

## 中联重科 (000157.SZ) 2019&2020Q1 业绩持续增长, 看好工程机械后周期龙头企业

2020年05月25日

投资评级: 买入 (首次)

——公司首次覆盖报告

日期	2020/5/25
当前股价(元)	6.49
一年最高最低(元)	7.14/5.19
总市值(亿元)	420.88
流通市值(亿元)	416.49
总股本(亿股)	78.73
流通股本(亿股)	64.17
近3个月换手率(%)	53.9

段小虎 (分析师)

duanxiaohu@kysec.cn

证书编号: S0790520020001

**● 工程机械行业景气度上行, 起重机+混凝土机械龙头企业营收/业绩大幅增长, 首次覆盖, 给予“买入”评级**

新老基建逐步落地, 刺激新增需求; 环保政策趋严, 更新需求旺盛。公司主营产品是工程机械后周期产品, 起步晚于挖掘机, 2017年以来公司营收和归母净利润大幅回升, 市场份额持续提升。我们预测公司2020-2022年可实现归母净利润53.86/61.83/68.97亿元, 分别同比增长23.2%/14.8%/11.6%; EPS分别为0.68/0.79/0.88元; 当前股价对应PE分别为9.4/8.2/7.4倍。参考可比上市公司, 公司2020-2022年动态PE估值低于可比上市公司平均估值水平, 考虑到公司作为工程机械龙头企业, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**● 专项债规模不断扩大, 环保政策趋严, 助力行业景气度持续上行**

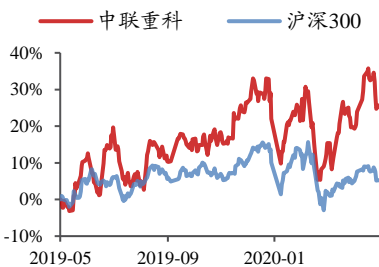
2020年以来地方专项债券规模增加, 国家层面经济刺激及融资支持力度迅速加大, 根据2020年政府工作报告, 2020年拟安排地方政府专项债券3.75万亿元, 比2019年增加1.6万亿元, 重点建设交通基础设施、农林水利、社会事业、生态环保、市政和产业园区基础设施等项目建设; 环保政策趋严, 加速淘汰“国三”排放标准以下设备, 实施“国六”排放标准, 设备存量更新需求释放等行业核心驱动力将进一步带动工程机械行业中长期发展。

**● 起重机+混凝土机械属于工程机械后周期产品, 公司主营优势明显**

2019年, 公司实现营收433.1亿元, 同比+50.9%; 实现归母净利润43.7亿元, 同比+116.4%; 毛利率提升至30%。混凝土机械和起重机械同属于工程机械后周期产品, 占公司营收83%, 2020-2021年更新换代高峰期, 公司作为混凝土机械/起重机械龙头, 未来主营优势明显, 有望充分受益于工程机械市场景气度上行。

**● 风险提示:** 地产基建投资额增速不达预期; 原材料价格上升; 行业价格战加剧; 行业周期性下滑风险等。

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	28,697	43,307	51,347	57,235	62,467
YOY(%)	23.3	50.9	18.6	11.5	9.1
归母净利润(百万元)	2,020	4,371	5,386	6,183	6,897
YOY(%)	51.6	116.4	23.2	14.8	11.6
毛利率(%)	27.1	30.0	30.8	30.7	30.8
净利率(%)	7.0	10.1	10.5	10.8	11.0
ROE(%)	5.0	10.8	11.6	12.1	12.2
EPS(摊薄/元)	0.26	0.56	0.68	0.79	0.88
P/E(倍)	25.1	11.6	9.4	8.2	7.4
P/B(倍)	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 深耕工程机械近 30 年，筑造工程机械龙头企业.....	3
1.1、 公司是业内首家 A+H 股上市公司，无实际控制人.....	3
1.2、 深耕工程机械，开拓国家化道路 .....	3
2、 公司盈利能力持续提升 .....	4
3、 经济+环保政策双重驱动工程机械行业平稳增长 .....	6
3.1、 专项债规模不断扩大，固定资产投资增速，奠定行业平稳增长基础.....	6
3.2、 环保趋严，国三标准及以下工程机械设备加速淘汰.....	6
3.3、 更新需求有望驱动业绩保持增长态势.....	7
4、 盈利预测与投资建议 .....	8
5、 风险提示 .....	9
附： 财务预测摘要 .....	10

## 图表目录

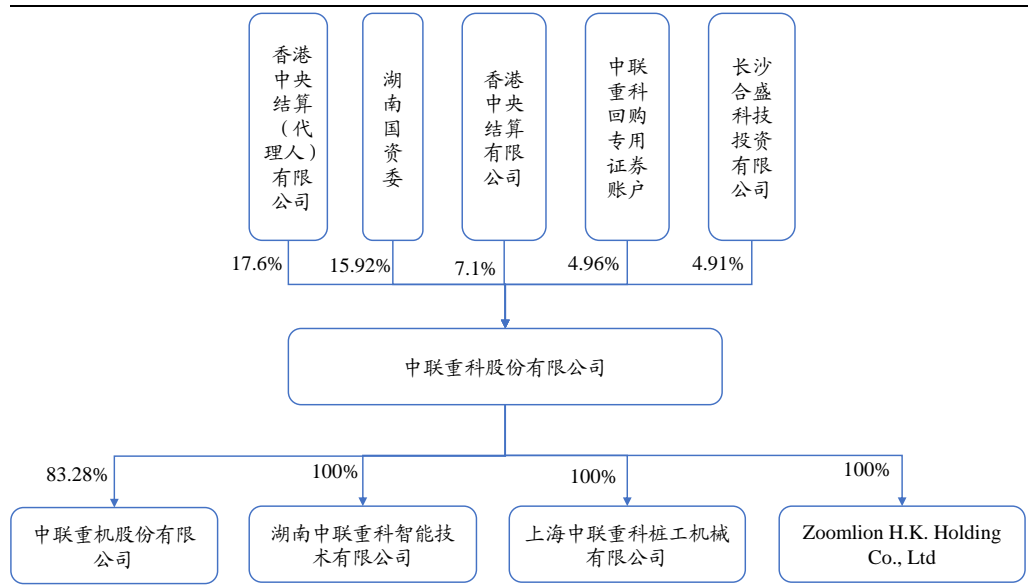
图 1： 公司无控股股东或实际控制人 .....	3
图 2： 公司产品以工程机械及农业机械为主.....	4
图 3： 公司 2016 年以来营收快速增长 .....	4
图 4： 公司 2017 年以来归母净利润持续高增长.....	4
图 5： 公司主营业务中起重机械盈利水平最强（单位：%） .....	5
图 6： 起重机械主营占比高（单位：亿元） .....	5
图 7： 公司 2017 年以来净利率持续提升 .....	5
图 8： 公司 2016 年以来费用率持续下降 .....	5
图 9： 现处于工程机械新一轮上行周期 .....	6
图 10： 固定资产投资额增速稳定 .....	6
图 11： 2020-2021 年混凝土搅拌车更新需求旺盛 .....	8
图 12： 2020 年汽车起重机更新需求旺盛 .....	8
表 1： “国三”排放标准的汽车起重机保有量高.....	7
表 2： 近年来公司生产销售规模不断扩大 .....	7
表 3： 公司估值低于可比上市公司平均估值水平.....	8

## 1、深耕工程机械近 30 年，筑造工程机械龙头企业

### 1.1、公司是业内首家 A+H 股上市公司，无实际控制人

中联重科股份有限公司（以下简称“中联重科”）是我国工程机械行业龙头企业之一。公司成立于 1992 年，前身为长沙中联重工科技发展有限公司，是经原国家经贸委批准，由建设部长沙建设机械研究院、长沙高新技术产业开发区中标实业有限责任公司等 6 家企业发起设立。2000 年在深圳证券交易所上市，2010 年港交所上市，是业内首家 A+H 股上市公司。截至 2020Q1，公司前十大股东合计持股 60.81%，公司为国有参股公司，无控股股东或实际控制人。主要子公司及影响公司净利润 10% 以上的参股公司共有 4 家，分别为中联重机股份有限公司、湖南中联重科智能技术有限公司、Zoomlion H.K. Holding Co., Ltd 和上海中联重科桩工机械有限公司。

图1：公司无控股股东或实际控制人



资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.2、深耕工程机械，开拓国家化道路

公司主要从事工程机械和农业机械的研发/制造/销售/服务，主导产品市占率国内领先。其中工程机械占主营收入的 94.65%，是公司收入增长的核心来源，农业机械占主营收入的 3.66%，公司主导产品覆盖 10 大类别、56 个产品系列，600 多个品种。近年来，公司先后并购英国保路捷公司、意大利 CIFA 公司、德国 M-TEC 公司、荷兰 Raxtar 公司、意大利 LADURNER 公司，均取得良好成效。其中，2008 年公司并购世界第三大混凝土机械制造商 CIFA 公司，使得公司成为中国工程机械国际化的先行者和领导者，公司产品远销中东、南美、非洲、东南亚、俄罗斯以及欧美、澳大利亚等高端市场。2019 年公司混凝土机械国内市场份额第一，起重机械国内市场份额排名第二。其中建筑起重机械销售规模实现全球第一，行业龙头地位进一步巩固，工程起重机械市场份额达近五年最好水平，汽车起重机、履带起重机国内市场份额同比提升分别超过 6pct、10pct，实现“三分天下”的战略目标。

图2: 公司产品以工程机械及农业机械为主

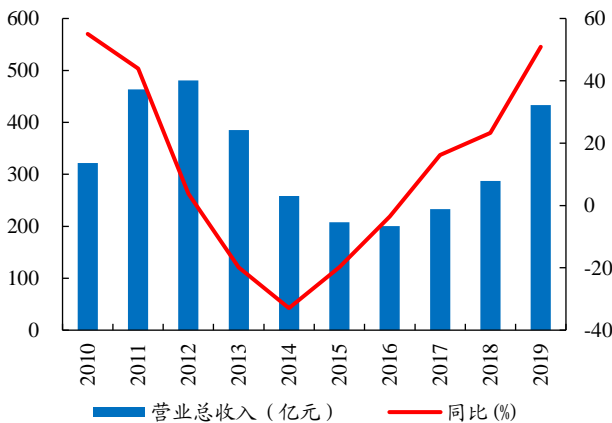


资料来源: 公司官网、开源证券研究所

## 2、公司盈利能力持续提升

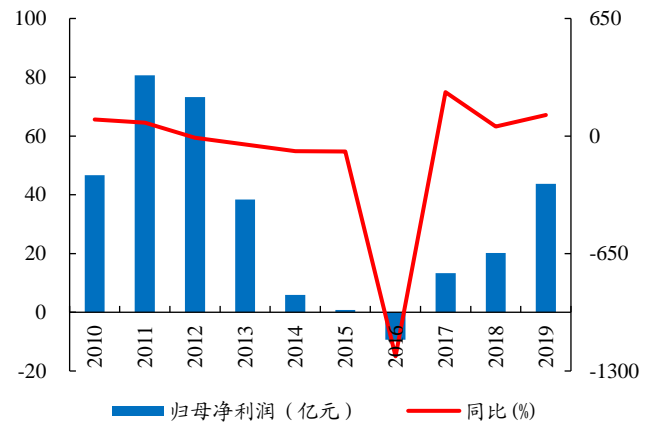
受益于工程机械板块回暖, 2017年以来中联重科营收和归母净利润大幅回升。2019年公司营业收入达433.07亿元, 同比增长50.9%, 实现归母净利润43.71亿元, 同比增长116.4%。在工程机械上行周期中, 2016-2019年, 公司营收CAGR达29.32%, 归母净利润扭亏为盈, 大幅增长。

图3: 公司2016年以来营收快速增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 公司2017年以来归母净利润持续高增长

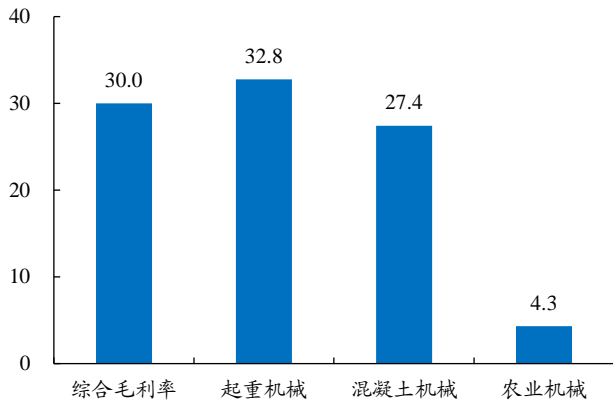


数据来源: Wind、开源证券研究所

在疫情影响下, 2020Q1公司营收/归母净利润逆势上升, 看好公司2020年全年发展。公司加强新业态的培育, 以线上推广、线上洽购、网上购买和线上服务等“云营销”的方式有力促进了一季度内公司优势产品的销量增长。2020Q1公司实现营业收入90.67亿元, 同比增长0.55%; 实现归母净利润10.26亿元, 同比增长2.39%。2020年以来地方专项债券规模增加, 国家层面经济刺激及融资支持力度迅速加大。

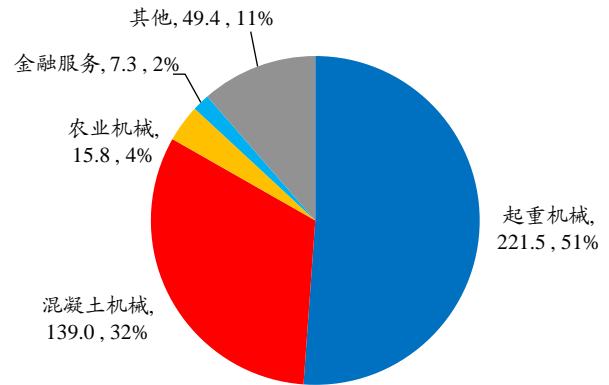
未来 2-3 年，国家在固定资产的投资加速，新老基建逐渐落地；环保政策趋严，加速淘汰“国三”排放标准以下设备，实施“国六”排放标准；设备存量更新需求释放等行业核心驱动力将进一步带动工程机械行业中长期发展，公司未来营收/归母净利润有望继续保持平稳增长。

图5：公司主营业务中起重机械盈利水平最强(单位：%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：起重机械主营占比高(单位：亿元)

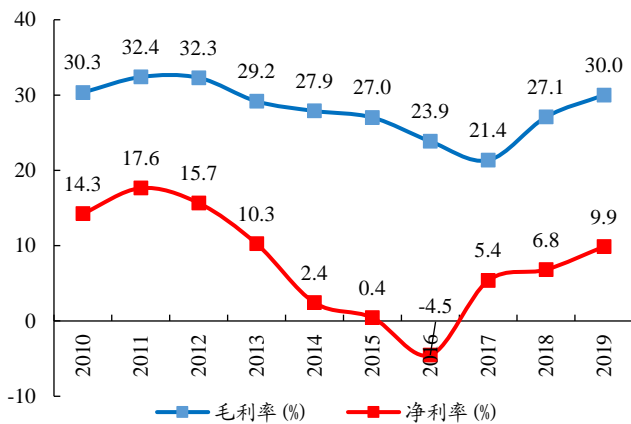


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司主营产品市场份额不断提升，品牌影响力大。公司 2019 年毛利率为 30%，较 2018 年的 27.1% 上升 2.9pct；公司 2019 年净利率为 9.9%，较 2018 年的 6.8% 上升 3.1pct。公司主营业务中起重机械/混凝土机械/农业机械占营业收入比重分别为 51%/32%/4%/2%，毛利率分别为 32.8%/27.4%/4.3%，毛利润占比分别为 56%/29%/0.5%。其中，起重机械是公司最具有竞争优势的产品，产品包括汽车起重机、塔式起重机、履带式起重机和施工升降机；公司拥有齐全的混凝土机械产品线，包括混凝土机械成套设备、干混砂浆成套设备、机制砂成套设备三大系列。

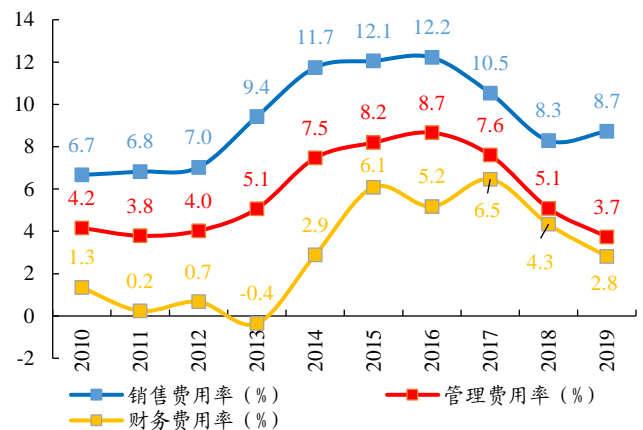
2016-2019 年，公司整体费用率呈明显下降趋势。其中，管理费用率下降幅度最为明显，由 2016 年 8.7% 下降至 2019 年 3.7%，降幅达 5pct；财务费用率从 5.2% 下降至 2.8%，下降 2.4pct；销售费用率从 12.2% 下降至 8.7%，下降 3.5pct。研发投入不断增加，2018/2019 年研发费用率分别为 2.02% 和 3.50%。

图7：公司 2017 年以来净利率持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：公司 2016 年以来费用率持续下降



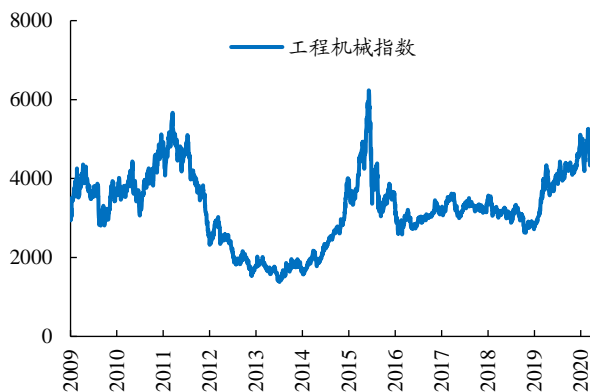
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、经济+环保政策双重驱动工程机械行业平稳增长

#### 3.1、专项债规模不断扩大，固定资产投资增速，奠定行业平稳增长基础

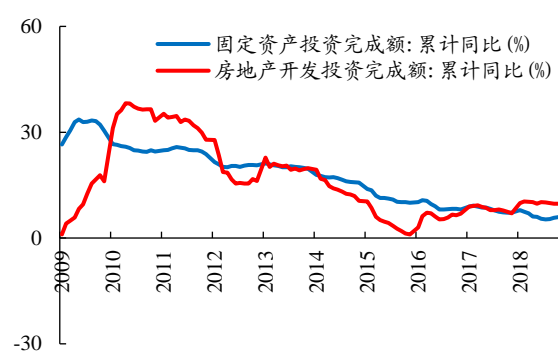
工程机械行业具有周期性。我国工程机械起步晚，发展历程较短，但整体成长速度快。上世纪 80 年代末，我国工程机械行业开始起步，经历了 20 多年的快速成长，行业日趋成熟，进入成熟期后又经历两轮周期性变化。2008 年金融危机后，国家为刺激经济复苏，推出“四万亿”投资方案，推动行业进入第一轮高速增长周期，随后房地产投资热度减退、固定资产投资增速下降，导致工程机械需求量下降，行业经历周期下行。2016 年受益下游基建、地产、矿采以及设备更新等多重需求，工程机械行业开始回暖，行业再次迎来新一轮周期上行，工程机械设备销量持续走高。

图9：现处于工程机械新一轮上行周期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：固定资产投资额增速稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

**2020 年因受海内外疫情影响，内外需不振，国家推行新老基建助力经济稳增长。**在“十三五”规划收官之际，各地专项债发行规模不断扩大，2020 年 4 月底国家再一次提前下达专项债额度 1 万亿，提前下达总额度达 2.85 万亿，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域；截至 2020 年 4 月 20 日，全国 22 个已经公布投资计划的省市，累计公布了约 50 万亿的投资金额。稳增长政策将明显发力，2020 年将保持传统基建项目和新型基建项目并行发力的态势。其中，“老基建”指铁路、公路、桥梁、水利工程等大建筑，也就是人们常说的“铁公基”，“新基建”指 5G 基站建设、特高压、城际高速铁路和城市轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网等在内的七大领域。新基建带来的需求变化将重塑工程机械企业的产品布局，产品创新升级将成为支撑市场中长期增长的关键。

#### 3.2、环保趋严，国三标准及以下工程机械设备加速淘汰

节能减排标准不断提升，国家环保政策趋严，促使“国三”标准及以下的设备加速淘汰。2018 年 6 月 22 日，环境保护部、国家质检总局发布《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，规定自 2021 年 1 月 1 日起，所有生产、进口、销售和注册登记的重型柴油车都应符合“国六”标准，除此之外，对于存量设备的管控力度空前，加强对非道路移动机械的限行限产管理。对存量设备的管控，会加速存量设备的自然更新和出清，有助于释放新设备需求。

公司主营业务中，起重机占 51%，起重机行业中 70% 的销量为汽车起重机。以汽车起重机为例，2008-2013H1，国三汽车起重机累计销售 15.07 万台，2013H2-2019

年，国四&国五汽车起重机累计销售 13.63 万台，目前可销售设备为“国五”及以上，但存量设备有一半左右为“国三”排放标准。起重机与挖掘机不同，属于道路移动机械，环保政策更为严格，设备报废清退执行更为彻底，起重机的更新需求旺盛。

**表1：“国三”排放标准的汽车起重机保有量高**

汽车起重机类型	年份	销量（万台）	合计（万台）
国三	2008	2.05	15.07
	2009	2.73	
	2010	3.54	
	2011	3.52	
	2012	2.28	
	2013H1	0.94	
	2013H2	0.83	
国四&国五	2014	1.40	13.63
	2015	0.92	
	2016	0.95	
	2017	2.03	
	2018	3.21	
	2019	4.30	

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.3、更新需求有望驱动业绩保持增长态势

**起重机械属于工程机械的后周期产品，复苏滞后于挖掘机。**2019 年，公司起重机械业务实现销售收入 221.47 亿元，同比增长 77.57%，全年产销量分别为 33789 台和 31843 台，同比分别增长 100.36%和 106.64%，产销率达 94.24%。汽车起重机占起重机械销量的 70%左右，能一定程度反映整个起重机市场情况，我们假设汽车起重机的寿命 10 年左右，预计 2020 年更新需求旺盛。上一轮汽车起重机销量从 2009 年开始快速增长，我们假设第 T 年销售的设备在第 T+8、T+9、T+10、T+11、T+12 年更新比例分别为 10%、20%、40%、20%、10%，本轮工程起重机销量从 2016 年开始恢复增长，预计 2020-2021 年更新需求带动下，整个起重机行业销量有望继续保持增长态势。

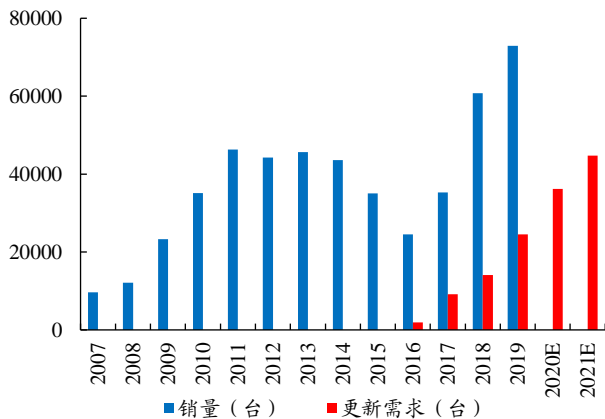
**公司混凝土机械龙头，市占率稳居行业前列。**2019 年，公司混凝土机械实现销售收入 139.2 亿元，同比增长 36.75%，全年产销量为 15873 台和 15195 台，同比增长 73.38%和 76.36%，产销率达 95.73%。我们假设混凝土机械的寿命 10 年左右，混凝土机械设备更新较集中。上一轮混凝土机械销量从 2009 年开始快速增长，我们假设第 T 年销售的设备在第 T+9、T+10、T+11 年更新比例分别为 20%、70%、10%，本轮工程混凝土机械销量从 2017 年开始恢复增长，预计 2020-2021 年更新需求带动下，整个混凝土机械行业销量有望继续保持增长态势。

**表2：近年来公司生产销售规模不断扩大**

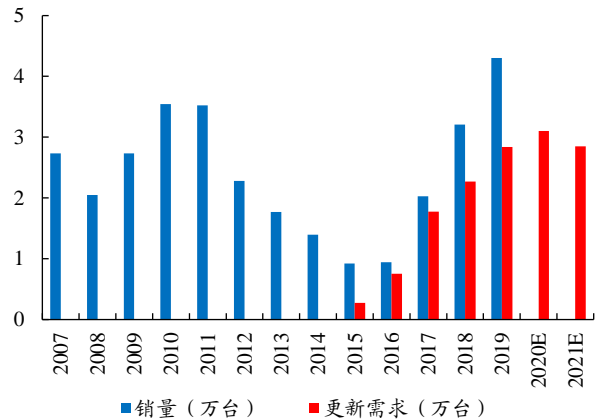
项目	2017 年	2018 年	2019 年	
混凝土机械	销量	6353	8616	15195
	产量	6596	9155	15873
	产销率	96.32	94.00	95.73
起重机械	销量	8522	15410	31843

	产量	8229	16864	33789
	产销率	103.56	91.00	94.24
农业机械	销量	23452	14770	30400
	产量	28811	12351	29810
	产销率	81.40	119.00	101.98

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图11：2020-2021年混凝土搅拌车更新需求旺盛**


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：更新需求为历史数据测算得出）

**图12：2020年汽车起重机更新需求旺盛**


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：更新需求为历史数据测算得出）

## 4、盈利预测与投资建议

**关键假设：**1) 起重机械：起重机械应用场景增多，2020年更新需求旺盛，行业集中度提升，公司起重机械公司品牌力持续增强；2) 混凝土机械：2020-2021年更新需求旺盛，基建环保政策推动行业持续上行，公司的市占率保持稳步上升势头。

我们预测公司2020-2022年可实现归母净利润53.86/61.83/68.97亿元，分别同比增长23.2%/14.8%/11.6%；EPS分别为0.68/0.79/0.88元；当前股价对应PE分别为9.4/8.2/7.4倍。参考可比上市公司，公司2020/2021/2022年动态PE估值低于可比上市公司平均估值水平，考虑到公司作为工程机械龙头企业，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表3：公司估值低于可比上市公司平均估值水平**

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
000425.SZ	徐工机械	6.15	77.0	26.7	13.9	14.9	14.1	10.7	9.4	8.2
600031.SH	三一重工	19.14	83.2	19.9	12.4	6.2	55.4	12.8	11.4	10.7
600984.SH	建设机械	16.25	236.47	49.03	39.9	33.62	16.58	20.40	14.60	10.94
603638.SZ	艾迪精密	45.10	51.96	41.5	32.51	24.75	36.76	38.47	29.03	23.27
000528.SZ	柳工	6.49	28.74	21.07	15.70	19.01	10.07	7.78	6.72	5.65
可比公司平均值							26.58	18.03	14.23	11.75
000157.SZ	中联重科	6.49	116.4	23.2	14.8	11.6	11.6	9.4	8.2	7.4

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除三一重工、徐工机械、中联重科，其他公司均使用Wind一致预期预测数据，收盘价选用2020年5月25日



## 5、风险提示

地产基建投资额增速不达预期；原材料价格上升；行业价格战加剧；行业周期性下滑风险等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	70369	63182	88098	91279	102389
现金	10068	6572	23106	25756	28110
应收票据及应收账款	24312	25404	33541	32163	39548
其他应收款	786	1077	1132	1330	1357
预付账款	725	880	1023	1098	1217
存货	9551	11772	13238	14676	15748
其他流动资产	24927	17478	16058	16256	16409
<b>非流动资产</b>	23088	28886	22701	23553	24136
长期投资	3499	3908	4503	5098	5693
固定资产	5439	5803	6891	7450	7786
无形资产	4096	4063	3672	3202	2845
其他非流动资产	10054	15112	7635	7803	7812
<b>资产总计</b>	93457	92068	110800	114832	126526
<b>流动负债</b>	39628	34583	51528	53493	62700
短期借款	8325	5043	23871	18029	30527
应付票据及应付账款	10811	19061	15977	23130	19493
其他流动负债	20492	10479	11680	12334	12680
<b>非流动负债</b>	15060	17951	14526	11769	8738
长期借款	13645	14515	12639	9703	6492
其他非流动负债	1414	3437	1886	2066	2247
<b>负债合计</b>	54688	52535	66054	65262	71438
少数股东权益	567	670	497	319	121
股本	7809	7875	7875	7875	7875
资本公积	13378	13467	13467	13467	13467
留存收益	18475	20986	23502	26987	31126
<b>归属母公司股东权益</b>	38201	38863	44249	49251	54967
负债和股东权益	93457	92068	110800	114832	126526

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	5064	6219	-3978	15143	-3238
净利润	1957	4275	5213	6005	6699
折旧摊销	845	876	838	976	1085
财务费用	1244	1215	1132	1158	1197
投资损失	-871	-946	-186	-186	-186
营运资金变动	1223	-359	-10985	7221	-12049
其他经营现金流	667	1158	10	-31	17
<b>投资活动现金流</b>	-7589	9734	5523	-1610	-1499
资本支出	531	1337	1014	226	5
长期投资	-7455	9070	-595	-595	-595
其他投资现金流	-14514	20140	5941	-1979	-2089
<b>筹资活动现金流</b>	4102	-19649	-3840	-5041	-5407
短期借款	2908	-3283	0	0	0
长期借款	-5650	869	-1875	-2937	-3211
普通股增加	14	66	0	0	0
资本公积增加	285	88	0	0	0
其他筹资现金流	6545	-17391	-1964	-2104	-2196
<b>现金净增加额</b>	1606	-3681	-2295	8492	-10144

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	28697	43307	51347	57235	62467
营业成本	20923	30315	35557	39686	43254
营业税金及附加	251	359	426	475	518
营业费用	2379	3780	4364	4922	5247
管理费用	1459	1620	2266	2333	2651
研发费用	581	1516	1874	2003	2124
财务费用	1244	1215	1132	1158	1197
资产减值损失	87	-218	0	0	0
其他收益	203	207	198	202	201
公允价值变动收益	33	22	0	0	0
投资净收益	871	946	186	186	186
资产处置收益	4	16	0	0	0
<b>营业利润</b>	2601	5014	6112	7045	7863
营业外收入	99	121	115	114	116
营业外支出	62	101	89	88	91
<b>利润总额</b>	2639	5034	6138	7071	7888
所得税	682	759	925	1066	1189
<b>净利润</b>	1957	4275	5213	6005	6699
少数股东损益	-63	-96	-173	-177	-198
<b>归母净利润</b>	2020	4371	5386	6183	6897
EBITDA	4586	6976	7855	8952	9904
EPS(元)	0.26	0.56	0.68	0.79	0.88

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	23.3	50.9	18.6	11.5	9.1
营业利润(%)	113.6	92.8	21.9	15.3	11.6
归属于母公司净利润(%)	51.6	116.4	23.2	14.8	11.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	27.1	30.0	30.8	30.7	30.8
净利率(%)	7.0	10.1	10.5	10.8	11.0
ROE(%)	5.0	10.8	11.6	12.1	12.2
ROIC(%)	3.7	8.1	7.0	8.3	7.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	58.5	57.1	59.6	56.8	56.5
净负债比率(%)	68.5	46.6	40.2	13.7	25.3
流动比率	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6
速动比率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	1.2	1.7	1.7	1.7	1.7
应付账款周转率	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.56	0.68	0.79	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	0.79	-0.51	1.92	-0.41
每股净资产(最新摊薄)	4.85	4.94	5.62	6.26	6.98
<b>估值比率</b>					
P/E	25.1	11.6	9.4	8.2	7.4
P/B	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	14.0	9.4	8.3	6.0	6.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835