销网络，存在境外投资的风险；

市场竞争加剧导致公司盈利能力下降,挖掘机市场的竞争较为激烈,行业竞争存在进一步加剧的可能性，从而带来毛利率下滑的风险。

原材料价格上涨导致成本压力加大；

汇率大幅波动带来的风险等。

## 7.1 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7005.40	11264.21	16083.30	19515.55	23452.07	成长性					
营业成本	5263.25	8684.71	12062.48	14343.93	17120.01	营业收入增长	5.3%	60.8%	42.8%	21.3%	20.2%
销售费用	724.30	1042.68	1222.33	1453.91	1700.28	营业成本增长	6.2%	65.0%	38.9%	18.9%	19.4%
管理费用	682.03	834.70	1141.91	1385.60	1653.37	营业利润增长	33.8%	687.7%	183.0%	48.4%	32.9%
财务费用	102.15	50.95	36.58	55.91	0.70	利润总额增长	130.1%	287.7%	190.5%	44.1%	32.3%
投资净收益	-37.61	37.32	-4.50	-6.60	-6.12	净利润增长	131.1%	555.6%	199.2%	42.7%	32.7%
营业利润	-75.64	444.54	1257.98	1866.54	2480.25	盈利能力					
营业外收支	193.68	13.14	71.76	49.48	55.00	毛利率	24.9%	22.9%	25.0%	26.5%	27.0%
利润总额	118.04	457.68	1329.74	1916.02	2535.24	销售净利率	0.7%	2.9%	6.0%	7.0%	7.8%
所得税	70.47	135.43	365.68	540.26	708.97	ROE	0.5%	3.5%	9.7%	12.4%	14.3%
少数股东损益	-1.69	-0.68	-2.03	-2.90	-3.85	ROIC	0.8%	2.8%	6.0%	7.5%	8.6%
净利润	49.26	322.93	966.10	1378.66	1830.13	营运效率					
资产负债表					( 百万 )	销售费用/营业收入	10.3%	9.3%	7.6%	7.5%	7.3%
流动资产	13259.52	14319.88	18012.60	19920.00	24614.63	管理费用/营业收入	9.7%	7.4%	7.1%	7.1%	7.1%
货币资金	4714.28	3856.36	5849.53	7097.85	8529.57	财务费用/营业收入	1.5%	0.5%	0.2%	0.3%	0.0%
应收账款	2619.02	2805.13	3043.34	3926.50	4601.53	投资收益/营业利润	49.7%	8.4%	-0.4%	-0.4%	-0.2%
应收票据	261.37	341.03	519.09	524.58	729.62	所得税/利润总额	59.7%	29.6%	27.5%	28.2%	28.0%
存货	2869.58	3881.68	4891.03	4671.59	6741.76	应收账款周转率	2.43	4.15	5.50	5.60	5.50
非流动资产	7324.58	7338.17	8551.59	9269.72	10106.60	存货周转率	1.90	2.57	2.75	3.00	3.00
固定资产	2466.75	2474.78	3624.72	4331.51	5130.84	流动资产周转率	0.52	0.82	0.99	1.03	1.05
资产总计	20584.10	21658.05	26564.19	29189.72	34721.23	总资产周转率	0.34	0.53	0.67	0.70	0.73
流动负债	9118.57	10815.30	14369.35	15780.70	19711.76	偿债能力					
短期借款	3436.74	3470.79	6193.24	7209.74	8380.93	资产负债率	57.0%	57.9%	62.7%	61.9%	63.1%
应付款项	2531.75	3754.77	4976.79	5406.22	6986.28	流动比率	1.45	1.32	1.25	1.26	1.25
非流动负债	2618.14	1725.74	2282.56	2289.76	2210.22	速动比率	1.14	0.97	0.91	0.97	0.91
长期借款	2287.86	1000.00	1556.81	1564.02	1484.48	每股指标 ( 元 )					
负债合计	11736.71	12541.04	16651.90	18070.46	21921.98	EPS	0.04	0.29	0.86	1.23	1.63
股东权益	8847.39	9117.01	9912.29	11119.26	12799.25	每股净资产	7.86	8.10	8.80	9.88	11.38
股本	1125.24	1125.24	1125.24	1125.24	1125.24	每股经营现金流	1.39	0.13	1.59	1.34	1.57
留存收益	4326.82	4537.23	5212.07	6175.10	7453.49	每股经营现金/EPS	31.76	0.44	1.85	1.10	0.97
少数股东权益	0.99	6.80	4.76	1.86	-2.00	估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债和权益总计	20584.10	21658.05	26564.19	29189.72	34721.23	PE	263.61	40.21	13.44	9.42	7.10
现金流量表					( 百万 )	PEG	-5.53	2.16	0.05	0.05	0.09
经营活动现金流	1378.19	952.60	1786.50	1511.54	1770.38	PB	1.47	1.43	1.31	1.17	1.01
其中营运资本减少	1148.50	-381.03	431.90	-363.34	-605.23	EV/EBITDA	28.03	18.44	8.41	5.96	4.56
投资活动现金流	-4.66	-345.59	-1567.38	-1161.34	-1385.52	EV/SALES	2.27	1.40	0.98	0.80	0.65
其中资本支出	87.45	166.16	1218.70	724.82	842.78	EV/IC	0.97	1.00	0.85	0.75	0.65
融资活动现金流	-960.77	-1512.46	-948.40	-118.39	-124.33	ROIC/WACC	0.11	0.39	0.83	1.05	1.19
净现金总变化	427.80	-918.91	-729.27	231.82	260.53	REP	8.44	2.60	1.03	0.71	0.54

### 研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 长城证券投资评级说明

#### 公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

#### 行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

### 长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>