

# 机械设备

证券研究报告  
2018年09月17日

## 为什么我们如此看好油服投资行情

**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、鼎盛机电、杰克股份、华测检测、新筑股份、长川科技、埃斯顿、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：**9月10日-9月15日（共5个交易日）沪深300指数下跌1.1%，机械行业指数下跌1.6%，国防军工行业指数下跌0.1%。机械子板块中，涨幅最大的是起重机械0.7%。

**本周专题：为什么看好油服行业投资机会？**

2016年9月以来，随着OPEC国家的多次限产逐步落实和全球经济的复苏，原油价格震荡上行。我们年初预判2018年油价大概率长期维持在60美元/桶以上，从目前的趋势看，年内突破80美元/桶并非没有可能。

油价震荡上行的主要动力包括：1) 美国成为最大原油生产国，高油价将有利于美联储快速修复资产负债表；2) 高油价对沙特、俄罗斯是利好，大幅扩产影响油价的概率不大；3) 需求并没有明显好转，地缘政治紧张推高油价；4) 石油库存持续去化，有力支撑油价，各国闲置产能有限，短期提升空间有限；5) 可能是新能源车普及前最后一次大行情。

油价回暖，油气公司盈利能力恢复后将增加资本开支，利好油服公司。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，2018年有望成为油服公司业绩全面向上的拐点。

**重点推荐杰瑞股份，关注中曼石油、安东油田服务。**

**投资机会概述：工程机械：8月挖机销量11,588台、增速33%！国产品占率进一步提升。**1-8月累计142,834台，YoY+56.2%，集中度进一步提升至CR4=60、CR8=82%，国产CR4=47%持续提升。1-8月大/中/小挖累计销量增速分别为64.4%/71.5%/42.1%，由此可见基建未来将成为开工量和二级市场投资信心的重要支撑。未来大/中挖的销量增速仍将高于小挖，源自于基建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，关注艾迪精密。**

**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**鼎盛机电、北方华创（电子团队覆盖），关注长川科技、至纯科技。

**新能源汽车及锂电设备：8月新能源乘用车同比增长6成，大厂扩产加速带动龙头装备订单高速增长。**乘联会数据，8月新能源乘用车销量8.2万辆，YoY+59.6%、环比+18.6%；1-8月累计销量50.5万辆，YoY+105.3%。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，赢合科技公告中标LG化学数码锂电订单，未来国产设备有望获得其动力电池订单。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：上游资源品/油价下跌，重点公司业绩不达预期，基建投资大幅下滑，重大政策变化，美国对华增加关税名单中涉及领域过宽影响国内投资情绪等。**

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  
zhuye@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《机械设备-行业研究周报:再论中报，从现金流角度看机械行业各板块的未来投资前景》 2018-09-09
- 《机械设备-行业研究周报: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》 2018-09-03
- 《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



## 内容目录

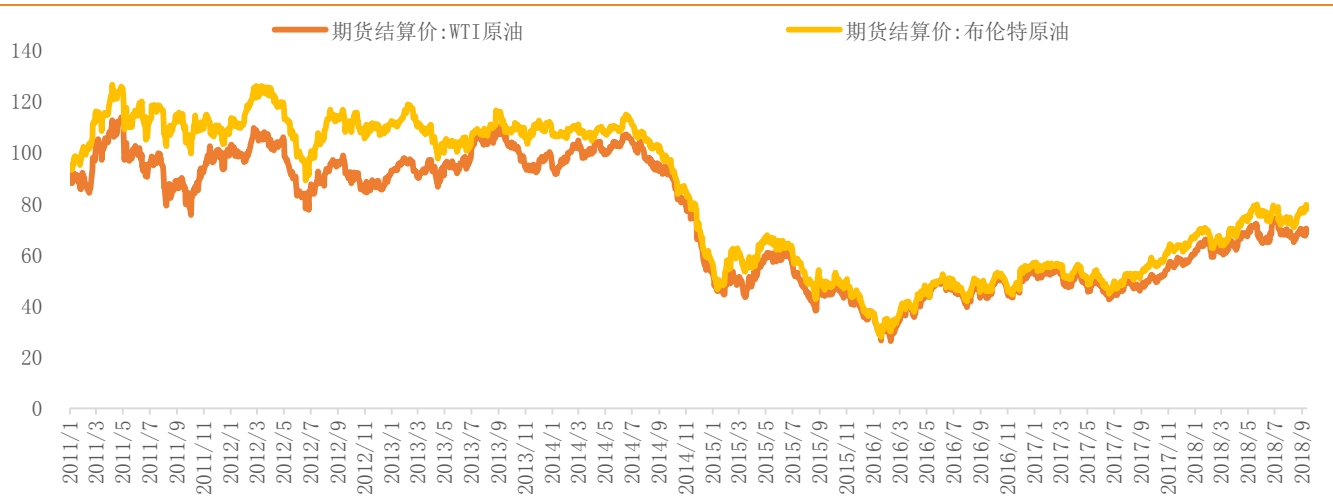
<b>1. 专题研究：为什么我们看好油服板块投资行情</b> .....	<b>3</b>
1.1. 油价震荡上行，反映供需变化，更体现地缘政治.....	3
1.2. 油气公司的经营情况好转，18~20年资本开支增长值得期待.....	5
1.3. 油服公司业绩触底反弹.....	6
1.4. 重点油服公司.....	8
<b>2. 本周子行业重要观点更新</b> .....	<b>10</b>
2.1. 工程机械：8月挖机增速37%，高空作业平台中国租赁商登上全球舞台.....	10
2.1. 半导体设备：从SEMI最新半导体预测看行业投资机遇.....	13
2.2. 锂电行业：特斯拉落户上海带动50万辆车增量，CATL大规模招标开启.....	13
2.3. 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
2.3.1. 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
2.3.2. 2017年国产机器人市占率首降，本年度行业洗牌或将加剧.....	15
2.4. 轨交装备：城轨项目恢复审批，复兴号降价传闻不足为惧.....	15
2.4.1. 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
2.4.2. 复兴号降价传闻不足为惧，对中国中车盈利能力影响有限.....	16
<b>3. 本周市场及机械行业回顾</b> .....	<b>17</b>

## 1. 专题研究：为什么我们看好油服板块投资行情

### 1.1. 油价震荡上行，反映供需变化，更体现地缘政治

2016 年 9 月以来，随着 OPEC 国家的多次限产逐步落实和全球经济的复苏，原油价格不管震荡上行。我们年初预判，2018 年油价大概率长期维持在 60 美元/桶以上，从目前的趋势看，年内突破 80 美元/桶并非没有可能。

图 1：原油期货连续结算价

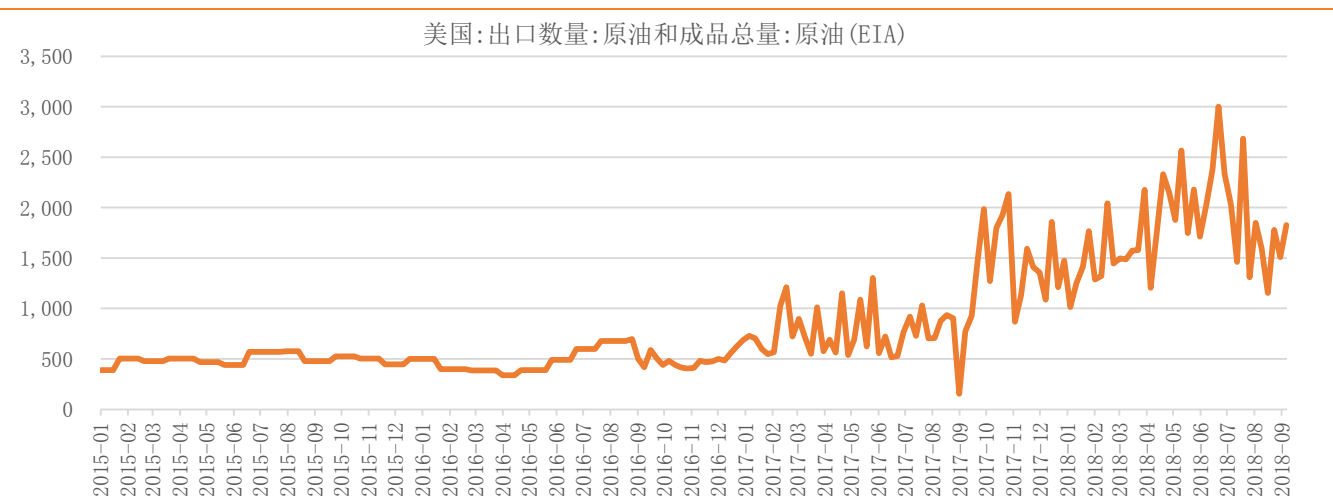


资料来源：wind，天风证券研究所

油价震荡上行的主要动力包括：

(1) 美国成为最大原油生产国，内部利益诉求明显。北美时间 9 月 12 日周三，美国能源信息署表示，继今年 2 月超过沙特后，初步估计美国石油产量可能在 8 月已经超过俄罗斯成为世界最大的石油生产国。美国从原油进口国变为原油出口国，油价上涨符合其利益，尤其是 2017 年底以来美国原油出口量明显增长，高油价将有利于美联储快速修复资产负债表。

图 2：美国原油和成品出口量 (桶/天)

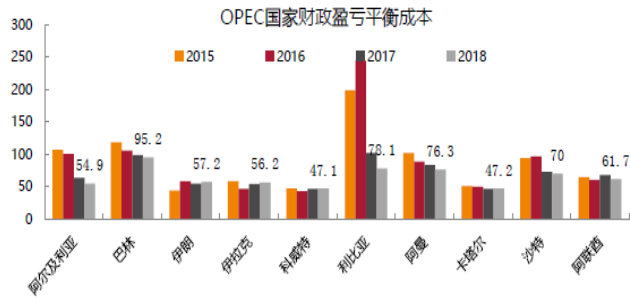


资料来源：wind，天风证券研究所

(2) 高油价对沙特、俄罗斯是利好，大幅扩产影响油价的概率不大，且也需要时间。沙特阿美筹划上市，高油价能提高其发行市值。沙特阿美目前要支付给沙特政府的收入税率高达 85%，其绝大部分收入都最终归沙特政府所有。根据 Capital Economics 的数据，沙特政府当前账户赤字在国内生产总值中所占比例近 20%，国际货币基金组织 (IMF) 预测，若想达到预算平衡，

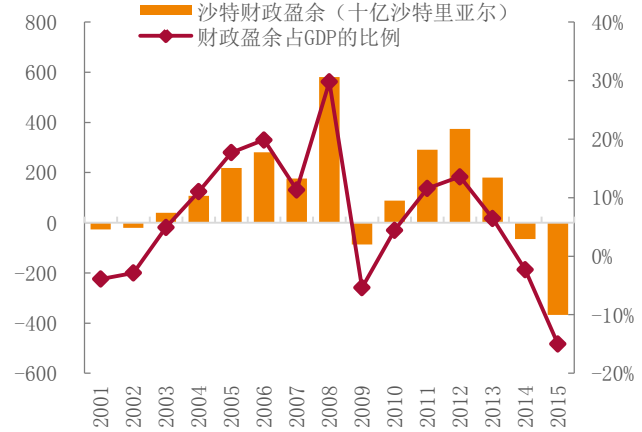
则需油价位于 106 美元/桶的高位。

图 3：OPEC 国家财政盈亏平衡成本（美元）



资料来源：沙特财政部，世界银行，天风证券研究所

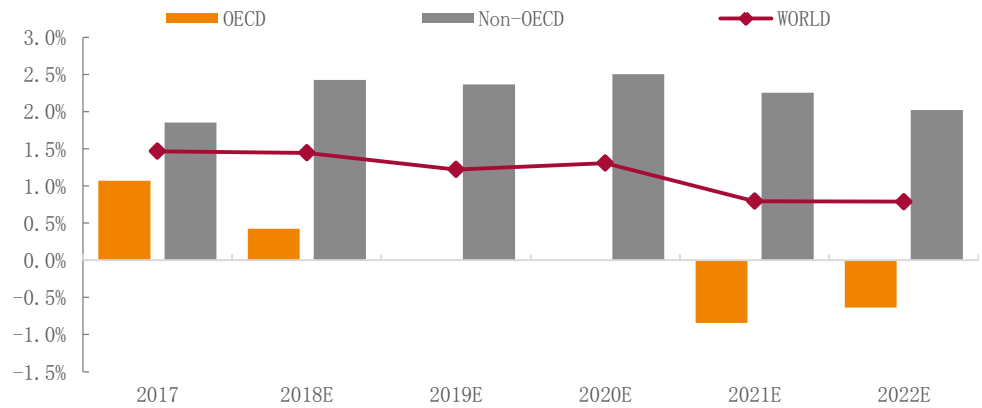
图 4：沙特财政盈余及其占 GDP 的比例



资料来源：Wind，沙特统计局，沙特经济计划部，天风证券研究所

(3) 需求并没有明显好转，地缘政治紧张推高油价。尤其 9 月 8 日美国再次轰炸叙利亚代尔祖尔(塔斯社援引俄罗斯国防部消息)，6 月底以来美国要求中国、印度停止从伊朗进口石油。

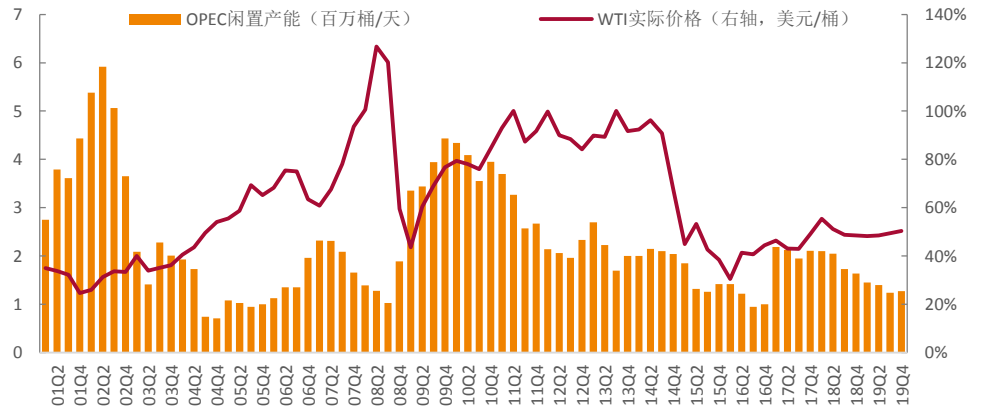
图 5：EIA 预测主要经济体的原油需求增速



资料来源：wind，EIA，天风证券研究所

(4) 石油库存持续去化，有力支撑油价，各国闲置产能有限，短期提升空间有限。

图 6：OPEC 闲置产能处于历史低位



资料来源：wind，EIA，天风证券研究所

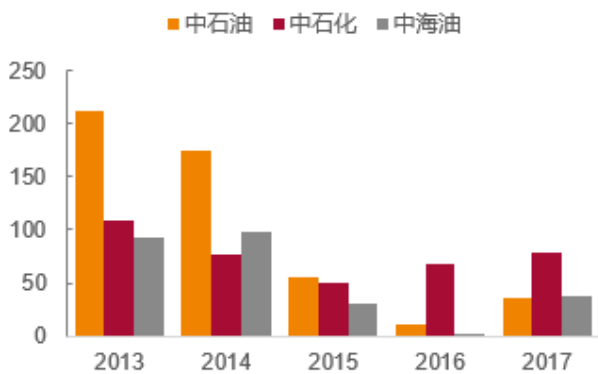
(5) 可能是新能源车普及前最后一次大行情。中国 2020 年新能源乘用车销售目标为 200 万台、按目前增速计算大概 8~10% 占比。按照中国当前石油消耗量中汽车占比约 1/3 测算，假设 2025 年全球新能源车占比达到 10%，届时乘用车的原油消耗或将呈现长期下降趋势。因此多方势力或将在此前推高油价。

## 1.2. 油气公司的经营情况好转，18~20 年资本开支增长值得期待

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。从 2014 年油价暴跌以来，石油公司利润大幅缩减，2017 年增速首次由负转正。

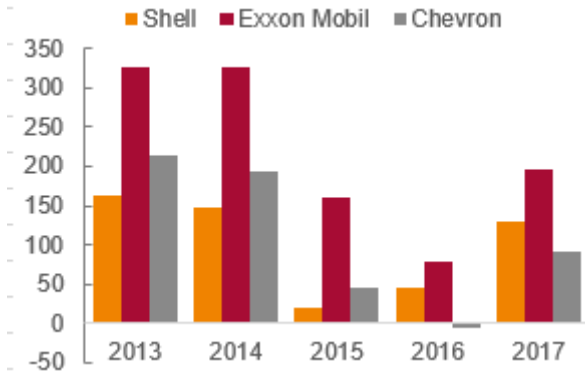
另一方面，得益于石油价格回暖，2017 年油公司资产周转率见底回升，意味这资产管理质量和利用效率的大幅改善。

图 7：国内三桶油利润变化（亿元）



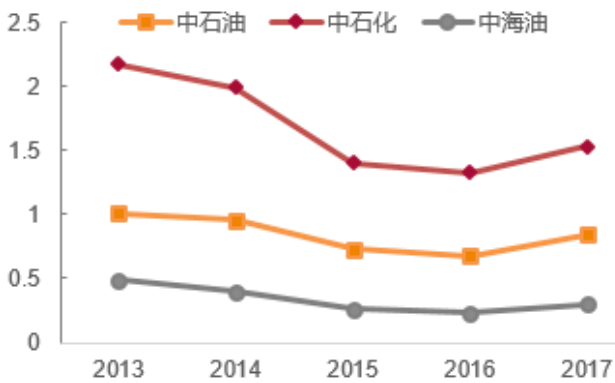
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：国际三大油公司利润变化（亿美元）



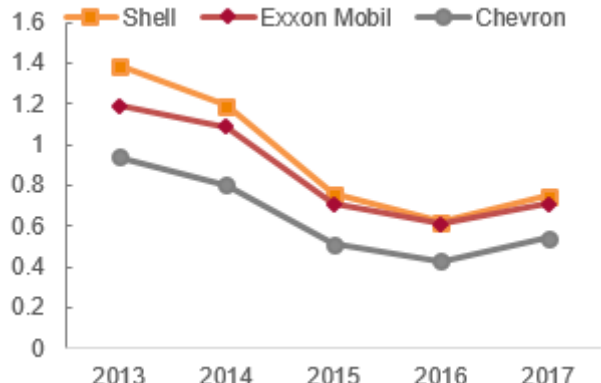
资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：三桶油资产周转率变化



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：国际三大油公司资产周转率变化

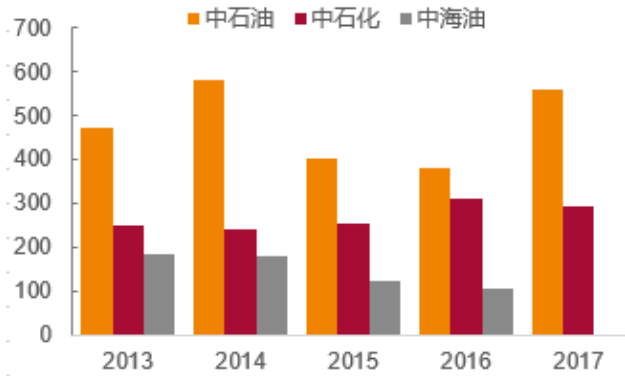


资料来源：wind，天风证券研究所

从经营活动现金流角度，国内中石油、中海油受油价下跌影响较明显，中石化受影响较弱。反观国际三大油公司，2017 年经营性现金流是 2014 年以来首次增长。

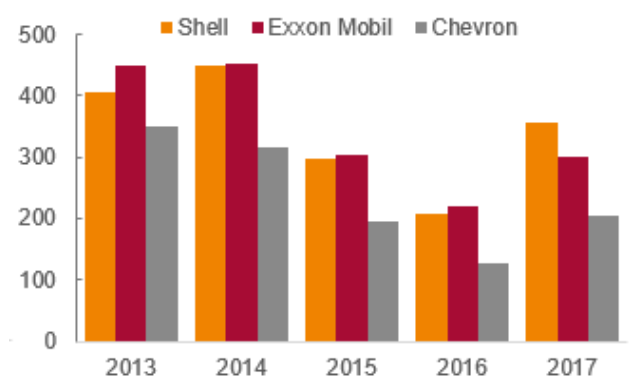
油公司资本支出与油价有着较强的相关性，油价越高，增加资本开支开采更多原油对油公司越有利。2004 年到 2013 年的 10 年时间，以国际三大油公司为代表的石油公司资本开支在持续增加，除了受 2008 年金融危机 Shell 资本开支小幅下滑之外，整体趋势保持了平稳的增长。2014 年以来，油价的深度回调导致油公司不得不缩减支出，度过寒冬。即使在 2016 年油价反弹之后，资本开支仍在持续缩减。随着油价 2018 年以来的进一步上涨，油公司对于未来行业信心开始逐步恢复，叠加经营和财务状况的改善，2018 年油公司资本支出增长值得期待。

图 11: 三桶油经营性现金流变化 (亿元)



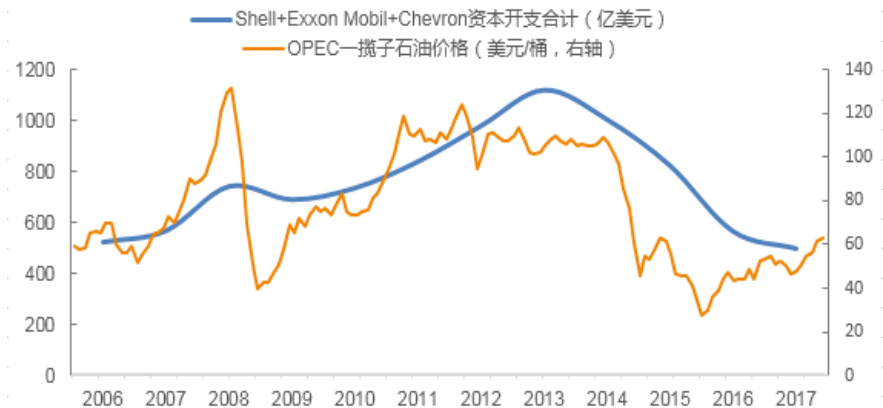
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12: 国际三大油公司经营性现金流变化 (亿美元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 13: 国际三大油公司资本支出与油价变动关系



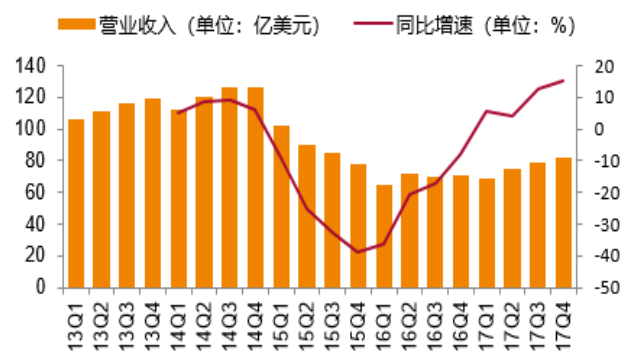
资料来源: wind, 天风证券研究所

### 1.3. 油服公司业绩触底反弹

从油服公司的业绩也可以观察到油服行业的回暖。拿全球最大的两家油服公司斯伦贝谢和哈里伯顿为例, 2017 年开始, 营业收入都实现了同比增长 (2014 年之后首次)、净利润止住下滑趋势。斯伦贝谢在年报中提到, 2017 年北美之外的市场复苏较快, 对于收入增速的贡献超过 20%, 主要区域包括中东、非洲、俄罗斯等。

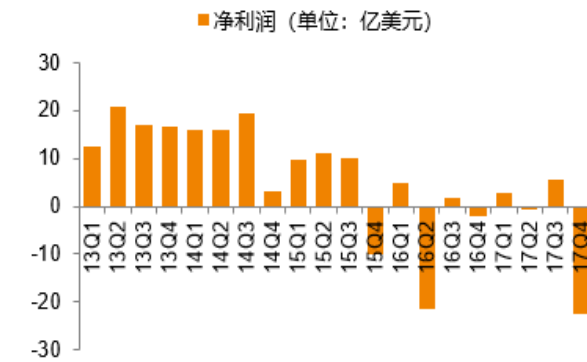
由于油服产业链的周期属性, 我们观察到美股和港股的油服公司股价与油价展现出了较高的相关性。其中美股的相关性最强, 因而油服公司股价反应了市场对于未来预期的变化, 最典型的时间点是 2015 年初油价从 60 美元/桶小幅反弹, 同时美股与港股的股价也有所反弹, 目前油价重新回到 60 美元/桶, 油服公司股价有望复制之前的走势。

图 14: 斯伦贝谢营业收入变化



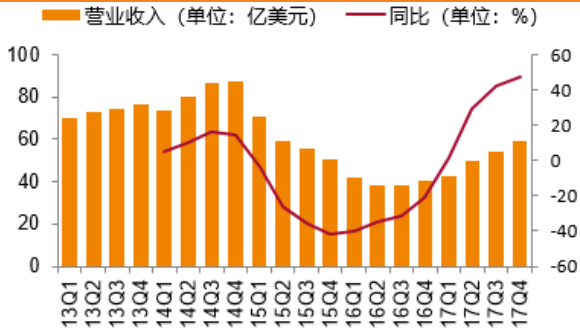
资料来源: Bloomberg, Wind, 天风证券研究所

图 15: 斯伦贝谢净利润变化



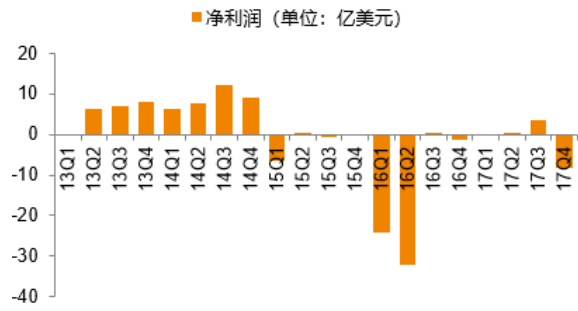
资料来源: Bloomberg, Wind, 天风证券研究所

图 16: 哈里伯顿营业收入变化



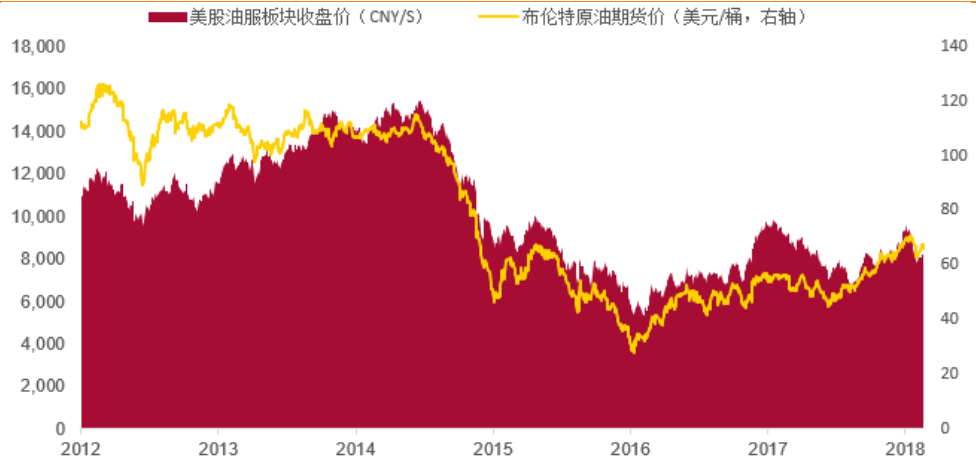
资料来源: Bloomberg, Wind, 天风证券研究所

图 17: 哈里伯顿净利润变化



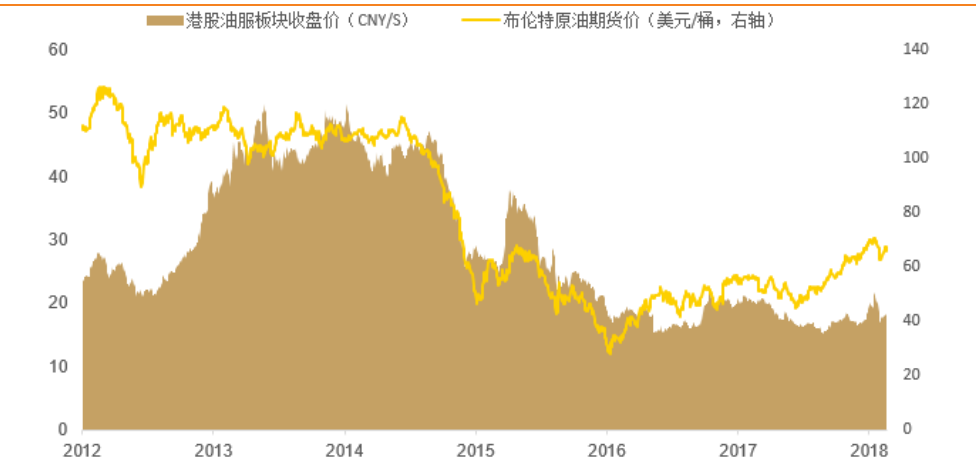
资料来源: Bloomberg, Wind, 天风证券研究所

图 18: 油价与美股油服公司股价关系



资料来源: IPE, NYMEX, Bloomberg, 天风证券研究所

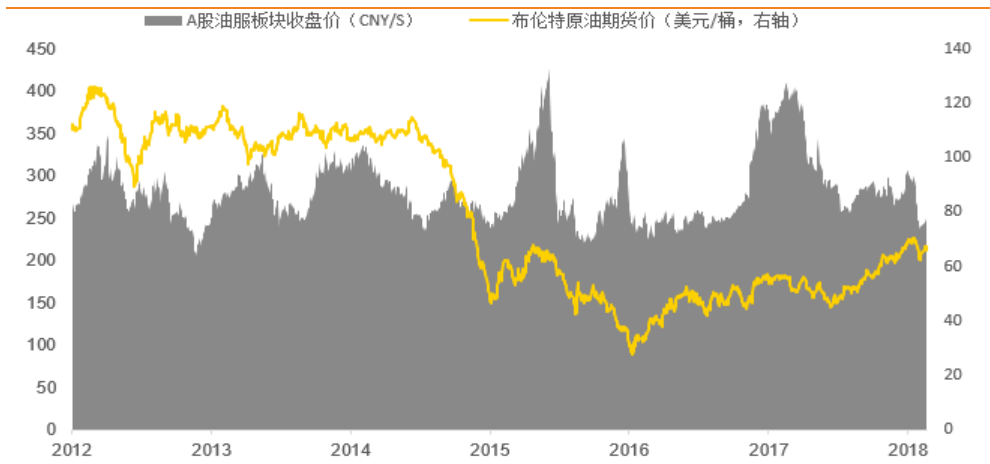
图 19: 油价与港股油服公司股价关系



资料来源: IPE, NYMEX, Bloomberg, 天风证券研究所

反观 A 股, 油服公司股价走势与油价走势相关性较弱。主要原因在于 A 股的定价机制, 在行业低估的时候没有充分消化估值, 反弹的时候没有业绩支撑因而弹性较弱。在 2014 年油价开始大幅下跌之后, 股价反而创出新高。在 2017 年油价反弹之后, 股价也表现出大幅上涨。而从 2017 年开始至今股价并没有随着油价上涨。

图 20：油价与 A 股油服公司股价关系



资料来源：wind，天风证券研究所

随着上游订单的改善，油服公司业绩逐渐释放，2018~2019 “能看估值”的阶段，叠加预期的回升，龙头企业有望率先走出一波行情。

### 1.4. 重点油服公司

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较少。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的企业、其 EPC 工程建设能力不断提升。

表 1：A 股油气产业链主要上市公司业务情况

公司名称	物探	钻完井	侧录井	油气开采	油田建设
惠博普				分离计量设备、技术服务	EPC 工程
仁智油服		钻井液、特种设备等		环保、防腐等	
海默科技		钻井服务	多相流量计销售及	服务	
恒泰艾普	地震采集、处理等			采油、开发技术等	
潜能恒信	地震等数据梳理、解释				
海油工程					海洋工程总包商
中海油服	地震等综合物探服务	综合服务、射孔枪等	测井设备等		工作船、运输业务
杰瑞股份		固井、完井设备等		连续油管、压裂设备等	油气一体化工程
山东墨龙		油管、管套		抽油机等三抽设备	
道森股份				井口装置及井控设备	
石化机械		钻头设备等		油气管道	
神开股份		钻采设备	测井仪器	工程技术服务	
中曼石油		钻机及配件、钻井工程服务			
常宝股份				油管、套管等	
贝肯能源				钻井工程，定向井技术服务	
博迈科				天然气液化模块，海洋石油开发模块	
如通股份				提升设备、卡持设备、旋扣设备	
石化油服	物探服务	钻井服务	测录井服务	井下特种作业服务、工程建设服务	

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

面对目前低油价给行业带来的重重挑战，国际石油公司及油气设备制造商将会进一步加强成

本控制,确保资本支出计划能有效落实,我国油气设备专用件制造行业的产品价格优势突显,有望进一步打开海外市场。近十年来,我国油服公司积极践行“走出去”的思想,依靠性价比优势,从零开始迅速占领海外市场。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。

根据我们的统计,除去少数由于历史原因业绩严重依赖中石油、中石化的油服公司外,绝大多数油服企业的海外营收占比稳中有升。中曼石油、杰瑞股份、惠博普等业务拓展能力突出的民企依靠海外巨额订单渡过近两年的难关,中海油服等具有国资背景的油服企业也频频加力国际市场,依靠自身的技术专长在非标油气、海洋油气领域大展身手。我们认为,能够在石油行业低谷期证明自身实力的中国油服企业,有望在行业复苏期进一步强化自身高性价比、高系统集成度的优势,博取更大的市场份额。

表 2: A 股油气产业链主要上市公司海外业务占比变化

公司名称	2013	2014	2015	2016	2017
惠博普	23%	48%	44%	53%	42%
仁智油服	0	0	0	0	0
海默科技	72%	78%	54%	55%	49%
恒泰艾普	19%	20%	39%	29%	8%
潜能恒信	9%	36%	8%	83%	69%
海油工程	7%	5%	35%	59%	53%
中海油服	32%	30%	33%	32%	25%
杰瑞股份	19%	42%	29%	45%	43%
山东墨龙	32%	46%	51%	23%	11%
道森股份	68%	71%	64%	75%	78%
石化机械	22%	23%	19%	12%	15%
神开股份	31%	27%	39%	30%	28%
中曼石油	62%	77%	83%	93%	89%
常宝股份	30%	30%	33%	28%	28%
贝肯能源	0.58%	0.23%	0.11%	0.28%	
博迈科	83%	96%	100%	100%	96%
如通股份	25%	30%	26%	26%	27%
石化油服	3%	18%	23%	30%	27%

资料来源: Wind, 各公司公告, 天风证券研究所

盈利能力方面,杰瑞股份、中曼石油、安东油田服务(港股)和惠博普表现较为突出,其中中曼石油毛利率均在 40%左右,安东油田服务毛利率在 37%左右,杰瑞股份毛利率在 27%左右,均高于行业平均水平。2017 年,安东油田服务率先释放业绩弹性,实现归母净利润的正增长。2018 年一季度,杰瑞股份继续高速增长。而安东油田服务为港股,未披露一季报,但 2017 年在手订单超过 40 亿,结合工程进展进度来看,预计 2018 年一季度延续增长态势。

重点推荐:杰瑞股份和中曼石油。

## 2. 本周子行业重要观点更新

### 2.1. 工程机械：8月挖机增速37%，高空作业平台中国租赁商登上全球舞台

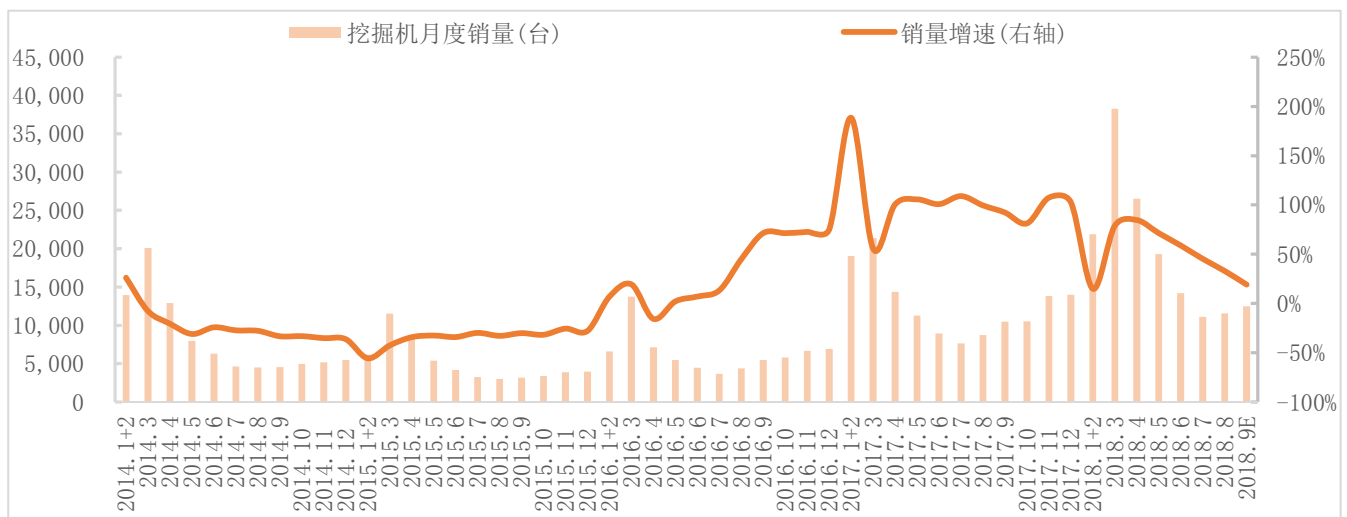
根据中国工程机械工业协会统计的挖掘机销量数据：8月11,588台，YoY+32.9%；1-8月142,834台，YoY+56.2%。

- 1) 分市场销售情况：8月国内10,087台、YoY+26.8%，出口（含港澳）1,501台，YoY+97%；1-8月国内累计130,579台，YoY+52.3%，出口（含港澳）12,255台，YoY+116%。
- 2) 分机型销售数据：8月大/中/小挖销量分别为1,765台/2,787台/5,535台，同比增速分别为26.2%/28.5%/26.3%；1-8月大/中/小挖累计销量分别为19,808台/35,086台/75,685台，同比增速分别为64.4%/71.5%/42.1%。

根据小松官网数据，8月中国区挖机开机时间为133.4小时，同比-0.3%。考虑到小松市占率由2017年6.7%下降至2018年1-8月的5.2%，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，9月开机时间有望出现一定回升。

8月挖机销量符合预期，预计9月份销量将达到1.25万台、YoY+19%，Q3销量增速将不低于31%。预计2018年和2019年销量分别达到19万台和20万台。

图 21：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
9月销量 (E)			>12,500										
9月销量增速 (E)			>19.1%										
8月销量			11,588	2,815	1,394	810	728	683	385	528	508	1,661	373
8月市占率	60.06%	82.06%		25.31%	12.53%	7.28%	6.54%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	14.93%	3.35%
1-8月销量			142,834	32,098	16,365	9,682	8,979	11,466	5,322	7,440	6,627	32,098	4,708
1-8月市占率	55.48%	78.39%		22.47%	11.46%	6.78%	6.29%	8.03%	3.73%	5.21%	4.64%	13.52%	3.30%
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

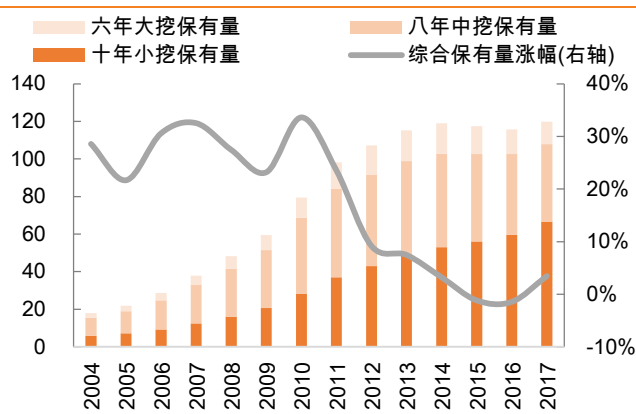
根据国内挖掘机前八个月的销售数据（含进出口），国产、日系、欧美和韩系品牌的市场占有

率分别为 55.2%、15.6%、17.6%和 11.8%，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=60.1%、CR8=82.1%，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。

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、尤其中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。

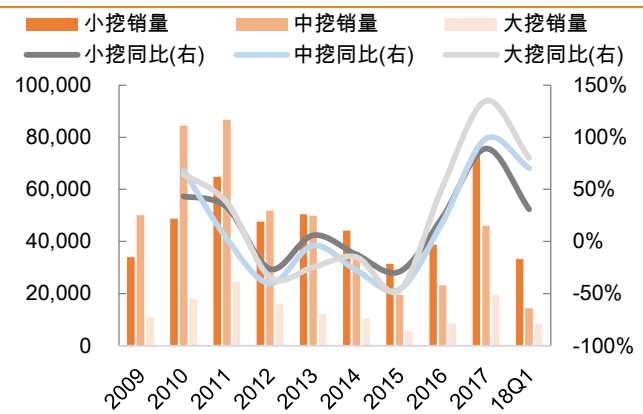
环保因素带动大挖销量高增长，关注结构性变化带来的盈利提升：国内销量方面，7 月大/中/小挖当期同比增速 42.6%/40.8%/26.5%；1-7 月累计同比增速 69.4%/76.5%/43.6%。中挖/大挖销量增速持续高于小挖，我们判断原因有两点：1) 大挖主要用于矿山开采，施工环境较为恶劣，因而更新周期大大缩短；2) 6 月 27 日国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，环保政策日趋严格，由此带来部分强制性更新需求。销量的结构性变化将带动挖掘机毛利率上行，主机厂盈利能力有望进一步提升。

图 22：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 23：2009 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

全球高空作业平台租赁商 50 强榜单发布，中国租赁商上海宏信以 7,500 台左右保有量保持国内第一位置，同时位列全球第 25 名。未来中国租赁商上榜的将越来越多，资本渗透+行业渗透双提升，国内行业需求将保持持续高增长。

表 4：KHL 公布的全球高空作业平台租赁商 50 强（单位：台）

排名	公司	2018 保有量	2017 保有量	保有量 增长	2018 新增量	2017 新增量	新增量 增长	总部	运行区域
1	United Rentals (includes NES Rentals/NEFF Corp)	129,677	122,708	5.70%	25,695	22,481	14.30%	美国	美国,加拿大,
2	Sunbelt	96,500	76,500	26.10%	17,250	14,400	19.80%	美国	美国
3	Loxam Group (includes lavendon/Hune/Nacanco)	48,250	44,232	9.10%	6,500	4,100	58.50%	法国,英国	欧洲,中东,摩洛哥,巴西,哥伦比亚
4	HERC (Hertz Equipment Rental Co)	25,979	25,222	3%	5,358	5,203	3%	美国	美国,加拿大,中国,沙特阿拉伯,英国
5	Ahern Rentals	24,489	22,071	11%	4,587	5,710	-19.70%	美国	美国
6	Nikken Corp	24,184	22,397	8%	2	0	-	日本	日本,美国,东南亚
7	Mateco (rental business unit of TVH Group)	22,438	20,667	8.60%	989	865	14.30%	比利时	欧洲,马来西亚,墨西哥
8	Nishio Rent All (includes Skyreach Group)	21,478	20,491	4.80%	140	133	5.30%	日本	日本,新加坡,东南亚,澳大利亚
9	H&E Equipment Services	20,286	19,320	5%	2,735	2,607	4.90%	美国	美国

10	Sunstate Equipment Co ULC	20,100	18,200	10.40%	4,100	3,700	10.80%	美国	美国
11	Aktio Corp	18,381	18,001	2%	0	0	-	日本	日本,台湾,孟加拉国,东南亚
12	Blue Line Rental	18,012	15,870	13.50%	4,392	3,360	30.70%	美国	美国,加拿大
13	Systemlift	15,678	12,363	26.80%	1,430	1,130	26.50%	德国	德国,荷兰,奥地利,意大利,瑞士,土耳其
14	Riwal	15,646	13,934	12.30%	854	837	2%	荷兰	欧洲,中东,印度,哈萨克斯坦
15	Cramo	14,278	14,278	0%	488	488	0%	芬兰	欧洲,
16	Kiloutou	13,800	11,200	24.10%	3,400	2,700	25.90%	法国	法国,德国,西班牙,意大利
17	AJ Networks	13,550	13,150	3%	150	0		韩国	法国,朝鲜,日本,越南,韩国,沙特阿拉伯
18	Rami rental	11,563	11,200	3.20%	515	500	3%	瑞典	斯洛伐克,英国,俄罗斯
19	Boels Rental	11,283	9,294	21.50%	556	600	-7.30%	荷兰	欧洲
20	Kanamoto	10,477	10,272	2%	30	30	0%	日本	日本
21	Partnerlift	10,004	9,363	6.80%	824	1,004	-8%	德国	欧洲
22	HSS Hire Group	8,300	9,040	2.90%	50	49	2%	英国	英国,爱尔兰
23	Korea rental	9,000	NA	-	8	NA	-	韩国	韩国,越南,中国,印度,沙特阿拉伯
24	Coates Hire	8,170	10,970	-25.50%	835	605	38%	澳大利亚	澳大利亚,印度尼西亚
25	<b>上海宏信设备</b>	<b>7,474</b>	<b>5,027</b>	<b>48.70%</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-</b>	<b>中国</b>	<b>中国</b>
26	AFI-Uplift	7,363	7,132	3.20%	75	87	-13.80%	英国	英国,中东
27	Pekkaniska	6,500	6,000	8.30%	0	0	-	芬兰	芬兰,俄罗斯,英国
28	Mils Estruturas e Srvicos de Engenharia	5,723	6,834	-16.30%	71	292	-75.70%	巴西	巴西
29	Coll é Rental & Sales	5,185	3,926	32.10%	880	852	4.50%	荷兰	欧洲
30	Modern (International) Access ft Scaffolding	4,700	4,220	11.40%	3	10	-70%	香港	香港,澳门,新加坡
31	Salti	4,438	4,149	7%	1,182	1,079	9.50%	法国	法国
32	Acces Industrie	4,400	4,400	0%	1,100	1,100	0%	法国	法国,摩洛哥
33	A-Plant	4,400	3,500	25.70%	2,000	1,700	17.60%	英国	英国
34	Gerken	4,200	4,200	0%	441	441	0%	德国	欧洲
35	Kranpunkten	3,167	2,961	7%	70	55	27.30%	瑞典	瑞典
36	Aver Asia	3,058	2,816	-	50	36	38.80%	新加坡	新加坡,马来西亚,印度尼西亚,缅甸,中国,柬埔寨
37	Galmon	3,000	3,000	0%	0	0	-	新加坡	新加坡
38	Gruppo VenpaS (GV3) (Including Venpa)	2,807	3,400	-14.50%	370	500	-26.00%	意大利	意大利,欧洲
39	Height for Hire	2,683	2,615	3%	0	0	-	爱尔兰	英国,爱尔兰,斯洛伐克,匈牙利
40	Solaris Brazil	2,680	3,500	-23.40%	102	140	-27.10%	巴西	巴西
41	Prangl Gesellschaft	2,600	2,350	10.60%	556	303	83.50%	奥地利	奥地利,欧洲
42	High Reach	2,448	1,525	60.50%	465	426	9.20%	美国	美国
43	Brand Energy ft Infrastructure Services ^	2,400	2,400	0%	0	0	-	美国	法国,荷兰,英国
44	Zeppelin Rental	2,282	NA	-	450	NA	-	德国	德国,奥地利,捷克,斯洛伐克
45	Maqukiza	2,124	2,108	0.80%	237	208	13.90%	西班牙	西班牙,哥伦比亚
46	AI Erection (AI-Aerials)	2,100	2,100	0%	385	350	10%	美国	美国,加拿大
47	Location ifoutls Simplex	1,944	1,870	4%	118	114	4.40%	加拿大	加拿大
48	Alfasi Hire	1,900	1,800	5.60%	70	60	16.70%	澳大利亚	澳大利亚
49	GMcardo Investment	1,800	1,800	0%	2	2	0%	香港	香港,澳门
50	Tayeou Kao Kong	1,800	1,500	20%	0	0	-	台湾,大陆	台湾

资料来源: KHL, 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兴产业快速增长，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。

## 2.1. 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，将助力步入快速成长通道。

## 2.2. 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 动力锂电池产能，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。

赢合科技 9 月 13 日公告中标 LG 化学南京工厂数码电池生产线 19 台卷绕机订单，具体金额未公布，按照行业内厂家公告信息卷绕机金额约 250~400 万元/台，预计总订单金额约 5,000 万元~7,500 万元。

由此我们判断，LG 的动力电池设备、原材料国产化也将加速，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、苏南地区将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 年宁德时代产能将出现缺口，因此快速投产将有助于及早释放产能。

大族激光分别于 8 月 20 日和 27 日公告中标宁德时代订单，金额分别为 3.53 亿元和 1.93 亿元；先导智能于 9 月 13 日公告中标宁德时代订单 9.15 亿元（其中先导本部 5.65 亿元、子公司泰坦新动力 3.49 亿元）。由此预示着宁德时代体系的超强扩产开始逐步落地。

**投资建议：**1) 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 亿的 6.23 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。3) 国产整线设备龙头赢合科技，预计 18-20 年净利润为 3.22 亿、4.47 亿和 5.79 亿。4) 国产卷绕机龙头先导智能，公司已进入 CATL、松下、LG 化学供应链，预计 18-20 年净利润 8 亿、12.5 亿和 15.2 亿元。5) 其他受益标的包括今天国际、科恒股份、璞泰来、天奇股份等。

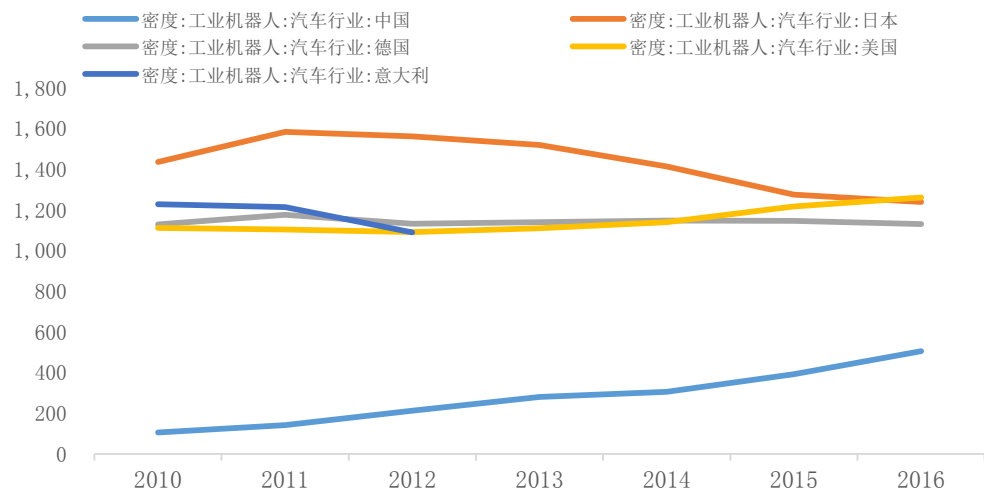
## 2.3. 智能装备：国内 7 月工业机器人 6.3%增长，静待贸易战负面影响解除

### 2.3.1. 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 4： 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,同比增速 23.5%,仍将是全球工业机器人行业最为活跃的地区。

### 2.3.2. 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。

## 2.4. 轨交装备：城轨项目恢复审批，复兴号降价传闻不足为惧

### 2.4.1. 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。

#### 2.4.2. 复兴号降价传闻不足为惧，对中国中车盈利能力影响有限

1) 降价传闻似曾相识，去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”。而去年 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%。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。

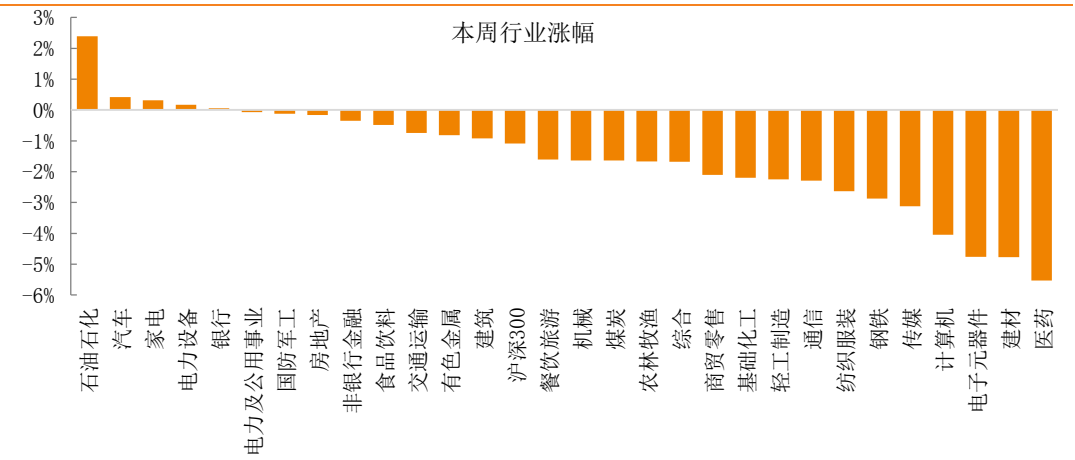
3) 重视中铁总零配件采购权的让渡。近期中铁总和中车签署协议，铁总不再为动车组维修中的零配件采购专设部门，转而移交给中国中车。这是一个双赢的选择，一方面大幅降低中铁总在动车组维修上的库存成本，另一方面也为中车创造了新的利润增长点，后续将在利润表上有所反映。中车在新兴业务板块中有部分业务是通用机电零配件，这部分采购对象是铁总、主要用于维修，该业务的体量在 150-200 亿左右每年，但主要是牵引系统、远程控制系统的。轮对、刹车片、车门、受电弓、连接器等零配件预计将贡献较大增量。

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

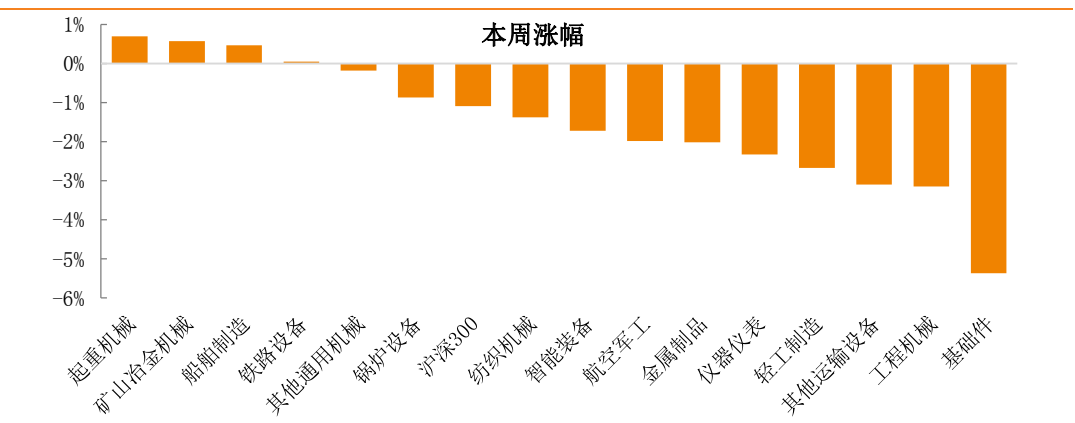
9月10日-9月15日(共5个交易日)沪深300指数下跌1.1%，机械行业指数下跌1.6%，国防军工行业指数下跌0.1%。机械子板块中，涨幅最大的是起重机械0.7%。

图7：9月10日-9月15日(共5个交易日)：机械行业指数下跌1.6%



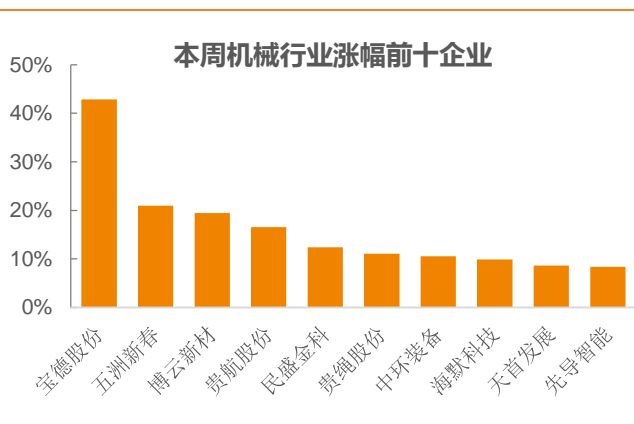
资料来源：Wind，天风证券研究所

图8：9月10日-9月15日(共5个交易日)机械行业细分子板块表现



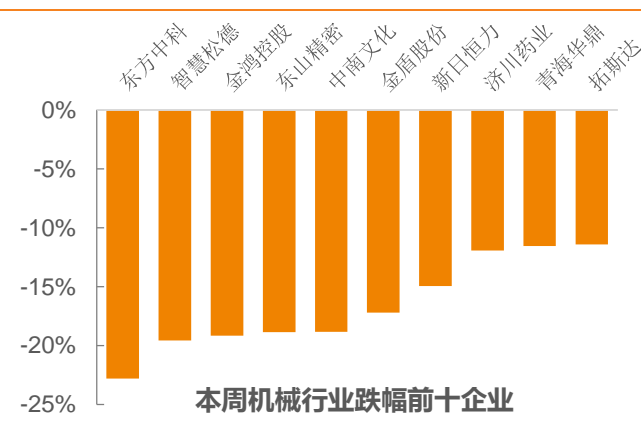
资料来源：Wind，天风证券研究所

图9：9月10日-9月15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10：9月10日-9月15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