

徐工机械 (000425)

证券研究报告

2018年02月22日

工程机械春风依旧，举重力士再续辉煌

行业回暖龙头先知，各项经营数据均在优化

作为国内工程机械龙头，公司经历了行业周期后，2017年销售规模快速增长、各大业务板块先后回暖，资产负债表逐步修复、利润先后释放。根据公司业绩预告，2017年净利润10~10.5亿元、EPS为0.143~0.15元，同比增长379~403%。同时根据三季报数据看，经营性现金流和货币资金均持续、快速提升，ROE稳定提高。由于原材料价格维持高位，但终端销售价格和毛利率有望因高端产品占比提高的结构性变化而持续提升。

更新周期到来+施工需求旺盛，工程机械全行业迎来高景气周期

受到国内外复苏带来的大宗商品需求上升和国内基建需求旺盛的影响，叠加国内工程机械更新周期到来，各类工程机械的销量在2016~2017年先后实现高速增长。公司作为行业龙头，尤其是汽车起重机、路面设备和桩工机械等领域保持了多年国内第一、混凝土机械和铲运机械国内领先，充分享受行业高景气度的红利，未来行业竞争格局的趋势为行业龙头集中、国产替代进口，公司各项主营业务发展势头良好。

新募投资项目将实现产能释放和竞争力提升，混改进行时

2月2日定增方案取得批文，将建设项目包括盾构、高空作业平台、智能物流装备、环卫压缩站、桩工机械及印度生产等六大生产基地和工业互联网信息化升级，短期内将解决产能紧张问题，长远看将实现产品系列化和品类的扩展，并进行全球布局，抢占技术制高点。

本次募投资项目拟定向发行不超过133205.128万股、发行价格3.12元/股，募集总金额为41.56亿元，发行后徐工集团直接和间接控股比例由42.6%变为35.79%、控制权不发生改变，通过吸纳社会资本参与上市公司的混改、资源整合有重要意义。

背靠集团优质资产，徐挖提升迅速、未来有望注入

徐工集团业务基本覆盖所有工程机械门类，可实现多业务协同。其中挖掘机资产有望由前几年的亏损转变为盈利，行业景气度上行有望带来需求高速增长，技术实力提高带来市占率不断提升，因此未来仍有可能注入上市公司体内，成为核心且优质业务。

盈利预测及投资建议：公司的产品质量和技术水平不断提升，已经逐渐具备全球竞争力，且行业迎来更新周期和经济复苏带来的需求提升，新的募投资项目也将在产品系列化和品类上有所拓展，未来竞争力将逐步增强。考虑到2018年将完成41.56亿元的资金募集和股权增发，产能将在2019年底之后开始逐渐释放，2017年~2019年的净利润预测为10.2亿、14.8亿元和18.5亿元，相应的EPS 0.15元、0.21元（不考虑增发带来的股份数量变化）和0.26元，首次覆盖给予“买入”评级，采用PE估值法给予2018年25倍PE，目标价5.25元。

风险提示：国内基建投资迅速下滑导致行业需求下滑；更新周期结束，行业需求见顶；原材料涨价导致盈利能力减弱。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	16,657.83	16,891.23	27,676.53	35,979.50	44,205.44
增长率(%)	(28.53)	1.40	63.85	30.00	22.86
EBITDA(百万元)	1,715.82	825.31	1,730.93	2,903.22	3,692.71
净利润(百万元)	50.60	208.58	1,018.10	1,476.29	1,850.11
增长率(%)	(87.76)	312.23	388.10	45.00	25.32
EPS(元/股)	0.01	0.03	0.15	0.21	0.26
市盈率(P/E)	570.61	138.42	28.36	19.56	15.61
市净率(P/B)	1.40	1.41	1.35	1.26	1.17
市销率(P/S)	1.73	1.71	1.04	0.80	0.65
EV/EBITDA	20.78	33.21	18.54	16.50	10.69

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	4.12元
目标价格	5.25元

基本数据

A股总股本(百万股)	7,007.73
流通A股股本(百万股)	6,993.57
A股总市值(百万元)	28,871.84
流通A股市值(百万元)	28,813.49
每股净资产(元)	3.02
资产负债率(%)	52.85
一年内最高/最低(元)	4.96/3.22

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 联系人
cuiyu@tfzq.com

朱晔 联系人
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 穿越周期，龙头公司经营状况明显改善	4
1.1. 需求旺盛促进营收大幅增长，现金流良好，ROE 加速上行	4
1.2. 保持多项冠军，行业复苏、优势业务齐头并进	5
2. 2017 年工程机械销售火爆，销量频超预期	7
3. 多业务发力，智能制造助力成长	9
3.1. 产能紧缺+重点突破，定增项目将提高未来竞争力和增强成长持续性	9
3.2. 定增吸纳社会资本，混改进行时	10
3.3. 环境、工业 4.0、路面养护、电商多元发展	10
4. 背靠集团优质资产，徐工挖掘机实力最强	13
4.1. 2017 年挖掘机销量频超预期	13
4.2. 需求来源：基建开工量大、更新周期到来，环保要求锦上添花	14
4.3. 国产装备全面超越外资品牌	17
4.4. 挖掘机资产仍有望注入	17
5. 盈利预测：工程机械龙头面临行业高景气度，买入评级	18
6. 风险提示	20

图表目录

图 1：营业收入大幅回暖（单位：亿元）	4
图 2：净利润持续增厚（单位：亿元）	4
图 3：毛利率与净利率触底反弹	4
图 4：ROE 和 ROA 持续改善	4
图 5：国内销售收入增长更高导致出口占比下降（单位：亿元）	4
图 6：经营性现金流从 2016 年开始全面改善（单位：亿元）	5
图 7：在手现金充沛（单位：亿元）	5
图 8：公司分类产品销售情况（单位：亿元）	5
图 9：主要业务毛利率变化	6
图 10：随车起重机销量维持高位（单位：台）	7
图 11：汽车起重机保持高速增长（单位：台）	7
图 12：铺摊机销量提前复苏（单位：台）	7
图 13：压路机销量提前复苏（单位：台）	7
图 14：混凝土机械从 2016 年开始销量明显好转	7
图 15：我国混凝土搅拌车的出口销量及出口占比（单位：辆）	7
图 16：挖掘机月度销量、增速及预测（单位：台）	8
图 17：近几年各类挖掘机销售数量与同比增速（单位：台）	13
图 18：挖掘机年度销量、增速及预测（单位：台）	14
图 19：基础设施固定资产投资完成额以及增速（单位：亿元）	14

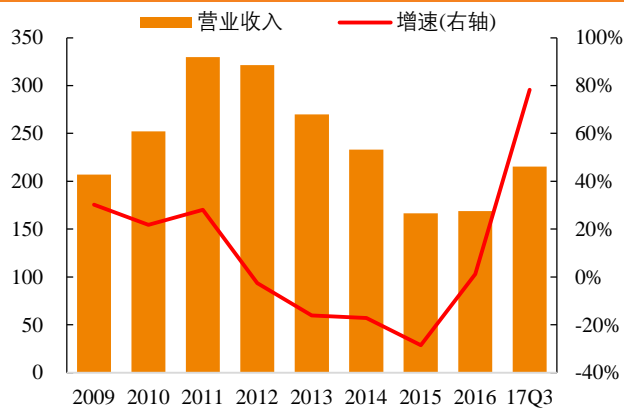
图 20: 螺纹钢期货结算价稳步提升	15
图 21: 中国冷轧板价格呈现上行趋势	15
图 22: LME 铜、铝现货结算价稳步提升	15
图 23: 上期所阴极铜、铝期货结算价呈现上涨趋势	15
图 24: 铁矿石价格指数持续走高	15
图 25: 水泥价格指数持续走高	15
图 26: 中国煤炭价格指数呈现上升态势	16
图 27: 国内主要地区动力煤平均价呈现上升态势	16
图 28: 近几年各类挖掘机销售数量与同比增速 (单位: 台)	17
图 29: 大挖的市占率格局变化 (单位: 台)	17
图 30: 中挖市占率变化: 国产 (单位: 台)	17
图 31: 小挖的市占率格局变化 (单位: 台)	17
图 32: 公司各版块业务及预测 (右轴为核心业务的收入增速及预测)	18
图 33: 公司核心业务的毛利率变化即预测	19
表 1: 投资项目资金去向及评估 (单位: 万元)	9
表 2: 公司目前产能利用率紧张	9
表 3: 本次增发前后持股结构变化	10
表 4: 徐工环境的资产状况良好、盈利能力不断提高 (单位: 万元)	10
表 5: 徐工信息挂牌前股权信息	11
表 6: 徐工信息的两年一期报表主要数据	11
表 7: 徐工电商各出资方	12
表 8: KHL 全球工程机械公司 2016 年排名	13
表 9: 近年来国内对机动车和非道路工程机械排放要求日趋严格	16
表 10: 公司主要经营情况与未来预测	19
表 11: 主要工程机械公司的盈利预测和估值	19

1. 穿越周期，龙头公司经营状况明显改善

1.1. 需求旺盛促进营收大幅增长，现金流良好，ROE 加速上行

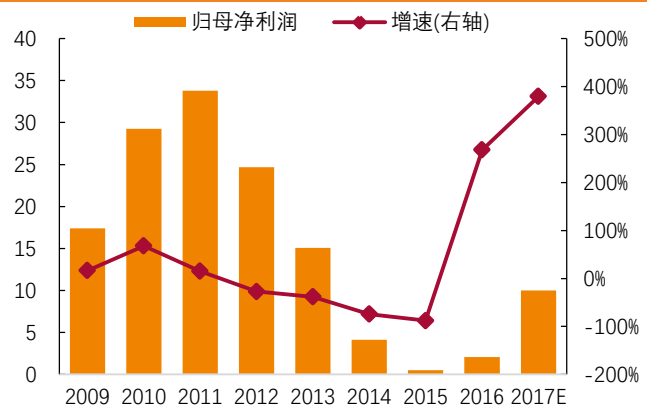
公司作为国内工程机械龙头之一，在经历了 2012~2015 年工程机械行业整体销量下行，公司的销售规模从 2017 年初开始快速增长，各大业务板块先后回暖，资产负债表逐步修复、利润先后释放。最新业绩预告 2017 年净利润 10~10.5 亿元、EPS 为 0.143~0.15 元，同比增长 379~403%。

图 1：营业收入大幅回暖（单位：亿元）



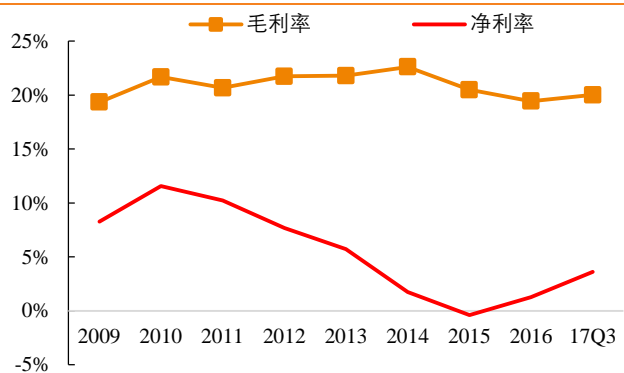
资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

图 2：净利润持续增厚（单位：亿元）



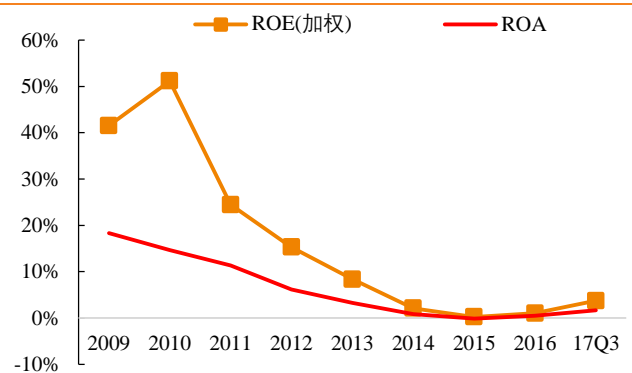
资料来源：公司年报及业绩预告、Wind、天风证券研究所

图 3：毛利率与净利率触底反弹



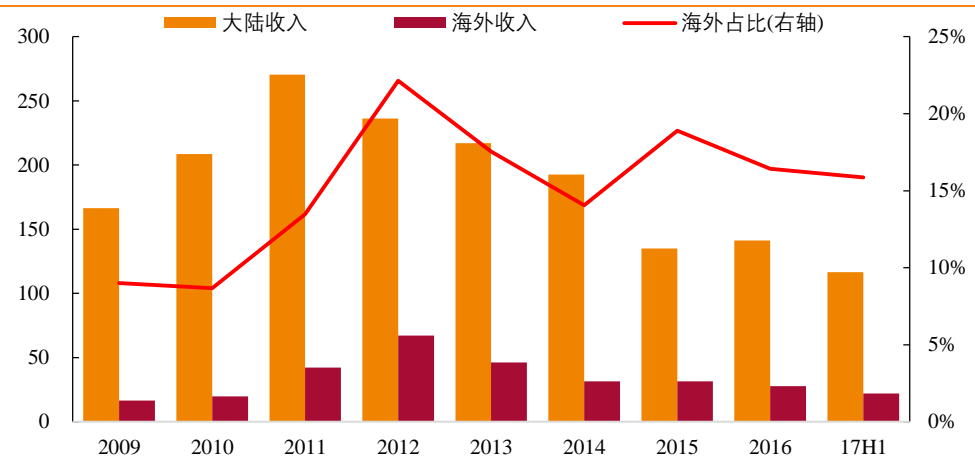
资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

图 4：ROE 和 ROA 持续改善



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

图 5：国内销售收入增长更高导致出口占比下降（单位：亿元）

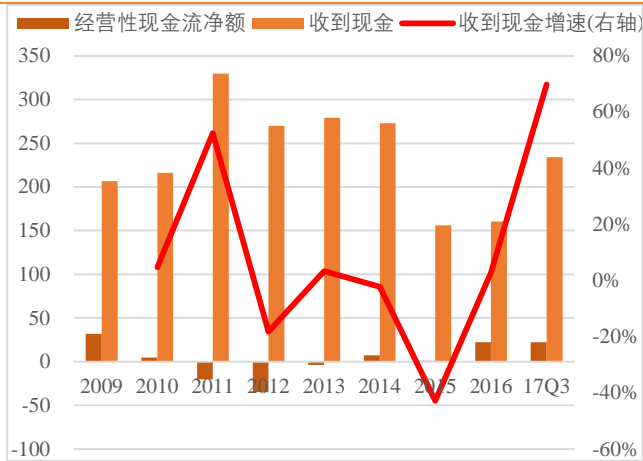


资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

原有优势产品巩固领先地位，新拓展业务也不断取得突破，出口前景广阔。ROE 快速上行，

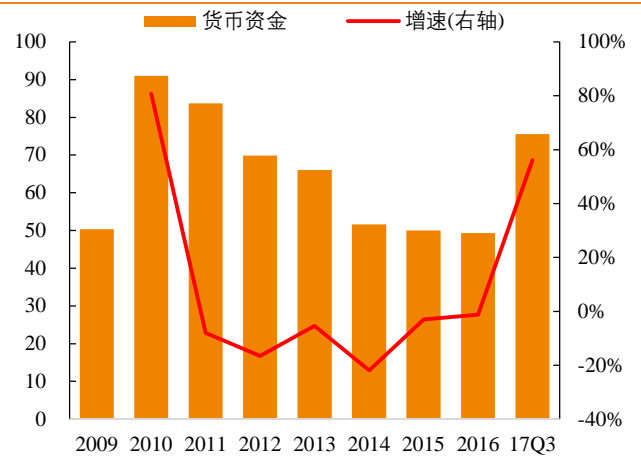
整体经营状况大幅好转，经营性现金流充沛。

图 6：经营性现金流从 2016 年开始全面改善（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

图 7：在手现金充沛（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

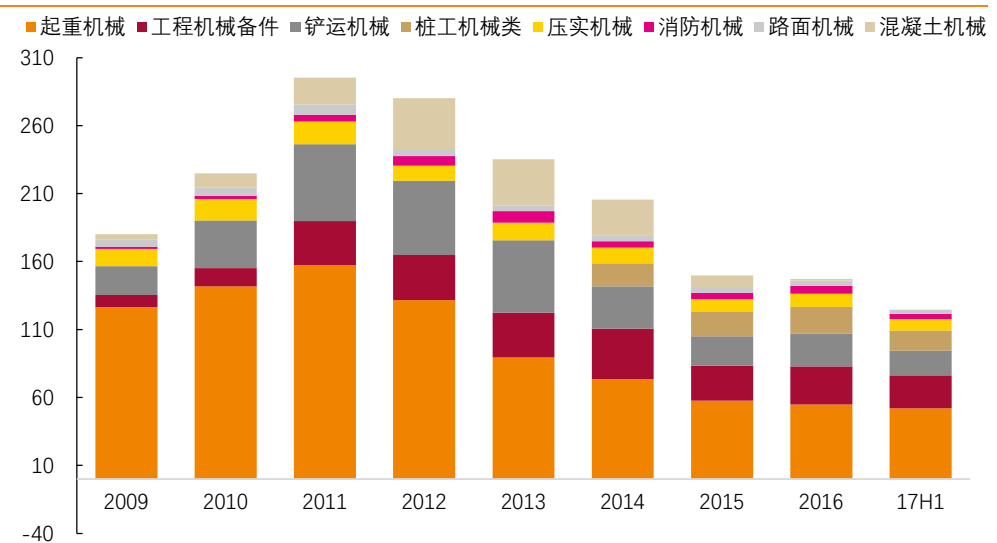
1.2. 保持多项冠军，行业复苏、优势业务齐头并进

公司的核心主营业务汽车起重机连续多年保持国内第一的位置，除此之外，路面机械、钻工设备、高空消防车、随车起重机和液压油缸等均保持了多年国内第一，另外集团公司的挖掘机、混凝土装备也具有国内领先的技术优势。

根据行业协会统计销售数据，2017 年汽车起重机的全行业销售台数同比增长 130%、徐工汽车起重机同比增长 109%，因此在产品需求结构逐步高端化的趋势下，全年此核心业务收入有望翻倍。

行业协会统计的其他工程机械 2017 年销量数据显示，装载机（属于铲运机械）增长 60%（上半年仅 47%）、摊铺机（属于路面机械）增长 21%（上半年为 24%）、压路机（属于压实机械）增长 46%（上半年为 50%），公司的上述产品在行业中均处于领先位置，因此大概率接近行业增速、实现高速增长。

图 8：公司分类产品销售情况（单位：亿元）

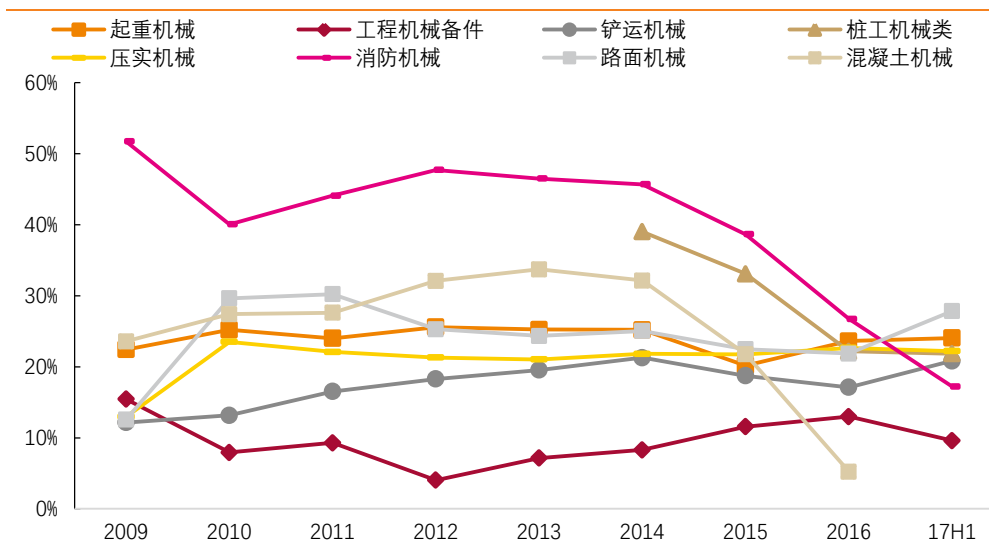


资料来源：公司定期公告、天风证券研究所

由于 2012~2016 年的全行业下行，各类设备销量和产量大幅压缩，因此在 2014 年之后公司的毛利率有所下降，但在 2016 年之后由于销量的增长纷纷实现毛利率的回调，我们认为未来随着行业回暖、产能利用率提高，公司的几大核心业务毛利率将有所提升。另外，

公司高端产品销售比例不断提升(如投资者关系活动记录中明确新一代 G 系列汽车起重机占比达到四成),相应的销售均价和毛利率将因结构性变化不断提升。

图 9: 主要业务毛利率变化

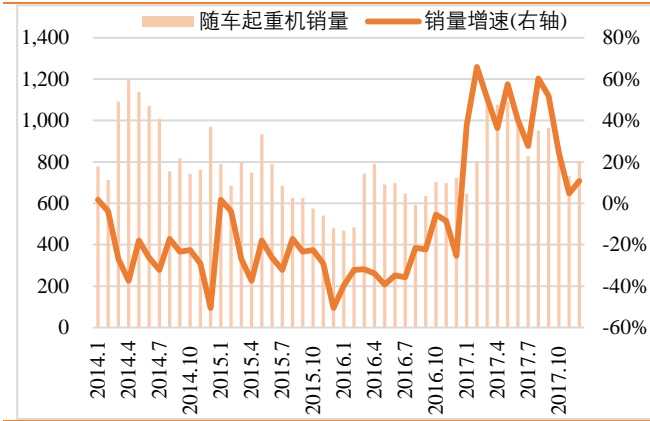


资料来源:公司公告、天风证券研究所

2. 2017 年工程机械销售火爆，销量频超预期

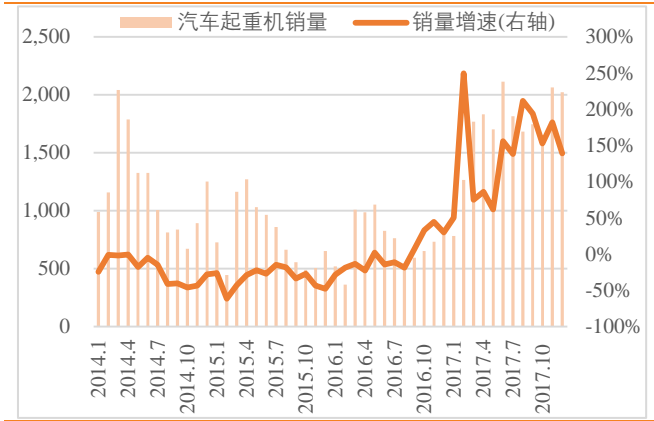
根据工程机械协会数据，2017 年工程机械行业火爆贯穿全年，作为工程机械中具有先导性指标的挖掘机销售尤其火爆，起重机、路面机械、铲运机械销售情况加速上行，基建房地产投资驱动叠加设备更新将工程机械行业推向高潮。

图 10：随车起重机销量维持高位（单位：台）



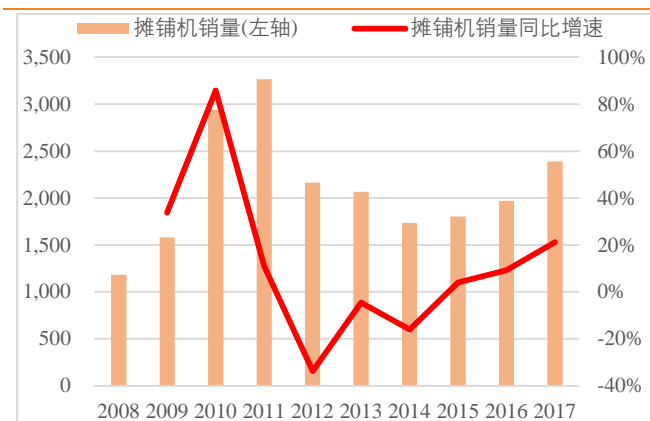
资料来源：工程机械协会、天风证券研究所

图 11：汽车起重机保持高速增长（单位：台）



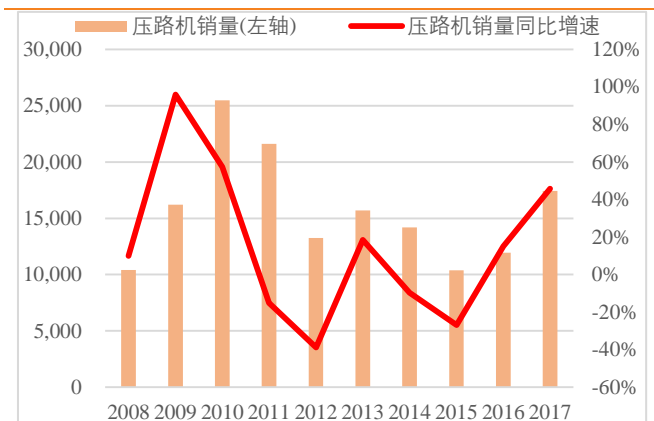
资料来源：工程机械协会、天风证券研究所

图 12：摊铺机销量提前复苏（单位：台）



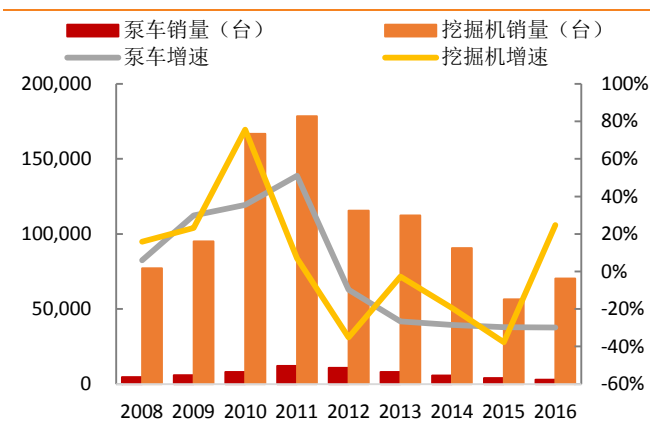
资料来源：工程机械协会、天风证券研究所

图 13：压路机销量提前复苏（单位：台）



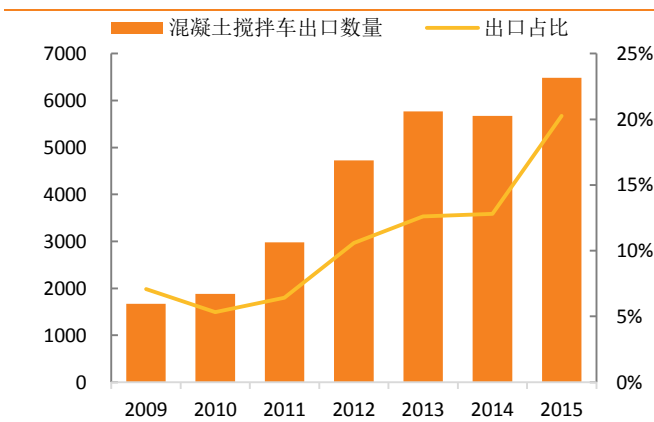
资料来源：工程机械协会、天风证券研究所

图 14：混凝土机械从 2016 年开始销量明显好转



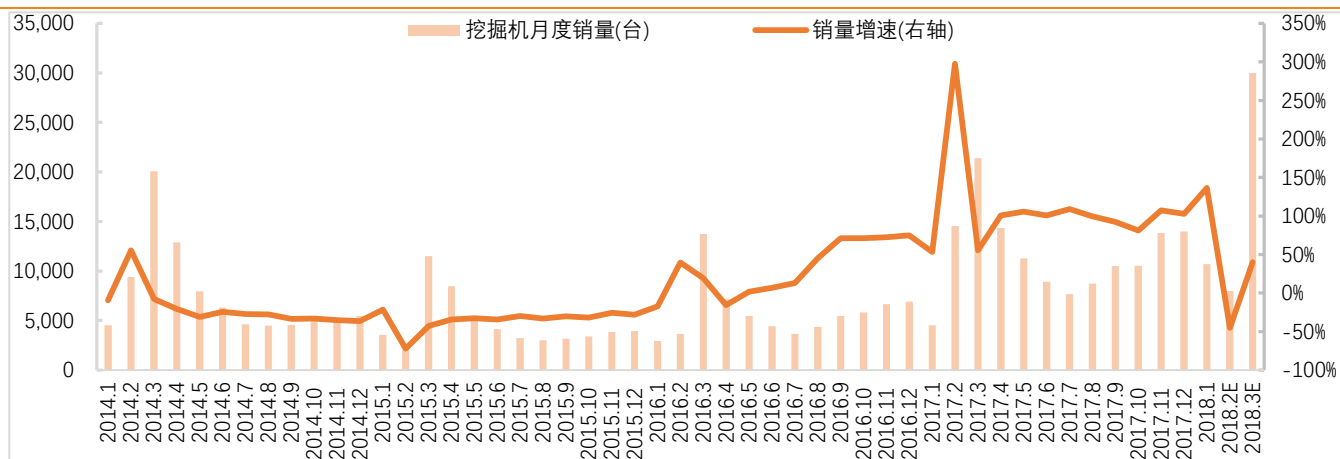
资料来源：工程机械协会、天风证券研究所

图 15：我国混凝土搅拌车的出口销量及出口占比（单位：辆）



资料来源：工程机械协会、天风证券研究所

图 16: 挖掘机月度销量、增速及预测 (单位: 台)



资料来源: 工程机械协会, 天风证券研究所

3. 多业务发力，智能制造助力成长

3.1. 产能紧缺+重点突破，定增项目将提高未来竞争力和增强成长持续性

公司于 2016 年 12 月公告拟募集资金进行技改和扩产，经修订后最终方案为拟向四家机构定向、锁价募资 41.56 亿元用于建设七大项目。该定增方案于 2018 年 2 月 2 日取得证监会批文。

表 1：投资项目资金去向及评估（单位：万元）

项目类型	项目名称	投资总额	拟募集资金	预期税后内部收益率	实施主体	达产后每年销售收入预计
高端装备智能化项目	1、智能化地下空间施工装备制造项目	60,221	42,236	21.25%	徐工铁装	195,250.00
	2、高空作业平台智能制造项目	123,460	95,870	16.94%	徐工消防	119,905.85
	3、智能化物流装备制造项目	120,532	80,270	13.82%	徐工机械	300,189.80
环境产业项目	4、智能化压缩站项目	64,040	43,006	17.38%	徐工环境	289,900.00
徐工机械升级及国际化项目	5、大型桩工机械产业化升级技改工程项目	48,280	17,250	29.16%	徐工基础	147,800.00
	6、印度制造基地投资项目	132,642	99,953	12.1%	印度控股子公司	266,072.00
徐工机械：	7、工业互联网化升级项目	43,383	37,015	—	徐工机械	—
合计		592,558	415,600	—	—	1,319,117.65

资料来源：公司公告、天风证券研究所

本次募集资金投资项目具备较好的市场前景，分别对应高端市场和低端市场（印度），并将对公司的智能制造系统进行升级，建成投产将提升公司制造能力和产品竞争力、增加公司的主营业务收入规模和利润水平。

根据公告，2017 年 1-6 月公司的旋挖钻机（含连续墙抓斗）、水平定向钻及煤矿掘进机的产量、销量均大幅上升，产量同比 2016 年 1-6 月份分别提高 187.77%、161.57%和 124%，产能利用率分别提升至 160%、173.85%和 224%。各产品均出现了产能不足的情况，公司只能通过延长每班次作业时间、增加作业班次等方式暂时满足订单需求。因此本次定增将扩大产能、缓解产能不足的局面，为公司长期发展保驾护航，同时更多的资源投入，对于产品的高端化与系列化研发有帮助。

表 2：公司目前产能利用率紧张

产品	项目	2017 年 1-6 月	2016 年度	2015 年度	2014 年度
旋挖钻机、连续墙抓斗	产能	250	500	500	500
	产量	400	343	305	481
	销量	400	546	475	551
	产销率	100.00%	159.18%	155.74%	114.55%
	产能利用率	160.00%	68.60%	61.00%	96.20%
水平定向钻	产能	325	650	650	650
	产量	565	417	321	572
	销量	591	459	461	462
	产销率	104.60%	110.07%	143.61%	80.77%
	产能利用率	173.85%	64.15%	49.38%	88.00%
煤矿掘进机	产能	25	50	50	50
	产量	56	41	36	52
	销量	33	42	45	41
	产销率	58.93%	102.44%	125.00%	78.85%
	产能利用率	224.00%	82.00%	72.00%	104.00%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.2. 定增吸纳社会资本，混改进行时

本次拟向华信工业、盈灿投资、泰元投资、泰熙投资定向发行 A 股股票不超过 133205.128 万股、发行价格为 3.12 元/股(已考虑因分红带来的价格调整), 募集总金额为 41.56 亿元, 三十六个月禁售期。认购完成后, 徐工集团直接和间接控股比例由 42.6%变为 35.79%, 公司控制权不发生改变, 仍为徐工集团。通过吸纳社会资本参与上市公司的混改、资源整合有重要意义。

表 3: 本次增发前后持股结构变化

股东	增发前		增发后	
	持股数	持股比例	持股数	持股比例
徐工集团工程机械股份有限公司	2,985,042,012	42.60%	2,985,042,012	35.79%
华信工业			516,699,488	6.20%
盈灿投资			363,239,740	4.36%
泰元投资			322,937,180	3.87%
泰熙投资			129,174,872	1.55%
其他股东	4,022,685,643	57.40%	4,022,685,643	48.23%
总股数	7,007,727,655		8,339,778,935	

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

3.3. 环境、工业 4.0、路面养护、电商多元发展

(1) 增资徐工环境

公司 2017 年 11 月 13 日公告将增资全资子公司徐工环境, 从 1 亿元注册资本增加值 4 亿元。根据其注册的经营范围, 环卫装备研发制造与销售、环卫服务、污染物治理等环境服务业务有望成为未来重要发展方向。

表 4: 徐工环境的资产状况良好、盈利能力不断提高 (单位: 万元)

项目	2017 年 1-10 月/ 2017 年 10 月 31 日	2016 年度/ 2016 年 12 月 31 日
营业收入	89,629.71	70,994.63
利润总额	3,170.59	1,796.58
净利润	2,675.09	1,570.60
总资产	120,584.75	79,450.20
负债	105,143.10	67,188.62
净资产	15,441.65	12,261.58
资产负债率 (%)	87.19%	84.57%

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

(2) 徐工信息“新三板”挂牌

江苏徐工信息技术股份有限公司于 2014 年 7 月 1 日设立、注册资本 2,000 万元, 2018 年 1 月 25 日起在全国中小企业股份转让系统正式挂牌, 证券简称“徐工信息”。主营业务是向客户提供信息化整体解决方案的咨询、设计、开发、生产、实施、运维等各类专业信息化产品和服务, 主要分为咨询实施、物联网、智能制造、系统集成四大类。

根据徐工信息各位高管的履历, 可以预计未来公司的重点将在于 SAP/ERP、MES、工业物联网与工业云、NB-IOT 等智能制造领域。

表 5：徐工信息挂牌前股权信息

序号	股东名称	持股数量	持股比例	限售股	无限售条件股份	限售原因
1	徐工机械	12,000,000	60.0%	8,000,000	4,000,000	控股股东
2	群智信息*	6,320,000	31.6%	190,000	6,130,000	承诺
3	张启亮	1,310,000	6.55%	1,005,000	305,000	董事、总经理
4	姜丽萍	370,000	1.85%	307,500	62,500	董事、董事会秘书

资料来源：徐工信息股转书，天风证券研究所

注：*群智信息为有限合伙企业

表 6：徐工信息的两年一期报表主要数据

项目	2017 年 4 月 30 日/ 2017 年 1-4 月	2016 年 12 月 31 日/ 2016 年	2015 年 12 月 31 日/ 2015 年
资产总计（万元）	8,909.45	6,205.00	5,309.39
股东权益合计（万元）	3,104.66	2,887.52	2,393.31
归属于申请挂牌公司的股东权益（万元）	3,104.66	2,887.52	2,393.31
每股净资产（元）	1.55	1.44	1.2
归属于申请挂牌公司股东的每股净资产（元）	1.55	1.44	1.2
资产负债率（%）	65.15	53.46	54.92
流动比率（倍）	1.6	2.01	1.59
速动比率（倍）	1.31	1.73	1.35
营业收入（万元）	3,848.14	8,142.96	5,665.32
净利润（万元）	217.14	494.22	367.12
归属于申请挂牌公司股东的净利润（万元）	217.14	494.22	367.12
扣除非经常性损益后的净利润（万元）	188.4	396.1	345.22
归属于申请挂牌公司股东的扣除非经常性损益后的净利润（万元）	188.4	396.1	345.22
毛利率（%）	24.88	26.59	20.15
净资产收益率（%）	7.25	18.72	16.08
扣除非经常性损益后净资产收益率（%）	6.29	15	15.12
基本每股收益（元/股）	0.11	0.25	0.22
扣除非经常性损益后基本每股收益（元/股）	0.09	0.2	0.2
稀释每股收益（元/股）	0.11	0.25	0.22
扣除非经常性损益后稀释每股收益（元/股）	0.09	0.2	0.2
应收账款周转率（次）	1.43	5.26	8.38
存货周转率（次）	3.14	11.39	10.37
经营活动产生的现金流量净额（万元）	578.21	-683.47	937.89
每股经营活动产生的现金流量净额（元/股）	0.29	-0.34	0.47

资料来源：徐工信息股转书，天风证券研究所

（3）合资设立徐工电商

公司 2017 年 12 月 20 日公告，拟联合 17 名自然人共同设立江苏徐工电子商务股份有限公司（暂定名，以工商登记机关核定的名称为准，简称徐工电商），注册资本 2,000 万元，将利用电子商务从事工程机械等机电品类相关产品与备件的销售、二手车销售、自营和代理各类商品及技术的进出口，并开展商务信息咨询、互联网技术开发及应用等业务。公司可以通过电商平台加快拓展国际市场、补充传统渠道，推动公司传统国际贸易业务转型升级，并能加快二手车、备件、租赁等海外后市场业务形态探索，培育新的利润增长点。

表 7: 徐工电商各出资方

序号	股东	执行事务合伙人	出资额 (万元)	持股比 例
1	徐工机械	—	1,200	60%
2	翟坤	—	190	9.5%
3	徐州大任登峰企业管理咨询合伙(有限合伙)	翟坤	150	7.5%
4	徐州大道互联企业管理咨询合伙(有限合伙)	翟坤	150	7.5%
5	徐州大器引领企业管理咨询合伙(有限合伙)	翟坤	100	5%
6	其他	—	400	10.5%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

(4) 合资设立徐工路面养护公司

公司 2017 年 12 月 8 日公告, 拟联合成立徐州徐工养护机械有限公司 (暂定名, 以工商登记机关核定的名称为准, 简称徐工养护), 注册资本 4,000 万元。公司出资 2800 万元, 占徐工养护注册资本的 70%; 徐州路路通出资 800 万元, 占徐工养护注册资本的 20%; 集萃道路出资 400 万元, 占徐工养护注册资本的 10%。

其经营范围主要包括沥青混凝土搅拌设备、稳定土厂拌设备、沥青洒布车、稀浆封层车、同步碎石封层车、综合养护车、粉料撒布车等道路施工及养护车辆制造、销售、租赁、维修及技术服务。主要目的是为抢抓我国公路逐步进入“建养并重”的投资发展机遇, 做强做大徐工集团工程机械股份有限公司 (简称徐工机械或公司) 道路养护机械产业。

4. 背靠集团优质资产，徐工挖掘机已展示超强实力

集团公司作为全球前十、国内第一的工程机械公司（集团），业务范围基本覆盖了所有工程机械，全球份额约 3.7%。根据天眼查数据，徐工集团的子公司除了上市公司徐工机械外，还主要有徐工挖掘机械（徐挖）、徐工斗山发动机、凯宫重工（盾构机业务）、徐工矿山机械、徐州建机工程机械（塔吊业务）、徐工汽车、工程机械研究院、广联租赁、徐工信息（872437.OC）等优质资产，在此多元业务协同的基础上，未来有望将优质资产注入上市公司体内。我们重点关注挖掘机业务。

表 8：KHL 全球工程机械公司 2016 年排名

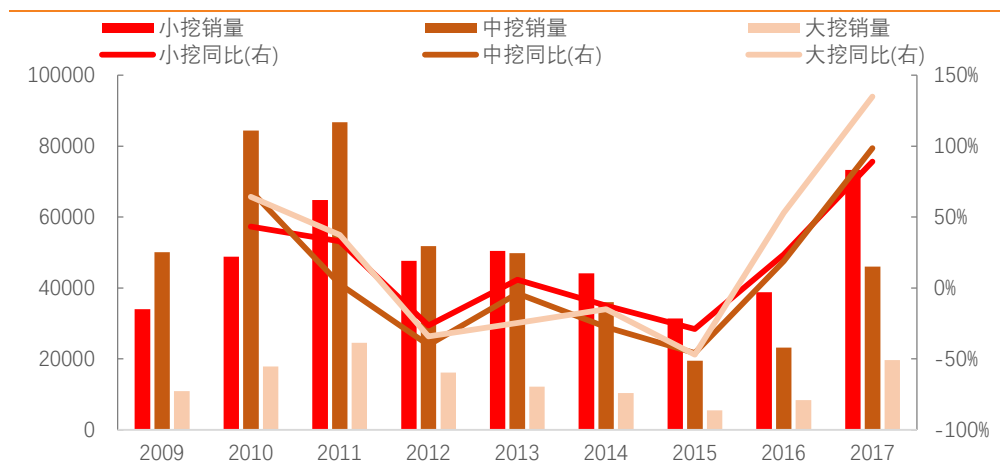
排名	公司	总部所在地	销售额(亿美元)	市场份额
1	卡特彼勒(Caterpillar)	美国	213.38	16.50%
2	小松(Komatsu)	日本	140.53	10.90%
3	日立建机(Hitachi)	日本	65.85	5.10%
4	利勃海尔(Liebherr)	德国	61.80	4.80%
5	沃尔沃建筑设备(Volvo)	瑞典	59.47	4.60%
6	斗山工程机械(Doosan)	韩国	49.28	3.80%
7	迪尔(JohnDeere)	美国	49.00	3.80%
8	徐工集团(XCMG)	中国	47.71	3.70%
9	特雷克斯(Terex)	美国	44.43	3.40%
10	山特维克矿山与岩石技术(Sandvik)	瑞典	36.45	2.80%
11	三一重工(Sany)	中国	35.42	2.70%
12	杰西博(JCB)	英国	34.80	2.70%
13	神钢建机(Kobelco)	日本	32.02	2.50%
14	中联重科(Zoomlion)	中国	30.29	2.30%
15	豪士科(Oshkosh)	美国	30.12	2.30%

资料来源：KHL、天风证券研究所

4.1. 2017 年挖掘机销量频超预期

据工程机械协会挖掘机分会的数据，2017 年挖掘机总销量 140,302 台、同比增长 99.5%，其中出口 9,672 台、同比增长 32.2%，大挖 2,138 台、同比增长 161.4%，中挖（统计口径 20t~30t）1,333 台、同比 139.2%，小挖 7,396 台、同比增长 84.5%。全年累计出口 9,672 台、同比增长 32.2%，8 月份以来出口增速提高明显，8~12 月出口同比增速分别为 49.3%、60.2%、84.9%、27.2%和 73.8%。

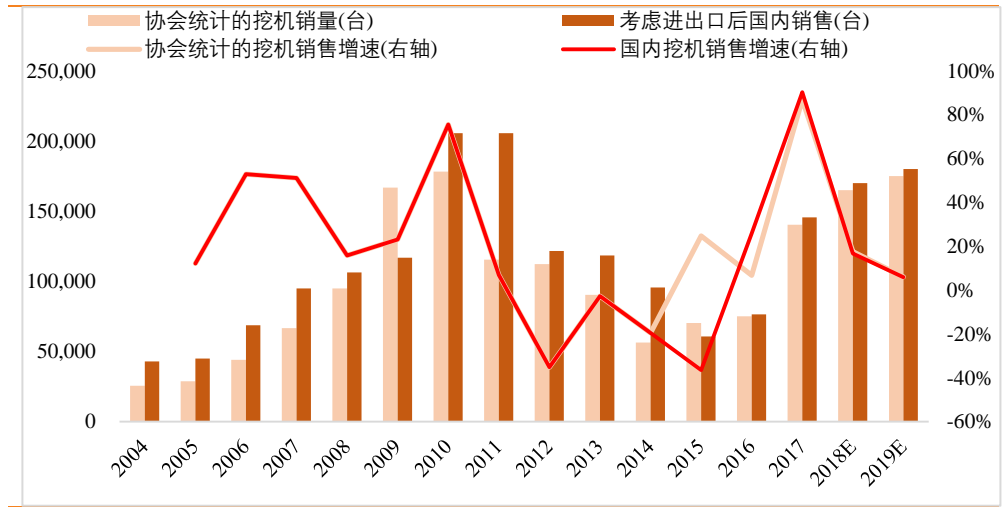
图 17：近几年各类挖掘机销售数量与同比增速（单位：台）



资料来源：工程机械协会，天风证券研究所

叠加了更新周期和基建投资增长的需求，我们预测 2018 年 1 月挖机销量增长有望超 200%（考虑到春节在 2 月中旬的因素）、一季度销量增长有望达到 25~30%，2018~2019 年全年行业需求预测位 17 万和 18 万台。

图 18：挖掘机年度销量、增速及预测（单位：台）



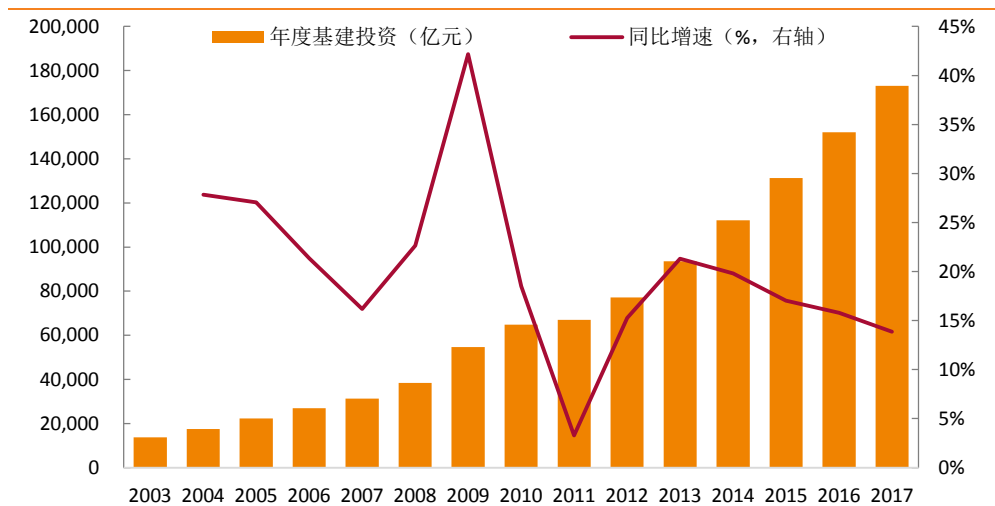
资料来源：工程机械协会，天风证券研究所预测

4.2. 需求来源：基建开工量大、更新周期到来，环保要求锦上添花

(1) 基建投资维持增长，开工量大带来强劲需求

全国基建投资额在 2012 年以来持续高涨，由 2012 年的 7.70 万亿元增长至 2016 年的 15.20 万亿元、2017 年，超越房地产成为各类工程机械的施工需求主力。2017 年全年基础设施建设投资额累计 17.31 万亿元，同比增长约 13.86%，直接推动铁路、公路、市政工程等多领域施工需求的加速增长。

图 19：基础设施固定资产投资完成额以及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

(2) 大宗商品涨价上涨及 2015 年以来爆破物管制加严带动重型装备需求

2016 年以来，大宗商品和主要原材料的价格在持续上涨后稳定在较高位置，主要体现是黑色系的煤炭与铁矿石、钢材、有色金属、水泥、石料等，由此带动采矿企业的产能扩张。

另一方面，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，因此大量露天开采的各类矿山装备和大型挖掘机需求将持续高增长。

因此，大型挖掘机的需求与大宗商品价格、全球经济周期紧密相关，受到爆破物管制的影响，但与国内基建投资的关联度较小，因此大挖的需求将保持持续高增长。

图 20: 螺纹钢期货结算价稳步提升



资料来源: Wind, 上海期货交易所, 天风证券研究所

图 21: 中国冷轧板价格呈现上行趋势



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 22: LME 铜、铝现货结算价稳步提升



资料来源: Wind, LME, 天风证券研究所

图 23: 上期所阴极铜、铝期货结算价呈现上涨趋势



资料来源: Wind, 上海期货交易所, 天风证券研究所

图 24: 铁矿石价格指数持续走高



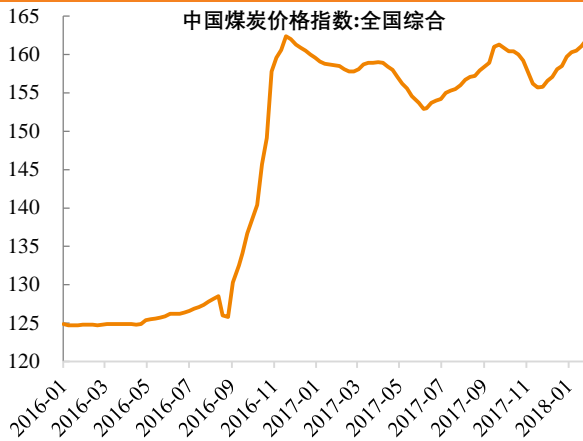
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 25: 水泥价格指数持续走高



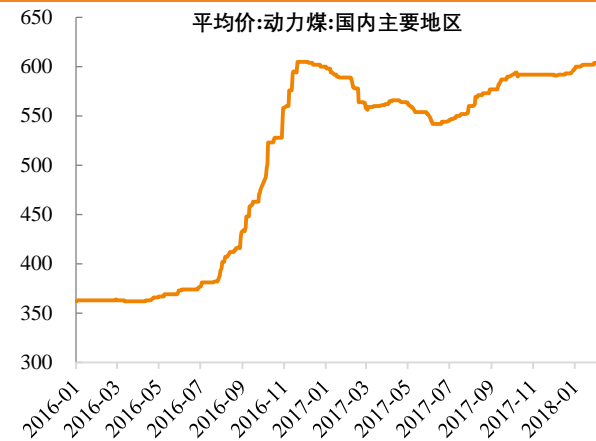
资料来源: Wind, 中国水泥网, 天风证券研究所

图 26：中国煤炭价格指数呈现上升态势



资料来源：Wind，中国煤炭工业协会，天风证券研究所

图 27：国内主要地区动力煤平均价呈现上升态势



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：主要地区包括山西、内蒙古、黑龙江、陕西、宁夏、山东、安徽、江苏、江西、贵州等地区。

(3) 11~12 年行业高峰期销售的设备更新周期到来为最强动力，环保或持续加力

我国工程机械在经历 2005-2015 年的一轮完整周期后，已于 2016 年 8 月触底反弹、逐步进入设备的存量更新阶段，其特点是：保有量增速大幅放缓，2011-2012 年高峰期销售的设备逐渐步入更新周期，更新(包括升级)是本轮需求大幅上涨的主要动力。我们预计 2017 年主要淘汰的设备以 2008~2010 年出厂设备的为主，2018~2019 年将迎来 2010~2012 年出厂设备的密集淘汰期。

另一方面，环保法规执行加严，2018 年开始“国一/国二”的挖掘机和“国三”的汽车起重机与泵车将进入全面淘汰期。截至目前，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、第四阶段标准也在部分区域已经提上了日程，泵车/汽车起重机等道路交通设备也已经全面实施第五阶段排放要求，随着环保政策执行力度越来越大、标准愈发严格，加速了老旧挖掘机退出市场，促进了市场对于新机的需求。

表 9：近年来国内对机动车和非道路工程机械排放要求日趋严格

排放标准	非道路移动机械排放标准	机动车排放标准
一阶段之前	2008.9.30 之前	2001.4.15 之前
一阶段	2008.10.1	2001.4.16
二阶段	2009.10.1 新机型审批强制执行 2010.10.1 新机销售强制执行	2003.9.1 新车型审批强制执行 2004.7.1 新车销售强制执行
三阶段	2015.10.1 新机型生产强制执行 2016.4.1 新机销售强制执行	2008.7.1
四阶段	预计 2020 年下半年	2013.1.1 北京, 2015.1.1 全国
五阶段	暂无	2016.4.1 京津冀, 2017.1.1 全国
六阶段	暂无	2020.1.1

资料来源：环保部、中国工程机械协会、中国农机工业协会、中国内燃机工业协会，天风证券研究所

(4) 未来：国际化成为大趋势，“一带一路”助力

随着国产装备技术水平不断提高，也将抢占更多海外市场，徐工机械的海外销售占比已经超过 15%，未来有望持续提高占比。“一带一路”目前已经升级为国家级顶层战略，也是国内产能输出的重要方向，因此也已成为工程机械海外市场的重要看点。“一带一路”沿线涉及的国家数量多达 66 个，人口占全球的 63%，经济总量占全球的 29%。根据普华永道的数据，该 66 国在 2016 年的核心基建项目及交易总额超过了 4930 亿美元，其中，中国占投资总金额的三分之一。“一带一路”国家普遍没有发达的工业生产规模，由此势必带动基建设备大量的进口需求。

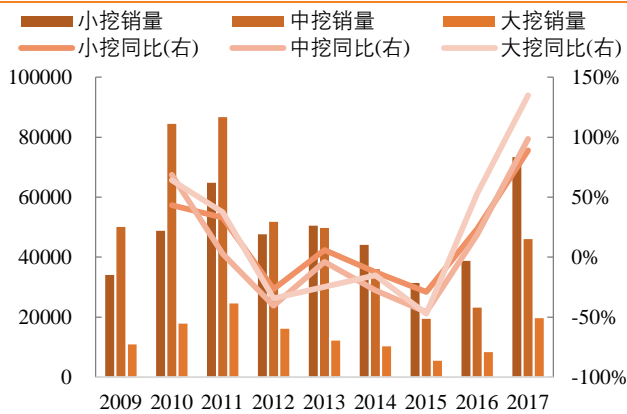
4.3. 国产装备全面超越外资品牌

2017 年主流企业销售情况：三一 3.1 万台、市占率 22.2%；徐挖约 1.4 万台、市占率 10%；柳工 0.82 万台、市占率 5.8%；国产挖机市占率 52.4%，三一+徐挖+柳工+临工四强 43%；卡特 1.85 万台、市占率 13.2%；小松 0.94 万台、市占率 6.7%；斗山 1.1 万台、市占率 7.8%。

根据上述数据，国内市场需求是国产厂家的主战场，经历行业大周期后，国产设备不断侵蚀外资品牌的市场份额、份额不断提高，通过扩大规模效应提高毛利率、将更有效提高盈利能力。在液压件缺货的背景下，市占率高的企业有可能获得稳定供货，市占率有进一步提高的可能。同时经历行业大周期后，国产设备不断侵蚀日系和韩系的份额，在近期小松提出涨价的背景下，国产设备通过保价换份额的概率更大，通过扩大规模效应提高毛利率、将更有效提高盈利能力。综上我们预测徐挖的市占率将超 10%。

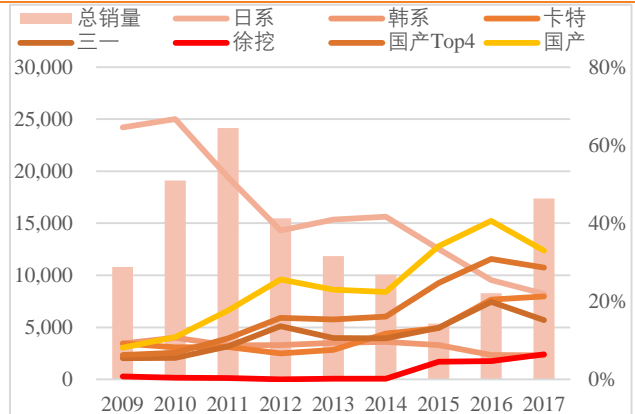
另外，中小挖的国产市占率提升幅度明显高于大挖。基建和地产等建设施工主要采用中小挖，对于大挖而言受到大宗商品价格影响更大，由此可见国产挖机和外资品牌的竞争力和客户群差异，未来各类矿物采掘类市场将是国产工程机械厂家重点发力目标。

图 28：近几年各类挖掘机销售数量与同比增速（单位：台）



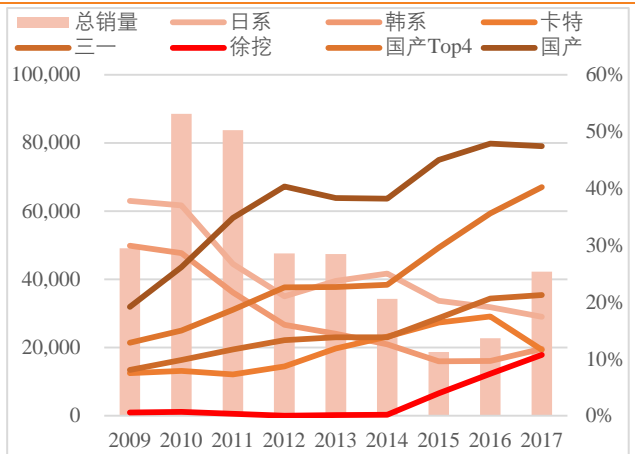
资料来源：工程机械协会，天风证券研究所

图 29：国产小挖市占率近 40%、徐挖占比已超韩系（单位：台）



资料来源：工程机械协会，天风证券研究所

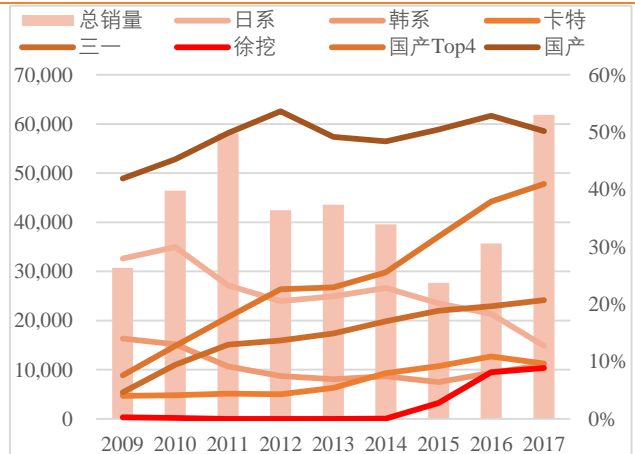
图 30：国产中挖市占率近 50%、徐挖 15 年突然发力（单位：台）



资料来源：工程机械协会，天风证券研究所

注：统计口径：2017 年 1~11 月中挖为 13~30 吨；12 月为 20~30 吨

图 31：国产小挖市占率近 50%、徐挖 15 年突然发力（单位：台）



资料来源：工程机械协会，天风证券研究所

注：1、当时国前 4 强为三一、徐挖、柳工、临工，上同

2、统计口径变化：2017 年 1~11 月小挖为 13 吨以下；12 月为 20 吨以下

4.4. 挖掘机资产仍有望注入

公司 2009 年公告“将徐州徐工挖掘机械有限公司在适当时机注入到徐工机械”，但因挖掘机行业竞争激烈且 2012~2015 年以来进入行业低景气度周期，由此多年亏损。在经历多年的积累后实现了市占率提升并迎来行业景气周期，未来几年有望实现大规模盈利，因此我们预测挖掘机子公司未来仍将注入上市公司，成为优质的资产。

5. 盈利预测：工程机械龙头面临行业高景气度，买入评级

从 2016 年开始，国内基建投资保持高增长，全球经济逐渐复苏，由此带来基建和大宗商品开采的施工需求提升，由此各类工程机械的销量暴涨。受益于需求提升，同时龙头集中度提升和国产替代进口的趋势明显，作为多领域的行业龙头，公司的各类产品均逐步出现了高速增长。

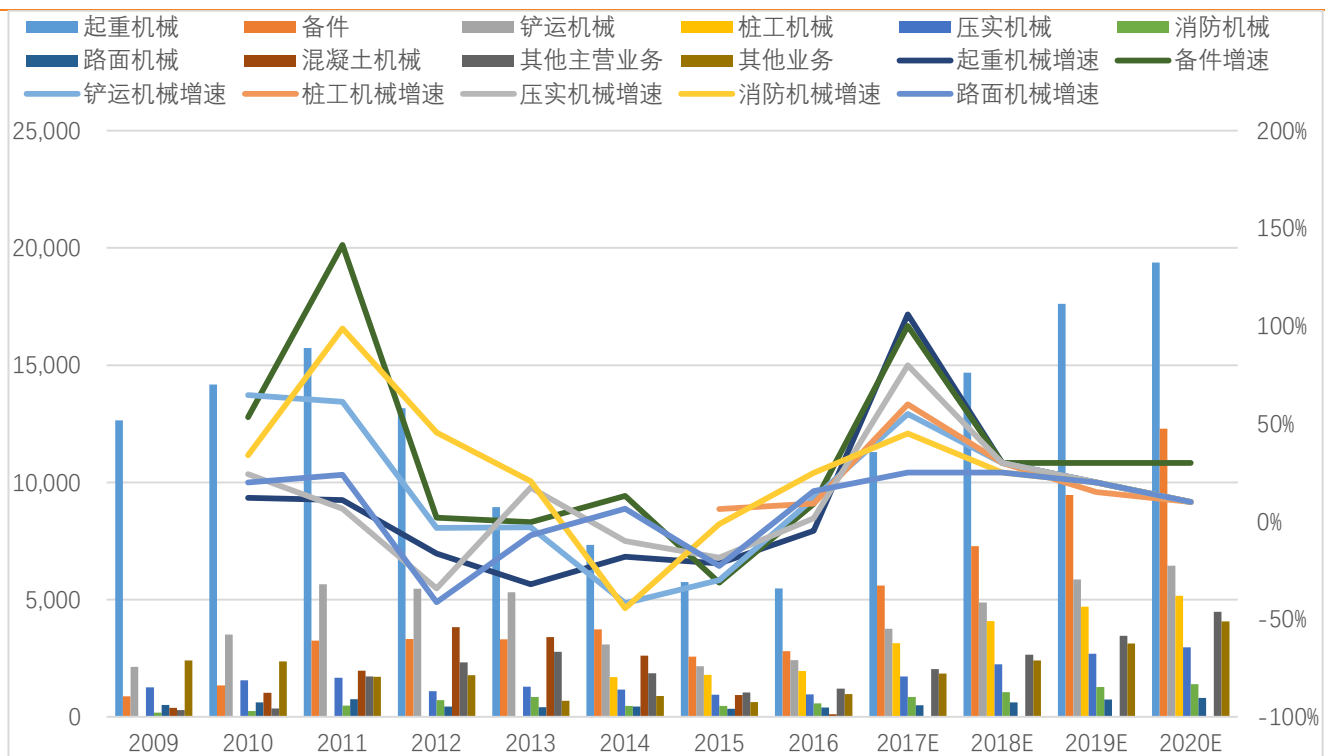
公司的多项产品处于国内领先的位置，其中汽车起重机、路面设备和桩工机械等领域保持了多年国内第一、混凝土机械和铲运机械国内领先。实际控制人徐工集团的总体整体业务在全球工程机械行业排名第八且不断提高、体现超强竞争力，还有挖掘机械、发动机、盾构机、矿山机械、塔吊等优质资产，多项业务协同发展，发展势头良好。

此外，公司计划募集 41.56 亿元开展七大项目建设，其中包括了盾构、高空作业平台、智能物流装备、垃圾压缩设备、桩工机械等几大类产品生产线建设，以及印度生产基地建设和工业互联网信息化升级等内容。建成后将为公司带来产能扩张和技术实力提升，以及开展全球化布局，为持续成长提供保障。

工程机械行业正进入龙头集中度快速提升和进口替代加速的阶段，未来各领域龙头的增速有望高于行业整体需求增速。根据各业务板块的收入拆分，我们预测公司 2017 年~2019 年净利润为 10.2 亿、14.8 亿元和 18.5 亿元，相应的 EPS0.15 元、0.21 元（不考虑增发带来的股份数量变化）和 0.26 元。2018~2019 年利润增速分别为 45%和 25.32%、高于相应的收入增速 30%和 22.86%，主要原因是规模效应带来的盈利能力增强和资产负债表修复。各项主营业务毛利率将维持稳中缓升的趋势，主要是产品结构优化带来的销售均价逐渐提高。

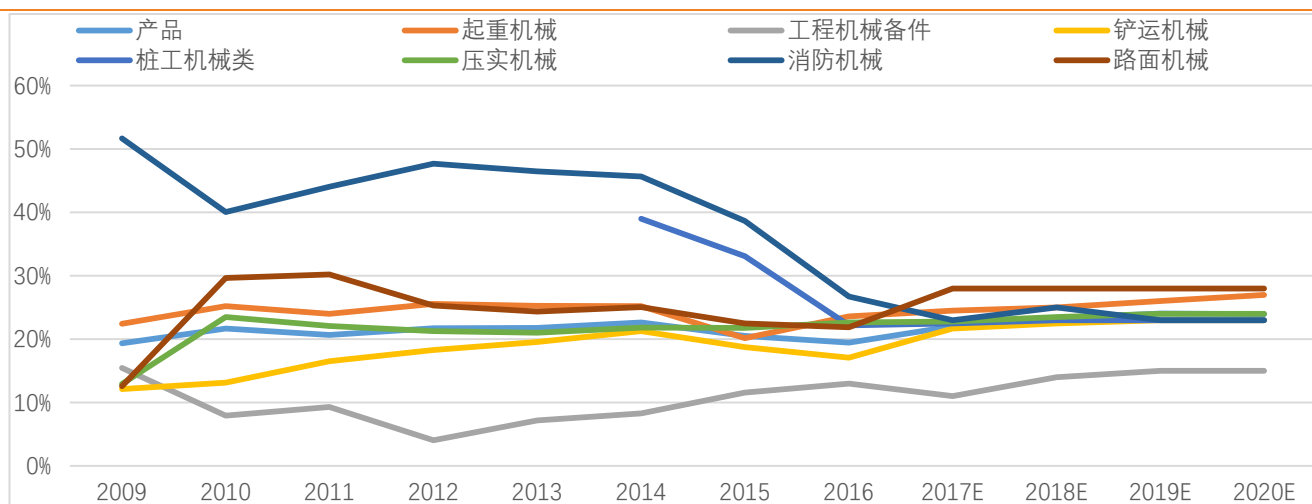
未来中小企业技术积累和资源投入将很难与龙头公司抗衡，客户需求将从价格逐渐向质量转变，因此国内市场集中度将持续提升、龙头公司将实现进口替代和全球布局的速度更快，成长的确定性更高。我们认为公司的收入和利润增长将更快，估值应明显高于其他中小型工程机械公司、并将在未来进一步拉开差距。公司的多项业务已经处于国内第一、将享受更多行业高景气度的红利，目标价 5.25 元、对应 2018 年 25 倍 PE。

图 32：公司各版块业务及预测（右轴为核心业务的收入增速及预测）



资料来源：Wind，天风证券研究所预测

图 33：公司核心业务的毛利率变化即预测



资料来源：Wind，天风证券研究所预测

表 10：公司主要经营情况与未来预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	16,657.83	16,891.23	27,676.53	35,979.50	44,205.44
增长率(%)	-28.53	1.40	63.85	30.00	22.86
EBITDA(百万元)	1,715.82	825.31	1,730.93	2,903.22	3,692.71
净利润(百万元)	50.60	208.58	1,018.10	1,476.29	1,850.11
增长率(%)	-87.76	312.23	22.03	45.0	25.32
毛利率(%)	20.50	19.44	3.68	4.10	4.19
净利率(%)	0.30	1.23	3.68	4.16	4.29
EPS(元/股)	0.01	0.03	0.15	0.21	0.26
市盈率(P/E)	570.61	138.42	28.36	19.56	15.61
市净率(P/B)	1.40	1.41	1.35	1.26	1.17
市销率(P/S)	1.73	1.71	1.04	0.80	0.65
EV/EBITDA	20.78	33.21	18.54	16.50	10.69

资料来源：Wind，天风证券研究所预测

表 11：主要工程机械公司的盈利预测和估值

代码	公司名称	收盘价				EPS			PE			PB		
		20180214	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E			
000157.SZ	中联重科	4.24	0.19	0.23	0.29	22.15	18.60	14.68	0.87	0.84	0.80			
000425.SZ	徐工机械	4.12	0.14	0.21	0.27	29.30	19.77	15.46	1.37	1.28	1.17			
000528.SZ	柳工	9.20	0.33	0.54	0.72	28.30	17.15	12.78	1.12	1.06	0.99			
002097.SZ	山河智能	7.25	0.16	0.32	0.41	45.31	22.65	17.48	2.99	2.81	2.61			
600031.SH	三一重工	8.33	0.29	0.44	0.58	28.80	18.75	14.47	2.53	2.27	2.01			
600761.SH	安徽合力	10.04	0.64	0.77	0.89	15.61	13.11	11.33	1.50	1.36	1.22			
600984.SH	建设机械	6.41	0.26	0.41	0.59	24.82	15.50	10.89	1.22	1.13	1.03			
603298.SH	杭叉集团	13.88	0.82	0.98	1.15	16.97	14.18	12.09	2.30	2.02	1.77			
603611.SH	诺力股份	19.20	0.94	1.29	1.61	20.38	14.93	11.90	1.84	1.67	1.56			
	均值		0.42	0.58	0.72	25.74	17.18	13.45	1.75	1.61	1.46			
000425.SZ	徐工机械*	4.12	0.15	0.21	0.26	28.36	19.56	15.61	1.35	1.26	1.17			

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：*该数据为本报告预测值（不考虑因增发导致的稀释），其他数据均采用 Wind 一致预测。

6. 风险提示

- (1) 经济复苏减弱、金融去杠杆等多重因素引起国内基建投资迅速下滑，从而导致工程机械行业的需求下滑；
- (2) 更新周期结束，行业需求见顶；
- (3) 原材料涨价导致盈利能力减弱。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	4,999.50	4,936.48	2,214.12	2,878.36	3,536.44
应收账款	19,516.35	15,895.45	22,544.19	35,422.78	33,341.24
预付账款	392.44	308.07	1,921.11	546.37	2,186.73
存货	5,748.11	6,643.73	10,140.29	12,856.65	15,124.00
其他	2,122.81	2,708.32	4,475.53	5,816.86	7,429.39
流动资产合计	32,779.21	30,492.05	41,295.25	57,521.02	61,617.79
长期股权投资	827.78	846.12	846.12	846.12	846.12
固定资产	6,027.66	7,546.98	7,290.03	7,126.97	7,090.24
在建工程	185.35	108.93	70.16	222.09	433.26
无形资产	1,497.64	1,860.90	1,784.51	1,708.12	1,631.73
其他	1,390.30	3,122.08	3,118.22	3,086.34	3,096.82
非流动资产合计	9,928.74	13,485.01	13,109.03	12,989.64	13,098.16
资产总计	42,707.94	43,977.05	54,404.28	70,510.66	74,715.95
短期借款	4,532.96	4,417.46	1,863.25	15,385.59	10,514.78
应付账款	6,180.93	6,892.37	16,674.58	13,490.04	21,720.06
其他	8,540.41	8,219.43	10,979.56	12,909.19	14,614.41
流动负债合计	19,254.31	19,529.25	29,517.38	41,784.82	46,849.25
长期借款	1,349.42	969.92	0.00	3,096.54	0.00
应付债券	1,497.21	2,987.16	3,351.46	2,611.94	2,983.52
其他	2.87	9.14	14.07	8.69	10.63
非流动负债合计	2,849.50	3,966.22	3,365.52	5,717.18	2,994.15
负债合计	22,103.81	23,495.47	32,882.90	47,502.00	49,843.40
少数股东权益	12.85	23.74	71.96	156.77	263.05
股本	7,084.29	7,007.73	7,007.73	7,007.73	7,007.73
资本公积	3,486.38	3,344.10	3,344.10	3,344.10	3,344.10
留存收益	13,408.19	13,474.49	14,441.69	15,844.17	17,601.77
其他	(3,387.57)	(3,368.48)	(3,344.10)	(3,344.10)	(3,344.10)
股东权益合计	20,604.14	20,481.58	21,521.38	23,008.66	24,872.55
负债和股东权益总	42,707.94	43,977.05	54,404.28	70,510.66	74,715.95

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	(62.68)	216.59	1,018.10	1,476.29	1,850.11
折旧摊销	801.69	765.74	380.11	387.52	401.96
财务费用	709.18	469.99	170.18	778.08	1,125.87
投资损失	(862.23)	(199.06)	50.00	(337.10)	(162.05)
营运资金变动	(1,074.61)	499.84	(857.55)	(17,254.61)	6,758.83
其它	596.40	492.24	53.58	94.23	118.09
经营活动现金流	107.74	2,245.34	814.43	(14,855.58)	10,092.81
资本支出	(1,743.46)	2,579.21	3.07	305.38	498.06
长期投资	488.06	18.34	0.00	0.00	0.00
其他	(496.58)	(3,937.58)	(61.07)	(268.28)	(836.01)
投资活动现金流	(1,751.98)	(1,340.03)	(58.00)	37.10	(337.95)
债权融资	11,925.07	11,759.93	8,483.19	24,827.19	16,960.63
股权融资	(487.39)	(279.78)	(138.36)	(770.60)	(1,118.43)
其他	(9,767.38)	(12,181.43)	(11,823.61)	(8,573.87)	(24,938.99)
筹资活动现金流	1,670.30	(701.28)	(3,478.78)	15,482.72	(9,096.79)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	26.06	204.02	(2,722.36)	664.24	658.08

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	16,657.83	16,891.23	27,676.53	35,979.50	44,205.44
营业成本	13,242.88	13,607.17	21,579.45	27,596.33	33,576.77
营业税金及附加	126.78	87.92	193.74	251.86	309.44
营业费用	1,218.73	1,277.48	1,826.65	2,518.56	3,094.38
管理费用	1,471.52	1,502.50	2,103.42	2,878.36	3,536.44
财务费用	1,058.41	(54.83)	170.18	778.08	1,125.87
资产减值损失	544.00	550.90	572.46	555.79	559.71
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	862.23	199.06	(50.00)	337.10	162.05
其他	(1,724.47)	(398.12)	100.00	(674.20)	(324.10)
营业利润	(142.25)	119.16	1,180.64	1,737.62	2,164.88
营业外收入	213.24	136.00	100.00	130.00	169.00
营业外支出	24.73	15.27	19.83	19.95	18.35
利润总额	46.25	239.89	1,260.80	1,847.67	2,315.53
所得税	108.93	23.30	189.12	277.15	347.33
净利润	(62.68)	216.59	1,071.68	1,570.52	1,968.20
少数股东损益	(113.28)	8.01	53.58	94.23	118.09
归属于母公司净利润	50.60	208.58	1,018.10	1,476.29	1,850.11
每股收益(元)	0.01	0.03	0.15	0.21	0.26

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-28.53%	1.40%	63.85%	30.00%	22.86%
营业利润	-131.52%	-183.76%	890.83%	47.18%	24.59%
归属于母公司净利润	-87.76%	312.23%	388.10%	45.00%	25.32%
获利能力					
毛利率	20.50%	19.44%	22.03%	23.30%	24.04%
净利率	0.30%	1.23%	3.68%	4.10%	4.19%
ROE	0.25%	1.02%	4.75%	6.46%	7.52%
ROIC	-4.45%	0.22%	4.75%	8.67%	6.68%
偿债能力					
资产负债率	51.76%	53.43%	60.44%	67.37%	66.71%
净负债率	45.91%	25.29%	31.59%	96.42%	79.59%
流动比率	1.70	1.56	1.40	1.38	1.32
速动比率	1.40	1.22	1.06	1.07	0.99
营运能力					
应收账款周转率	0.83	0.95	1.44	1.24	1.29
存货周转率	2.47	2.73	3.30	3.13	3.16
总资产周转率	0.36	0.39	0.56	0.58	0.61
每股指标(元)					
每股收益	0.01	0.03	0.15	0.21	0.26
每股经营现金流	0.02	0.32	0.12	-2.12	1.44
每股净资产	2.94	2.92	3.06	3.26	3.51
估值比率					
市盈率	570.61	138.42	28.36	19.56	15.61
市净率	1.40	1.41	1.35	1.26	1.17
EV/EBITDA	20.78	33.21	18.54	16.50	10.69
EV/EBIT	38.92	426.14	23.76	19.04	11.99

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com