

徐工机械 (000425.SZ)

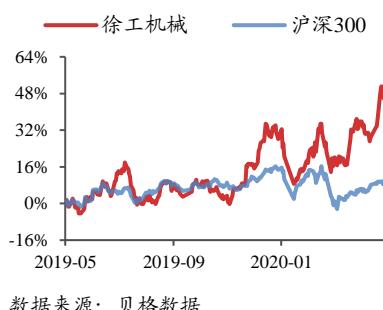
2020 年 05 月 18 日

起重机龙头企业，混改稳步推进，优质资产有望注入提升盈利能力

投资评级：买入（首次）

日期	2020/5/15
当前股价(元)	6.27
一年最高最低(元)	6.75/4.11
总市值(亿元)	491.17
流通市值(亿元)	438.59
总股本(亿股)	78.34
流通股本(亿股)	69.95
近 3 个月换手率(%)	108.43

股价走势图



段小虎（分析师）

duanxiaohu@kysec.cn

证书编号: S0790520020001

● 工程机械行业景气度上行，起重机龙头企业营收/业绩大幅增长，首次覆盖给予“买入”评级

新老基建逐步落地，刺激新增需求；环保政策趋严，更新需求旺盛；母公司混改后优质的挖掘机资产有望注入徐工机械，优化公司产品结构，提升公司盈利能力。2016 年工程机械行业进入上行周期，公司营收和归母净利润大幅回升，市场份额持续提升。我们预测公司 2020-2022 年可实现归母净利润 45.89/ 52.25/60.06 亿元，分别同比增长 26.7%/13.9%/14.9%；EPS 分别为 0.59/0.67/0.77 元；当前股价对应 PE 分别为 10.7/9.4/8.2 倍。参考可比上市公司，公司 2020-2022 年动态 PE 估值低于可比上市公司平均估值水平，考虑到公司作为工程机械龙头企业，叠加混改预期，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 母公司混改后优质资产有望注入，提升公司盈利能力，抬高估值水平

母公司旗下未上市的第一大收入体量挖掘机业务市场份额持续扩张，品牌竞争力持续提升。2019 年徐工集团挖掘机营业收入达 137.93 亿元，同比增长 29.09%，市场份额达 14.1%，毛利率达到 30.91%，跃居国内第二大挖机主机厂；2020 年一季度，徐工挖掘机市场份额提升至 17%。混改后母公司优质挖掘机械资产有望注入，公司总体盈利水平和估值水平将进一步提升。

● 新老基建+环保升级，行业需求旺盛，助力公司业绩稳定增长

1) 政治上，2020 年全面小康、GDP 较 2010 年翻一番等政治要求；2) 经济上，国家在固定资产的投资加速，新老基建逐渐落地；3) 政策上，加速淘汰“国三”排放标准以下设备，实施“国六”排放标准。工程机械行业的新增需求和旧存量的更新需求旺盛，公司未来业绩收入有望保持稳定增长态势。

● 风险提示：地产基建投资额增速不达预期；混改进程存在不确定性；行业价格战加剧等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	44,410	59,176	66,175	73,073	81,136
YOY(%)	52.4	33.2	11.8	10.4	11.0
归母净利润(百万元)	2,046	3,621	4,589	5,225	6,006
YOY(%)	100.4	77.0	26.7	13.9	14.9
毛利率(%)	16.7	17.5	17.2	16.7	16.8
净利率(%)	4.6	6.1	6.9	7.2	7.4
ROE(%)	6.8	10.8	12.2	12.3	12.5
EPS(摊薄/元)	0.26	0.46	0.59	0.67	0.77
P/E(倍)	24.0	13.6	10.7	9.4	8.2
P/B(倍)	1.9	1.7	1.5	1.3	1.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、起重机龙头企业，混改落地开启治理新篇章.....	3
2、公司产销量增加，收入和盈利能力大幅提升.....	5
3、新基建逐渐落地，环保政策趋严，更新需求旺盛，刺激工程机械行业回暖.....	6
3.1、国家固定资产的投资增长推动工程机械需求上升.....	6
3.2、环保政策日渐趋严，工程机械设备更新换代需求有望加速.....	7
4、盈利预测与投资建议	9
5、风险提示	9
附：财务预测摘要	10

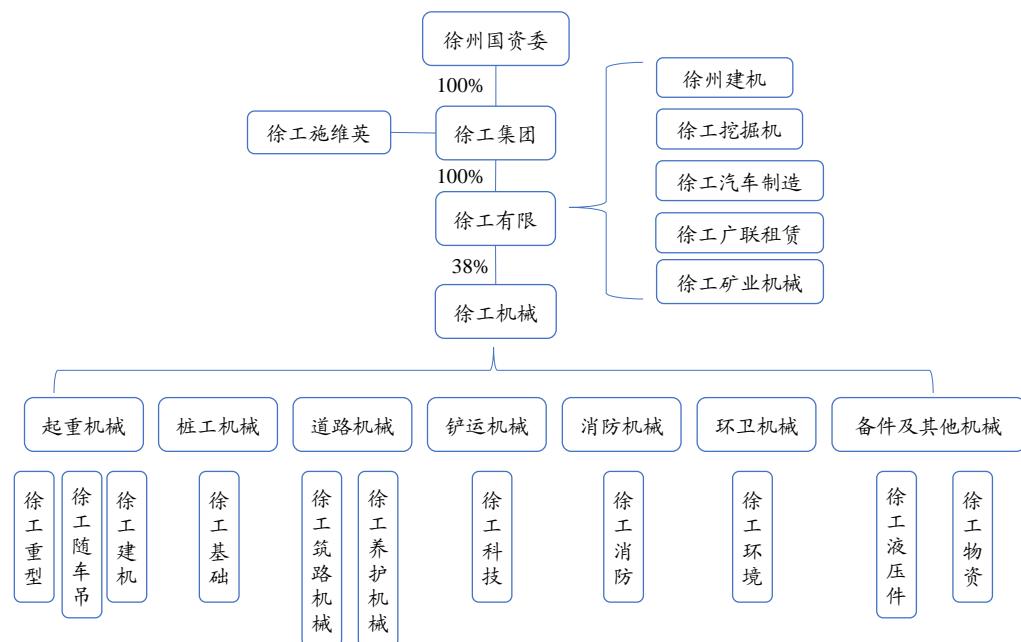
图表目录

图 1：公司控股股东徐工有限拥有挖掘机等多项优质业务.....	3
图 2：徐工挖掘机市场份额持续提升	4
图 3：公司 2016 年以来营收快速增长	5
图 4：公司 2016 年以来归母净利润持续高增长.....	5
图 5：公司主营业务中起重机械盈利水平最强.....	5
图 6：起重机械主营占比高（单位：%）	5
图 7：公司 2016 年以来净利率持续提升	6
图 8：公司 2016 年费用率持续下降	6
图 9：现处于工程机械新一轮上行周期	7
图 10：固定资产投资额增速稳定	7
图 11：2020 年汽车起重机更新需求旺盛.....	8
 表 1：徐工集团旗下工程机械营收总收入和毛利率不断提升	4
表 2：徐工集团旗下产品市场份额位居前列	6
表 3：汽车起重机保有量中大部分为“国三”排放标准	8
表 4：公司估值低于可比上市公司平均估值水平.....	9

1、起重机龙头企业，混改落地开启治理新篇章

徐工集团工程机械股份有限公司（以下简称“徐工机械”）是中国工程机械行业的排头兵。1993年由徐州工程机械集团有限公司创立，1996年A股上市。现如今已发展为国内工程机械行业主营业务收入排名前三的龙头企业，公司产品涵盖工程机械、起重机械、铲土运输机械、压实机械、路面机械、混凝土机械、消防机械以及其它工程机械，其中起重机、压路机、沥青混凝土摊铺机等多项产品国内市场占有率第一。同时，公司积极推行全球化经营战略，是国内最大的工程机械出口商之一，汽车起重机、压路机、平地机等多项产品出口市场份额第一。

图1：公司控股股东徐工有限拥有挖掘机等多项优质业务



资料来源：公司公告、开源证券研究所

控股股东混改积极推进中，目前步入战略投资者引进阶段。截至2020Q1，公司前十大股东持股59.81%，其中，公司第一大股东徐工集团工程机械有限公司（以下简称“徐工有限”）持股38.11%，公司实际控制人徐州国资委。2018年8月，国务院国企改革领导小组办公室印发《国企改革“双百行动”工作方案》，近200家央企、200多家地方国企共计400余家企业被确定实施国企改革“双百行动”。2018年8月7日，徐工有限被纳入江苏第一批混合所有制改革试点企业，2019年7月25日，徐工有限混合所有制改革试点实施方案获得徐州市国资委审批通过，混改工作逐步进入实质阶段。徐工机械于2020年4月初公告披露，控股股东徐工有限已完成审计评估工作，下一步将积极开展战略投资者引进，进一步完善徐工有限公司治理、员工持股和职业经理人选聘方案等工作。

母公司混改从两方面影响徐工机械：

- 1) 管理层面上，通过混改激发企业经营活力，加速市场化转型。根据《实施方案》，徐工有限拟通过存量转让和增资扩股方式引入战略投资者。其中，存量转让的股份占徐工有限混改后总股本约17%，增资扩股的股份占徐工有限混改后总股本不高于49%。徐工有限混合所有制改革完成后，徐工集团持有徐工有限股比不低于34%。混改落地后，公司推出员工持股计划，进一步完

善法人治理结构。市场对混改企业预期高，徐工有限混改后引入的战略投资者有望和公司产生产业协同；母公司混改配套管理层持股，公司管理层激励机制将更加灵活，释放经营活力，提高人均创收；灵活的经销商激励机制有望促使产品竞争力与渠道能力协同。

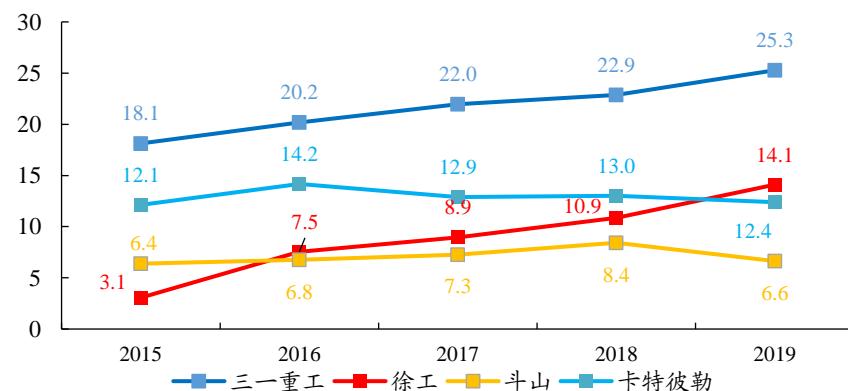
2) 业务层面上，混改后集团未上市资产有望加速证券化进程，提升公司盈利能力，抬高估值水平。徐工机械的业务包括起重机械、铲运机械、压实机械、路面机械、桩工机械、消防机械、环卫机械，母公司徐工有限旗下有挖掘机械、重卡、发动机、金融租赁、建筑机械及相关零部件，徐工集团旗下有混凝土机械、保险及相关零部件。未上市的工程机械优质资产主要包括混凝土机械、挖掘机、塔吊等业务。其中，未上市的第一大收入体量挖掘机业务市场份额持续扩张，品牌竞争力持续提升。2019年徐工有限挖掘机营业收入达137.93亿元，同比增长29.09%，市场份额达14.1%，毛利率达到30.91%，跃居国内第二大挖机主机厂；2020年一季度，挖掘机市场份额提升至17%。混改后上市公司体外的挖掘机械资产有望注入，公司总体盈利能力和估值水平将进一步提升。

表1：徐工集团旗下工程机械营收总收入和毛利率不断提升

产品类型	2016		2017		2018		2019	
	收入	毛利率 (%)						
起重机械	54.8	23.61	104.3	23.19	157.46	21.62	208.34	23.80
铲运机械	24.22	17.1	35.86	20.29	50.13	17.35	63.19	18.03
挖掘机械	23.91	16.83	62.4	20.14	106.85	20.75	137.93	30.91
混凝土机械	1.1	5.24	-	-	-	-	-	-
筑养路机械	13.56	22.43	5.47	25.23	8.46	19.62	11.03	19.69
桩工钻孔机械	19.62	22.43	33.27	22.38	44.59	19.87	59.10	22.85
载重汽车	20.87	6.08	20.87	9.49	47.95	7.19	59.1	9.31
消防机械	5.85	26.74	8.16	20.1	12.92	19.35	24.16	26.86
其他工程机械及配件	57.84	-	85.54	-	140.27	-	90.04	-
总营收/综合毛利率	221.78	19.03	355.87	20.35	568.63	18.66	756.62	221.97

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：徐工挖掘机市场份额持续提升

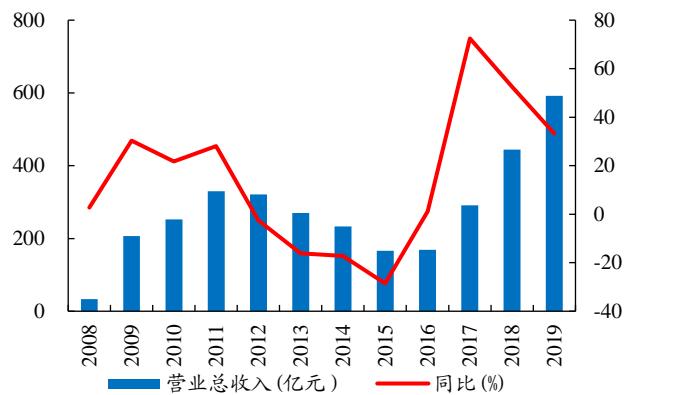


数据来源：Wind、开源证券研究所

2. 公司产销量增加，收入和盈利能力大幅提升

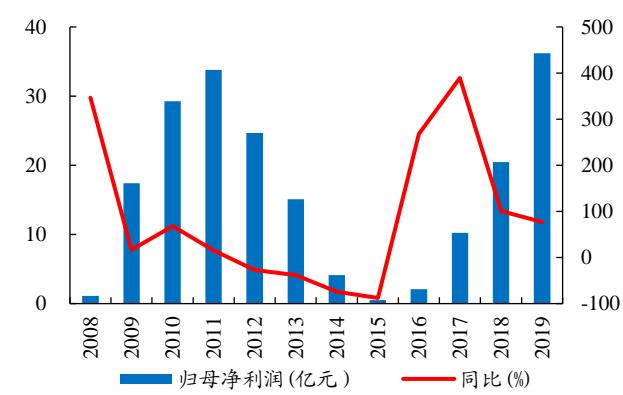
受益于工程机械板块回暖，2016年以来徐工机械营收和归母净利润大幅提升。2019年公司营业收入达591.76亿元，同比增长33.3%，实现归母净利润112.07亿元，同比增长83.2%。在工程机械上行周期中，2016-2019年，公司营收CAGR达51.88%，归母净利润CAGR达158.76%。

图3：公司2016年以来营收快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

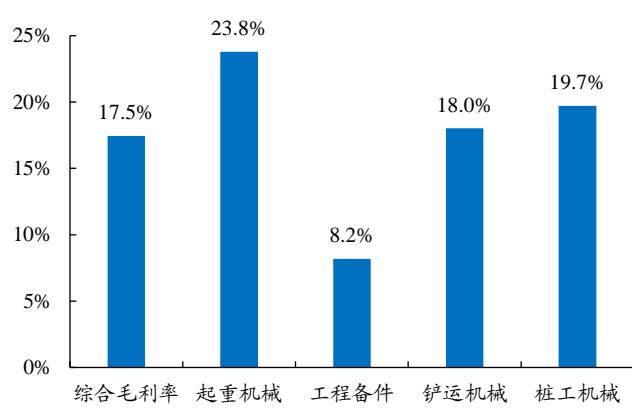
图4：公司2016年以来归母净利润持续高增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

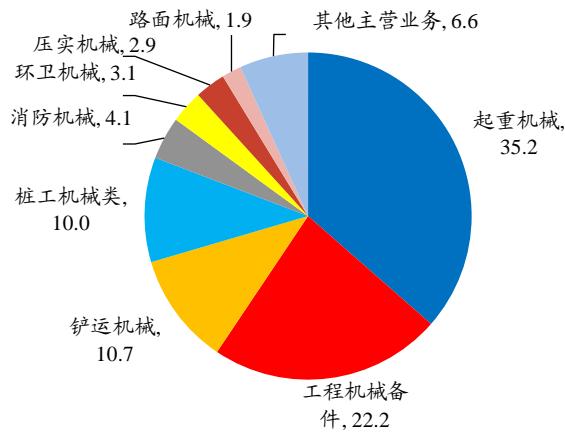
疫情因素，2020Q1公司营收/归母净利润不同幅度下降，看好公司2020年全年发展。受疫情影响基建/矿山开采/房地产等下游行业的开工及投资，设备需求推迟，2020Q1公司实现营业收入138.46亿元，同比下降3.98%；实现归母净利润6.11亿元，同比下降41.95%。鉴于2020年工程机械行业基本面上有强支撑：1) 政治上，2020年全面小康、GDP较2010年翻一番等政治要求；2) 经济上，国家在固定资产的投资加速，新老基建逐渐落地；3) 政策上，加速淘汰“国三”排放标准以下设备，实施“国六”排放标准。公司全年营收/归母净利润有望继续保持平稳增长。

图5：公司主营业务中起重机械盈利水平最强



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：起重机械主营占比高（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司主营产品市场份额领先，品牌影响力大。公司2019年毛利率为17.5%，较2018年的16.7%上升0.8pct；公司2019年净利率为6.2%，较2018年的4.6%上升1.6pct。公司主营业务中起重机械/工程机械配件/铲运机械/桩工机械占营业收入比重分别为35.2%/22.2%/10.7%/10.0%。起重机械/工程机械配件/铲运机械/桩工机械毛利率分别

为 23.8%/8.2%/18.0%/19.7%。其中，起重机械是公司最具有竞争优势的产品，具有规模优势，目前公司全地面起重机已覆盖 QAY25-QAY1000 共 15 个品种，市场占有率为连续多年处于行业首位，采取以销定产的销售模式，产销率保持在 90%以上；近年来工程设备业务营收占比不断上升，主要系母公司徐工集团及下属子公司业务发展迅速，混凝土机械和挖掘机业务的备件采购需求大幅增加所致，该部分业务和母公司业务协同效应不断增强；铲运机械主要产品为装载机，装载机行业生产厂家多，市场集中度低，公司装载机市占率 13.48%，处于行业前三位，2019H1 产销率达 97.74%；桩工机械 2019 年底新增大额新产品订单，我们预计 2020 年桩工机械毛利率/净利率均得到明显改善。

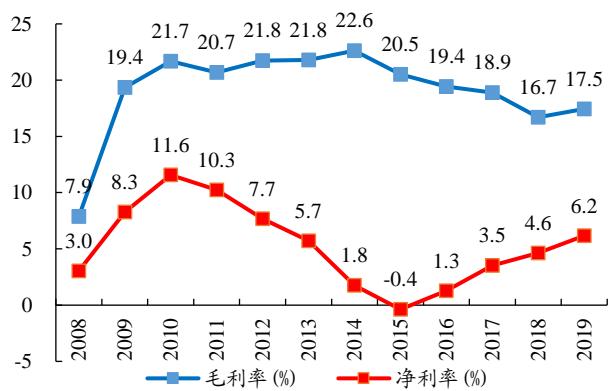
表2：徐工集团旗下产品市场份额位居前列

产品类型	市场份额	排名
汽车起重机	44.56%	1
履带起重机	43.07%	1
随车起重机	60.47%	1
挖掘机	14.10%	2
装载机	13.48%	3
压路机	29.25%	1
摊铺机	27.73%	1
平地机	30.28%	1

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2016-2019 年，公司整体费用率呈明显下降趋势。其中，管理费用率下降幅度最为明显，由 2016 年 8.9% 下降至 2019 年 1.49%，降幅达 7.41pct；财务费用率一直稳定在低位水平；销售费用率从 7.56% 下降至 4.83%，下降 2.73pct。

图7：公司 2016 年以来净利率持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：公司 2016 年费用率持续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、新基建逐渐落地，环保政策趋严，更新需求旺盛，刺激工程机械行业回暖

3.1、国家固定资产的投资增长推动工程机械需求上升

工程机械行业具有周期性。工程机械上一轮（2008-2011 年）景气周期因“四万亿计划”刺激地产/基建投资加速，带动设备销量猛增。2009 年基建增速达 42.18%，

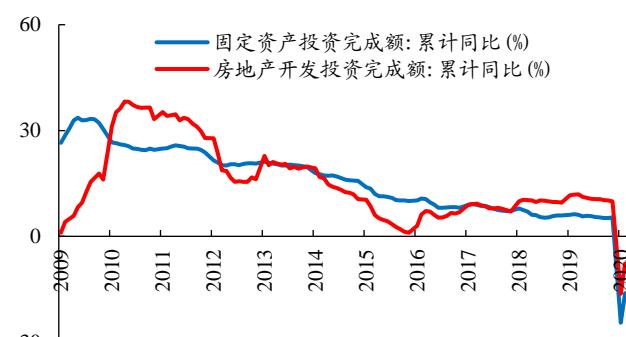
2010 年房地产增速达 33.63%，与此同时，工程机械设备在 2010-2011 年达到销量高点。2011-2015 年，房地产投资及基建投资增速放缓，期间工程机械保有量高，需求透支严重，行业景气度下行。经历了 2011-2015 年行业调整后，受益下游基建、地产、矿采以及设备更新等多重需求，2016 年工程机械行业整体开始回暖，进入新一轮上升周期。

图9：现处于工程机械新一轮上升周期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：固定资产投资额增速稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

受海内外疫情影响，内外需不振，新老基建将成为经济保增长的主要来源，新老基建发力将推动工程机械需求增长。在“十三五”规划收官、专项债规模扩大之际，稳增长政策将明显发力，2020 年将保持传统基建项目和新型基建项目并行发力的态势，截至 2020 年 3 月 8 日，20 个已公布计划投资额的省市涉及新老基建投资计划逾 44 万亿元。其中，“老基建”指铁路、公路、桥梁、水利工程等大建筑，也就是人们常说的“铁公基”，“新基建”指 5G 基站建设、特高压、城际高速铁路和城市轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网等在内的七大领域。新基建带来的需求变化将重塑工程机械企业的产品布局，产品创新升级将成为支撑市场中长期增长的关键。例如：特高压项目中的铁塔吊装，需用 100 吨甚至 250 吨以上的高吨位汽车起重机来施工，但国内汽车起重机市场 80% 的产品吨位处于 80 吨以下，100 吨以上的产品销量占比不足 1%；城市中的小型工程建设中新能源充电桩、5G 基站建设等，对小微型挖掘机、滑移装载机的需求也将大幅提升，但国内微型挖掘机和小型挖掘机仅占到 45% 的市场份额，其中，微型挖掘机仅占 4%，这与发达国家 60% 的占比仍有明显差距。

3.2、环保政策日渐趋严，工程机械设备更新换代需求有望加速

为推动经济绿色发展，国家环保政策日渐趋严，促使“国三”标准及以下的设备加速淘汰。在“十三五”计划中，国家目标到 2020 年，全国万元国内生产总值能耗比 2015 年下降 15%，能源消费总量控制在 50 亿吨标准煤以内。2013 年 7 月 1 日全国实施国四标准，2017 年 7 月 1 日全国实施国五标准，2018 年 6 月 22 日，环境保护部、国家质检总局发布《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，规定自 2021 年 1 月 1 日起，所有生产、进口、销售和注册登记的重型柴油车都应符合“国六”标准。此外，近年来各地对黄标车的政策也逐步趋严，随着“国六”标准的实施，多地对“国三”排放标准以下设备开始有计划地进行加速淘汰。起重机与挖掘机不同，属于道路移动机械，环保政策更为严格，设备报废清退执行更为彻底。

汽车起重机占到全部工程起重机销量的 70% 左右，能够较好的反映整个工程起

重机市场需求。以汽车起重机为例，2008-2013H1，国三汽车起重机累计销售 15.07 万台，2013H2-2019 年，国四&国五汽车起重机累计销售 13.63 万台，目前可销售设备为“国五”及以上，但存量设备有一半左右为“国三”排放标准。未来随着各个地方对国三车政策的逐步趋严，设备更新换代需求有望进一步加速。

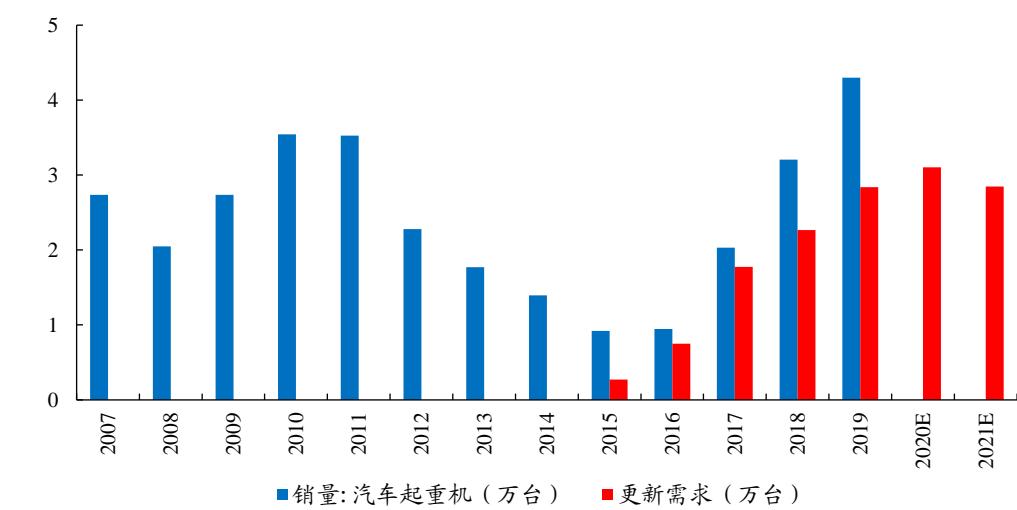
表3：汽车起重机保有量中大部分为“国三”排放标准

汽车起重机类型	年份	销量（万台）	合计（万台）
国三	2008	2.05	15.07
	2009	2.73	
	2010	3.54	
	2011	3.52	
	2012	2.28	
	2013H1	0.94	
国四&国五	2013H2	0.83	13.63
	2014	1.40	
	2015	0.92	
	2016	0.95	
	2017	2.03	
	2018	3.21	
	2019	4.30	

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们假设汽车起重机的寿命 10 年左右，预计 2020 年更新需求旺盛。上一轮汽车起重机销量从 2009 年开始快速增长，我们假设第 T 年销售的设备在第 T+8、T+9、T+10、T+11、T+12 年更新比例分别为 10%、20%、40%、20%、10%，本轮工程起重机销量从 2016 年开始恢复增长，预计 2020 年更新需求带动下，整个起重机行业销量有望继续保持增长态势。

图11：2020 年汽车起重机更新需求旺盛



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 盈利预测与投资建议

关键假设：

1) 起重机械：起重机械应用场景增多，2020 年更新需求旺盛，行业集中度提升，公司起重机械公司品牌力持续增强。

2) 工程机械备件：近年来母公司徐工集团及下属子公司业务发展迅速，混凝土机械和挖掘机业务的备件采购需求大幅增加，工程备件供应量不断提升，主要供给母公司，毛利率难有提升。

3) 桩工机械：考虑到 2019 年底大额新产品订单，桩工二手机处理接近尾部，未来毛利率有望回归行业正常水平。

我们预测公司 2020-2022 年可实现归母净利润 45.89/ 52.25/60.06 亿元，分别同比增长 26.7%/13.9%/14.9%；EPS 分别为 0.59/0.67/0.77 元；当前股价对应 PE 分别为 10.7/9.4/8.2 倍。

参考可比上市公司，公司 2020/2021/2022 年动态 PE 估值低于可比上市公司平均估值水平，考虑到公司作为工程机械龙头企业，市场份额持续提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

表4：公司估值低于可比上市公司平均估值水平

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速（%）				PE（倍）			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600031.SH	三一重工	19.31	38.6	19.9	12.4	6.2	55.4	12.8	11.4	10.7
000157.SZ	中联重科	6.84	116.42	23.38	15.53	13.83	12.02	10.23	8.86	7.78
600984.SH	建设机械	15.87	236.47	49.03	39.9	33.62	16.58	20.26	14.48	10.84
603638.SZ	艾迪精密	46.92	51.96	41.5	32.51	24.75	36.76	38.80	29.28	23.47
000528.SZ	柳工	6.68	28.74	21.07	15.70	19.01	10.07	8.14	7.03	5.91
可比公司平均值							26.17	18.05	14.21	11.74
000425.SZ	徐工机械	6.27	77.0	26.7	13.9	14.9	14.1	10.7	9.4	8.2

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除三一重工、徐工机械，其他公司均使用 Wind 一致预期预测数据，收盘价选用 2020 年 5 月 15 日

5、 风险提示

地产基建投资额增速不达预期；混改进程存在不确定性；行业价格战加剧等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	45655	60422	60437	72503	76521	营业收入	44410	59176	66175	73073	81136
现金	11295	15777	16544	20041	21907	营业成本	36998	48848	54802	60861	67499
应收票据及应收账款	22032	30438	28238	36554	35386	营业税金及附加	217	267	298	330	366
其他应收款	568	587	705	721	862	营业费用	2272	2860	3196	3434	3570
预付账款	1275	1033	1548	1302	1862	管理费用	783	883	1077	1140	1293
存货	10196	10492	12718	13058	15529	研发费用	1779	2127	2415	2411	2677
其他流动资产	289	2095	685	826	974	财务费用	-18	-15	-170	-345	-389
非流动资产	15595	16870	17776	18567	19376	资产减值损失	754	-136	0	0	0
长期投资	2336	2434	2832	3230	3628	其他收益	150	468	293	327	339
固定资产	7179	7596	8057	8307	8592	公允价值变动收益	0	1	0	0	0
无形资产	2295	2573	2709	2811	2917	投资净收益	380	653	300	300	300
其他非流动资产	3785	4267	4177	4220	4240	资产处置收益	-46	-6	0	0	0
资产总计	61250	77292	78213	91070	95897	营业利润	2109	4083	5150	5870	6760
流动负债	27007	36902	35264	44221	44430	营业外收入	114	35	60	61	56
短期借款	3487	3044	3882	3044	5721	营业外支出	9	16	13	13	13
应付票据及应付账款	17931	27433	23461	33060	29625	利润总额	2215	4102	5197	5917	6802
其他流动负债	5588	6426	7921	8118	9084	所得税	159	457	579	659	758
非流动负债	3903	6743	5155	4140	3112	净利润	2056	3645	4618	5258	6045
长期借款	3818	5743	4809	3731	2630	少数股东损益	10	25	29	33	38
其他非流动负债	84	1000	347	408	482	归母净利润	2046	3621	4589	5225	6006
负债合计	30909	43645	40419	48361	47542	EBITDA	3392	5256	6094	6863	7838
少数股东权益	207	458	487	520	558	EPS(元)	0.26	0.46	0.59	0.67	0.77
股本	7834	7834	7834	7834	7834						
资本公积	5012	5135	5135	5135	5135	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	12623	15575	19328	23665	28672	成长能力					
归属母公司股东权益	30133	33188	37307	42190	47797	营业收入(%)	52.4	33.2	11.8	10.4	11.0
负债和股东权益	61250	77292	78213	91070	95897	营业利润(%)	85.0	93.6	26.1	14.0	15.2
						归属于母公司净利润(%)	100.4	77.0	26.7	13.9	14.9
						获利能力					
						毛利率(%)	16.7	17.5	17.2	16.7	16.8
						净利率(%)	4.6	6.1	6.9	7.2	7.4
						ROE(%)	6.8	10.8	12.2	12.3	12.5
						ROIC(%)	5.6	8.6	9.5	10.1	10.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	50.5	56.5	51.7	53.1	49.6
						净负债比率(%)	-8.6	-16.5	-16.8	-27.3	-24.5
						流动比率	1.7	1.6	1.7	1.6	1.7
						速动比率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
						应收账款周转率	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3
						应付账款周转率	2.4	2.2	2.2	2.2	2.2
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.26	0.46	0.59	0.67	0.77
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.66	0.36	0.88	0.25
						每股净资产(最新摊薄)	3.25	3.64	4.17	4.79	5.50
						估值比率					
						P/E	24.0	13.6	10.7	9.4	8.2
						P/B	1.9	1.7	1.5	1.3	1.1
						EV/EBITDA	13.8	8.4	7.1	5.5	4.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835