

# 机械设备

证券研究报告  
2018年09月03日

## 中报：现金流为王，工程机械表现完美，油服/矿机板块酝酿周期行情

**核心组合：**三一重工、杰瑞股份、浙江鼎力、恒立液压、克来机电、中国中车、日机密封、百利科技

**重点组合：**赢合科技、徐工机械、诺力股份、建设机械、晶盛机电、杰克股份、埃斯顿、华测检测、新筑股份、长川科技、璞泰来、荣泰健康、天奇股份、弘亚数控、锐科激光，关注至纯科技

**本周指数及估值：**8月27日-8月31日（共5个交易日）沪深300指数上涨0.3%，机械行业指数下跌1.3%，国防军工行业指数上涨2.1%。机械子板块中，涨幅最大的是航空军工3.03%和船舶制造1.5%。

**本周专题：**机械行业中报梳理，周期绽放，现金流为王

机械行业公司中报陆续发布，我们根据“中信机械”分类中约330家公司中进行分析发现：1) 机械行业的收入和归母净利润的平均值、中位数均在2017年明显提升，上半年仍保持了较高增速；2) 龙头优势明显：收入排名前10和前20名的公司合计占全行业比重分别为49.4%和60.5%，净利润排名前10和前20名的公司合计占比分别为46.3%和58.8%，较2017年分别提升7pct和10pct；3) 行业整体毛利率、净利率和ROA维持稳定，但净资产收益率ROE的行业均值和中位数仍在下行，资产负债率略有提升；4) 受到原材料涨价影响，毛利率整体略降。

我们将机械公司划分为八大板块，从收入/利润增速、ROE、毛利率、净利率和现金流等角度进行了分析，结果显示：1) 工程机械板块的各项指标优异、成为行业增长最强劲动力，收入增速和ROE等数据均处于历史较高水平；2) 新兴产业装备（主要为3C/半导体/锂电装备）的收入/利润增速、ROE、毛利率和净利率等指标均明显高于（优于）其他板块，但也出现了净利率下降和现金流紧张的趋势；3) 矿机/海工及其他重型装备板块的半年度ROE和净利率较上一年度提升明显，或将迎来行业整体拐点；4) 油气装备板块连续多年现金流为正，上半年收入增速较低，ROE/毛利率/净利率等指标的中位数明显高于平均值，预示着板块内分化明显，未来油气行业投资迎来拐点后，龙头公司的集中度提高将十分明显、业绩弹性更高。

**投资机会概述：工程机械：8月挖机销量增速或达37%！国产主机、部件市占率进一步提升。**7月挖机销量11,123台，YoY+45.3%；1-7月累计131,246台，YoY+58.7%。出口销量是最大亮点，当月出口（含港澳）1,807台，YoY+172.5%。基建未来将成为开工量和二级市场投资信心的重要支撑，同时环保政策将推动设备更新。未来大/中挖的销量增速将会高于小挖，源自于地产和矿山需求带来的更新。维持18-19年销量预计超19万和20万台预测不变，国产四强龙头市占率持续提升，资产负债表修复后利润释放加速，重点龙头公司资产质量不断改善。**重点推荐：三一重工、恒立液压、浙江鼎力、徐工机械。**

**油服装备：油价回暖，重视油服投资机遇。**根据IHS的最新报告，全球新增石油项目平均全周期盈亏平衡成本为44美元/桶，比2014年的57美元/桶相比大幅下降，油公司目前新开工项目大部分有利可图，行业资本开支开始稳步增加，预计18年全球范围增长超5%。国内页岩气开发任务完成压力很大，叠加中石油、中海油探讨加大勘探力度，保证国家能源安全等措施，预计下半年行业需求将持续增加，而供给仍然有限。供需格局的好转将带来油服及设备毛利率的提升，18年有望成为油服公司业绩向上的拐点。重点推荐杰瑞股份、关注中曼石油，安东油服。

**半导体设备：中芯国际14nm获得重大突破，半导体设备国产化进程加速。**中芯国际14nm FinFET技术上取得重大突破，第一代FinFET技术研发已经送样客户。同时公司28nm HKC+技术开发也已经完成，28nm HKC持续上量，良率达到业内领先水平。2018Q1全球半导体设备支出170亿美元，同比增长30%；预计2018-2019年同比增速为14%/9%，实现连续四年增长并再创新高。国产设备已经全面进入28nm生产线，部分进入14nm生产线，有望充分受益于本轮国内晶圆厂投资。上游硅片开始进入密集扩产期，相应的设备公司具备较大弹性。重点推荐晶盛机电、北方华创，关注长川科技、至纯科技。

**新能源汽车及锂电设备：7月新能源乘用车同比增长7成，大厂扩产加速带动龙头装备订单高速增长。**7月新能源狭义乘用车批发销售7.1万台，同比增长7成；1-7月新能源乘用车销量达42万台，增长翻倍。7月传统燃油车零售增速-5%，新能源车实现高速增长，成为拉动车市增速和增量核心动力。特斯拉落户上海带动50万辆车增量，LG化学启动南京扩建项目，CATL大规模招标开启。7月韩国LG化学的电池项目与南京江宁滨江开发区正式签约，预计将总投资20亿美元、年产动力电池32GWh。而CATL和时代上汽有望在近期确定招标分别超过13GWh和14GWh产线。**重点推荐：百利科技、诺力股份、赢合科技。受益标的：天奇股份、璞泰来。**

**智能装备：国内7月工业机器人实现同比6.3%增长，2017国产机器人市占率首降。**国家统计局公布的数据显示，7月份中国工业机器人产量为13669（台/套），实现了6.3%的同比增长。今年上半年，工业机器人产量累计增长24%。外资品牌市占率有所下滑，国内汽车之外的其他行业需求量持续增长，且越来越多的行业开始出现对于工业机器人的需求。6-7月份增速下滑的主要原因在于国内经济形势不明朗，部分客户延迟采购。预计9月份开始销量将逐步回升，关注头部企业市占率的提升以及真正具备核心技术的公司。**重点推荐埃斯顿、克来机电，关注中大德、拓斯达等。**

**风险提示：**上游涨价影响行业盈利能力，宏观经济不佳，基建投资大幅下滑等。

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

邹润芳 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517010004  
zourunfang@tfzq.com

曾帅 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517070006  
zengshuai@tfzq.com

朱元骏 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517050002  
zhuyuanjun@tfzq.com

崔宇 分析师  
SAC执业证书编号：S1110518060002  
cuiyu@tfzq.com

朱晔 联系人  
zhuyue@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《机械设备-行业研究周报:为什么我们调高工程机械几大龙头盈利预测》 2018-08-27
- 2 《机械设备-行业研究周报:精选高景气下游和确定性标的，继续推荐半导体设备、油服等板块》 2018-08-19
- 3 《机械设备-行业研究周报:7月挖机数据持续超预期，继续看好工程机械和新兴产业》 2018-08-12



## 内容目录

<b>1. 专题研究：机械行业中报梳理，周期绽放，现金流为王</b>	<b>3</b>
1.1. 中报发布：龙头公司带动行业增长，强弱分化是长期趋势	3
1.2. 盈利能力分析筛选重点行业：工程机械&新型产业装备&油气装备	5
1.3. 现金流分析：工程机械最好，油服其次	7
1.4. 优质标的筛选	7
<b>2. 本周子行业重要观点更新</b>	<b>10</b>
2.1. 工程机械：8月挖机销量预计1.2万台，同比+37%，需求维持高位	10
2.2. 油服行业：原油价格飙涨，重视高油价之下的油服投资机遇	11
2.3. 半导体设备：从SEMI最新半导体预测看行业投资机遇	12
2.4. 锂电行业：特斯拉落户上海带动50万辆车增量，CATL大规模招标开启	13
2.5. 智能装备：国内7月工业机器人6.3%增长，静待贸易战负面影响解除	14
2.5.1. 最新月度数据显示，工业机器人单月增速为6.3%，IFR对全球全年预期为15%	14
2.5.2. 2017年国产机器人市占率首降，本年度行业洗牌或将加剧	15
2.6. 轨交装备：城轨项目恢复审批，复兴号降价传闻不足为惧	15
2.6.1. 发改委恢复城轨项目审批，时隔一年城轨交通市场重启正常运转	15
2.6.2. 复兴号降价传闻不足为惧，对中国中车盈利能力影响有限	15
<b>3. 本周市场及机械行业回顾</b>	<b>17</b>

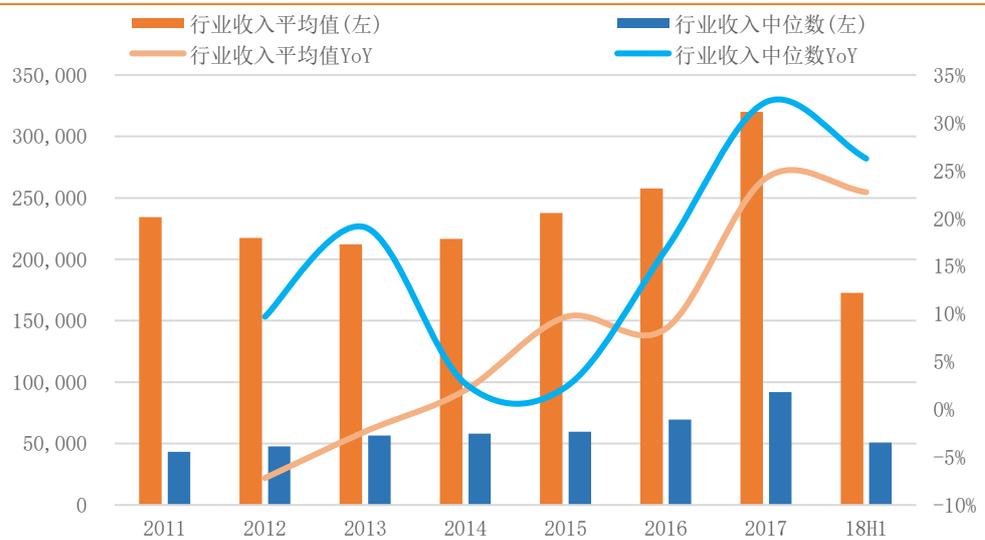
## 1. 专题研究：机械行业中报梳理，周期绽放，现金流为王

### 1.1. 中报发布：龙头公司带动行业增长，强弱分化是长期趋势

2018 年上市公司中报已经全部发布，通过机械行业上市公司观察装备制造业的总体趋势，我们可以清楚判断：集中度将持续提升，龙头效应将越来越明显。

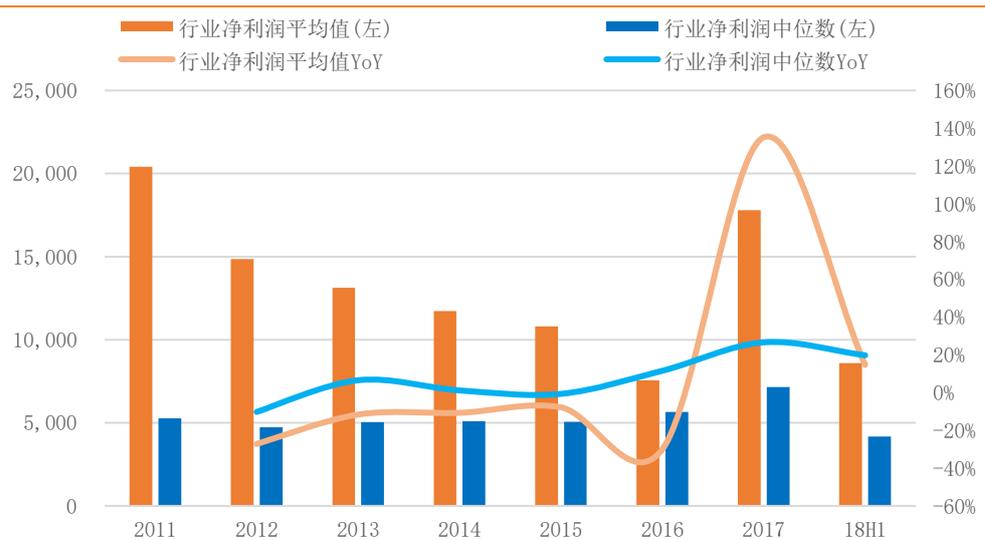
首先，在“中信机械”分类中剔除所有 ST、坚瑞沃能、华昌达和中际旭创后的约 330 家公司中进行分析，机械行业的收入和归母净利润的平均值、中位数均在 2017 年明显提升，并在 2018 年上半年仍保持了较高增速。从平均值和中位数的比较可以看出，龙头公司的优势仍然较为明显，成为带动全行业业绩提升的主力。尤其上半年是收入排名前 10 和前 20 名的公司合计占全行业比重分别为 49.4%和 60.5%、与 2017 年持平，净利润排名前 10 和前 20 名的公司占比分别为 46.3%和 58.8%、较 2017 年分别提升 7pct 和 10pct，由此可见龙头集中度在提高。

图 1：机械行业整体收入与增速在 2016 年以来进入上升通道（单位：万元）



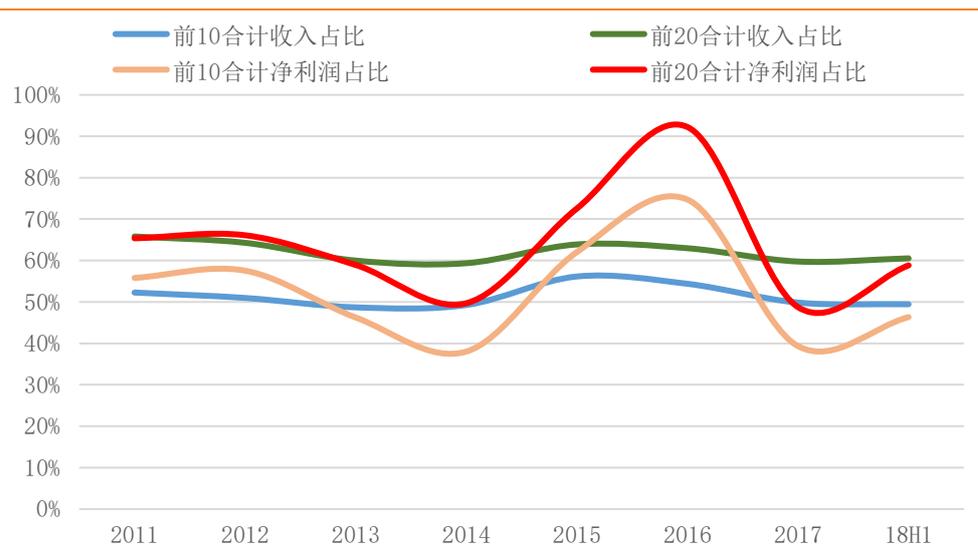
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：机械行业整体利润与增速在 2016 年触底反弹，2018 年上半年仍保持较高增速（单位：万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

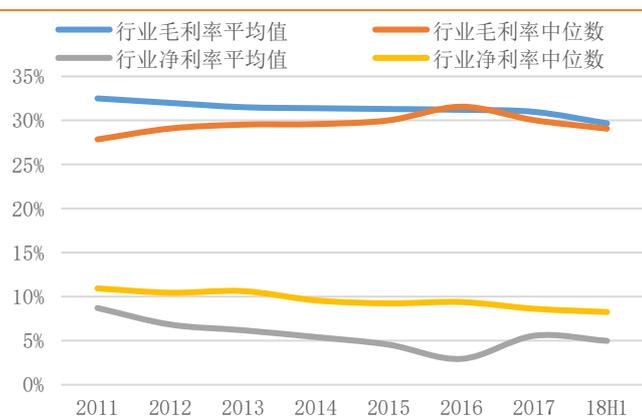
图 3：收入和利润排名前 10 和前 20 的公司占全行业比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

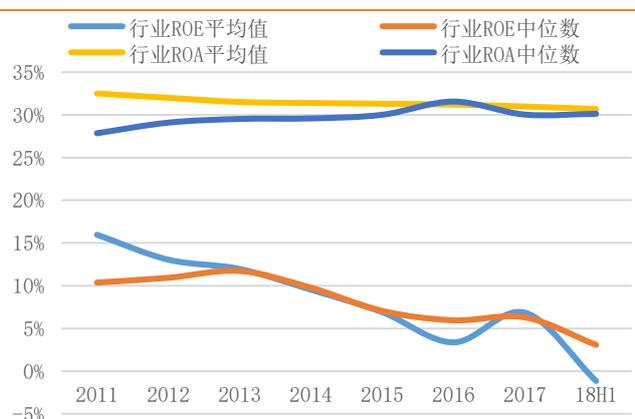
观察行业公司的盈利能力数据，其中行业平均值=行业（毛/净）利润总额/行业总收入，ROA 和 ROE 取算数平均值。行业整体毛利率、净利率和 ROA 维持稳定，但净资产收益率 ROE 的行业均值和中位数仍在下行，资产负债率略有提升。毛利率存在一定下行压力，我们认为主要原因是上半年原材料价格大幅涨价。

图 4：行业毛利率和净利率变化（平均值为加权计算）



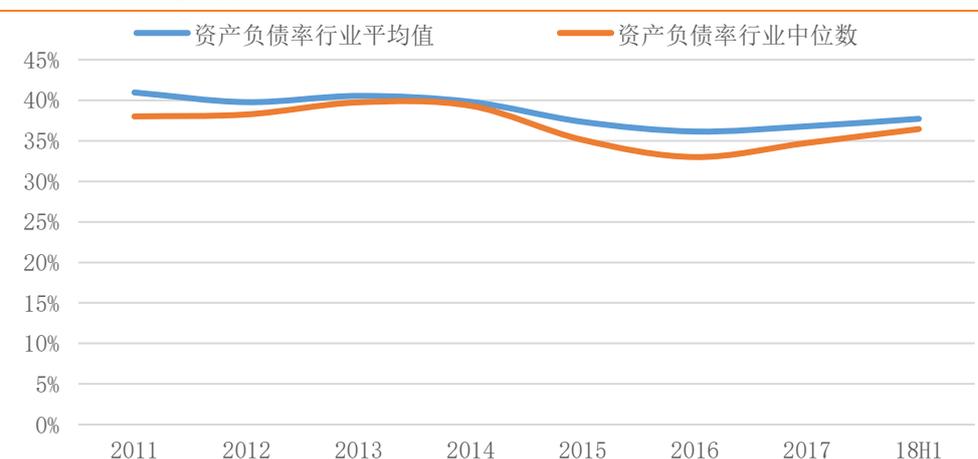
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：行业 ROE（摊薄）和 ROA 变化（平均值为算数均值）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：行业资产负债率变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.2. 盈利能力分析筛选重点行业：工程机械&新型产业装备&油气装备

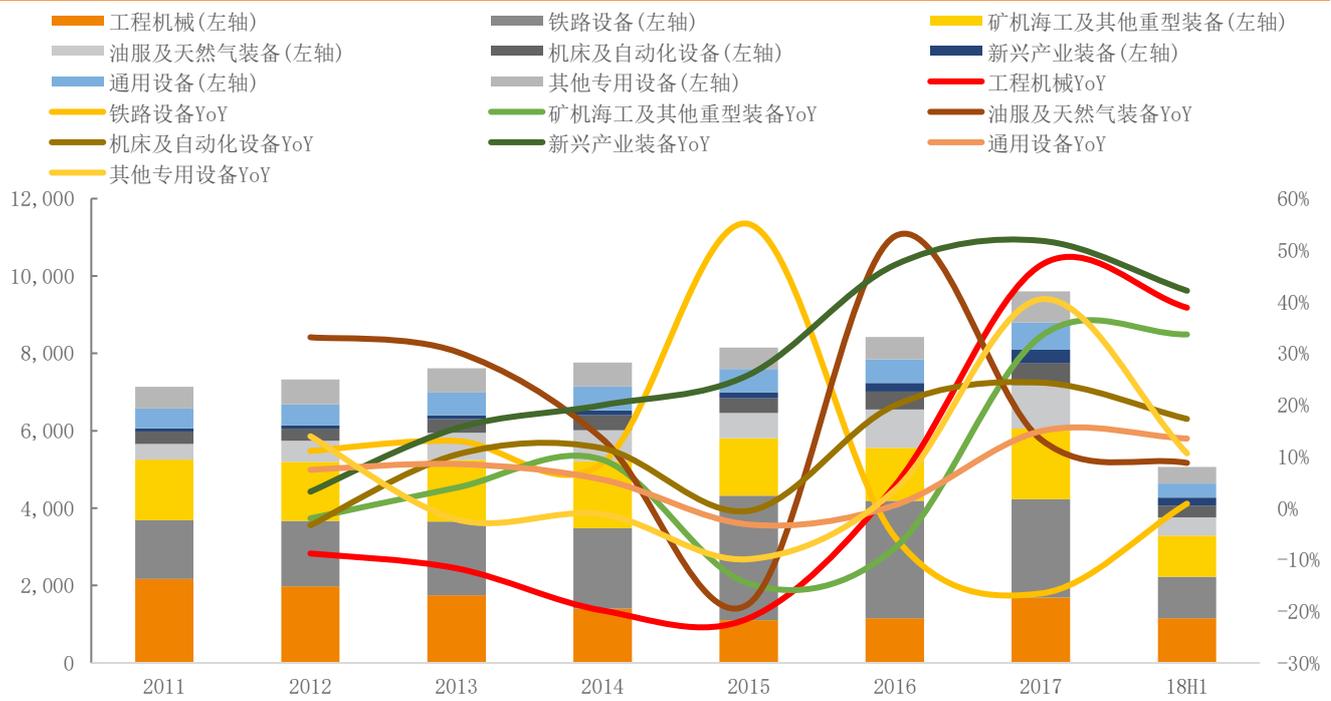
我们对不同产品的细分领域做了重新分类，主要分为八大板块。

对比收入和利润贡献，显然工程机械板块在机械行业中的“权重”都是最高的，且收入增速和 ROE 等数据均处于历史较高水平，尤其是毛利率基本维持原有水平的情况净利率明显改善，说明行业的资产负债表已经明显修复，随着未来行业销量维持高位将呈现业绩高弹性。

新兴产业装备（主要为 3C/半导体/锂电装备）的收入/利润增速、ROE、毛利率和净利率等指标均明显高于（优于）其他板块，我们判断其高科技属性及高迭代、客制化等特点决定了其利润空间更大，预收款等条件也更好，未来该领域的毛利率和增速仍将持续领跑整个机械行业。但其中各项数据均处于下降趋势，我们判断原材料和人工等成本的提高影响较大。

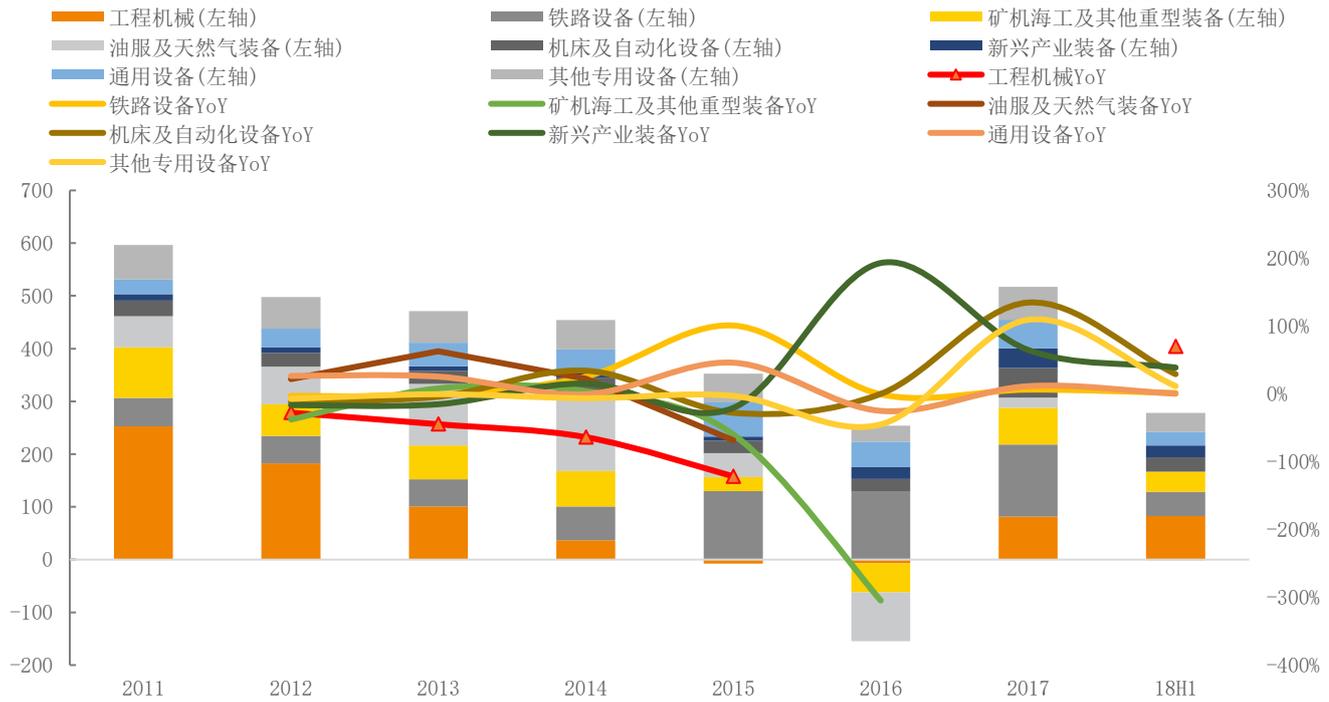
另外，有两个板块的数据出现较大差异变化：1) 矿机/海工及其他重型装备板块的半年度 ROE 和净利率较上一年度提升明显，或将迎来行业整体拐点；2) 油气装备板块的上半年收入增速仅 8.8%、仅次于轨交板块的 0.9%，仅 ROE/毛利率/净利率等指标的中位数明显高于平均值，与其他板块形成鲜明对比，或预示着板块内部的分化已经十分明显，未来油气行业投资迎来拐点后，龙头公司的集中度提高将十分明显、业绩弹性更高。

图 7：机械行业主要板块的收入及同比增速变化（单位：亿元）（剔除部分偏离较大数值）



资料来源：Wind，天风证券研究所

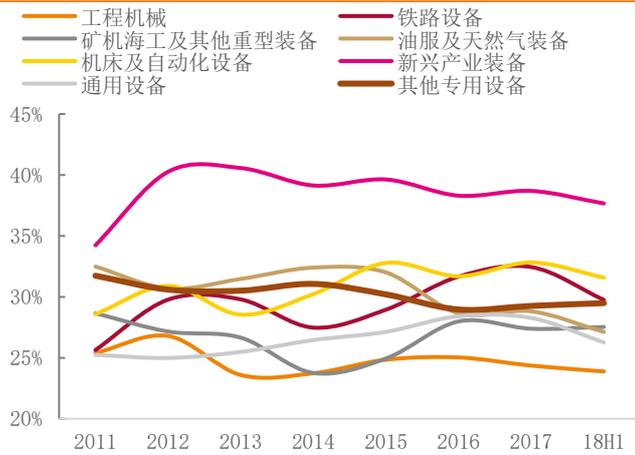
图 8：机械行业主要板块的净利润及同比增速变化（单位：亿元）（剔除部分偏离较大数值）



资料来源：Wind，天风证券研究所

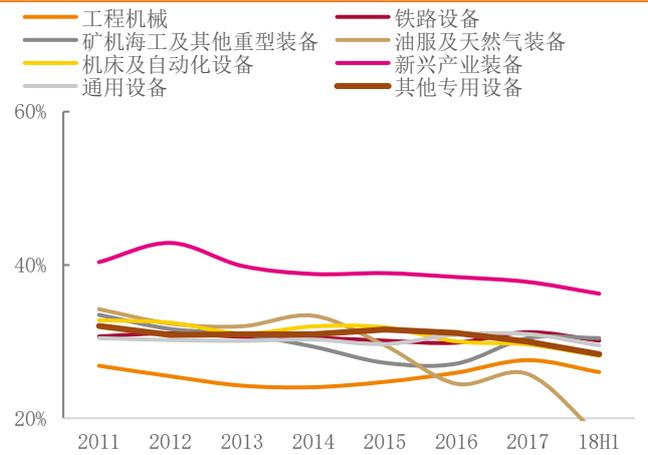
备注：部分增速数据因为利润在盈利/亏损间变化导致出现较大偏差，因此剔除

图 9：各板块的毛利率（中位数）变化



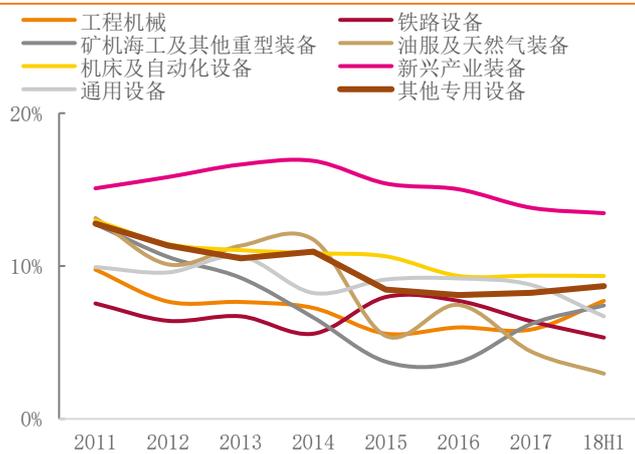
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：各板块的毛利率（平均值）变化



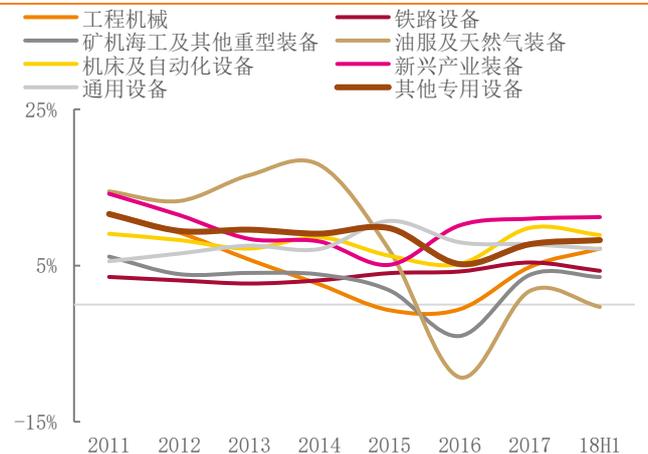
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：各板块的净利率（中位数）变化



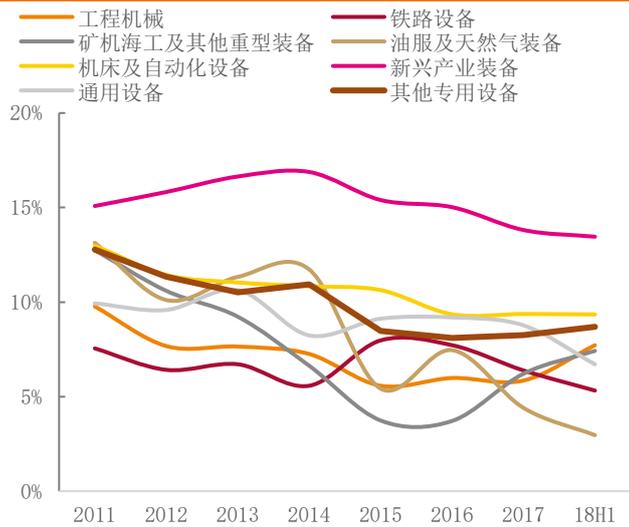
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：各板块的净利率（平均值）变化



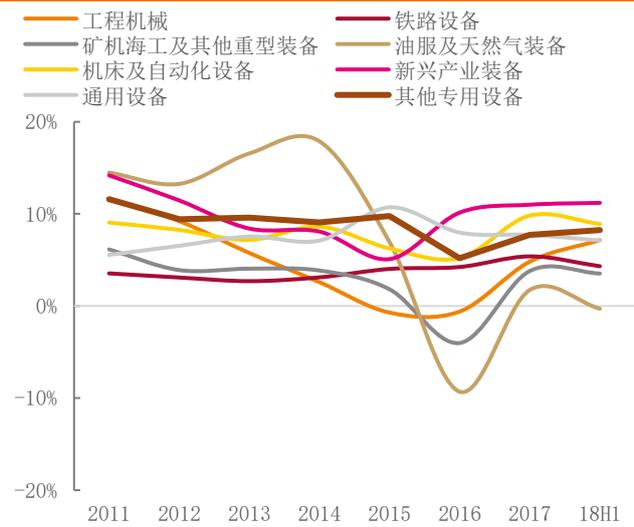
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13: 各板块的 ROE (中位数) 变化



资料来源: Wind, 天风证券研究所  
备注: 2018 年预测值为上半年数据 x2 得到

图 14: 各板块的 ROE (平均值) 变化

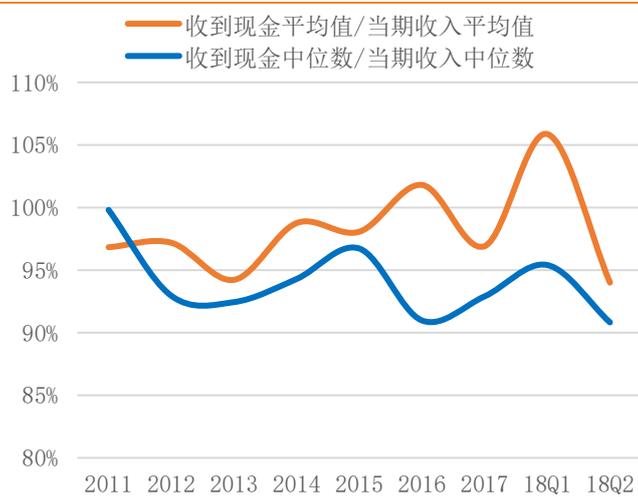


资料来源: Wind, 天风证券研究所  
备注: 2018 年预测值为上半年数据 x2 得到

### 1.3. 现金流分析: 工程机械最好, 油服其次

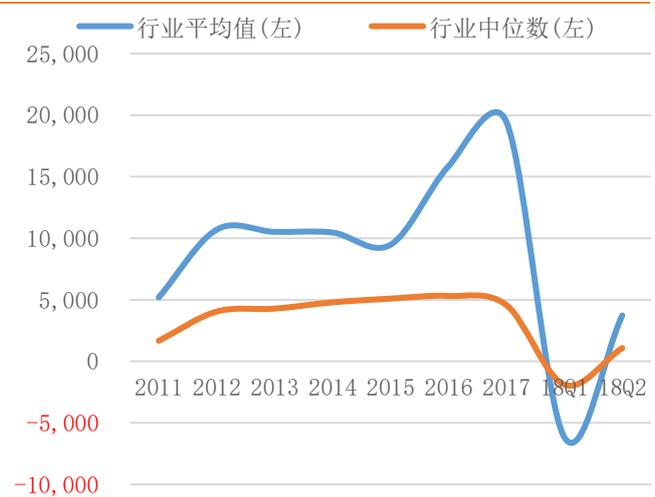
从整个行业的现金流状况来看, 销售收到的现金基本稳定在 90%以上, 但板块分化明显: 1) 工程机械行业整体经营性现金流净额从 2015 年以来基本为正, 并随行业销售规模扩大逐季提高; 2) 矿机/海工及其他重型装备经历 2015 年当年为负次年转正, 上半年为负值主要因为 Q1 为负、但 Q2 已经转正; 3) 机床与自动化、新兴产业装备领域的在过去至少两个季度内呈现了板块性现金流紧张, 尽管 Q2 改差距已经缩小, 但仍面临较大压力; 3) 油服行业连续多年现金流为正, 但 17~18 连续两年的一季度和上半年的现金为负、二季度转正, 我们判断与春节假期的扰动有关。

图 15: 销售商品/提供服务收到的现金与当期收入比例



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16: 行业经营性现金流状况 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 1.4. 优质标的筛选

表 1: 重点公司主要经营数据 (单位: 万元)

代码	名称	收入	归母净利润	18H1 毛利率	17 年毛利率	18H1 净利率	17 年净利率	ROE(摊薄)	ROA	资产负债率	经营性活动 现金流净额
300470.SZ	日机密封	30,812	7,376	53.5%	56.8%	23.9%	12.2%	7.1%	6.0%	16.98%	1,008
300567.SZ	精测电子	53,818	11,733	49.6%	46.7%	23.1%	19.5%	12.5%	7.5%	51.49%	-7,861
603638.SH	艾迪精密	50,360	12,199	45.1%	43.5%	24.2%	16.6%	13.3%	10.4%	32.72%	3,514
300461.SZ	田中精机	39,958	3,955	42.9%	42.1%	13.8%	6.1%	9.9%	3.9%	67.37%	907
300450.SZ	先导智能	144,029	32,689	38.8%	41.1%	22.7%	19.3%	10.7%	4.8%	55.44%	-72,138
603338.SH	浙江鼎力	78,547	20,528	38.6%	42.0%	26.1%	12.9%	8.8%	6.9%	25.88%	6,608
603015.SH	弘讯科技	39,881	4,807	38.5%	38.0%	11.4%	6.8%	4.1%	2.9%	24.21%	4,014
300145.SZ	中金环境	209,550	32,153	38.3%	44.7%	15.8%	12.8%	6.6%	3.4%	49.26%	29,358
300316.SZ	晶盛机电	124,405	28,509	38.3%	38.4%	22.5%	10.8%	7.6%	4.6%	35.83%	-15,268
002833.SZ	弘亚数控	60,867	16,393	37.2%	38.2%	27.4%	25.0%	15.2%	13.1%	20.53%	15,593
002747.SZ	埃斯顿	72,499	5,631	36.2%	33.4%	8.7%	6.1%	3.7%	1.9%	52.43%	-8,920
300415.SZ	伊之密	111,397	12,157	35.3%	36.9%	11.6%	25.7%	11.0%	5.1%	58.31%	-1,940
300457.SZ	赢合科技	99,123	17,002	35.0%	32.4%	17.5%	17.6%	6.1%	4.2%	45.53%	1,543
300718.SZ	长盛轴承	34,178	6,928	34.8%	37.7%	20.5%	12.0%	6.6%	6.2%	8.35%	4,662
601100.SH	恒立液压	216,397	46,346	34.6%	32.8%	21.5%	9.9%	11.1%	7.2%	38.29%	19,230
603690.SH	至纯科技	18,837	1,908	34.5%	39.0%	9.4%	12.2%	4.4%	1.5%	66.90%	-6,825
002529.SZ	海源复材	17,112	2,618	34.4%	30.7%	15.3%	0.4%	1.6%	1.3%	23.77%	-3,507
600031.SH	三一重工	2,812,382	338,856	31.6%	30.1%	12.5%	8.2%	12.1%	5.6%	56.99%	622,054
603757.SH	大元泵业	54,341	8,743	31.4%	33.5%	16.1%	20.1%	9.4%	7.5%	19.20%	-1,488
603337.SH	杰克股份	205,062	22,001	27.4%	30.7%	10.7%	15.2%	9.8%	6.0%	39.86%	8,727
002353.SZ	杰瑞股份	172,197	18,526	27.1%	26.8%	11.2%	2.4%	2.3%	1.8%	23.63%	-5,201
000425.SZ	徐工机械	2,394,395	110,403	17.3%	18.9%	4.6%	4.3%	4.5%	2.1%	54.10%	194,603

资料来源: Wind, 天风证券研究所

备注: 除了特殊说明外, 均为 2018 年上半年财务数据

表 2: 关注度较高及经营优异公司名单 (单位: 万元)

代码	名称	收入	归母净利润	18H1 毛利率	17 年毛利率	18H1 净利率	17 年净利率	ROE(摊薄)	ROA	资产负债率	经营性活动 现金流净额
002366.SZ	台海核电	97,240	43,687	70.0%	67.9%	45.1%	41.9%	14.1%	5.81%	58.2%	-5,550
300445.SZ	康斯特	10,150	2,889	68.6%	73.0%	28.5%	26.1%	6.0%	5.25%	12.6%	1,100
603666.SH	亿嘉和	17,450	6,096	63.6%	67.2%	34.9%	37.2%	7.0%	8.13%	11.8%	-860
300488.SZ	恒锋工具	16,886	5,768	55.8%	58.6%	34.3%	29.7%	6.3%	5.41%	16.4%	4,734
603203.SH	快克股份	20,608	7,192	55.6%	58.2%	34.9%	36.4%	9.4%	7.85%	19.3%	5,140
002690.SZ	美亚光电	49,156	16,968	53.9%	53.2%	34.5%	33.2%	8.4%	6.64%	14.1%	13,824
300554.SZ	三超新材	21,843	6,557	51.1%	51.1%	30.0%	30.3%	12.4%	10.46%	23.0%	1,176
300572.SZ	安车检测	23,666	5,987	49.5%	49.1%	25.3%	19.2%	9.9%	5.58%	42.3%	-3,427
300349.SZ	金卡智能	88,362	20,752	48.6%	48.7%	23.1%	20.2%	6.5%	5.01%	22.4%	-4,122
300700.SZ	岱勒新材	20,700	4,813	48.2%	48.6%	23.3%	25.6%	8.6%	4.70%	47.3%	3,906
300512.SZ	中亚股份	31,486	9,869	47.5%	46.9%	31.2%	27.1%	6.6%	4.54%	32.1%	-996
300124.SZ	汇川技术	247,271	49,612	44.7%	45.1%	20.8%	22.8%	8.9%	5.57%	38.1%	-13,489
603277.SH	银都股份	68,617	11,648	43.8%	43.6%	17.0%	14.5%	7.2%	6.11%	16.2%	6,766
002843.SZ	泰嘉股份	18,407	3,190	41.9%	41.4%	17.3%	16.9%	5.1%	4.38%	17.7%	4,109
300410.SZ	正业科技	69,639	11,478	40.7%	37.5%	16.5%	15.8%	5.4%	3.76%	34.4%	1,082
603416.SH	信捷电气	28,214	6,720	40.4%	43.4%	23.8%	25.6%	6.9%	5.69%	20.9%	-563
603698.SH	航天工程	68,288	14,001	38.3%	30.1%	20.5%	15.8%	5.4%	3.75%	29.4%	551
300400.SZ	劲拓股份	32,488	5,183	38.1%	42.6%	16.0%	16.9%	9.3%	6.43%	37.4%	4,556

002903.SZ	宇环数控	11,838	3,073	38.0%	45.5%	28.8%	31.6%	5.0%	4.44%	18.2%	-3,482
300441.SZ	鲍斯股份	70,798	8,805	37.0%	36.9%	15.1%	15.5%	5.8%	4.06%	38.0%	8,196
603486.SH	科沃斯	252,328	20,756	36.6%	36.6%	8.2%	8.2%	9.4%	6.38%	41.5%	-2,702
300549.SZ	优德精密	19,349	2,669	35.8%	36.1%	13.8%	16.4%	5.4%	3.55%	33.3%	4,267
002097.SZ	山河智能	272,315	29,953	33.6%	32.4%	11.6%	5.3%	6.8%	2.48%	64.2%	26,704
002595.SZ	豪迈科技	172,499	35,222	33.4%	37.4%	20.4%	22.6%	8.9%	7.01%	27.4%	10,716
300607.SZ	拓斯达	52,312	7,673	32.8%	36.8%	14.6%	18.0%	9.4%	5.67%	46.5%	-4,130
603319.SH	湘油泵	45,609	5,590	32.2%	32.8%	12.3%	13.6%	7.8%	4.67%	44.1%	975
002514.SZ	宝馨科技	39,398	4,661	32.0%	32.6%	11.8%	7.2%	5.1%	2.85%	45.8%	-5
002176.SZ	江特电机	166,897	30,516	31.8%	26.0%	18.2%	8.4%	7.1%	3.09%	57.7%	-23,610
002849.SZ	威星智能	37,554	3,268	31.6%	31.4%	9.6%	10.6%	5.7%	3.89%	40.0%	-7,687
300509.SZ	新美星	26,132	2,355	31.0%	37.7%	9.0%	11.8%	4.1%	1.90%	51.4%	1,502
603699.SH	纽威股份	138,879	11,508	30.7%	31.3%	8.3%	8.5%	4.5%	2.58%	44.2%	9,883
603289.SH	泰瑞机器	40,287	4,362	29.1%	30.5%	10.8%	11.9%	4.8%	3.41%	29.4%	-630
600761.SH	安徽合力	503,766	34,122	19.3%	19.9%	7.6%	6.2%	7.6%	5.28%	36.7%	14,090
000852.SZ	石化机械	185,085	-8,289	17.3%	20.3%	-4.3%	0.9%	-4.9%	-1.08%	76.3%	-33,740

资料来源：Wind，天风证券研究所

备注：除了特殊说明外，均为2018年上半年财务数据

## 2. 本周子行业重要观点更新

### 2.1. 工程机械：8月挖机销量预计1.2万台，同比+37%，需求维持高位

根据中国工程机械工业协会数据：7月挖掘机销量11,123台，同比涨幅45.3%；其中国内市场销量（不含港澳台）9316台，同比涨幅33.2%；出口销量1,807台，同比涨幅172.5%；港澳地区销量21台，同比涨幅425%。2018年1-7月，挖掘机累计销量131,246台，同比涨幅58.7%。其中国内市场销量（不含港澳台）120,492台，同比涨幅54.8%；出口销量10,738台，同比涨幅118.7%；港澳地区销量73台，同比涨幅170.4%。国内销量方面，7月大/中/小挖当期销量分别为1,762台/2,680台/4,874台，同比增速分别为42.6%/40.8%/26.5%；1-7月累计销量分别为18,043台/32,299台/70,150台，同比增速分别为69.4%/76.5%/43.6%。

连续两月出口数据亮眼，未来海外市场值得期待：7月挖机出口（含港澳台）1,807台，同比增加172.55%，环比增加5%，再创历史新高。近几年一带一路沿线国家基建投资高涨，而又普遍缺乏发达的工业生产体系，对挖掘机等基建设备进口依赖性较强，未来海外市场有望贡献新增量。

工程机械主要需求来源分别为：1)大、中、小挖和泵车、汽车起重机的更新周期错位，逐步推进更新、拉长周期。2)全国固定资产投资持续增长。其中基建投资占比逐渐提高，工业投资回复，而房地产投资稳定。对应的工程机械、尤其是挖的销量将保持持续增长。3)工程机械主要需求来源之三为大宗商品和主要原材料的价格在持续上涨后带来矿山采掘开工量维持高位，另外国内爆破物的管制逐年加强，导致大量矿山的爆破工作量由“大型挖掘机+重型破碎锤”完成。综上，从不同机型的销量来看，中大挖的增速已经明显高于小挖，预示着地产/基建/矿山等开工量增速更高。

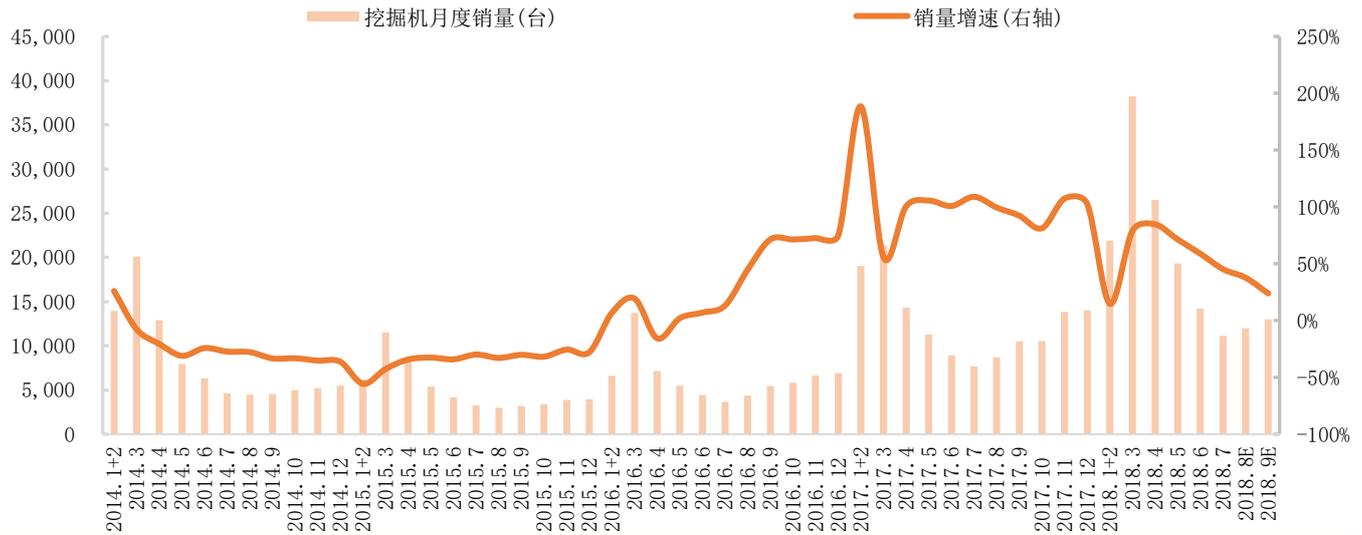
环保因素带动大挖销量高增长，关注结构性变化带来的盈利提升：国内销量方面，7月大/中/小挖当期同比增速42.6%/40.8%/26.5%；1-7月累计同比增速69.4%/76.5%/43.6%。中挖/大挖销量增速持续高于小挖，我们判断原因有两点：1)大挖主要用于矿山开采，施工环境较为恶劣，因而更新周期大大缩短；2)6月27日国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，环保政策日趋严格，由此带来部分强制性更新需求。销量的结构性变化将带动挖掘机毛利率上行，主机厂盈利能力有望进一步提升。

根据小松官网数据，7月中国区挖机开机时间为133.8小时，同比-6.6%。考虑到小松市占率由2017年6.73%下降至2018年1-7月的5.3%，且7月单月市占率下降至3.9%，而行业内新机开机率更高、且夏季开工量较春秋较低，因此该数据可能低估了下游真实的开工数据。我们认为伴随政策发力、前期停工的项目开始复工以及环保因素带来的强制性更新，8月开机时间有望出现一定回升。

7月挖机销量超预期，预计8月份销量将达到1.2万台、YoY+37.7%。由于17Q3基数较高，因此增速将正常回落至30±5%，预计2018年和2019年销量分别达到19万台和20万台。全年19万台销量预测大概率实现。

根据国内挖掘机前七个月的销售数据（含进出口），国产、日系、欧美和韩系品牌的市场占有率分别为54.8%、15.8%、17.5%和12%，国产分给继续保持50%以上，三一、卡特彼勒和徐工占据国内市场前三位。7月集中度进一步提升至CR4=58.6%、CR8=78.5%，提升的原因主要为龙头穿越周期后，品质、渠道、售后和研发等多方面能力优势巩固，同时液压件等核心部件缺货带来龙头获得供应商保供的优势。

图 17: 挖掘机月度销量、增速及预测 (单位: 台)



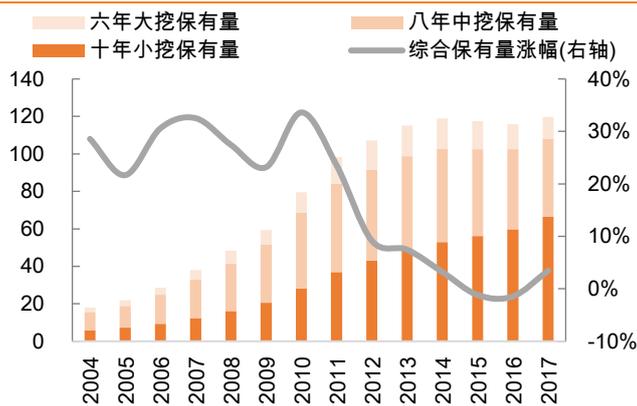
资料来源: 工程机械工业协会, 天风证券研究所

表 3: 主流挖掘机厂家销量 (含出口) 与市占率变化 (单位: 台)

	CR4	CR8	合计	三一	徐挖	柳工	临工	斗山	现代	小松	日立	卡特	沃尔沃
8 月销量 (E)			>12,000										
8 月销量增速 (E)			>37.7%										
7 月销量			11,123	2,795	1,151	835	665	616	323	432	501	1,738	353
7 月市占率	58.61%	78.51%		25.1%	10.3%	7.5%	6.0%	5.5%	2.9%	3.9%	4.5%	15.6%	3.2%
1-7 月销量			131,246	29,283	14,971	8,872	8,251	10,783	4,937	6,912	6,119	17,648	4,335
1-7 月市占率	53.92%	78.36%		22.3%	11.4%	6.8%	6.3%	8.2%	3.8%	5.3%	4.7%	13.4%	3.3%
2017 年市占率	53.05%	76.35%		22.21%	9.89%	5.83%	5.00%	7.75%	2.86%	6.73%	5.74%	13.20%	3.44%
2016 年市占率	48.31%	70.36%		19.99%	7.50%	5.03%	3.77%	6.61%	1.74%	7.02%	6.23%	14.21%	2.66%

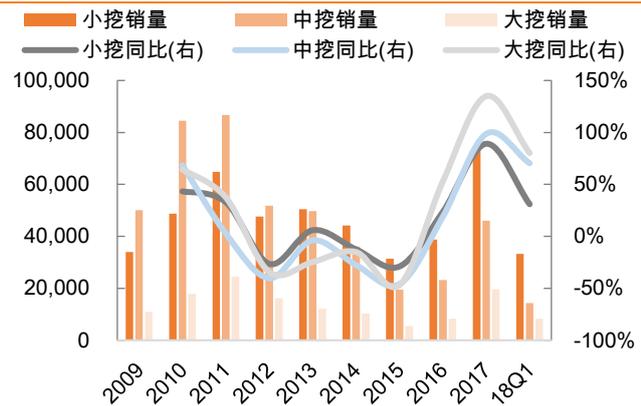
资料来源: 工程机械工业协会, 工程机械商贸网, 天风证券研究所

图 18: 挖掘机保有量测算 (单位: 万台)



资料来源: 工程机械工业协会, 天风证券研究所

图 19: 2009 年以来大、中、小挖销售数量情况 (单位: 台)



资料来源: 工程机械工业协会, 天风证券研究所

**重点推荐:** 三一重工、恒立液压、浙江鼎力、徐工机械; **关注:** 艾迪精密、柳工。

**推荐理由:** 需求持续高位、集中度提升, 龙头收入高增长。资产负债表修复, 行业龙头业绩释放加速。需求的时空错配, 不同品类工程机械需求高增长接力。高空作业平台作为新产品快速增长, 同时美国制造业复苏明显, 对高空作业平台的需求明显提升。

## 2.2. 油服行业: 原油价格飙涨, 重视高油价之下的油服投资机遇

OPEC 与其他主要产油国在维也纳召开会议, 会中决定自 7 月起每日增产约 100 万桶。这一

增产目标首先低于市场此前海外分析师的一致预期,分析师在会前预料 OPEC 将每日增产 180 万桶;其次,由于近来包括委内瑞拉、利比亚与安哥拉等油国供应减少,加上美国对伊朗实施经济制裁,伊朗石油产出受限,实际增量可能只有 77 万桶。因而,被市场解读为对油价走势是一多头信号。

我们年初预判,2018 年油价大概率会长期处于 60 美元/桶以上,主要原因在于政治因素而非需求因素。此次油价上涨的主要催化因素包括:1) 美国正从原油进口国变为原油出口国,油价上涨符合其根本利益,因此美国退出伊核协议、打击叙利亚等方式制造国际局势紧张,推动油价上涨;2) 沙特阿美筹划上市,沙特政府有意将油价保持在高位;3) 主要产油国闲置产能处于低位,短期释放空间不大。

图 20: 原油期货价本周高位震荡(美元/桶)



资料来源: wind、天风证券研究所

随着 2017 年美国页岩油的持续放量和管道港口等基础设施的陆续建成,美国原油出口量大幅上涨,目前每天出口量大约在 600 万桶,远高于之前的平均 450 万桶/天。根据 EIA 周报数据,2018 年 3 月,美国原油净出口量达到 160 万桶/天,较上个月环比增长 14%,且原油出口增量主要流向亚洲和欧洲。

在一定的技术条件和开采难度下,油价的高低直接决定了石油公司的获利空间,此次油价回升使得各类石油和油气服务公司的业绩弹性得到较大释放。而石油公司的经营情况直接决定了资本开支,进而决定了油服公司的业绩。

随着我国油气设备专用件制造行业的快速发展,油气设备专用件生产水平日益提高,借助于国内较低的人力资源成本、良好的技术水平、完善的配套和较高的产品性价比,国内供应商产品价格具有较强的竞争优势。从油气产业链出发对我国主要相关上市公司的业务进行梳理,可以发现我国上市公司业务已经覆盖了全产业链,主要集中在各类机械设备提供,提供系统工程技术服务还不多。近年来,随着前期大型项目建造经验的累积,我国油气服务公司近年来转向一体化工程技术服务上转变,如中海油服、惠博普、杰瑞股份等立足于成为油气工程一体化,EPC 工程建设能力不断提升。如今许多公司超过一半的营收来源于海外业务,直接反映了中国油服企业在国际市场上的竞争力。

### 2.3. 半导体设备: 从 SEMI 最新半导体预测看行业投资机遇

半导体设备支出将连续四年增长,三星投入和中国市场成主要驱动力。根据 SEMI 大半导体产业网数据,预计 2018-2019 年半导体设备支出将同比增长 14%/9%,达到 637.3/694.6 亿美元,实现连续四年增长并再创新高。根据此前公布的数据,2018Q1 全球半导体设备支出为 170 亿美元,同比增长 30%,未来有望保持。SEMI 认为保持高速增长的原因主要有两点:一

是存储器价格暴涨带动三星巨额投入，同时三星也将扩大晶圆代工投资，并增加 EUV 的 7nm 产能布局；二是中国在建晶圆厂规模可观，且大部分都将于 2019 年底前实现量产，未来两年设备需求巨大。从下游需求来看，以智能手机为代表的移动终端，4K 视频，以及需要大量规模计算的应用（人工智能和智能汽车）也将推动设备需求的持续增长。

**国产化进程带来广阔市场空间，国内设备厂商将充分受益。**SEMI 预测，2018-2019 年中国设备支出将同比增长 65%/57%。其中，在建及拟建的晶圆厂中，外资投资金额占比为 58%和 56%，本土投资金额为 42%和 44%，外资厂商主要为英特尔（Intel）、SK 海力士、台积电、三星和格罗方德（GLOBALFOUNDRIES）等，而国内厂商如长江存储、福建晋华、华力、合肥长鑫等都将进行大举投资。2018Q1 中国半导体设备支出额为 26.4 亿美元，同比增长 38%，伴随着晶圆厂的持续开工，预计下半年增速将进一步提升。

《国家半导体产业发展推进纲要》指出，2020 年我国 IC 产值将达到 8710 亿元，晶圆代工实现 16/14nm 量产，封测技术达到国际大厂水平；《中国制造 2025》也提出，2025 年，我国 12 寸晶圆产能将达到 100 万片/月，并实现 14nm 制程导入量产。由于半导体行业的高壁垒性，我们认为国内厂商将充分受益于国家战略支持和设备市场广阔的市场空间。另外，考虑到中兴事件带来的刺激性影响，半导体产业国产化有望加速，国内厂商也将充分享受发展红利。

**投资建议：**（1）北方华创：公司是国产半导体设备龙头，除光刻机、离子注入设备外基本上覆盖半导体制造产业关键环节工艺的设备，部分半导体设备已经成功进入中芯国际的 28nm 的生产线，并实现初步投产；公司还于去年 8 月收购硅片清洗设备公司 Akzion，积极扩展了海外市场业务能力；（2）长川科技：公司是国内检测设备龙头，并注重研发投入，2017 年研发费用达 0.37 亿元，占营收比重为 20.5%，有助于充分提升技术优势。同时，公司积极拓展重点，客户已经与长电科技、华天科技、通富微电等先进封测企业形成良好合作关系，深度绑定国内封测龙头，将力助步入快速成长通道。

## 2.4. 锂电行业：特斯拉落户上海带动 50 万辆车增量，CATL 大规模招标开启

（1）特斯拉来华设备，搅动新能源车行业，龙头牵引作用不可小觑

7 月 10 日，特斯拉公司与上海临港委员会、临港集团共同签署了纯电动车项目投资协议，项目规划年产 50 万辆纯电动整车，特斯拉中国工厂落户上海临港。上海临港可能为整车组装及电池 pack 基地。目前，特斯拉尚未在上海拿地，工厂动工最早时间将在明年春节之后。

预计未来特斯拉-松下将继续通过合资工厂形式扩充产能。松下早于去年就开始布局国内产能，目前有大连、无锡两个基地，预计去年有 1-3GWH 的产能落地招标。松下尚未大规模招标，预计仍处在前期规划阶段。此次特斯拉规划年产 50 万辆纯电动整车，对应 30~40GWh 动力锂电产能，预计将带动 100~160 亿元的设备投资。

（2）韩系电池厂扩产：设备国产化只是时间问题和比例问题

7 月 17 日下午，韩国 LG 化学的电池项目与南京江宁滨江开发区正式签约，预计将总投资 20 亿美元，该项目主要生产动力电池、储能电池和小型电池，工厂规划建设电极、电芯生产线 23 条，其中动力电池 16 条、储能电池 3 条、小型电池 4 条。该项目计划于今年 10 月开工建设，2019 年 10 月开始实现量产，2023 年实现全面达产。项目达产后，预计年产动力电池 32GWh，年产值将达 350 亿元人民币，税收 20 亿元。目前 LG 化学的电池保持着年均 30% 以上的电池销售增长业绩，汽车动力电池和 ESS 储能电池均处于世界第一，动力电池产品主要供应现代汽车、沃尔沃、通用、克莱斯勒、雷诺等著名汽车制造产商。

我们预计，LG 的动力电池国产化加速，对设备、原材料等国产化也将有所推动，尤其是在 2021 年之后新能源车补贴取消，LG 将加速发力布局，由此将在 2020 年下半年实现更大电池产能的达产。由此推测，2020 年开始设备国产化将加速。

同理根据 2021 年补贴取消，韩国另外两大电池厂 SDI 和 SK 也有望在 2020 年开始加速国产布局。根据目前的中国新能源车产业布局，长江经济带、尤其是长三角地区、苏南地区有望成为重要产业链聚集地。

（3）CATL 海量招标：量和时点略超预期，设备景气度得到较大提振

据高工锂电新闻，7月12日，科恒股份在互动平台上表示，子公司浩能科技已接到CATL 9台高速双层涂布机设备采购中标的通知。这预示着本年度CATL大规模招标开启。

我们预测CATL本部和时代上汽2019年投产产能有望达到13GWh和16GWh，其中将包括宁德、溧阳两大基地和时代上汽项目，与广汽、华晨宝马等合资项目预计也将陆续开工。CATL上市总融资规模远低于130亿、且上市前公司明显缩减了资本开支，因此市场对其2018年扩产量低于预期、同时怀疑其2019年扩产是否能达到8GWh存疑；此次招标有望超过20GWh，2020年国内+海外扩产预计也将不低于20GWh，总量上超预期。我们判断，2019年宁德时代的产能将出现缺口，因此快速投产将有助于及早释放产能。

**投资建议：**1) 国产锂电设备龙头先导智能，公司进入CATL、松下/特斯拉、LG化学供应链的国产设备厂商，预计18-20年净利润10.0亿、12.6亿和15.2亿元。2) 后端物流自动化重点关注诺力股份(中鼎)，子公司无锡中鼎在后段物流自动化环节进入CATL、比亚迪、松下、LG供应链，技术水平得到龙头企业持续认可，预计18-20年净利润为2.26亿、3.10亿和3.93亿，EPS分别为1.18、1.62、2.05元。3) 正极材料设备供应商百利科技，受益于高镍三元正极的快速扩产，主要客户包括当升、巴莫、杉杉、盟固利、贝特瑞等产量较大或技术较强的正极材料厂商，预计18-20年净利润分别为2.5亿、4.81亿和6.23亿元。4) 其他受益标的包括赢合科技、今天国际、科恒股份、璞泰来、天奇股份等。

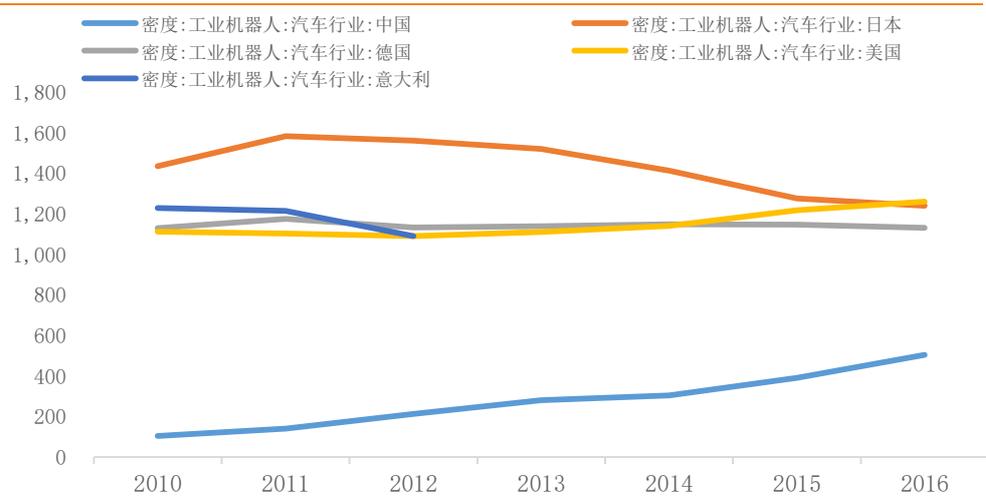
## 2.5. 智能装备：国内7月工业机器人6.3%增长，静待贸易战负面影响解除

### 2.5.1. 最新月度数据显示，工业机器人单月增速为6.3%，IFR对全球全年预期为15%

工业机器人7、8月数据持续走低，国家统计局公布的数据显示，单月增速分别为7.2%、6.3%。行业累计增速到8月份从6月的34%降至21%。根据最新的IFR预测，本年度全球全年工业机器人增速预期为15%左右，而中国是增长最快的地区之一，对于下半年的展望是有可能企稳回升。工业机器人行业增速连续两个月大幅放缓，主要原因包括：1) 国内宏观经济增速的放缓，工业机器人作为下游主要为汽车、电子、金属加工等领域的顺周期行业，景气度受到一定冲击；2) 贸易战导致下游行业未来需求的不确定性提升，下游行业capex速度普遍放缓。

中长期来看，中国的机器人密度远低于世界平均水平，潜力空间巨大。以汽车行业为例，根据IFR统计，2016年我国汽车行业工业机器人密度仅为505台/万工人，而日本、美国、德国、意大利等国家汽车行业机器人密度普遍高于1000台/万工人的水平，是我国的两倍。考虑到汽车行业是工业机器人最早推广、渗透的行业，其他行业的机器人普及程度甚至可能更低。

图 21： 2016 年中国工业机器人密度相较于发达国家还有巨大差距（单位：台/万人）



资料来源：wind、天风证券研究所

中国机器人产业联盟指出，当前机器换人在区域分布上最为集中的是珠三角和长三角。其中，珠三角以广州、佛山为代表，工业机器人应用量非常大；长三角以上海、江苏为代表，机器人制造的几大巨头在此均有布局。目前潜力比较大的地区有两个，其一是环渤海地区，辽宁、唐山等地的工业机器人发展迅速；另一个则是以重庆为代表的内陆地区。根据IFR的最新预

测，到 2020 年，全球工业机器人销量将达到 52.1 万台，其中中国销量将达 21 万台，同比增长 23.5%，仍将是全球工业机器人行业最为活跃的地区。

### 2.5.2. 2017 年国产机器人市占率首降，本年度行业洗牌或将加剧

据 CRIA 与 IFR 初步统计，2017 年中国工业机器人市场销量继续增长，全年累计销售 14.1 万台，同比增长 58.1%，增速创历史新高。其中，国产机器人销售 3.78 万台，同比增长 29.8%；外资机器人销售 10.3 万台，同比增速 71.9%。与上年相比，国产工业机器人销售增速基本稳定，外资品牌销售增速明显加快增速。外资机器人在市场总销量中的比重为 73.2%，比上年提高 5.9 个百分点。

从内外资结构看，2017 年在主要行业中，汽车行业外资品牌机器人仍主导市场，国产机器人占有率约为 10%左右，占比下降近 6.2 个百分点；电气电子设备和器材制造行业中，国产机器人市场占比 28.4%，比上年下降了 6.7 个百分点；在金属加工业中，国产机器人占市场总量的 51.8%，比上年下降了 4.44 个百分点。2017 年国产工业机器人应用行业继续扩大，已涉及国民经济 39 个行业大类和 110 个行业中类，释放出更多的市场需求。

**国内机器人市场竞争加剧，采取过度价格竞争、而缺乏产品竞争力的参与者最终可能出局。**从上市机器人公司 2017 年增速来看，埃斯顿、拓斯达、中大力德等去年增速纷纷超过行业增速，这说明行业内仍有大量企业增速低于行业平均增速。由于成长性好、且具备一定的盈利前景，工业机器人行业近年来吸引了大量国产参与者，而绝大部分企业缺乏核心技术储备、主要依赖价格竞争，在上下料及搬运等领域抢夺一定市场份额。但去年以来，海外产能在国内有效释放，对这部分国产机器人生存空间造成挤压。对于小厂商而言，通过不盈利甚至亏本的方式争夺市场份额的难度大大加大，后续可能迫于竞争压力、最终出局。

## 2.6. 轨交装备：城轨项目恢复审批，复兴号降价传闻未必最终属实

### 2.6.1. 发改委恢复城轨项目审批，时隔一年城轨交通市场重启正常运转

事件：财联社 8 月 12 日报道，近日发改委召开主任办公会，审议通过长春市三期城轨交通规划，共涉及 135.4 公里、总投资达到 787.32 亿元，资本金比例为 40%，其余资金由银行贷款解决，规划年限为 2018-2023 年。

1) 积极的财政政策在交通基建领域中开始从国铁向城轨推进，轨道交通景气向上趋势确立。7 月 24 日国常会要求积极的财政政策要更加积极，可以说是沉寂一年多以来轨交市场的一个转折点。我们当时提出轨交板块配置时点已出现，并强调重视政策持续性。历史上三次轨交景气向上区间分别为 2008-2010、2012-2013、2015-2016（以城轨交通为主），期间板块相对于沪深 300 有较大超额收益的区间平均为 7 个月时间，主要是因为政策的持续性。例如，2015-2016 年宏观经济较差，政策上强调软着陆，财政上推出债务置换、第一至第三批 PPP 示范项目、2015 年底成立 1800 亿城轨交通 PPP 融资支持资金等等。当前，轨道交通景气度上行趋势确立，行情还只是在早期位置。

2) 城轨板块利空基本出尽，在更高的申报要求之下，轻轨、有轨电车等有望更加受益。2017 年以来，由于 PPP 清库、81 号文传闻修改、包头地铁项目被叫停、52 号文出台等等负面信息影响，城轨板块持续阴跌。根据我们的统计，受 52 号文影响，目前已获地铁修建资格批复的 43 个城市中有 13 个受到影响，涉及里程超过 1000 公里，剔除这部分影响之后，2018-2020 年累计通车里程仍超过 4000 公里，相较于 2015-2017 年有较大增长（这三年分别为 295、650、876 公里）。但在更高的申报要求之下，之前考虑采用地铁制式的城市部分可能转向轻轨、有轨电车、磁浮等方式。

### 2.6.2. 复兴号降价传闻未必最终属实，对中国中车盈利能力影响有限

1) 降价传闻似曾相识，17 年年初的财新网原文：“上述人士告诉财新记者：“复兴号”最终采购协议还没有签署，但鉴于以往议价时中国中车完全处于被动地位，20%降幅成为事实的可能性很大”。而当年 8 月，财新网新闻又表示：“作为买方，中铁总不再坚持降价 20%的要求，改以正常降价幅度 5%结束谈判”。

以上的反复，一方面表明，降价传闻真实性值得商榷，这次新闻表述为 7%降幅成为事实可能

性很大，去年同样是 20%降幅可能性很大，但实际上并未落地；另一方面，即使中间的确存在这样的反复，中车的议价能力也没有此前新闻所设想的那么低。

2) 即使该降幅最后落地，我们认为对公司盈利能力影响不大。经我们测算，中车 2015-2017 年动车组价格复合下降 6%，从 1.46 亿降到 1.3 亿，但是毛利率从 20.21%提升到了 22.68%，铁路装备毛利率从 23.8%提升到了 24.41%，我们判断供应商降价是主要原因。中车作为全国动车领域唯一的制造商，向零部件厂商的议价能力不容忽视。

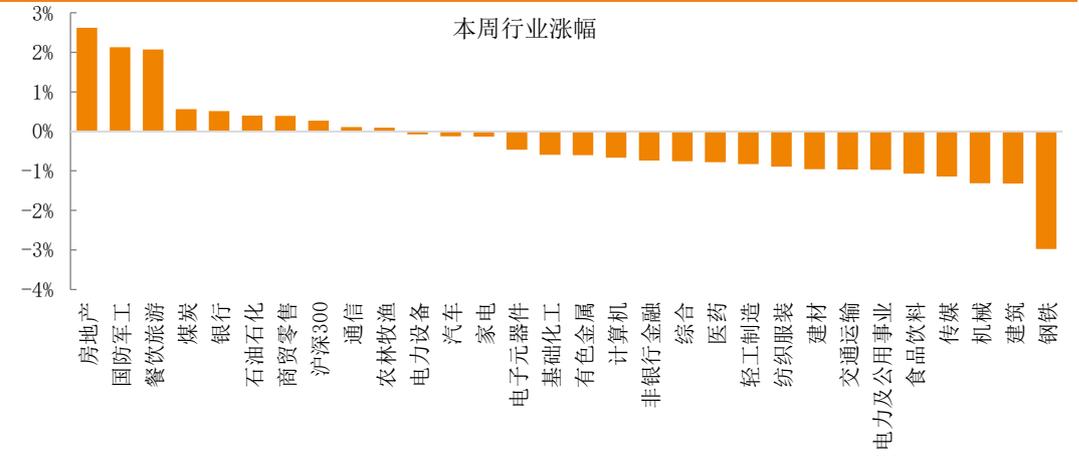
3) 重视中铁总零配件采购权的让渡。近期中铁总和中车签署协议，铁总不再为动车组维修中的零配件采购专设部门，转而移交给中国中车。这是一个双赢的选择，一方面大幅降低中铁总在动车组维修上的库存成本，另一方面也为中车创造了新的利润增长点，后续将在利润表上有所反映。中车在新兴业务板块中有部分业务是通用机电零配件，这部分采购对象是铁总、主要用于维修，该业务的体量在 150-200 亿左右每年，但主要是牵引系统、远程控制系统的。轮对、刹车片、车门、受电弓、连接器等零配件预计将贡献较大增量。

投资建议：继续首推中国中车（A/H），中车在产业链中的强势地位毋庸置疑，近年来展现出较强的成本转嫁能力；受益标的：新筑股份、华铁股份、神州高铁、永贵电器、众合科技等。

### 3. 本周市场及机械行业回顾

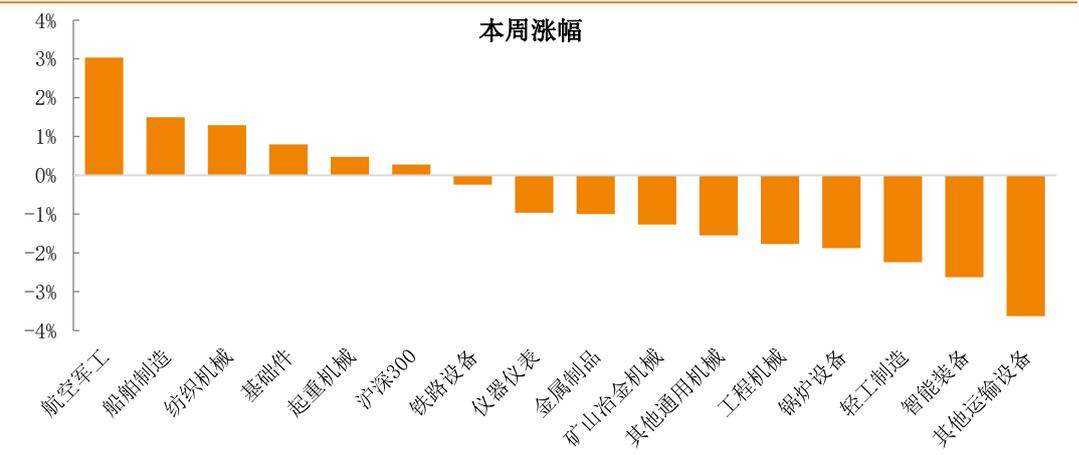
8月27日-8月31日(共5个交易日)沪深300指数上涨0.3%，机械行业指数下跌1.3%，国防军工行业指数上涨2.1%。机械子板块中，涨幅最大的是航空军工和船舶制造，涨幅分别为3.03%和1.5%。

图 22：8月27日-8月31日（共5个交易日）：机械行业指数下跌 1.3%



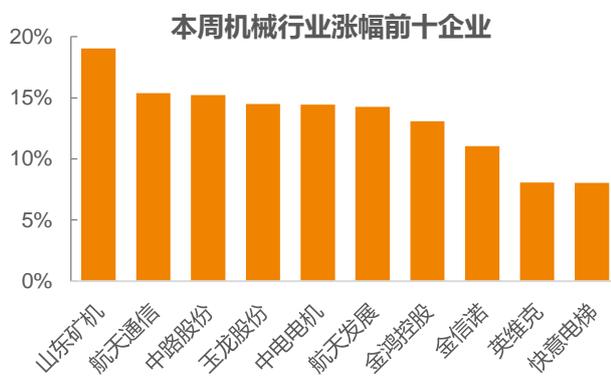
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：8月27日-8月31日（共5个交易日）机械行业细分子板块表现



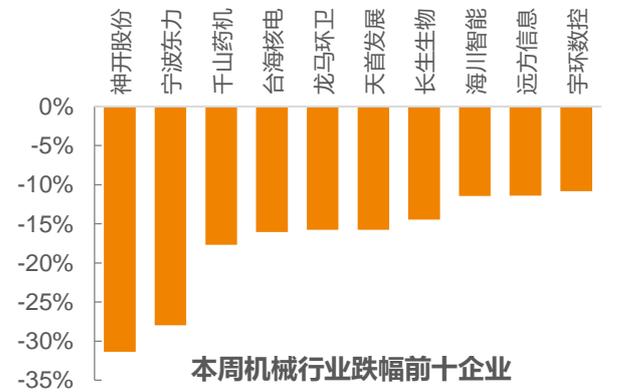
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：8月27日-8月31日（共5个交易日）机械涨幅前十企业



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：8月27日-8月31日（共5个交易日）机械跌幅前十企业



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com