



强于大市

机械行业 2018 年报及 2019 年一季报综述

传统周期持续复苏，新兴成长业绩增速有所放缓

2018 年机械行业整体仍保持较高景气度，营收增速保持与 2017 年相当的水平，利润增速受年底大幅计提减值准备影响大幅回落，行业的营运能力、盈利能力稳中向好，经营性现金流再创历史新高，经营质量得到明显改善。不同的细分领域分化较严重，工程机械、油服设备等传统周期板块业绩增速较快，而锂电设备、泛半导体、机器人及自动化等由于宏观经济增速下滑需求短期有所抑制，业绩增速 2019Q1 开始放缓，而轨交设备受益基建逆周期调节一季度业绩增长明显，机床工具、环保设备等板块业绩持续低迷，没有改善迹象，从近两年营收和利润增速的分布变化可以看出，不同细分领域利润有加速向龙头集中的趋势。

支撑评级的要点

- **工程机械：高基数下行业延续高增长，龙头强者恒强。** 2019Q1 累计实现挖机销量 74779 台，同比增长 24.5%，在 2017、2018 年连续高基数的背景下仍保持了较高的行业景气度。3 月单月销量和 Q1 累计销量均接近 2011 年历史峰值水平，行业景气度持续超预期。龙头公司三一重工、徐工机械一季度业绩延续了 2018 年高增长的趋势，基本实现翻番以上的增长，业绩增速明显高于行业及公司销量增速，利润弹性在持续释放。
- **轨交设备：2019 年铁路投资加码的预期正在兑现，产业链整体业绩仍在复苏过程中。** 2019 年 1 季度国家铁路累计完成固定资产投资 996.24 亿元，同比增长 12.4%。2018 年全年铁路固定资产投资完成额达 8028 亿元，我们预计 2019 年有望实现 8500 亿元，超过年初计划值 8000 亿元。国内轨交装备公司 2018 年年报和 2019 年一季报情况：2018 年由于商誉计提因素，多家公司业绩出现首亏；2019 年一季度部分企业已体现业绩拐点端倪。
- **油服板块：整体业绩趋势向上，设备业绩弹性大。** 在我们统计的 16 家油服上市公司中，总体营业收入同比增长 32%，净利润由去年同期的亏损 10 亿元扭亏为盈 3 亿元。石油装备业绩弹性大，杰瑞股份一季度尽管收入仅同比增长 30%，但净利润同比增长 225%，毛利率上升 5.4 个百分点升至 32.4%，位居油服龙头第一位，净利率上升 6.8 个百分点至 11.5%，位居油服龙头第一位。海上油服基本面也在显著改善。受益于中海油加大投入，中海油服、海油工程的 2019 年一季度收入均有大幅增长，其中中海油服收入同比增长 82%，且一季度实现利润 0.31 亿元，毛利率、净利率均有大幅改善；海油工程一季度收入同比增长 43%，而毛利率、净利率也有显著改善。
- **半导体行业：全球半导体处周期起伏，国内新兴产业景气度向上。** SEMI 预计 2019/2020 年全球半导体设备销售为 596/719 亿美元，同比增长-7.6%、20.7%。伴随 5G、AI、物联网等新增应用需求刺激下，全球半导体产业景气度有望于 2019 年筑底，2020 年开启新一轮扩产周期。相比之下，中国大陆 2019/2020 年半导体设备销售将达到 125/200 亿美元，分别同比增长-5%/60%，2018 年有望成为全球第二大市场。国内半导体设备公司充分受益产业向国内转移、自主可控、进口替代等逻辑，上市公司业绩有望保持 30%-50% 以上的高增长。
- **光伏设备：海外需求爆发，国内政策打开新空间。** 据中国光伏协会统计，2018 年全球光伏安装量约 103.3GW，其中中国 44.26GW 继续领跑（占比 43%），预计 2019 年全球装机需求量在 130-140GW，增速为 30-40%，产业内整体公司受益国际市场的爆发和国内政策的回暖，业绩增长具备持续性。国内光伏设备公司 2018 年和 2019 年 Q1 整体业绩趋势向上，增速仍在加快。
- **机器人及自动化：自动化需求短期受到压制，静待下半年行业好转。** 受国内宏观经济下行、中美贸易战影响，国内工业机器人产量从 2018 年 9 月开始转为负增长，2019Q1 累计产量 3.2 万台，同比降低 11.7%，行业仍处于下降通道。在宏观经济企稳、下游需求回暖、自动化渗透率提升等因素驱动下，下半年机器人及自动化行业有望好转。
- **锂电设备：全球动力电池迎来二次扩产潮，龙头设备公司率先受益。** 2018 年我国新能源汽车产销量分别为 127.05 万和 125.62 万辆，同比增长 60% 和 62%，我们认为在补贴退出之际，全球动力电池厂商正在酝酿新一轮的扩产计划，以应对中国新能源汽车后补贴时代的市场竞争。据高工锂电统计，2019 年 Q1 国内外动力电池扩产项目达 20 项，合计总产能超过 200GWh，新一轮扩产潮在即，设备公司有望率先受益。行业整体业绩符合预期，伴随在手订单的逐步释放，全年业绩增速有望提高。

重点推荐

- 个股方面，我们持续推荐：三一重工、恒立液压、徐工机械、中国中车、杰瑞股份、北方华创、精测电子、晶盛机电、浙江鼎力；此外还关注康尼机电、石化机械、捷佳伟创、金辰股份。

评级面临的主要风险

- 中美贸易影响持续扩大；基建投资不及预期；国际原油价格大幅下降，铁路固定资产投资不及预期。

相关研究报告

《机械行业 2018 年年报业绩前瞻》20190303

《机械行业 2019 年年度策略：把握稳基建、自主可控、成长三条主线》20190104

《机械行业 2018 年半年报综述 周期复苏在持续，成长依旧但分化》20180904

《机械行业 2018 年三季报综述：整体业绩增速放缓，细分板块分化明显》20181105

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备

杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514080001



目录

机械行业增速有所放缓，细分板块分化加剧	7
机械行业持续复苏，经营质量不断改善	7
细分领域分化明显，行业利润向龙头集中	10
工程机械：高基数下行业延续高增长，龙头强者恒强	12
轨交设备：逆周期品种，轨交行业景气度向上趋势持续	17
油服设备：行业发展趋势向上，油服公司业绩正复苏	22
半导体行业：全球半导体景气度周期起伏，国内有望逆势而上	27
光伏设备：海外需求爆发，国内政策打开新空间	32
机器人及自动化：自动化需求短期受到压制，静待下半年行业好转 ...	34
锂电设备：全球动力电池迎来二次扩产潮，龙头设备公司率先受益 ...	38
风险提示	41



图表目录

图表 1.机械行业营业总收入及增速.....	7
图表 2.机械行业归母净利润及增速.....	7
图表 3.机械行业一季度营收及增速.....	8
图表 4.机械行业一季度归母净利润及增速.....	8
图表 5.机械行业年度期间费用率.....	8
图表 6.机械行业一季度期间费用率.....	8
图表 7.机械行业年度毛利率和净利率.....	9
图表 8.机械行业一季度毛利率和净利率.....	9
图表 9.机械行业年度存货及应收账款周转率.....	9
图表 10.机械行业一季度存货及应收账款周转率.....	9
图表 11.机械行业单季度 ROE 变化.....	10
图表 12.机械行业年度经营性现金流量净额.....	10
图表 13.机械行业一季度经营性现金流量净额.....	10
图表 14.机械行业 2018 年细分板块营收及利润增速.....	11
图表 15.机械行业一季度营收及利润增速.....	11
图表 16.机械行业营收增速分布情况.....	11
图表 17.机械行业归母净利润增速分布情况.....	11
图表 18.挖掘机月销量走势（台）.....	12
图表 19.小松开工小时数（小时）.....	12
图表 20.工程机械营收及增长情况.....	13
图表 21.工程机械归母净利润及增长情况.....	13
图表 22.工程机械一季度营收及增长情况.....	13
图表 23.工程机械一季度归母净利润及增长情况.....	13
图表 24.工程机械年度期间费用率.....	14
图表 25.工程机械一季度期间费用率.....	14
图表 26.工程机械年度毛利率和净利率.....	14
图表 27.工程机械一季度毛利率和净利率.....	14
图表 28.工程机械年度存货及应收账款周转率.....	15
图表 29.工程机械一季度存货及应收账款周转率.....	15
图表 30.工程机械单季度 ROE 变化.....	15
图表 31.工程机械年度经营性现金流量净额.....	16
图表 32.工程机械一季度经营性现金流量净额.....	16
图表 33.工程机械行业上市公司 2018 及 2019 年一季度业绩情况.....	16



图表 34.国家铁路固定资产投资(亿元)及增速.....	17
图表 35.2019Q1 地方政府专项债发行额 7172 亿元.....	17
图表 36.轨交设备营收及增长情况.....	17
图表 37.轨交设备归母净利润及增长情况.....	17
图表 38.轨交设备一季度营收及增长情况.....	18
图表 39.轨交设备一季度归母净利润及增长情况.....	18
图表 40.轨交设备年度期间费用率.....	18
图表 41.轨交设备一季度期间费用率.....	18
图表 42.轨交设备年度毛利率和净利率.....	19
图表 43.轨交设备一季度毛利率和净利率.....	19
图表 44.轨交设备年度存货及应收账款周转率.....	19
图表 45.轨交设备一季度存货及应收账款周转率.....	19
图表 46.轨交设备单季度 ROE 变化.....	20
图表 47.轨交设备年度经营性现金流量净额.....	20
图表 48.轨交设备一季度经营性现金流量净额.....	20
图表 49. 轨交设备行业上市公司 2018 及 2019 年一季度业绩情况.....	21
图表 50.WTI 原油期货价格中枢不断上移.....	22
图表 51. ICE 布油价格中枢不断上移.....	22
图表 52.油服设备营收及增长情况.....	22
图表 53.油服设备归母净利润及增长情况.....	22
图表 54.油服设备一季度营收及增长情况.....	23
图表 55.油服设备一季度归母净利润及增长情况.....	23
图表 56.油服设备年度期间费用率.....	23
图表 57.油服设备一季度期间费用率.....	23
图表 58.油服设备年度毛利率和净利率.....	24
图表 59.油服设备一季度毛利率和净利率.....	24
图表 60.油服设备年度存货及应收账款周转率.....	24
图表 61.油服设备一季度存货及应收账款周转率.....	24
图表 62.油服设备单季度 ROE 变化.....	25
图表 63.油服设备年度经营性现金流量净额.....	25
图表 64.工程机械一季度经营性现金流量净额.....	25
图表 65. 油服设备行业上市公司 2018 及 2019 年一季度业绩情况.....	26
图表 66.全球半导体销售额增速下滑.....	27
图表 67. 2018 年全球半导体设备投资额增速放缓.....	27
图表 68.泛半导体营收及增长情况.....	27



图表 69. 泛半导体归母净利润及增长情况	27
图表 70. 泛半导体一季度营收及增长情况	28
图表 71. 泛半导体一季度归母净利润及增长情况	28
图表 72. 泛半导体期间费用率	28
图表 73. 泛半导体一季度期间费用率	28
图表 74. 泛半导体年度毛利率和净利率	29
图表 75. 泛半导体一季度毛利率和净利率	29
图表 76. 泛半导体存货与应收账款周转率	29
图表 77. 泛半导体一季度存货与应收账款周转率	29
图表 78. 泛半导体单季度 ROE 变化	30
图表 79. 泛半导体年度经营性现金流量净额	30
图表 80. 泛半导体一季度经营性现金流量净额	30
图表 81. 泛半导体行业上市公司 2018 及 2019 年一季度业绩情况	31
图表 82. 国内光伏累计及新增装机容量	32
图表 83. 全球光伏累计及新增装机容量	32
图表 84. 光伏设备行业上市公司 2018 及 2019 年一季度业绩情况	32
图表 85. 光伏设备行业上市公司 2018 及 2019 年一季度盈利情况	33
图表 86. 国内工业机器人产量增速持续下滑	34
图表 87. 国内工业机器人主要下游固定资产投资增速	34
图表 88. 机器人及自动化营收与增长情况	34
图表 89. 机器人及自动化归母净利润与增长情况	34
图表 90. 机器人及自动化一季度营收与增长情况	35
图表 91. 机器人及自动化一季度归母净利润与增长情况	35
图表 92. 机器人及自动化年度期间费用率	35
图表 93. 机器人及自动化一季度期间费用率	35
图表 94. 机器人及自动化年度毛利率和净利率	36
图表 95. 机器人及自动化一季度毛利率和净利率	36
图表 96. 机器人及自动化年度存货与应收账款周转率	36
图表 97. 机器人及自动化一季度存货与应收账款周转率	36
图表 98. 机器人及自动化单季度 ROE 变化	37
图表 99. 机器人及自动化年度经营性现金流量净额	37
图表 100. 机器人及自动化一季度经营性现金流量净额	37
图表 101. 新能源汽车月销量走势 (万台)	38
图表 102. 新能源汽车整车制造用电量 (万 kwh)	38
图表 103. 锂电设备行业上市公司 2018 及 2019 年一季度业绩情况	38



图表 104. 锂电设备行业上市公司 2018 及 2019 年一季度盈利情况.....	39
图表 105. 报告中提及上市公司估值表.....	40

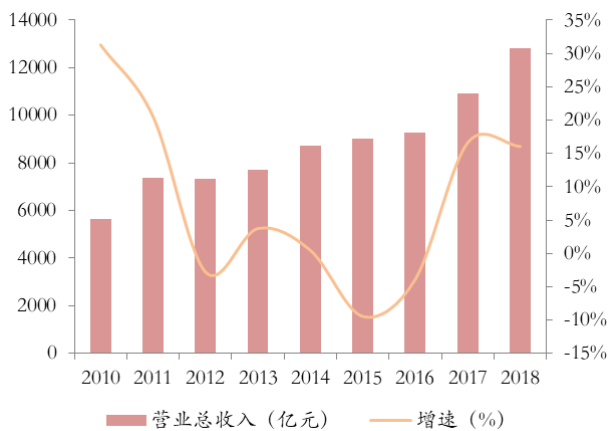
机械行业增速有所放缓，细分板块分化加剧

我们选取 324 家上市公司作为机械行业 2018 年年报及 2019 年一季报分析的样本，考虑到 18 年四季度有较多公司计提了商誉减值准备，为更真实反应行业的经营情况及变化趋势，我们在分析年度归母净利润、年度毛利率和净利率以及 ROE 时剔除了计提大额资产减值准备的标的，其余指标分析时以全部标的作为分析样本（下同）。

机械行业持续复苏，经营质量不断改善

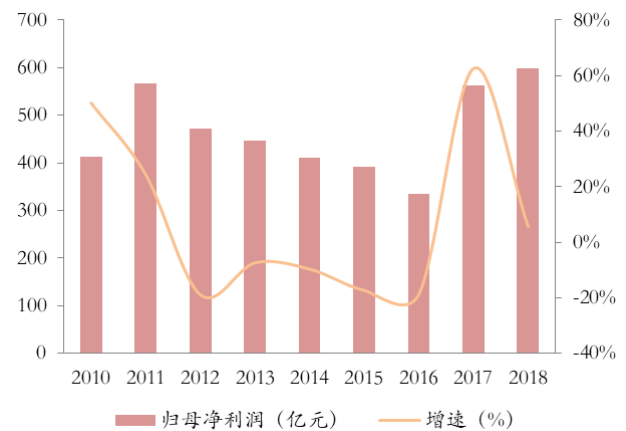
机械行业 18 年营收增速仍较高，利润受计提资产减值影响大幅回落。2018 年机械行业共实现营业总收入 12801.3 亿元，同比增长 16.0%，归母净利润 598.1 亿，同比增长 5.6%，营收增速相比 2017 年略有下降，归母净利润增速明显下滑，主要是由于：1) 2018 年年末较多企业计提了资产减值，对行业净利润造成较大影响；2) 国内经济下行压力较大、国外贸易摩擦加剧，资本面也比较偏紧，机械行业顺周期子行业较多，业绩增长承压。

图表 1.机械行业营业总收入及增速



资料来源：万得，中银国际证券

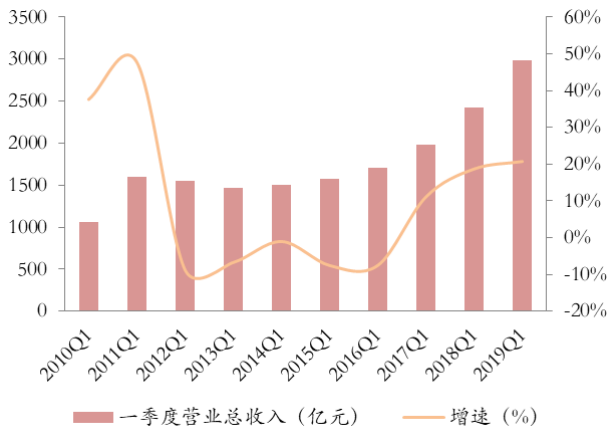
图表 2.机械行业归母净利润及增速



资料来源：万得，中银国际证券

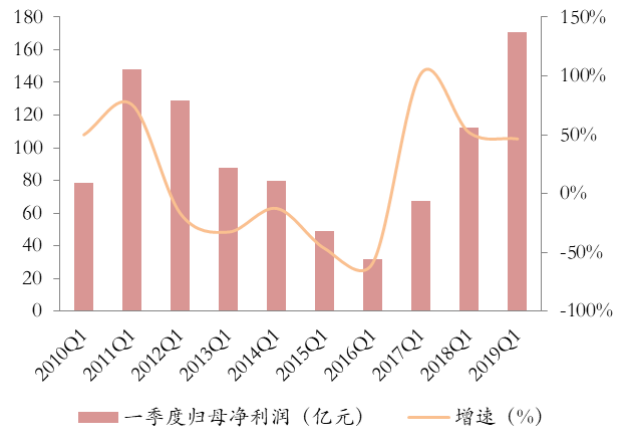
2019Q1 行业景气度回暖，业绩大幅增长。2019Q1 机械行业共实现营收 2984.8 亿，同比增长 20.7%，增速同比提升 2.0pct，创 2012 年以来新高，归母净利润 170.6 亿，同比增长 46.5%，利润增速经历四季度低谷后重回高速增长轨道。一季度业绩大幅增长主要受益工程机械、油服设备、轨交设备等板块业绩大幅增长，而这些行业市值权重较大。

图表 3.机械行业一季度营收及增速



资料来源：万得，中银国际证券

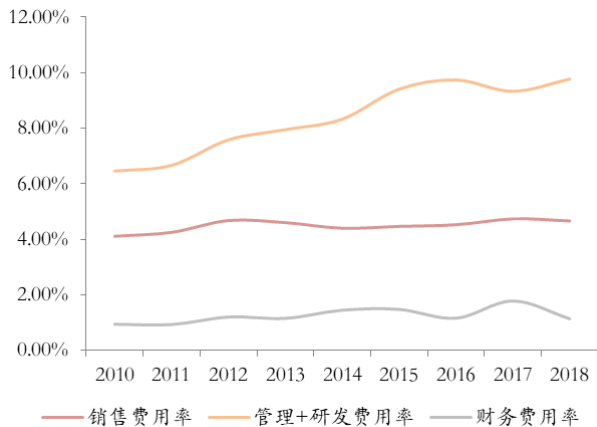
图表 4.机械行业一季度归母净利润及增速



资料来源：万得，中银国际证券

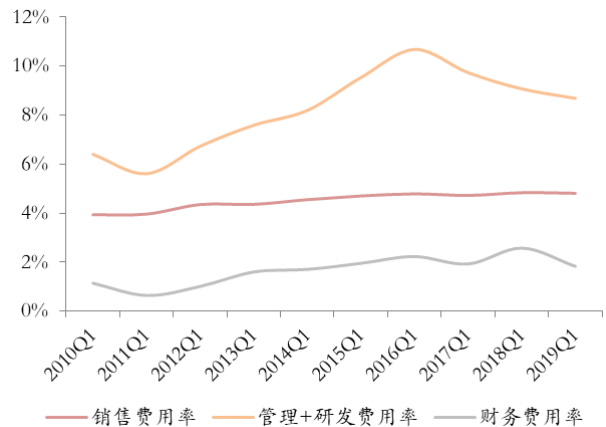
期间费用率整体平稳，18年及19Q1略有下降。2018年机械行业期间费用率为15.6%，同比下降0.3pct，2019Q1期间费用率15.3%，同比下降1.2pct，期间费用率略有下降主要是财务费用率有所降低。过去几年行业由于研发投入增加导致管理+研发费用率有一定增长，但整体保持相对稳定的水平，近四年期间费用率维持在15%-16%之间的水平。

图表 5.机械行业年度期间费用率



资料来源：万得，中银国际证券

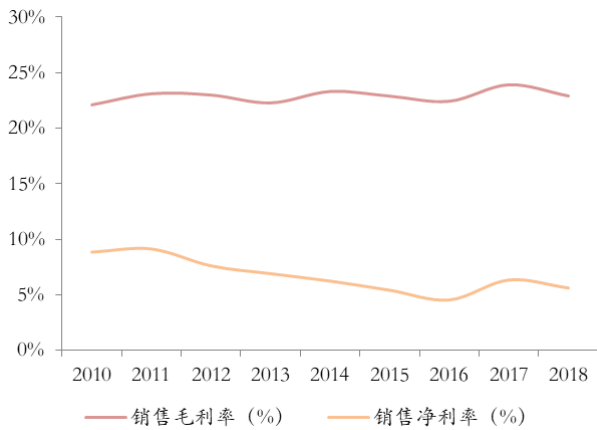
图表 6.机械行业一季度期间费用率



资料来源：万得，中银国际证券

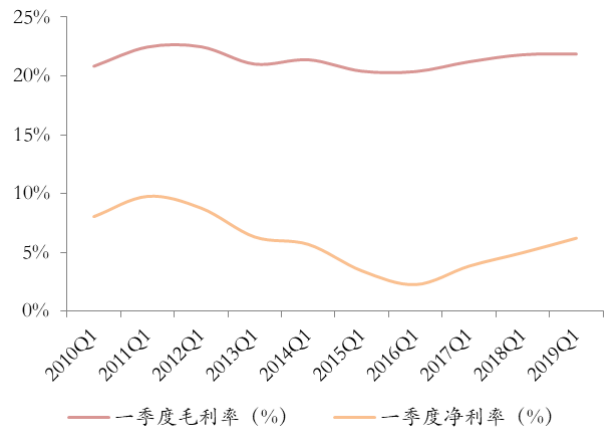
18年盈利能力小幅下滑，19Q1有所改善。2018年毛利率为22.9%，同比下降1.0pct，净利率为5.6%，同比下降0.7pct，盈利能力下滑主要是：1) 18年原材料价格维持在高位，制造企业较难将成本转移到下游，只能依靠规模化效应、生产效率提升和提高产品附加值来对冲；2) 18年年末较多企业大额计提了资产减值。19年在原材料价格回落、增值税降税效应凸显等因素驱动下，一季度盈利能力有所改善，毛利率略有提升，净利率提升1.2pct。

图表 7.机械行业年度毛利率和净利率



资料来源：万得，中银国际证券

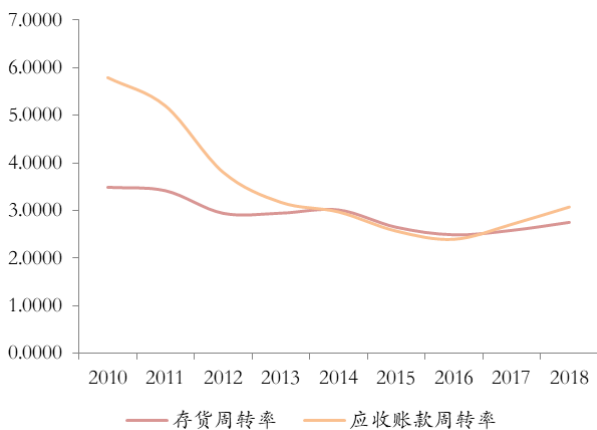
图表 8.机械行业一季度毛利率和净利率



资料来源：万得，中银国际证券

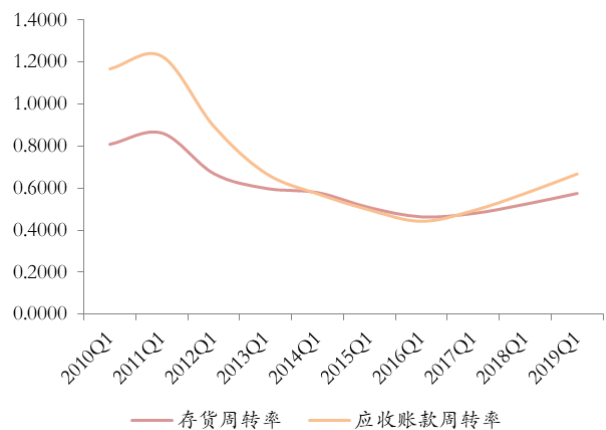
资产周转率进一步提升。2018 年机械行业的存货和应收账款周转率分别为 2.75、3.08，同比提升 0.17、0.36，资产周转率上升意味着下游需求持续向好、行业产能逐渐出清、企业营运能力不断加强，从 2016 年行业资产周转率出现边际改善以来，企业营运能力一直处于上升的通道中。2019Q1 存货和应收账款周转率还在进一步提升，分别同比提升 0.05、0.09 至 0.58、0.67。

图表 9.机械行业年度存货及应收账款周转率



资料来源：万得，中银国际证券

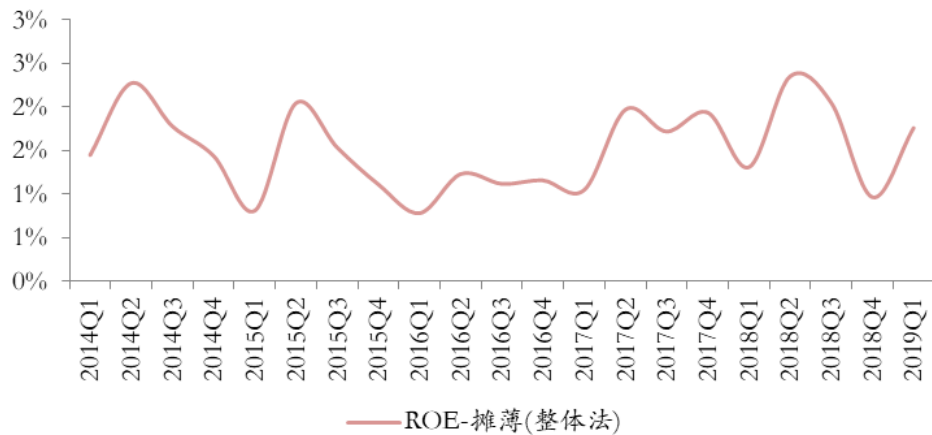
图表 10.机械行业一季度存货及应收账款周转率



资料来源：万得，中银国际证券

18 年 ROE 略有下滑，19Q1 开始明显回升。18 年机械行业 ROE 为 6.5%，同比下降 0.2pct，ROE 下滑主要是年末计提资产减值影响所致，2019Q1 行业 ROE 为 1.8%，同比提升 0.5pct，行业未来在盈利能力修复及运营效率提升的促进下，ROE 还有较大提升空间。

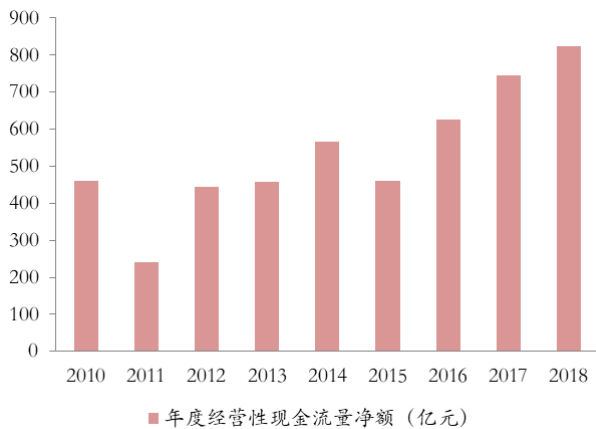
图表 11.机械行业单季度 ROE 变化



资料来源：万得，中银国际证券

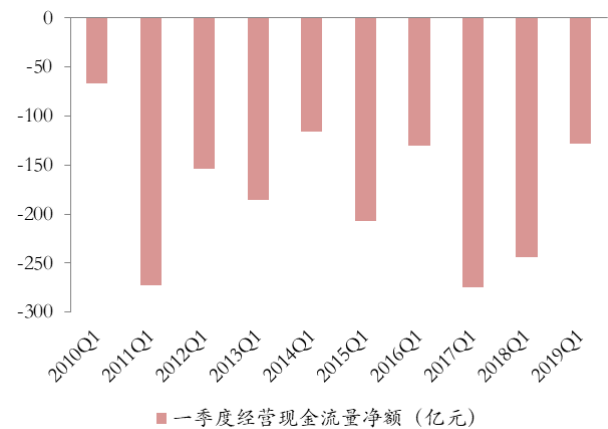
现金流不断向好，18 年现金流再创历史新高。2018 年机械行业经营净现金流为 823.8 亿，再创历史新高，并未因宏观资金面偏紧而受影响。与行业营收比值为 6.4%，同过去 2 年基本持平，行业现金流与营收同步增长，其经营质量在不断改善。2019Q1 经营净现金流为-127.9 亿，流出幅度同比大大减少。

图表 12.机械行业年度经营性现金流量净额



资料来源：万得，中银国际证券

图表 13.机械行业一季度经营性现金流量净额

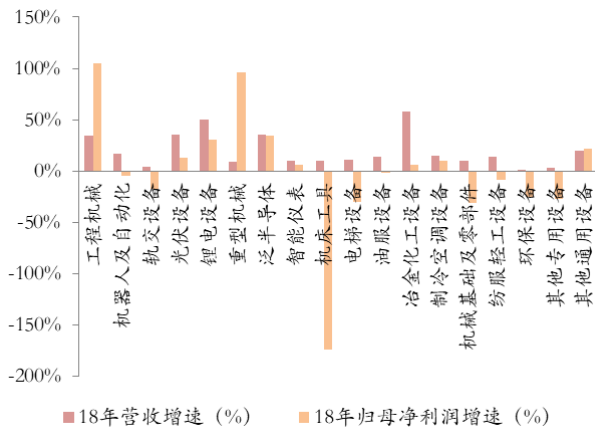


资料来源：万得，中银国际证券

细分领域分化明显，行业利润向龙头集中

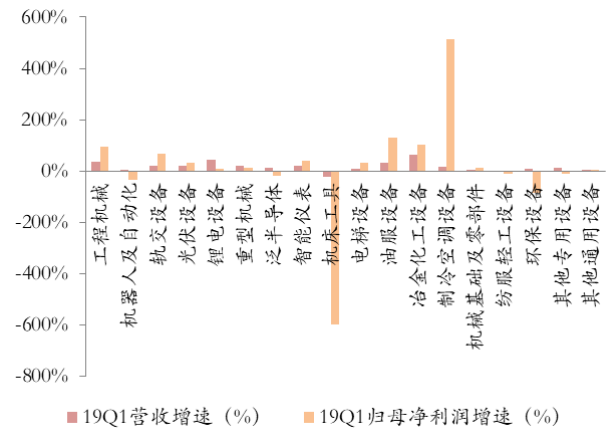
细分领域两极化显著，周期与新兴成长板块业绩亮眼。2018 年机械行业细分领域延续分化趋势，冶金化工设备、工程机械等周期性板块及锂电设备、泛半导体、光伏设备等新兴成长性板块营收与利润增速较高，而机床工具、电梯设备、环保设备、其他专用设备板块业绩出现大幅下滑，主要是这些领域下游需求放缓，行业的护城河不宽，竞争比较激烈；而机器人及自动化、智能仪表等由于有一定的顺周期属性，在经济下行压力较大时 18 年业绩增速出现明显下滑。2019Q1 工程机械、油服设备、冶金化工设备、光伏设备依旧保持较高业绩增长，锂电设备和泛半导体业绩增速有所回落，轨交设备受益基建逆周期调节，业绩大幅提升，机床工具、环卫设备等依旧没有改善。

图表 14.机械行业 2018 年细分板块营收及利润增速



资料来源：万得，中银国际证券

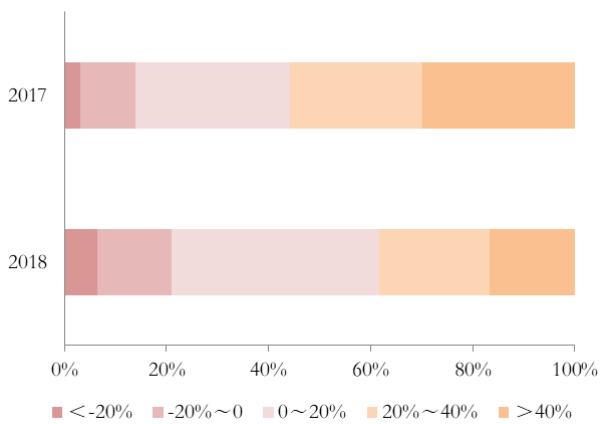
图表 15.机械行业一季度营收及利润增速



资料来源：万得，中银国际证券

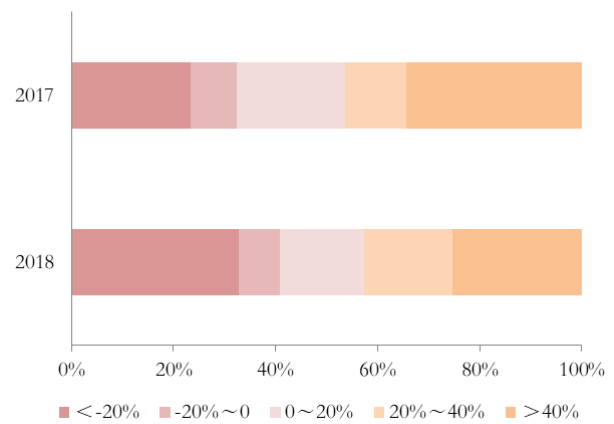
营收和归母净利润增速中值下移，利润向细分领域龙头集中。2018 年机械行业上市公司营收增速多位于 0-20%之间，占比高达 40.7%，增速超过 40%的比例由 17 年的 29.9%降低至 18 年 16.7%，行业营收整体增速与 17 年持平的背景下，行业增速中值由 17 年 24.3%下移至 13.7%，明显低于行业平均增速；归母净利润增速位于-20%以下的占比最高，达 32.7%，利润增速下滑的企业比例明显增加，而 18 年行业利润仍保持正增长。营收和利润增速中值下移意味着市值较大的龙头公司贡献了主要的业绩增量，因此行业的利润正逐渐向细分领域龙头集中。2019 年一季度，该趋势仍在延续。

图表 16.机械行业营收增速分布情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 17.机械行业归母净利润增速分布情况



资料来源：万得，中银国际证券

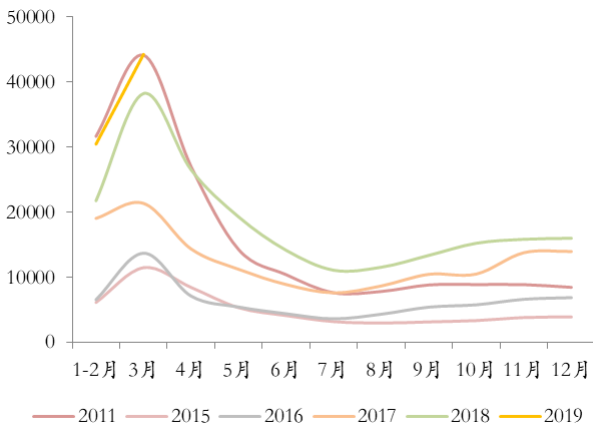
工程机械：高基数下行业延续高增长，龙头强者恒强

挖机景气度持续，行业从高增长转向稳增长。2019年3月单月实现挖机销量44278台，同比增长15.7%，一季度累计实现挖机销量74779台，同比增长24.5%，在2017、2018年连续高基数的背景下仍保持了较高的行业景气度，3月单月销量和一季度累计销量均接近11年历史峰值水平，行业景气度持续超预期。

开工小时数验证下游需求真实性。从小松的挖机开工小时数来看，3月开工小时数136.3h，同比增加6.5%，自18年年初基建投资走弱以来首次出现正增长（剔除停工因素影响较多的10月），基建逆周期调节效果在一季度开始逐渐体现。

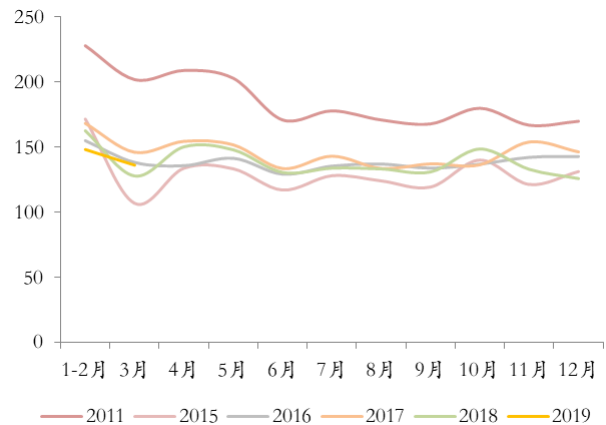
中后期工程机械品种发力，起重机、混凝土等19年增速更高。由于施工顺序和作业强度不同，起重机、混凝土机械等设备景气周期有所滞后，19年起重机和混凝土将进入更新高峰期。根据中国工程机械工业协会统计数据，前3月汽车起重机销量12415台，同比增长69.7%，其中徐工、中联、三一销量增速分别为50.7%/80.6%/120.9%，上半年预计保持60%左右的销量增速，全年有望达到30%-40%的增速水平。一季度国内混凝土机械销量增速也超过50%，龙头三一更是高达90%左右，上半年预计行业保持40%以上的销量增速，全年有望达到30%以上的水平。

图表 18. 挖掘机月销量走势（台）



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银国际证券

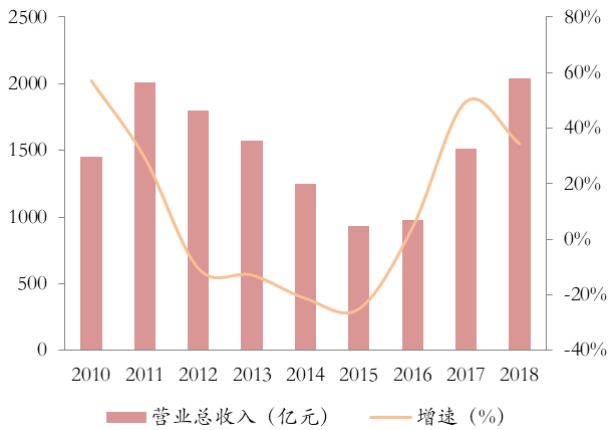
图表 19. 小松开工小时数（小时）



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银国际证券

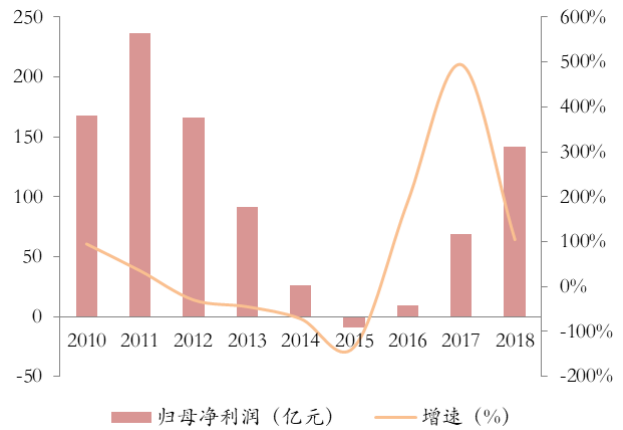
18年行业景气度仍较高，利润弹性持续释放。2018年工程机械行业共实现营收2043.5亿，同比增长34.4%，归母净利润142.1亿，同比增长104.7%，从2016年8月行业复苏以来，工程机械板块业绩不断超预期，业绩高增长主要是设备更新、环保政策趋严、机器换人、基建投资拉动、出口增长等因素驱动，而利润增速更高主要是历史包袱出清带来的利润弹性释放及规模化效应。

图表 20.工程机械营收及增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

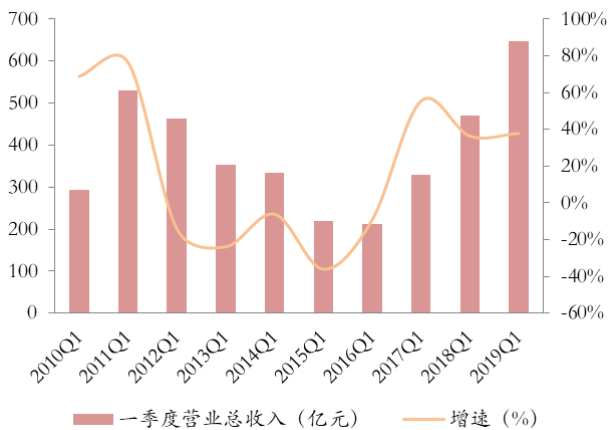
图表 21.工程机械归母净利润及增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

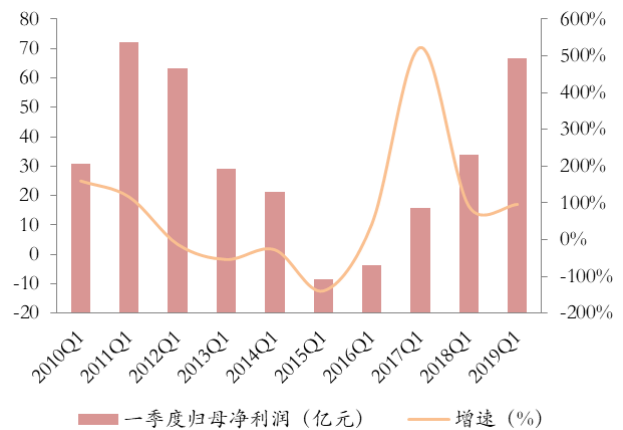
高基数下一季度营收和利润增速不降反增，行业景气度持续超预期。2019Q1 实现营收 621.4 亿，同比增长 38.5%，归母净利润 66.1 亿，同比增长 97.2%，在过去两年一季度连续高基数背景下，营收和归母净利润增速相比 18Q1 不降反增，反应行业的景气度在持续超预期。

图表 22.工程机械一季度营收及增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

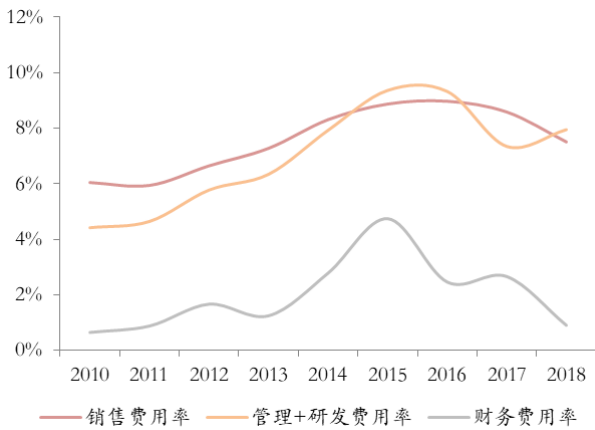
图表 23.工程机械一季度归母净利润及增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

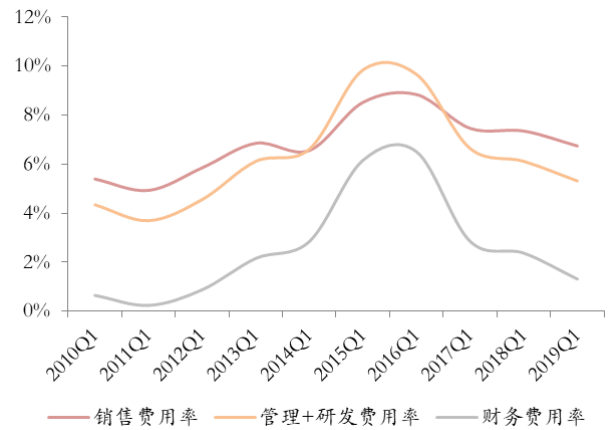
期间费用率下降明显。2018 年工程机械行业期间费用率为 16.4%，同比下降 2.2pct，其中销售费用率和财务费用率分别下降 1.0pct、1.8pct，而由于研发费用的增长，管理+研发费用率提高 0.6pct，销售费用率下降主要是规模化效应及生产管理效率的提升，财务费用率下降主要是人民币大幅贬值和有息负债大幅减少。2019Q1 期间费用率继续下行，同比下降 2.5pct 至 13.4%，销售/管理+研发/财务费用率全面降低。

图表 24.工程机械年度期间费用率



资料来源：万得，中银国际证券

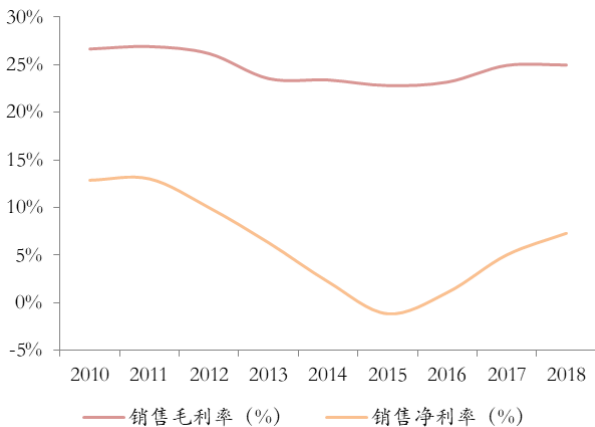
图表 25.工程机械一季度期间费用率



资料来源：万得，中银国际证券

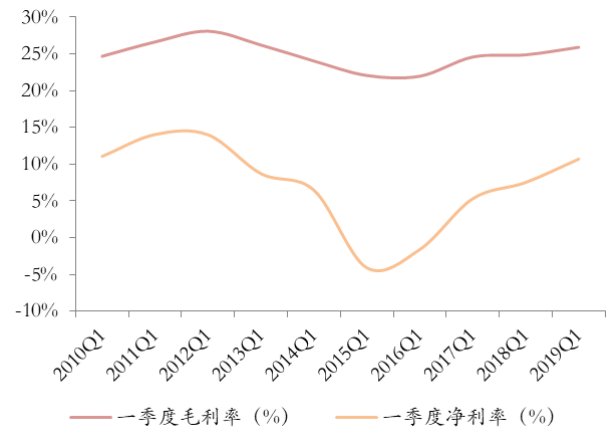
毛利率和净利率继续处于上升通道。2018 年毛利率为 24.8%，与 17 年相比基本持平，净利率为 7.3%，同增 2.3pct，毛利率基本保持稳步提升，而净利率从 17 年开始连续大幅提升。2019Q1 毛利率和净利率分别继续同比提升 1.0pct、3.2pct，净利率水平与 11 年的差距在不断缩小。接下来销量增长所需额外增加的资本开支有限，规模化效应及产品结构优化对盈利性的提升还有一定空间。

图表 26.工程机械年度毛利率和净利率



资料来源：万得，中银国际证券

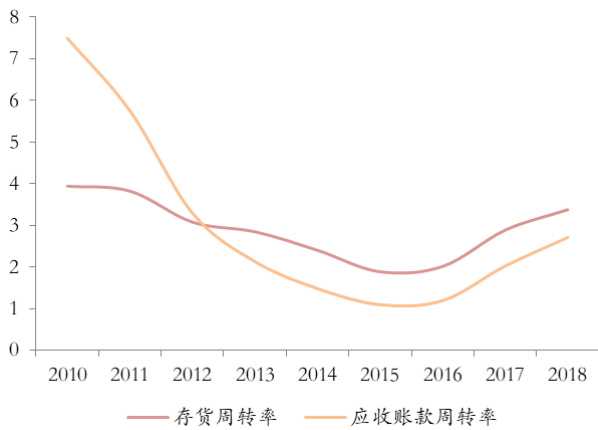
图表 27.工程机械一季度毛利率和净利率



资料来源：万得，中银国际证券

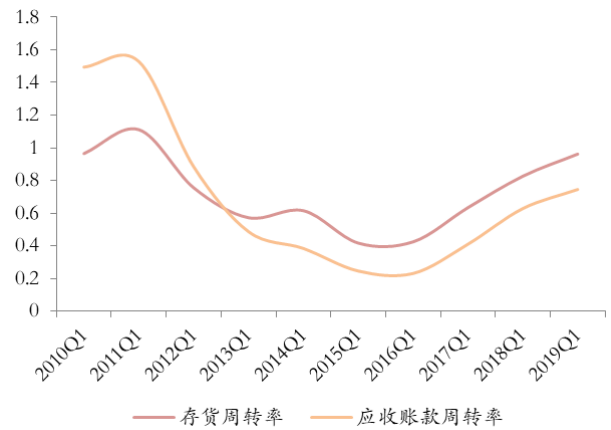
资产周转率进一步提升。2018 年行业的存货和应收账款周转率分别为 3.38、2.71，同比提高 0.49、0.69，资金回流速度进一步加快，运营效率明显增强。2019Q1 存货和应收账款周转率还在进一步提升，分别同比提升 0.14、0.12 至 0.96、0.75。

图表 28.工程机械年度存货及应收账款周转率



资料来源：万得，中银国际证券

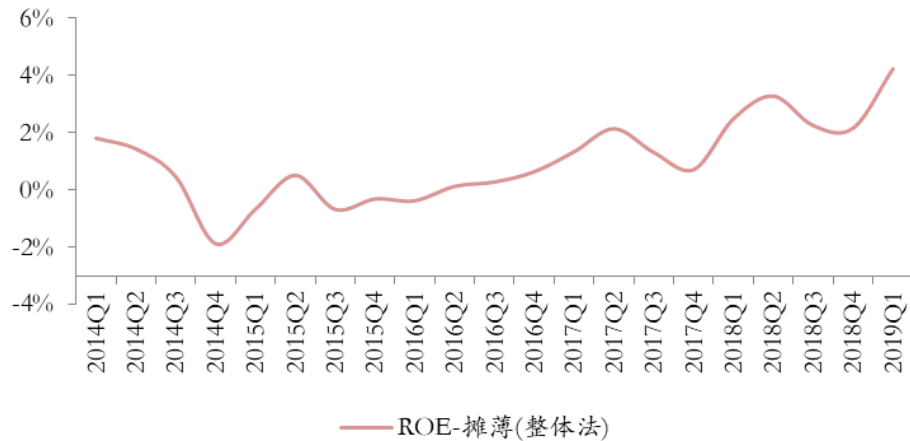
图表 29.工程机械一季度存货及应收账款周转率



资料来源：万得，中银国际证券

单季度 ROE 震荡攀升。18 年工程机械行业 ROE 为 9.7%，同比提升 4.4pct，从 16 年以来向好的趋势未变。分季度来看，每个季度 ROE 同比都有明显的改善，19Q1 提升 1.7pct 至 4.2%，目前距 10-11 年水平还有较大差距，随着销售净利率和资产周转率的不断提升，ROE 接下来还有较大修复空间。

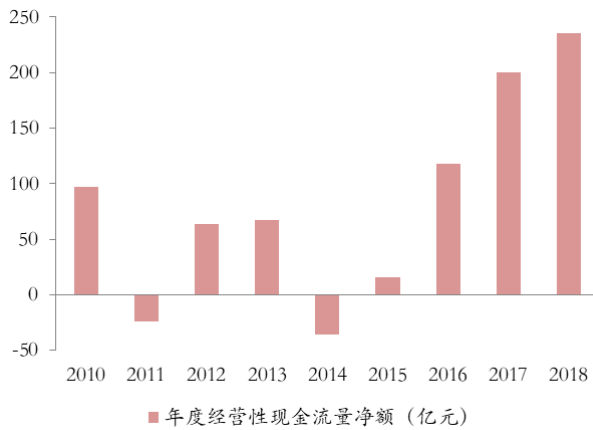
图表 30.工程机械单季度 ROE 变化



资料来源：万得，中银国际证券

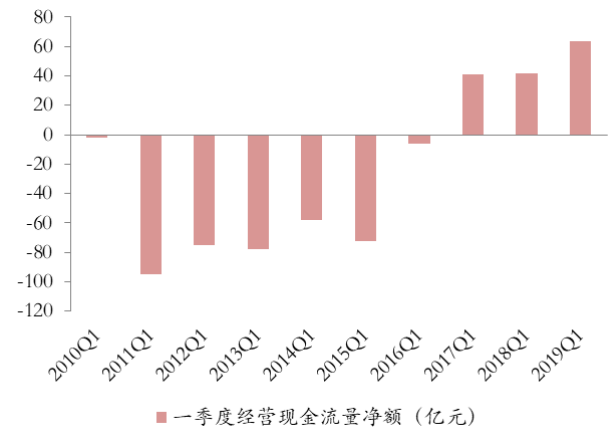
经营现金流续创历史新高。与上一轮景气周期相比，本轮周期企业更加稳健和理性，更注重经营的质量，分期中首付的比例和客户的资信严格把控、全款付款占比明显增加，现金流大幅改善，2018 年经营性现金流量净额 235.9 亿，2019Q1 为 63.6 亿，现金流不断创历史新高。从现金流/营业收入来看，18 年接近 12%，19Q1 在 10% 左右，均处于历史较高水平，现金流与业绩增长有很好的匹配度。

图表 31. 工程机械年度经营性现金流量净额



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 32. 工程机械一季度经营性现金流量净额



资料来源: 万得, 中银国际证券

龙头市场份额持续提升, 业绩增速明显高于行业平均水平。挖掘机国产龙头三一重工、徐工机械 2019Q1 销量增速分别为 52.4%/63.2%, 均高于行业增速, 龙头企业的市场份额不断提升, 三一重工、中联重科汽车起重机一季度销量增速也均高于行业增速。国内三大主机龙头三一重工、徐工机械、中联重科一季度业绩延续了 2018 年高增长的趋势, 均实现翻番以上的增长, 19 年行业龙头业绩高增长的确定性较强。

图表 33. 工程机械行业上市公司 2018 及 2019 年一季度业绩情况

股票代码	公司名称	2018 营收 (亿元)	同比 (%)	2018 归母净利润 (亿元)	同比 (%)	2019Q1 营收 (亿元)	同比 (%)	2019Q1 归母净利润 (亿元)	同比 (%)
600031.SH	三一重工	558.22	45.60	61.16	192.30	212.95	75.10	32.21	114.70
000425.SZ	徐工机械	444.10	52.50	20.46	100.44	144.20	33.70	10.53	102.70
002097.SZ	山河智能	57.56	45.60	4.29	170.80	16.51	37.10	1.58	42.50
000923.SZ	河北宣工	49.72	(8.00)	1.34	(44.30)	11.99	4.80	1.05	213.10
000157.SZ	中联重科	286.97	23.30	20.20	51.70	90.17	41.80	10.02	166.00
000528.SZ	柳工	180.85	51.50	7.90	127.70	48.65	8.80	3.04	5.10
601100.SH	恒立液压	42.11	50.70	8.37	119.10	15.69	61.60	3.26	108.10
603638.SH	艾迪精密	10.21	59.20	2.25	61.20	3.64	68.00	0.89	74.50
600815.SH	*ST厦工	28.38	(36.20)	(7.31)	(686.70)	6.53	(31.40)	(0.03)	(119.50)
000680.SZ	山推股份	80.02	26.00	0.80	24.90	18.68	(11.70)	0.43	1.20
600984.SH	建设机械	22.27	21.80	1.53	571.90	5.45	58.90	0.22	456.40
600761.SH	安徽合力	96.67	13.80	5.83	35.20	24.84	8.70	1.42	0.90
603298.SH	杭叉集团	84.43	20.50	5.47	15.20	22.15	19.50	1.45	20.60
002459.SZ	天业通联	3.54	(1.00)	0.05	(77.80)	0.54	(32.00)	0.01	(74.10)
600375.SH	华菱星马	72.92	21.70	0.59	6.51	19.17	30.50	0.06	(38.80)
603611.SH	诺力股份	25.53	20.40	1.88	18.10	6.11	13.90	0.55	42.00

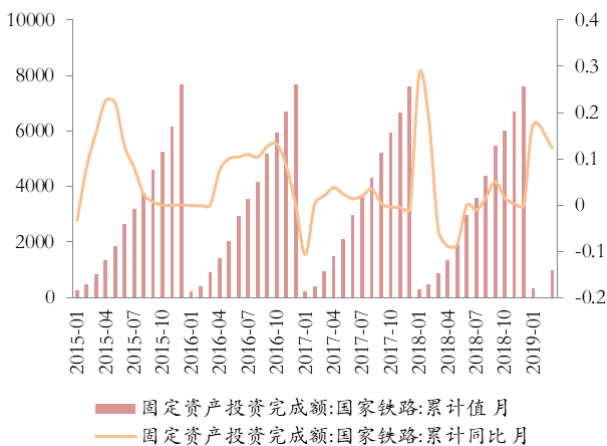
资料来源: 公司公告, 万得, 中银国际证券

轨交设备：逆周期品种，轨交行业景气度向上趋势持续

2019年铁路投资加码的预期正在兑现。据国家铁路局公告，2019年1季度国家铁路累计完成固定资产投资996.24亿元，同比增长12.4%。2018年全年铁路固定资产投资完成额达8028亿元，2019年铁路投资在一季度率先启动，并保持较高水平。由此我们对全年铁路固定资产投资保持乐观态度，我们预计2019年有望实现8500亿元，超过年初计划值8000亿元。

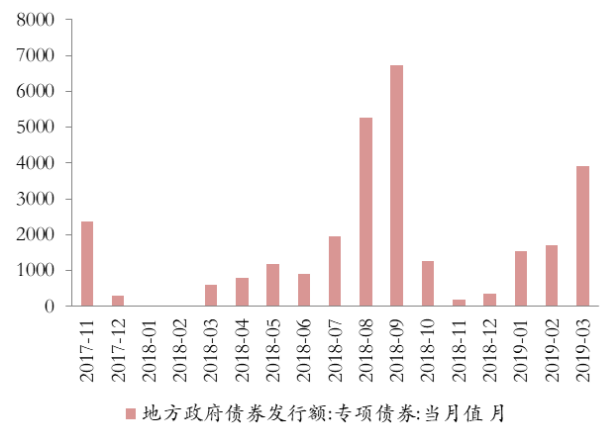
轨交基建加码，为有源头活水来。随着各地方政府债发行规模加大、发行节奏提速，地方基建资金来源将获得有力保障，促使基建投资增速有望持续回升。财政部发布数据，2019年Q1，全国发行地方政府专项债券合计7172亿元，同比增长100%。

图表 34. 国家铁路固定资产投资（亿元）及增速



资料来源：万得，铁路总公司，中银国际证券

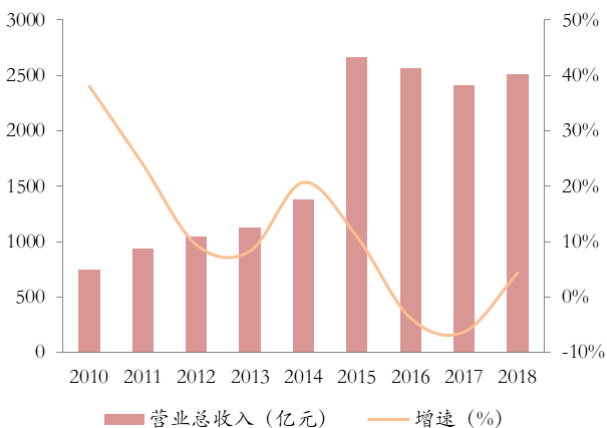
图表 35. 2019Q1 地方政府专项债发行额 7172 亿元



资料来源：万得，铁路总公司，中银国际证券

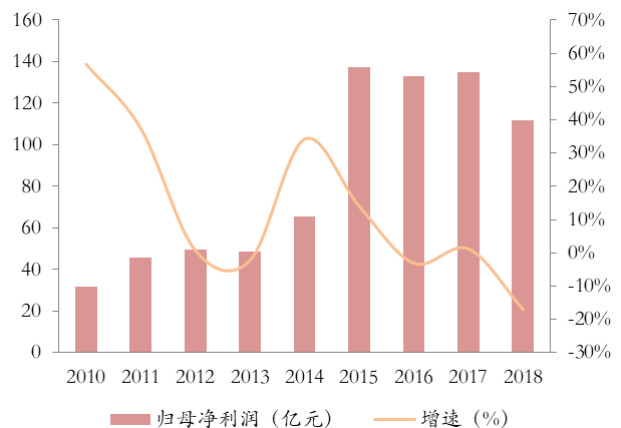
18年行业景气度开始回升。轨交设备行业2018年共实现营业收入2514.3亿，同比增长4.4%，归母净利润111.8亿，同比下降17.1%，2018年铁路基建景气度前低后高，动车组维修市场需求也开始快速增长，使得行业营收增速扭转了2014年以来同比下滑的趋势，利润端下滑更多是商誉减值因素的影响。

图表 36. 轨交设备营收及增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

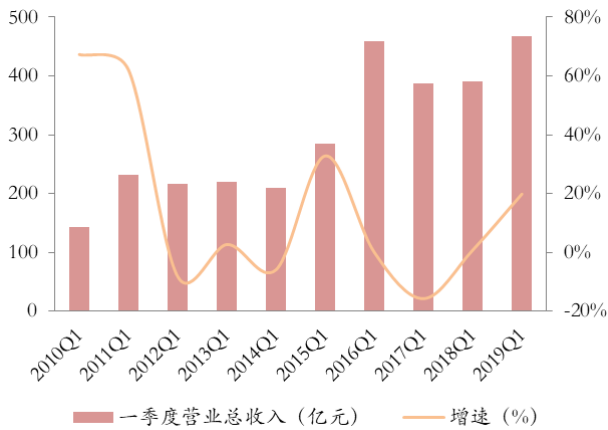
图表 37. 轨交设备归母净利润及增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

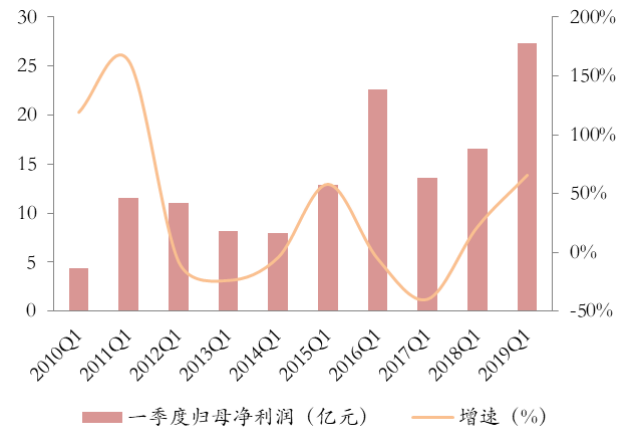
一季度营收和利润增速大幅回升。2019Q1实现营业收入467.7亿，同比增长19.9%，归母净利润27.3亿，同比增长65.6%，业绩大幅增长主要是宏观经济下行背景下，政府加大对轨交的投资力度，2019年投产新线目标6800公里，另外加上货运增量计划、城轨通车里程逐年增长等因素。

图表 38. 轨交设备一季度营收及增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

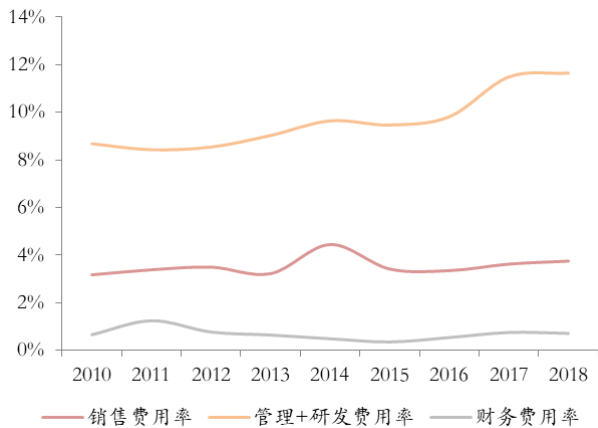
图表 39. 轨交设备一季度归母净利润及增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

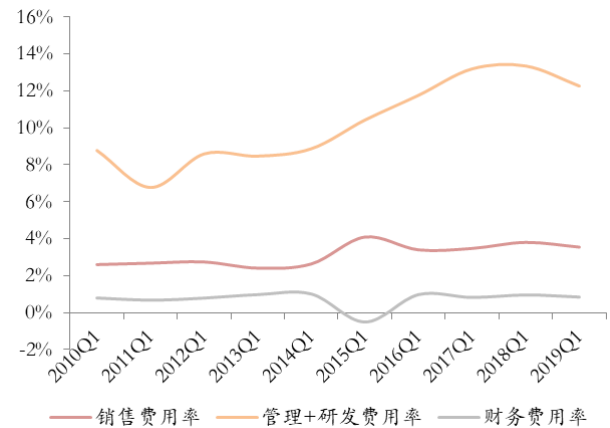
期间费用率不断上行。2018 年轨交设备行业期间费用率为 16.1%，同比增加 0.3pct，从 2010 年至今，行业期间费用率不断上行，从 2010 年的 12.5% 提高如今 16% 以上的水平，其中销售费用率和财务费用率保持相对稳定，主要是研发费用增长较多所致。2019Q1 行业期间费用率为 16.7%，同比下降 1.5pct。

图表 40. 轨交设备年度期间费用率



资料来源：万得，中银国际证券

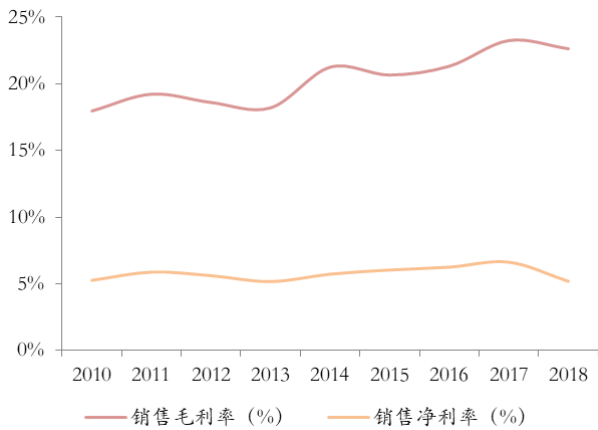
图表 41. 轨交设备一季度期间费用率



资料来源：万得，中银国际证券

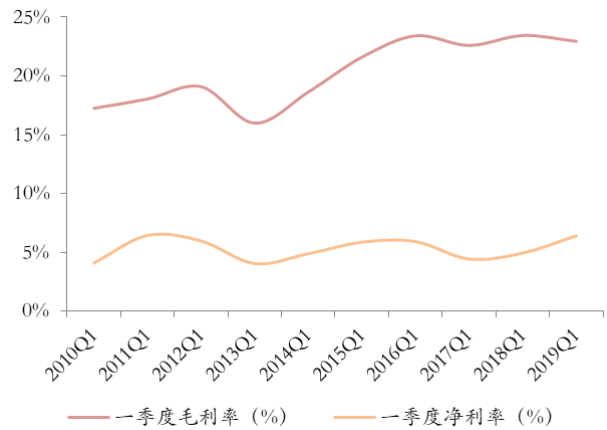
毛利率总体稳步提升，净利率保持相对平稳。2018 年毛利率为 22.6%，与 17 年相比降低 0.6pct，毛利率从 2010 年至今整体保持稳步上升的趋势，净利率为 5.2%，同比降低 1.4pct，净利率过去几年保持相对平稳，18 年出现下降主要是行业部分企业 18 年计提商誉减值影响所致。2019Q1 毛利率为 22.9%，同比基本持平，净利率 6.4%，同比提升 1.5pct。

图表 42. 轨交设备年度毛利率和净利率



资料来源: 万得, 中银国际证券

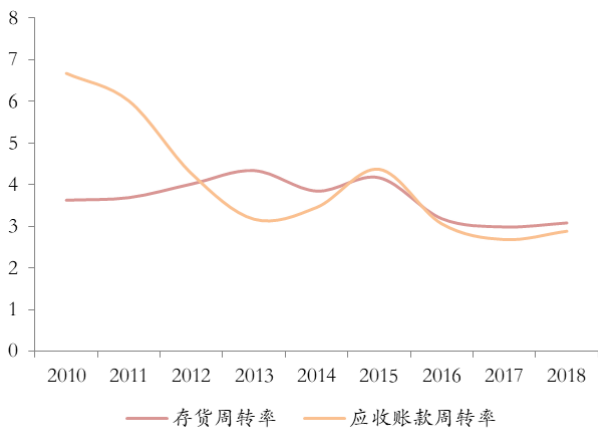
图表 43. 轨交设备一季度毛利率和净利率



资料来源: 万得, 中银国际证券

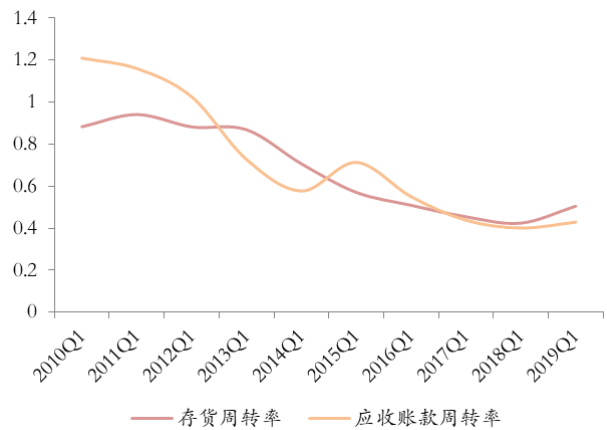
资产周转率保持平稳。2018 年轨交设备行业的存货和应收账款周转率分别为 3.09、2.89, 与 2017 年相比略有提升, 2019Q1 存货和应收账款周转率分别为 0.51、0.43, 与前几年一季度相比保持相对稳定。

图表 44. 轨交设备年度存货及应收账款周转率



资料来源: 万得, 中银国际证券

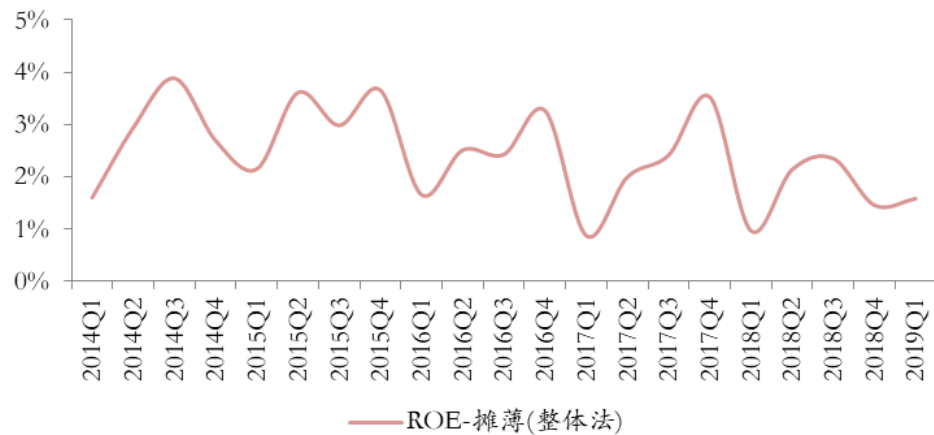
图表 45. 轨交设备一季度存货及应收账款周转率



资料来源: 万得, 中银国际证券

单季度 ROE 震荡下行。2018 年轨交设备行业 ROE 为 6.8%, 同比下降 1.8pct。单季度来看, 从 2014 年开始行业 ROE 震荡下行, 一般一季度 ROE 在一年中较低, 19 年一季度行业 ROE 为 1.6%, 同比提升 0.6pct, 随着利润率提升及经营管理水平的改善, 未来 ROE 有望扭转下行趋势。

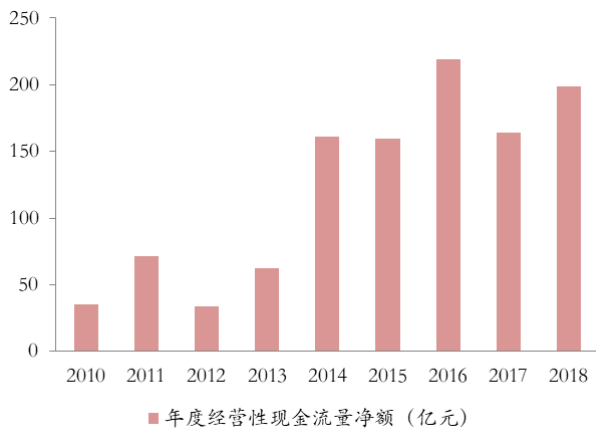
图表 46. 轨交设备单季度 ROE 变化



资料来源：万得，中银国际证券

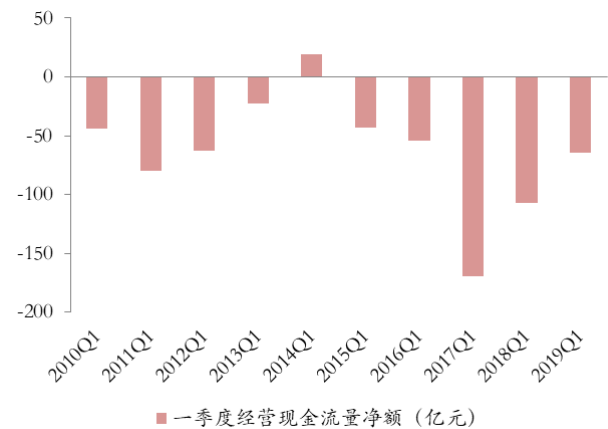
经营现金流有所改善。2018 年轨交设备行业经营现金净流量为 198.9 亿，与营收比值为 7.9%，绝对金额和与营收比值均有提升，2019Q1 行业经营现金净流量为 -64.9 亿，现金流出额相比 2018 年大幅降低，轨交设备行业的现金流有所改善。

图表 47. 轨交设备年度经营性现金流量净额



资料来源：万得，中银国际证券

图表 48. 轨交设备一季度经营性现金流量净额



资料来源：万得，中银国际证券

2018 年商誉计提影响利润，2019 年 Q1 业绩拐点已显现。2018 年由于商誉计提因素，多家公司业绩首亏。2019 年一季度部分企业已体现业绩拐点端倪。中国中车 2018 年业绩微增，2019 年 Q1 实现大幅增长，体现行业景气度拐点；思维列控 2018 年业绩实现大幅增长，2019 年 Q1 扩大幅度增长，表现突出；康尼机电 2018 年首亏，2019 年 Q1 业绩同比下降，主要由于子公司的影响；此外众合科技、鼎汉技术、晋西车轴 2019 年业绩均实现大幅增长，出现行业业绩拐点。

图表 49. 轨交设备行业上市公司 2018 及 2019 年一季度业绩情况

股票代码	公司名称	2018 营收 (亿元)	同比 (%)	2018 归母净 利润 (亿元)	同比 (%)	2019Q1 营收 (亿元)	同比 (%)	2019Q1 归母 净利润 (亿 元)	同比 (%)
601766.SH	中国中车	2,190.83	3.80	113.05	4.80	396.68	20.50	17.80	40.20
603508.SH	思维列控	5.41	17.70	1.88	43.30	3.99	151.00	6.97	1,119.50
603680.SH	今创集团	32.28	10.10	4.42	(26.30)	9.09	38.80	0.85	(2.60)
603111.SH	康尼机电	34.15	41.30	(31.51)	(1,221.70)	8.30	4.10	0.61	(38.40)
600458.SH	时代新材	119.96	5.20	(4.27)	(716.80)	25.39	(1.40)	0.32	(4.60)
300351.SZ	永贵电器	13.10	3.10	(4.59)	(366.10)	2.41	(13.40)	0.24	(50.20)
000976.SZ	华铁股份	17.31	(0.40)	1.46	(70.50)	2.08	1.30	0.22	2.70
300462.SZ	华铭智能	2.64	9.60	0.53	16.30	0.74	(9.60)	0.15	(44.80)
000008.SZ	神州高铁	25.65	10.00	3.25	(62.80)	3.09	47.70	0.12	11.60
000925.SZ	众合科技	20.89	0.10	0.27	(55.10)	5.15	69.60	0.10	980.80
300011.SZ	鼎汉技术	13.57	9.80	(5.77)	(882.10)	3.36	32.50	0.07	483.60
600495.SH	晋西车轴	13.75	1.80	0.36	112.50	3.05	167.40	0.06	152.20
300440.SZ	运达科技	5.20	(24.70)	1.05	(23.20)	0.72	(19.40)	0.02	(13.40)
002480.SZ	新筑股份	19.60	18.10	0.13	5.70	3.71	(3.80)	(0.21)	(518.50)

资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

油服设备：行业发展趋势向上，油服公司业绩正复苏

三桶油资本开支持续2年增长，油服公司充分受益。此前，三桶油公布2018年经营成果及2019年生产计划，总体上2018年三桶油勘探开发资本开支增长21%，从而使得原油产量企稳，天然气产量维持正增长；展望2019年，三桶油资本开支仍保持20%增速，原油产量增长1.5%，天然气产量增长5.1%，估计仍会大幅低于消费量增速，加大天然气勘探开发是当务之急。

图表 50. WTI 原油期货价格中枢不断上移



资料来源：万得，中银国际证券

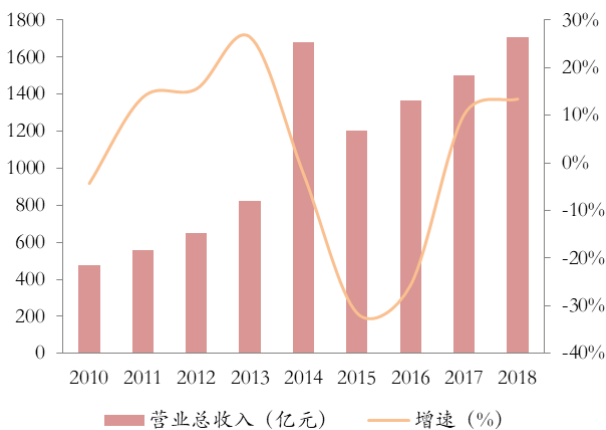
图表 51. ICE 布油价格中枢不断上移



资料来源：万得，中银国际证券

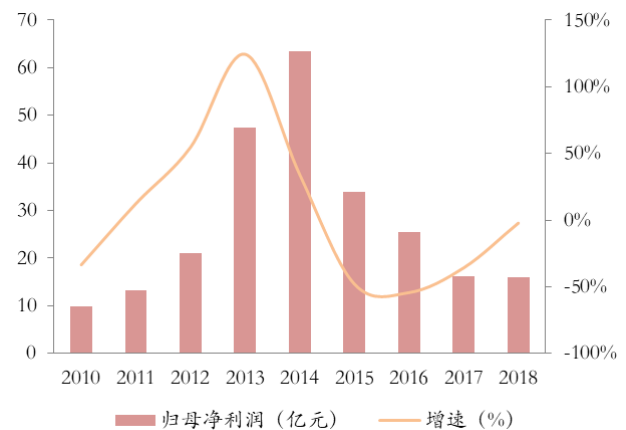
油价中枢上移，18年油服设备行业持续复苏。受益全球油价中枢上移，油服设备行业从2017年开始迎来复苏，营收连续两年实现正增长，2018年实现营业收入1705.4亿，同比增长13.4%，增速相比2017年有所提升，实现归母净利润15.9亿，同比下降2.2%，利润降幅相比17年明显缩窄。

图表 52. 油服设备营收及增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

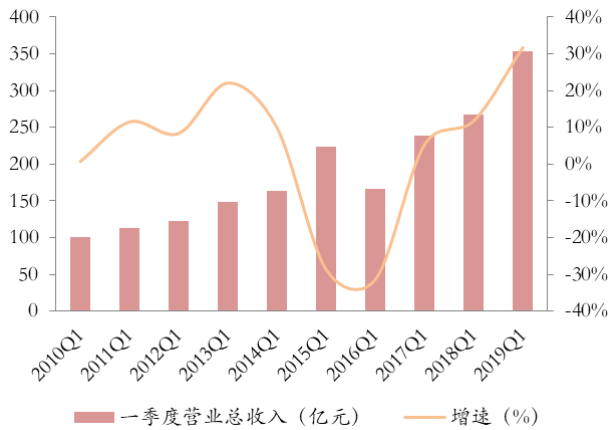
图表 53. 油服设备归母净利润及增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

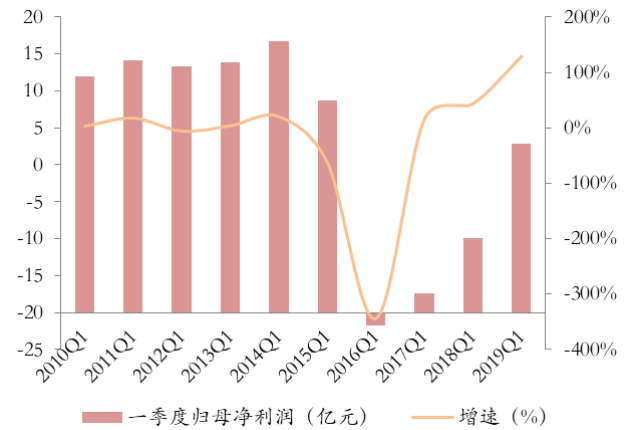
一季度整体趋势仍向上，油服设备业绩弹性大。2019Q1油服设备板块共实现营收353.4亿，同比增长31.8%，归母净利润2.9亿，同比增长128.9%，营收和利润增速均创近十年新高。在我们统计的16家油服设备企业中，大多实现了正增长，并且利润端的增速要远高于营收端增速，像杰瑞股份一季度尽管收入仅同比增长30%，但净利润同比增长225%，油服设备企业具有较大的业绩弹性。

图表 54.油服设备一季度营收及增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

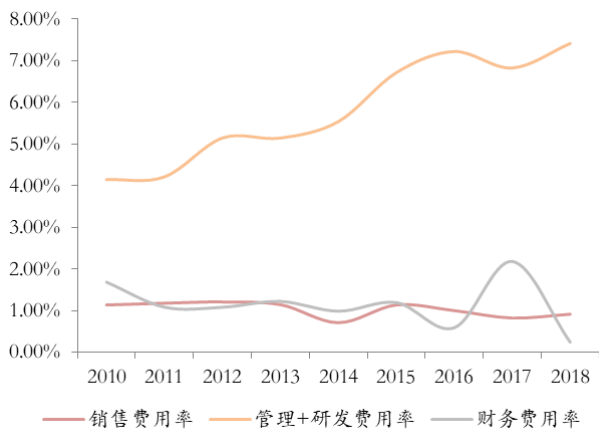
图表 55.油服设备一季度归母净利润及增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

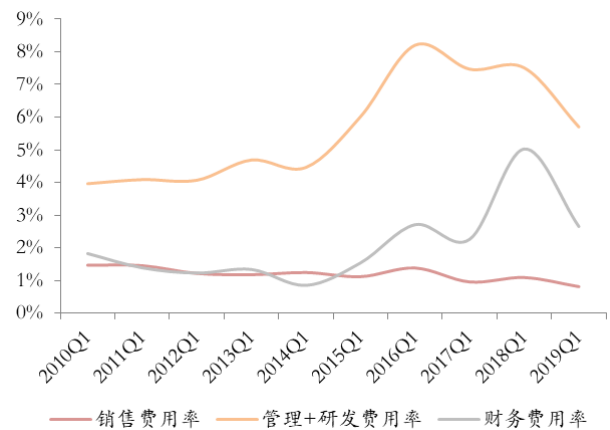
期间费用率开始下行。2018 年油服设备行业期间费用率为 8.6%，同比下降 1.3pct，其中销售费用率基本持平，管理+研发费用率同比增加 0.6pct，而财务费用率大幅降低 1.9pct。2019Q1 期间费用率继续保持下行趋势，与 2018Q1 相比，期间费用率下降 4.5pct 至 9.2%，其中三大费用率均不同程度下降。

图表 56.油服设备年度期间费用率



资料来源：万得，中银国际证券

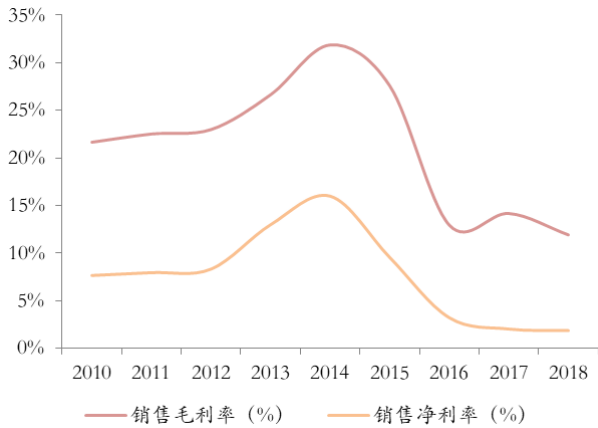
图表 57.油服设备一季度期间费用率



资料来源：万得，中银国际证券

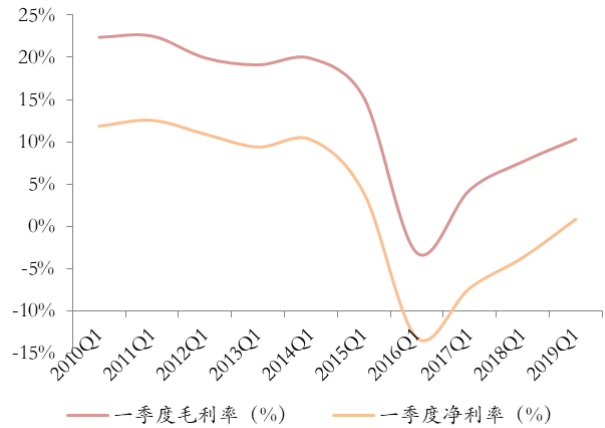
18 年毛利率和净利率继续下探，19Q1 有明显改善。2018 年油服设备毛利率为 11.9%，同降 2.3pct，净利率为 1.9%，同降 0.2pct，毛利率和净利率下滑主要是油气工程建设公司毛利率下降影响所致，设备类公司毛利率和净利率 18 年有明显的回升。2019Q1 行业毛利率和净利率分别为 10.3%、0.8%，与 18Q1 相比有明显的提高，随着油气工程公司毛利率的改善，19 年行业的盈利能力有望进一步提升。

图表 58.油服设备年度毛利率和净利率



资料来源：万得，中银国际证券

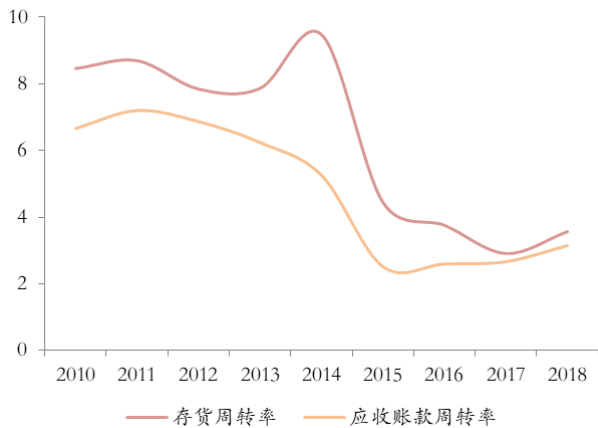
图表 59.油服设备一季度毛利率和净利率



资料来源：万得，中银国际证券

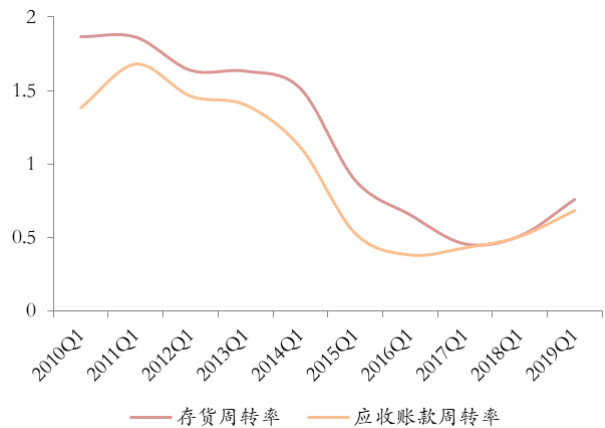
资产周转率略有提升。2018 年油服设备的存货和应收账款周转率分别为 3.56、3.15，同比提高 0.66、0.48，资金回流速度加快，运营效率有所好转。2019Q1 行业的存货和应收账款周转率仍在进一步提升，分别同比提升 0.25、0.18 至 0.76、0.69。

图表 60.油服设备年度存货及应收账款周转率



资料来源：万得，中银国际证券

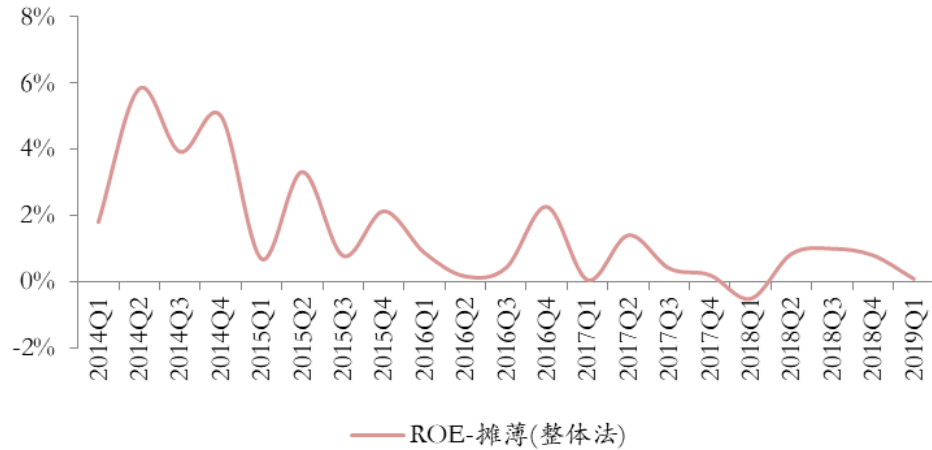
图表 61.油服设备一季度存货及应收账款周转率



资料来源：万得，中银国际证券

2018 年 ROE 仍在筑底，19 年一季度有所好转。2018 年油服设备 ROE 为 2.1%，与 2017 年基本持平，2019Q1 行业 ROE 有所好转，从 18 年一季度的-0.5%提高到 0.1%。

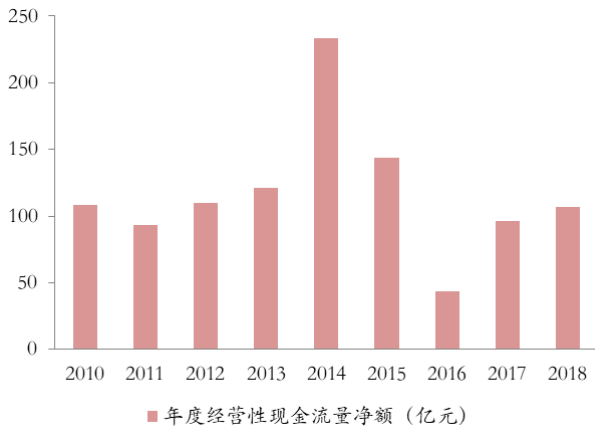
图表 62.油服设备单季度 ROE 变化



资料来源：万得，中银国际证券

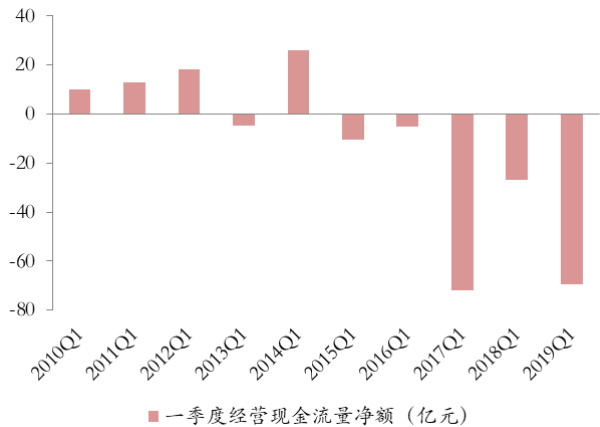
现金流仍无明显改善。2018 年油服设备板块经营性现金流量净额为 106.6 亿，同比略有增加，2019Q1 行业经营净现金流为-69.7 亿，相比 2018 年流出加剧，主要是下游行业需求较旺盛，企业业务增加，加大前期投入和采购量所致，后续现金流有望逐渐好转。

图表 63.油服设备年度经营性现金流量净额



资料来源：万得，中银国际证券

图表 64.工程机械一季度经营性现金流量净额



资料来源：万得，中银国际证券

图表 65. 油服设备行业上市公司 2018 及 2019 年一季度业绩情况

股票代码	公司名称	2018 营收 (亿元)	同比 (%)	2018 归母净 利润 (亿元)	同比 (%)	2019Q1 营收 (亿元)	同比 (%)	2019Q1 归母 净利润 (亿 元)	同比 (%)
002353.SZ	杰瑞股份	45.97	44.20	6.15	807.60	10.12	30.30	1.10	224.60
600583.SH	海油工程	110.52	7.80	0.80	(83.60)	17.94	42.80	(2.61)	27.60
601808.SH	中海油服	219.46	25.30	0.71	65.50	59.08	72.30	0.31	104.80
600339.SH	中油工程	586.23	5.90	9.55	42.50	93.47	12.60	0.65	342.30
000852.SZ	石化机械	49.19	23.20	0.14	43.80	13.29	143.70	0.10	112.30
600871.SH	石化油服	584.09	20.20	1.42	101.30	134.58	31.10	1.88	524.60
603800.SH	道森股份	11.69	40.80	0.89	204.70	2.49	20.90	0.18	1,716.40
300157.SZ	恒泰艾普	14.88	(49.30)	0.31	106.90	3.24	(40.80)	0.05	(20.40)
300164.SZ	通源石油	15.93	95.10	1.04	134.80	3.03	(0.80)	0.14	288.10
603036.SH	如通股份	2.41	22.30	0.39	7.90	0.63	51.30	0.06	55.60
603727.SH	博迈科	3.97	(18.90)	0.07	(93.50)	1.68	556.80	0.04	109.60
603619.SH	中曼石油	13.90	(21.60)	0.30	(92.40)	4.12	(9.10)	0.27	(67.00)
002554.SZ	惠博普	16.62	11.90	(4.94)	(656.10)	4.01	17.70	0.85	136.30
300084.SZ	海默科技	7.02	37.20	0.66	411.80	0.89	8.10	(0.19)	1.20
002828.SZ	贝肯能源	9.04	39.30	0.45	(35.10)	1.24	1,194.10	(0.01)	86.30
300228.SZ	富瑞特装	14.45	(17.20)	0.13	(74.90)	3.57	54.80	0.03	39.60

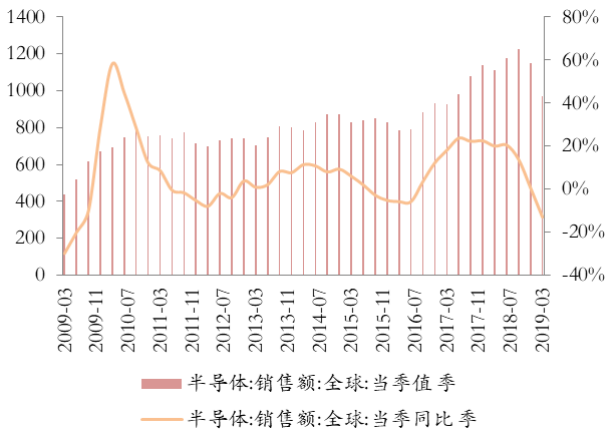
资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

半导体行业：全球半导体景气度周期起伏，国内有望逆势而上

美国半导体行业协会（SIA）最新公布的数据显示，2018年，全球半导体销售额同比增长13.7%，达到4688亿美元。2018年半导体销售额再创新高。2018年下半年半导体市场增长放缓，2018年第四季度半导体销售额为1147亿美元，同比增长0.6%，但环比下降8.2%。我们认为随着5G、人工智能、物联网等应用的推广，长期来看，半导体前景依然强劲。

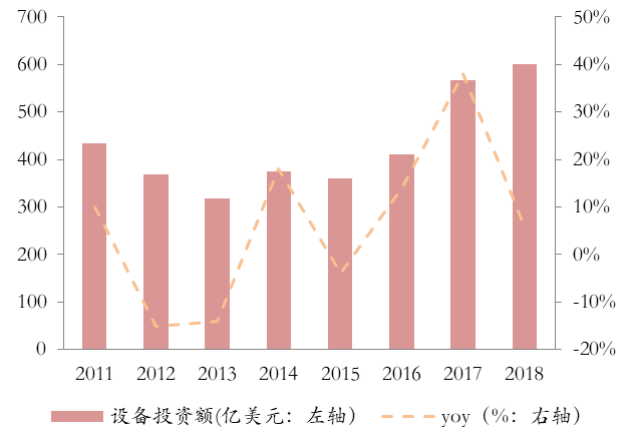
全球半导体扩张进度放缓，中国晶圆厂扩产如期进行中。SEMI统计，全球半导体设备销售额2018年达645亿美元，同比增长14%，同时预计2019/2020年全球半导体设备销售达596/719亿美元，分别同比增长-7.6%、20.7%，预计在2020年恢复扩产周期。相比之下，中国大陆2018/2019/2020年半导体设备销售将达到131/125/200亿美元，分别同比增长59%/-5%/60%，2019年扩产明确的晶圆厂包括长江存储、士兰微、海力士无锡、华宏、上海华力等，总投资额位于历史高位。

图表 66. 全球半导体销售额增速下滑



资料来源：全球半导体贸易统计组织，万得，中银国际证券

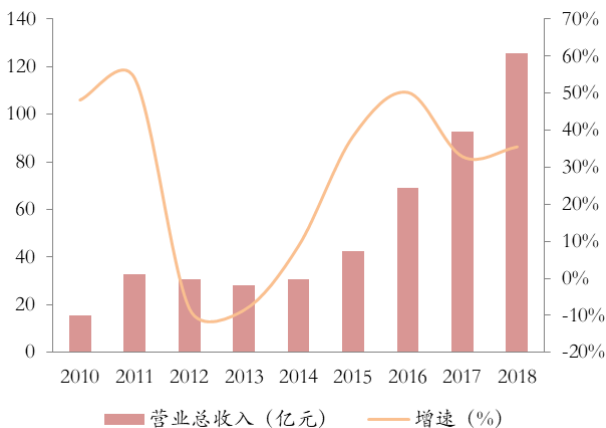
图表 67. 2018 年全球半导体设备投资额增速放缓



资料来源：万得，中银国际证券

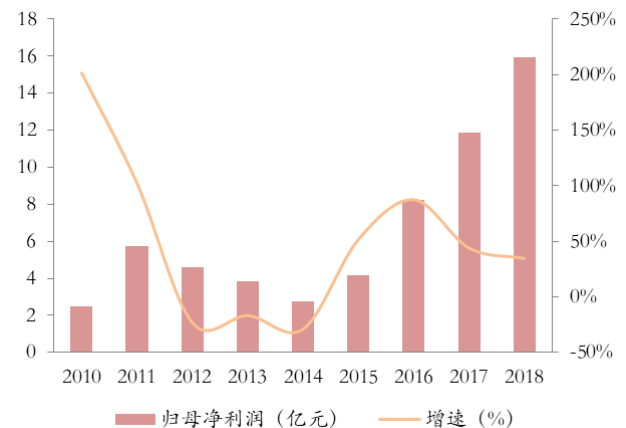
国内半导体市场增长强劲。2018年该板块共实现营收125.5亿，同比增长35.5%，归母净利润16.0亿，同比增长34.7%，营收和利润增速延续了2017年的高增长，行业主要成长逻辑是全球半导体产业向国内转移，自主可控、进口替代等，因此未来较长时间国内半导体行业较保持高景气度。

图表 68. 泛半导体营收及增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

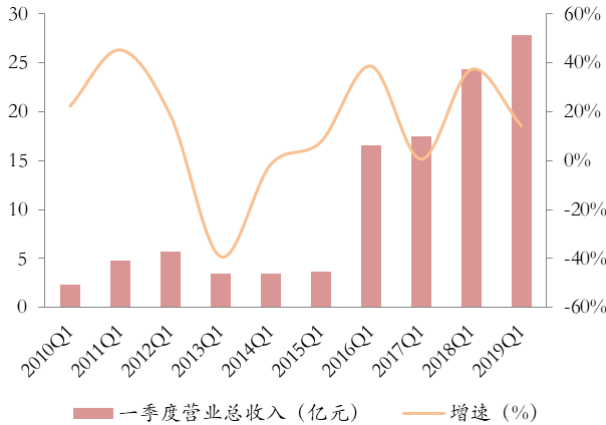
图表 69. 泛半导体归母净利润及增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

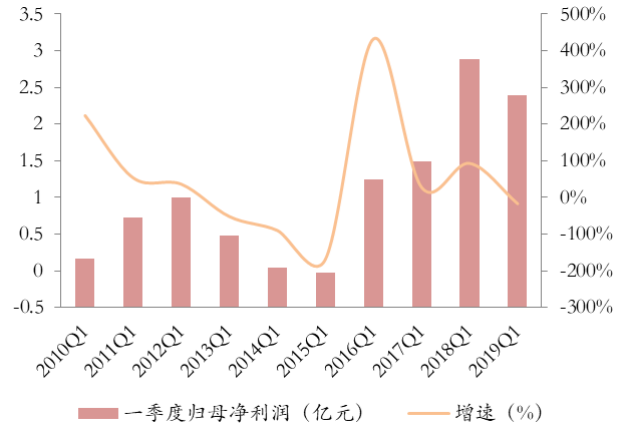
一季度行业增速有所放缓。19年一季度共实现营收27.8亿，同比增长14.4%，归母净利润2.4亿，同比下降17.0%，一季度行业增速短期有所放缓，长期来看行业趋势仍然向上。

图表 70. 泛半导体一季度营收及增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

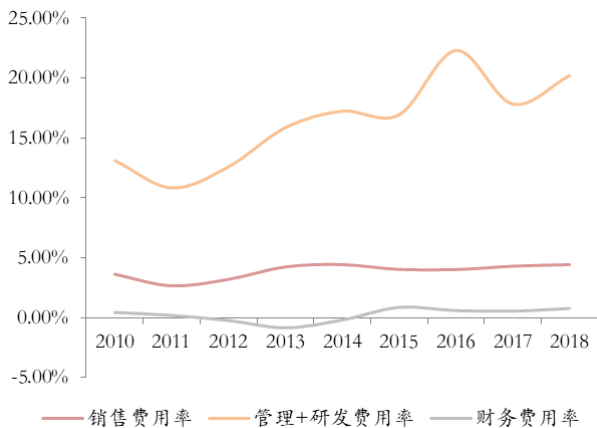
图表 71. 泛半导体一季度归母净利润及增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

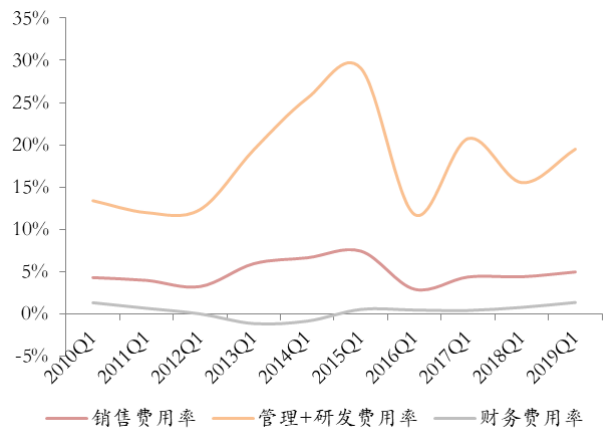
期间费用率有所提升。2018年该行业期间费用率为25.4%，同比增加2.7pct，期间费用率提升主要是管理+研发费用率的增长，2018管理+研发费用率为20.2%，同比增加3pct，而销售费用率和财务费用率基本保持稳定。2019Q1期间费用率为25.8%，同比提升5.1pct，主要也是研发投入增长较多所致。

图表 72. 泛半导体期间费用率



资料来源：万得，中银国际证券

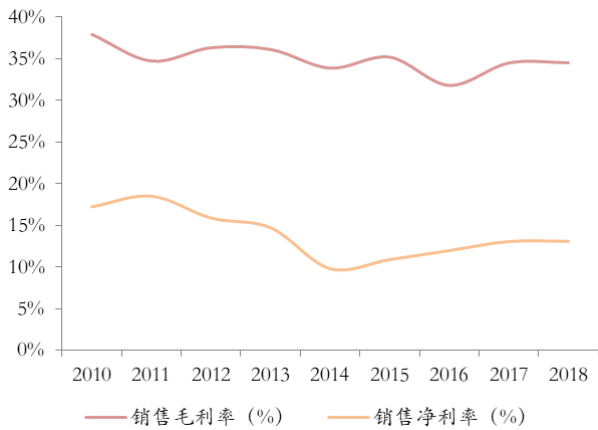
图表 73. 泛半导体一季度期间费用率



资料来源：万得，中银国际证券

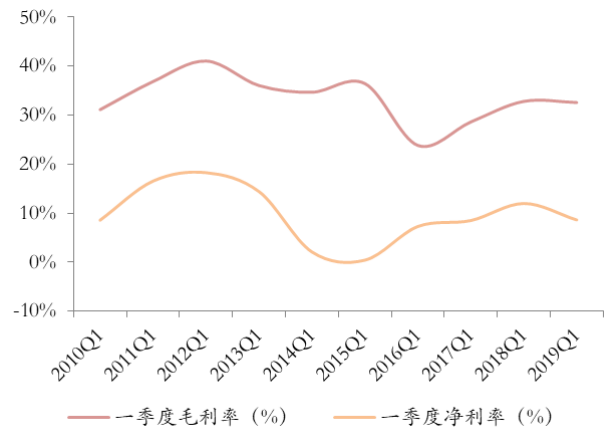
毛利率和净利率保持稳定。2018年该行业毛利率为34.5%，净利率为13.1%，同比基本持平，2019Q1毛利率和净利率分别为32.6%、8.6%，一季度毛利率同比基本持平，净利率同比下滑3.3pct。

图表 74. 泛半导体年度毛利率和净利率



资料来源：万得，中银国际证券

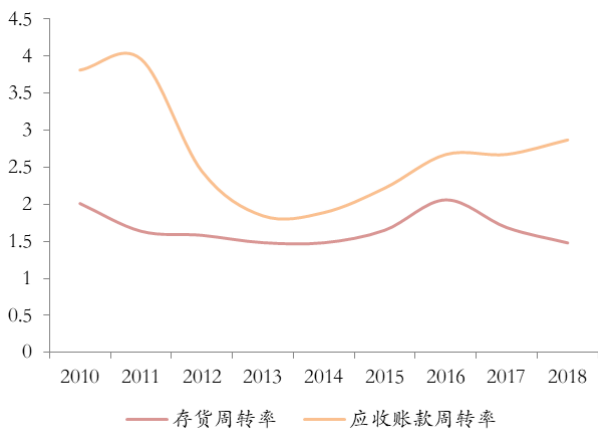
图表 75. 泛半导体一季度毛利率和净利率



资料来源：万得，中银国际证券

资产周转率略有下降。2018 年行业的存货和应收账款周转率分别为 1.48、2.87，相比 2017 年分别下降 0.21 和提升 0.20，2019Q1 存货和应收账款周转率分别为 0.27、0.57，相比 2018Q1 都有不同程度下降。

图表 76. 泛半导体存货与应收账款周转率



资料来源：万得，中银国际证券

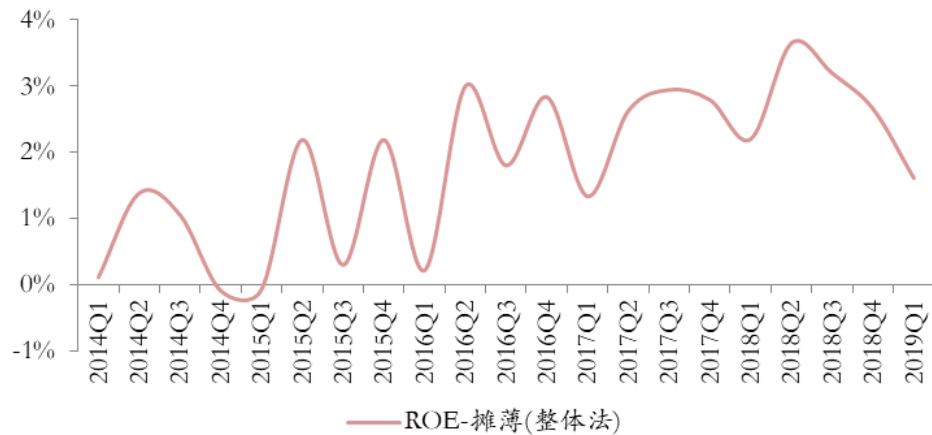
图表 77. 泛半导体一季度存货与应收账款周转率



资料来源：万得，中银国际证券

泛半导体行业 ROE 震荡上升。过去 5 年，该行业 ROE 一直保持稳步提升，单季度 ROE 同比基本有所提高，2018 年第四季度 ROE 降低主要是商誉减值的影响，2019 年一季度 ROE 为 1.6%，同比降低 0.6pct。我们认为随着国内厂商技术水平的提升、产品结构的优化及规模化效应，ROE 有望继续提升。

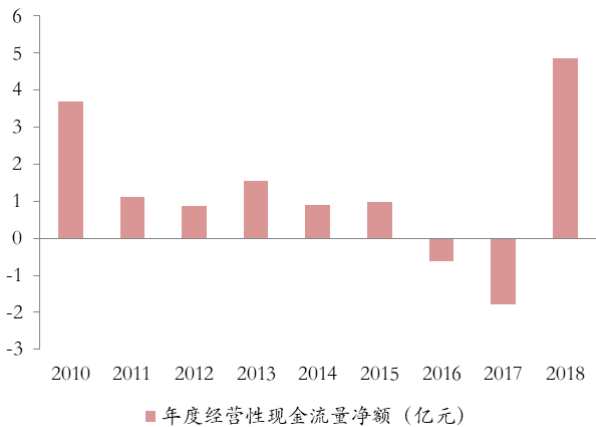
图表 78. 泛半导体单季度 ROE 变化



资料来源：万得，中银国际证券

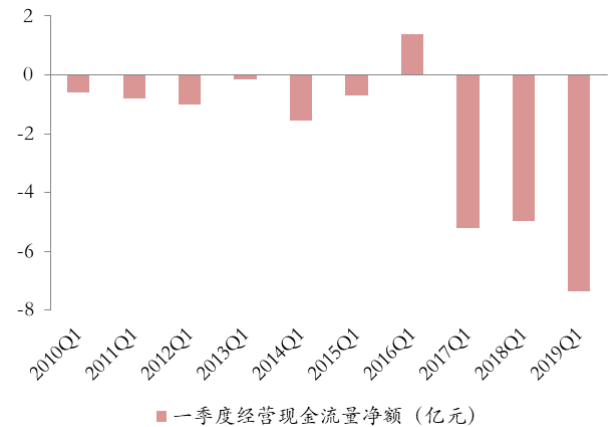
经营现金流有所好转。2018 年经营净现金流为 4.8 亿，创近十年新高，与总营收的比值为 3.9%，现金流相比 2017 年有明显改善，2019Q1 经营净现金流为-7.4 亿，同比流出加剧，主要是精测电子和亚翔集成一季度经营现金流出较多所致，北方华创、晶盛机电等一季度经营现金流继续向好。

图表 79. 泛半导体年度经营性现金流量净额



资料来源：万得，中银国际证券

图表 80. 泛半导体一季度经营性现金流量净额



资料来源：万得，中银国际证券

国内泛半导体公司 2018 年年报及 2019 年一季报业绩情况：新兴产业成长性好赛道，公司业绩有分化。龙头公司北方华创 2018 年归母净利润 2.34 亿，同比增长 86.0%，2019Q1 归母净利润 0.20 亿元，同比增长 29.7%；晶盛机电 2018 年归母净利润 5.82 亿元，同比增长 50.6%，2019Q1 归母净利润 1.26 亿，同比下降 6.7%；精测电子：2018 归母净利润 2.89 亿，同比增长 73.2%，2019Q1 归母净利润 0.81 亿元，同比增长 65.5%。

图表 81. 泛半导体行业上市公司 2018 及 2019 年一季度业绩情况

股票代码	公司名称	2018 营收 (亿元)	同比 (%)	2018 归母净 利润 (亿元)	同比 (%)	2019Q1 营收 (亿元)	同比 (%)	2019Q1 归母 净利润 (亿 元)	同比 (%)
002371.SZ	北方华创	33.24	49.50	2.34	86.00	7.08	30.50	0.20	29.70
300316.SZ	晶盛机电	25.36	30.10	5.82	50.60	5.68	0.40	1.26	(6.70)
300567.SZ	精测电子	13.90	55.20	2.89	73.20	4.51	119.10	0.81	65.50
300604.SZ	长川科技	2.16	20.20	0.36	(27.40)	0.43	(6.10)	0.00	(93.60)
603690.SH	至纯科技	6.74	82.60	0.32	(34.20)	1.16	57.70	0.11	411.20
603929.SH	亚翔集成	22.56	26.70	1.61	25.50	6.09	(1.20)	0.38	(6.60)
300545.SZ	联得装备	6.64	42.30	0.85	50.90	1.82	55.00	0.16	37.70
300097.SZ	智云股份	9.76	6.90	1.23	(28.00)	0.28	(84.50)	(0.40)	(222.20)

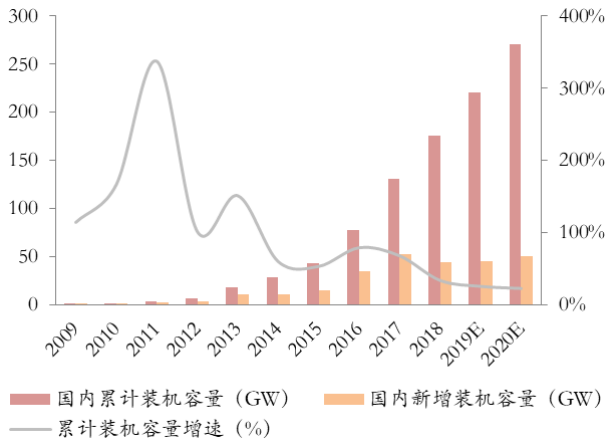
资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

光伏设备：海外需求爆发，国内政策打开新空间

据中国光伏协会统计，2018年全球光伏安装量约103.3GW，中国以44.3GW继续领跑（占比43%），美国11.36GW其次，印度、日本、澳洲分布有9.3/6.2/3.8GW，1GW以上的国家增加到15个。

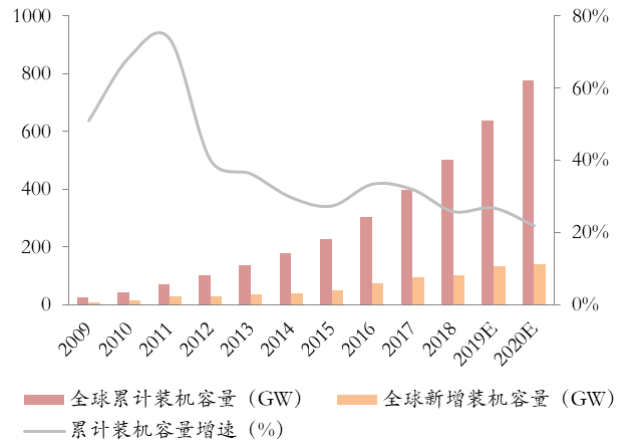
预计2019年的变化：1) 海外率先进入平价阶段，需求快速增长，预计2019年装机需求量80-90GW，同比增幅50%左右；2) 国内光伏产业正处政策导向到平价上网的过渡期，装机容量平稳，预计在40-45GW之间。由此测算2019年全球装机容量130-140GW之间，同比增长30-40%，呈快速增长态势。

图表 82. 国内光伏累计及新增装机容量



资料来源：CPIA, BP, 中银国际证券

图表 83. 全球光伏累计及新增装机容量



资料来源：CPIA, BP, 中银国际证券

国内光伏设备公司2018年年报2019年一季度报情况：整体业绩趋势向上，增速仍有提升空间。捷佳伟创：2018年业绩增速20.53%，2019Q1业绩增速为24%，符合预期，呈现上升趋势；迈为股份2018年业绩增速30.58%，2019年Q1业绩增速26.55%，超过业绩预告上限；晶盛机电2018年业绩增速50.57%，持续高增长，但由于下游扩产计划的减缓，2019年Q1业绩同比下滑6.73%，符合预期；金辰股份2018年业绩增速11%，2019Q1业绩增速提高至24%，体现组件设备的成长机遇。

图表 84. 光伏设备行业上市公司2018及2019年一季度业绩情况

股票代码	公司名称	2018 营收 (亿元)	同比 (%)	2018 归母净 利润 (亿元)	同比 (%)	2019Q1 营收 (亿元)	同比 (%)	2019Q1 归母 净利润 (亿 元)	同比 (%)
000821.SZ	京山轻机	22.49	46.4	1.44	(6.1)	5.48	2.9	0.98	135.9
300724.SZ	捷佳伟创	14.93	20.1	3.06	20.5	5.30	39.0	0.93	24.2
300751.SZ	迈为股份	7.88	65.5	1.71	30.6	2.96	58.4	0.64	26.5
603396.SH	金辰股份	7.56	32.5	0.85	11.3	2.11	48.3	0.24	24.1
300757.SZ	罗博特科	6.59	53.6	0.32	(34.2)	1.16	57.7	0.11	411.2
603185.SH	上机数控	6.84	8.1	2.01	6.0	1.21	(39.5)	0.42	(30.2)

资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 85. 光伏设备行业上市公司 2018 及 2019 年一季度盈利情况

股票代码	公司名称	2018 毛利率 (%)	同比提升 (%)	2018 净利率 (%)	同比提升 (%)	2019Q1 毛利率 (%)	同比提升 (%)	2019Q1 净利率 (%)	同比提升 (%)
000821.SZ	京山轻机	22.9	(6.4)	6.9	(3.5)	28.9	8.2	17.7	9.9
300724.SZ	捷佳伟创	40.1	0.5	20.5	0.1	34.2	(3.3)	17.4	(2.3)
300751.SZ	迈为股份	39.5	(9.3)	21.6	(5.6)	32.6	--	21.5	--
603396.SH	金辰股份	37.4	(6.9)	11.9	(1.7)	36.5	(7.6)	12.2	(1.4)
300757.SZ	罗博特科	29.4	(12.2)	14.5	(5.8)	26.6	--	4.6	--
603185.SH	上机数控	47.5	(0.1)	29.4	(0.6)	44.7	--	35.0	--

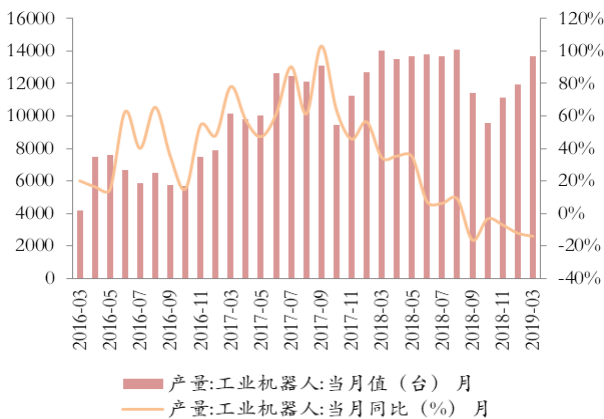
资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

机器人及自动化：自动化需求短期受到压制，静待下半年行业好转

国内工业机器人产量增速仍处于下降通道。受国内宏观经济下行，中美贸易战冲击的影响，国内工业机器人产量从2018年9月开始转为负增长，2018年全年实现产量14.8万台，同比增长4.6%，增速明显放缓，2019年一季度累计产量3.2万台，同比下降11.7%，行业仍处于下降通道。国内自动化的需求短期虽受到抑制，但长远来看机器换人仍是大势所趋。

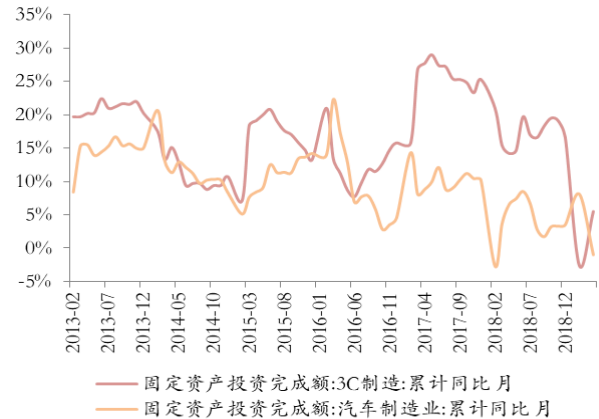
工业机器人主要下游汽车和3C固定资产投资增速大幅下滑。目前国内市场工业机器人下游需求60%以上来自汽车和3C行业，汽车和3C的固定资产投资对工业机器人销量有着较大的影响。2019年一季度汽车行业固定资产投资增速下滑至-1.0%，3C固定资产投资增速也下滑至5.5%，但与前2月相比提升8.1pct。随着下游需求的好转及行业需求的扩散，下半年工业机器人销量有望好转。

图表 86. 国内工业机器人产量增速持续下滑



资料来源：万得，国家统计局，中银国际证券

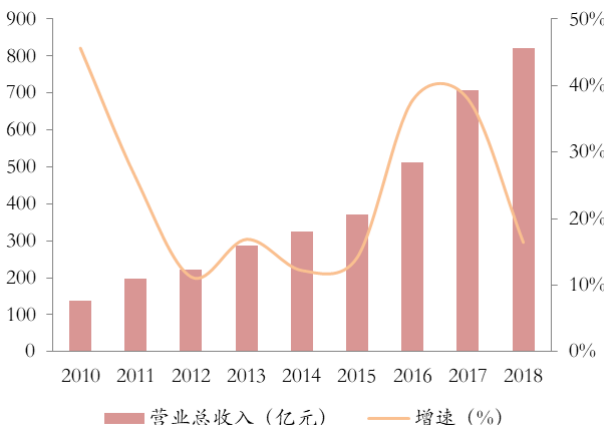
图表 87. 国内工业机器人主要下游固定资产投资增速



资料来源：万得，国家统计局，中银国际证券

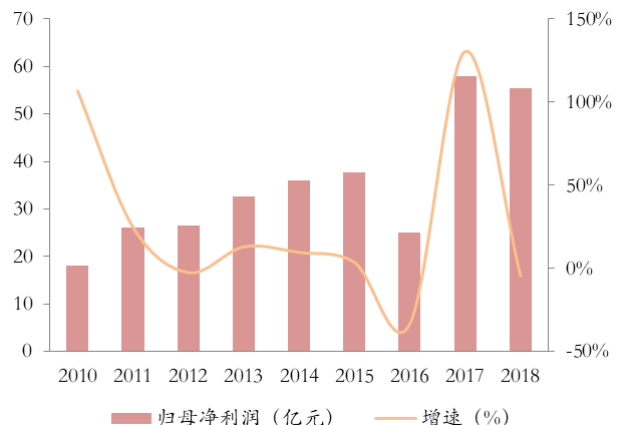
自动化需求短期受到抑制，行业营收和利润增速明显放缓。2018年该板块共实现营收822.0亿，同比增长16.4%，归母净利润55.4亿，同比下降4.4%，营收和利润增速相比2017年有较大幅度下滑，主要原因是：1) 17年工业机器人基数较高，透支了18年部分需求；2) 18年主要下游汽车和3C行业不景气；3) 中美贸易战影响资本开支决策，企业观望情绪较浓；而利润端增速下降幅度更大主要是18年部分企业计提商誉减值、研发费用的增长、政府补助有所推迟等影响所致。

图表 88. 机器人及自动化营收与增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

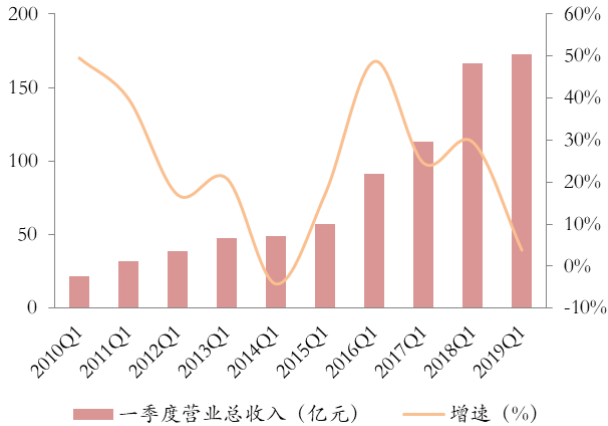
图表 89. 机器人及自动化归母净利润与增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

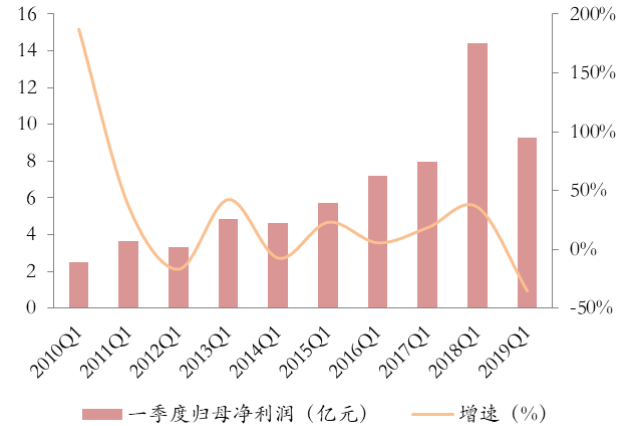
一季度行业整体业绩承压，仅少数企业业绩高增长。19 年一季度共实现营收 172.8 亿，同比仅增长 3.8%，归母净利润 9.3 亿，同比下降 35.4%，行业需求并未出现改善，多数公司业绩承压，比如大族激光、科沃斯、机器人等龙头企业一季度利润大幅下滑，埃斯顿、机器人小幅增长，仅克来机电及部分并表企业实现 40% 以上的高增长。

图表 90. 机器人及自动化一季度营收与增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

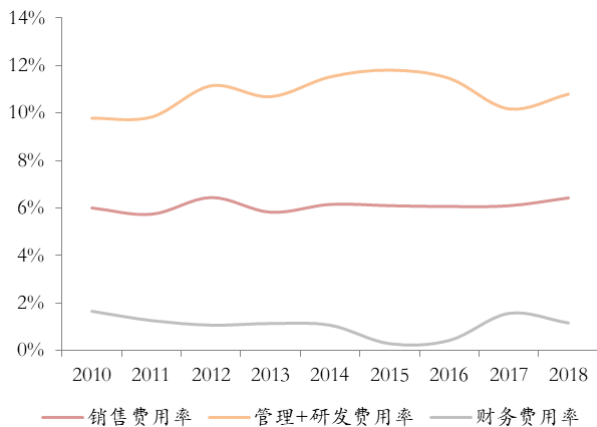
图表 91. 机器人及自动化一季度归母净利润与增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

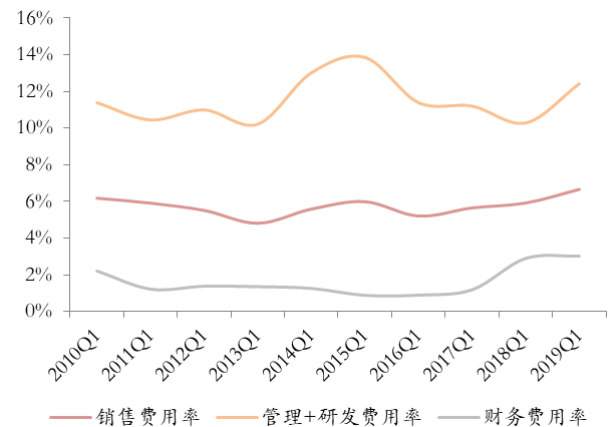
期间费用率有所增加。2018 年该行业期间费用率为 18.4%，同比增加 0.5pct，其中销售费用率和管理+研发费用率分别提升 0.3pct、0.6pct，而财务费用率降低 0.4pct；2019Q1 该行业期间费用率继续上行，相比 2018Q1 增加 3.0pct 至 22.1%，主要是管理+研发费用率及销售费用率的增长。期间费用率增加主要是企业加大研发投入及行业竞争加剧背景下企业加大对市场的开拓力度。

图表 92. 机器人及自动化年度期间费用率



资料来源：万得，中银国际证券

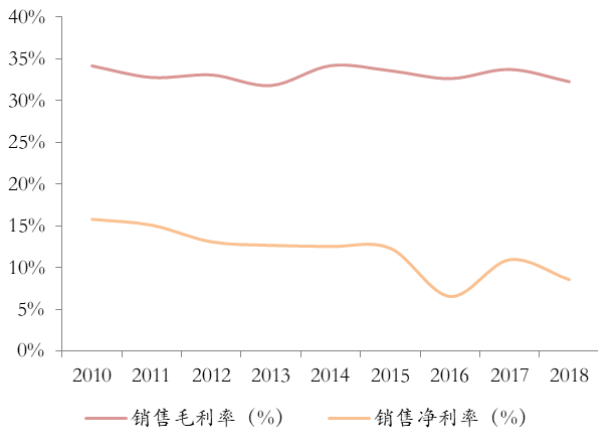
图表 93. 机器人及自动化一季度期间费用率



资料来源：万得，中银国际证券

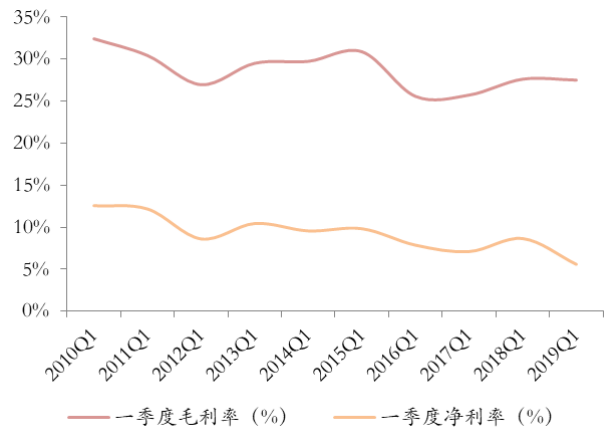
毛利率和净利率不断下行。2018 年该行业毛利率为 32.3%，同比下降 1.5pct，净利率为 8.6%，同比下降 2.4pct，2019Q1 毛利率和净利率分别为 27.5%/5.6%，同比下降 0.1/3.1pct，毛利率和净利率不断下降，主要原因是：1) 价格在不断下行，但量还未达到有显著规模化效应的程度；2) 行业竞争加剧，部分厂商为抢占市场开始走低价策略路线；3) 需要保持持续的高研发投入。

图表 94. 机器人及自动化年度毛利率和净利率



资料来源: 万得, 中银国际证券

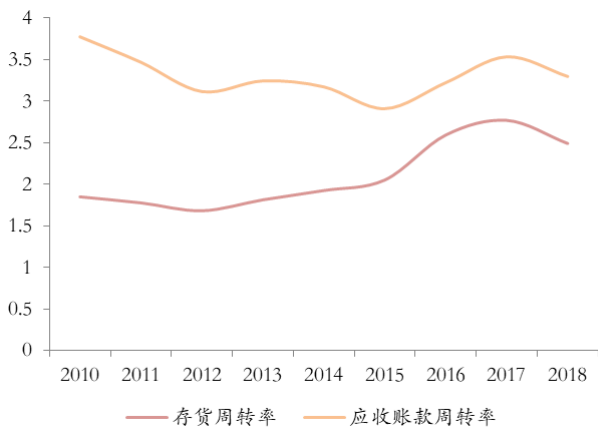
图表 95. 机器人及自动化一季度毛利率和净利率



资料来源: 万得, 中银国际证券

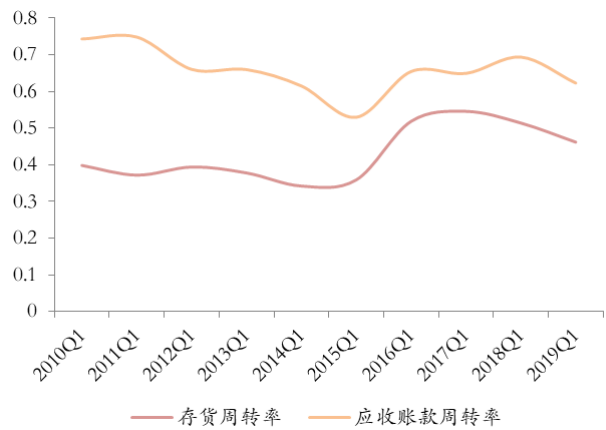
资产周转率开始下降。2018 年行业的存货和应收账款周转率分别为 2.49、3.30, 相比 2017 年出现不同程度下降, 资产周转率向好的趋势从 18 年开始发生转变。2019Q1 存货和应收账款周转率进一步下降, 分别降低至 0.46、0.62。

图表 96. 机器人及自动化年度存货与应收账款周转率



资料来源: 万得, 中银国际证券

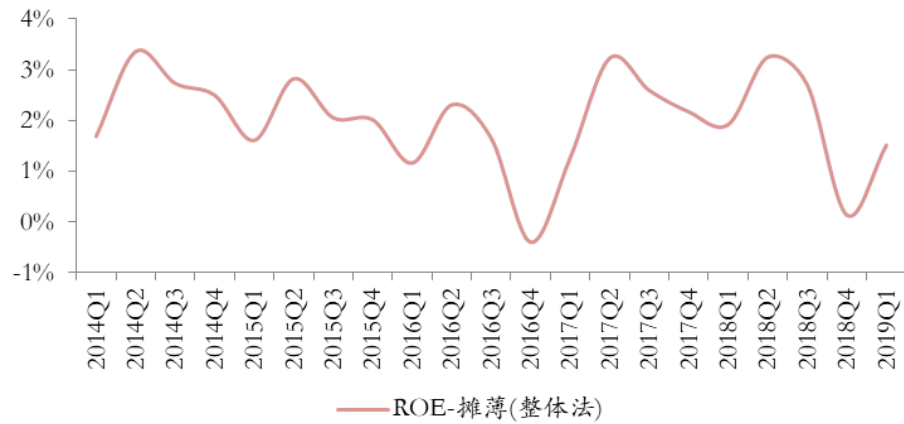
图表 97. 机器人及自动化一季度存货与应收账款周转率



资料来源: 万得, 中银国际证券

机器人及自动化板块 ROE 保持相对稳定。过去 5 年, 该行业 ROE 保持相对稳定的水平, 单季度 ROE 平均在 2.0% 左右, 2019 一季度 ROE 为 1.5%, 同比略有下降, 环比有所提高。我们认为短期 ROE 震荡的格局较难打破。

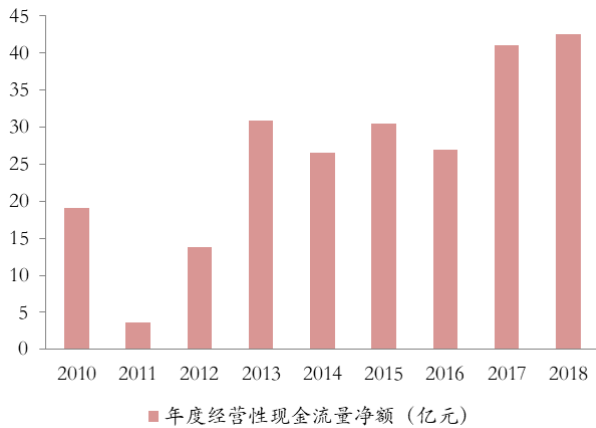
图表 98. 机器人及自动化单季度 ROE 变化



资料来源：万得，中银国际证券

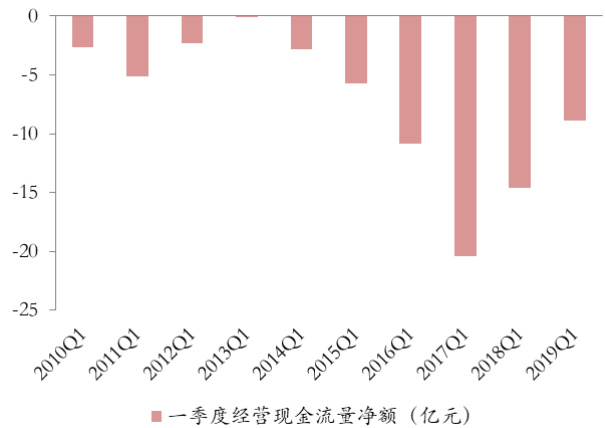
经营现金流有所好转。2018 年经营净现金流为 42.6 亿，绝对金额数创历史新高，占总营收的比值为 5.2%，相比 17 年有所下滑，2019Q1 经营净现金流为-8.9 亿，现金流出额减少 5.7 亿。19 年相比 18 年，下游资金面紧张的局面有所缓解，现金流有望进一步好转。

图表 99. 机器人及自动化年度经营性现金流量净额



资料来源：万得，中银国际证券

图表 100. 机器人及自动化一季度经营性现金流量净额



资料来源：万得，中银国际证券

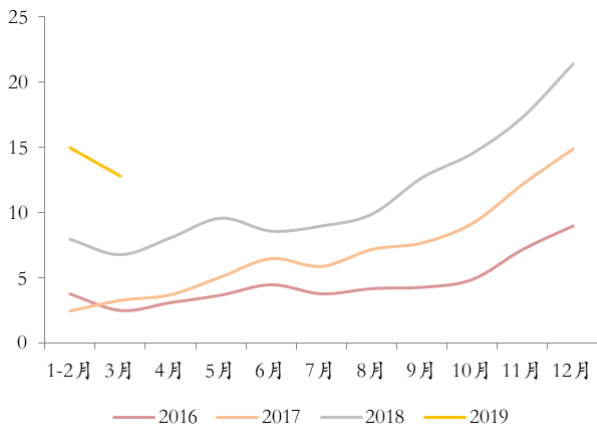
锂电设备：全球动力电池迎来二次扩产潮，龙头设备公司率先受益

2018年我国新能源汽车产销量分别为127.1万和125.6万辆，同比增长60%和62%，在补贴政策的保驾护航下持续高速增长。2019年3月26日，财政部等四部委联合出台新的补贴政策，补贴大幅退坡，迎接2020年退坡全面取消。至此，我们认为在补贴退出之际，全球动力电池厂商正在酝酿新一轮的扩产计划，以应对中国新能源汽车后补贴时代的市场竞争。

我们分析三类电池厂商扩产更加值得重视：1) 国内龙头企业，扩产进一步巩固企业核心优势，如CATL和BYD等企业；2) 财团支持下的，掌握先进技术的软包电池厂商，如孚能、捷威等企业；3) 具备全球竞争力的龙头企业，松下、LG化学、三星等公司。

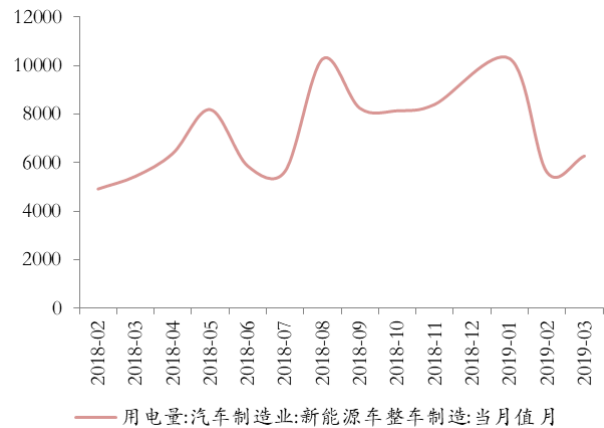
据高工锂电统计，2019年Q1国内外动力电池扩产项目达20项，合计总产能超过200GWh，新一轮扩产潮在即，设备公司有望率先受益。我们预计先导智能公司一季度或新接订单超过10亿元。

图表 101. 新能源汽车月销量走势 (万台)



资料来源：万得，中汽协，中银国际证券

图表 102. 新能源汽车整车制造用电量 (万 kwh)



资料来源：万得，中银国际证券

国内锂电设备公司情况：2018和2019年Q1业绩增速整体低位，全年业绩增速有望回升。先导智能和赢合科技作为体量最大的两家设备公司，2018年净利润增速分别为38%和47%，2019年Q1净利润增速12%和18%。整体业绩符合预期，伴随在手订单的逐步释放，全年业绩增速有望提高。

图表 103. 锂电设备行业上市公司 2018 及 2019 年一季度业绩情况

股票代码	公司名称	2018 营收 (亿元)	同比 (%)	2018 归母净利润 (亿元)	同比 (%)	2019Q1 营收 (亿元)	同比 (%)	2019Q1 归母净利润 (亿元)	同比 (%)
300450.SZ	先导智能	38.90	78.7	7.42	38.1	8.44	28.5	1.94	12.0
603659.SH	璞泰来	33.11	47.2	5.94	31.8	10.29	79.5	1.29	0.5
300457.SZ	赢合科技	20.87	31.6	3.25	46.9	4.58	18.7	0.71	17.5
300619.SZ	金银河	6.42	31.0	0.46	(2.3)	1.40	36.9	0.04	4.6
300648.SZ	星云股份	3.03	(1.9)	0.21	(67.2)	0.66	38.7	0.02	6.4

资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 104. 锂电设备行业上市公司 2018 及 2019 年一季度盈利情况

股票代码	公司名称	2018 毛利率 (%)	同比提升 (%)	2018 净利率 (%)	同比提升 (%)	2019Q1 毛利率 (%)	同比提升 (%)	2019Q1 净利率 (%)	同比提升 (%)
300450.SZ	先导智能	39.1	(2.1)	19.1	(5.6)	45.3	3.2	23.0	(3.4)
603659.SH	璞泰来	31.9	(5.0)	18.1	(1.9)	26.5	(10.0)	12.7	(9.9)
300457.SZ	赢合科技	32.8	0.4	15.8	1.6	39.8	2.4	17.3	1.2
300619.SZ	金银河	25.9	0.7	7.2	(2.5)	22.3	(4.4)	2.9	(0.9)
300648.SZ	星云股份	45.3	(6.6)	6.6	(13.5)	42.6	(4.6)	6.1	2.8--

资料来源: 公司公告, 万得, 中银国际证券

图表 105. 报告中提及上市公司估值表

公司简称	股票代码	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(倍)		最新每股净资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
恒立液压	601100.SH	买入	26.98	238.00	0.95	1.43	28.40	18.90	5.52
精测电子	300567.SZ	买入	69.48	113.70	1.77	2.47	39.30	28.10	7.56
北方华创	002371.SZ	买入	63.18	289.40	0.51	0.92	123.90	68.70	7.79
晶盛机电	300316.SZ	买入	12.00	154.20	0.45	0.53	26.70	22.60	3.26
先导智能	300450.SZ	买入	29.36	258.60	0.84	1.26	35.00	23.30	4.13
赢合科技	300457.SZ	未有评级	23.36	87.80	0.86	1.13	32.30	20.60	7.88
杰瑞股份	002353.SZ	买入	21.68	207.70	0.64	1.16	33.90	18.70	8.08
三一重工	600031.SH	买入	11.86	993.30	0.73	1.26	16.20	9.40	4.63
浙江鼎力	603338.SH	买入	66.60	165.00	1.94	2.68	34.30	24.90	10.88
徐工机械	000425.SZ	买入	4.28	335.30	0.26	0.44	16.50	9.70	3.38
埃斯顿	000747.SZ	未有评级	9.11	76.10	0.12	0.18	70.40	51.80	1.96
克萊机电	603960.SH	未有评级	26.76	47.00	0.48	0.64	57.70	41.80	2.92
中国中车	601766.SH	买入	8.10	2,221.90	0.39	0.48	22.90	16.90	4.55
石化机械	000852.SZ	未有评级	8.06	48.20	0.02	0.25	598.20	657.80	2.99
通源石油	300164.SZ	未有评级	6.40	28.90	0.23	0.39	27.10	16.50	3.78
中海油服	601808.SH	未有评级	9.14	389.30	0.01	0.16	575.50	56.60	7.23
海油工程	600583.SH	未有评级	5.27	233.00	0.02	0.18	271.60	30.00	5.12
中铁工业	600528.SH	未有评级	10.37	230.40	0.67	0.79	15.80	13.20	7.28
天通股份	600330.SH	未有评级	6.71	66.90	0.28	0.39	19.40	17.10	4.02
康尼机电	603111.SH	未有评级	4.97	49.40	(3.17)	0.30	(1.30)	16.40	1.77
捷佳伟创	300724.SZ	未有评级	27.15	86.90	0.96	1.29	29.80	21.00	7.25
迈为股份	300751.SZ	未有评级	140.80	73.20	3.29	5.71	53.50	29.90	22.47
金辰股份	603396.SH	未有评级	34.31	25.90	1.12	1.70	34.20	23.70	20.10
鼎汉技术	300011.SZ	未有评级	6.46	36.10	(1.03)	0.19	(5.90)	33.90	3.40
机器人	300024.SZ	未有评级	15.58	243.10	0.29	0.37	45.90	42.30	3.99

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 5 月 9 日, 未评级公司盈利预测来自万得一致预期



风险提示

中美贸易影响持续扩大；基建投资不及预期；国际原油价格大幅下降，铁路固定资产投资不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371