

广发机械“解惑”系列之八：

在年底根据经验和事实预判工程机械的下一年

核心观点：

前言：临近年末，工程机械在 2019 年需求良好、龙头公司业绩靓丽逐渐成为定局。以挖掘机产品为例，2019 年 1-9 月累计销量同比增长 14.7%，全年销量创历史新高的概率较高。当前，投资者的担忧逐步转向 2020 年，特别是开年需求成为焦点。本篇报告我们探讨如何根据当年事实，对下一年的行业运行做适当预判，而核心是两者需要具有逻辑相关的历史经验联系。

工程机械保有量与宏观指标：从历史经验分析，房地产开发投资增速是首要问题。过去 15 年，有 5 个房地产开发投资相对上一年减速超过 7 个百分点的样本，其共同特点是前一年“投资/销售”比值在高位。站在年底，我们推算 2019 年全年房地产“投资/销售”比值沿续 2017~2018 年的低位特征，并未发出明确的投资回落警示信号；“投资增速-资金到位增速”是个小幅的负值，表明房地产开发投资增速有回落压力但并不算很明显。在这种情景下，挖掘机保有量有望实现 0~3% 的小幅增长，结合更新需求，预计 2020 年挖掘机内销增速为持平震荡状况（增速为-10%至+10%）。

工程机械销量与宏观指标：从历史经验分析，新增人民币中长期贷款是具有 6~10 个月领先性的指标。2019 年 7-9 月，新增人民币中长期贷款同比增长 8.1%，预示着未来一段时间挖掘机需求仍将保持高景气的平稳。

投资工程机械的收益来源：在需求小幅波动时，我们聚焦的收益来源于：市场份额的可预期持续提升、具有技术支撑的盈利能力提升，而这两点是具有趋势性的变量。以工程机械行业的龙头企业三一重工为例，2019 年 1-3 季度净利润同比增长 87.6%，其中，行业需求增长贡献了约 25 个百分点，份额扩张贡献了约 18 个百分点，利润率提升贡献了约 45 个百分点。

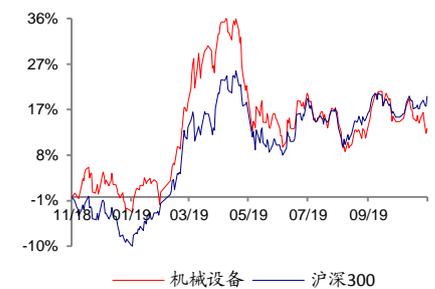
投资建议：对于工程机械行业，我们认为下游投资保持低速、低波动，社会保有量保持低速增长是最有利的环境，而企业通过产品技术提升市场份额、盈利能力是趋势性方向。我们继续重点推荐三一重工、艾迪精密、恒立液压，同时建议积极关注徐工机械、柳工等企业投资机会。

风险提示：宏观经济波动带来工程机械需求波动较大；原材料价格上涨、行业竞争激烈导致利润率降低的风险；应收账款、存货积压带来的计提风险；贸易争端演化具有不确定性等。

行业评级

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-11-04

相对市场表现



分析师： 罗立波
SAC 执证号：S0260513050002
021-60750636
luolibob@gf.com.cn

分析师： 代川
SAC 执证号：S0260517080007
SFC CE No. BOS186
021-60750615
daichuan@gf.com.cn

请注意，罗立波并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

广发机械“传道”系列之八：或许我们正在经历一轮超级景气周期	2019-09-09
广发机械“传道”系列之七：基于 PB-ROE 模型探讨工程机械龙头估值	2019-08-25
广发机械“解惑”系列之七：环保置换对工程机械需求影响几何？	2019-08-21

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
三一重工	600031.SH	CNY	14.09	2019/10/30	买入	17.64	1.36	1.60	10.36	8.81	7.38	6.40	25.7	23.3
徐工机械	000425.SZ	CNY	4.54	2019/10/31	买入	5.86	0.49	0.60	9.27	7.57	5.77	5.19	13.3	13.8
中联重科	000157.SZ	CNY	5.93	2019/10/31	买入	7.28	0.56	0.73	10.59	8.12	6.41	5.67	8.3	9.2
恒立液压	601100.SH	CNY	39.8	2019/10/30	买入	42.00	1.40	1.70	28.43	23.41	20.54	17.66	21.4	20.6
艾迪精密	603638.SH	CNY	28.37	2019/10/30	买入	31.66	0.90	1.32	31.52	21.49	22.27	15.54	23.3	25.4
建设机械	600984.SH	CNY	10.45	2019/10/29	买入	14.17	0.63	1.09	16.59	9.59	6.73	4.75	13.4	18.8
中联重科	01157.HK	HKD	5.73	2019/10/31	买入	6.58	0.62	0.81	9.24	7.07	6.41	5.67	8.3	9.2

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

前言：投资者聚焦从 2019 年转向 2020 年.....	5
第一部分：工程机械保有量与宏观指标的历史相关性.....	5
问题一：预判工程机械保有量，是先看房地产投资还是先看基建投资.....	5
问题二：房地产开发投资包括土地购置费用，其影响如何？.....	6
问题三：房地产开发投资的大幅波动，其历史原因是否具有共性？.....	7
问题四：根据历史经验对 2020 年工程机械保有量变化如何预期？.....	8
第二部分：工程机械销量与宏观指标的历史相关性.....	9
问题五：从历史来看，季度级别的销量加快向下的案例如何？.....	9
问题六：除了新增贷款，其他典型金融数据是否有指引性？.....	10
第三部分：工程机械企业投资机会分析.....	12
问题七：工程机械投资收益的来源拆解如何？.....	12
问题八：利润率扩张是否具有边界，如何看待持续性？.....	13
问题九：市场份额提升怎么考虑到增长模型中？.....	15
投资建议.....	16
风险提示.....	16

图表索引

图 1: 我国挖掘机 10 年保有量 (台) 增长率及其与房地产开发投资增速比较.....	5
图 2: 我国挖掘机 10 年保有量 (台) 增长率及其与基建投资增速比较.....	6
图 3: 我国地方本级政府性基金收入及其增速	6
图 4: 我国商品销售额增速与房地产开发投资增速	7
图 5: 我国商品房销售和房地产开发投资 (亿元) 及其相对比例	7
图 6: 我国房地产开发投资及其资金到位增速的比较.....	8
图 7: 我国挖掘机销量与新增人民币中长期贷款的增速比较.....	9
图 8: 我国挖掘机销量与新增人民币贷款的增速比较.....	10
图 9: 社会融资去除中长期贷款与挖掘机销量的增速比较	10
图 10: 新增中长期贷款占全部新增贷款及社会融资额的比重.....	11
图 11: 我国挖掘机销量增速与 M2 同比数据的比较.....	11
图 12: 工程机械主要企业 2019 年 1-3 季度营业收入和净利润情况.....	12
图 13: 工程机械主要企业 2019 年 1-3 季度净利润增长率的拆解	12
图 14: 卡特彼勒的营业收入和修正后的 EPS	13
图 15: 三一重工旗下全资子公司三一重机的营业收入和净利润率	13
图 16: 挖掘机厂商 2019 年预测销量与其相对 2011 年高点的比例.....	14
图 17: 三一重工的有息负债与货币资金的规模 (百万元)	14
图 18: 三一重工的挖掘机销量与市场份额.....	15
图 19: 三一重工的汽车起重机销量与市场份额.....	15

前言：投资者聚焦从 2019 年转向 2020 年

临近年末，工程机械在2019年需求良好、龙头公司业绩靓丽逐渐成为定局。以行业具有代表性的产品挖掘机为例，2019年1-9月累计销量达到17.92万台，同比增长14.7%，全年销量创历史新高的概率较高。企业方面，三一重工、中联重科、徐工机械等三家龙头主机企业2019年1-3季度合计营收1,336亿元，同比增长39.0%；合计净利润157亿元，同比增长103.5%。

当前，投资者对行业的关切逐步转向2020年，特别是开年需求如何成为焦点。本报告我们探讨如何根据当年的事实，对下一年的行业运行做适当预判，而核心是两者需要具有逻辑相关的历史经验联系。换句话说，也是有什么前瞻指标，在历史经验上具有领先性，并且符合我们通常的认知逻辑。

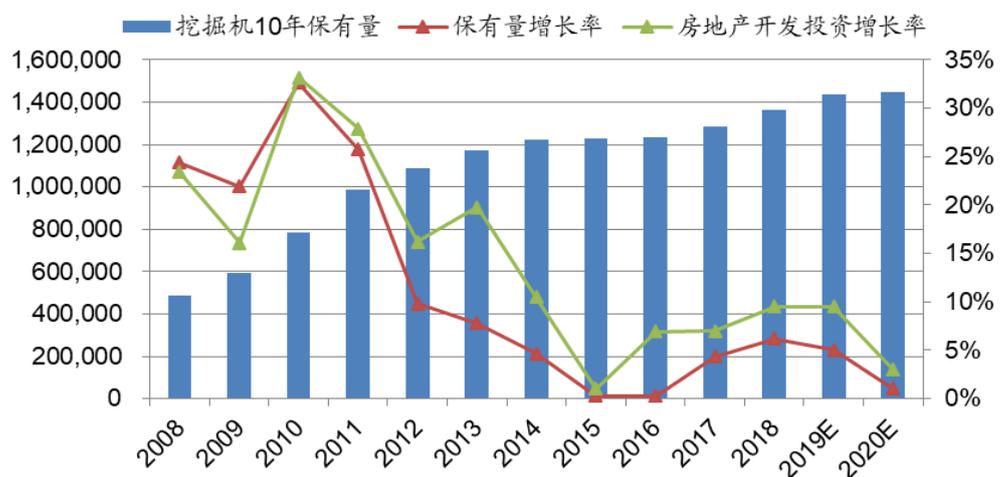
第一部分：工程机械保有量与宏观指标的历史相关性

工程机械的下游涵盖了基础设施建设、房地产开发、采矿采石、农村建设、制造业投资等各个领域，因此，工程机械的社会保有量与下游投资具有相关性。

问题一：预判工程机械保有量，是先看房地产投资还是先看基建投资

从历史经验上来看，以挖掘机为例，自2008年以来，统计得到的10年保有量增速跟房地产开发投资增速呈现高度相关性，而走势有差异的2013年、2016年，均为前一年开机小时数大幅变化所致。小松公司统计的中国区域挖掘机开机小时数，在2012年、2015年的同比降幅均超过10%。

图1：我国挖掘机10年保有量（台）增长率及其与房地产开发投资增速比较

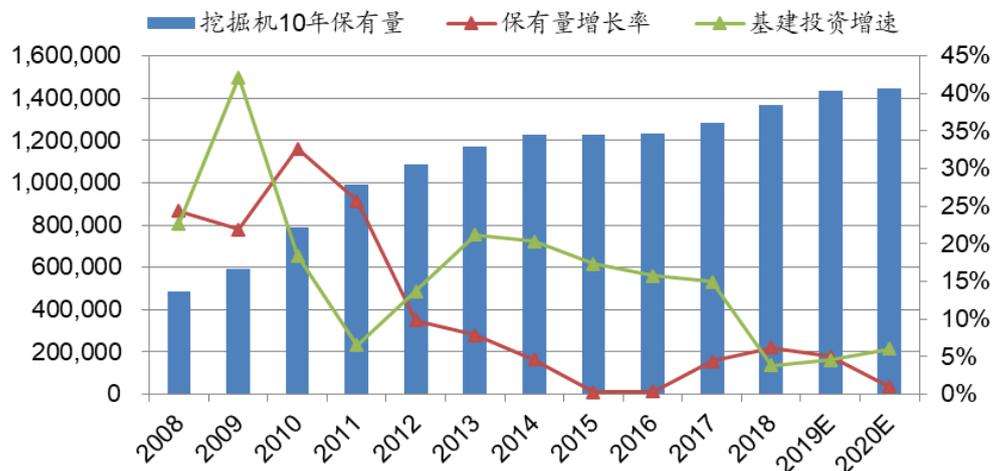


数据来源：工程机械协会，国家统计局，广发证券发展研究中心

备注：19-20年挖掘机保有量及保有量增速、房地产开发投资增速为预测值

从需求角度，业界普遍认为挖掘机需求的首要应用场合是基础设施建设投资。但从事实角度来看，挖掘机的10年保有量增速，跟基建投资增速，呈现比较明显的负相关性。我们理解基础设施建设投资受宏观经济政策驱动因素更明显，因此其变化往往起“对冲”作用。首先厘清投资需求的既有趋势，然后才能判断政策主动方向。

图2：我国挖掘机10年保有量（台）增长率及其与基建投资增速比较



数据来源：工程机械协会，国家统计局，广发证券发展研究中心

备注：19-20年挖掘机保有量及保有量增速、基建投资增速为预测值

问题二：房地产开发投资包括土地购置费用，其影响如何？

需要说明的是，房地产开发投资包括土地购置费用，其并不直接带动投资需求，但通过资金来源，对其他固定资产投资项目形成支撑。例如，在人口持续流入、经济发展情况较好的大中城市，国有土地使用权出让是政府性基金的主要来源，有力的补充了地方财政，支持相关的基础设施建设。根据财政部统计，2018年我国地方本级政府性基金收入达到7.14万亿元，其中，国有土地使用权出让收入为6.51万亿元。

图3：我国地方本级政府性基金收入及其增速



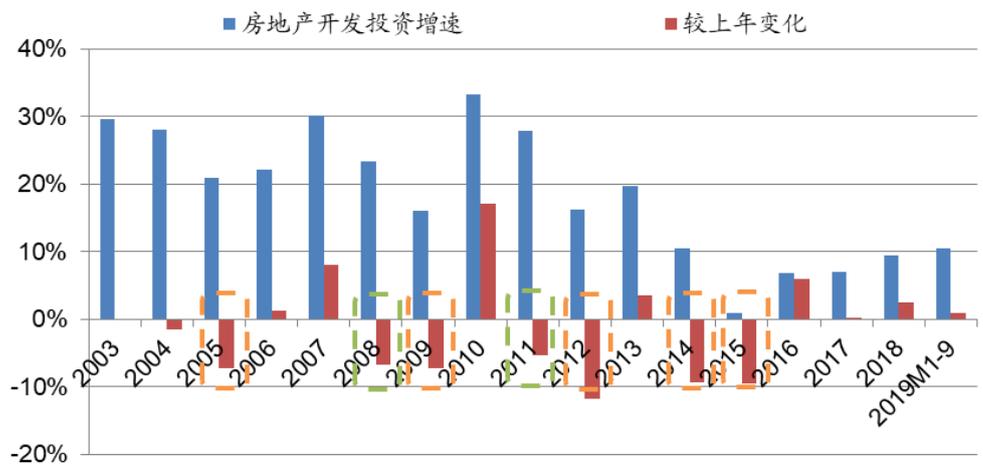
数据来源：财政部，广发证券发展研究中心

综上所述，从历史相关性的角度，对工程机械的保有量变化幅度进行预判时，房地产开发投资的增速是首要问题。引申出来，站在年底展望下一年，是否有相关指标与房地产开发投资增速变化呈现历史经验相关性？

问题三：房地产开发投资的大幅波动，其历史原因是否具有共性？

房地产开发投资增速，以年度衡量的向下波动，在历史上曾多次发生过。我们统计过去15年，有5年（2005年、2009年、2012年、2014年、2015年）的房地产开发投资增速相对上一年度减速超过7个百分点，如下图的橙色方框所标识；有两年（2008年、2011年）的房地产开发投资增速相对上一年度减速为5~7个百分点，如下图的绿色方框所标识。

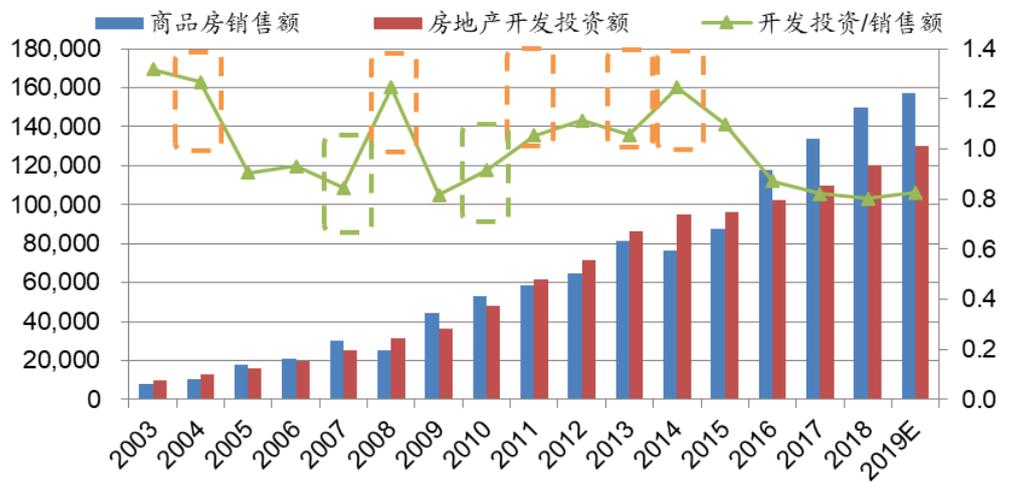
图4：我国商品销售额增速与房地产开发投资增速



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

如果房地产开发投资增速的快速下行，其原因可能来自于销售压力，也可能来自于资金约束。值得注意的是，前述减速超过7个百分点的5年有个共同特点是，前一年的房地产“投资/销售”比值均处于偏高的位置。这意味着某年房地产开发投资增速大幅下降，从前一年的销售相对投资偏弱就有明确的信号。

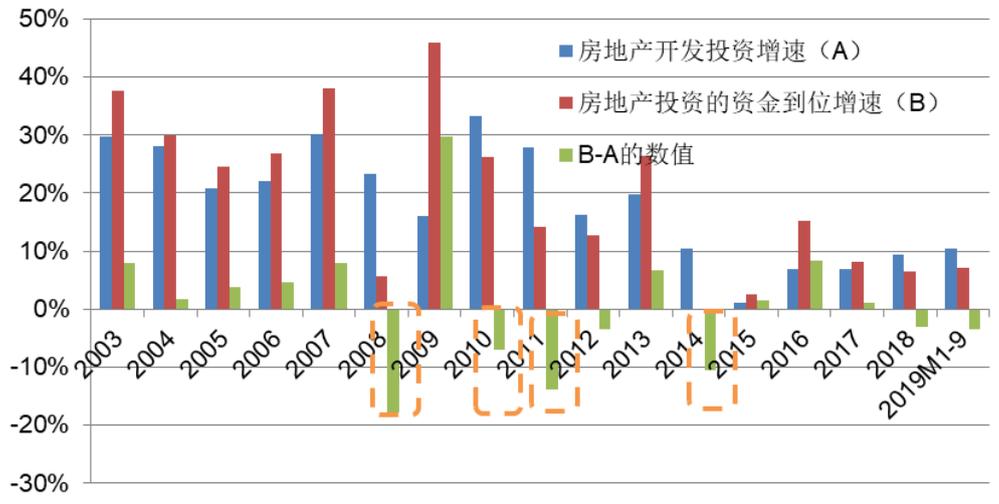
图5：我国商品房销售和房地产开发投资（亿元）及其相对比例



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

从资金来源的角度来看，我们统计了历年房地产开发投资增速（A）和房地产投资的资金到位增速（B）。如果B减去A是个明显的负值，说明当年资金支撑力度偏弱，而从B-A最靠前的4个负值（如下图的橙色方框所标识的2008年、2010年、2011年、2014年）来看，均指引了下一年的房地产投资的明显增速。

图6：我国房地产开发投资及其资金到位增速的比较



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

综上所述，历史上房地产开发投资的增速回落较快的年份，多数具有销售或者资金压力的原因。从统计结果来看，有5个减速超过7个百分点的样本，共同特点是前一年“投资/销售”比值在高位；有2个减速介于5~7个百分点的样本，其中一个是可以前一年“投资增速-资金到位增速”的明显负值警示得到，最后一个案例尚未发现明确前瞻信号，即2008年的房地产投资减速，无法通过2007年数据进行预判。

问题四：根据历史经验对 2020 年工程机械保有量变化如何预期？

如果仅基于历史经验进行预判，我们倾向于预期2020年房地产开发投资增速将有所回落，但回落的速度可能偏慢。站在2019年底，我们推算2019年全年房地产市场的“投资/销售”比值沿续了2017~2018年的低位特征，并未发出明确的投资回落警示信号；“投资增速-资金到位增速”是个小幅的负值，表明房地产开发投资增速有回落压力但并不算很明显。在这种情景下，挖掘机保有量有望实现0~3%的小幅增长。从保有量出发，如果我们假设中性情景为：2020年挖掘机保有量增长1.5%，结合按照10年更新、3年移动平均测算更新需求，对应的2020年挖掘机内销量为20万台，较2019年估算内销量基本持平；如果假设悲观情景、乐观情景分别为保有量增长0%、3%，对应2020年内销量分别为17.8万台、22.1万台，同比变化分别为-10.4%、11.1%。因此，当房地产开发投资增速温和回落，挖掘机2020年内销预计为持平震荡状况。如果进行完整分析，还要考虑当前周期的特殊性，包括居民杠杆处于高位、商品房销售额相对GDP相对高位、房地产投资占全社会固定资产投资比值处于高位等负面因素，也包括银行已连续多次降低准备金率、政策推动实体经济利率下行、房地产企业经历多次周期后应对更有经验等正面因素。

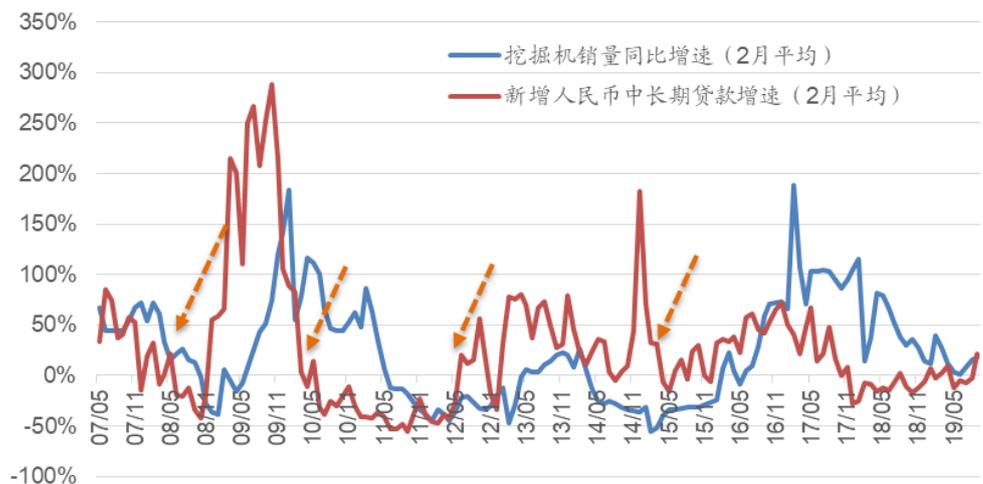
第二部分：工程机械销量与宏观指标的历史相关性

问题五：从历史来看，季度级别的销量加快向下的案例如何？

工程机械由于下游投资项目施工的特点，形成了3~4月春季旺季、9~11月秋冬小旺季的月度分布特征。因此，投资者也高度关注这两个时间段的销量，而此可以提出的问题是，从历史经验的角度，是否能够根据宏观指标，在年末提前预警下一年春季销量的可能大幅回落？

我们在2019年4月14日曾发布行业报告《金融数据与工程机械的关系如何》，其中提到新增中长期贷款对工程机械销量变化具有领先性，并得到历史上多次验证。其中比较典型的包括：（1）2008年12月，新增中长期贷款由负增长转为正增长，8个月后，挖掘机销量同比首次实现较高增长；（2）2010年6月，新增中长期贷款由正增长转为负增长，11个月后，挖掘机销量同比实现较大幅度负增长；（3）2012年6月，新增中长期贷款由负增长转为正增长，11个月后，挖掘机销量同比实现小幅正增长；（4）2014年12月，新增中长期贷款由震荡转为大幅正增长，13个月后，挖掘机销量同比实现正增长。

图7：我国挖掘机销量与新增人民币中长期贷款的增速比较

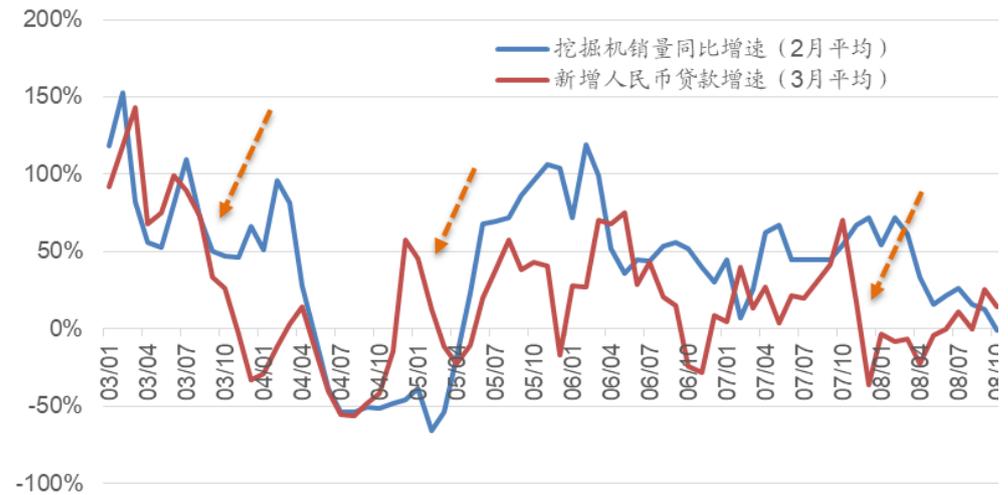


数据来源：中国人民银行，工程机械协会，广发证券发展研究中心

对于更早的情况，由于新增人民币贷款的细分数据缺失，我们用新增人民币贷款的总量代替中长期部分进行分析。比较典型的案例包括：（1）2003年11月，新增贷款由中速高增长转为负增长，6个月后，挖掘机销量同比由中高速增长转为负增长；（2）2004年12月，新增贷款由负增长转为大幅的正增长，6个月后，挖掘机销量同比由负增长转为中速正增长；（3）2007年12月，新增贷款由正增长转为大幅负增长，10个月后，挖掘机销量同比转为负增长。

2018年，挖掘机销量在总量增长、增速回落的过程中，新增人民币中长期贷款始终保持了小幅正负增长的变化，因此，资金对固定资产投资形成的支撑或约束并未出现突变，挖掘机销量的增速回落是相对缓慢和平滑的。2019年7-9月，新增人民币中长期贷款同比增长8.1%，预示着未来一段时间挖掘机需求仍将保持高景气的平稳。

图8：我国挖掘机销量与新增人民币贷款的增速比较

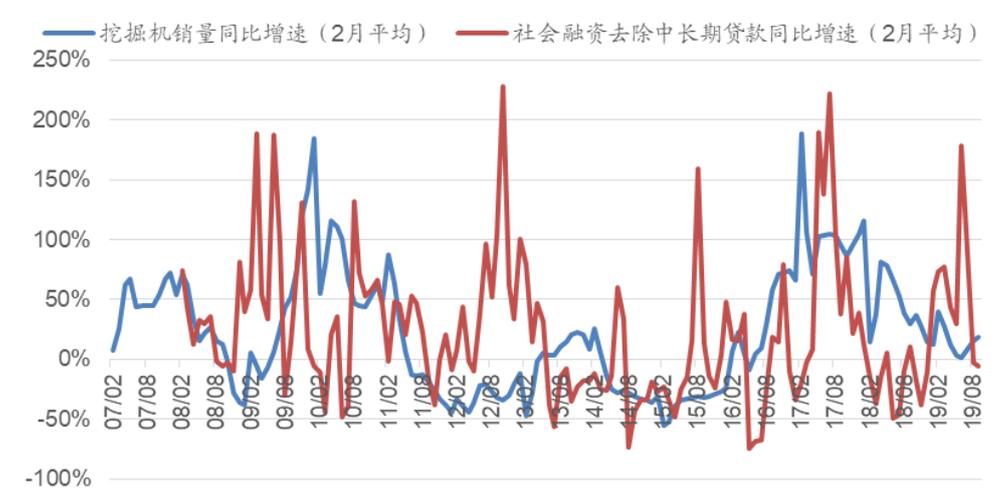


数据来源：中国人民银行，工程机械协会，广发证券发展研究中心

问题六：除了新增贷款，其他典型金融数据是否有指引性？

社会融资额是金融市场非常关注的广谱指标，但如果我们将社会融资额中减去新增中长期贷款，剩余的部分与工程机械需求的相关性并不明确。这主要有两方面的原因，首先在于数据本身，社会融资额减去新增中长期贷款的剩余部分，自身数据波动性很大，趋势性或者连续性并不明显，因此很难形成指引性。

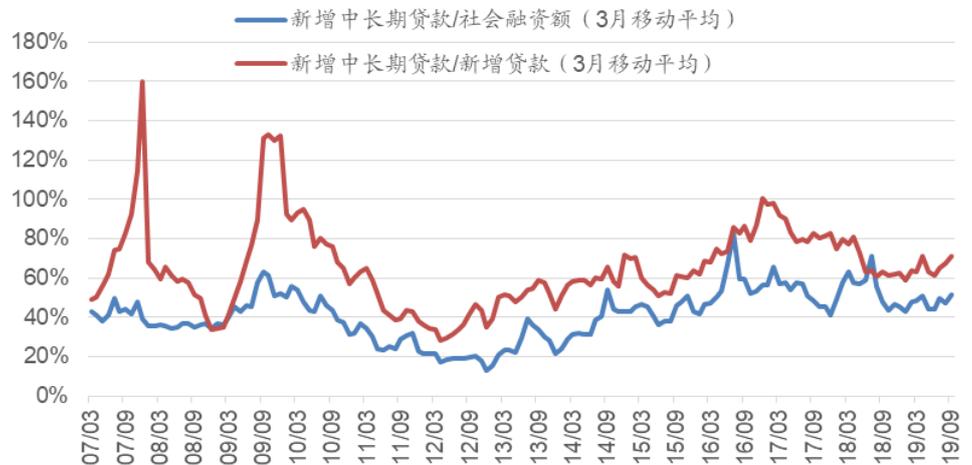
图9：社会融资去除中长期贷款与挖掘机销量的增速比较



数据来源：中国人民银行，工程机械协会，广发证券发展研究中心

其次，社会融资的剩余部分与固定资产投资的相关度较低，主要包括：企业和居民的短期贷款（用于日常经营流动性需求或者消费性需求）、企业的债券融资和股票融资（受监管和市场环境影响）、票据或者信托等。考虑到新增中长期贷款占社会融资的比例相对较低，部分时期甚至低于30%，因此，我们认为不能简单的从社会融资去推测固定资产投资项目的资金状况，更不能笼统的去推导工程机械需求。

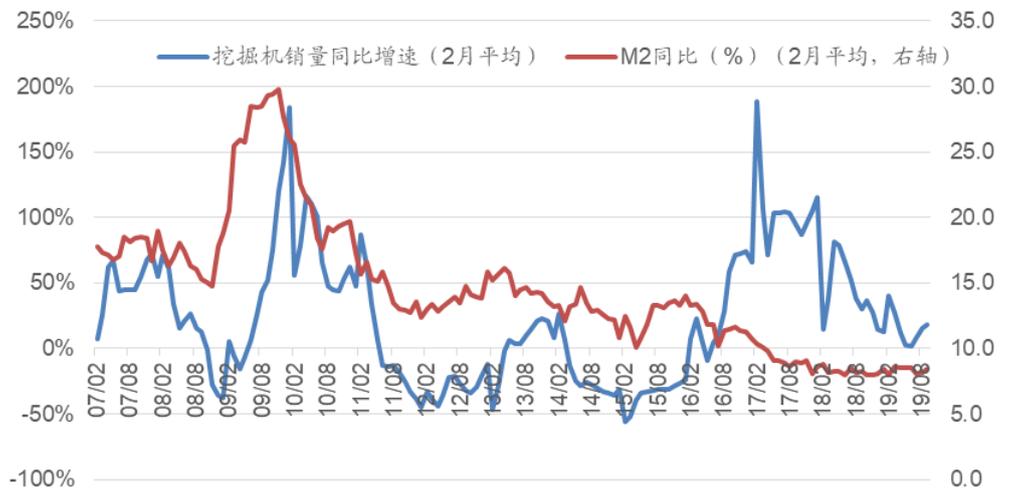
图10: 新增中长期贷款占全部新增贷款及社会融资额的比重



数据来源: 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

广义货币M2是另外高度关注的金融数据,特别是用于流动性的表征方面。从数据本身来看,M2在2009年以来呈现趋势性的减速状态,并且波动率逐步降低,简单对比M2与工程机械需求,并没有体现有效的相关性。因此,我们倾向于认为固定资产投资只是实体经济的一个细分领域,跟广谱的流动性指标的关联度是比较微弱的,因此M2难以对工程机械需求进行有效指引。

图11: 我国挖掘机销量增速与M2同比数据的比较



数据来源: 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

综上所述,工程机械景气表征的是固定资产投资,特别是房地产、基础设施建设、采矿采石、农村建设等领域投资状况,并且反映了总量需求,因此,跟新增人民币中长期贷款关联度较高。如果金融数据的口径更为宽泛,例如社会融资额,或者对应关系有偏差,例如货币增速M2,对工程机械需求的指引度就相对有限,从历史经验分析的参考意义不大。

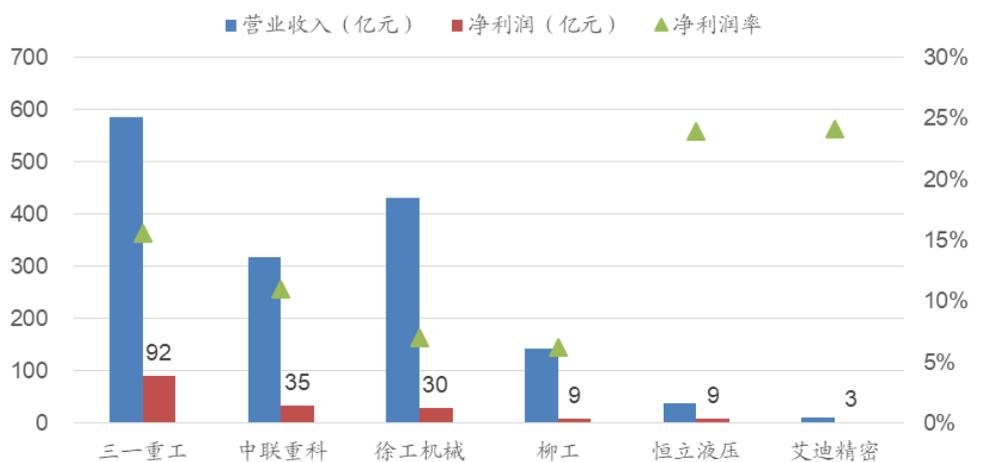
第三部分：工程机械企业投资机会分析

问题七：工程机械投资收益的来源拆解如何？

在工程机械领域的价值增长型投资，我们聚焦的企业收益来自于：市场份额的可预期持续提升、具有技术支撑的盈利能力提升，而这两点是具有趋势性的变量。

根据工程机械协会的统计，2019年1-9月，我国挖掘机累计销量为17.92万台，同比增长14.7%；装载机累计销量为9.32万台，同比增长2.4%；汽车起重机累计销量为3.28万台，同比增长32.7%；其他产品多数变化实现小幅增长。

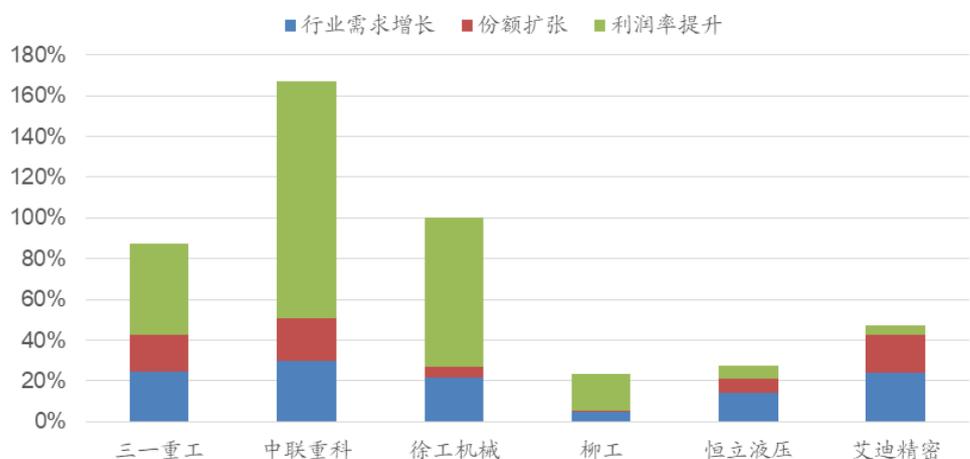
图12：工程机械主要企业2019年1-3季度营业收入和净利润情况



数据来源：工程机械协会，Wind，广发证券发展研究中心

我们统计龙头企业，普遍实现了收入的中速增长和利润的高速增长。如果把利润增长进行拆解，如下图所示，其中最重要的贡献来自于份额扩张和利润率提升。

图13：工程机械主要企业2019年1-3季度净利润增长率的拆解



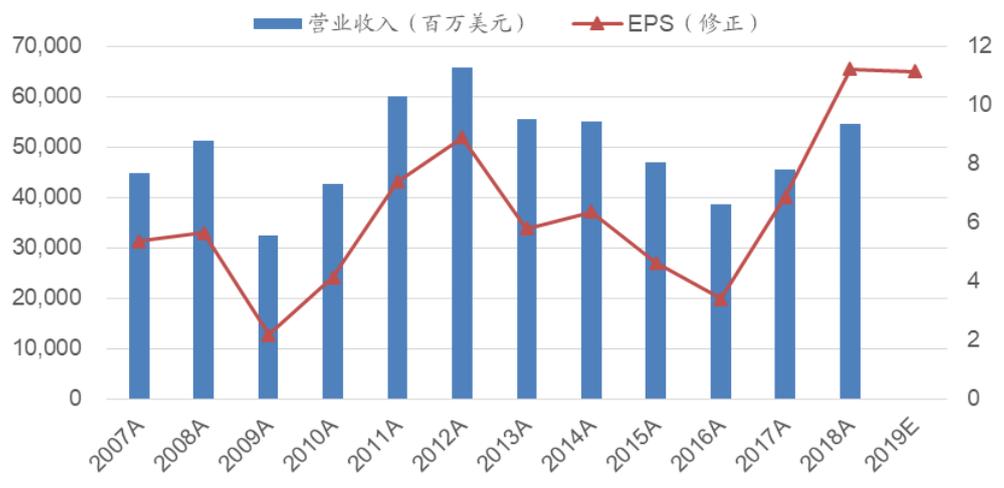
数据来源：工程机械协会，Wind，广发证券发展研究中心

问题八：利润率扩张是否具有边界，如何看待持续性？

企业利润率的形成是基于特定的需求，由行业的供需状况和企业自身竞争力共同决定的。值得强调的是，企业的净利率上限是随着行业竞争演化而不断评估的，某种程度上反映了竞争壁垒的不断深化。

在海外，卡特彼勒通过在下行期缩减成本、优化产能、聚焦高附加值产品，实现了净利率的超预期上行，其工程机械业务的营业利润率运行在18~20%水平。

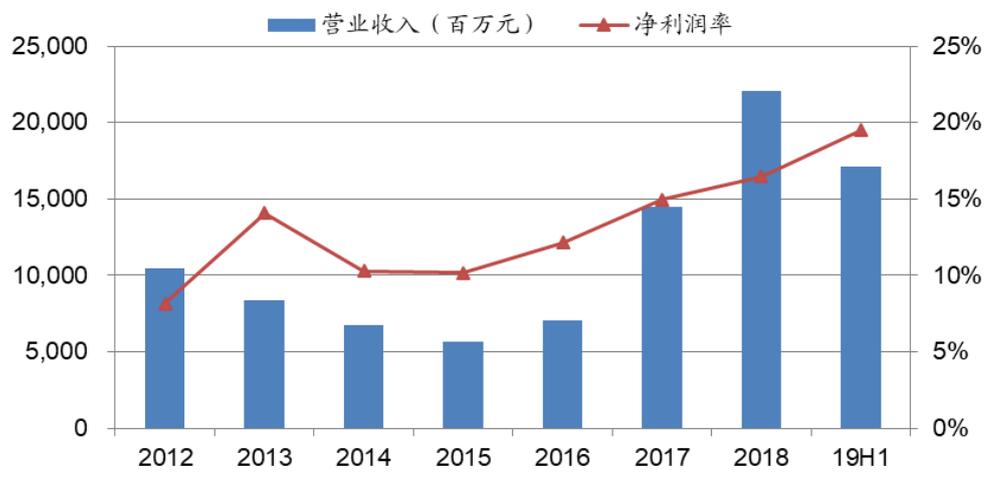
图14：卡特彼勒的营业收入和修正后的EPS（美元/股）



数据来源：卡特彼勒年报，广发证券发展研究中心

在国内，以三一重工旗下的全资子公司三一重机为例，其核心业务为挖掘机的研发制造和销售。2018年，三一重机的营业收入过200亿元，达到上一轮高点的两倍左右，而净利率也达到16.5%，创出历史新高水平。

图15：三一重工旗下全资子公司三一重机的营业收入和净利率



数据来源：三一重工定期报告，广发证券发展研究中心

从行业来看，我们认为优秀机械装备企业的利润率突破历史上限的原因，从制造端是研发积累、规模效应和人均产出能力，在销售端是体现为费用率和产品价差。随着行业竞争的不断深入，各家企业之间可能形成广谱的利润率分布。以挖掘机为例，根据2019年1-9月的份额测算，少数优势企业在2019年全年销量有望达到2011年销量的2~3倍，而相当部分企业销量还不足2011年销量的60%。

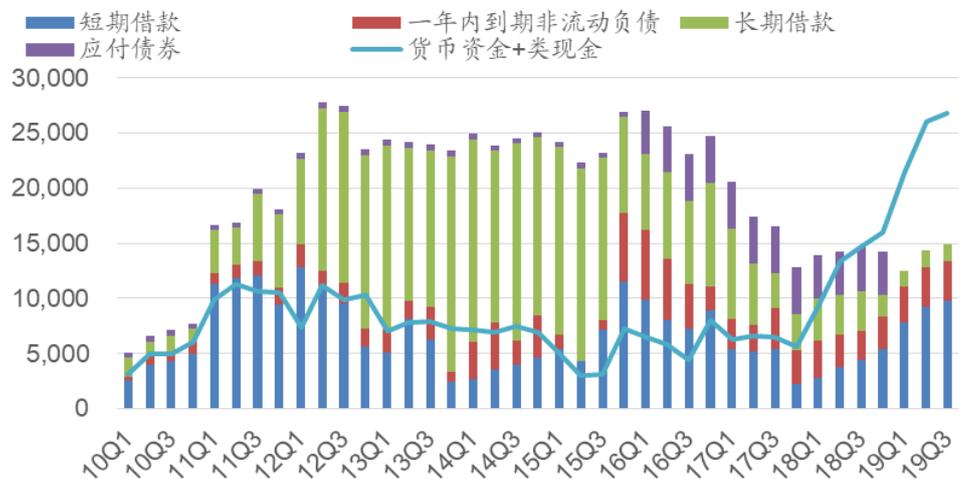
图16: 挖掘机厂商2019年预测销量与其相对2011年高点的比例



数据来源：三一重工定期报告，广发证券发展研究中心

在实践中，我们既通过业务分析判断企业利润上限的变化，也要注意财务报表的指引作用。例如，随着企业的负债减少、现金资产积累，其财务费用就有较大的变动空间。以三一重工为例，其有息负债规模从高点超过250亿元，下降至当前不足150亿元，而持续创新高的经营现金流净额提供了源源不断的动力。2019年3季度末，三一重工的货币资金加上银行理财、金融产品等合计为270亿元左右。

图17: 三一重工的有息负债与货币资金的规模(百万元)

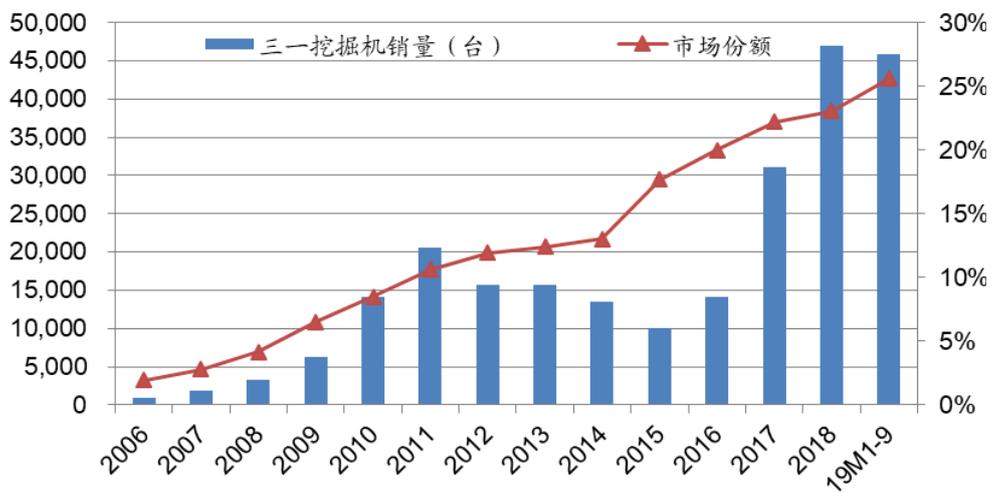


数据来源：三一重工定期报告，广发证券发展研究中心

问题九：市场份额提升怎么考虑到增长模型中？

随着市场成熟度提高，传统机械领域的优秀企业通过产品质量、销售渠道、售后服务等形成正向循环的份额提升。机械行业特别是主机装配厂的产能具有较大弹性，因此份额提升趋势并没有受到需求波动的影响，形成企业的向上斜率。以挖掘机市场为例，根据工程机械协会数据，三一重工的市场份额从2011年的10.6%，提升至2018年的23.1%，2019年1-9月进一步达到25.6%，过去8年平均每年提升1.9个百分点。值得注意的是，2019年挖掘机行业销量同比仅为10~15%，这种小幅波动的市场环境，相当于测试了各家企业的内生性的增长能力。

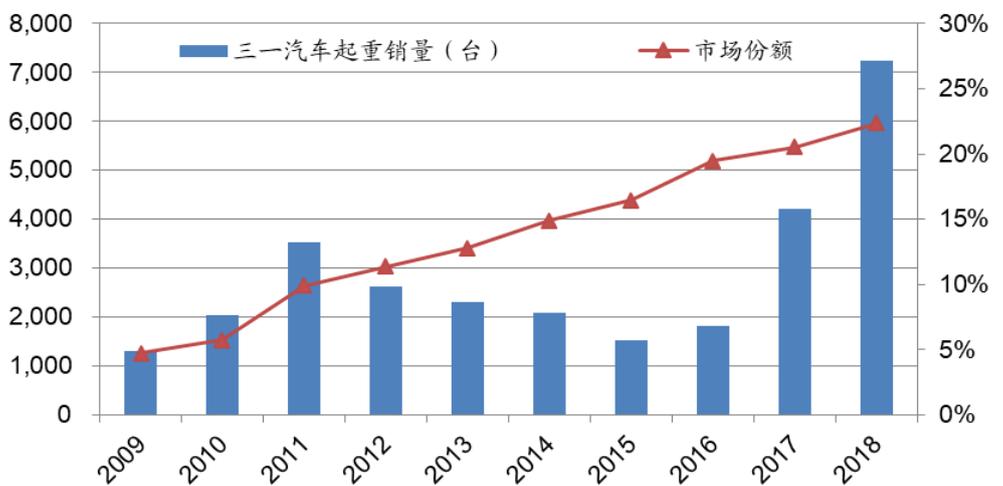
图18：三一重工的挖掘机销量与市场份额



数据来源：工程机械协会，广发证券发展研究中心

在汽车起重机领域，根据工程机械协会数据，三一重工的市场份额也从2011年的9.9%，升至2018年的22.3%，而2019年以来继续保持强劲的销售势头。

图19：三一重工的汽车起重机销量与市场份额



数据来源：工程机械协会，广发证券发展研究中心

投资建议

对于工程机械行业，我们认为下游投资保持低速、低波动，社会保有量保持低速增长是最有利的环境，而企业通过产品技术提升市场份额、盈利能力是趋势性方向。根据历史经验和当前宏观指标，我们预计2020年房地产开发等下游投资处于增速温和和放缓的过程中，而新增中长期贷款等指标也指引着未来一段时间工程机械有望保持高景气震荡。我们继续重点推荐三一重工、艾迪精密、恒立液压，同时建议积极关注中联重科、徐工机械、柳工等企业投资机会。

风险提示

宏观经济波动带来工程机械需求波动较大；原材料价格上涨、行业竞争激烈导致利润率降低的风险；应收账款、存货积压带来的计提风险；贸易争端演化具有不确定性等。

广发机械行业研究小组

罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，9年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心。
刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
代川：资深分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
王珂：资深分析师，厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
周静：高级分析师，上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
孙柏阳：南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。