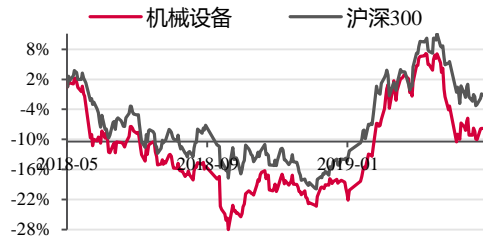


**行业定期策略**
**机械设备**
**关注高景气行业，聚焦核心资产**

2019年05月30日

**评级**                      **同步大市**

评级变动:              维持

**行业涨跌幅比较**


| %     | 1M    | 3M    | 12M   |
|-------|-------|-------|-------|
| 机械设备  | -4.63 | -0.60 | -8.30 |
| 沪深300 | -6.37 | -0.15 | -1.60 |

**黄红卫**
**分析师**

 执业证书编号: S0530519010001  
 huanghw@cfzq.com

0731-84403422

**刘崇武**
**研究助理**

liucw@cfzq.com

0731-88954679

**相关报告**

- 《机械设备：机械行业2019年4月行业跟踪：油气装备持续高景气，工程机械需求旺盛》  
2019-05-07
- 《机械设备：机械行业2019年3月行业跟踪：锂电设备开启市场化竞争，油气装备重回高景气》  
2019-04-01
- 《机械设备：机械行业2019年2月行业跟踪：机械板块估值修复，关注稳增长的工程机械》  
2019-03-05

| 重点股票 | 2018E |       | 2019E |       | 2020E |       | 评级   |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|      | EPS   | PE    | EPS   | PE    | EPS   | PE    |      |
| 三一重工 | 0.73  | 17.23 | 1.19  | 10.57 | 1.35  | 9.32  | 推荐   |
| 日机密封 | 0.86  | 27.51 | 1.16  | 20.40 | 1.43  | 16.55 | 推荐   |
| 杰瑞股份 | 0.64  | 32.83 | 0.90  | 23.34 | 1.17  | 17.96 | 谨慎推荐 |
| 诺力股份 | 0.70  | 26.36 | 0.99  | 18.64 | 1.17  | 15.77 | 推荐   |

资料来源：财富证券

**投资要点：**

- **投资建议：**2018年机械行业营收同比增长4.66%，归母净利润同比下降45.12%。行业营收增速明显放缓、净利润显著下滑。主要原因为：（1）受到宏观经济下行以及贸易战的影响，下游行业对设备需求明显放缓；（2）2018年行业计提了较大资产减值损失和商誉减值。2019年一季度在逆周期调控下，国内经济形势略有好转，但在中美贸易摩擦不确定的背景下，国内宏观经济下行压力依旧严峻。在贸易摩擦、中国经济下行的大背景下，建议重点关注工程机械和油气装备等弱周期板块以及智能物流等高成长性板块。
- **工程机械：**2019年一季度工程机械延续了去年的高景气度，虽然下半年增速会放缓，但全年有望维持平稳增长。我们认为本轮工程机械复苏主要驱动力来自于存量设备的更新，更新周期有望持续至2020年左右。在房地产投资保持平稳，基建投资作为稳经济的重要抓手的背景下，2019年工程机械有望维持平稳增长，但是行业增速将明显放缓，行业竞争将进一步加剧。具备成本和渠道优势的龙头企业市占率有望进一步提升。**建议重点关注受益于行业集中度提高的工程机械龙头三一重工（600031.SH）。**
- **油气装备：**2019年以来 OPEC+严格执行减产行动，加之美国对伊朗和委内瑞拉实行制裁，OPEC 原油产量触及 2015 年以来最低水平，布伦特油价也重新回升至 70 美元/桶。我们认为 2019 年油价中枢有望稳定在 65 美元/桶以上，石油公司业绩有望持续好转。同时在在能源安全政策驱动下，2019 年“三桶油”勘探开发资本开支继续保持 21% 的高速增长，中石油和中石化对页岩气的勘探力度也明显加大。我们认为 2019 年油气装备将持续高景气度，**建议重点关注民营油服龙头杰瑞股份（002353.SZ）以及密封龙头日机密封（300470.SZ）。**
- **智能物流：**国内智能仓储正处于快速发展阶段，2018 年智能仓储规模达到 797.69 亿元，同比增长 16.45%。预计 2023 年，智能仓储市场规模有望达到 1975 亿元，年复合增速接近 20%。国内锂电智能仓储受益于锂电池大规模扩产，近两年来迎来黄金发展期。由于扩产主要集中在锂电池头部厂商，**建议重点关注绑定锂电池头部企业的智能物流龙头诺力股份（603611.SH）。**
- **风险提示：**中美贸易战恶化，宏观经济景气度下滑，工程机械行业出现恶性竞争，油价大幅下跌。

## 内容目录

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1 行业整体情况：业绩增速放缓，估值已修复至合理区间</b> ..... | <b>5</b>  |
| 1.1 行情回顾：机械板块整体走弱，工程机械相对亮眼.....         | 5         |
| 1.2 业绩回顾：业绩增速明显放缓，净利润下滑.....            | 6         |
| 1.3 估值水平：估值水平处于历史底部区间.....              | 7         |
| <b>2 工程机械：全年有望稳增长，建议关注核心资产</b> .....    | <b>9</b>  |
| 2.1 全年挖掘机有望维持增长.....                    | 9         |
| 2.1.1 挖掘机更新需求依旧旺盛.....                  | 9         |
| 2.1.2 房地产和基建投资有望增长.....                 | 10        |
| 2.1.3 国际竞争力增强，出口稳定增长.....               | 12        |
| 2.1.4 挖掘机行业集中度进一步提升.....                | 12        |
| 2.2 起重机械和混凝土机械需求旺盛.....                 | 14        |
| 2.3 工程机械行业盈利能力改善.....                   | 15        |
| 2.4 投资建议.....                           | 16        |
| <b>3 油价企稳回升，油服行业保持高景气度</b> .....        | <b>17</b> |
| 3.1 OPEC 严格减产，油价触底回升.....               | 17        |
| 3.2 石油公司业绩提升，资本开支增加.....                | 18        |
| 3.3 能源安全驱动页岩气快速增长.....                  | 19        |
| 3.3.1 原油及天然气对外依存度逐年增加.....              | 19        |
| 3.3.2 页岩气开采景气度持续上行，压裂设备需求旺盛.....        | 20        |
| 3.3.3 压裂设备市场空间广阔.....                   | 22        |
| 3.4 油气装备板块业绩明显复苏.....                   | 24        |
| 3.5 投资建议.....                           | 25        |
| <b>4 智能物流空间广阔，锂电仓储迎发展黄金期</b> .....      | <b>26</b> |
| 4.1 智能仓储系统简介.....                       | 26        |
| 4.2 智能仓储系统需求旺盛.....                     | 27        |
| 4.3 锂电扩产高峰，锂电仓储迎发展黄金期.....              | 28        |
| 4.4 国内物流自动化系统集成商未来成长空间大.....            | 30        |
| 4.5 投资建议.....                           | 31        |
| <b>5 重点推荐标的</b> .....                   | <b>33</b> |
| 5.1 三一重工.....                           | 33        |
| 5.2 日机密封.....                           | 33        |
| 5.3 杰瑞股份.....                           | 34        |
| 5.4 诺力股份.....                           | 35        |
| <b>6 风险提示</b> .....                     | <b>36</b> |

## 图表目录

|   |   |
|---|---|
| 图 1：2018 年 1 月 1 日-2019 年 5 月 28 日上证指数、申万机械指数涨跌幅..... | 5 |
| 图 2：申万一级行业涨跌幅排行.....                                  | 5 |
| 图 3：2018.1.1-2019.5.28 机械二级子行业收盘价涨跌幅.....             | 6 |
| 图 4：机械行业累计收入及增速.....                                  | 6 |
| 图 5：机械行业累计净利润及增速.....                                 | 6 |
| 图 6：机械行业 ROE 整体法.....                                 | 7 |

|   |    |
|---|----|
| 图 7: 机械行业毛利率及净利率.....                     | 7  |
| 图 8: 2018 年机械子版块营收增幅.....                 | 7  |
| 图 9: 2018 年机械子版块归母净利润增速.....              | 7  |
| 图 10: 截止 5.28 机械行业整体市盈率 26.48 倍.....      | 8  |
| 图 11: 截止 5.28 机械行业相对沪深 300 估值 2.31 倍..... | 8  |
| 图 12: 2018 年挖掘机销量创历史新高.....               | 9  |
| 图 13: 2019 年一季度挖掘机继续保持稳定增长.....           | 9  |
| 图 14: 挖掘机更新需求预测.....                      | 10 |
| 图 15: 挖掘机增速与房地产新开工面积增速以及基建投资增速相关性.....    | 10 |
| 图 16: 房地产开发投资完成额保持稳增长.....                | 11 |
| 图 17: 房屋新开工面积触底回升.....                    | 11 |
| 图 18: 2018 年基建投资增速维持在高位.....              | 11 |
| 图 19: 基建投资增速触底回升.....                     | 11 |
| 图 20: 小松开工小时数保持在较高水平.....                 | 12 |
| 图 21: 挖掘机出口继续保持稳定增长.....                  | 12 |
| 图 22: 主要挖机出口企业市占率.....                    | 12 |
| 图 23: 2017 年主要挖掘机企业市占率.....               | 13 |
| 图 24: 2018 年主要挖掘机企业市占率.....               | 13 |
| 图 25: 挖掘机龙头市占率进一步提升.....                  | 13 |
| 图 26: 国产挖机市占率稳步提升.....                    | 14 |
| 图 27: 汽车起重机销量.....                        | 14 |
| 图 28: 履带式起重机销量.....                       | 14 |
| 图 29: 三一混凝土机械营收.....                      | 15 |
| 图 30: 中联混凝土机械营收.....                      | 15 |
| 图 31: 各主机厂毛利率.....                        | 15 |
| 图 32: 各主机厂现金流.....                        | 15 |
| 图 33: 主机厂存货周转天数.....                      | 16 |
| 图 34: 主机厂应收账款周转天数.....                    | 16 |
| 图 35: 主机厂资产负债率.....                       | 16 |
| 图 36: WTI 和布伦特原油价格.....                   | 17 |
| 图 37: 国际原油龙头营业收入 (亿元).....                | 18 |
| 图 38: 国际原油龙头归母净利润 (亿元).....               | 18 |
| 图 39: “三桶油”营业收入 (亿元).....                 | 18 |
| 图 40: “三桶油”归母净利润 (亿元).....                | 18 |
| 图 41: 全球油服市场规模 (亿元).....                  | 19 |
| 图 42: “三桶油”勘探开发投资 (亿元).....               | 19 |
| 图 43: 中国原油产量及表观消费量.....                   | 20 |
| 图 44: 原油对外依存度.....                        | 20 |
| 图 45: 天然气产量及表观消费量.....                    | 20 |
| 图 46: 天然气对外依存度.....                       | 20 |
| 图 47: 天然气在一次能源中的占比.....                   | 21 |
| 图 48: 页岩气技术可开采量.....                      | 21 |
| 图 49: 我国页岩气产量.....                        | 21 |
| 图 50: 中石油页岩气开采计划.....                     | 22 |
| 图 51: 中石油页岩气井数量规划.....                    | 22 |

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 52: 2013 年各压裂车企业市场份额.....           | 23 |
| 图 53: 2018 年各压裂车企业市场份额.....           | 23 |
| 图 54: 油气装备板块营收.....                   | 24 |
| 图 55: 油气装备板块归母净利润.....                | 24 |
| 图 56: 油气装备行业 ROE.....                 | 24 |
| 图 57: 重点油气装备公司 ROE.....               | 24 |
| 图 58: 油气装备行业毛利率.....                  | 25 |
| 图 59: 重点油气装备公司毛利率.....                | 25 |
| 图 60: 智能仓储系统构成.....                   | 26 |
| 图 61: 智能仓储产业链.....                    | 26 |
| 图 62: 全国快递业务收入.....                   | 27 |
| 图 63: 全社会物流总额.....                    | 27 |
| 图 64: 制造业平均就业工资.....                  | 27 |
| 图 65: 社会物流总费用在 GDP 中的占比.....          | 27 |
| 图 66: 中国智能仓储市场规模.....                 | 28 |
| 图 67: 智能仓储企业参与度.....                  | 28 |
| 图 68: 全球新能源汽车产量.....                  | 29 |
| 图 69: 中国新能源汽车产量.....                  | 29 |
| 图 70: 全国动力电池装机量.....                  | 29 |
| 图 71: 每月动力电池装机量 (GWh) .....           | 29 |
| <br>                                  |    |
| 表 1: OPEC 原油产量明显下降 (千桶/日) .....       | 17 |
| 表 2: 动力电池需求预测.....                    | 30 |
| 表 3: 2016-2017 全球物流系统系统集成商前 10 名..... | 30 |
| 表 4: 国内主要物流系统集成商.....                 | 31 |

## 1 行业整体情况：业绩增速放缓，估值已修复至合理区间

### 1.1 行情回顾：机械板块整体走弱，工程机械相对亮眼

从2018年初以来(2018年1月1日-2019年5月28日),申万机械指数下跌22.63%,年内区间最大涨幅2.64%,最大跌幅39.62%,区间振幅42.26%,同期上证综指下跌12.54%,机械指数跑输上证综指10.09个百分点。

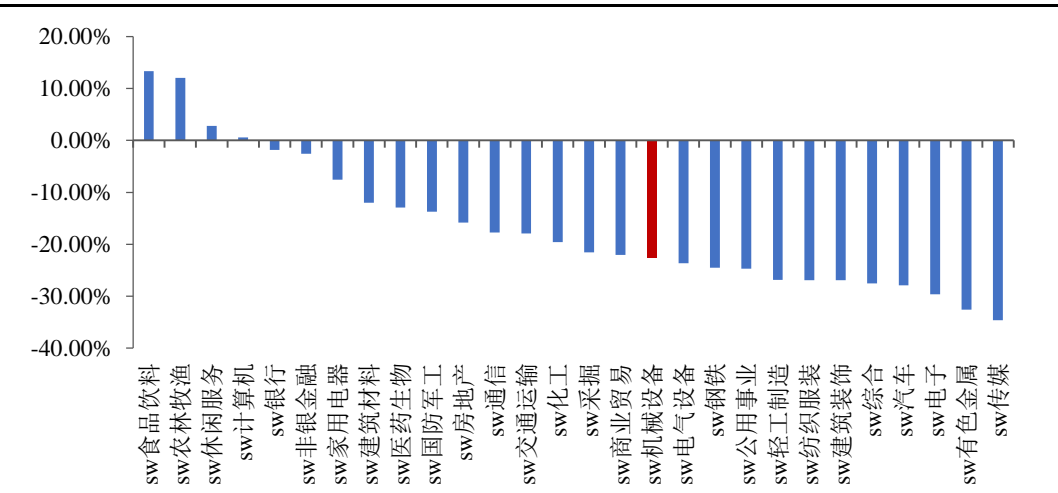
图1：2018年1月1日-2019年5月28日上证指数、申万机械指数涨跌幅



资料来源：Wind，财富证券

从2018年初以来(2018年1月1日-2019年5月28日),机械设备下跌22.63%,排名申万28个一级行业第17名。继2016年和2017年机械设备指数分别下跌16.84%和10.74%后,申万机械指数连续3年下跌,估值水平进一步收敛。

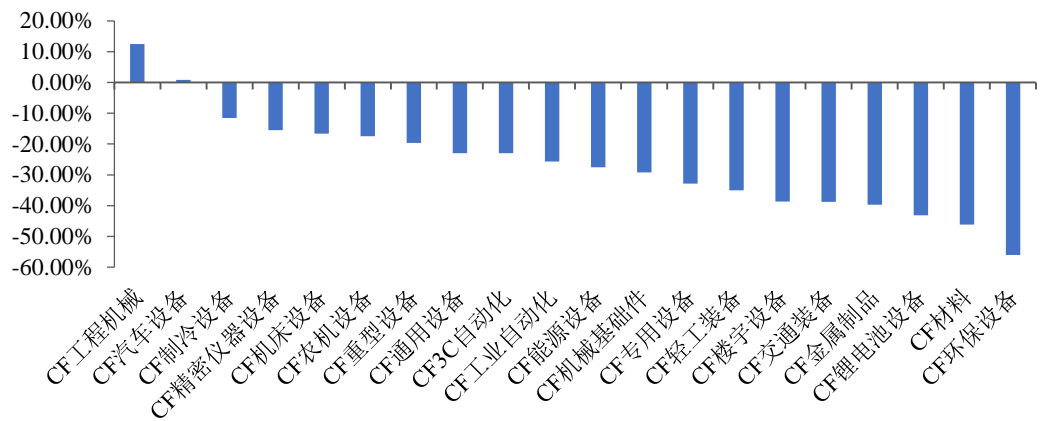
图2：申万一级行业涨跌幅排行



资料来源：Wind，财富证券

从机械设备二级子行业涨跌幅来看,上涨的子行业主要为工程机械板块(12.47%)、和汽车设备板块(0.81%)等,其余子行业均出现不同程度的下跌。

图 3：2018.1.1-2019.5.28 机械二级子行业收盘价涨跌幅



资料来源：Wind，财富证券

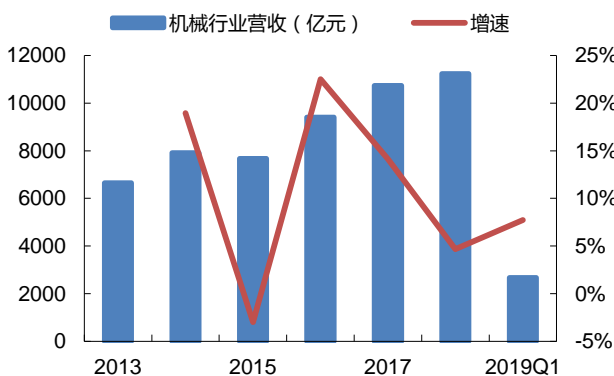
## 1.2 业绩回顾：业绩增速明显放缓，净利润下滑

**2018 年行业营收增速明显放缓，净利润下滑。**对机械行业 334 家上市公司业绩进行梳理，2018 年机械行业整体实现营业收入 11239.21 亿元，同比增长 4.66%（去年同期+14.16%），实现归母净利润 431.23 亿元，同比下降 45.12%（去年同期+79.75%）。从个股来看，2018 年 334 家机械上市公司中，288 家公司盈利，46 家亏损，营收增速中位数是 13.30%（去年同期+24.25%），净利润增速中位数是 6.50%（去年同期+17.86%）。

我们认为净利润下滑的原因主要有两方面。一方面是从下半年开始受到整个宏观经济下行以及贸易战的影响，机械行业下游比如汽车，3C 等行业景气度都出现了明显的下滑，对中游设备需求明显放缓。另一方面为 2018 年行业计提了较大资产减值损失和商誉减值，2018 年行业计提资产减值损失约为 373 亿元，同比增加 110 亿元，计提商誉减值约为 120 亿元左右，同比增加了约 94 亿元，这两项对净利润增速的影响约为 26pct。

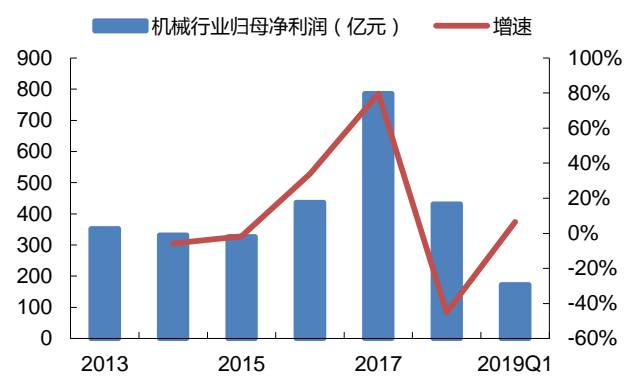
**2019 年一季度业绩有所回升。**2019 年一季度机械行业整体实现营业收入是 2664.20 亿元，同比增长 7.73%，实现归母净利润 172.98 亿元，同比增长 6.40%。2019 年一季度行业营收增速中位数是 14.98%，净利润增速中位数是 14.56%。一季度业绩有所回升。

图 4：机械行业累计收入及增速



资料来源：Wind，财富证券

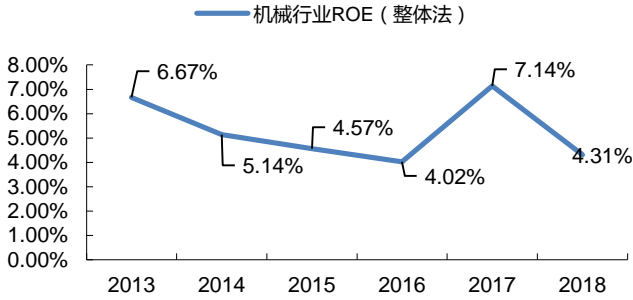
图 5：机械行业累计净利润及增速



资料来源：Wind，财富证券

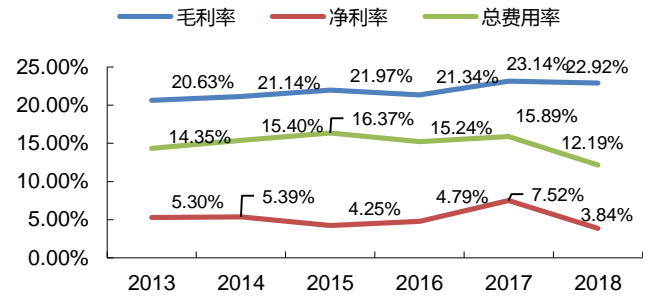
**2018 年行业盈利能力下滑。**2018 年机械行业 ROE 为 4.31%，同比下滑 2.83pct。在行业资产周转率和权益乘数保持相对稳定的前提下，ROE 下滑的原因主要是因为净利率的下滑。2018 年行业毛利率保持相对平稳，但净利率同比下滑了-3.7pct。预计净利率明显下滑的主要原因为行业计提较大的资产减值损失和商誉减值。

图 6：机械行业 ROE 整体法



资料来源：Wind，财富证券

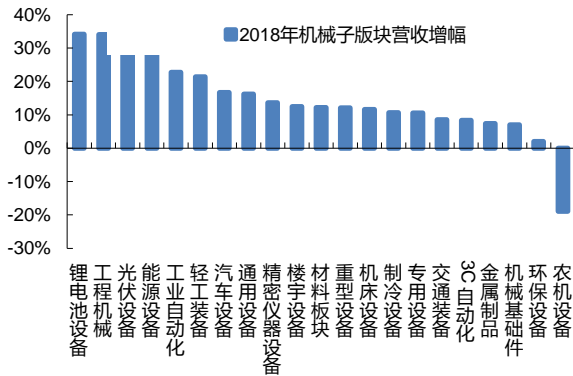
图 7：机械行业毛利率及净利率



资料来源：Wind，财富证券

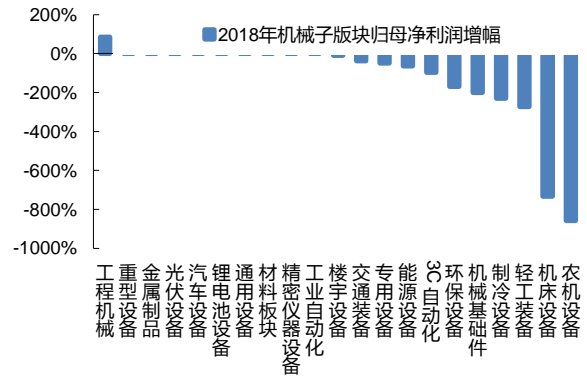
2018 年机械子行业中营收增速前三子行业分别是锂电池设备、工程机械和光伏设备等，对应的增速分别为 34.15%、34.07%和 33.65%。归母净利润增速前三的子行业分别是工程机械、重型设备和金属制品等，对应的增速分别是 85.09%、56.89%和 53.06%。

图 8：2018 年机械子版块营收增幅



资料来源：Wind，财富证券

图 9：2018 年机械子版块归母净利润增速



资料来源：Wind，财富证券

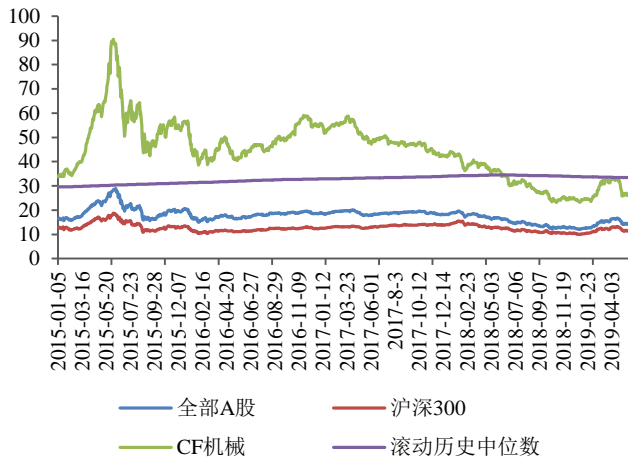
### 1.3 估值水平：估值水平处于历史底部区间

估值方面，截至 2019 年 5 月 28 日，机械板块整体市盈率 (TTM，剔除负值) 为 26.48 倍，估值水平处于历史后 38.51%分位，滚动历史中位数为 33.41 倍。从中位数来看，2019 年 5 月 28 日机械板块市盈率中位数 (TTM，剔除负值) 为 37.25 倍，估值水平处于历史后 27.59%分位，滚动历史中位数为 46.67 倍。受到国内经济低迷及贸易摩擦的影响，市场风险偏好下移，机械板块 (申万) 的估值中枢逐步回归合理区间。

2018 年机械板块跑输市场主要原因是估值水平较高，板块仍处于估值消化阶段：以

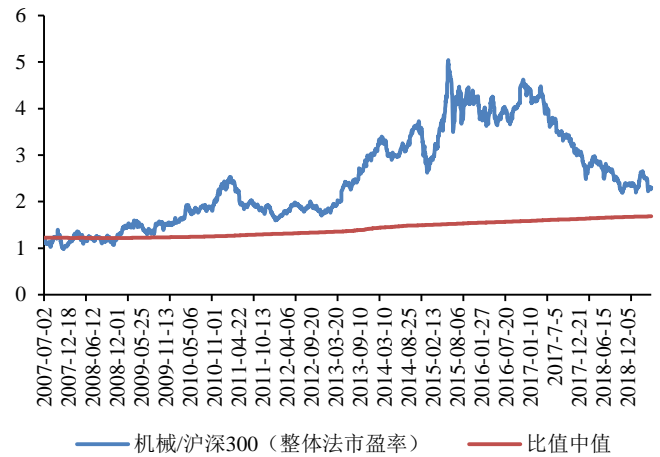
中位数统计行业市盈率，机械行业市盈率中位数从 2018 年年初 53.78 倍下降到现在的 37.25 倍，估值水平收敛至历史底部区间。我们判断 2019 年下半年机械板块估值进一步下调的空间已经非常有限。在贸易摩擦、外部经济形势不明朗的大背景下，我们建议挑选行业内现金流充裕、资产负债表较强、基本面扎实、低市盈率的公司。

图 10：截止 5.28 机械行业整体市盈率 26.48 倍



资料来源：Wind，财富证券

图 11：截止 5.28 机械行业相对沪深 300 估值 2.31 倍



资料来源：Wind，财富证券



## 2 工程机械：全年有望稳增长，建议关注核心资产

本轮工程机械周期自 2016 年下半年复苏以来，各类型工程机械产品销量都有显著增长。2018 年挖掘机销量已经创了历史新高，我们认为 2019 年挖掘机销量有望继续维持 0%-5% 左右的增长。而起重机械和混凝土机械作为工程机械后周期产品，周期要滞后于挖掘机一年左右，所以 2019 年起重机械和混凝土机械有望维持较高的增长态势。

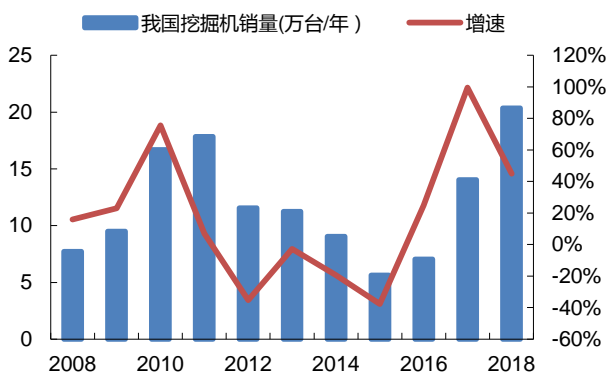
### 2.1 全年挖掘机有望维持增长

**挖掘机销量创历史新高。**受益于更新需求、环保驱动以及基建、房地产带来的需求支撑，挖掘机销量稳步提升。2018 年挖掘机销量达到 20.3 万台，同比增长 45.0%，创历史新高；在 2018 年高基数的背景下，2019 年挖掘机销量继续保持增长。2019 年一季度挖掘机销量达到 7.48 万台，同比增长 24.51%。2019 年更新需求依旧旺盛，基建作为稳经济的重要抓手有望保持稳定增长，我们预计 2019 年挖掘机销量有望保持 0%-5% 左右的增速。

我们认为挖掘机全年销量稳定增长最核心的因素主要为以下三点：

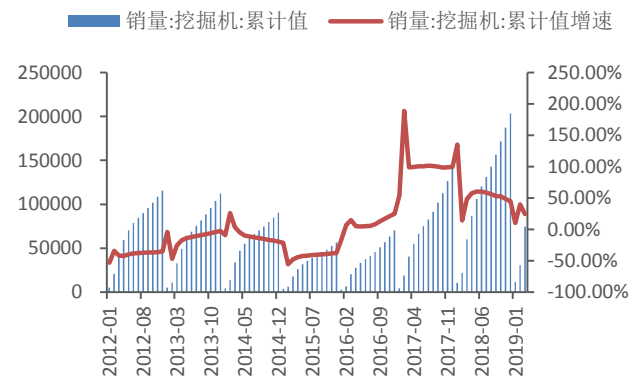
- (1) 2019 年挖掘机更新依旧处于高峰时期；
- (2) 2019 年房地产新开工面积有望稳增长，基建作为稳经济的重要抓手今年有望保持企稳回升；
- (3) 2019 年挖掘机出口有望维持稳定增长的态势。

图 12：2018 年挖掘机销量创历史新高



资料来源：中国工程机械协会，财富证券

图 13：2019 年一季度挖掘机继续保持稳定增长



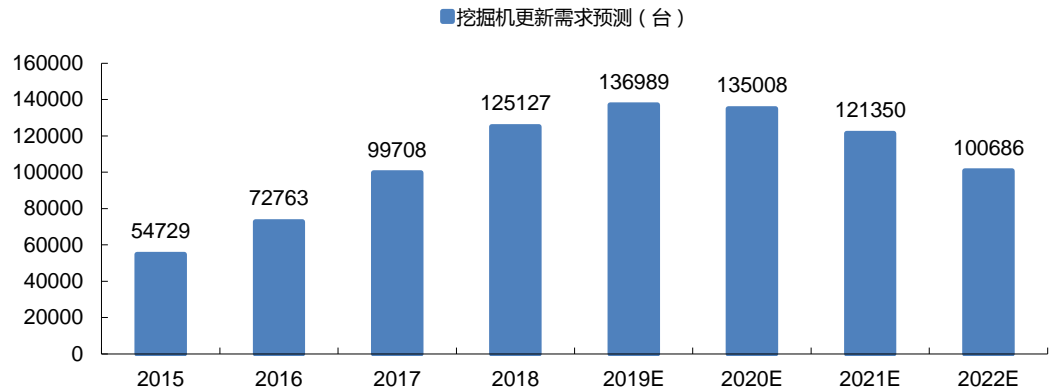
资料来源：中国工程机械协会，财富证券

#### 2.1.1 挖掘机更新需求依旧旺盛

**挖掘机更新高峰有望持续至 2020 年。**挖掘机的使用寿命在 6-10 年左右，上轮购机高峰是在 2010 和 2011 年，上轮购买的挖掘机正好进入了更新换代时期。我们认为本轮行业复苏最主要的驱动力也是工程机械产品的更新换代。更新需求测算：假设工作 6/7/8/9/10/11 年挖机更新的比例分别为 5%/20%/25%/25%/15%/10%，测算出未来几年挖掘

机的更新需求。根据我们测算，预计本轮更新高峰期有望持续至 2020 年，预计 2019 年和 2020 年挖掘机更新数量都有望达到 13 万台。2020 年后挖掘机更新数量也有望维持在较高水平，所以未来挖掘机的销量有望保持在 15-20 万台之间。

图 14：挖掘机更新需求预测

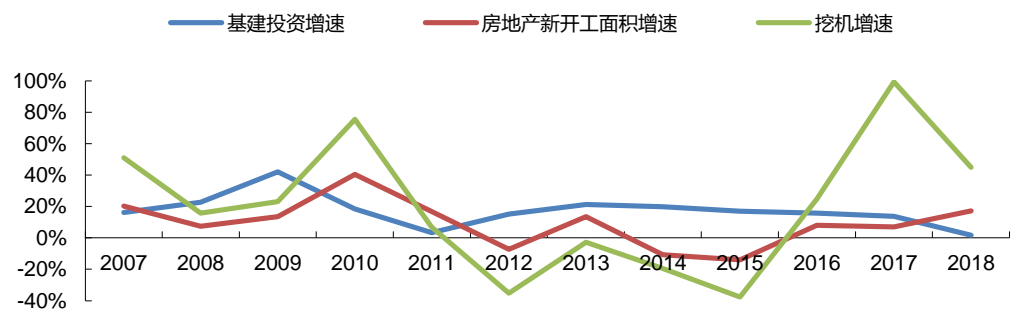


资料来源：中国工程机械协会，财富证券

### 2.1.2 房地产和基建投资有望增长

挖掘机增速和房地产新开工面积增速以及基建投资增速呈现较大相关性。挖掘机的下游应用领域主要是房地产、基建、采矿及制造业四类。其中房地产和基建是挖掘机下游需求的主要来源，来自房地产需求的占比约为 40%，来自基建需求的占比约为 35%。通过对比挖掘机增速与房地产新开工面积增速以及基建投资增速相关性可知，在 2011 年至 2017 年，基建投资增速保持相对稳健的情形下，挖机的增速和房地产新开工面积增速呈现较大的相关性。

图 15：挖掘机增速与房地产新开工面积增速以及基建投资增速相关性



资料来源：Wind，财富证券

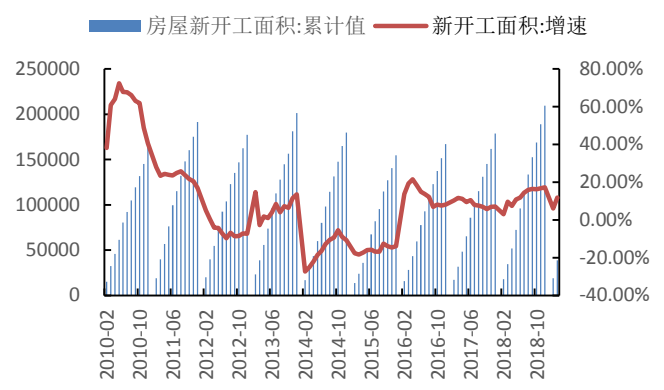
房地产投资增速依旧保持较高位置。2018 年房地产开发投资完成额为 12.02 万亿元，同比增长 9.53%；2019 年一季度房地产开发投资额继续维持稳定增长，同比增长 11.80%。2018 年房屋新开工面积增速为 17.18%，同比增长 10.16pct；一季度受到春节假期以及天气等因素影响，新开工面积增速有所放缓，但依旧维持在 11.88% 的增速。

图 16: 房地产开发投资完成额保持稳增长



资料来源: 国家统计局, 财富证券

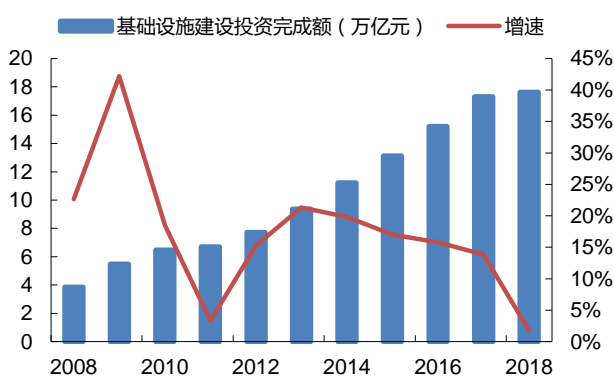
图 17: 房屋新开工面积触底回升



资料来源: 国家统计局, 财富证券

**基建投资增速触底回升。**2018 年基础设施建设投资完成额 17.62 万亿元, 同比增长 1.80%, 同比增速显著放缓, 但体量依旧维持在高位。从 2018 年底, 基建投资增速开始触底回升, 2019 年一季度基建投资增速为 2.95%。在贸易摩擦、出口受阻、国内宏观经济下行的背景下, 基建投资作为稳经济的重要抓手, 2019 年有望保持稳定增长。

图 18: 2018 年基建投资增速维持在高位



资料来源: 国家统计局, 财富证券

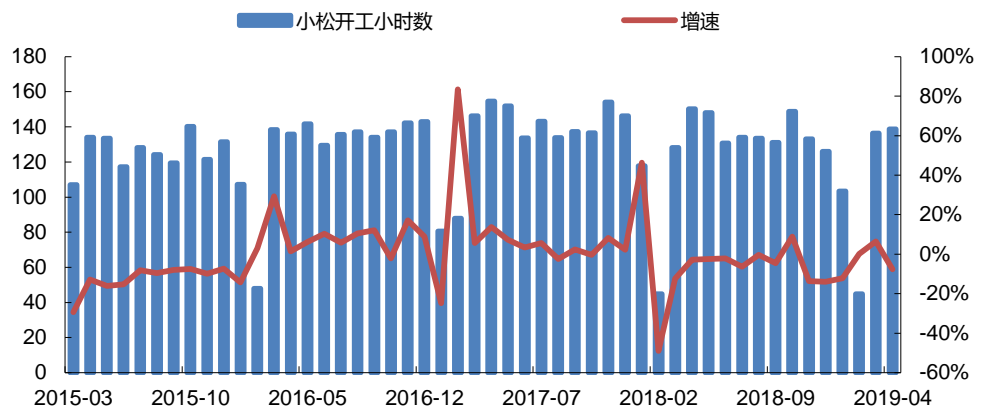
图 19: 基建投资增速触底回升



资料来源: Wind, 财富证券

**小松（中国）开工小时数维持在较高水平。**受 2017 年高基数影响, 叠加 2018 年基建投资增速放缓, 2018 年小松开工小时数同比有所下滑。从 19 年二月份份开始, 随着基建回暖, 小松开工小时数有所回升, 2019 年三月份份小松开工小时数为 136.3 小时, 同比增长 6.5%。但是四月份份小松开工小时数又出现了同比-7.7%的下滑, 但依旧是保持在较高水平。我们认为随着后续一系列基建项目的开工, 小松开工小时数有望逐步回升并保持在较高水平。

图 20：小松开工小时数维持在较高水平

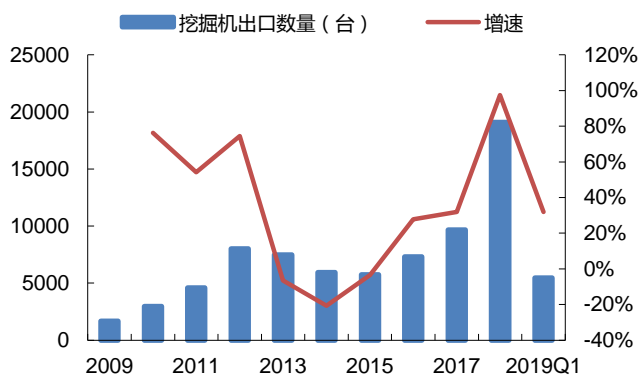


资料来源：小松官网，财富证券

### 2.1.3 国际竞争力增强，出口稳定增长

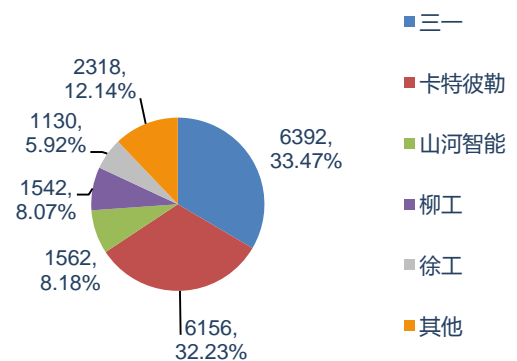
国产品牌在国际市场竞争力不断增强。我国挖掘机出口数量由 2009 年 1686 台增长至 2018 年 19100 台，2018 年出口增速达到 97.48%，2019 年一季度继续保持 31.93% 的增速。2018 年我国出口前四强分别为三一、卡特彼勒、山河智能、柳工、徐工，出口销量占比分别为 33.47%、32.23%、8.18%、8.07%、5.92%，国产品牌占据出口主要地位。国产品牌随着“一带一路”战略出海，在海外销售布局网络逐渐深入，有望进一步在海外打开市场。

图 21：挖掘机出口继续保持稳定增长



资料来源：中国工程机械协会，财富证券

图 22：主要挖机出口企业市占率

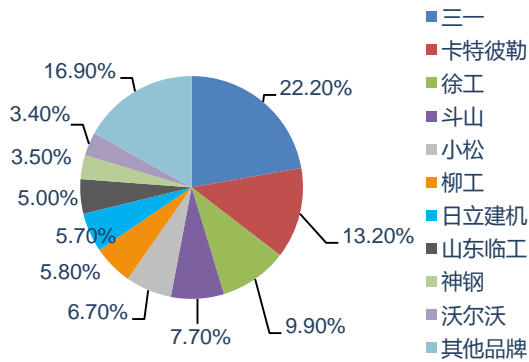


资料来源：中国工程机械协会，财富证券

### 2.1.4 挖掘机行业集中度进一步提升

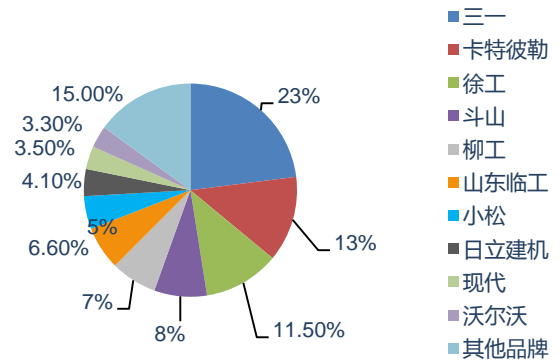
挖掘机行业集中度进一步提升。2018 年国内挖掘机市占率前五主要是三一重工、卡特彼勒、徐工机械、斗山和柳工，市占率分别为 23%、13%、11.5%、8% 和 7%，前五大企业合计市占率达到 62.5%，同比提升 2.8pct，其中三一、徐工、柳工等国产挖掘机市占率都有较大提升。

图 23: 2017 年主要挖掘机企业市占率



资料来源: 中国工程机械协会, 财富证券

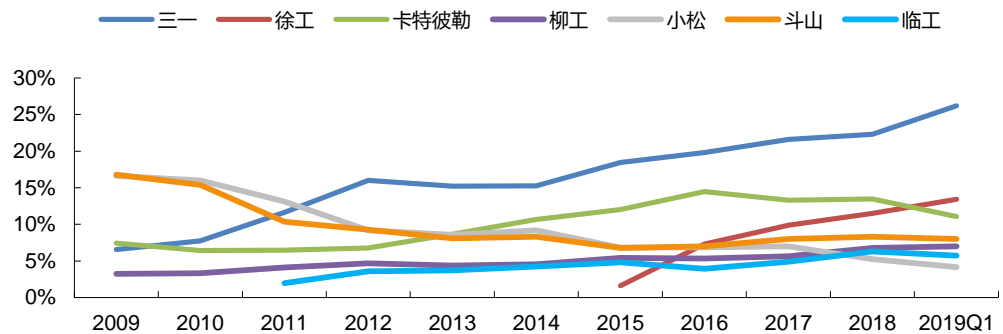
图 24: 2018 年主要挖掘机企业市占率



资料来源: 中国工程机械协会, 财富证券

行业格局向龙头集中, 市场份额持续提升。随着国产品牌竞争优势的逐步增强, 在国内的市占率有望逐步提升。三一挖掘机市占率从 2009 年的 6.54% 提升至 2019Q1 的 26.20%, 稳居国内挖机龙头地位; 徐工市占率从 2015 年的 1.64% 提升至 2019Q1 的 13.42%, 市占率超过卡特彼勒, 位居国内第二, 柳工和临工的市占率也都有明显的提升。卡特彼勒的市占率从 2009 年的 7.42% 上升至 2019Q1 的 11.08%, 暂居国内第三。

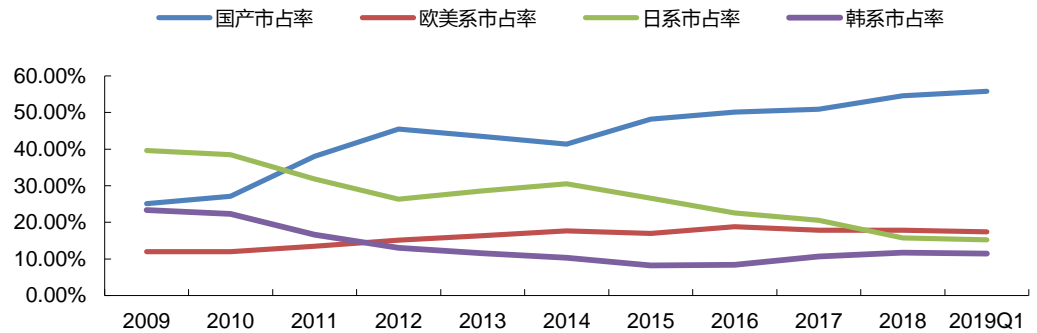
图 25: 挖掘机龙头市占率进一步提升



资料来源: 中国工程机械协会, 财富证券

国产挖掘机市占率稳步提升。国产品牌经历行业低谷以后, 以三一、徐工为代表的挖掘机民族品牌通过不断提升产品技术水平, 布局全球销售、提升售后服务水平, 国产挖掘机市占率由 2009 年 30.47% 提升至 2018 年 54.62%, 基本取代韩日品牌在国内的市场地位。欧美品牌挖机市占率整体保持增长的态势, 从 2009 年的 10.06% 增长至 2018 年的 17.88%; 日系品牌挖机和韩系品牌挖机市占率呈现下跌的趋势。截止至 2019 年一季度国产挖机、欧美品牌挖机日系品牌挖机和韩系品牌挖机的市占率分别为 55.85%、17.44%、15.20% 和 11.51%。

图 26：国产挖机市占率稳步提升

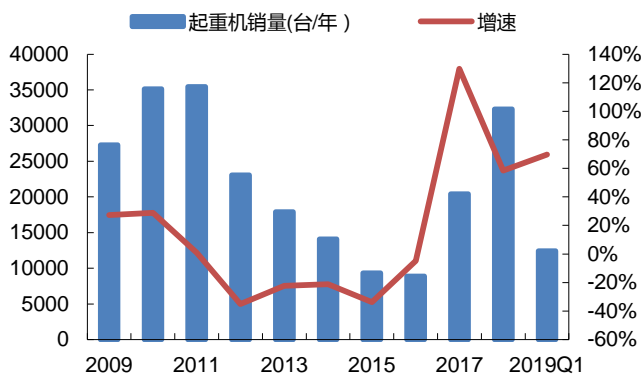


资料来源：中国工程机械协会，财富证券

## 2.2 起重机械和混凝土机械需求旺盛

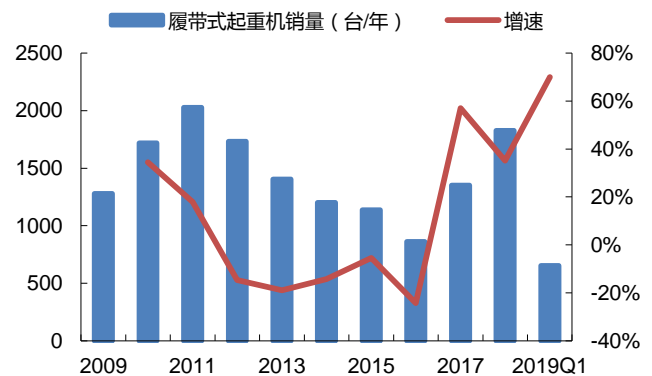
**起重机械继续保持高增长。**起重机械和混凝土机械周期要滞后于挖掘机，2019 年有望继续保持高增长态势。2019 年一季度汽车起重机销量为 12415 台，同比增长 69.65%，履带式起重机销量为 653 台，同比增长 70.05%。根据调研了解到，2019 年一季度三一重工和中联重科汽车起重机都处于供不应求的状态。预计全年汽车起重机有望保持 20% 以上的增速。

图 27：汽车起重机销量



资料来源：中国工程机械协会，财富证券

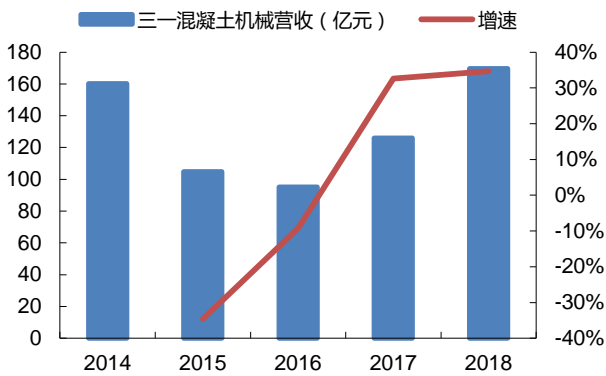
图 28：履带式起重机销量



资料来源：中国工程机械协会，财富证券

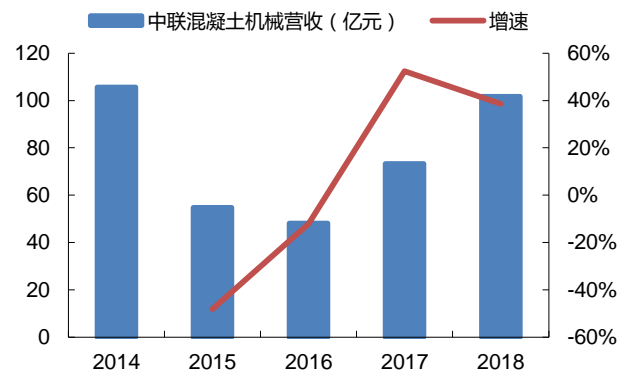
**混凝土机械保持高景气度。**混凝土机械竞争格局相对稳定，三一重工和中联重科两家公司合计市占率到达 80% 以上。从 2017 年以来，混凝土机械需求开始明显增加，根据调研统计的数据，2018 年混凝土泵车销量在 4500 台左右，其中传统长臂架泵车接近 3000 台，三一重工市占率在 40% 以上，中联重科市占率接近 40%。2018 年三一重工和中联重科混凝土机械业务增速分别为 34.63% 和 38.58%。2019 年一季度混凝土机械依旧保持较高景气度，我们预计今年混凝土机械有望保持稳定增长。从行业国三排放标准的混凝土泵车保有量（预计 2.2-2.5 万台），以及目前沿海地区混凝土泵车回报率来看，2019-2020 年还有较大增长空间，预计该行业寡头两分天下的竞争格局在未来 3 年不会有明显变化。

图 29：三一混凝土机械营收



资料来源：Wind，财富证券

图 30：中联混凝土机械营收

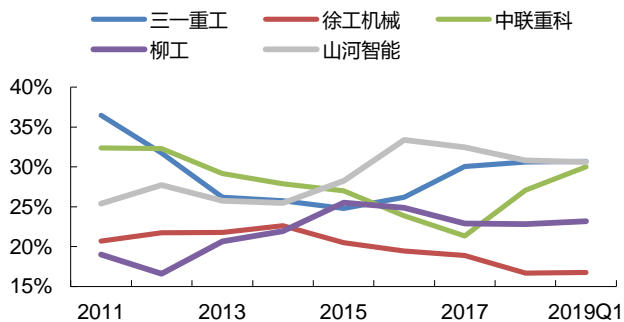


资料来源：Wind，财富证券

### 2.3 工程机械行业盈利能力改善

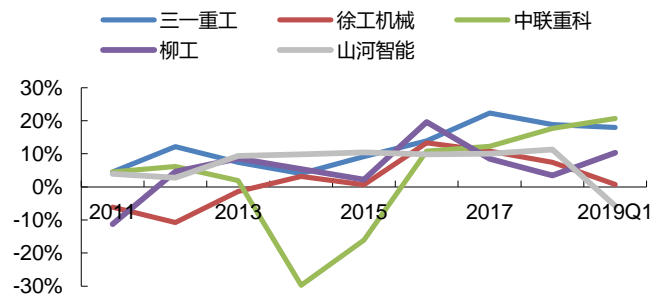
**现金流改善，盈利质量明显提升。**受益于行业复苏，工程机械产品销量均显著上升，三一、中联等公司的毛利率也出现了明显的回升，行业整体的盈利质量得以提升。此外，本次行业复苏吸取了上轮行业野蛮成长造成的信用风险的经验教训，此轮复苏均保持严格的信用政策，主要主机厂目前购机信用政策均保持 30%左右的首付比例，主机厂的现金流情况得到明显的改善。

图 31：各主机厂毛利率



资料来源：Wind，财富证券

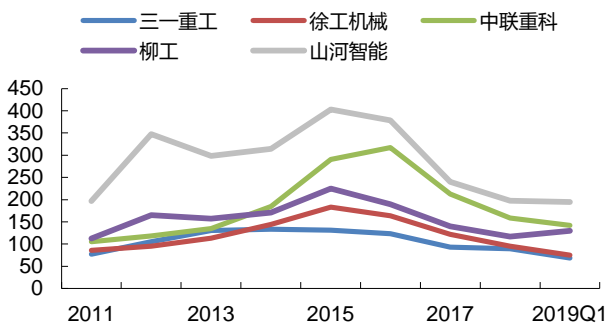
图 32：各主机厂现金流



资料来源：Wind，财富证券

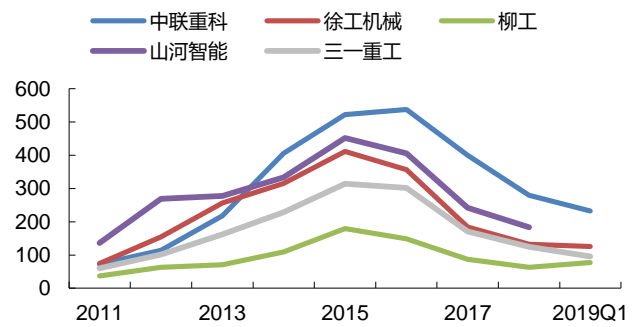
**行业运营能力提升。**受益于行业回暖，从 2016 年开始主机厂存货周转天数和应收账款周转天数开始显著下降，运营能力显著提升。随着各主机厂盈利能力的提升，在近两年也纷纷对存货和应收账款计提了较高比例的资产减值。同时本轮行业复苏各主机厂均采用比较合理的信贷政策进行销售，因此应收账款周转天数均维持在较低水平。

图 33: 主机厂存货周转天数



资料来源: Wind, 财富证券

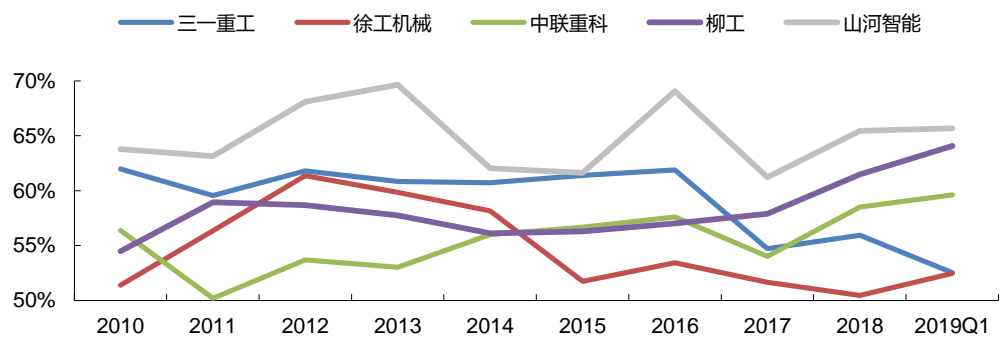
图 34: 主机厂应收账款周转天数



资料来源: Wind, 财富证券

行业内公司资产负债表得到修复。随着行业的复苏, 公司盈利能力增强, 偿债能力也得到提升。三一资产负债率从 2012 年的 61.82% 下降至 2019Q1 的 52.55%; 徐工机械资产负债率从 2012 年的 61.37% 下降至 2019Q1 的 52.48%; 三一和徐工等公司的有息负债显著降低。

图 35: 主机厂资产负债率



资料来源: Wind, 财富证券

## 2.4 投资建议

2019 年一季度工程机械持续了去年的高景气度, 虽然下半年增速会放缓, 但全年有望维持平稳增长。我们认为本轮工程机械复苏主要驱动力来自于存量设备的更新, 更新周期有望持续至 2020 年左右。在房地产投资保持平稳, 基建投资作为稳经济的重要抓手的背景下, 2019 年工程机械有望维持平稳增长, 但是行业增速将明显放缓, 行业竞争将进一步加剧。具备成本和渠道优势的龙头企业市占率有望进一步提升。建议重点关注受益于行业集中度提高的工程机械龙头三一重工 (600031.SH)。



### 3 油价企稳回升，油服行业保持高景气度

#### 3.1 OPEC 严格减产，油价触底回升

**OPEC 严格执行减产协议。**2018 年 12 月 7 日，OPEC 和非 OPEC 达成减产协议，OPEC 将减产 80 万桶/日，而非 OPEC 将减产 40 万桶/日。2019 年 OPEC 成员国严格执行减产行动，加之美国对伊朗和委内瑞拉实行制裁，导致伊朗和委内瑞拉原油产量出现较大幅度下滑。2019 年 3 月份，OPEC 原油产量为 3002 万桶/日，从 2018 年 9 月份高位已经下降了 273.9 万桶/日，触及 2015 年以来最低水平。

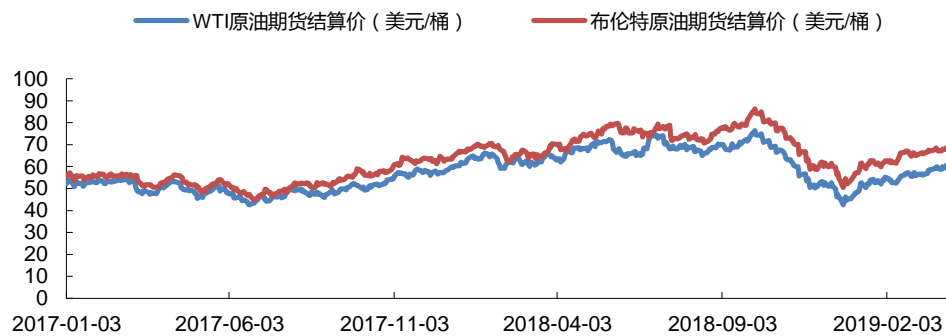
表 1: OPEC 原油产量明显下降 (千桶/日)

|      | 2018 年 9 月 | 2018 年 10 月 | 2018 年 11 月 | 2018 年 12 月 | 2019 年 1 月 | 2019 年 2 月 | 2019 年 3 月 |
|------|------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| OPEC | 32761      | 32358       | 32312       | 31591       | 30793      | 30557      | 30022      |
| 沙特   | 10502      | 10637       | 11021       | 10586       | 10179      | 10118      | 9794       |
| 伊拉克  | 4657       | 4654        | 4626        | 4712        | 4712       | 4647       | 4522       |
| 伊朗   | 3451       | 3330        | 2921        | 2724        | 2731       | 2726       | 2698       |
| 委内瑞拉 | 1218       | 1206        | 1183        | 1172        | 1151       | 1021       | 732        |

资料来源: OPEC, 财富证券

**OPEC+ 严格减产，油价触底回升。**2018 年年底以来 OPEC+ 严格执行减产行动，油价从今年年初开始触底反弹。4 月 2 日，俄罗斯能源部长 Novak 表示，俄罗斯将遵守 OPEC+ 的减产行动。此外，4 月 30 日，沙特表示将坚持减产协议，该协议可能会延长到 2019 年年底。我们认为如果 OPEC+ 能够继续严格执行减产协议，2019 年油价有望稳定在 60-70 美元以上。油价如果可以稳定在 60 美元/桶以上，高于原油的开采成本，石油公司的业绩逐步好转，盈利能力逐渐提升，资本开支的意愿增强，对于原油以及页岩气的开采力度都会增强，原油及页岩气开采设备需求量有望持续提升。

图 36: WTI 和布伦特原油价格

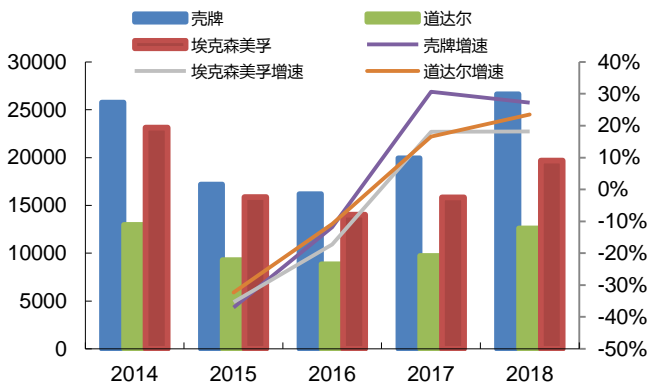


资料来源: IPE, NYMEX, 财富证券

### 3.2 石油公司业绩提升，资本开支增加

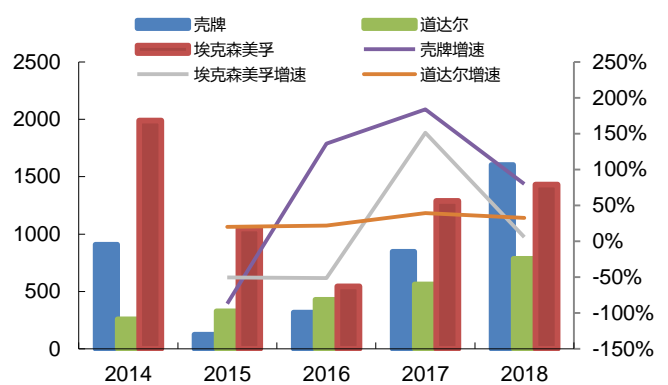
石油公司业绩明显复苏。受益于油价上涨，石油公司的业绩显著提升。从全球来看，2018年壳牌、埃克森美孚以及道达尔等全球石油公司营收增速分别为27.26%、18.2%和23.48%，归母净利润增速分别是79.95%、5.73%和32.62%。国内“三桶油”盈利能力明显提升。2018年中石油、中石化和中海油营收增速分别为16.75%、22.50%和20.41%，归母净利润增速分别为130.71%、23.42%和113.51%。随着全球石油公司业绩逐步复苏，资本开支意愿有望进一步增强。

图 37：国际原油龙头营业收入（亿元）



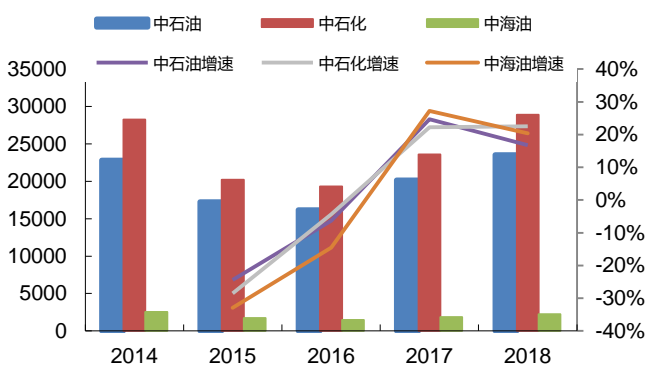
资料来源：Wind，财富证券

图 38：国际原油龙头归母净利润（亿元）



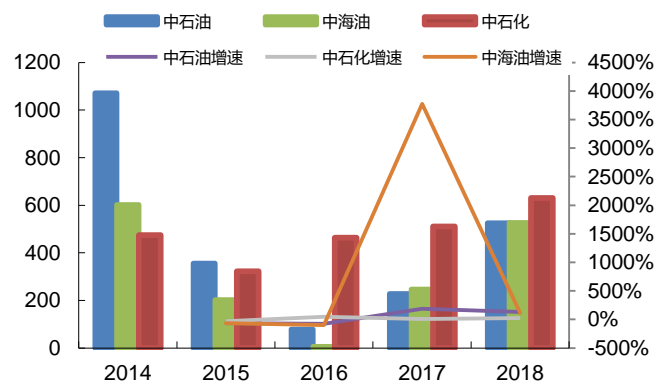
资料来源：Wind，财富证券

图 39：“三桶油”营业收入（亿元）



资料来源：Wind，财富证券

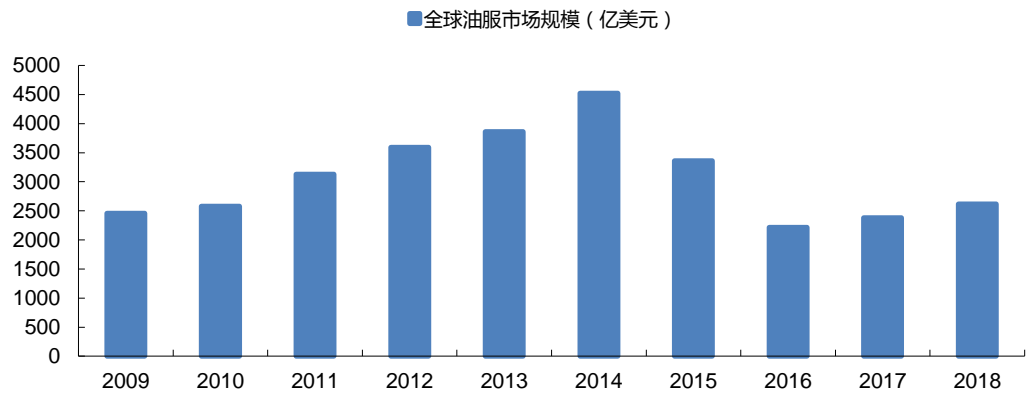
图 40：“三桶油”归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，财富证券

油价上涨，全球油服市场逐步复苏。全球油服市场规模和油价密切相关，油价上涨，石油企业盈利能力增强，勘探开发投资意愿增强，油服企业订单量增加。2016年油价开始触底回升，油服市场也开始逐步复苏。根据Spears & Associates发布的报告显示，2018年全球油服市场规模约为2620亿元，同比增长10%。随着油价在相对合理位置企稳，2019年全球油服市场规模有望进一步增长。

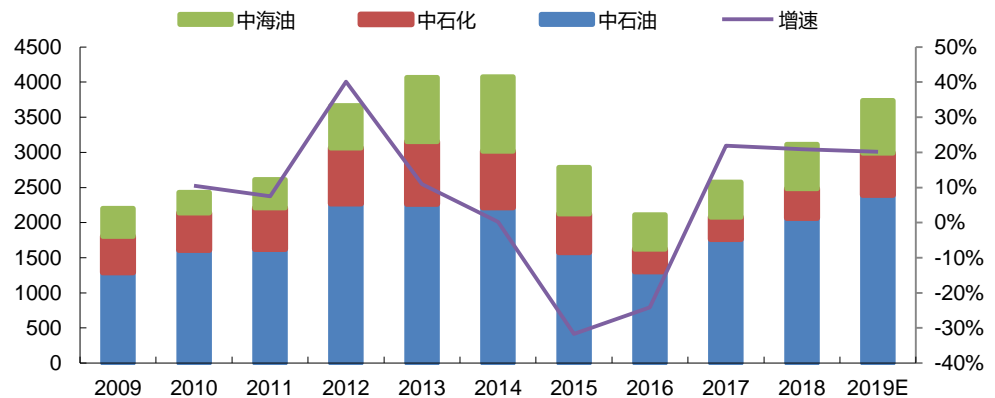
图 41: 全球油服市场规模 (亿元)



资料来源: Spears & Associates, 财富证券

**2019 年“三桶油”勘探开发资本开支保持稳定增长。**2018 年“三桶油”勘探开发资本开支合计 3111 亿元, 同比增长 21%, 其中, 中国石油 2063 亿元, 同比增长 17%, 超预期完成当年计划, 中国石化完成 422 亿元, 同比增长 35%, 中海油完成 626 亿元, 同比增长 25%。2019 年, “三桶油”勘探开发资本开支计划合计 3688-3788 亿元, 同比增长 19%-22%, 其中, 中国石油计划 2392 亿元, 同比增长 16%, 中国石化计划 596 亿元, 同比增长 41%, 中海油计划 700-800 亿元, 同比增长 12%-28%。2017 年“三桶油”合计实际的探勘开发投资完成率超过 90%, 2018 年超额完成的, 2019 年完成率也有望维持在较高水平。

图 42: “三桶油”勘探开发投资 (亿元)



资料来源: 中石油公告、中石化公告、中海油公告, 财富证券

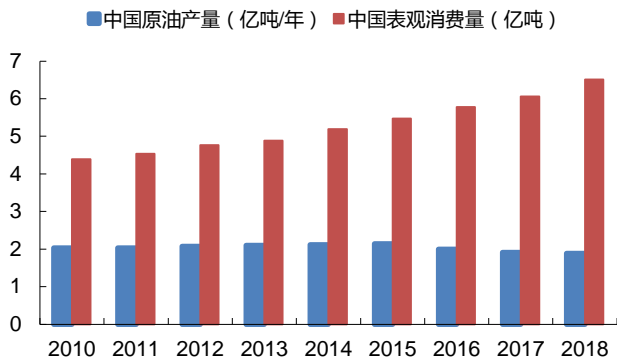
### 3.3 能源安全驱动页岩气快速增长

#### 3.3.1 原油及天然气对外依存度逐年增加

**我国原油对外依存度逐年增加。**随着我国经济的发展, 对原油等能源的需求量与日俱增。2018 年我国原油表观消费量达到 6.51 亿吨, 同比增长 7.42%。但是我国原油产量从 17 年开始就一直处于下滑的状态。2018 年原油产量仅有 1.89 亿吨, 同比下滑 1.6%。

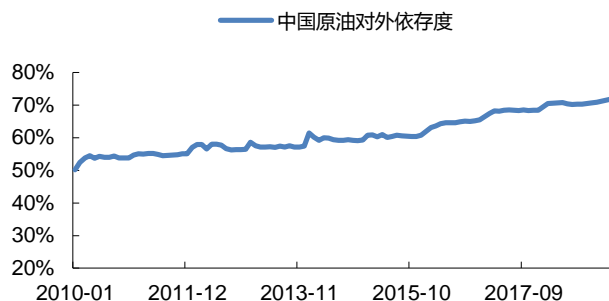
面对供需完全不平衡的状态，我国需要大量进口原油才能维持需求。2018年原油进口量为4.62亿吨，同比增长10.09%，2019年一季度我国原油进口量继续保持8.2%的增速。截止至2019年3月份，我国原油对外依存度达到了71.85%。

图 43: 中国原油产量及表观消费量



资料来源: Wind, 财富证券

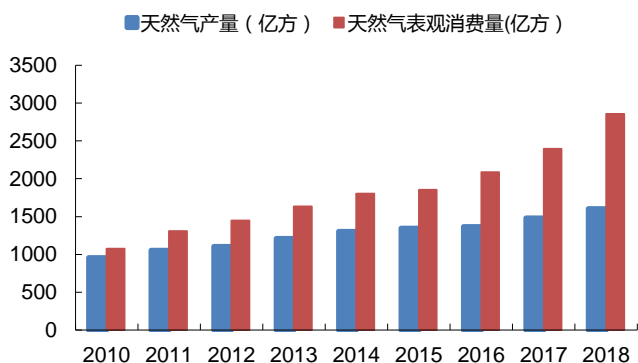
图 44: 原油对外依存度



资料来源: Wind, 财富证券

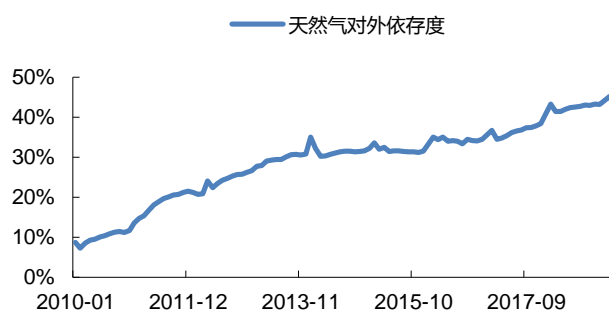
天然气长期处于供不应求的状态。我国天然气产量的增速远不及需求的增速，进口量逐年增加，2018年天然气进口量是1256.81亿立方米，同比增长31.54%，2019年一季度继续保持17.8%的增长。截止至2019年3月份，我国天然气对外依存度达到了42.90%。

图 45: 天然气产量及表观消费量



资料来源: 国家统计局, 财富证券

图 46: 天然气对外依存度



资料来源: 国家统计局, 财富证券

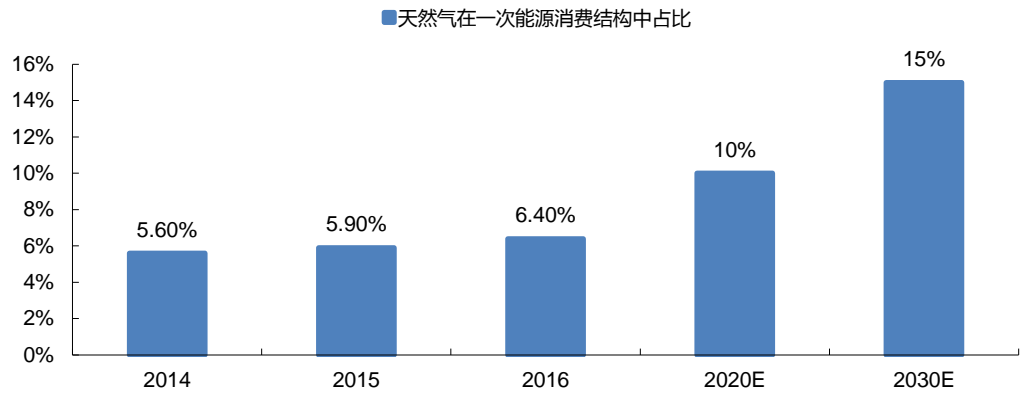
国家要求加强能源安全保障，加大油气勘探开发力度。原油及天然气对外依存度逐年增加已经威胁到我国的能源安全，加大我国原油和天然气的开采量势在必行。2018年8月，中石油和中海油召开会议，为贯彻中央指示，保障国家能源安全，将加大油气开发力度。中石油表示坚持国内勘探开发业务“优先发展”战略定位，保持高强度稳定投入，全力以赴增储增产增效。中海油会议表示全力保障油气增储上产，切实履行能源报国使命。石油公司加大油气勘探开发力度，油气装备有望得到复苏。

### 3.3.2 页岩气开采景气度持续上行，压裂设备需求旺盛

天然气产量复合增速有望达到11%。根据发改委发布的《加快推进天然气利用的意见》，到2020年，天然气在一次能源消费结构中的占比力争达到10%左右。到2030年，

力争将天然气在一次能源消费中的占比提高到 15%左右。2018年9月国务院又印发了《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，意见指出 2020 年我国天然气产量达到每年 2000 亿立方米。2018 年我国天然气产量为 1610 亿立方米，2019 年-2020 年我国天然气产量有望保持 11.44%的复合增速。

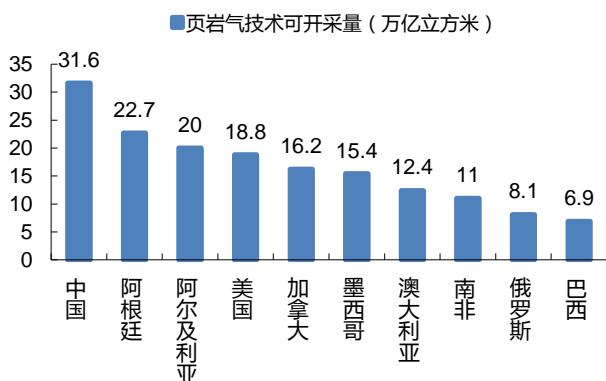
图 47：天然气在一次能源中的占比



资料来源：《加快推进天然气利用的意见》，财富证券

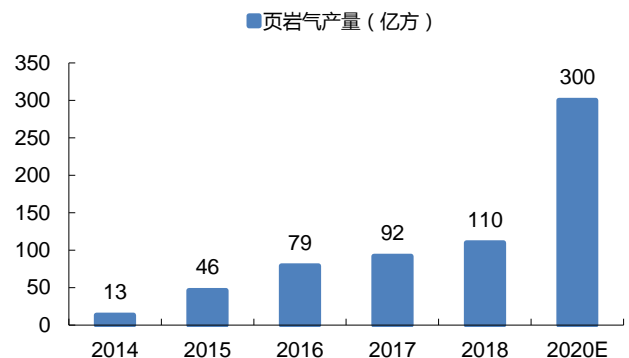
页岩气的开采有望缓解我国天然气供应不足的局面。我国作为储量大国，页岩气技术可开采量达到了 31.6 万亿立方米，资源潜力巨大。在我国天然气对外依存度不断攀升之际，非常规天然气开采的价值不言而喻。2018 年我国页岩气的产量为 110 亿立方米，根据国家能源局发布的《页岩气发展规划（2016-2020 年）》，2020 年，我国力争实现页岩气产量 300 亿立方米。2030 年实现页岩气产量 800 亿立方米至 1000 亿立方米。

图 48：页岩气技术可开采量



资料来源：EIA，财富证券

图 49：我国页岩气产量

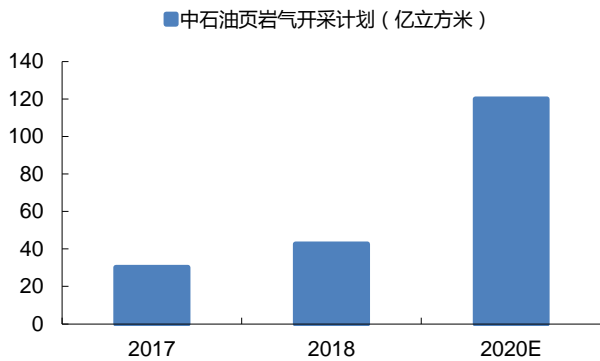


资料来源：《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，财富证券

2020 年中石油计划建成 150 亿立方页岩气产能。“十三五”期间，中石油页岩气的生产主要布局在长宁、威远、昭通三个区块，中石油预计在 2018 年到 2020 年新钻井 800 口，最终达产 120 亿立方米；2021 年到 2025 年新钻井 1300 口，最终达产 220 亿立方米；2026 年到 2030 年新钻井 2300 口，最终达产 420 亿立方米。此后，中石油将年均新钻井约 400 口，实现长期稳产。

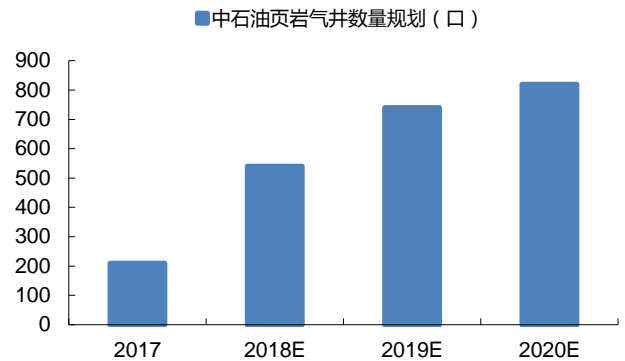
中石油在 2019 年工作会议上表示，2018 年，中石油天然气产量 1093.7 亿立方米，同比增长 5.9%，其中页岩气产量 42.6 亿立方米，增长 41.2%，川南成为我国日产量最大的页岩气生产基地，日产量破 2000 万立方米，形成年产 70 多亿立方米的生产能力。

图 50：中石油页岩气开采计划



资料来源：中国报告网，财富证券

图 51：中石油页岩气井数量规划



资料来源：中国报告网，财富证券

**中石化涪陵百亿方油田已建成。**中石化页岩气的生产主要布局在涪陵。根据中石化 2017 年年报公告，涪陵页岩气的产能已经达到了 100 亿立方，目前正在积极推进杭锦旗和川西东坡产能的建设。2018 年，涪陵页岩气田共生产页岩气 60.2 亿立方米，销售 57.8 亿立方米。中石化规划到 2020 年将形成 150 亿至 180 亿立方米的页岩气产量。

3 月 25 日，据中石化消息，继涪陵页岩气田后，中石化页岩气勘探开发再获重大突破，威（远）荣（县）页岩气田提交探明储量 1247 亿立方米（约合近 1 亿吨石油当量）。中石化对此表示，威荣页岩气田将在 2019 年建成 10 亿立方米产能。

**鄂西地区发现重大页岩气基地。**2019 年 1 月 22 日，中国地质调查局宣布，我国鄂西地区（湖北西部）页岩气调查取得重大突破，页岩气地质资源量达 11.68 万亿立方米，具有建成年产能 100 亿立方米的资源基础。由此，鄂西地区有望成为我国页岩气勘查开发和天然气增储上产新的基地，形成与重庆涪陵、长宁—威远“三足鼎立”的资源格局，打破我国页岩气开发均集中在长江上游的局面。

### 3.3.3 压裂设备市场空间广阔

**压裂设备是页岩气开采的核心设备。**页岩储层具有低孔特征和极低的基质渗透率，必须经过压裂才能形成工业气流，因此压裂是页岩气开发的主体技术。压裂也是老油田增产的核心工艺。压裂作业时一般采用成套设备配合完成，压裂机组主要包括压裂车、混砂车、仪表车、管汇车、配液撬、输沙车和供液车等特种车辆。通常情况下，一个压裂车组需要配备 16 台 2500 型压裂车、2 台 130 桶混砂车、2 台仪表车、1 台连续混配车、1 台连续油管车以及若干辅助车。整套压裂机组价值大约 4 亿元以上，其中压裂车作为核心车辆占比约为 70% 左右。正常情况下，一套压裂车组一年约可完成新井压裂数 20 口。

**压裂车存量市场：**目前我国压裂车存量约为 2000 台左右，其中 2000 型以下约为 1700 台左右，主要有早期的 700 型压裂车、1500 型压裂车、1800 型压裂车和 2000 型压裂车。

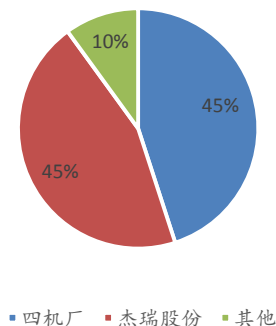
这类车型主要用于常规油气井的酸化改造。2000 型以上的主要包括 2300 型压裂车、2500 型压裂车和 3000 型压裂车，共计 300 多台。2000 型以上压裂车主要用于页岩气的开发。

**压裂车增量市场：**如果按照国家能源局发布的《页岩气发展规划（2016-2020 年）》，2020 年，我国实现页岩气产量 300 亿立方米，则 2019-2020 年还有 190 亿立方米左右页岩气产量缺口。根据每口井一天平均产气量 5 万方计算，每年平均产气量 0.18 亿立方米计算。2019-2020 年我国需要新投产的页岩气井需要达到 1055 口。此外，页岩气井由于产量衰减的很快，后续也需要进行多次重复压裂增产，假设平均每年增产压裂井数大概是 200 口。测算 2019 年-2020 年我国压裂车市场需求量大概需要 36 组，现存量大概是 18 组，18 年中石油招标量大概是 5 组。所以未来两年还需要 13 组压裂车组。对应 2019 年-2020 年压裂车组市场规模约为 52 亿元。

**压裂车呈现寡头垄断的局面。**目前压裂领域供应商包括杰瑞股份、宝石机械、石化机械四机厂、北方重工、山东科瑞、中油科昊等。其中杰瑞股份、宝石机械、石化机械四机厂占据了压裂车的大部分市场份额。石化机械四机厂是石化机械的子公司。曾生产出世界首套车载式 2500 型压裂机组，于 2013 年研制完成世界首台 3000 型压裂车。杰瑞股份作为民营企业，压裂车的生产技术达到了国际一流水准，公司 2014 年推出了世界首台 4500 型阿波罗涡轮压裂车。宝石机械作为中石化旗下子公司，在压裂设备的布局要晚于杰瑞股份和四机厂，因此在压裂车的技术积累方面略低于另外两家公司。2013 年宝石机械成功研制出第一台 2300 型压裂车，2015 年生产出第一台 2500 型压裂车。

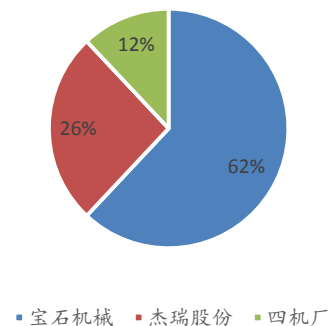
**宝石机械、杰瑞股份和四机厂占据压裂车主要市场份额。**根据中国商报的数据，2013 年，国内压裂设备年需求交付量为 60 万-70 万水马力，在国内压裂车市场中，四机厂、杰瑞股份各占 45%，形成双巨头平分秋色的格局。剩余的 10% 市场，则由兰州通用机器制造有限公司、胜利油田东星石油技术有限公司、兰州矿场机械有限公司、湖北中油科昊机械制造有限公司、甘肃华腾石油机械制造有限公司等公司分食。根据中石油招标网和调研获得的数据，2018 年 1-8 月份，中石油压裂车招标量为 84 台，其中宝石机械中标 52 台压裂车，杰瑞股份中标 22 台压裂车，四机厂中标 10 台压裂车。宝石机械、杰瑞股份和四机厂的市场份额分别为 62%、26% 和 12%。

图 52：2013 年各压裂车企业市场份额



资料来源：中国商报，财富证券

图 53：2018 年各压裂车企业市场份额

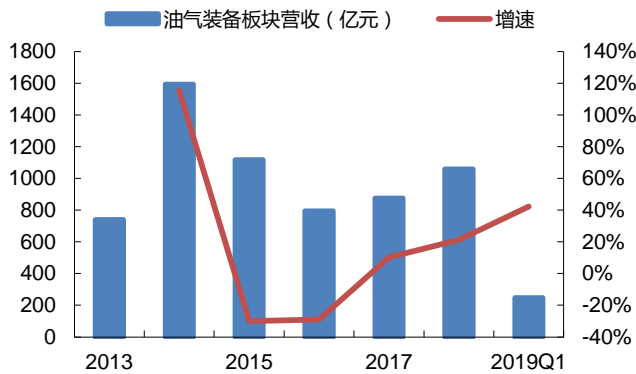


资料来源：中石油招标网，财富证券

### 3.4 油气装备板块业绩明显复苏

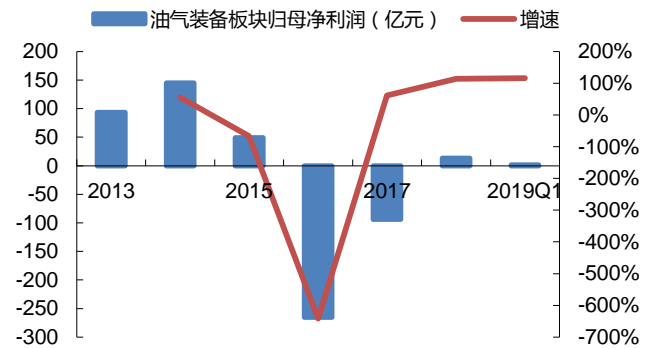
油气装备板块业绩稳步提升。2018年油气装备板块营收为1060.14亿元，同比增长21.20%，归母净利润为13.21亿元，同比增长114.05%；2019Q1油气装备板块营收为246.90亿元，同比增长42.35%，归母净利润为1.57亿元，同比增长116.67%。随着下游油气开采景气度提升，油气装备板块业绩稳步增长。

图 54：油气装备板块营收



资料来源：Wind，财富证券

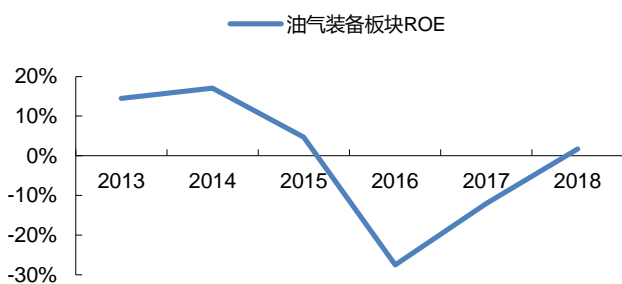
图 55：油气装备板块归母净利润



资料来源：Wind，财富证券

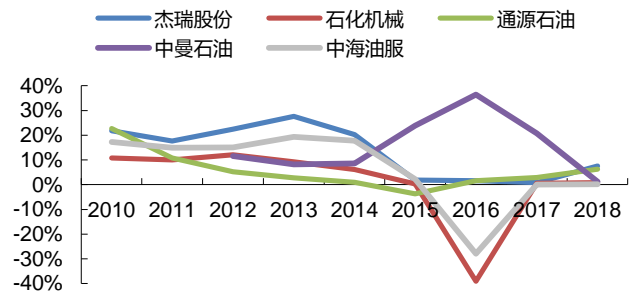
油气装备板块盈利能力提升。自从油价从2016年触底反弹以来，油气装备板块盈利能力也出现了明显的改善。板块ROE从2016年的-27.53%提升至2018年的1.71%。杰瑞股份、石化机械等优质油气装备企业ROE都有明显的提升。油气装备板块的毛利率也有明显提升，2018年板块毛利率回升至12.04%，同比提升6.27pct，距离上一轮油气装备行业景气度高峰期还有较大差距。

图 56：油气装备行业 ROE



资料来源：Wind，财富证券

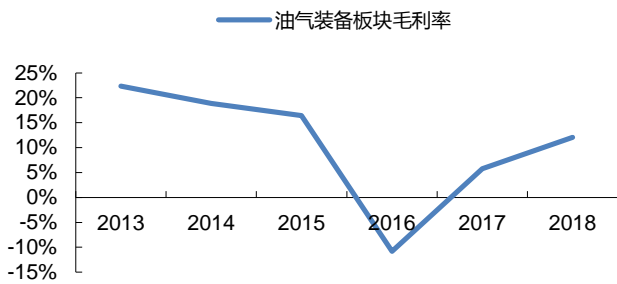
图 57：重点油气装备公司 ROE



资料来源：Wind，财富证券

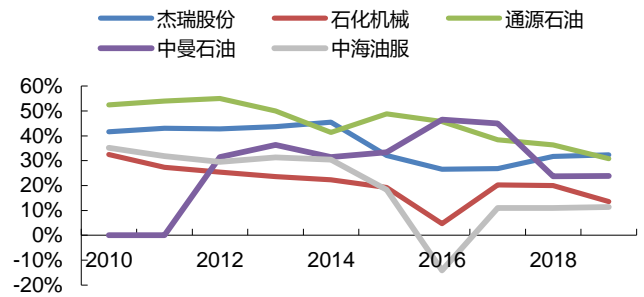


图 58：油气装备行业毛利率



资料来源：Wind，财富证券

图 59：重点油气装备公司毛利率



资料来源：Wind，财富证券

### 3.5 投资建议

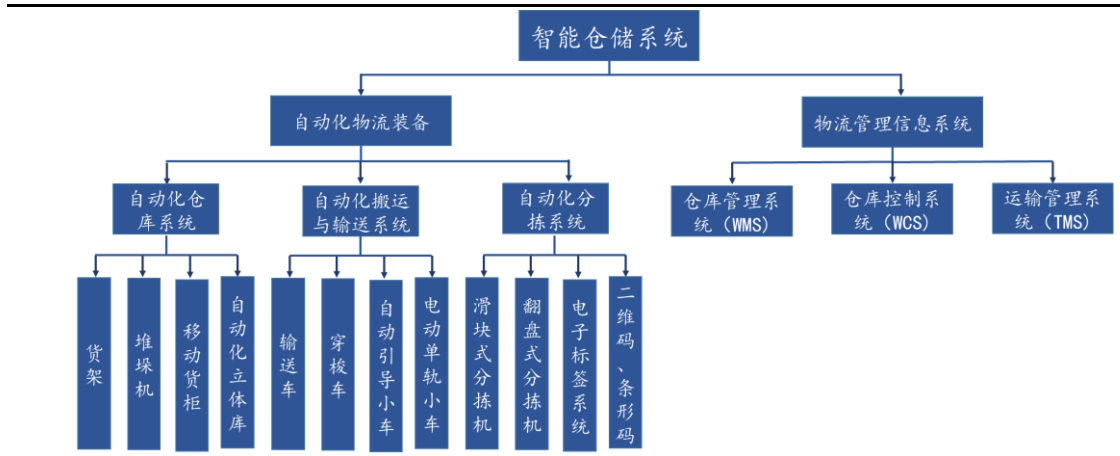
2019 年以来 OPEC+ 严格执行减产行动，加之美国对伊朗和委内瑞拉实行制裁，OPEC 原油产量触及 2015 年以来最低水平，布伦特油价也重新回升至 70 美元/桶。我们认为 2019 年油价中枢有望稳定在 60-70 美元/桶以上，石油公司业绩有望持续好转。同时，在能源安全政策驱动下，2019 年“三桶油”勘探开发资本开支继续保持 21% 的高速增长，中石油和中石化对页岩气的勘探力度也明显加大。我们认为 2019 年油气装备将持续高景气度，建议重点关注民营油服龙头杰瑞股份（002353.SZ）以及密封龙头日机密封（300470.SZ）。

## 4 智能物流空间广阔，锂电仓储迎发展黄金期

### 4.1 智能仓储系统简介

智能仓储系统是运用软件技术、互联网技术、自动分拣技术、光导技术、射频识别、声控技术等科技手段和设备对物品的进出库、存储、分拣、包装、配送等进行有效的计划、执行和控制的物流活动。从构成上来看，智能仓储系统由自动化物流装备和物流管理信息系统组成。自动化物流装备主要包括自动化仓库系统、自动化搬运与输送系统、自动化分拣系统等，物流管理信息系统则主要包括仓库管理系统、仓库控制系统等。

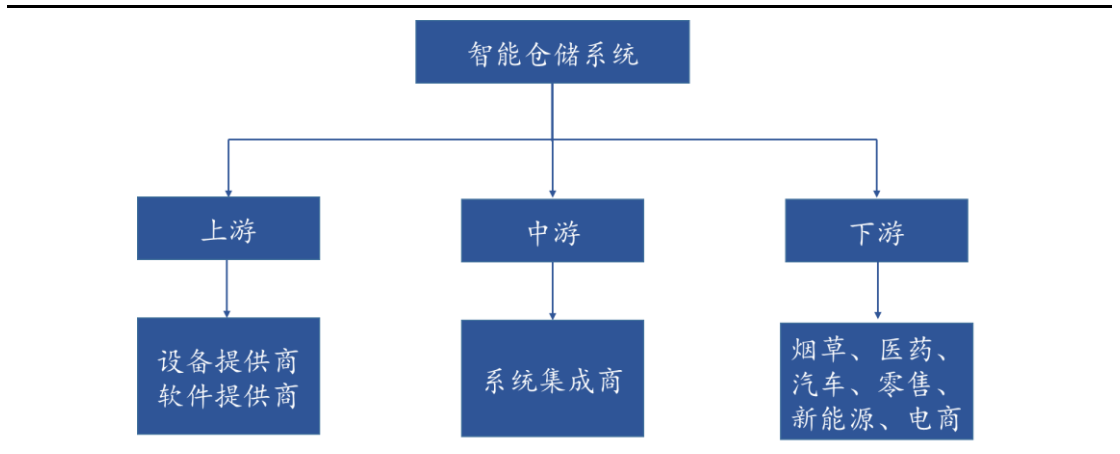
图 60：智能仓储系统构成



资料来源：RFID 世界网，财富证券

智能仓储产业链主要分为上、中、下游三个部分。上游为设备提供商和软件提供商，分别提供硬件设备(输送机、分拣机、AGV、堆垛机、穿梭车、叉车等)和相应的软件系统(WMS、WCS 系统等)；中游是智能仓储系统集成商，根据行业的应用特点使用多种设备和软件,设计建造智能仓储物流系统;下游是应用智能仓储系统的各个行业,包括烟草、医药、汽车、零售、电商等诸多行业。

图 61：智能仓储产业链

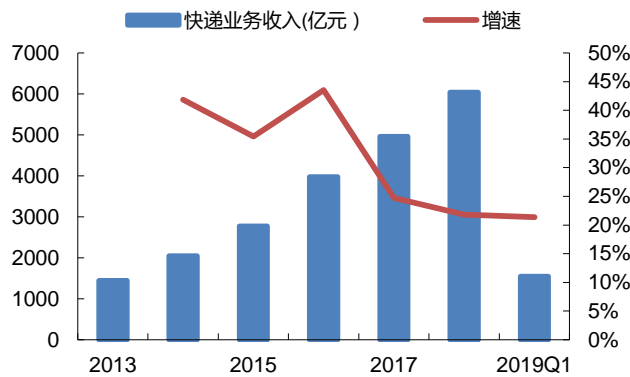


资料来源：RFID 世界网，财富证券

## 4.2 智能仓储系统需求旺盛

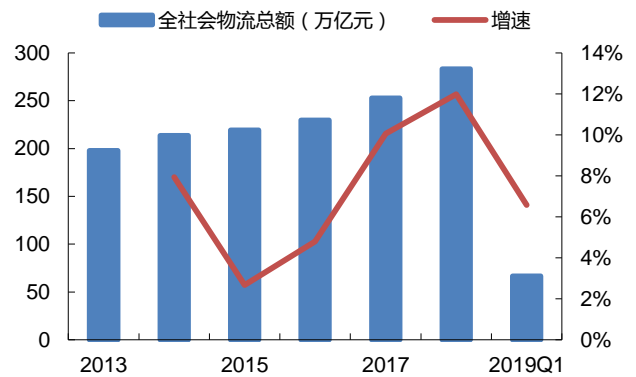
物流需求显著提升。随着国内电商等业务的飞速发展，对物流的需求显著提升。近年来，国内快递业务收入增速都维持在 20% 以上。全社会物流总额也是呈现稳定增长的趋势，2018 年全社会物流总额达到 283.1 亿元，同比增长 11.98%。

图 62：全国快递业务收入



资料来源：国家邮政局，财富证券

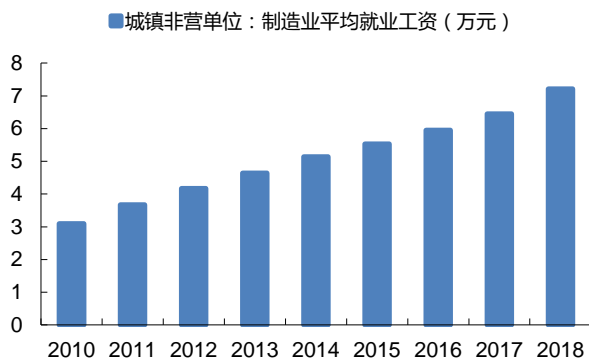
图 63：全社会物流总额



资料来源：Wind，财富证券

降本增效，智能仓储大有可为。随着土地使用成本以及人工成本的增加，仓储费用也有明显的增加，降本增效是我国仓储行业未来发展的核心。此外，我国物流费用在 GDP 中的占比在全球也是偏高的，相对于日本、美国等发达国家，我国物流费用还有非常大的下行空间。因此未来发展智能仓储，减少人工及土地的使用，降低物流费用是我国仓储行业发展的必经之路。

图 64：制造业平均就业工资



资料来源：国家统计局，财富证券

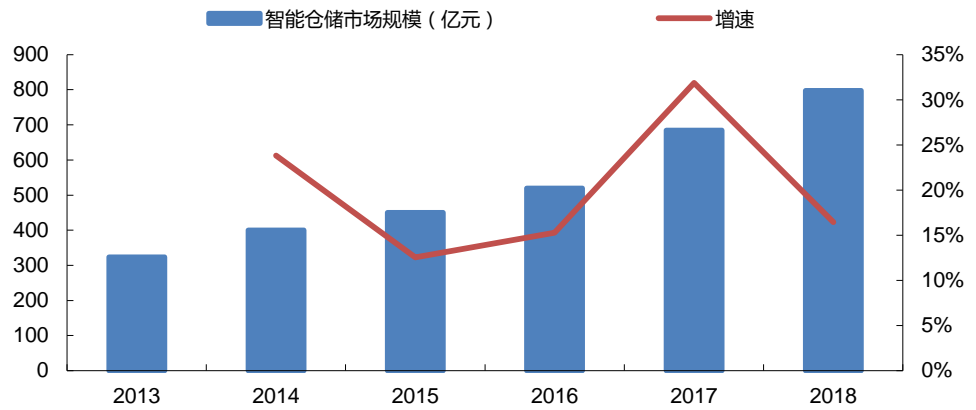
图 65：社会物流总费用在 GDP 中的占比



资料来源：Wind，财富证券

智能仓储需求旺盛。近年来，随着物流行业的快速发展，我国智能仓储市场规模一直保持稳定增长态势。根据 GGII 发布的数据显示，2018 年中国智能仓储市场规模 797.69 亿元，同比增长 16.45%，2014-2018 年智能仓储市场规模年均复合增长率 18.81%。中国物流业的快速发展为仓储业的崛起提供了巨大的市场需求，加上制造业、商贸流通业外包需求的释放和政策的引导，智能仓储的战略地位将持续加强，未来智能仓储市场需求将进一步释放，GGII 预测到 2023 年，智能仓储市场规模将达 1975 亿元。

图 66：中国智能仓储市场规模

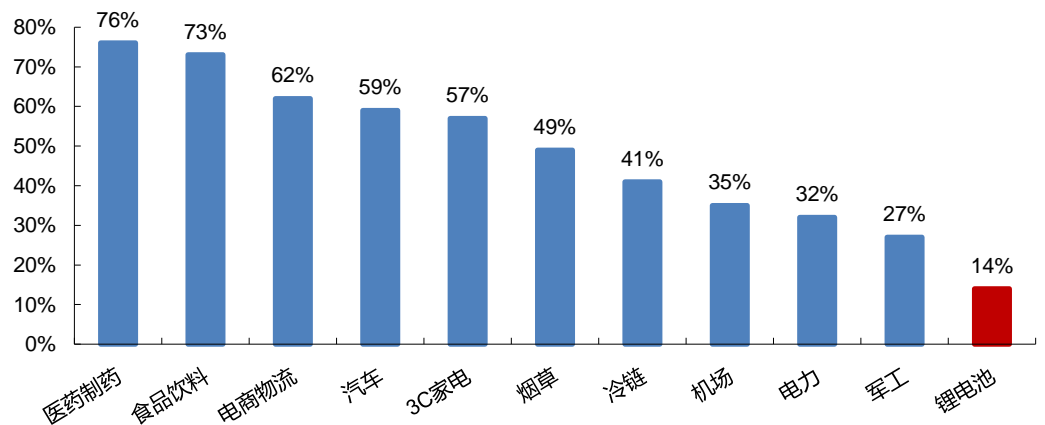


资料来源：GGII，财富证券

### 4.3 锂电扩产高峰，锂电仓储迎发展黄金期

锂电仓储目前企业参与度降低，竞争相对缓和。智能仓储下游的应用领域非常广泛，包括医药、食品饮料、电商物流、汽车、3C 家电、烟草、机场、新能源等。医药以及食品饮料等由于市场需求大，发展的时间多，行业竞争者已经非常多，竞争趋于激烈。而新能源等领域，如锂电池仓储等，是由于近两年电池开始大规模的扩产需求才开始加大，并且由于需要对锂电池的生产工艺非常了解才能提供最优质的物流及仓储方案，技术门槛相对较高，目前行业参与度还相对较低。目前仅有诺力股份、今天国际、软控股份、普天物流等企业参与，竞争相对缓和。

图 67：智能仓储企业参与度

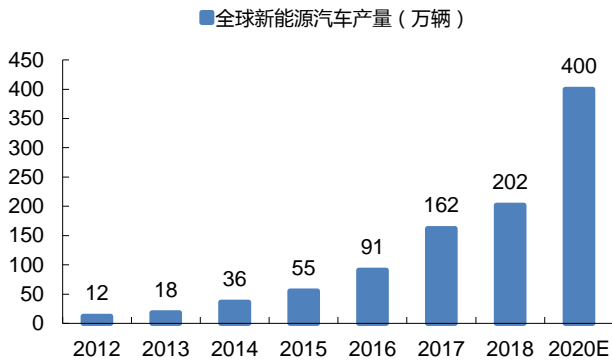


资料来源：GGII，财富证券

新能源汽车销量快速增长。根据高工锂电统计的数据，2012 年至 2017 年，全球新能源汽车销量从 12 万辆增长至 162 万辆，5 年时间增长了 13.5 倍。2018 年全球新能源汽车突破了 200 万辆。高工锂电预计 2020 年全球新能源电池有望达到 400 万辆。根据中国汽车工业协会的数据显示，2018 年全国新能源汽车销量是 127 万辆，同比增长 60.01%。

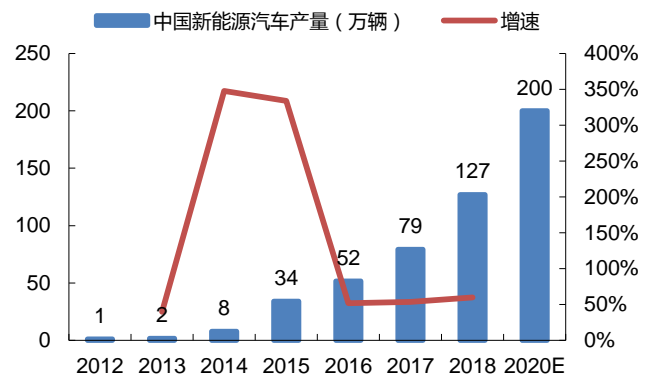
根据发改委规划，2020年我国新能源汽车销量有望达到200万辆。

图 68：全球新能源汽车产量



资料来源：高工锂电，财富证券

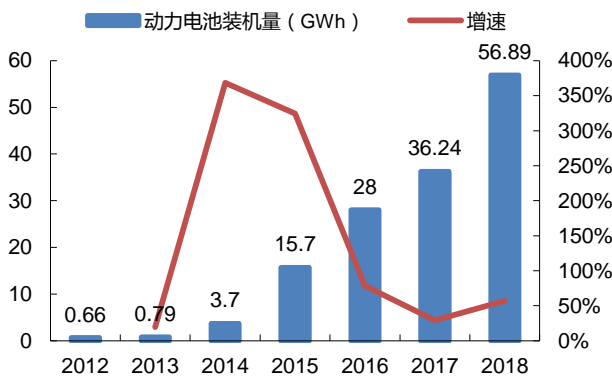
图 69：中国新能源汽车产量



资料来源：中国汽车工业协会，财富证券

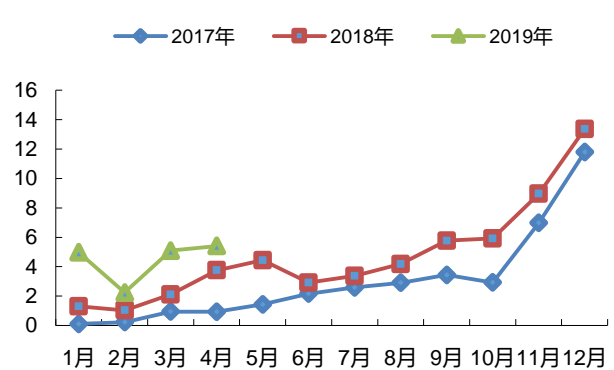
**动力电池需求旺盛。**根据动力电池应用分会研究部统计数据显示，2018 全年我国新能源汽车动力电池装机总量为 56.89GWh，同比增长 56.88%。装机量从 3 月份开始持续走高，6 月略有下滑后继续攀升，12 月装机量达到顶峰，高达 13.36GWh，环比增长 49.92%。2019 年动力电池装机量继续保持高速增长，2019 年 1-4 月累计装机量达到 17.72GWh，同比增加 116%。

图 70：全国动力电池装机量



资料来源：动力电池应用分会研究部，财富证券

图 71：每月动力电池装机量 (GWh)



资料来源：GGII，财富证券

2016 年 12 月《“十三五” 国家战略新兴产业发展规划》中，明确提出到 2020 年新能源汽车年产量达到 200 万，累计产销量达到 500 万。2018 年 3 月，工信部部长在接受央视采访时，提出燃油车退出时间表，初步确定了 2019 年新能源汽车占比达 8%，2020 年新能源汽车占比达 10%。根据《汽车产业中长期发展规划》，到 2025 年新能源汽车占汽车产销 20% 以上。2025 年我国汽车产量预计在 3500 万辆左右，以此测算，2025 年新能源车产量约为 700 万辆。

假设 1：乘用车、客车和专用车的占比分别是 8：1：1；

假设 2：纯电动乘用车、插电混合乘用车、纯电动客车、插电混合客车和专用车带电量分别为 50KWh、15 KWh、170 KWh、50 KWh 和 50 KWh。

在上述假设下，2020年我国动力电池需求量将达到116GWh，2025年需求量将达到406GWh，假设电池产能利用率为60%，2025年动力电池的产能将达到677GWh。截止至2018年年底，我国动力电池名义产能约为250GWh，到2025年还需要扩产427GWh。每GWh动力电池需要物流设备投资约为2500-3500万元，因此未来锂电物流设备投资需求有望达到100亿元以上。

**表 2：动力电池需求预测**

| 车辆         | 产量/电池需求量       | 2019年 | 2020年  | 2025年  |
|------------|----------------|-------|--------|--------|
| 乘用车        | 纯电动产量（万台）      | 115.2 | 144    | 504    |
|            | 插电混合产量（万台）     | 12.8  | 16     | 56     |
|            | 乘用车总产量（万台）     | 128   | 160    | 560    |
|            | 纯电动电池需求（GWh）   | 57.6  | 72     | 252    |
|            | 插电混合电池需求（GWh）  | 1.92  | 2.4    | 8.4    |
|            | 乘用车电池总需求量（GWh） | 59.52 | 74.4   | 260.4  |
| 客车         | 纯电动产量（万台）      | 14.4  | 18     | 63     |
|            | 插电混合产量（万台）     | 1.6   | 2      | 7      |
|            | 客车总产量（万台）      | 16    | 20     | 70     |
|            | 纯电动电池需求（GWh）   | 24.48 | 30.60  | 107.10 |
|            | 插电混合电池需求（GWh）  | 0.8   | 1      | 3.5    |
|            | 客车电池总需求量（GWh）  | 25.28 | 31.60  | 110.60 |
| 专车         | 产量（万台）         | 16    | 20     | 70     |
|            | 电池需求（GWh）      | 8     | 10     | 35     |
| 电池总需求（GWh） |                | 92.80 | 116.00 | 406.00 |

资料来源：Wind，财富证券

#### 4.4 国内物流自动化系统集成商未来成长空间大

物流自动化系统集成商龙头具备品牌和规模优势。2018年5月，美国权威物料搬运领域杂志《MMH》公布了2017年全球自动化系统集成商10强榜单。其中日本占据2家，美国占据2家，欧洲占据5家。海外大型智能物流系统集成商往往形成了核心的产品优势（分拣速度、管理软件平台、出入库速度、行业解决方案等），形成了强大的品牌效应和规模效应。2017年全球前三大物流仓储系统提供商大福、胜斐尔、德马泰克的收入规模均超过了百亿元人民币，其中全球最大的大福2018年总收入达到239.17亿元，同比增长26.21%。

**表 3：2016-2017 全球物流系统系统集成商前 10 名**

| 2017年<br>排名 | 2016年<br>排名 | 公司<br>名称 | 2016年收入<br>(百万美元) | 2017年收入<br>(百万美元) | 17年同比<br>增长率 | 三年增<br>长率 | 总部         |
|-------------|-------------|----------|-------------------|-------------------|--------------|-----------|------------|
| 1           | 1           | 大福       | 2924              | 3659              | 25.1%        | 44%       | 日本大阪       |
| 2           | 2           | 胜斐途      | 2630              | 3060              | 16.3%        | 23%       | 德国诺因基      |
| 3           | 3           | 德马泰克     | 2016              | 2267              | 12.5%        | 42%       | 美国乔治亚亚特兰大市 |
| 4           | 5           | 范德兰德     | 1231              | 1538              | 24.9%        | 46%       | 荷兰费赫尔      |
| 5           | 4           | 村田机械     | 1260              | 1287              | 2.1%         | 28%       | 日本东京       |

|    |    |      |     |      |       |     |             |
|----|----|------|-----|------|-------|-----|-------------|
| 6  | 8  | 霍尼韦尔 | 850 | 1000 | 17.6% | 59% | 美国俄亥俄州      |
| 7  | 12 | TGW  | 568 | 915  | 61.1% | 74% | 澳大利亚        |
| 8  | 7  | 伯曼集团 | 852 | 900  | 5.6%  | 0%  | 德国北莱茵-威斯特法伦 |
| 9  | 9  | 法孚集团 | 721 | 721  | 0%    | 0%  | 法国巴黎        |
| 10 | 10 | 瑞仕格  | 645 | 695  | 7.8%  | -2% | 瑞士布克斯       |

资料来源: MMH, 财富证券

与国际物流系统巨头相比, 国内智能物流系统集成商规模相对较小, 未来的成长空间很大。目前国内相对优质的物流系统集成商主要包括诺力股份、今天国际、机器人、东杰智能、音飞储存、昆船物流、北自所、山东兰剑和北京高科等。

诺力股份是我国锂电物流的龙头企业, 下游客户包括宁德时代、比亚迪、松下、索尼等电池龙头企业。2018 年公司智能物流业务新签订单 15.73 亿元, 同比增长 56.83%; 2019 年 1 月 24 日又与孚能科技签订了 6 亿元订单。预计目前在手订单约为 27 亿元, 在手新能源领域订单超过 16 亿元。

今天国际是我国烟草物流的龙头企业, 烟草下游客户包括安徽中烟、福建中烟、武汉中烟、广东中烟等。同时公司在锂电物流发展也非常迅速, 下游客户包括了宁德时代以及比亚迪等龙头, 截止至 2019 年一季度公司在手订单 16.30 亿元。

表 4: 国内主要物流系统集成商

| 公司   | 所在地 | 物流业务    | 2018 年增速 | 主要应用场景  |
|------|-----|---------|----------|---|
| 诺力股份 | 杭州  | 6.8 亿元  | 48.15%   | 公司是锂电物流龙头, 其他应用领域还包括食品、冷链、医药、新能源、汽车、机械、造纸、能源、化工、服装等多个行业领域。                |
| 今天国际 | 深圳  | 4.16 亿元 | -26.94%  | 公司是国内烟草物流龙头之一, 其他应用领域还包括新能源电池、冷链、食品饮料、航空、石油化工、电力、电气、家居、日化、3C 电子、高铁、通信等行业。 |
| 机器人  | 沈阳  | 9.7 亿元  | 35.47%   | 公司下游应用主要是在锂电、医药、商贸等。公司开发的 AGV 小车、超高堆垛机达到国内领先水平。                           |
| 东杰智能 | 太原  | 3.67 亿元 | -9.0%    | 公司下游应用主要是医药、食品饮料、冷链物流、电子商务、跨境电商、快消品及保健品等行业。                               |
| 音飞储存 | 南京  | 3.47 亿元 | 64.45%   | 主要提供立体式货架, 应用包括汽车、智能制造、橡塑制品、医药、电商等。                                       |
| 山东兰剑 | 山东  |         |          | 业务范围涵盖仓储、分拣、配送、管理、考核等, 成功用户遍及烟草、电力、医药、轮胎、快运、机械、等各个行业。                     |
| 昆船物流 | 昆明  |         |          | 公司是国内烟草物流龙头之一, 下游应用还包括军方、金融、航空、医药、酒业、造纸、电力、家电、电商、锂电、快消品。                  |

资料来源: 公司公告, 财富证券

## 4.5 投资建议

国内智能仓储正处于快速发展阶段, 2018 年智能仓储规模达到 797.69 亿元, 同比增

长 16.45%。预计 2023 年，智能仓储市场规模有望达到 1975 亿元，年复合增速接近 20%。国内锂电智能仓储受益于锂电池大规模扩产，近两年来迎来黄金发展期。由于扩产主要集中在锂电池头部厂商，建议重点关注绑定锂电池头部企业的智能物流龙头诺力股份（603611.SH）。



## 5 重点推荐标的

### 5.1 三一重工

2018 年公司实现营收 558.2 亿元，同比增长 45.6%；实现归母净利润 61.2 亿元，同比增长 192.3%；实现扣非后归母净利润 60.4 亿元，同比增长 237.9%。2019Q1 公司实现营收 212.95 亿元；同比增长 75.14%；实现归母净利润 32.21 亿元，同比增长 107.47%；实现经营活动现金流量金额 38.23 亿元，同比增长 47.49%。

**毛利率略有下降，净利率稳步提升。**2019Q1 毛利率为 30.72%，同比下降 1.2pct。毛利率下滑的原因可能是低毛利率的汽车起重机快速增长拉低了整体毛利率。2019Q1 净利率为 15.61%，同比提升 2.84pct。净利率提升的主要原因为费用率显著降低。2019Q1 三项期间费用率为 11.98%，同比下降 5.6pct。规模效应凸显后，销售费用率和管理费用率分别同比下降了 2.17pct 和 0.5pct；汇兑损失以及利息支出减少，财务费用率同比下降 2.93pct。

**运营能力提升，现金流持续好转。**随着工程机械景气的持续提升，公司运营能力明显提升，2019Q1 存货周转天数为 68.63 天(-19.38 天)，应收账款周转天数为 96.18 天(-46 天)，存货及应收账款周转率都接近历史最好水平。2019Q1 经营活动现金流量金额为 38.23 亿元，同比提升 47.49%，达到历史最高水平。

**工程机械龙头，市占率稳步提升。**受益于工程机械的高景气度，2019 年一季度公司挖机销量达到 19592 台，同比增长 52.35%，远高于挖机行业增速(+24.5%)；公司国内挖机市占率达 26.20%，同比提升 4.79pct，龙头地位进一步加强。2019 年一季度公司汽车起重机销量达到 3187 台，同比提升 120.86%，远高于起重机行业增速(+69.65%)；公司国内起重机市占率达 25.67%，同比提升 5.93pct。随着公司核心竞争力的逐步增强，未来市占率有望进一步提升。

**投资建议：**公司作为国内工程机械龙头企业，受益于工程机械高景气度，市占率持续提升。预计 2019-2021 年，公司实现收入 697.74 亿元、753.57 亿元和 806.32 亿元，实现归母净利润 99.33 亿元、112.74 亿元和 123.69 亿元，对应 EPS 1.19 元、1.35 元和 1.48 元，对应 PE 10 倍、9 倍和 8 倍。参考同行业估值水平，给予公司 2019 年底 11-13 倍 PE。对应合理区间为 13.09~15.47 元。维持“推荐”评级。

### 5.2 日机密封

2018 年公司实现营业收入 7.05 亿元，同比增长 42.09%；实现归母净利润 1.70 亿元，同比增长 41.99%。2019Q1 实现营业收入 2.14 亿元，同比增长 57.70%；实现归母净利润 0.48 亿元，同比增长 56.84%。

**低毛利率的增量业务占比提升，毛利率有所下滑。**2018 年公司综合毛利率为 53.33%，

同比下滑 3.49pct。毛利率下滑的原因一方面为低毛利率的主机厂收入（增量业务）增长较快，2018 年主机厂收入在营收中的占比为 43.26%，同比提升 2.24pct。另一方面为原材料价格上涨以及本次石化新建的大项目中客户议价能力提升等因素影响，主机厂毛利率下滑了 5.88%。未来随着存量业务占比上升，公司毛利率有望回升。

**在手订单充足，新建产能稳步释放。**截止至 2019Q1 公司在手订单 5.8 亿元，处于历史高峰时期。随着新建产能的逐步释放，能够有效承接更多新增订单。2018 年底公司二期扩产计划已基本达产，在华阳密封的扩产计划预计在 19 年 5 月份开始投产，达产后有望新增产值 1.5 亿元。子公司优泰科以及华阳密封等场地都还有扩产的余地，19 年公司会根据市场情况规划实施下一步扩产计划。

**管道以及核电等高端密封领域有望放量。**管道密封已进入全面进口替代时期，2018 年公司管道密封获得 5000 万元订单，公司已全面进入了中石油、中石化等下属的各管道公司供应体系。同时，国家管道公司的设立将加速管网的建设，公司管道密封业务有望保持快速增长。核电密封领域在漳州 1、2 号机组以及防城港 3、4 号机组等项目上公司都拿到了大部分核级泵机械密封订单，打破了国外垄断。通过融合子公司华阳密封核电密封技术，公司核电密封技术进一步加强，未来核电密封市占率有望得到持续提升。

**投资建议：**公司作为国内密封件龙头，产能正逐步释放，公司市占率持续提升。预计 2019-2021 年，公司实现收入 9.30 亿元、11.63 亿元和 13.95 亿元，实现归母净利润 2.28 亿元、2.82 亿元和 3.38 亿元，对应 EPS 1.16 元、1.43 元和 1.72 元，对应 PE 25、20 和 17 倍。参考同行业估值水平，给予公司 2019 年底 28-31 倍 PE。对应合理区间为 32.48~35.96 元。维持“推荐”评级。

### 5.3 杰瑞股份

2018 年公司实现营业收入 45.97 亿元，同比增长 44.23%；实现归母净利润 6.15 亿元，同比增长 807.57%。实现扣非后归母净利润 5.89 亿元，同比增长 6553.85%。2019Q1 实现营收 10.1 亿元，同比增长 30.3%；实现归母净利润 1.1 亿元，同比增长 224.6%；实现扣非后归母净利润 1.0 亿元，同比增长 267.0%

**产品结构改善，公司盈利能力增强。**2018 年公司净利率为 13.85%，同比提升 11.47pct。一方面为综合费用率同比下降 7.28pct。此外，资产减值损失同比减少了 8160 万元。2018 年公司综合毛利率达 31.65%，同比提升 4.85pct。主要为公司钻完井设备实现量价齐升，2018 年公司钻完井设备实现营收 14.79 亿元，同比增长 75.58%；钻完井设备毛利率达 43.70%，同比提升 7.07pct。受益于下游油气行业回暖，公司订单显著增加。2018 年公司新接订单 60.57 亿元，同比增长 43.09%；年末存量订单 36.02 亿元，同比增长 65.76%。

**新产品助力页岩气开发。**为助力国内外页岩气开发，公司推出全球首创的压裂免破砂袋供砂设备、全球首台超大功率固井车以及智能超大型电控连续油管设备，推出电驱压裂橇产品，研制成功全球单泵功率最大的 7000QP 系列大功率压裂柱塞泵，这些设备的推出有助于公司继续领跑页岩气开发装备，在行业内保持领先地位。

**能源安全驱动叠加油价企稳，钻完井设备需求旺盛。**2018年国务院下发《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，明确提出要加大国内勘探开发力度。2019年中石化页岩气勘探开发获重大突破，威（远）荣（县）页岩气田探明储量1247亿立方米，国内页岩气开采有望进入加速期。此外，布伦特原油价格已经稳定在65美元以上，全球油气市场有望持续复苏。能源安全驱动叠加油价企稳，钻完井设备需求有望继续保持高景气度。公司作为国内压裂设备的龙头，有望持续受益。

**投资建议：**受益下游油气行业回暖，公司在手订单充足，业绩实现高增长。预计2019-2021年，公司实现收入61.14亿元、74.59亿元和85.03亿元，实现归母净利润8.62亿元、11.22亿元和13.40亿元，对应EPS 0.90、1.17和1.40元，对应PE 29、23和20倍。参考同行业估值水平，给予公司2019年底31-34倍PE。对应合理区间为27.9~30.6元。维持“谨慎推荐”评级。

## 5.4 诺力股份

2018年公司实现营收25.53亿元，同比增长20.43%；实现归母净利润1.88亿元，同比增长18.11%；实现扣非后归母净利润1.82亿元，同比增长48.71%；2019Q1公司实现营收6.11亿元，同比增长13.91%；实现归母净利润5548.98万元，同比增长42.03%；实现扣非后归母净利润4275.46万元，同比增长26.25%。

**费用率降低，净利率显著提升。**2019Q1公司净利润增速快于营收增速的主要原因为净利率的提升。2019Q1净利率为9.46%，同比增长2pct。净利率增长的原因一方面为费用率的降低。2019Q1三项期间费用率为12.65%，同比下降了3.39pct；另一方面为远期结售汇合约公允价值增加，导致公允价值变动收益同比增长169.63%。

**公司回购叠加大股东增持，彰显公司发展信心。**2019年4月18日，公司公告拟回购股份资金总额不低于1.5亿元，不超过3亿元。按回购金额上限3亿元、回购价格上限每股26.07元进行测算，预计回购股份数量占公司已发行总股本的4.30%。4月26日，公司公告大股东拟增持公司股份的数量不低于公司总股本的1%，且不超过公司总股本的2%。公司增持及大股东积极回购也彰显了公司对未来发展的信心。

**“节能型电动工业车辆建设项目”投产，物流仓储车辆业务实力进一步增强。**2018年年末公司“2.2万台节能型电动工业车辆建设项目”投入生产，根据招股说明书中测算，预计完全达产后可实现销售收入6.25亿元。该项目的投产，增强了公司生产规模，全面提升了公司信息化和智能化的生产能力，进一步提升了公司的核心竞争力。

**在手订单饱满，智能物流业务持续发力。**2018年公司智能物流业务新签订单15.73亿元，同比增长56.83%；2019年1月24日又与孚能科技签订了6亿元订单。预计目前在手订单约为27亿元，在手新能源领域订单超过16亿元。公司定位智能物流龙头，深度绑定新能源行业，下游客户包括宁德时代、比亚迪、松下、索尼等电池龙头企业。随着19年锂电池产能的进一步扩张，公司订单量有望继续保持高增长。

**投资建议：**受益头部电池厂商扩产，公司智能物流业务保持高增长。预计 2019-2021 年，公司实现收入 30.69 亿元、36.22 亿元、42.01 亿元，实现归母净利润 2.64 亿元、3.13 亿元、3.74 亿元，对应 EPS 0.99 元、1.17 元、1.40 元，对应 PE 19 倍、16 倍、14 倍，参考同行业估值水平，给予公司 2019 年底 21-23 倍 PE。对应合理区间为 20.79~22.77 元。维持“推荐”评级。

## 6 风险提示

中美贸易战恶化，宏观经济景气度下滑，工程机械行业出现恶性竞争，油价大幅下跌。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

| 类别     | 投资评级 | 评级说明                           |
|--------|------|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 推荐   | 投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上        |
|        | 谨慎推荐 | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%   |
|        | 中性   | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%  |
|        | 回避   | 投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上        |
| 行业投资评级 | 领先大市 | 行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上       |
|        | 同步大市 | 行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5% |
|        | 落后大市 | 行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上       |

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438