

**机械设备**

**聚焦工程机械龙头，油价继续回暖关注油服装备**

评级：增持（维持）

分析师：朱荣华

执业证书编号：S0740518070010

Email: zhurh@r.qizq.com.cn

研究助理：赵晋

Email: zhaojin@r.qizq.com.cn

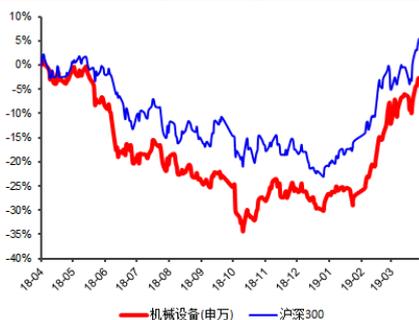
**重点公司基本状况**

简称	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS				PE				评级
			2017A	2018E	2019E	2020E	201	2018E	2019E	2020E	
三一重工	1118.98	13.36	0.27	0.80	1.18	1.38	49	17	11	10	买入
中国中车	2694.82	9.39	0.38	0.41	0.48	0.54	25	23	20	17	买入
北方华创	325.18	71	0.27	0.54	0.73	0.98	259	131	97	72	买入
杰瑞股份	252.30	26.34	0.07	0.57	1.02	1.53	372	46	26	17	买入

**机械行业基本状况**

上市公司数	328
行业总市值(百万元)	2266423
行业流通市值(百万元)	1683697

**机械行业-市场走势对比**



**相关报告**

- 1、《2019 机械行业年度策略：探寻星光，静待黎明》-2019.1.1
- 2、行业深度：《油气装备及服务：战略看好油服！2018-2020 景气向上！》-2018.03.22
- 3、行业深度：《工程机械：栉风沐雨，玉汝于成——中泰机械“精品研究”系列之一》-2017.8.21
- 4、行业深度：《半导体设备：迎来历史性机遇！重点推荐北方华创、长川科技、晶盛机电》-2017.11.09
- 5、公司深度：《三一重工（600031）：工程机械龙头，王者归来！》-2017.5.7

- **核心组合：**三一重工(中泰 2 月、4 月金股)、杰瑞股份、北方华创、先导智能、中国中车
- **重点股池：**徐工机械、恒立液压、捷佳伟创、迈为股份、晶盛机电、海特高新、威海广泰、华测检测、长川科技、中铁工业、中联重科、安徽合力、金卡智能、机器人、艾迪精密、埃斯顿、美亚光电、海油工程、石化机械、中海油服、天地科技、郑煤机、柳工、中鼎股份、杭氧股份、豪迈科技

■ **核心观点：聚焦工程机械龙头，油价继续回暖关注油服装备**

- 1) **后工业化时代，坚定看好装备制造龙头的表现：**发达经济体进入后工业化时期后，传统制造业进入成熟期。成熟期行业龙头拥有更高经营效率、更低经营成本、更好品牌，市占率越来越大，ROE 有望持续提升。**2 月挖机销量同比+69%，聚焦业绩高增长的工程机械龙头——**根据工程机械协会，2019 年 2 月挖掘机销量同比+69%，国内+78%，出口+5%。1-2 月国内外累计销量同比+40%。我们预计国内工程机械 3 月销量仍有望保持 10%以上增速，行业复苏持续。推荐三一重工、恒立液压、徐工机械。关注：中联重科、艾迪精密等。
- 2) **聚焦成长性板块——半导体设备、锂电设备、光伏设备、军民融合等。**推荐北方华创、先导智能、晶盛机电、捷佳伟创、海特高新。

**半导体设备：**国内设备高景气度对冲国际半导体设备周期下行。根据 SEMI，北美半导体设备制造商 2 月出货金额 18.6 亿美元，较 1 月最终数据减 1.7%，年减 23%，创 25 个月新低。SEMI 此前预期，今年存储厂设备支出恐将减少 30%，并将连带影响今年全球晶圆厂设备支出减少 14%至 530 亿美元，但 2020 年将强劲复苏 27%，达 670 亿美元，有机会缔造新高纪录。国内半导体企业持续扩张加大资本支出将使国产半导体设备行业继续受益，此外北方华创和长川科技等公司也均发布了定增方案投入新项目扩大产能、延伸产业链。

**光伏设备：**光伏平价上网逐步推进，高效电池片有望持续扩产。国家发改委、能源局发布积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知。PERC 电池是目前的主流技术路线，行业龙头厂商纷纷扩产来抢占市场份额。重点关注电池片设备龙头厂商：**捷佳伟创、迈为股份等。**

**锂电设备：**动力锂电扩产拉开序幕。先导智能、赢合科技等发布订单公告，预示着 2019-2020 年动力锂电扩产开启。我们认为 2019-2020 年国内市场产能扩建超过 140GWh，海外市场产能扩建超过 150GWh，目前锂电设备国产化已达 85%，设备市场加速洗牌，看好核心设备龙头。

- 3) **油服：油价已反弹至 60 美元/桶（美油）以上，关注供给侧边际变化。**近期美国原油库存下降，OPEC 减产执行力较强。如未来油价能维持在美油 50-60 美元/桶，结合国家能源安全提供国内市场需求的确定性，油服仍然有较好机会，看好油服行业龙头：**杰瑞股份、海油工程、石化机械。**

■ **上周报告/交流：三一重工、捷佳伟创、杭氧股份、美亚光电**

- 【三一重工】公司经营水平处历史最好阶段，后工业化时代看好行业龙头的发展趋势；
- 【捷佳伟创】光伏政策影响逐步消减，高效电池设备龙头重回业绩高增长；
- 【杭氧股份】2018 年净利润大增 105%，估值具备较大提升空间；
- 【美亚光电】口腔 CBCT 强劲增长，盈利能力稳步提升。

- **风险提示：**基建及地产投资低于预期；原材料价格大幅波动；全球贸易摩擦加剧；全球市场动荡风险；上市公司商誉大幅减值风险。

## 内容目录

一、中泰机械：本周核心观点.....	- 3 -
(1) 核心组合：三一重工（2、4月金股）、杰瑞股份、北方华创、先导智能、中国中车.....	- 3 -
(2) 重点股池：徐工机械、恒立液压、捷佳伟创、迈为股份、晶盛机电等.....	- 3 -
(3) 核心观点：聚焦工程机械龙头，油价持续回暖关注油服装备.....	- 3 -
(4) 上周报告/交流：三一重工、捷佳伟创、杭氧股份、美亚光电.....	- 4 -
(5) 核心组合投资标的：三一重工、北方华创、中国中车等.....	- 9 -
二、市场回顾、行业与公司动态.....	- 11 -
(1) 市场回顾.....	- 11 -
(2) 行业动态.....	- 11 -
(3) 公司动态.....	- 12 -
三、风险提示.....	- 14 -

## 图表目录

图表 1: 重点公司盈利预测表.....	- 15 -
图表 2: 挖掘机月度销量数据（单位：台）.....	- 16 -
图表 3: 汽车起重机月度销量数据（单位：台）.....	- 16 -
图表 4: 国际油价走势.....	- 16 -
图表 5: 原油供应情况.....	- 16 -
图表 6: 美国活跃钻井数.....	- 16 -
图表 7: 美国原油库存量.....	- 16 -
图表 8: 集装箱运价指数.....	- 17 -
图表 9: 波罗的海干散货指数.....	- 17 -
图表 10: 铁路运输业固定资产投资完成额:累计同比(%).....	- 17 -
图表 11: 城轨交通固定资产投资完成额（亿元）.....	- 17 -
图表 12: 煤炭行业设备购置（亿元）.....	- 17 -
图表 13: 煤炭行业固定资产投资完成额累计同比.....	- 17 -
图表 14: 液化天然气 LNG 市场价（元/吨）.....	- 18 -
图表 15: 国内机器人产量（台）及同比（%）.....	- 18 -

## 一、中泰机械：本周核心观点

(1) 核心组合：三一重工（2、4月金股）、杰瑞股份、北方华创、先导智能、中国中车

(2) 重点股池：徐工机械、恒立液压、捷佳伟创、迈为股份、晶盛机电等

- 徐工机械、恒立液压、捷佳伟创、迈为股份、晶盛机电、海特高新、威海广泰、华测检测、长川科技、中铁工业、中联重科、安徽合力、金卡智能、机器人、艾迪精密、埃斯顿、美亚光电、海油工程、石化机械、中海油服、天地科技、郑煤机、柳工、中鼎股份、杭氧股份、豪迈科技

(3) 核心观点：聚焦工程机械龙头，油价持续回暖关注油服装备

- 后工业化时代，坚定看好装备制造业龙头的表现：从产业周期理论中可以得知，发达经济体进入后工业化时期后，传统制造业进入到成熟期。成熟期的一个典型特征为行业龙头，因为它们拥有更高经营效率、更低经营成本、更好品牌，市占率越来越大，龙头公司的 ROE 有望持续提升。

**2月挖机销量同比+69%，聚焦业绩高增长的工程机械龙头**——根据工程机械协会，2019年2月挖掘机销量18745台、同比+69%，其中国内销量17286台、同比+78%，出口1459台、同比+5%。1-2月国内外累计销量30501台，同比+40%，国产品牌市占率为59.3%，较2018年+3pct，其中三一/徐工分别提升4.4/0.9pct。2018年工程机械龙头业绩高速增长，三一重工（2018年实现净利润61亿元，+192%）；恒立液压（2018年预计业绩8.2-8.8亿元，+115%-130%）；徐工机械（19.5-21.5亿元，+91%-111%）；中联重科（2018年净利润20亿元，+52%）。我们预计国内工程机械3月销量仍有望保持10%以上增速，行业复苏持续。推荐三一重工、恒立液压、徐工机械；中国中车、中铁工业，关注：中联重科、艾迪精密等。

- 聚焦成长性板块——半导体设备、锂电设备、光伏设备、军民融合等。推荐北方华创、先导智能、晶盛机电、捷佳伟创、海特高新。

**半导体设备**：根据 SEMI，北美半导体设备制造商2月出货金额18.6亿美元，较1月最终数据减1.7%，年减23%，创25个月新低。SEMI此前预期，今年存储器厂设备支出恐将减少30%，并将连带影响今年全球晶圆厂设备支出减少14%至530亿美元，但2020年将强劲复苏27%，达670亿美元，有机会缔造新高纪录。

国内半导体企业持续扩张加大资本支出将使国产半导体设备行业继续受益：2019年1月3日，新华半导体公司成立，重点投资硅材料产业及集成电路产业。中环股份、北方华创和长川科技等公司也均发布了定增方案投入新项目扩大产能、延伸产业链。

**光伏设备**：光伏平价上网逐步推进，高效电池片有望持续扩产。国家发改委、能源局发布积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的

通知。PERC 电池是目前的主流技术路线，行业龙头厂商纷纷扩产来抢占市场份额。重点关注电池片设备龙头厂商：**捷佳伟创、迈为股份**等。

**锂电设备：**动力锂电扩产拉开序幕。**先导智能、赢合科技**等发布订单公告，预示着 2019-2020 年动力锂电扩产开启。我们认为 2019-2020 年国内市场产能扩建超过 140GWh，海外市场产能扩建超过 150GWh，目前锂电设备国产化已达 85%，设备市场加速洗牌，看好核心设备龙头**先导智能**。

- **油服：**油价站稳 60 美元/桶（美油）以上，关注供给侧边际变化。近期美国原油库存下降，OPEC 减产执行力较强。如未来油价能维持在美油 50-60 美元/桶，结合国家能源安全提供国内市场需求的确切性，油服仍然有较好机会，看好油服行业龙头：**杰瑞股份、海油工程、石化机械**。

#### **(4) 上周报告/交流：三一重工、捷佳伟创、杭氧股份、美亚光电**

- **三一重工（600031）：**公司经营水平处历史最好阶段，后工业化时代看好行业龙头的发展趋势

**事件：**公司发布 2018 年年报，公司 2018 年实现营业收入 558.22 亿元，同比增长 45.61%；归属于上市公司股东的净利润 61.16 亿元，同比增长 192.33%；经营活动产生的现金流量净额 105.27 亿元，同比增长 22.91%。截止 2018 年末，公司总资产 737.75 亿元，归属于上市公司股东的净资产 314.85 亿元。

**公司业绩大幅增长，主要体现在：工程机械产品销量的强劲增长，以及公司不断改善的经营管理能力。**

1) 主导产品具备全球竞争力，销售强劲增长：2018 年，挖掘机械销售收入 192.47 亿元，同比增长 40.8%，国内市场上已连续八年蝉联销量冠军，基于公司领先的研发创新能力，公司挖掘机已具备世界级品质与竞争力；混凝土机械实现销售收入 169.64 亿元，同比增长 34.64%，稳居全球第一品牌。起重机械销售收入达 93.47 亿元，同比增长 78.26%，市场地位显著提升；桩工机械销售收入 46.91 亿元，同比增长 61.00%，市场份额持续提升且稳居中国第一品牌；路面机械等设备销售均实现较快增长，总体市场份额稳步增加。

2) 企业经营能力大幅提升，处于历史最好水平：盈利水平方面，公司产品总体毛利率 31.12%，同比增加 1 个百分点；销售净利率为 11.29%，同比上升 5.48 个百分点。费用控制方面，期间费用率为 15.02%，同比大幅下降 5.03 个百分点，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率较 2017 年分别下降 2.03、0.93、3.2 个百分点，利息支出同比减少 13.24%，利息收入同比增加 2.7 亿元。资产质量方面，应收账款周转天数从上年的 174 天下降至 126 天，逾期贷款大幅下降、价值销售逾期率控制在历史最低水平；存货周转率从上年的 3.87 次提升至 4.03 次。资本结构方面，2018 年末，公司资产负债率为 55.94%，财务结构稳健。

3) 公司经营效率提升，风险控制良好：2018 年现金类资产及准现金类资产超过贷款总额，实现“存贷为正”。经营活动净现金流 105.27 亿元，同比增长 22.91%，再创历史新高。

### 国际化推进加快，公司海外销售额、经营质量继续高速提升

2018 年公司实现国际销售收入 136.27 亿元，同比增长 17.29%，下半年增速加快，销售 75.35 亿元，同比增长 29.49%；公司海外各大区域经营质量持续提升，东南亚、印尼、拉美等八大海外大区、三一印度、三一欧洲、三一美国销售额均实现快速增长；海外市场的人均销售额、总体利润、销售回款率、在外贷款及存货周转速度均有较大幅度提升，销售费用率大幅下降；海外市场地位明显提升，其中挖掘机海外市场实现高速增长、市场份额持续大幅提升。

3 月 22 日，中国工程机械工业协会挖掘机分会的官方微信发布了《关于中国挖掘机行业市场不正当竞争风险提示函》：提示行业内有部分制造企业盲目追求市场占有率，制定的商务政策存在严重过度竞争倾向，低首付、零首付再现，价格战不断升级，销售推荐会上品牌之间互相诋毁，为完成“指标”获得“返利”奖励等等。这些激进的行为与 2009-2012 年的乱象并无二致，甚至已有超越之势，这些恶劣市场行为必然造成市场风险快速积累，严重影响当前挖掘机市场健康可持续发展。我们分析公司近期并无明显降低销售质量进行促销的行为，客户及订单质量并无下滑态势。三一作为行业龙头，在经历了持续 5 年的行业调整期后，更重视风险控制，将现金流、企业负债、库存水平放在经营重点上。

### 三一近期市值突破 1000 市值：深层次原因为中国步入后工业化时代

- 1) 我国经济逐步步入后工业化时期，从人均 GDP 和城市化率水平来看，我国将于 2020 年达到发达国家 20 世纪 70 年代水平。
- 2) 后工业化时代：经济增速回落。进入后工业化时代，我国经济增速下台阶，未来很长一段时间有望保持中高速运行。
- 3) 后工业化时期：存量经济中产业集中度提升，制造业龙头盈利能力增强。制造业龙头企业具有更高的经营效率、更低的经营成本、更好的品牌和更高的市场占有率，通过扩张 ROE 不断提升，盈利能力和稳定性得到显著改善，并且 ROE 提升会带来股票更好的市场表现。

### 工程机械：2019 年年初销量继续超市场预期

- 1) 2019 年 1-2 月工程机械产品销售持续超预期，根据中国工程机械协会的数据，2019 年 1-2 月共计销售挖掘机 30501 台，同比涨幅 39.9%。其中 1 月销量 11756 台(同比+10.0%)，2 月销量 18745 台(同比+68.7%)大超预期。
- 2) 根据中泰挖掘机预测模型，我们预计 2019 年销量有望达 21 万台以上。
- 3) 核心零部件（液压件）2019 年仍处于供应紧张状态。

### 下游：基建托底经济、投资增速反弹，房地产 2019 年不悲观

- 1) 2019 年初基建投资增速触底反弹。2019 年 1-2 月，基建投资完成额同比增长 4.3%触底反弹。宏观经济走弱，基建维稳需求预期不断提升。乡村振兴（基建投资）延长工程机械景气周期。
- 2) 下游房地产投资：2018 年全年超预期，2019 年亦勿需悲观。2018 年，全国房地产开发投资完成额达 110083 亿元，全年增速 9.5%，2019

年 1-2 月开发投资额增速进一步提升，同比增长 11.6%。

### 2019 年挖掘机销量有望超 21 万台，同比小幅增长，再创历史新高

1) 更换高峰期可能在 2020 年逐渐褪去。根据中泰挖掘机预测模型，我们预测 2019-2020 年挖掘机销量将达 21.32、16.09 万台。

2) 国内核心零部件（液压件）预计在 2019 年持续处于供应紧张状态。

**投资建议：**公司为中国工程机械行业龙头，挖掘机持续增长，混凝土板块明显复苏。预计 2019-2020 年净利润有望超历史最高峰（2011 年 86 亿净利润）！预计公司 2019-2021 年净利润为 88.6/106.9/118.3 亿元，PE 为 11/9/8 倍。未来有望向全球工程机械龙头卡特彼勒（5000 多亿人民币市值）看齐。维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济波动风险；周期性行业反弹持续性风险；主要产品销量增速低于预期风险；基建及房地产低于预期风险。

## ■ 捷佳伟创（300724）：光伏政策影响逐步消减，高效电池设备龙头重回业绩高增长轨道

**事件：**公司发布 2018 年年报，报告期内公司实现营业收入 14.93 亿元，同比增长 20.11%；归母净利润 3.06 亿元，同比增长 20.53%。截至报告期末，公司总资产 44.44 亿元，同比增长 73.83%；归属于上市公司所有者权益 22.27 亿元，同比增长 138.58%。

同时公司预计 2019 年第一季度归属于上市公司股东的净利润 8673.35 万元-10140.69 万元，同比增长 15.65%-35.21%。其中非经常性损益对净利润的影响金额预计在 800 万元到 1500 万元之间。去年同期为 500.27 万元。

### 产品毛利率稳步提升，高研发投入保证光伏设备行业龙头地位

2018 年公司综合毛利率已增长至 40%以上，净利率亦抬升至 20.51%，均为历史最好水平，高研发投入保证公司在光伏设备行业的龙头地位。近三年公司研发投入 1.90 亿元，在提高太阳能电池片的转换效率及产能，提高设备自动化方面取得显著成效。公司在基于中期电池效率提升的 N 型 Topcon 电池和基于中长期成本与效率兼顾的 HIT 电池产业链也提前布局，有望继续保持领先地位。

### 下游光伏行业复苏，预收账款大幅增长保障公司业绩

公司 2015-2018 年营收复合增速达 43.7%，净利润复合增速超 70%。根据公司年报数据，公司预收账款达 14.93 亿元，同比大幅增长 25.46%。若假设预收账款占整体订单的 40-50%，则对应在手订单 30-37 亿元，充足的订单保障公司后续业绩增长。

### 中长期光伏政策有望倒逼高效电池设备推广

2018 年的“531 新政”关于控制光伏产业增量、加快光伏发电补贴退坡以及降低补贴强度等政策短期对光伏产业造成一定冲击，新增装机量从 2017 年的 53GW 降至 2018 年的 44GW。2019 年-2020 年仍有望保持较快增长，其中行业核心点在于降低生产成本、提高效率。公司近年来

推出的主要是高效电池工艺设备，契合下游客户降低生产成本、提高转换效率的需求，有助于行业自主发展。

#### 技术进步驱动，高效电池设备需求提速明显

高效电池技术代表未来的需求方向。P 型单晶及多晶电池技术常规产线平均转换效率分别为 20.5%和 18.8%，而采用背面钝化（PERC）和湿法黑硅（MCCE）的先进生产线的平均转换效率则分别可达 21.3%和 19.2%。公司新技术引领市场，拥有较高市占率，2016 年至 2017 年，公司来自于高效太阳能电池生产线订单金额占比由 21%提升 88%，提速明显。

**投资建议：**预计 2019-2021 年公司营收为 18.8 亿、23.4 亿、28.7 亿元，归母净利润为 4.1 亿、5.0 亿、5.9 亿元，同比增长 33%、23%、18%，对应 PE 为 27X、22X、18X，维持“增持”评级。

**风险提示：**产业政策变化风险；技术进步不达预期风险；竞争加剧风险

#### ■ 杭氧股份（002430）：2018 年净利润大增 105%，估值具备较大提升空间

**事件：**公司发布 2018 年年报，报告期内公司实现营业收入 79.01 亿元，同比增长 22.47%；其中气体业务收入 44.64 亿元占比 56.5%，同比增长 14.12%，空分设备营收 28.4 亿元占比 35.9%，同比增长 52.53%。

报告期内实现归母净利润 7.41 亿元，同比增长 105.39%；扣非净利润 7.03 亿元，同比增长 133.49%。

截至报告期末，公司总资产 113.47 亿元（+2.32%）；归属于上市公司所有者权益 53.08 亿元（+14.54%），资产负债率 49.66%（-5.15pct）。

#### 盈利能力大幅提升，经营情况持续好转

1) 利润率大幅增加，净利润增 4 个百分点：2018 年毛利率为 23.28%（同比+2.06pct），其中气体业务毛利率 23.5%（+2.84pct），空分设备毛利率 24.85%（-1.14pct）；2018 年净利率为 10.06%（+4.14pct）。

2) 费用率、资产减值损失好转：多数气体项目在公司上市之初布局，现设备折旧和财务费用下行空间大，2018 销售费用率 1.56%（-0.28pct）。管理+研发费用率 8.36%（+0.26pct），财务费用率 1.2%（-0.78pct）。

3) ROE 大幅提升：2018 年 ROE 为 13.96%，较 2017 年提升 6.18pct。

4) 经营情况好转：2018 年经营性现金流净额 2.82 亿元，同比增 50.61%，应收账款周转率大幅提升，应收账款净值较 2017 年降低 1.43%，其中账龄在两年以上的应收账款较 2017 年末降低 28.59%

#### 技术突破叠加下游复苏，设备订单大增，气体业务平稳增长

1) 设备订单大增：2018 年公司在特大型空分领域的技术实力和影响力进一步提升，全年获得空分设备及石化设备订单 45.47 亿元，同比增长 20%，2017 年新签订单 38 亿元。设备的交货周期为 1-2 年，目前在手订单为今明两年业绩提供保障。

2) 气体项目建设持续推进: 2018 年公司投资了山西杭氧二期 65,000m<sup>3</sup>/h 空分、萍钢杭氧二期新 20,000m<sup>3</sup>/h 空分和河南杭氧三期 30,000m<sup>3</sup>/h 空分项目, 投资设立了漯河杭氧和江西杭氧, 衢州杭氧投资设立了衢州杭氧物流有限公司, 为开展零售气体业务创造条件。

#### 研发投入持续增长, 进一步提高核心竞争力

2018 年研发投入 2.1 亿元同比增长 50.37%, 研发人员数量 844 人同比增长 20%。公司“特大型空气分离设备关键技术开发及产业化”获 2018 年中国机械工业科学技术奖特等奖。未来研发的方向: 空分及石化设备关键技术和核心部机的研究和开发(进一步降低设备的生产能耗, 提高设备运行的可靠性); 新型气体产品生产及其应用的研究(满足市场个性化需求, 提高气体业务的盈利能力)。

**投资建议:** 预计 2019-2021 年公司营收为 93.9 亿、106.7 亿、118.2 亿元, 归母净利润为 9.1 亿、10.6 亿、12.2 亿元, 同比增长 22%、17%、15%, 对应 PE 为 13X、11X、10X, 估值处于底部, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 政策波动、钢铁化工行业景气度下行、进入新兴下游领域进程不及预期、市场竞争加剧等风险。

### ■ 美亚光电 (002690): 口腔 CBCT 强劲增长, 盈利能力稳步提升

**事件:** 公司发布 2018 年年报, 报告期内公司实现营业收入 12.40 亿元, 同比增长 13.33%, 归母净利润 4.48 亿元, 同比增长 22.82%, 扣非净利润 3.83 亿元, 同比增长 17.93%。公布利润分配预案, 拟向全体股东每 10 股派发现金股利 7 元。

#### 色选机平稳增长, 高端医疗影像增速强劲, 产品结构持续优化

1) 2018 年公司高端医疗影像业务(口腔 X 射线 CT 诊断机)增速强劲, 实现收入 3.71 亿元, 同比增长 42.65%, 占全年收入的 30%, 占比较 2017 年提升 6.2 个百分点, 业务结构持续优化。

2) 2018 年公司海外市场销售收入减少 4.2%, 由于公司出口产品仅有色选机, 故受海外市场的影响该业务板块收入增速承压。2018 年公司色选机收入约 8.10 亿元, 同比增长 5.9%。剔除海外业务, 国内市场 2018 年色选机板块约实现收入约 5.81 亿元, 同比增长 10.5%。

#### 利润率进一步提升, 经营质量维持在较高水平

1) 2018 年综合毛利率 54.94%, 较 2017 年提升 1.73pct: 其中色选机毛利率 51.54% (+0.07pct), 口腔 X 射线 CT 诊断机毛利率 59.65% (+1.69pct), X 射线异物检测机毛利率 64.72% (+18.92pct)。

2) 2018 年销售净利润率为 36.11%, 较 2017 年提升 2.9pct。

3) 经营质量维持在较高水平, 公司 2015-2018 年期间的经营活动现金流量净额/净利润在 90%以上。

#### 产品线不断完善, 扩产能计划持续推进

1) 2018 年, 公司继续有节奏的推出符合市场需求的新产品, 农产品检测板块推出了“尊”、“臻”、“品”三大系列 2018 款人工智能色选

机，优化性能降低难度，实现了真正的“一键色选”。

2) 医疗影像板块加大产品创新力度，推出“尊影”口腔 CT (FOV15\*10.5CM)，形成多成像视野产品梯队，满足市场多样化需求。目前，公司正以口腔医疗影像领域为突破口，积极向其他专科领域进行延伸，未来将在骨科、耳鼻喉科等其他科室陆续推出拥有完全自主知识产权的系列新产品。

3) 扩产能计划持续推进，未来市场竞争力进一步提升。公司合计投资 5.85 亿元的智能化工厂“新产能项目”和“涂装、钣金生产基地项目”也在稳步推进中，项目建成后可有效提升产品制造工艺和生产效率，满足市场对创新产品的高标准、大体量需求，进一步增强公司在识别技术领域的创新力、竞争力与影响力。

**投资建议：**我们预计公司 2018-2020 年净利润有望达 5.39、6.64、7.48 亿元，同比分别增长 20.43%、19.34%、16.23%。对应的 EPS 为 0.80、0.95、1.11 元，PE 分别为 35/39/25 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**海外拓展不及预期风险；行业需求低于预期风险；行业竞争加剧风险；汇率波动风险

#### (5) 核心组合投资标的：三一重工、北方华创、中国中车等

##### ■ 三一重工 (600031)：工程机械龙头，王者归来！

工程机械持续性有望超预期，从产品销量高增长进入业绩高增长兑现期。

##### 1、2018 年公司业绩持续高增长

挖掘机国内连续 6 年第一，为利润最大贡献板块。混凝土机械全球第一，汽车起重机行业前三。公司主导产品销售回暖，业绩逐季向上。

##### 2、关注公司可转债

公司已发行 45 亿可转债：转股价 7.46 元，强制转股价 9.7 元。

##### 3、海外业务占比达 40%，转型军工

公司海外收入占比达到 40%。公司坚决推进国际化、深耕“一带一路”，总体产业布局分布和“一带一路”区域吻合度高；转型军工装备，受益军民融合，未来有望获得突破。

##### ■ 北方华创 (002371)：半导体设备龙头：迎战略机遇期！

##### 1、北方华创：半导体设备龙头，未来 2-3 年有望迎战略机遇期

公司为中国半导体设备龙头，在行业中具有很高的战略价值。国家集成电路产业投资基金（“大基金”）持股 7.5%，为第三大股东。2018 年 1-9 月净利润 1.69 亿元，同比增 110%；前三季度预收账款增长 84%，存货增长 52%，在手订单饱满，未来业绩增长动能充足。

##### 2、公司股权激励彰显未来信心。增发加码 5-7nm 设备研发投入。

##### 3、半导体设备、真空设备及电子元器件为业绩增长三大驱动

1) 公司半导体设备产品覆盖广泛。公司由七星华创和北方微电子战略合并。深耕高端集成电路和泛半导体领域，业务布局完善，稀释周期风险。

2) 电子元器件是公司传统优势业务，服务航空航天等单位，业绩稳步增长。

3) 真空设备增长动力强。真空设备下游为全球最大的光伏制造商隆基股份。核心客户产能持续增加,北方华创作为长期供应商将从中受益。

#### **4、实力雄厚,有望逐步缩小与海外差距,提升半导体设备国产化率**

公司技术基础雄厚,研发投入高。拥有高质量研发和管理团队,近年研发投入近年来大幅提升。公司12寸90-28nm集成电路工艺设备实现了产业化,14nm集成电路工艺设备进入了工艺验证阶段,国产化率有望持续提升。

投资建议:预计公司2018-2020年营收有望达31、43、58亿元,归母净利润有望达2.5、3.3、4.5亿元。给予“买入”评级。

### ■ **中国中车(601766):轨交建设提速,整车龙头业绩有望持续向上**

1、**三季报业绩同比增长10.6%,毛利率、经营净现金流向好:**公司发布2018三季报,实现营业收入1354亿元,同比下降3.8%;实现归母净利润75.3亿元,同比增长10.6%。经营净现金流为33.5亿元,去年同期净流出94.9亿元;前三季度新签合同2096亿元,其中海外订单39亿美元。

2、“**专项债**”集中发行,提供铁路基建“**补短板**”资金源,促进铁路设备需求提升。2020年,动车招标、交付有望稳定在350标列/年水平:2018年铁总已累计招标动车组326标列,全年交付有望达350标列。

3、“**公转铁**”促进铁路货运投资加速,货车、机车需求有望大幅提升:铁路运输拥有的运能大、能耗低、排放小、可靠性高的比较优势。预计2018-2020年铁路货车需求有望达4.0/7.8/9.8万辆,机车需求有望达620/1200/1400辆。

4、**投资建议:**预计公司2018-2020年净利润分为119/138/156亿元,“补短板”基建加速,有望提升轨交景气度。

## 二、市场回顾、行业与公司动态

### (1) 市场回顾

- 上周机械板块（申万机械指数，801890）上涨 5.18%，领先上证综指 0.14pct，军工板块上涨 2.45%（申万国防军工指数，801740），领先上证综指 2.08pct。

### (2) 行业动态

**【基础设施建设】**3月，地方政府债券合计发行 6245.13 亿元，环比、同比均大幅增加；今年一季度地方债发行量也远超去年。3月发行的新增专项债中，土储和棚改专项债占比降低，有望对基建形成更大支撑。专家预计，未来地方债发行“扎堆”情况料有所减缓，二季度发行量约 1.4 万亿元；伴随首次放开商业银行柜台市场发行，地方债发行渠道迎来扩容，有助于提升流动性。（中证报）

**【光伏】**截至 2018 年底，全国光伏发电装机达到 1.74 亿千瓦，同比增长 34%；全国光伏发电量 1775 亿千瓦时，同比增长 50%；全国光伏发电弃光电量 54.9 亿千瓦时，同比减少 18.0 亿千瓦时。上海市发改委发布，自 2019 年 5 月 1 日起，本市“一般工商业及其他”电价每千瓦时平均降低 2.3 分钱（含税），下水道动力用电价格保持不变。（Ofweek 光伏网）

**【工程机械】**3月 31 日，湖南移动与三一重工、中兴通讯在长沙签署数字化服务领域战略合作协议，共同打造湖南省首个 5G 智能制造产业园区。（第一工程机械网）

**【船舶】**中国船舶 4 日晚披露重组方案：在江南造船引入增资、公司资产置换（以沪东重机 100% 股权与控股股东中船集团所持江南造船股权等值部分置换）及中船防务资产置换后，公司拟向中船集团、新华保险等发行股份，收购江南造船部分股权、外高桥造船 36.27% 股权、中船澄西 21.46% 股权、黄埔文冲和广船国际各 100% 股权。江南造船预估价未定，其他拟购入资产预估值逾 241 亿。交易后公司将全资控股江南造船等上述 5 家公司。中国船舶 4 月 8 日起复牌。（财联社）

**【石油天然气】**4 月 3 日举行的第十九届国际 LNG 会议上，中石油副总裁凌霄称，中俄东线北段今年冬天开通后，中石油的天然气进口能力将达到每年 1000 亿方以上。他提及，中俄东线北段计划在今年 12 月开通，其天然气进口能力将达到每年 380 亿方，甚至有望实现 440 亿方的规模。（界面新闻）

**【石油天然气】**美国至 4 月 5 日当周石油钻井总数 831 口，预期 811 口。（EIA）

**【核电】**自 2015 年核准 8 台新建核电机组后，中国核电行业经历了 3 年多的“零审批”状态。2019 年，中国核能行业协会专家委员会副主任徐玉明：年内至少将有 10 台机组获批，并有望开建。目前有 8 台机组的审批在年内较为明确。分别是采用“华龙一号”技术的漳州核电一期两台机组、惠州太平岭核电一期两台机组，以及采用俄罗斯 VVER 技术

的辽宁徐大堡核电、江苏田湾核电各两台机组。（经济日报）

### （3）公司动态

**【三一重工】**2018年,公司实现营业收入558.22亿元,同比增长45.61%;归属于上市公司股东的净利润61.16亿元,同比增长192.33%;经营活动产生的现金流量净额105.27亿元,同比增长22.91%。截止2018年12月31日,公司总资产737.75亿元,归属于上市公司股东的净资产314.85亿元。

**【冰轮环境】**公司发布一季报预告,2019年一季度业绩扭亏,实现归母净利润15000万元—18500万元。

**【通源石油】**公司发布一季报预告,2019年一季度同比增长178.16%—289.43%,实现归母净利润1,000万元—1,400万元。

**【长荣股份】**长荣股份境外全资子公司卢森堡SPV拟以每股2.68欧元的价格现金认购德交所上市公司海德堡增发的股票25,743,777股,价款合计为6,899.33万欧元。长荣股份系海德堡本次拟增发股票的唯一认购者。本次交易完成后,长荣股份全资子公司卢森堡SPV将成为海德堡第一大股东,持有海德堡约8.46%的股份。

**【柳工】**公司发布2018年年报,报告期内,公司实现营业收入180.85亿元,同比增长51.48%;利润总额10.34亿元,同比增长100.85%;归属于母公司所有者的净利润7.90亿元,同比增长127.70%。报告期末,公司资产负债率为61.48%,比年初增加5.16个百分点。

**【赢合科技】**公司发布2018年年报,报告期内,公司实现营业总收入2,087,285,066.16元,同比上升31.58%;归属于上市公司股东的净利润为324,515,917.96元,同比上升46.90%。截止2018年12月31日,公司总资产为5,142,496,381.41元,同比增长63.18%;归属于上市公司股东的所有者权益为2,964,955,137.63元,同比增长136.55%。

**【赢合科技】**公司发布一季报预告,2019年一季度同比增长0-30%,实现归母净利润6,017.44万元—7,822.67万元。

**【美亚光电】**公司实现营业收入1,239,718,222.73元,同比增长13.33%,实现归属于上市公司股东的净利润447,882,865.39元,同比增长22.82%,实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润382,928,417.73元,同比增长17.93%,公司经营质量稳步提升。

**【新天科技】**根据中国城市燃气协会发布的《基于窄带物联网(NB-IoT)技术的智能燃气抄表系统》的公告,由新天科技股份有限公司(参与制定的《基于窄带物联网(NB-IoT)技术的智能燃气抄表系统》的中国城市燃气协会标准于2019年4月1日正式发布,实施日期:2019年5月1日。

**【通源石油】**报告期内,整体战略布局稳步推进,呈现快速发展的格局,实现营业收入159,309.57万元,同比增长95.09%;营业利润14468.22万元;同比增长415.14%;利润总额16528.30万元,同比增长300.88%;净利润14593.94万元,同比增长173.78%。

**【石化机械】**2018年,公司实现营业收入49.19亿元、同比增长23.16%,实现利润总额4866万元。

**【金轮股份】**2018年公司实现营业收入2,280,614,014.38元,同比增

长 8.86%。归属于上市公司股东的净利润 121,545,335.38 元,同比上升 41.77%。

**【达刚路机】**2019 年 1 月 29 日,达刚路机与锦胜升城、众德环保等各方签署了《支付现金购买资产协议》。根据该协议,达刚路机作为本次交易的直接买方,通过现金方式向锦胜升城购买其持有的众德环保 52% 股权,本次交易完成后,众德环保将成为上市公司的控股子公司。

**【中际旭创】**公司发布一季报预告,2019 年一季度比上年同期减少: 24.41% - 39.23% , 盈利: 8,980 万元 - 11,170 万元。

**【东杰智能】**山西东杰智能物流装备股份有限公司于近日收到 F&N Beverages Manufacturing Sdn Bhd 公司的中标通知书,通知书确认公司为其 F&N Shah Alam 配送中心自动化智能仓储配送系统设计、安装、调试项目中标人。中标金额: 1650 万美金。

**【中联重科】**中联重科股份有限公司与长沙市人民政府本着平等、互利、共同发展的原则,经友好协商,就本公司在长沙国家高新技术产业开发区投资建设中联智慧产业城项目有关事宜签署了《中联智慧产业城框架协议》。

**【智云股份】**截至 2019 年 03 月 31 日,公司累计以集中竞价交易方式回购公司股份 10,717,233 股,回购的股份数量占公司目前总股本的比例为 3.7142%,支付的总金额为 120,558,776.82 元(含手续费),最高成交价为 12.92 元/股,最低成交价为 9.94 元/股。

**【伊之密】**截至 2019 年 3 月 31 日,公司累计通过股票回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份数量为 5,059,410 股,占公司总股本的 1.1712%,最高成交价为 7.38 元/股,最低成交价为 5.74 元/股,支付的总金额为 33,713,310.21 元人民币(含交易费用)。

**【康力电梯】**截至 2019 年 3 月 31 日,公司通过股份回购专用账户以集中竞价交易方式累计回购股份 5,239,231 股,约占回购股份方案实施前公司总股本的 0.66%,最高成交价为 5.99 元/股,最低成交价为 5.44 元/股,成交总金额为 29,691,098.22 元(不含交易费用)。

**【华铁股份】**截至 2019 年 3 月 31 日,公司累计以集中竞价交易方式回购公司股份 1,263,000 股,占公司总股本的 0.08%,最高成交价为 5.44 元/股,最低成交价为 5.08 元/股,成交总金额为 6,697,798.12 元(不含交易费用)。

**【长荣股份】**截至 2019 年 3 月 31 日,公司以集中竞价方式实施回购股份累计 10,096,274 股,占公司总股本的 2.3291%,最高成交价为 11.65 元/股,最低成交价为 10.70 元/股,支付的总金额 115,113,619.61 元(不含交易费用)。

**【宝色股份】**2019 年 2 月起,南京宝色股份公司与买方浙江逸盛新材料有限公司就建设方宁波中金石化有限公司(以下简称“中金石化”)PTA 项目装置关键设备的供货事宜,又先后签订了两批《供货合同》,合同总金额为 28,256 万元,占公司 2017 年度经审计主营业务收入的 64.21%。

**【富煌钢构】**安徽富煌钢构股份有限公司 2019 年 1-3 月份累计新签销售合同金额约人民币 46,137.38 万元(包括 2018 年 10-12 月已中标合同金额 6,021.41 万元)。此外,截至 2019 年 3 月末,公司已中标尚未签订销售合同的金额合计 178,619.95 万元,较上年同期增长 205.24%。

**【隆华科技】**截至 2019 年 3 月 29 日,公司通过股份回购证券专用账户

以集中竞价交易方式回购公司股份 2,811,500 股，占公司总股本的 0.31%，最高成交价为 5.99 元/股，最低成交价为 5.93 元/股，支付的总金额为 16,804,252 元（含交易费用）。

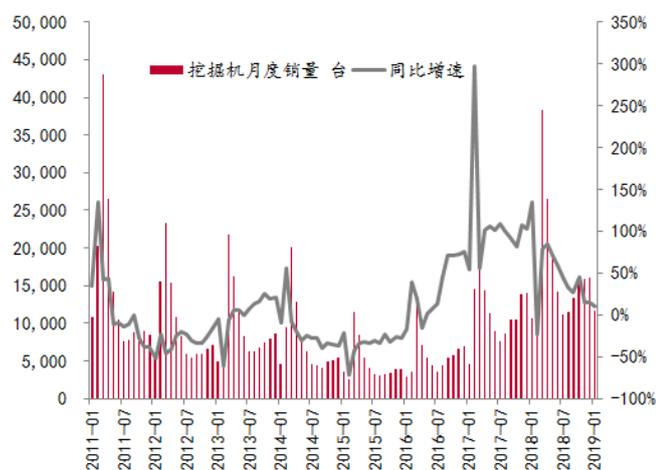
### 三、风险提示

- **基建及地产投资低于预期：**工程机械需求主要来源于国内基础设施建设和房地产开发的资本开支。基建中铁路固定资产投资和轨交装备的需求息息相关。若基建或房地产投入下降，可能导致工程机械和轨交装备行业公司业绩下滑。
- **原材料价格大幅波动：**机械行业是中游制造业的代表，上游原材料价格通过成本对上市公司盈利产生很大影响，若上游原材料价格大幅增长，则企业会面临较大的业绩压力。
- **全球贸易摩擦加剧：**在关于知识产权、进出口关税等多种问题上发达经济体与中国之间存在产生纠纷的可能，若此类情况导致国际贸易加剧，我们认为会对市场情绪产生冲击并对我国发展高端制造带来很大压力。
- **全球市场动荡风险：**国际政治经济格局错综复杂，国际市场具有一定的不确定、不可控因素。
- **上市公司商誉大幅减值风险：**机械设备行业部分企业商誉占净资产的比重较大，因而若大规模计提减值会对业绩产生较大的冲击。

图表 1: 重点公司盈利预测表

行业	公司	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS				PE				PEG
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
工程机械	三一重工	1118.98	13.36	0.27	0.80	1.18	1.38	49	17	11	10	0.36
	徐工机械	369.75	4.72	0.13	0.26	0.41	0.47	36	18	12	10	0.33
	柳工	119.84	8.13	0.22	0.84	1.08	1.26	37	10	8	6	0.33
	恒立液压	286.83	32.52	0.43	1.03	1.32	1.55	75	32	25	21	1.09
	安徽合力	80.70	30.98	0.54	0.86	1.19	1.57	57	36	26	20	0.74
	中联重科	88.53	11.96	0.55	0.74	0.90	1.07	22	16	13	11	0.66
轨交装备	中国中车	2694.82	9.39	0.38	0.41	0.48	0.54	25	23	20	17	1.33
	华铁股份	93.83	5.88	0.31	0.40	0.50	0.44	19	15	12	13	2.41
	康尼机电	53.74	5.41	0.28	0.46	0.55	0.97	19	12	10	6	0.22
	中铁工业	279.69	12.59	0.60	0.73	0.86	0.99	21	17	15	13	0.89
油服装备	杰瑞股份	252.30	26.34	0.07	0.57	1.02	1.53	372	46	26	17	0.40
	海油工程	290.93	6.58	0.11	0.05	0.22	0.40	59	132	30	16	0.16
	石化机械	61.85	10.34	0.02	0.19	0.32	0.41	657	54	32	25	0.69
	中海油服	509.61	10.68	0.01	0.05	0.27	0.45	-	214	40	24	0.20
	通源石油	37.18	8.24	0.10	0.29	0.45	0.59	84	28	18	14	0.43
	中油工程	274.13	4.91	0.12	0.13	0.17	0.26	41	38	29	19	0.70
半导体/光伏	北方华创	325.18	71	0.27	0.54	0.73	0.98	259	131	97	72	2.80
	长川科技	59.17	39.68	0.34	0.54	0.81	1.10	118	73	49	36	1.15
	晶盛机电	188.45	14.67	0.30	0.52	0.66	0.77	49	28	22	19	1.02
	捷佳伟创	117.44	36.7	0.79	0.95	1.14	1.42	46	39	32	26	1.45
新兴产业装备	机器人	307.68	19.72	0.28	0.37	0.50	0.65	71	53	39	30	1.21
	上海机电	192.58	18.83	1.36	1.49	1.61	1.75	14	13	12	11	1.40
	埃斯顿	95	11.39	0.11	0.19	0.31	0.44	102	60	37	26	0.70
	拓斯达	57	44.02	1.06	1.52	2.17	2.92	42	29	20	15	0.53
船舶海工	中集集团	476.13	15.95	0.84	0.91	1.14	1.27	19	18	14	13	0.77
	振华重工	239.18	4.54	0.06	0.07	0.15	0.20	80	65	30	23	0.44
	中国船舶	279.76	20.3	-1.67	0.52	0.76	1.02	-12	39	27	20	0.67
煤炭机械	郑煤机	113.82	6.57	0.04	0.52	0.66	0.75	164	13	10	9	0.50
	天地科技	168.44	4.07	0.23	0.33	0.41	0.50	18	12	10	8	0.43
军民融合	海特高新	100.35	13.26	0.05	0.14	0.30	0.81	292	95	44	16	0.31
综合	华测检测	152	9.18	0.08	0.15	0.22	0.30	114	61	42	31	1.01

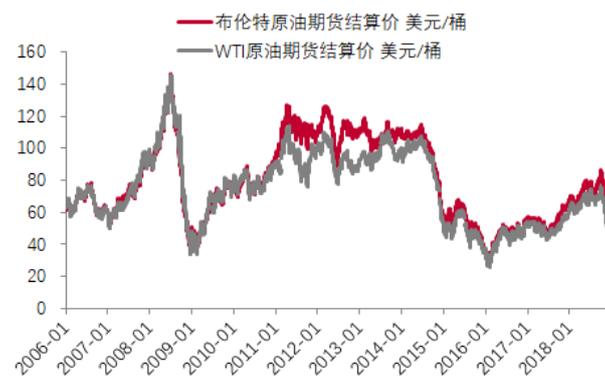
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 2: 挖掘机月度销量数据 (单位: 台)**


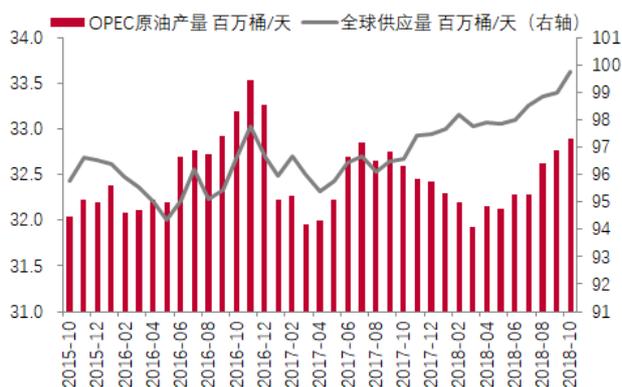
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 3: 汽车起重机月度销量数据 (单位: 台)**

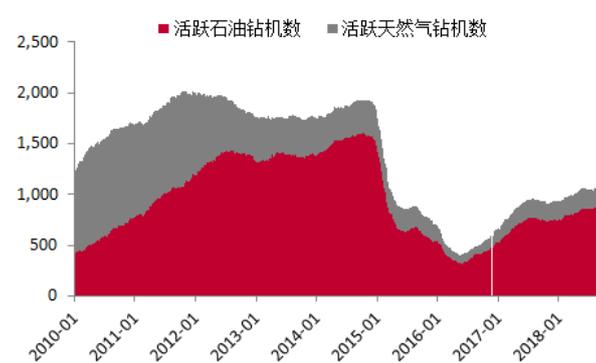

来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 4: 国际油价走势**


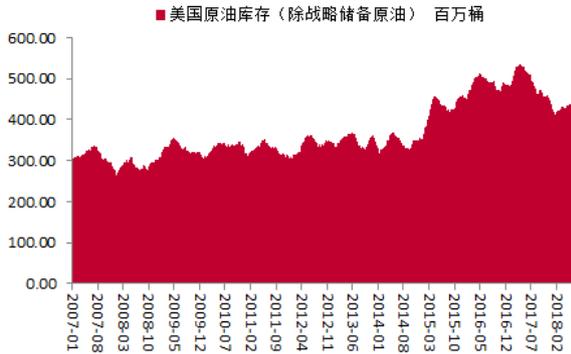
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 5: 原油供应情况**


来源: OPEC, 中泰证券研究所

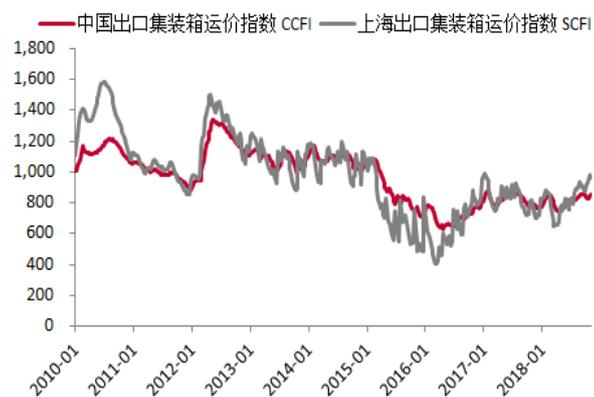
**图表 6: 美国活跃钻井数**


来源: Baker Hughes, 中泰证券研究所

**图表 7: 美国原油库存量**


来源: EIA, 中泰证券研究所

图表 8: 集装箱运价指数



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 9: 波罗的海干散货指数



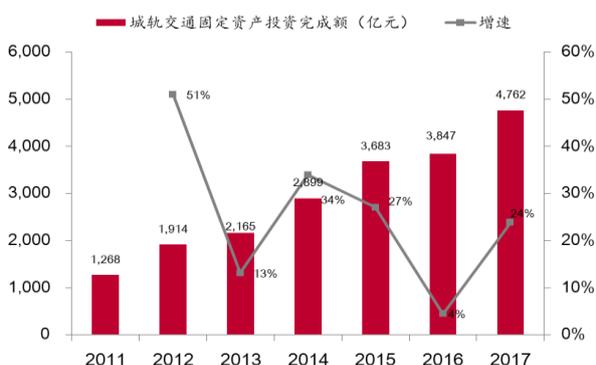
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 10: 铁路运输业固定资产投资完成额:累计同比(%)



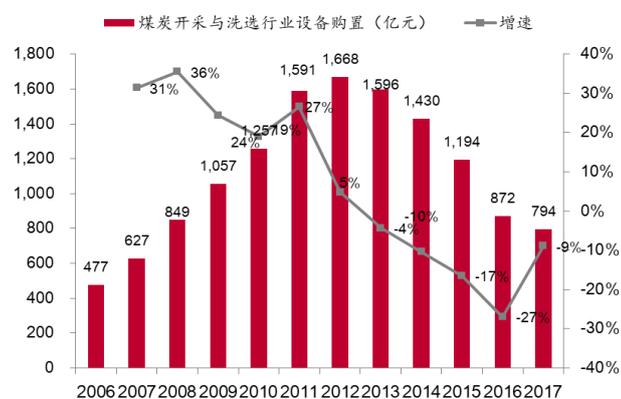
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 11: 城市轨道交通固定资产投资完成额(亿元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 12: 煤炭行业设备购置(亿元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 13: 煤炭行业固定资产投资完成额累计同比



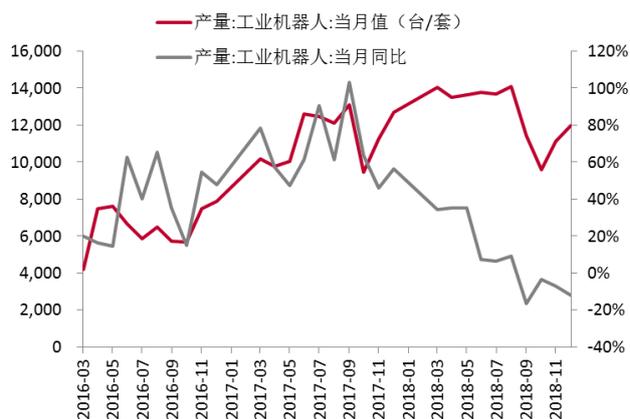
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 14: 液化天然气 LNG 市场价 (元/吨)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 15: 国内机器人产量 (台) 及同比 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。