

行业研究/年度策略

2019年11月26日

行业评级:

机械设备

增持 (维持)

**章诚** 执业证书编号: S0570515020001  
研究员 021-28972071  
zhangcheng@htsc.com

**李倩倩** 执业证书编号: S0570518090002  
研究员 liqianqian013682@htsc.com

**关东奇来** 执业证书编号: S0570519040003  
研究员 021-28972081  
guandongqilai@htsc.com

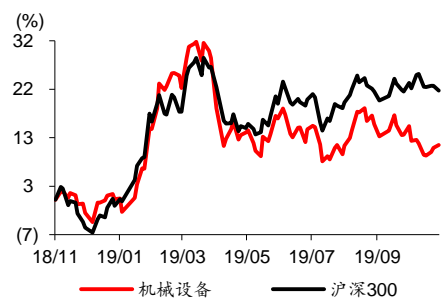
**黄波** 执业证书编号: S0570519090003  
研究员 0755-82493570  
huangbo@htsc.com

**时彧** 021-28972071  
联系人 shiyu013577@htsc.com

相关研究

- 1 《杭氧股份(002430 SZ,买入): 中标气体项目, 气体版图持续扩大》2019.11
- 2 《机械设备: 行业周报 (第四十七周)》2019.11
- 3 《机器人(300024 SZ,中性): 经营稳健的国产机器人龙头》2019.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 技术为纲, 现金为王, 优选细分龙头

## 2020年机械行业年度策略

### “负利率时代”渐行渐近, 优选具有技术优势及充沛现金流的板块龙头

考虑到1) 2020年机械板块需求仍不排除弱化的可能, 竞争或更激烈; 2) “负利率”渐行渐近, 现金流的重要性继续凸显, 总结2020年的投资策略为: 对标海外龙头成长路径, 聚焦容量足够培育出巨头的领域, 追踪其需求回升的拐点, 优选其中拥有产品技术优势和健康现金流的企业。建议布局工程机械、半导体设备、工业气体, 关注锂电设备。推荐三一重工、长川科技、杭氧股份, 建议关注中微公司和先导智能。

### 从市值角度寻找能诞生巨头的优秀赛道, 从回报率看技术优势的重要性

从海外龙头的发展历史能总结出以下结论: 1) 半导体设备、工业气体、消费型机器产品(如手工具)和工程机械的全球龙头应用材料、液化空气集团、史丹利百得和卡特彼勒2019年11月19日市值分别为563、1212、238和791亿美元, 我们认为, 这四类子板块都是比较优秀的赛道, 有潜力诞生百亿至千亿美元市值的巨头公司; 2) 技术优势是核心竞争力, 在提供高附加值的同时表现出更强的现金流创造能力及带来更高的投资回报率。EBITDA利润率较高, 现金流较好的Helios Technologies、Woodward和Nordson的20年投资回报率均超过了1000%。

### 并购重组、再融资松绑有望扶持机械板块的优质重资产公司做大做强

我们选取了12家机械板块中现金流相对较好的大市值龙头公司20年的历史数据作为研究样本。样本公司上市以来并购次数与上市以来收入增长倍数(截止2018财年)的相关系数为0.31, 说明并购与公司规模扩大相关。我们认为, 成功的并购可以一方面熨平周期, 使公司获得较为稳定的收入及业绩增长, 另一方面, 能凸显重资产公司的规模效应, 增强公司的竞争力。再融资工具修复将有助于形成投融资双方更充分博弈定价的局面, 二级市场优质资产估值存在提升的空间。优质赛道中的龙头企业有望受益于并购重组、再融资等政策的松绑, 通过资本的扶持提升技术优势及总体竞争力。

### 投资思路: 技术为纲, 现金为王, 把握需求拐点, 优选细分龙头

2020年的整体投资思路为, 优选具有技术优势及充沛现金流的板块龙头。建议从三个角度布局: 1) 我们认为明年国内逆经济周期类投资措施仍会较多, 有助于相关设备需求的稳定, 工程机械行业有望平稳发展, 本土龙头增长韧性较强, 推荐三一重工; 2) 通过对海外龙头发展历程的分析和中外对比, 寻找能诞生大市值公司的优秀赛道, 看好工业气体和手工具行业, 推荐杭氧股份, 关注巨星科技; 3) 受益于密集投资及自主可控要求, 需求有望达到回升拐点的行业, 看好半导体设备行业, 关注锂电设备, 推荐长川科技, 关注中微公司, 先导智能。

风险提示: 宏观经济增速不及预期, 行业政策转向导致下游需求低于预期, 贸易摩擦加剧限制产业发展, 产业进步速度慢于预期, 原材料价格大幅波动, 基建与房地产投资不及预期, 高端装备下游新兴产业需求不及预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
600031.SH	三一重工	14.94	买入	0.73	1.31	1.54	1.78	20.47	11.40	9.70	8.39
300604.SZ	长川科技	19.22	买入	0.12	0.08	0.27	0.49	160.17	240.25	71.19	39.22
002430.SZ	杭氧股份	11.80	买入	0.77	0.73	0.91	1.11	15.32	16.16	12.97	10.63

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

“负利率时代”优选具有技术优势及充沛现金流的板块龙头 .....	5
2019 年前三季度行业增速收窄，板块分化显著 .....	5
从海外龙头发展历史看本土机械细分板块发展潜力 .....	6
从市值角度寻找能诞生巨头公司的优秀赛道 .....	6
从资本回报率看技术优势与产业增加值的重要性 .....	7
并购重组、再融资等政策松绑有望扶持优质赛道中的公司做大做强 .....	8
工程机械：基建地产韧性显现，有望支撑行业保持平稳发展 .....	11
预计 2020 年行业有望平稳发展，大幅下滑概率不大 .....	11
地产投资韧性较强，基建投资增速有望回升 .....	12
行业竞争白热化，龙头市占率有望持续提升 .....	13
行业投资策略研判：龙头估值处地位，看好长期成长空间 .....	13
半导体设备：5G 驱动转机渐近，2020 年有望恢复高增长 .....	14
技术变革带来增量需求，全球半导体设备市场出现复苏迹象 .....	14
中国设备市场韧性较强，本土企业或迎订单及收入的向上拐点 .....	16
国内设备产业体系初成，优势企业基本具备进口替代能力 .....	17
行业投资策略研判：需求拐点+进口替代关键期，本土龙头国产化能力初具 .....	17
工业气体：市场规模有望快速增长，看好本土龙头的扩张 .....	18
2022 年中国工业气体市场有望达到近 300 亿美元规模 .....	18
我国工业气体外包率仍有较大提升空间 .....	19
现金流良性循环已现，本土气体公司正迎来加速发展的拐点 .....	19
行业投资策略研判：现金流进入良性循环，看好本土企业中长期发展潜力 .....	21
锂电设备：短期业绩承压，设备龙头强者恒强 .....	22
新能源车全球化序幕拉开，重点在中国与欧洲布局 .....	22
新能源车短期销量疲软，动力电池行业洗牌加速 .....	22
国产设备龙头企业调整战略，强者恒强格局延续 .....	23
行业投资策略研判：看好新能源车全球化趋势，强者恒强关注龙头 .....	25
推荐及建议关注标的 .....	26
三一重工：经营质量持续提升，龙头地位稳固 .....	26
长川科技：国产替代加速，收入或迎向上拐点 .....	26
杭氧股份：战略转型成果卓著，长期成长动力充沛 .....	27
中微公司：潜力深远的国产半导体刻蚀设备领先企业 .....	28
先导智能：进入海外开拓关键期，研发与产能投入加大 .....	29
风险提示 .....	30

## 图表目录

图表 1: 机械行业整体及主要细分板块 2017Q3~2019Q3 单季度归母净利润增速 .....	5
图表 2: 机械行业整体及主要细分板块近年 Q1-3 经营活动现金流量净额/营业收入一览 .....	6
图表 3: 中外设备龙头公司情况对比 (市值为 2019/11/19 数据) .....	7
图表 4: 样本公司 EBITDA 利润率、投资回报率与现金流情况一览 .....	8
图表 5: 样本公司自上市以来并购次数与收入扩大情况一览 .....	8
图表 6: 重大重组规定对比 (2019 年版 VS 2016 年版) .....	9
图表 7: 再融资规定对比 (2018-2019 年版 VS 2017 年版) .....	10
图表 8: 2019 年 1-10 月挖机销量合计 19.62 万台, 同比增长 14.4% .....	11
图表 9: 2019 年 10 月挖机销量为 1.70 万台, 同比增长 11.5% .....	11
图表 10: 2019 年 1-10 月累计销量同比增速: 小挖 > 中挖 > 大挖 .....	11
图表 11: 2019 年 10 月销量同比增速: 大挖/小挖高增长, 中挖下滑 .....	11
图表 12: 2010-2019Q1-3 汽车起重机销量及同比情况 .....	12
图表 13: 2018-2019.04 单月履带式起重机销量情况 .....	12
图表 14: 混凝土泵车 2008-2017 年销量及增速情况 .....	12
图表 15: 三一重工及中联重科 10-19H1 混凝土机械收入及同比增速 .....	12
图表 16: 2019 年 1-10 月国内地产投资增速保持韧性, 基建投资增速缓慢回升 .....	13
图表 17: 2019 年 1-9 月挖机国产品牌份额相比 2018 年提升 6.0 pct .....	13
图表 18: 2019 年 1-9 月挖机销量市占率: 三一/徐挖提升 2.5/2.6 pct .....	13
图表 19: 全球半导体市场月度销售额及增速 .....	14
图表 20: 中国半导体市场月度销售额及增速 .....	14
图表 21: 5G 对半导体及设备需求产生拉动作用示意图 .....	15
图表 22: 台积电、中芯国际资本支出及增速 .....	15
图表 23: 北美半导体设备制造商月度出货金额及增速 .....	15
图表 24: 应用材料、泛林半导体单季度收入及同比增速 .....	15
图表 25: 2005~2020 年全球半导体设备销售额的地区分布及预测 .....	16
图表 26: 全球主流晶圆厂的技术迭代进程 .....	16
图表 27: 中国国产半导体设备销售额及增速 .....	17
图表 28: 2005~2020 年全球、中国半导体设备销售规模及预测 .....	17
图表 29: 中国半导体设备代表企业的产品布局 .....	17
图表 30: 工业气体市场规模增速和 GDP 增速正相关 .....	18
图表 31: 中国工业气体市场销售收入及增速及 GDP 增速 .....	18
图表 32: 中国工业气体销售结构变化情况 .....	19
图表 33: 2018 年中国与发达国家第三方工业气体外包率情况比较 .....	19
图表 34: 杭氧股份经营活动现金流量与资本支出 .....	19
图表 35: 盈德气体经营活动现金流量与资本支出 .....	19
图表 36: 中外气体公司 2018 财年营业收入对比 .....	20
图表 37: 中外气体公司 2018 财年归母净利润对比 .....	20
图表 38: 中外气体公司 2015~2018 财年营业收入复合增速对比 .....	20

图表 39: 中外气体公司 2015~2018 财年归母净利润复合增速对比 .....	20
图表 40: 2018 年中国第三方现场制气装机量市场格局.....	21
图表 41: 外资车企加速电动化战略 .....	22
图表 42: 2019 年 7-10 月国内新能源车产销量连续四个月同比下滑 .....	23
图表 43: 19 年前三季度动力电池出货量集中度逐步提升 .....	23
图表 44: 19Q3 动力电池产能利用率出现明显回落 .....	23
图表 45: 19Q2-Q3 锂电设备企业单季度收入增速处于历史低位.....	24
图表 46: 19Q1-Q3 龙头设备企业的毛利率和净利率有所提升 .....	24
图表 47: 从预收款项与存货判断, 19 年新增订单规模同比或下滑 .....	24
图表 48: 截至 2019 年三季度末, 锂电设备布局情况 .....	25
图表 49: 19 年 1-9 月实现营业收入 587 亿元/+43%.....	26
图表 50: 19 年 1-9 月归母净利润达到历史新高 .....	26
图表 51: 19 年 1-9 月资本结构与营运能力 .....	26
图表 52: 19 年 1-9 月经营现金流稳定增长 .....	26
图表 53: 2014-2019 年前三季度长川科技研发费用率情况 .....	27
图表 54: 2016-2018 长川科技科研人员人数及与总人数占比 .....	27
图表 55: 长川科技 2017Q2-2019Q3 单季度营业收入及同比情况 .....	27
图表 56: 长川科技 2017Q2-2019Q3 单季度期末存货及同比情况 .....	27
图表 57: 公司气体业务收入占主营业务收入比重图 .....	27
图表 58: 2007-2019Q3 公司资产负债率情况.....	28
图表 59: 2007-2019Q3 公司经营活动现金净流量及同比情况 .....	28
图表 60: 近年公司营业收入及增速 .....	28
图表 61: 近年公司归母净利润及增速.....	28
图表 62: 近年公司主要业务毛利率情况 .....	28
图表 63: 近年公司期间费用率情况 .....	28
图表 64: 近年公司研发投入情况 .....	29
图表 65: 2019 年 1-9 月实现营业收入 32.17 亿元/+19.3%.....	29
图表 66: 2019 年 1-9 月归母净利润 6.35 亿元/+16.1% .....	29
图表 67: 存货和预收款自 18 年末以来连续 4 个季度期末值变化较小 .....	30
图表 68: 2019 年 1-9 月经营活动现金净流入 3.32 亿元 .....	30

## “负利率时代”优选具有技术优势及充沛现金流的板块龙头

**投资策略：**对标海外龙头成长路径，聚焦容量足够培育出巨头的领域，追踪其需求回升的拐点，优选其中拥有产品技术优势和健康现金流的企业。我们判断的依据是以下两方面：1) 2020年机械板块需求仍不排除弱化的可能，与制造业投资相关度较高的装备板块受制于投资信心不足，成长压力仍较大，竞争可能更加激烈，市场份额或将进一步集中，具备技术优势及竞争力的龙头企业才能在激烈的竞争中脱颖而出；2) 在“负利率时代”渐行渐近的背景下，现金流的重要性逐步凸显，具有健康现金流的企业具有更高的抗风险和周期波动的能力，且有望获得更高的估值溢价。

建议从三个角度布局：1) 我们认为明年国内逆经济周期类投资措施仍会较多，有助于相关设备需求的稳定，工程机械行业有望平稳发展，本土龙头增长韧性强，推荐三一重工；2) 通过对海外龙头发展历程的分析和中外对比，寻找能诞生大市值公司的优秀赛道，看好工业气体和手工具行业，推荐杭氧股份，关注巨星科技；3) 受益于密集投资及自主可控要求，需求有望回升的行业，看好半导体设备行业，关注锂电设备行业，推荐长川科技，关注中微公司、先导智能。

## 2019年前三季度行业增速收窄，板块分化显著

**机械行业 2019Q1-3 收入及归母净利润总体温和增长，但板块分化显著。**与基建、房地产投资相关度较高的板块增长较为稳健，与制造业投资相关度较高的装备板块受制于下游需求疲软，固定资产投资信心不足，成长压力仍较大。19Q1-3 行业收入、归母净利润同比增长 12%、12%（低于上年同期 16%、19%），19Q1~Q3 单季收入增速为 20%、6%、10%，归母净利润增速为 26%、6%、2%，自 2018 年以来行业单季收入、归母净利润增速均呈现震荡中下行的趋势，尚无明显复苏信号。

图表1：机械行业整体及主要细分板块 2017Q3-2019Q3 单季度归母净利润增速

	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
半导体设备	58%	22%	296%	89%	59%	-1%	-11%	-10%	60%
锂电设备	50%	71%	74%	52%	67%	-14%	13%	12%	10%
机器人及自动化装备	166%	-13%	85%	8%	1%	-321%	-2%	-59%	-44%
光伏设备				60%	38%	3%	4%	1%	39%
工程机械	280%	144%	99%	182%	101%	144%	88%	63%	53%
油气装备及服务	8508%	190%	-23%	164%	14%	-140%	498%	60%	69%
轨道交通装备	11%	29%	19%	17%	6%	-58%	36%	0%	6%
包装机械	36%	53%	36%	102%	3%	-268%	37%	-57%	-21%
智能仪表	56%	122%	57%	77%	32%	-18%	20%	1%	12%
冷链设备	-25%	31%	-77%	56%	40%	1%	779%	-43%	-11%
煤炭机械	104%	-6%	175%	73%	59%	-42%	77%	13%	35%
电梯设备	-39%	-32%	-42%	-18%	-12%	-62%	33%	11%	-14%
机床设备	20%	-31%	26%	2%	5%	58%	-8%	-22%	-6%
机械行业	54%	78%	31%	23%	12%	-231%	26%	6%	2%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**机械行业 2019Q1-3 资产负债表、现金流质量持续提高。**19Q1-3 行业毛利率 23.2%/yoy+0.4pct，净利率 5.8%，与上年同期持平。Q3 资产负债率为 55.2%/yoy+0.8pct，19Q1-3 ROE、ROA 为 4.9%/yoy+0.4pct、2.2%/yoy+0.1pct，总资产周转率、存货周转率分别为 0.37、1.78（上年同期 0.35、1.73），均延续了 2016 年以来的提升趋势。19Q1-3 经营现金流净额/收入为 3.8%/yoy+2.1pct，达近五年最高水平。

**图表2：机械行业整体及主要细分板块近年 Q1-3 经营活动现金流量净额/营业收入一览**

	2015Q1-3	2016Q1-3	2017Q1-3	2018Q1-3	2019Q1-3
半导体设备	-18.8%	-12.6%	-13.3%	2.1%	-34.8%
锂电设备	2.7%	-2.4%	-9.9%	-12.4%	7.2%
机器人及自动化装备	-13.2%	-9.3%	-9.3%	-5.1%	-0.6%
光伏设备			0.7%	5.0%	-4.7%
工程机械	3.0%	12.0%	15.1%	10.5%	11.7%
油气装备及服务	-2.0%	-2.3%	3.9%	-7.1%	-11.5%
轨道交通装备	-6.9%	1.8%	-6.8%	-1.4%	-4.0%
包装机械	3.0%	0.4%	4.2%	-1.9%	-9.8%
智能仪表	4.4%	4.7%	5.2%	-2.8%	-0.7%
冷链设备	1.4%	2.2%	3.8%	-2.2%	2.8%
煤炭机械	1.2%	-5.0%	9.1%	4.0%	9.9%
电梯设备	16.2%	12.1%	8.6%	0.3%	2.7%
机床设备	1.9%	6.7%	8.0%	3.7%	15.2%
机械行业	-3.1%	1.5%	0.7%	1.7%	3.8%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 从海外龙头发展历史看本土机械细分板块发展潜力

我们认为，从海外龙头的发展历史能总结出三点重要结论：1) 半导体设备、工程机械、工业气体及消费型机器产品这四类子板块都是比较优秀的赛道，有潜力诞生百亿至千亿美元市值的巨头公司；2) 技术优势是核心竞争力，在提供高附加值的同时表现出更强的现金流创造能力及带来更高的投资回报率；3) 并购整合是制造业企业壮大的一个重要途径，一方面能抚平周期的影响，另一方面能提高规模效应。据此，我们提出的投资策略是：聚焦容量足够培育出巨头的领域，优选其中拥有产品技术优势和健康现金流的企业。

### 从市值角度寻找能诞生巨头公司的优秀赛道

我们认为，通过海外巨头公司的发展路径及目前市值，可以筛选出有望诞生巨头公司的优秀赛道。从全球制造业龙头公司的情况来看，半导体设备、工业气体、消费型机器产品（如手工具）和工程机械的全球龙头 2019 年 11 月 19 日的市值均达到了百亿美元级别。而中国这四个行业虽然和海外处于不同发展阶段，但考虑到国内外行业发展历史的长短差异，我们认为这四类子板块都是比较优秀的赛道，中国较大的市场容量有望培育出大市值的公司。

**图表3： 中外设备龙头公司情况对比（市值为 2019/11/19 数据）**

行业	名称	国家/地区	市值 (亿美元)	收入 2018 (亿美元)	收入 2017 (亿美元)	收入 2016 (亿美元)	PE TTM
半导体设备	阿斯麦	荷兰	1143	125	108	72	42
	德州仪器	美国	1102	158	150	134	21
	应用材料	美国	563	173	145	108	21
	拉姆研究	美国	402	111	80	59	19
	泰科电子	瑞士	310	140	131	122	17
	北方华创	中国	51	5	3	2	125
	中微公司	中国	55	2	1	1	195
	长川科技	中国	10	0	0	0	1226
工业气体	液化空气集团	法国	1212	242	243	193	27
	普莱克斯(PRAXAIR)	美国	473		114	105	
	空气化工产品	美国	532	89	82	95	30
	杭氧股份	中国	16	11	10	7	15
消费型机器产品	英格索兰	爱尔兰	312	157	142	135	23
	丹纳赫(DANAHER)	美国	1031	199	183	169	42
	伊利诺伊工具	美国	561	148	143	136	23
	史丹利百得	美国	238	140	127	114	37
	巨星科技	中国	15	9	7	5	12
工程机械及农业机械	卡特彼勒	美国	791	547	455	385	13
	迪尔(DEERE)	美国	547	334	259	234	16
	三一重工	中国	176	81	58	33	12
	徐工机械	中国	50	64	44	24	10
	中联重科	中国	67	42	32	29	12

资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

### 从资本回报率看技术优势与产业增加值的重要性

我们选取了 12 家机械板块中现金流相对较好的大市值龙头公司 20 年的历史数据作为研究样本。投资回报率的计算假设每年的分红均用于再投资，20 年区间为 1999/12/31 至 2019/11/20，10 年区间为 2009/12/31 至 2019/11/20，5 年区间为 2014/12/31 至 2019/11/20。

我们认为，技术优势可部分体现在价值链中相对较高的产业增加值比例。根据我们 2019 年 10 月 17 日发布的深度研究《机器人产业价值与回报相关度分析》，EBITDA 利润率可用于近似衡量产业增加值率。样本公司中半导体设备表现为相对较高的 EBITDA 利润率，这与半导体设备较高的技术壁垒相吻合。空气产品覆盖了从空分设备制造到特种气体制备等工业气体的几乎大部分产业链，涵盖了产业链中的核心技术，因此提供的产业附加值也相对较高，因此对应了较高的 EBITDA 利润率。

图表4： 样本公司 EBITDA 利润率、投资回报率与现金流情况一览

公司名称	行业	EBITDA利润率	平均CFO/净利润倍数	20年回报率	10年回报率	5年回报率
查特工业公司	金属制品和五金	12.77%	1.39		224%	56%
RBC轴承公司	金属制品和五金	20.93%	1.10		562%	150%
帕卡	核心零部件	13.22%	2.42	807%	119%	17%
伍德沃德公司	核心零部件	15.40%	1.76	2424%	349%	135%
Helios Technologies	工业自动化设备	21.68%	2.42	2178%	151%	11%
诺信公司	工业自动化设备	19.47%	1.54	1267%	439%	112%
林肯电气控股有限公司	工业自动化设备	13.89%	1.62	786%	242%	32%
美国空气产品公司	工业气体	24.04%	2.32	678%	222%	81%
泛林集团	半导体设备	17.46%	1.12	644%	606%	249%
阿斯麦	半导体设备	19.70%	0.71	568%	924%	175%
科天半导体	半导体设备	24.06%	1.53	216%	387%	150%
应用材料	半导体设备	20.87%	1.82	92%	337%	145%

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所（平均 EBITDA 利润率及平均 CFO/净利润倍数区间均为 1999 年-2018 年）

**高附加值意味着更强的现金流创造能力。**一方面，具有高附加值产品的企业由于其较高的盈利能力，可以获得更为丰厚的利润，即具有较高的价值创造能力。另一方面，具有高附加值的产品的企业由于具有较高的壁垒往往在产业链中处于优势地位，拥有更强的议价权，在产业链中表现为更强的上下游占款能力，即将创造的价值变现为现金流的能力。如 Helios Technologies 和空气产品在过去 20 年历史中保持了较高的经营性净现金流/净利润的比例，体现出较强的现金流创造能力。

**更强的现金流创造能力往往会产生更高的投资回报率。**当行业景气度向上时，价值链上游（技术、专利、研发、关键和模块零部件）的规模经济效益更加显著，市场对现金流的乐观预期一定程度上提升企业预期价值，有望实现较高的投资回报。当行业景气度向下时，价值链中游（加工组装）经营状况紧张，现金流变差，企业或存在较大的流动性风险，因此或将成为投资者最先抛售的资产。更强的现金流创造能力体现了企业的经营稳定性及在经济下行周期中更强的韧性，因此会获得投资者的青睐，或体现出更高的投资回报率。过去 20 年现金流较好的 Helios Technologies、伍德沃德公司和诺信公司的 20 年投资回报率均超过了 1000%，20 年年化投资回报率超过 13%。

**并购重组、再融资等政策松绑有望扶持优质赛道中的公司做大做强**

**并购重组是机械板块公司逐步扩大规模的一个重要途径。**据我们测算，样本公司上市以来并购次数与其上市至今（截止 2018 财年）收入增长倍数的相关系数为 0.31，说明并购与公司规模扩大具有相关关系。考虑到机械板块的公司相对重资产的特点及具有较强的周期性，我们认为，并购可以一方面熨平周期，使公司获得较为稳定的收入及业绩增长，另一方面，能凸显重资产公司的规模效应，使公司更具有成本或费用优势，增强公司的竞争力。

图表5： 样本公司自上市以来并购次数与收入扩大情况一览

公司名称	上市时间	2018 财年收入/上市当年收入	上市以来的并购次数	1999-2018 年收入 CAGR
应用材料	1972	2,730	34	6.89%
泛林集团	1984	579	14	6.98%
科天半导体	1980	557	33	5.17%
美国空气产品公司	1961	126	41	7.42%
帕卡	1971	46	6	10.96%
伍德沃德公司	1940	39	13	6.35%
阿斯麦	1995	22	7	5.55%
诺信公司	1979	17	37	3.08%
Helios Technologies	1996	9	5	16.11%
林肯电气控股有限公司	1995	3	39	12.96%
RBC 轴承公司	2005	3	11	6.04%
查特工业公司	2006	2	16	6.90%

资料来源：WRDS，Bloomberg，华泰证券研究所



通过对各细分板块龙头发展历史的复盘我们发现，机械行业全球龙头普遍将并购作为扩大公司规模并提升竞争力的重要方式之一。我们先后在 2018 年 9 月 12 日激光设备行业深度《观他山成长之径 待国产龙头崛起》，2018 年 12 月 4 日巨星科技深度报告《全球化布局+智能化产品或造明日巨星》及 2019 年 7 月 29 日工业气体行业深度《工业气体四问：为何看好本土龙头的扩张？》中复盘了激光设备、手工具和工业气体行业的全球巨头的扩张方式之一均为并购。其中激光设备产业链中的龙头通过垂直整合凸显成本优势；手工具龙头通过外延并购以增加品牌效应协同，平滑经济周期，保持稳定增长；工业气体行业龙头通过收购减少区域性竞争，提高盈利能力。

并购重组、再融资等政策松绑有望为实体疏通直接融资渠道，重点支持符合国家战略发展的新兴产业。2018 年下半年以来再融资等领域监管政策陆续松绑，2019 年 11 月 8 日，证监会拟对再融资规则进行修订。策略团队在 2019 年 11 月 10 日的专题研究《再融资修订解读暨监管政策变化梳理》中认为，2016 年以来的并购重组严监管态势已开始逐步放松，其重点在于进一步丰富、完善和拓宽直接融资渠道，尤其是重点支持符合国家战略发展的新兴产业的发展，以期达到缓解企业流动性困难、优化资源配置、推动产业结构转型升级，从而实现我国经济结构的转型升级、实现经济发展新旧动能的转换。

我们认为，优质赛道中的龙头企业有望受益于并购重组、再融资等政策的松绑，通过资本的扶持提升技术优势及总体竞争力。再融资工具修复将有助于提高资金参与再融资市场的积极性，及形成投融资双方更充分博弈定价的局面，二级市场优质资产估值存在提升的空间。

图表6：重大重组规定对比（2019 年版 VS 2016 年版）

要点	2016 年版	2019 年版
借壳的触发标准	自控制权发生变更日起的 60 个月内，借壳的触发条件： 1) 总资产条件：所购买资产总额的规模/控制权变更前资产总额 2) 所购买资产营业收入/控制权变更前资产总额 3) 所购买资产净利润/控制权变更前净利润 4) 所购买资产购买的净资产/控制权变更前净资产 5) 为购买资产发行的股份/上市公司首次向收购人及其关联人购买资产的董事会决议前一个交易日的股份的比例 任意一项达到 100%，均认定为借壳。若可能上市公司主营业务发生根本变化，也认为借壳。	借壳的认定为“自控制权发生变更之日起 36 个月内”，并且取消了净利润的要求
借壳主体要求	2016 年规定，对借壳的公司提出更高要求。上市公司购买的资产对应的经营实体仍需要满足此前要求，并且上市公司及其控股股东、实际控制人不得存在违法犯罪或者失信行为。	允许符合一定条件的创业板借壳上市。创业板上市公司自控制权发生变更之日起，向收购人及其关联人购买符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业资产，允许借壳上市。但是，所购买的资产对应的经营实体需满足创业板 IPO 要求。
借壳上市的配套资金	构成借壳上市的，禁止募集配套资金	构成借壳上市时，允许上市公司发行股份购买资产的同时募集配套资金。
监管措施承诺	无	丰富重大资产重组业绩补偿协议和承诺监管措施，加大问责力度。交易对方作出业绩补偿承诺的，应当严格履行补偿义务。超期未履行或者违反业绩补偿协议、承诺的，由中国证监会责令改正，并可以采取监管谈话、出具警示函、责令公开说明、认定为不适当人选等监管措施。

资料来源：证监会，华泰证券研究所

图表7：再融资规定对比（2018-2019 年版 VS 2017 年版）

要点	2017 年版	2018-2019 年版
再融资时间间隔	上市公司申请增发、配股、非公开发行股票，本次发行董事会决议日距离前次募集资金到位日原则上不得少于 18 个月。前次募集资金包括首发、增发、配股、非公开发行股票。但对于发行可转债、优先股和创业板小额快速融资的，不受此期限限制	再融资时间间隔的限制做出调整。允许前次募集资金基本使用完毕或募集资金投向未发生变更且按计划投入的上市公司，申请增发、配股、非公开发行股票不受 18 个月融资间隔限制，但相应间隔原则上不得少于 6 个月。
资金使用范围	无变化	明确使用募集资金补充流动资金和偿还债务的监管要求。通过配股、发行优先股或董事会确定发行对象的非公开发行股票方式募集资金的，可以将募集资金全部用于补充流动资金和偿还债务。通过其他方式募集资金的，用于补充流动资金和偿还债务的比例不得超过募集资金总额的 30%；对于具有轻资产、高研发投入特点的企业，补充流动资金和偿还债务超过上述比例的，应充分论证其合理性。
定价基准日	定价基准日由原来的董事会决议公告日、股东大会决议公告日，也可以为发行期的首日三选一变为发行期的首日。	上市公司董事会决议提前确定全部发行对象且为战略投资者等的，定价基准日可以为关于本次非公开发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者发行期首日
发行价	无变化	发行价格不得低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 9 折改为 8 折
锁定期限	36 个月（预案公告的控股股东、实控人或关联方及战投）和 12 个月（询价投资者）	由现在的 36 个月和 12 个月分别缩短至 18 个月和 6 个月
减持	在任意连续 90 日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的 1%。对于持有上市公司非公开发行股份的股东（定增股东），通过集中竞价交易减持该部分股份的，连续任意 90 日内减持不得超过 1%，自股份解除限售之日起 12 个月内，减持数量不得超过其持有该次非公开发行股份数量的 50%。	不适用减持规则的相关限制
发行条件	上市公司申请再融资时，除金融类企业外，原则上最近一期末不得存在持有金额较大、期限较长的交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人款项、委托理财等财务性投资的情形	取消创业板公开发行证券最近一期末资产负债率高于 45% 的条件；取消创业板非公开发行股票连续 2 年盈利的条件；将创业板前次募集资金基本使用完毕，且使用进度和效果与披露情况基本一致由发行条件调整为信息披露要求。
定增对象	无变化	从原先不超过 10 名（主板）、5 名（创业板）均调整为不超过 35 名
批文有效期限	无变化	从 6 个月延长至 12 个月

资料来源：证监会，华泰证券研究所

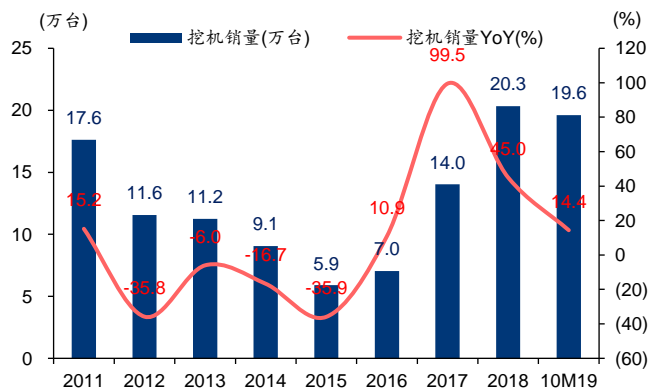
## 工程机械：基建地产韧性显现，有望支撑行业保持平稳发展

2019 年下半年财政与政策对基建的扶持力度加大，重大基建项目陆续开工，资金来源逐步改善，2020 年基建投资增速有望回升，我们判断 2020 年挖掘机行业仍将保持平稳发展，大幅下滑概率不大。经过 16-19 年持续三年的行业高景气状态，国产工程机械龙头公司的经营质量已逐步改善。2019 年工程机械行业竞争已趋白热化，一线主机厂市占率导向意图明显。但考虑到上一轮周期顶点的前车之鉴，我们预计 2020 年主机厂销售政策过于激进的概率较低，或更加注重产品结构改善与差异化竞争。考虑到基建补短板、新农村建设、存量更新和环保淘汰更新以及人工替代效应等因素，我们预计未来 2-3 年起重设备与混凝土设备市场仍有增长空间。我们认为，工程机械龙头企业竞争力有望持续提升，估值处于低位，具备长期发展潜力，推荐三一重工，建议关注中联重科、徐工机械、恒立液压。

### 预计 2020 年行业有望平稳发展，大幅下滑概率不大

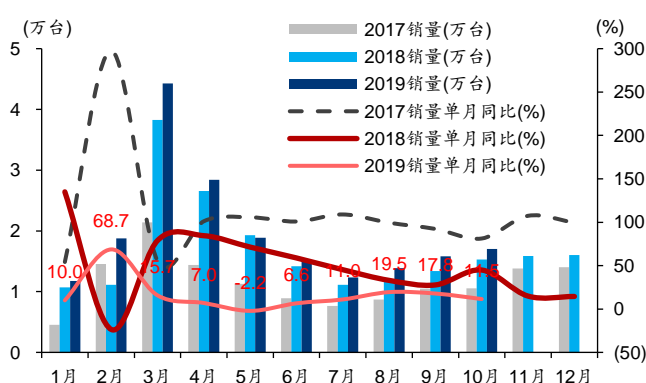
**19 年 1-10 月挖掘机销量稳定增长。**工程机械行业协会数据显示，2019 年 1-10 月销量合计 19.62 万台/+14.4%，10 月单月挖掘机行业销量为 1.70 万台/+11.5%。其中，大挖销量为 2,221 台，同比增长 15.7%，增速连续三个月回升，得益于大型建设工程与矿山作业需求回暖；中挖销量为 3,293 台，同比下降 2.3%，自 7 月以来销量及增速的浮动较为平稳；小挖销量为 9,356 台，同比增长 14.1%，得益于市政工程与新农村建设中人力替代的需求。1-10 月大/中/小挖国内累计销量分别为 2.52/4.45/10.50 万台，同比增速分别为 +6.5%/+7.6%/+15.5%。

图表8：2019 年 1-10 月挖机销量合计 19.62 万台，同比增长 14.4%



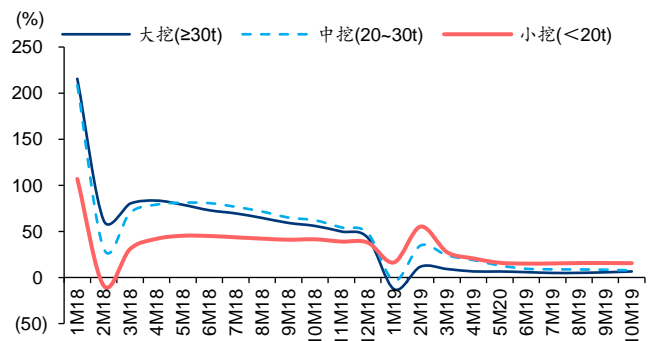
资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

图表9：2019 年 10 月挖机销量为 1.70 万台，同比增长 11.5%



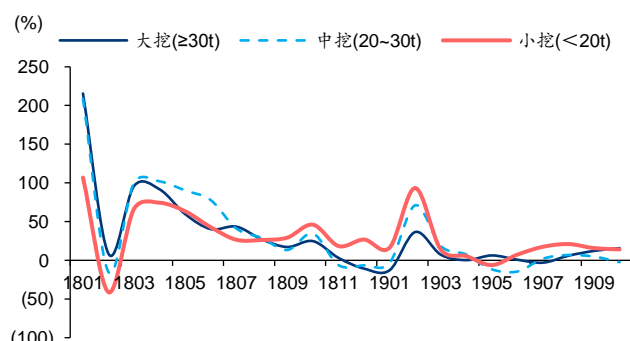
资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

图表10：2019 年 1-10 月累计销量同比增速：小挖 > 中挖 > 大挖



资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

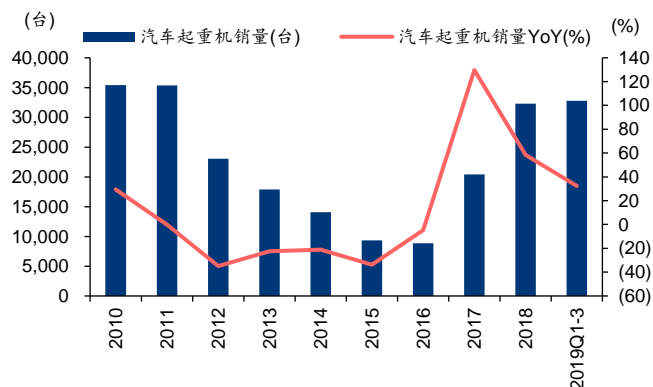
图表11：2019 年 10 月销量同比增速：大挖/小挖高增长，中挖下滑



资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

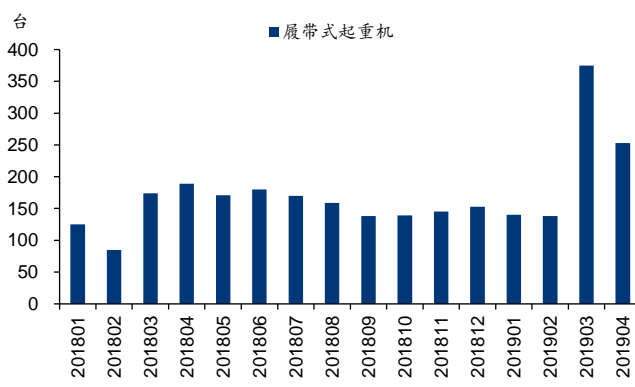
考虑到基建补短板、新农村建设、存量更新和环保淘汰更新以及人工替代效应等因素，我们预计未来2-3年起重设备与混凝土设备市场仍有增长空间。2019年前三季度汽车起重机行业实现销量3.28万台，同比增长32.45%，2019年1-4月履带式起重机合计实现销量1,977台，同比增长53.02%。汽车起重机行业销量于2017年止跌回升，晚于挖掘机行业1年，主要系工程进场顺序差异，起重机械及混凝土机械略晚于挖掘机进场时间，属于后周期产品。同时考虑到基建补短板、新农村建设、存量更新和环保淘汰更新以及人工替代效应等因素，我们认为未来2-3年起重设备及混凝土机械有望接力挖掘机保持持续增长。

图表12: 2010-2019Q1-3 汽车起重机销量及同比情况



资料来源: 中国工程机械工业年鉴, Wind, 华泰证券研究所

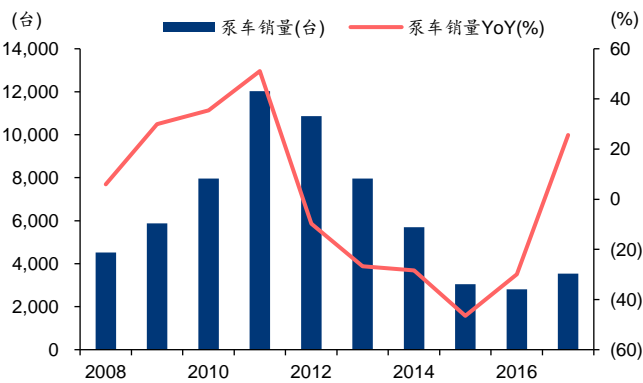
图表13: 2018-2019.04 单月履带式起重机销量情况



资料来源: 中国工程机械工业年鉴, Wind, 华泰证券研究所

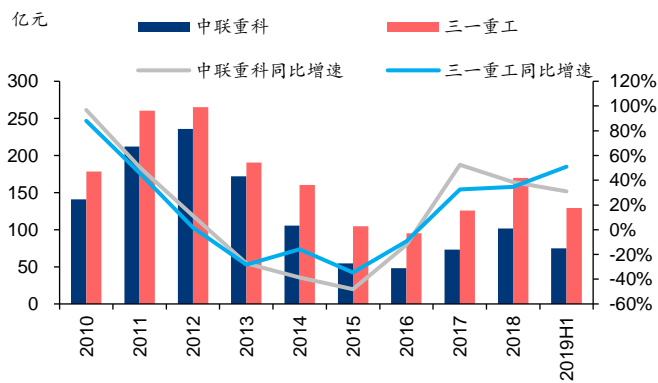
**19H1 混凝土机械前两大巨头该业务收入稳步增长。**从中国工程机械工业年鉴的行业数据来看，混凝土泵车销量于2017年止跌回升。另外，我们以行业龙头三一重工及中联重科的混凝土机械收入增速来部分体现行业的变化。2018 三一重工、中联重科混凝土机械收入分别同比增长39%和35%，2019H1 分别同比增长51%和31%。

图表14: 混凝土泵车 2008-2017 年销量及增速情况



资料来源: 中国工程机械工业年鉴, 华泰证券研究所 (2017年之后数据未披露)

图表15: 三一重工及中联重科 10-19H1 混凝土机械收入及同比增速

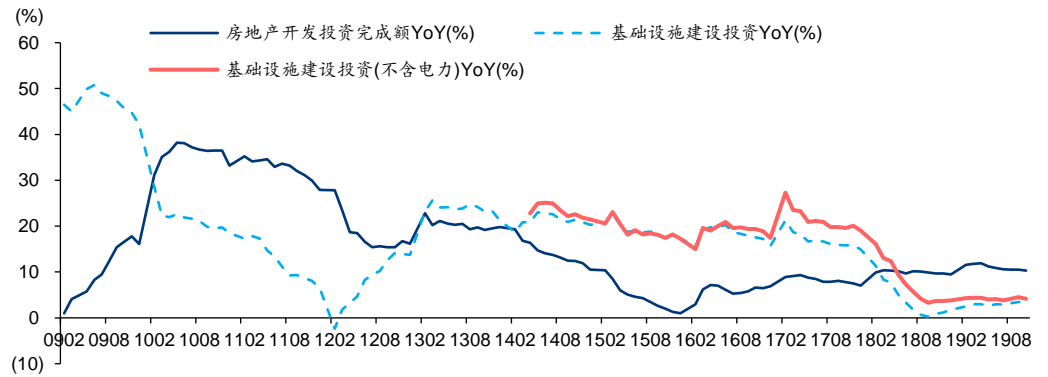


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**地产投资韧性较强，基建投资增速有望回升**

**2019年1-10月基建及地产投资数据表现出较强的韧性。**国家统计局数据显示，1-10月国内基建投资累计增速为3.26%，不含电力累计增速为4.2%，据宏观团队10月数据月报综述《经济积极因素体现可能在明年Q1》，今年基建投资呈现出结构化特征，铁路和道路投资较为强劲。地产方面，1-10月国内同比增长10.3%，5-10月虽总体呈现回落态势，但仍显示出足够的韧性。

**图表16： 2019年1-10月国内地产投资增速保持韧性，基建投资增速缓慢回升**



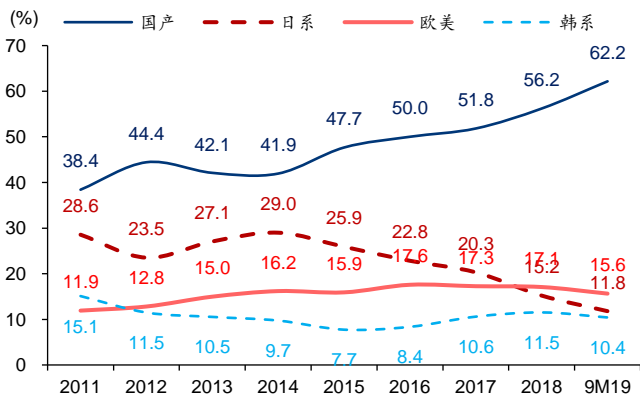
资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

**对明年地产投资增速不悲观，基建投资增速有望在明年Q1回升。**据华泰证券宏观团队10月数据月报综述《经济积极因素体现可能在明年Q1》预计，1) 地产行业的韧性可能不容低估，预计未来政策扩信用的重点是好项目和类地产，仍会对地产投资形成一定支撑，房地产投资明年边际拉动因素可能切换至竣工，明年地产投资增速仍不悲观；2) 基建方面，国常会提出要加快专项债发行安排、形成有效投资，其对于基建投资的正面意义可能在明年一季度显现。

### 行业竞争白热化，龙头市占率有望持续提升

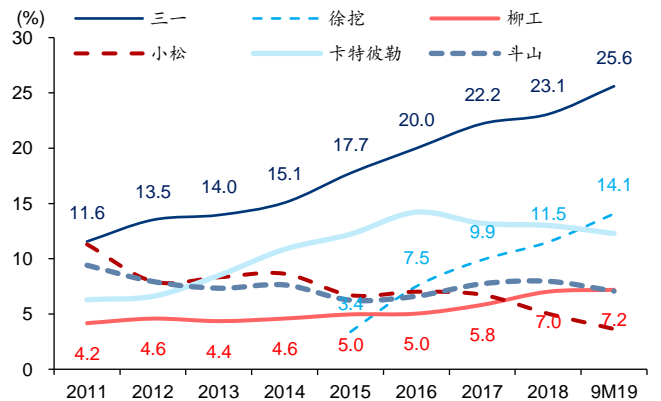
**龙头企业市场份额持续提升。**2018-19年，国产挖机品牌盈利能力实现快速修复，毛利率不断回升，产品结构不断优化，资产负债表质量持续提升。据协会数据，2019年前三季度挖机国产/日系/欧美/韩系品牌份额分别为62.2%/11.8%/15.6%/10.4%，国产品牌市占率持续提升，其中三一/徐工市占率相比2018年底提升2.5pp/2.6pp。我们认为，龙头优势有望持续强化，我们预计2020年主机厂销售政策过于激进的概率较低，或更加注重产品结构改善与差异化竞争。

**图表17： 2019年1-9月挖机国产品牌份额相比2018年提升6.0pct**



资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

**图表18： 2019年1-9月挖机销量市占率：三一/徐挖提升2.5/2.6pct**



资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

### 行业投资策略研判：龙头估值处地位，看好长期成长空间

**预计2020年主机厂销售政策过于激进的概率较低，或更加注重产品结构改善与差异化竞争，估值处于低位，看好长期成长空间。**2019年前三季度，工程机械龙头公司盈利能力持续提升，得益于产品竞争力的强化、经营效率的提升以及资产质量的夯实。截止11月21日收盘价，国内工程机械主机厂PE(TTM)均值为10.6倍，处于历史较低水平，低于卡特彼勒/小松同期PE估值(11.3倍)。2020年挖掘机等品种有望实现平稳发展，有助于工程机械行业估值维持稳定。龙头公司受益于行业集中度提升与盈利能力修复，业绩仍有增长空间。对标全球工程机械巨头，我们看好龙头公司的长期发展潜力，推荐三一重工，建议关注中联重科、徐工机械、恒立液压。

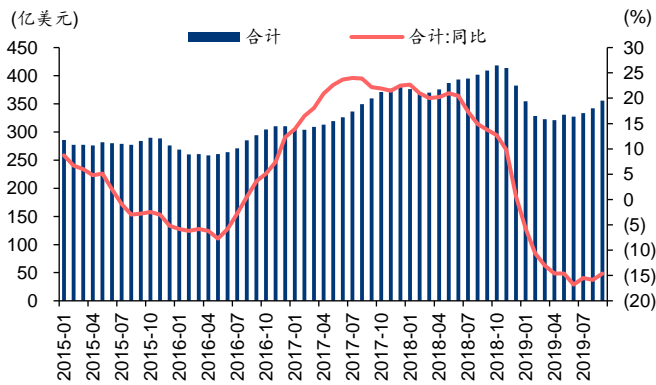
## 半导体设备：5G 驱动转机渐近，2020 年有望恢复高增长

**5G 产业驱动及本土扩产，2019 年 Q4 或是半导体设备产业复苏拐点。**2019 年来受宏观经济承压、下游需求减弱等影响，国内外半导体及设备市场均出现同比下滑。但我们认为，下半年以来半导体设备产业逐步复苏，第四季度或是设备需求及订单的向上拐点期：1) 历史上全球半导体及设备产业每一次市场景气低迷都随技术创新到来而结束，受益于 5G、AI、IoT 产业驱动，据 SEMI，全球、中国半导体单月销售额已进入环比回升通道，三星、台积电、中芯国际等国内外主流晶圆厂资本支出及北美半导体设备制造商销售情况也均已出现不同程度复苏；2) 中国芯片产能逆周期投资为设备需求提供了较强成长韧性，据 SEMI，中国设备市场的全球占比持续提升，2020 年或达全球之首。

## 技术变革带来增量需求，全球半导体设备市场出现复苏迹象

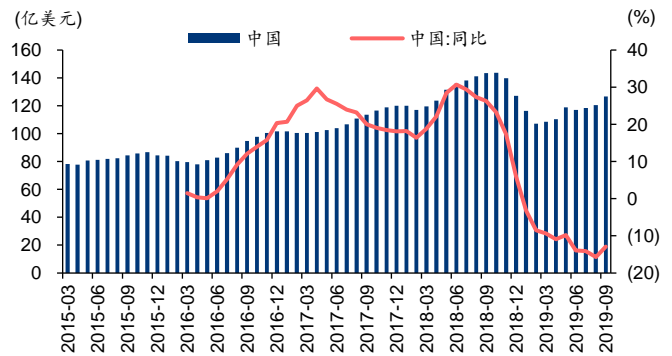
我们认为，受益于 5G、物联网 (IoT)、人工智能 (AI) 等新一轮技术变革所带来的增量需求，2019Q4~2020 年半导体下游需求具备复苏条件。纵观半导体及设备产业的历史，每一次市场低迷都随着技术创新的到来而结束并开启新的成长期，虽然全球半导体及设备市场 2019 年处于增速换挡调整期，2020 年以后 5G、物联网 (IoT)、人工智能 (AI) 等领域的技术浪潮有望催生产业的新一轮成长。据 SEMI 数据，全球、中国市场 2019 年 9 月单月销售仍明显低于上年同期，但同比增速的下滑幅度已经有所企稳。

图表19：全球半导体市场月度销售额及增速



资料来源：SEMI，华泰证券研究所

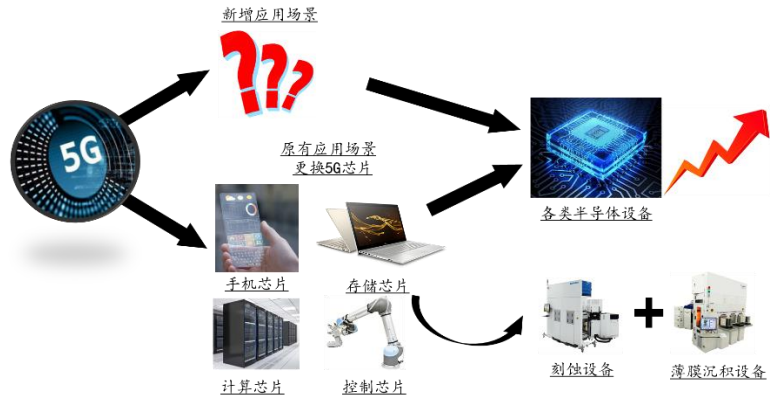
图表20：中国半导体市场月度销售额及增速



资料来源：SEMI，华泰证券研究所

全球 5G 产业的高速发展将对半导体及设备需求产生较大的拉动作用。我们认为，拉动作用体现在两个层次：1) 5G 技术的核心在于芯片，直接受益于 5G 大规模商用的芯片包括存储芯片、计算芯片、控制芯片、智能手机芯片、基带芯片等；2) 5G 有望催生新的应用场景，进而对全球范围各类芯片需求产生更加广泛、普遍的拉动和刺激。其中存储芯片扩产对设备的拉动效果显著，例如在 3D NAND 存储芯片领域，随着堆叠层数不断增加，刻蚀、薄膜沉积工艺难度和次数不断增加，刻蚀设备、薄膜沉积设备需求更为受益，薄膜沉积设备需求增长幅度可能最大。

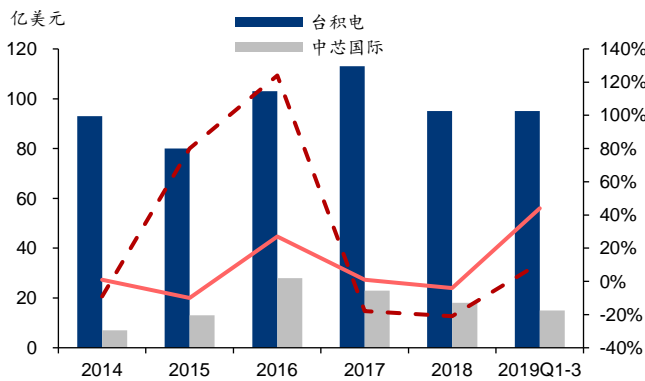
图表21: 5G 对半导体及设备需求产生拉动作用示意图



资料来源: 北方华创官网, 华泰证券研究所

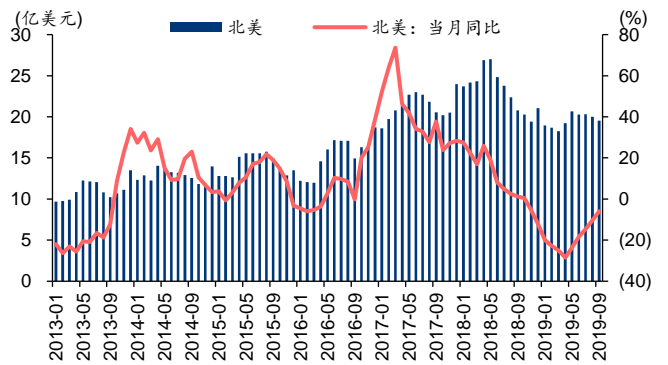
我们认为, 2019 年第四季度有望成为全球半导体设备产业需求及订单回升的向上拐点。我们从三方面迹象推断此结论, 1) 台积电、中芯国际等晶圆厂资本支出复苏, 据 Wind, 2019Q1-3 上述企业资本开支同比由负转正; 2) 全球半导体设备龙头企业较多集中于北美, 据 SEMI, 2019 年 4 月至今, 北美半导体设备企业出货金额的同比下滑幅度收窄; 3) 据公司公告, 全球薄膜沉积、刻蚀设备龙头应用材料、泛林半导体单季收入同比在 19Q3 止跌回升。

图表22: 台积电、中芯国际资本支出及增速



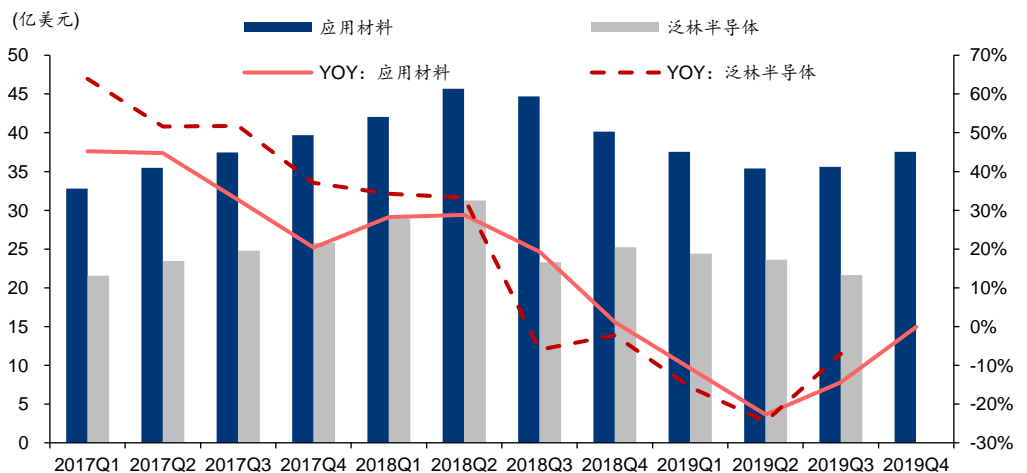
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表23: 北美半导体设备制造商月度出货金额及增速



资料来源: SEMI, 华泰证券研究所

图表24: 应用材料、泛林半导体单季度收入及同比增速

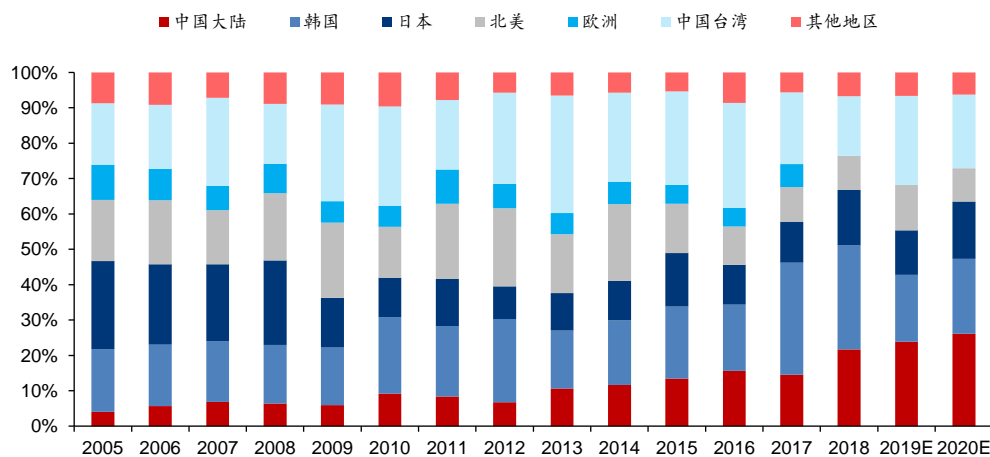


资料来源: SEMI, 华泰证券研究所; 应用材料 2019Q4 财报已披露

### 中国设备市场韧性较强，本土企业或迎订单及收入的向上拐点

作为全球半导体最具活力和发展前景的市场区域之一，中国大陆市场的全球比重总体呈显著上升趋势。据 SEMI 数据及预测，中国市场设备销售额占比由 2005 年的 4% 提高到 2018 年的 20%，2019、2020 年中国市场的全球占比有望大幅提升到 22%、25%。

图表25： 2005~2020 年全球半导体设备销售额的地区分布及预测



资料来源：SEMI，华泰证券研究所

本土晶圆厂先进制程的产能扩张和技术逐步成熟，为国产设备提供了更好的验证试用平台和进口替代机会。通常半导体设备要超前半导体产品制造开发新一代产品，因此设备公司的技术发展需要晶圆厂的合作开发及产品验证。我们认为，随着本土半导体制造企业对新一代先进制程产能的布局，本土设备企业有望获得较好地产品验证机会及更广阔的进口替代市场，国产设备份额上升潜力较大。

图表26： 全球主流晶圆厂的技术迭代进程

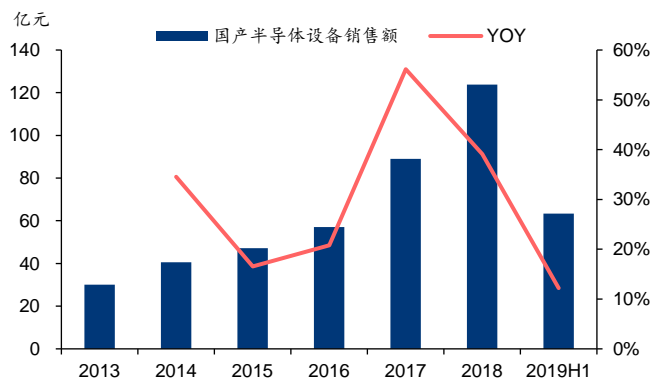
公司	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
台积电		28nm		20nm	16nm		10nm	7nm	7nm+
英特尔		22nm			14nm			10nm	10nm+
格罗方德	32nm	28nm				14nm		10nm	
三星			28nm	20nm	14nm		10nm	7nm	
中芯国际	40nm				28nm				14nm
台联电			28nm					14nm	

资料来源：SEMI 网站，华泰证券研究所

我们认为，国产半导体设备行业正在处于向上的拐点期，且成长韧性强于全球，2019 下半年到 2020 上半年本土企业有望陆续开始显现回升态势。从单季度收入角度来看，国内晶圆加工设备、测试设备代表企业北方华创、长川科技 2019Q3 单季收入增速明显回升，分别达 53%、79%，增速远超海外龙头应用材料、泛林半导体同期增速（分别为-14%、-7%）。据 SEMI 预测，2019 年中国大陆市场销售规模回调至 117 亿美元/yoy-11%，下滑幅度小于全球市场，2020 年销售规模达 145 亿美元/yoy+24%，增速明显高于全球市场。

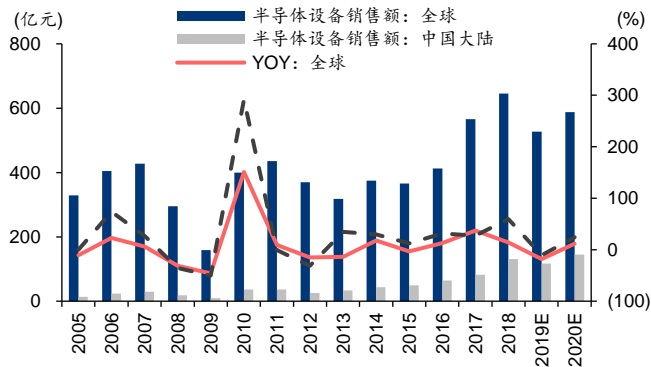


图表27: 中国国产半导体设备销售额及增速



资料来源: 中国电子专用设备工业协会, 华泰证券研究所

图表28: 2005-2020年全球、中国半导体设备销售规模及预测



资料来源: SEMI, 华泰证券研究所

### 国内设备产业体系初成, 优势企业基本具备进口替代能力

得益于国内需求、政策支持、资本、人才储备, 中国半导体制造具备突破的基础。目前中国本土半导体设备产业中已涌现出一批优秀企业, 国产半导体设备逐渐呈现谱系化发展, 其中在细分领域走在国内前列的企业包括: 北方华创(刻蚀设备、薄膜沉积设备、清洗设备等)、中微公司(刻蚀设备)、长川科技(测试设备)、晶盛机电(硅片生长、加工设备)、上海微电子(光刻设备)、沈阳拓荆(薄膜沉积设备)、中科仪(真空获得设备、薄膜沉积设备)、盛美半导体(清洗设备)、华海清科(CMP设备)、南京晶升能源(硅片生长设备)等。

图表29: 中国半导体设备代表企业的产品布局

公司	硅片制造		晶圆制造										测试					
	长晶炉	磨切抛设备	热处理设备	光刻机	刻蚀机		薄膜沉积设备		离子注入机	工艺检测	CMP设备	清洗设备	测试机		分选机	探针台		
	8/12寸	-	-	-	CCP	ICP	CVD	PVD	-	-	-	-	数字	模拟	数模混合	-	-	
A股上市	北方华创																	
A股上市	中微公司																	
未上市	上海微电子																	
未上市	沈阳拓荆																	
新三板上市	中科仪																	
未上市	华海清科																	
美股上市	盛美半导体																	
A股上市	长川科技																	
申报科创板	华峰测控																	
A股上市	晶盛机电																	
未上市	南京晶升能源																	

资料来源: SEMI, 华泰证券研究所

### 行业投资策略研判: 需求拐点+进口替代关键期, 本土龙头国产化能力初具

我们认为国内半导体设备需求及订单向上拐点或已到来, 2020年行业有望实现较快成长。新增需求主要源自5G商用推动全球存储芯片扩产及中国大陆整体晶圆、封测产能扩大, 其中刻蚀和薄膜沉积设备的需求受益程度较高。国产设备企业随着中芯国际、长江存储等技术成熟度上升而获得更多验证试用平台和进口替代机会, 但同时也正面临研发、税收、激励机制等方面的瓶颈和压力。目前本土设备产业链格局已初步形成, 我们判断, 能够进入主流客户供应体系并契合未来工艺方向的优势企业主要包括: 中微公司、北方华创、长川科技、晶盛机电等。推荐长川科技, 关注中微公司。

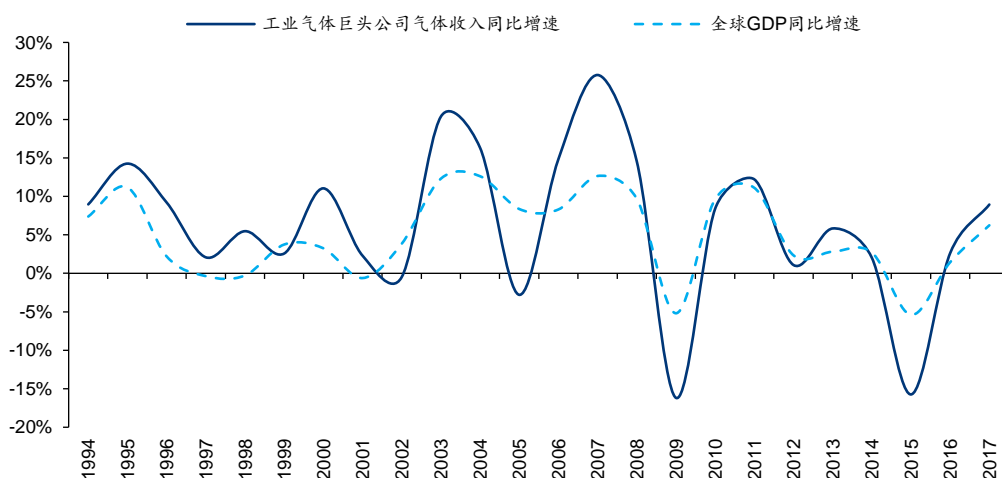
## 工业气体：市场规模有望快速增长，看好本土龙头的扩张

看好工业气体外包业务在中国市场的发展，关注具有扩张能力的本土企业。我们认为本土企业在新增市场上有更强的客户获取能力，看好本土企业的扩张能力。主要逻辑是：1) 本土龙头企业初具规模，具有快速扩张和资源调配的能力；2) 在气体外包率提升的大背景下，本土龙头企业依托空分技术和客户优势，在新增工业气体市场上具有存量客户优势。3) 中西部地区或是重要的新增市场，本土企业在中西部地区有本土文化优势。考虑以上三点，推荐空分设备制造商成功转型工业气体运营商的杭氧股份。

### 2022年中国工业气体市场有望达到近300亿美元规模

工业气体市场规模增速和GDP增速是正相关关系。我们通过1994-2017年四大工业气体公司的气体收入总和的增速与世界GDP增速进行回归，P-value<0.01，结果显著。工业气体市场规模增速大致是GDP增速的1.4倍。

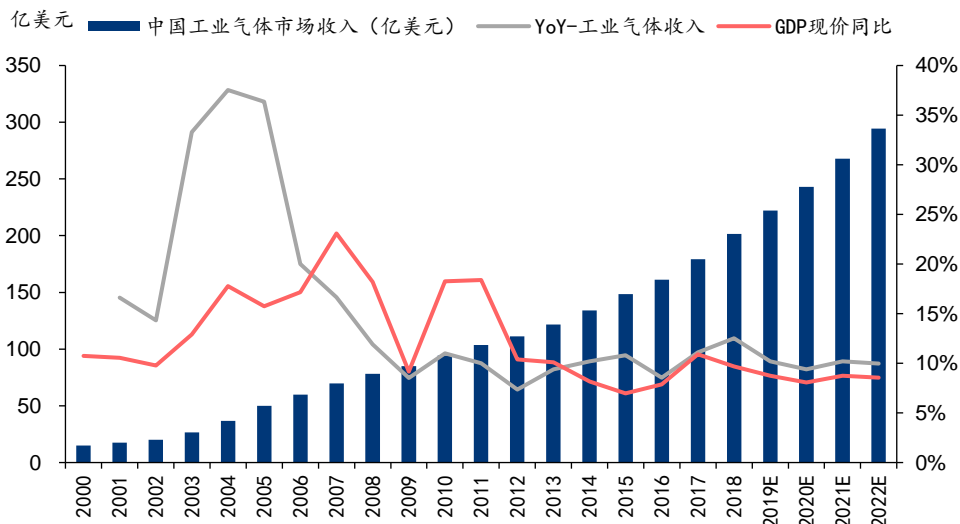
图表30：工业气体市场规模增速和GDP增速正相关



资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所（工业气体巨头公司具体指林德集团、液空公司、普莱克斯和美国空气产品）

中国工业气体市场规模有望较快增长，2022年有望达到近300亿美元。据中国产业信息网，2018年我国工业气体市场规模达到201亿美元。根据世界银行对我国2019-2022年GDP增速的预测和我们的回归，我们预计19-22年我国工业气体市场CAGR为9.93%，到2022年有望达到近300亿美元规模。

图表31：中国工业气体市场销售收入及增速及GDP增速

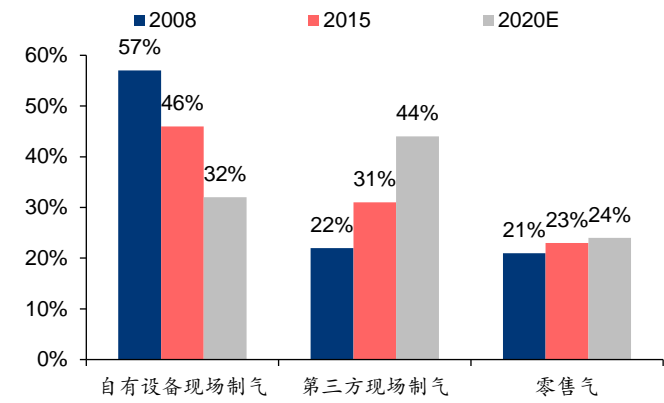


资料来源：世界银行，中国产业信息网，华泰证券研究所

### 我国工业气体外包率仍有较大提升空间

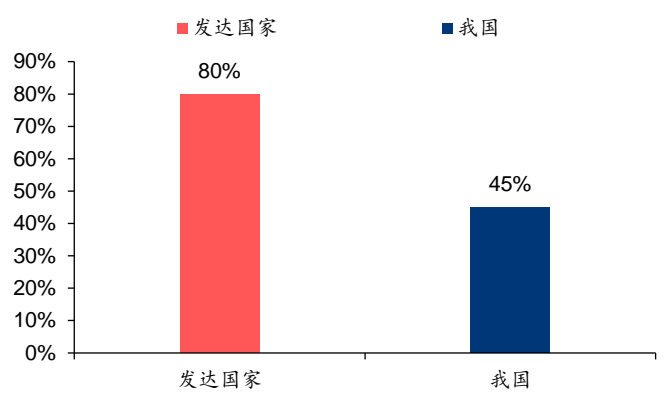
2018 年中国工业气体外包率远低于发达国家，仍有较大提升空间。据中国产业信息网及我们的调研，2018 年中国工业气体外包率约为 45%，相比发达国家 80% 的外包率仍有较大差距。中国产业信息网预计，第三方现场制气在整体现场制气中的占比将从 2015 年的 40% 提升至 2020 的 57%，平均每年提升 3.4 pp。

图表32：中国工业气体销售结构变化情况



资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

图表33：2018 年中国与发达国家第三方工业气体外包率情况比较



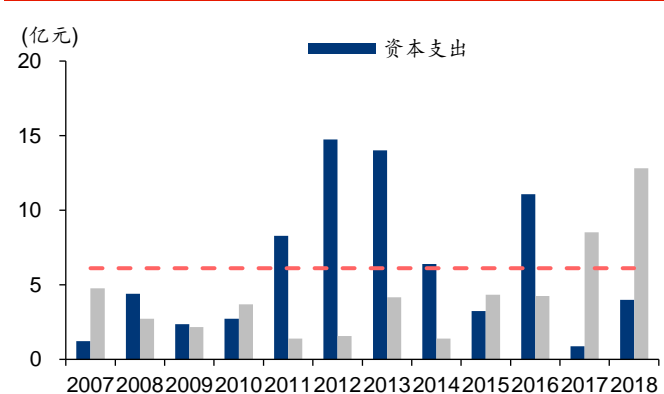
资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

外包行为能获得更低的成本、更高的运营效率和安全保障。成熟市场工业气体行业也经历了由自制到外包的过程，主要考虑因素有：1) 成本因素：据 IAOP，外包行为可至少节省 9% 的成本，而效率和质量则上升 15%。2) 运营效率：据 Oxyeasy，一个 80 万立方米/小时的装置，美国空气产品只需要 16 位操作员，而正常工厂需要配备 50 位以上的操作员。同时外包行为可以让工厂从空气分离设备的重资产购买行为中解放出来，将有限的资本集中于主业，减少空分设备运营亏损的风险，提高运营效率。3) 安全因素：外包行为能使空分设备在专业人员的操作下运营，有更高的安全保障，在出险同时也能获得及时专业的处理。三个因素叠加有望推动中国工业气体市场的外包率持续提升。

### 现金流良性循环已现，本土气体公司正迎来加速发展的拐点

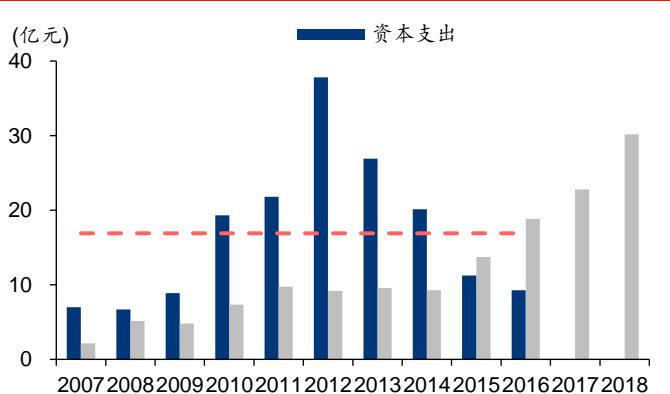
现金流形成良性循环出现，国内企业进入“滚雪球”加速发展模式的重要拐点。随着气体项目的累计规模不断增加和气体收入占比的提升，公司的经营活动现金流稳健增长并足以覆盖公司进一步扩张所需的资本开支，此时公司将有望进入“滚雪球”的加速发展模式，实现中长期可持续的扩张。国内龙头杭氧股份，盈德气体正进入类似于海外龙头发展成成熟的现金流良性循环阶段，有望迎来灵活、稳健、可持续的成长新阶段。

图表34：杭氧股份经营活动现金流量与资本支出



资料来源：杭氧股份公司公告，华泰证券研究所

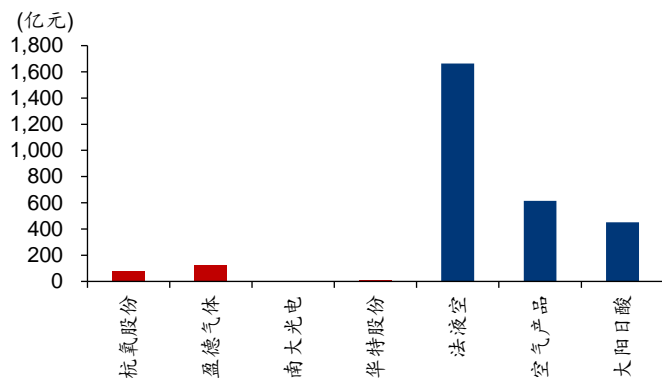
图表35：盈德气体经营活动现金流量与资本支出



资料来源：盈德气体公司公告，华泰证券研究所

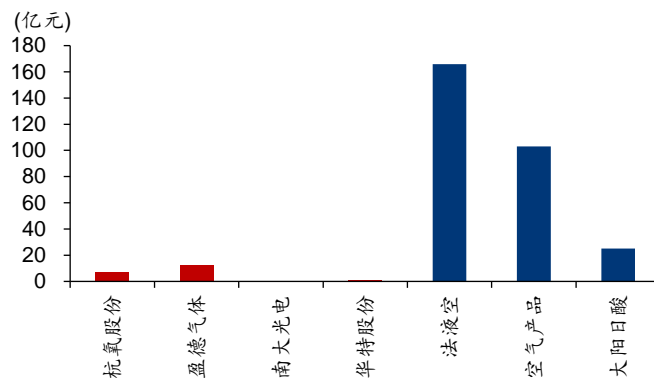
本土企业收入及利润体量仍远小于海外龙头，但增速明显高于海外，处于高速增长阶段。2018 年中国规模最大的气体公司盈德气体、杭氧股份收入分别为法液空的 8%、5%，归母净利润分别为法液空的 7%、4%。但从归母净利润增速角度来看，海外龙头已进入温和增长阶段，本土企业则正处于高速发展期，2015~2018 年杭氧股份、盈德气体分别实现了 73%、32% 的归母净利润复合增长，大幅领先于海外龙头同期增速。

图表36： 中外气体公司 2018 财年营业收入对比



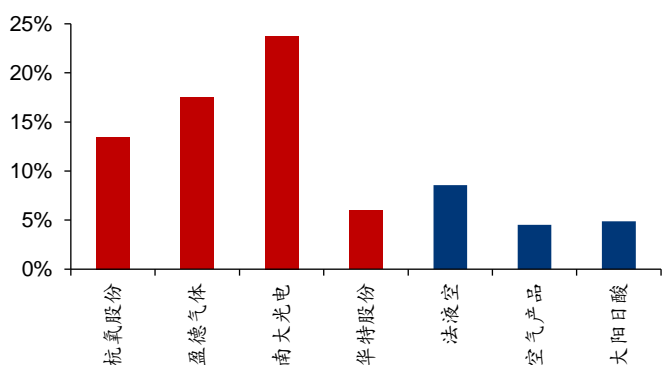
资料来源：Wind，盈德气体官网，华泰证券研究所

图表37： 中外气体公司 2018 财年归母净利润对比



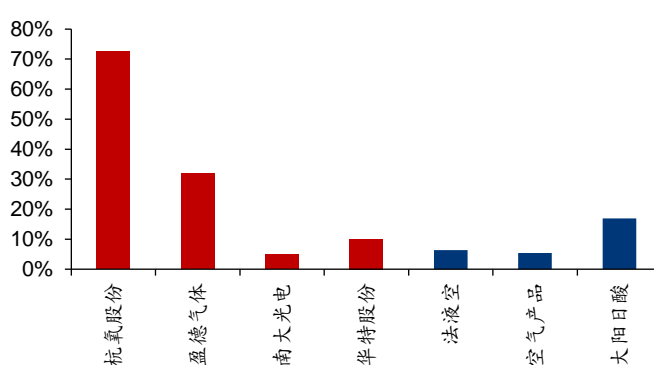
资料来源：Wind，盈德气体官网，华泰证券研究所

图表38： 中外气体公司 2015~2018 财年营业收入复合增速对比



资料来源：Wind，盈德气体官网，华泰证券研究所；杭氧股份为气体业务收入增速（剔除设备）

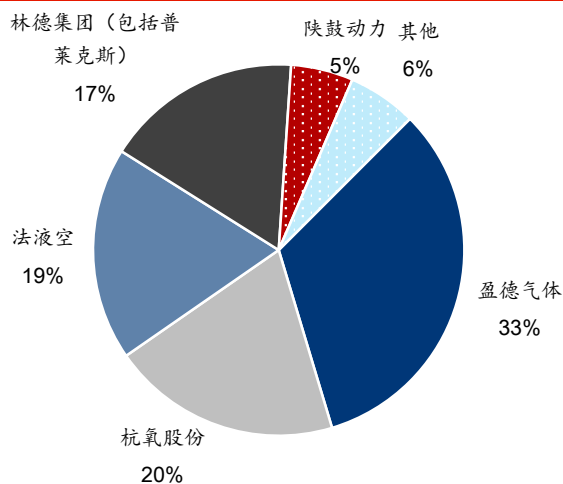
图表39： 中外气体公司 2015~2018 财年归母净利润复合增速对比



资料来源：Wind，盈德气体官网，华泰证券研究所

从第三方制气的装机量占比看，本土龙头杭氧股份、盈德气体在本土市场也已初具规模。据杭氧股份、陕鼓动力公司公告及盈德气体官网公告披露，截止 2018 年的合计客户现场装机量里中国市场总体装机量约为 700 万立方米/小时，其中盈德气体、杭氧股份和陕鼓动力分别占比为 33%、20%和 5%。我们认为，从国内市场装机量占比来看，目前本土龙头企业杭氧股份和盈德气体已初步具备大公司的资源调配和快速扩张的能力。

**图表40： 2018 年中国第三方现场制气装机量市场格局**



资料来源：各公司公告，华泰证券研究所（注：统计数据只包含提供现场工业气体的独立供应商）

**行业投资策略研判：现金流进入良性循环，看好本土企业中长期发展潜力**  
我们认为，本土龙头企业已经迈过了现金流良性循环的拐点，看好本土企业的扩张能力。一方面，国内龙头杭氧股份，盈德气体正进入类似于海外龙头发展成熟期的现金流良性循环阶段，有望迎来灵活、稳健、可持续的成长新阶段。另一方面，基于本土企业的存量客户优势和成本优势，我们看好本土企业抢占由空分设备客户转换为集中供气客户的新增市场的扩张能力，推荐本土龙头杭氧股份。

## 锂电设备：短期业绩承压，设备龙头强者恒强

19 年前三季度新能源车需求低迷，导致动力电池行业扩产更加谨慎、招标进度趋缓，锂电设备新订单增速亦有所下行。存货和预收款作为锂电设备公司订单的间接指标，自 18 年末以来连续 4 个季度变化不大。我们认为，设备订单的长期增量将来自于：1) 欧洲汽车大厂加速电动化转型，欧洲本土动力电池扩产势在必行；2) 国内新能源补贴退出以及特斯拉国产化，国内高端电池需求提升，外资电池品牌加速入华。高工锂电数据显示，2018 年末全球动力电池龙头企业（CATL/比亚迪/松下/LG/三星/Northvolt）总产能为 99 GWh，2022 年规划产能为 542 GWh，对应 19-22 年 CAGR 为 53%。

## 新能源车全球化序幕拉开，重点在中国与欧洲布局

主流车企启动电动化战略，重点在中国与欧洲市场。德国作为全球汽车工业领导者，德系车企已开启全面电动化，其中奔驰/宝马/奥迪/大众均计划在 2019 年底推出纯电新车型。日系车企在新能源布局向来保守和迟缓，亦在 19 年转变态度，丰田分别与比亚迪、CATL 及滴滴达成新能源合作。中国与欧洲作为新能源车消费的主要市场，已成为众多车企电动化布局的重心。随着特斯拉国产化推进，以及国内汽车业外资股比的放开，外资车企有望加速在华新能源布局。

图表 41： 外资车企加速电动化战略

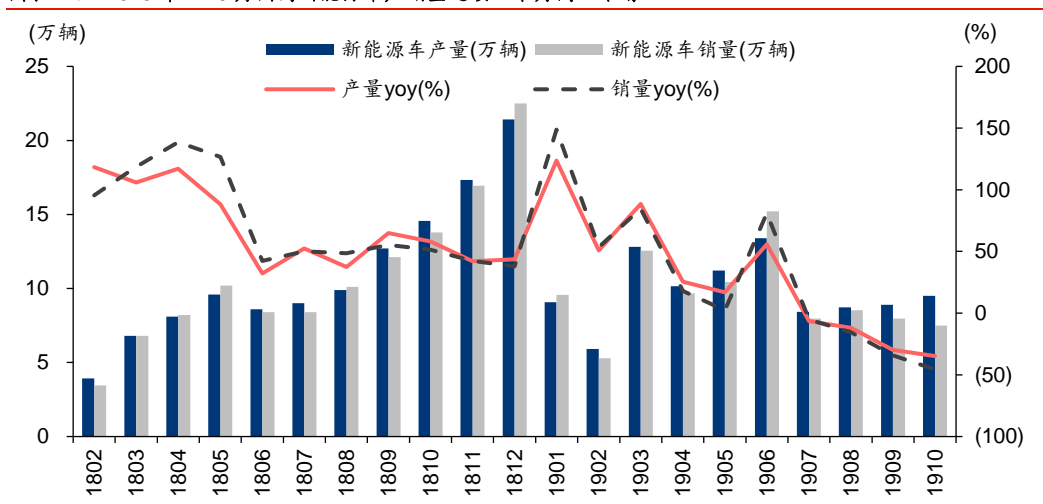
外资车企	愿景目标	电动化路线	近期布局	在华布局
特斯拉	纯电动车、太阳能面板和清洁能源存储	SEXY 产品矩阵	MODEL Y 预计 2020 年 8 月在美国投产，10 月在上海投产	上海超级工厂一期投产，1.5 期工程启动，包含电池组生产单元
奔驰	2022 年实现车辆生产碳中和，2030 年电动车销量占 50% 以上	三线并行：纯电动 EQ 系列+插电 EQ POWER+48V 轻混 EQ BOOST	2019 年底推出 20 款纯电动及插电车型	与北汽、比亚迪、吉利合作，投资建设电池、储能、电动汽车工厂
宝马	2023 年推出 25 款新能源车型	纯电动 13 款+插电 12 款	2019 年底实现全球累计 50 万辆新能源车交付	MINI 品牌与长城合作，大东工厂新增年产能 24 万辆，铁西工厂新增产能 40 万辆
奥迪	2025 年推出 30 余款电动车型，实现销售 100 万辆，内部占比提升至 40%	2023 年底前投入 400 亿欧元，其中 140 亿用于电动出行、数字化和高级别自动驾驶领域	2019 年底推出 12 款电动车型	与一汽在新能源、智能互联、移动出行领域合作，2022 年在华投放 10 款纯电动车型
大众	2028 年推出 70 款电动车型，实现产量 2,200 万辆，2030 年欧洲与中国电动车产量占比超 40%	MEB 平台+规划，2023 年底前投入 300 亿欧元用于汽车电动化	2019 年底开始投产 MEB 首款车型，2020 年中期交付	与上汽、一汽、江淮合作布局新车型，引入 MEB 纯电平台，增加 6 款 MEB 车型；与 CATL 合作动力电池，未来有可能自建电池厂
丰田	2025 年纯电+燃料电池销售 100 万辆，占比 18%，插电+混动销售 450 万辆，占比 82%	“四线”并行：纯电动+燃料电池+插电+混动		与比亚迪合作动力电池研发，与广汽、一汽合作纯电动车型；与滴滴合作电动出行
通用	2023 年推出 20 款纯电动车型，2030 年 60 款实现销量 283 万辆	混动 20 款+增程式 15 款+插电 6 款+纯电动 19 款		上汽通用推 9 款国产插电或纯电动车型，完成轻混、全混、插电、纯电全系列国产化

资料来源：中国汽车产业信息网、华泰证券研究所

## 新能源车短期销量疲软，动力电池行业洗牌加速

补贴退坡影响，国内新能源车销量短期疲软。中汽协数据显示，19 年 1-10 月，国内新能源车累计产销量分别为 98.1 万辆和 94.7 万辆，同比增长 12.5% 和 11.1%，增速较去年同期下滑 58.2 pct 和 64.5 pct。随着 7 月补贴退坡过渡期的结束，新能源车单月的产销量连续四个月同比下滑。考虑到同比高基数影响，我们预计 19 年 11 月及 12 月至 2020 年上半年销量增速依然不乐观，但下半年有望出现反转，得益于 1) 19 年同期基数较低；2) 出台刺激消费政策，促进新能源车销量回暖；3) 大型主机厂推出更多的新能源车型

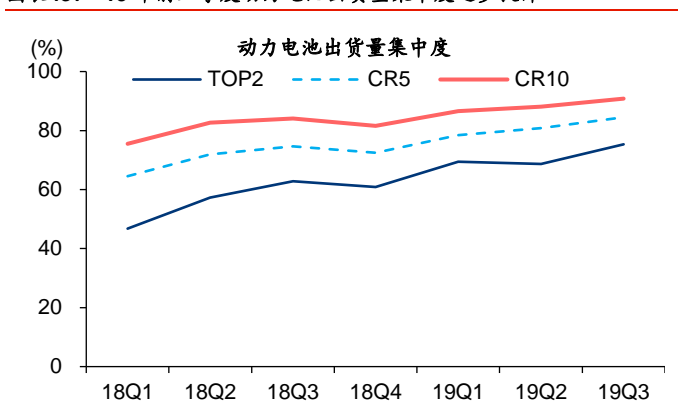
**图表42： 2019 年 7-10 月国内新能源车产销量连续四个月同比下滑**



资料来源：中国汽车工业协会、华泰证券研究所

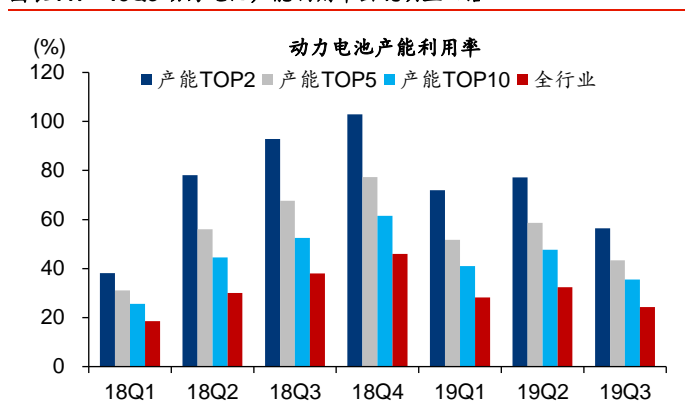
**动力电池产能结构性过剩。**GGII 数据显示，截至 2019 年三季度末，国内动力电池产能合计 271 GWh，集中度 CR5 与 CR10 分别达到 47.4%和 62.2%，自 2017 年末以来持续提升。动力电池销售市场更加集中，19 年前三季度国内动力电池累计出货量为 51.67 GWh，TOP2（宁德时代+比亚迪）合计占比 71%，CR5 与 CR10 分别达到 80.7%和 87.8%。新能源车产销量的下滑亦拖累动力电池产能利用率，19 年前三季度仅为 19.1%，各季度同比逐渐走低。不同厂商的产能利用率持续分化，TOP2 显著好于其他竞争对手。

**图表43： 19 年前三季度动力电池出货量集中度逐步提升**



资料来源：GGII、华泰证券研究所

**图表44： 19Q3 动力电池产能利用率出现明显回落**



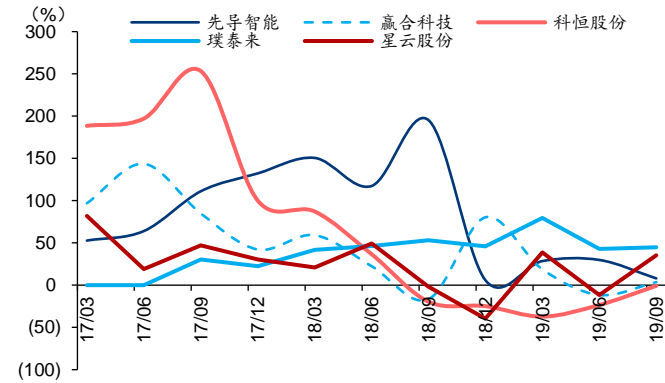
资料来源：GGII、华泰证券研究所

**动力电池行业加速整合。**动力电池应用分会数据显示，2019 年 1-10 月份国内有装机数据的动力电池企业仅有 29 家，较 2018 年同期减少约 60 家。我们预计未来的扩产需求将主要来自国内外龙头电池厂商：1) 绑定主流车企，下游需求明确；2) 资金实力雄厚，抗压能力更强；3) 技术研发领先，产线建设更快。

**国产设备龙头企业调整战略，强者恒强格局延续**

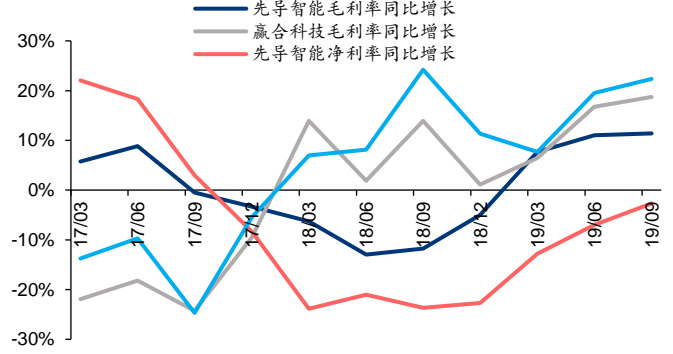
**设备厂商收入增速探底，盈利水平逐渐修复。**国内锂电设备企业 19Q2 至 19Q3 的收入增速均处于历史低位水平。结合 19 年 6 月末待验收订单与验收周期判断，我们预计 19Q4 收入增速或仍将低位徘徊。锂电设备企业的盈利能力持续修复，得益于对产品质量和成本的良好把控，19Q1 至 19Q3 先导智能与赢合科技的毛利率和净利率同比均有所上升。

**图表45： 19Q2-Q3 锂电设备企业单季度收入增速处于历史低位**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

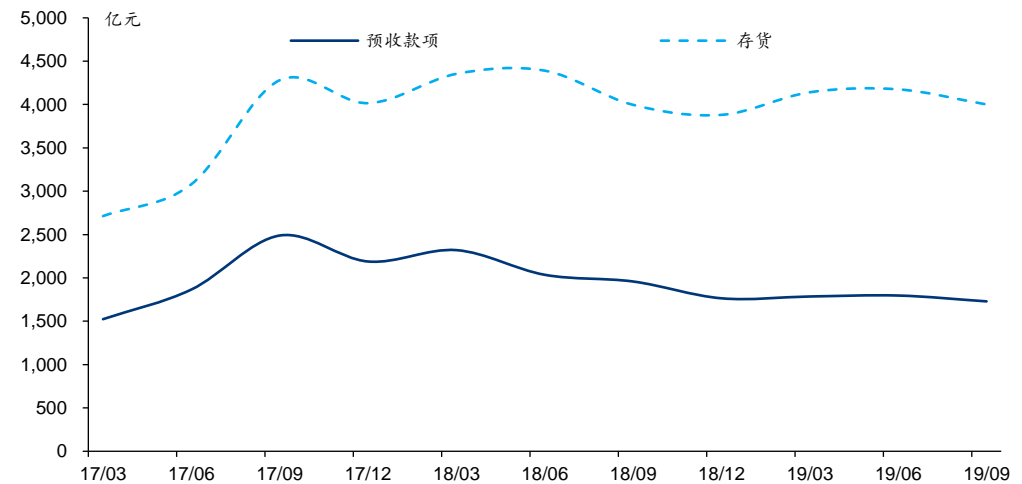
**图表46： 19Q1-Q3 龙头设备企业的毛利率和净利率有所提升**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**锂电设备招标趋缓。**19 年前三季度新能源车需求低迷，导致动力电池行业扩产更加谨慎、招标进度趋缓，锂电设备新订单增速亦有所下行。存货和预收款作为锂电设备公司订单的间接指标，自 18 年末以来连续 4 个季度变化不大。

**图表47： 从预收款项与存货判断，19 年新增订单规模同比或下滑**



资料来源：Wind，华泰证券研究所（统计口径为锂电设备企业先导智能、赢合科技、科恒股份和星云股份总体预收账款及存货）

**设备企业战略调整：减少外协占比，加大研发投入。**19 年以来，国内锂电设备龙头的战略调整主要集中在两个方面：1) 主动减少外协占比，在动力电池继续高端化的背景下，锂电池下游行业对设备技术参数、设备质量和运行稳定性提出更高要求，高精度零部件需要更高的加工设备进行生产。传统的外协厂商缺乏相应的设备与能力；2) 加大研发投入，应对动力电池技术路线的变化。卷绕和叠片技术目前各有优劣，卷绕效率高且工艺简单，但电芯品质不如叠片；叠片机可通过多工位提升效率，但总成本依旧高昂且电芯一致性差。先导在卷绕领域一家独大，研发投入包括锂电池制造（涂布/叠片/整线）；赢合的模切叠片一体设备具备一定优势；涂布机和激光切水平的优势比较强；卷绕机技术正在提升。



图表48：截至 2019 年三季度末，锂电设备布局情况

锂电设备厂商	搅拌机	涂布机	辊压机	分条机	制片机	卷绕机	模切机	叠片机	焊接机	注液机	化成分容	检测
先导智能		●		●	●	★	●	●	●	●	★	●
赢合科技		●	●	●	●	●	●	★	●	●	●	●
璞泰来（新嘉拓）		★										
科恒股份（浩能科技）		★	●	●	●			○				
大族激光	●	○		●			●		●	○		
星云股份											●	★
智云股份												●
金银河	●	●	●									
吉阳科技					●	●	●	●	●	●	●	
正业科技（炫硕光电）												★
北方华创（七星电子）	●	●	●	●		●		●				●
华冠科技					●	●		●				
亿鑫丰					○		●	○				
纳科诺尔			●									

资料来源：公司公告、华泰证券研究所；注：★-优势产品 ●-覆盖产品 ○-并购或研发产品

### 行业投资策略研判：看好新能源车全球化趋势，强者恒强关注龙头

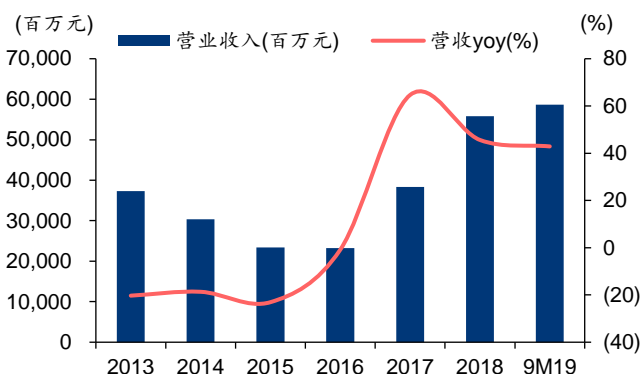
考虑到锂电池产业链进入调整期以及研发投入加大，我们预计 19Q3 至 20Q2 或是锂电设备厂商的业绩增速低点。我们看好新能源汽车全球化发展趋势，高端客户对设备产品精度、定制化、保密性需求会进一步上升，未来订单份额或将向龙头设备商聚集。从产品实力、市场份额与客户资源三个角度，建议关注先导智能（锂电设备龙头，客户结构优质）。

## 推荐及建议关注标的

### 三一重工：经营质量持续提升，龙头地位稳固

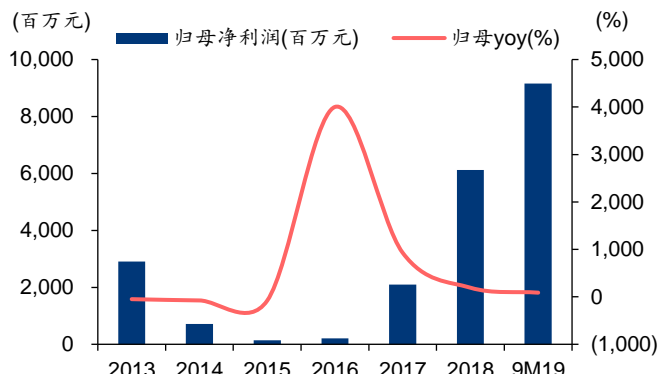
公司营收稳步提高，盈利能力快速修复，费用控制良好。经营质量持续提升，财务结构稳健，经营现金流稳定。我们预计20年工程机械行业有望平稳发展，公司竞争力持续提升，盈利水平提升有望超预期。预计2019-21年归母净利润为110/130/150亿元，EPS为1.31/1.54/1.78元，PE为10.6/9.0/7.8x。同行业国内公司20年PE均值为9.1x，海外龙头CAT与小松20年PE均值为11.1x。对标全球龙头，我们看好公司的长期发展潜力。给予公司2020年PE估值10x~11x，对应目标价15.45~16.99元，维持“买入”评级。

图表49：19年1-9月实现营业收入587亿元/+43%



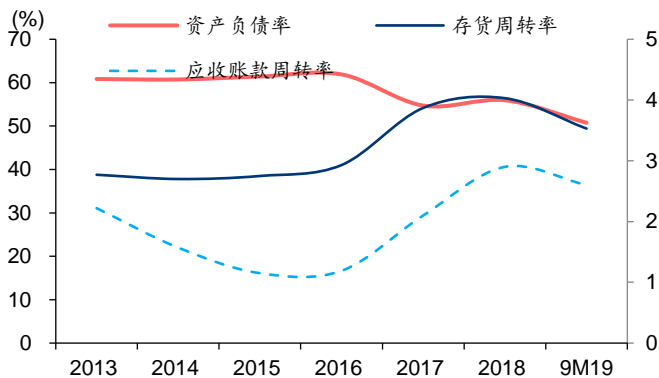
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表50：19年1-9月归母净利润达到历史新高



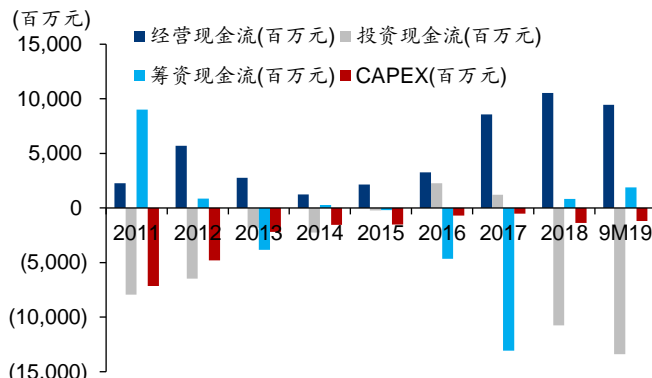
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表51：19年1-9月资本结构与营运能力



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表52：19年1-9月经营现金流稳定增长

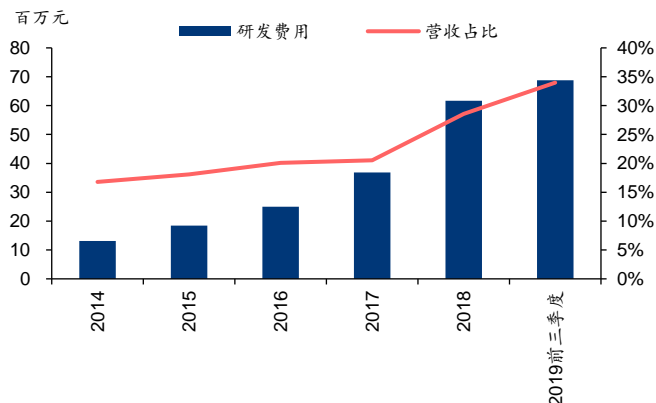


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

### 长川科技：国产替代加速，收入或迎向上拐点

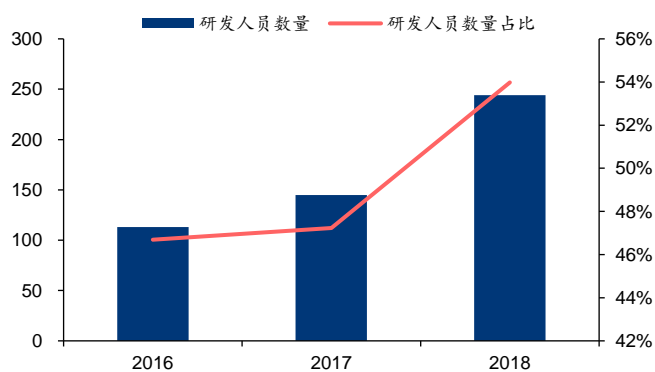
国产化需求提升、新品逐步成熟，收入或迎拐点。公司作为本土半导体测试设备领军企业，通过自主研发实现了数字测试机和探针台国产化突破。受益于国内芯片设计产业加速成长、自主可控需求提升，同时新产品逐步成熟，公司收入或迎向上拐点。虽然19Q3研发、管理费用增加导致利润尚未明显好转（单季管理研发费用达0.47亿元/yoy+114%），但公司单季实现收入1.0亿元/yoy+79%，创上市以来历史新高，我们认为收入跨越式增长印证了前期持续研发投入带来的技术储备和产品突破开始转换为销售额（受制于研发投入大等原因，利润拐点或滞后于收入）。预计19~21年EPS为0.08/0.27/0.49元，维持“买入”评级。

**图表53: 2014-2019年前三季度长川科技研发费用率情况**



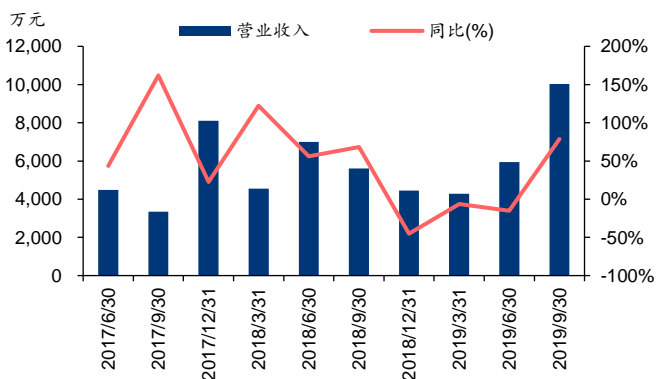
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**图表54: 2016-2018 长川科技科研人员人数及与总人数占比**



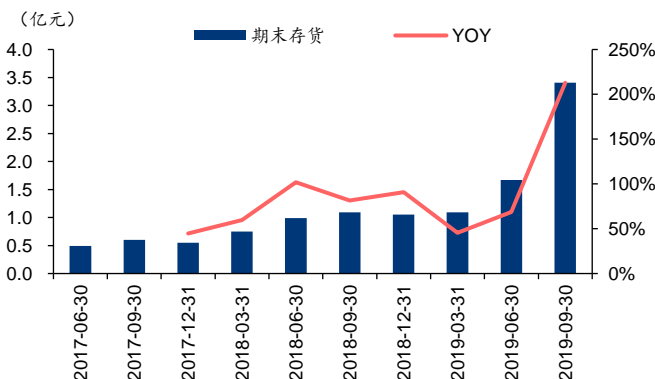
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**图表55: 长川科技 2017Q2-2019Q3 单季度营业收入及同比情况**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表56: 长川科技 2017Q2-2019Q3 单季度期末存货及同比情况**

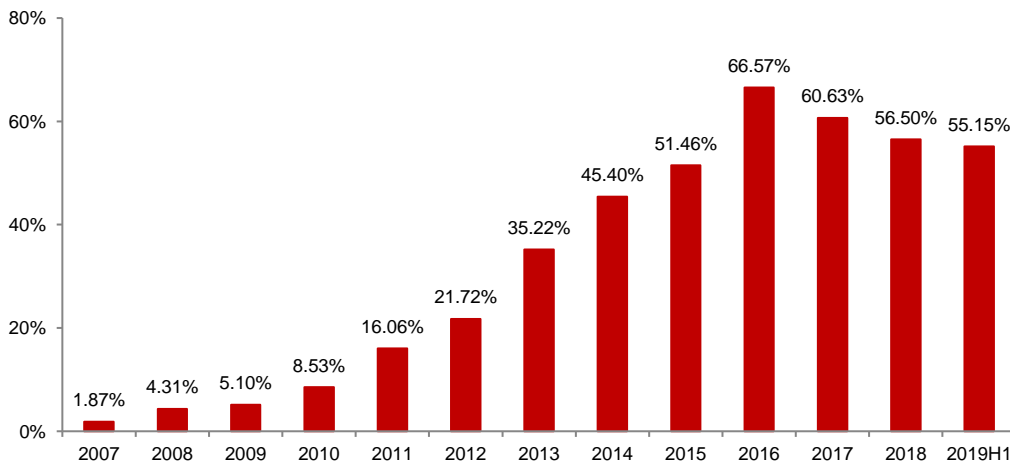


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 杭氧股份: 战略转型成果卓著, 长期成长动力充沛

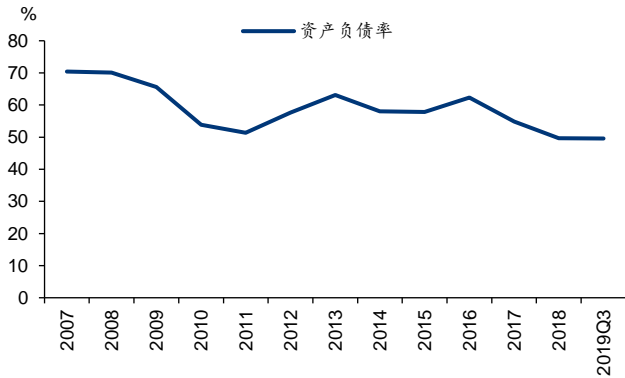
公司气体业务战略稳步实施, 集中供气项目储备充足, 业务稳定性有望持续提升, 现金流充沛, 中长期成长韧性较强。气体业务有望稳健成长。预计 2019~21 年归母净利润分别为 7.0/8.8/10.7 亿元, 对应 PE 分别为 16/13/10x。可比公司 2019 年平均 PE 为 18x, 考虑公司的中长期成长性, 维持 2019 年目标 PE 20~23x, 对应股价区间为 14.60~16.79 元。

**图表57: 公司气体业务收入占主营业务收入比重图**



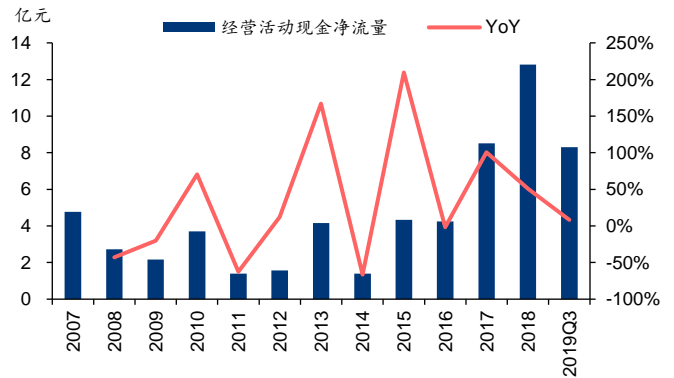
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表58: 2007-2019Q3 公司资产负债率情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表59: 2007-2019Q3 公司经营活动现金净流量及同比情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 中微公司: 潜力深远的国产半导体刻蚀设备领先企业

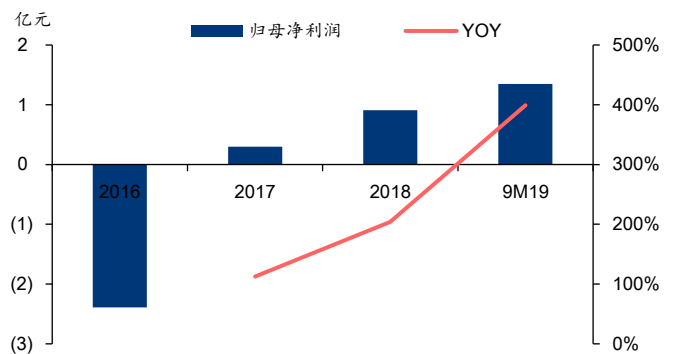
公司专注于集成电路、LED 关键制造设备, 核心产品包括: 1) 用于 IC 集成电路领域的等离子体刻蚀设备 (CCP、ICP)、深硅刻蚀设备 (TSV); 2) 用于 LED 芯片领域的 MOCVD 设备。公司 2019 年收入增速放缓, 主要系下游客户晶圆厂仍然存在资本性支出的波动及行业周期性波动。公司实现科创板 IPO 成功发行, 坚守国产半导体设备领先地位。随着市场拓展和收入扩张, 公司期间费用率有所收缩。

图表60: 近年公司营业收入及增速



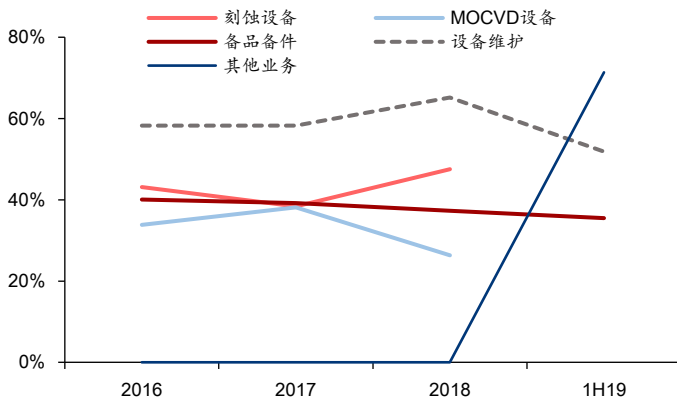
资料来源: 中微公司招股说明书, 华泰证券研究所

图表61: 近年公司归母净利润及增速



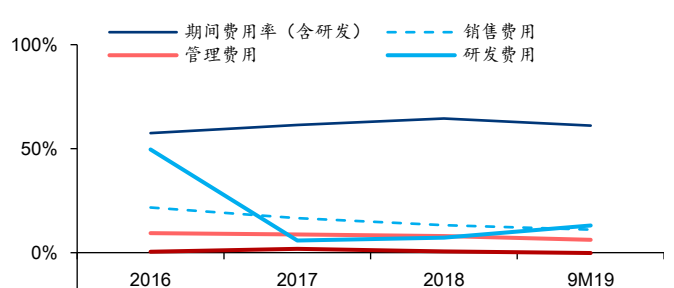
资料来源: 中微公司招股说明书, 华泰证券研究所

图表62: 近年公司主要业务毛利率情况



资料来源: 中微公司招股说明书, 华泰证券研究所

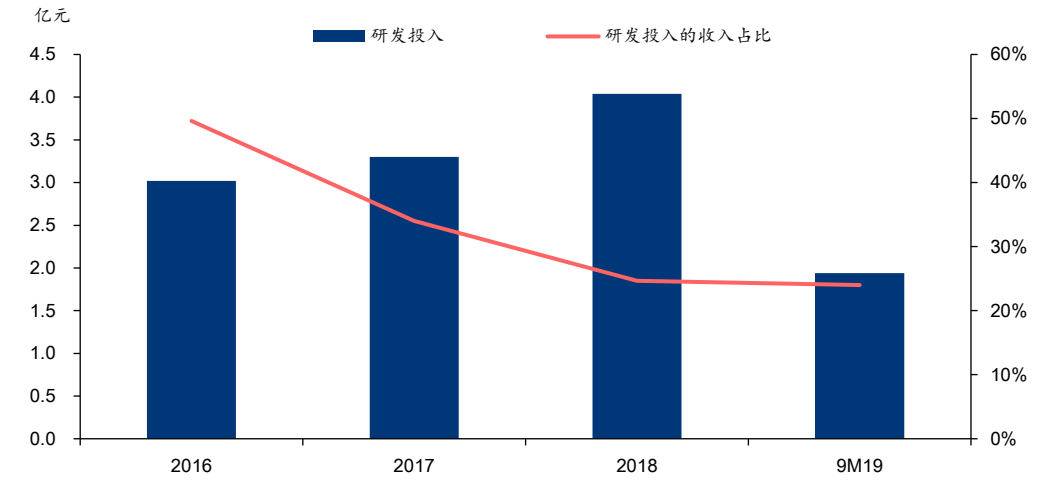
图表63: 近年公司期间费用率情况



资料来源: 中微公司招股说明书, 华泰证券研究所

公司坚持推动以研发创新为驱动的增长策略。公司高度重视核心技术的自主创新，坚持走独立自主开发的路线，2016~2019H1 累计研发投入 12.31 亿元，约占同期营业收入的 30.6%。产品线不断升级丰富推动公司收入增长。今年公司继续开拓 ICP 刻蚀设备业务，Primo Nanova 已实现客户验证并量产，同时寻求新的客户验证；CCP 刻蚀设备保持竞争优势，并已批量应用于国内外集成电路的加工制造；公司 MOCVD 设备保持大额发货量，深紫外 LED 设备已实现客户验证，并继续推动 Mini Led 技术研发。中微公司在全球氮化镓 LED MOCVD 设备市场占据领先地位，等离子体刻蚀设备已实现覆盖 65 纳米至 5 纳米工艺应用。

图表64：近年公司研发投入情况

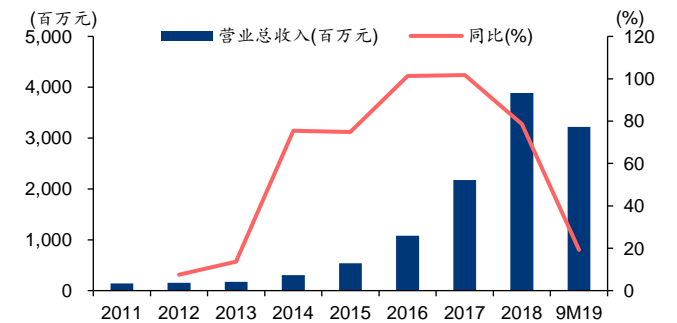


资料来源：中微公司招股说明书，华泰证券研究所

**先导智能：进入海外开拓关键期，研发与产能投入加大**

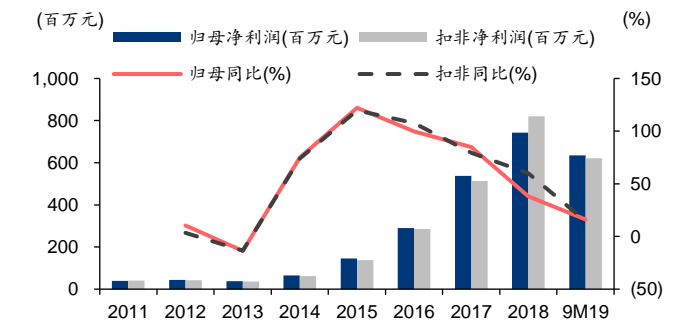
我们看好新能源汽车全球化发展趋势，高端设备供应商具备中长期空间。先导智能领先于同行，海外业务已经进入开拓关键期，有望成为未来拉动业绩的主要动力。预计 19-21 年营业收入为 46.0/60.0/66.0 亿元，归母净利润 9.50/12.88/14.87 亿元，对应 EPS 为 1.08/1.46/1.69 元。公司短期业绩承压，中长期成长逻辑未变。公司作为设备领域龙头公司，产品质量与市场份额领先，仍有望保持估值溢价。可比公司 20 年 PE 均值为 18.8x，给予公司 20 年 PE 估值 25x~27x，对应目标价 36.53~39.45 元。维持“买入”评级。

图表65：2019 年 1-9 月实现营业收入 32.17 亿元/+19.3%



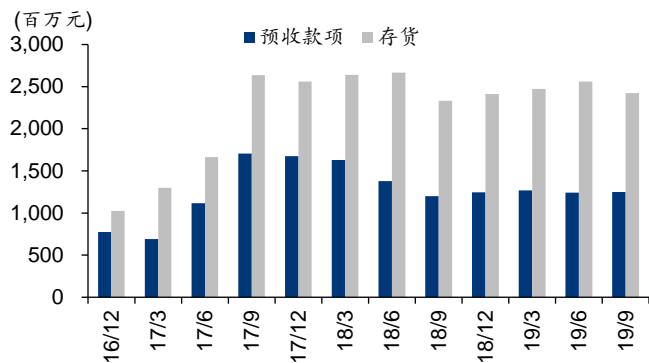
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表66：2019 年 1-9 月归母净利润 6.35 亿元/+16.1%



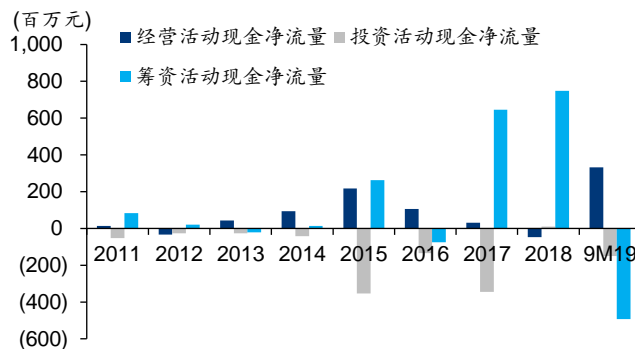
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表67: 存货和预收款自18年末以来连续4个季度期末值变化较小



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表68: 2019年1-9月经营活动现金净流入3.32亿元



资料来源: Wind、华泰证券研究所

### 风险提示

**宏观经济增速不及预期。**机械整体上来看属于中游行业，若未来经济增速不达预期，下游资本开支减少将挤压行业的盈利空间。

**行业政策转向导致下游需求低于预期。**对处于成长期的行业而言，国家产业政策具有指导行业发展路径的作用。若产业政策转向，可能导致原有产品需求降温。

**国际贸易摩擦加剧限制产业发展。**中国先进制造业的崛起进程一定程度上会对美日欧等发达经济体的高端制造业产生冲击，因此在关于知识产权、进出口关税等多种问题上发达经济体与中国之间存在产生纠纷的可能，若此类情况导致国际贸易加剧，我们认为或将对我国先进制造业崛起带来一定的负面影响。

**国内产业进步速度慢于预期。**相比于传统中低端制造业，先进制造业具有技术壁垒高、研发周期长、设备投资高等特点，因此中国企业在技术突破上存在慢于预期的可能性，或将导致先进制造产业崛起进度及相关制造企业成长速度不及预期。

**原材料价格大幅波动。**原材料及零部件成本受多种因素影响，如市场供求、供应商变动、替代材料的可获得性、供应商生产状况的变动及自然灾害等。关键零部件短缺及钢材等原材料价格剧烈波动或对工程机械厂商的生产经营构成一定压力。

**基建与房地产投资不及预期。**工程机械需求主要来源于国内基础设施建设和房地产开发的资本开支。若基建或房地产投资下降，可能导致工程机械行业需求的减少。

**高端装备下游新兴产业需求不及预期。**高端装备制造业的发展离不开下游新兴产业的强劲需求。若新兴产业景气度走弱，或将导致晶圆厂、硅片厂和汽车、电子行业自动化产线投资不及预期，进而传导至半导体设备、机器人等装备企业，导致行业发展速度不及预期。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com