

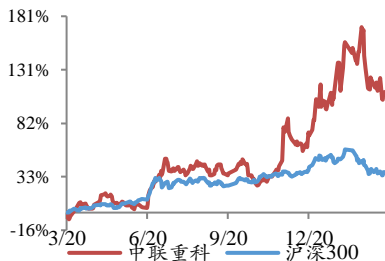
主打产品高韧性，新兴板块扬帆起航

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-01

收盘价（元）	13.07
近12个月最高/最低（元）	15.70/5.44
总股本（百万股）	8,667
流通股本（百万股）	6,544
流通股比例（%）	75.50
总市值（亿元）	1,064
流通市值（亿元）	804

公司价格与沪深300走势比较



分析师：郭倩倩

执业证书号：S0010520080005

邮箱：guoqq@hazq.com

相关报告

1. 聚焦工程机械，业务经营实现质的飞跃——三季报业绩点评
2020-11-02

2. 业绩持续超预期，经营稳健价值属性凸显——三季报预告点评
2020-10-20

主要观点：

● **事件：** 2020年，公司实现营业收入651.09亿元，同比增长50.34%；归母净利润72.81亿元，同比增长66.55%，经营活动净现金流74.21亿元，同比增加19.33%；单看Q4，公司收入198.65亿元，同比增长71.96%，归母净利润15.94亿元，同比增长78.74%。2021年Q1，公司预计实现归母净利润22-26亿元，同比增长114.4%-153.4%。

● **核心观点：** 业绩高增长，超预期。工程机械行业景气持续，起重机和混凝土机械为代表的后周期品种将表现出较强增长韧性。公司主打产品（混凝土机械+起重机）市占率持续提升，后发新兴板块（挖机、高机、农机）收入规模、毛利率均大幅增长。我们认为公司业务聚焦工程机械，生产、管理数字化升级成果显现，经营已经实现质的飞跃，价值属性凸显，维持“买入”评级。

● **主打产品市场份额持续提升，新兴板块进入成长快车道，表现亮眼**

公司工程机械板块收入613.8亿元，同比增长50%。十四五规划开局之年，目标明确，2021年GDP目标6%以上，重点扶持“两新一重”建设，计划安排地方政府专项债3.65万亿。在工程机械行业需求将保持旺盛背景下，起重、混凝土机械后周期品种高增长韧性强，新兴板块趁势进入成长快车道，分产品来看：

起重机板块： 2020年，实现营收348.97亿元，同比增长57.57%，占总营收比重53.6%，是第一大收入来源，毛利率31.02%，同比下滑1.74pct。工程起重机方面，汽车吊市占率稳步提升，履带吊市占率连续四年提升，保持第一，大吨位机型订单饱满；塔机方面，销售规模创历史新高，W系列新品出货量超过14000台，稳居世界第一。

混凝土机械： 2020年，实现营收189.84亿元，同比增长36.56%，占总营收比重29.2%，毛利率26.33%，同比下滑1.08pct。搅拌车方面，“治超”从严，轻量化搅拌车产品竞争优势明显，市占率提升至行业第三；泵车方面，公司优势产品长臂架车型市占率第一，产品结构进一步优化，长臂架车型占比约60%。

挖机板块： 2020年，实现收入26.65亿元，同比增长282%，占比4.1%，毛利率16.04%，同比上升7.7pct。公司全年销售7535台，市占率快速提升至2.3%，行业排名第11位，国产品牌排名第6。智慧产业城挖机园区中大吨位机型智能装配车间已经实现产品下线，产能爬坡顺利，预计2021年产能达到15000台以上，业务收入实现翻倍增长，规模效应下，毛利率有望进一步提升。

高机板块： 快速的补齐产品谱系，推出了剪叉式、曲臂式、直臂式三大系列40多款智能化的产品，市场份额稳居行业的第一梯队，2020年预计收入在10-20亿规模，2021年公司目标销量增长50%，收入规模

增长 100%以上。

农用机械：2020 年，实现收入 26.4 亿，同比增长 67%，占比 4.1%，实现扭亏为盈，解决了历史遗留问题。2020 年，农业机械毛利率 16.8%，同比上升 12.48pct。随着高端产品陆续投放市场，产品结构将进一步优化，毛利率仍有进一步改善空间。

● **盈利能力增强，高质量经营成果显现**

毛利率承压的同时净利率提升，盈利能力增强。公司整体毛利率 28.6%，同比下滑 1.4pct，主要由混凝土机械、起重机械两大板块毛利率下降带动（合计营收占比达 82.8%），一方面，2020 上半年受疫情影响，为提振需求进行了价格调整，另一方面，2020 下半年原材料上涨挤压利润空间。叠加会计准则调整，毛利率下滑。2021 年，公司将通过供应链管理、国产替代等方式进行调控，预计毛利率将企稳。

得益于数字化内控成果显著，2020 年，公司期间费用率为 12.89%，同比-4.14pct，其中销售、管理、财务、研发费用率分别同比-2.51pct、-0.74pct、+1.64pct、-2.53pct。通过数字化管理、端对端的扁平化渠道搭建，公司盈利能力不断提升，2020 年公司净利率 11.30%，同比+1.43pct，加权 ROE 为 16.70%，同比+5.88pct。

高质量经营成果显现。经营性净现金流方面，2020 年，公司实现 74.22 亿，自 2016 年行业复苏以来，首次超过净利润水平，风险把控、回款能力加强，经营质量提升。

● **智慧农机与农业服务板块或成明日之星，有望成几何级增长**

未来增长的着眼点在于：**①瞄准高端产品市场，新产品陆续下线。**高端农机市场国外品牌占有率高达 90%，毛利率极高，公司 160-300 大马力拖拉机、12-15 公斤级大型联合收割机、智能化经济作物设备切入高端市场，新产品将陆续在今明两年下线；**②数据互通，设备互联，设备与数字化服务相结合。**数据收集模型和系统已建设完毕，未来每一台设备将成为一个移动数据终端，类比约翰迪尔（设备）和孟山都（数据）的组合，公司作为一体化主机厂，设备销售与数字业务相辅相成，提升产品竞争力的同时，形成新的业绩增长点；**③土地集约化背景下，智慧农业服务解决产业痛点。**我国土地集约化稳步推进，在政府引导下，个体农户、农业集团集约化农场示范项目陆续上马，智慧农业服务解决农药使用，土地污染痛点，未来市场空间巨大。

● **投资建议**

预计公司 2021-23 年归母净利润分别为 100、116、132 亿元，同比增速分别为 37.6%、16.1%、13.3%。对应 PE 分别为 11、10、9 倍。经营稳健，价值属性凸显，给予“买入”评级。

● **风险提示**

基建补短板不及预期、市场竞争加剧，产品毛利率下滑、新产品产能投放不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	65109	85719	99022	111708
收入同比 (%)	50.3%	31.7%	15.5%	12.8%
归属母公司净利润	7281	10021	11629	13177
净利润同比 (%)	66.6%	37.6%	16.1%	13.3%
毛利率 (%)	28.6%	28.7%	28.8%	28.3%
ROE (%)	15.6%	17.6%	16.9%	16.1%
每股收益 (元)	0.84	1.16	1.34	1.52
P/E	11.78	11.30	9.74	8.60
P/B	1.84	1.98	1.65	1.38
EV/EBITDA	8.81	8.33	6.48	5.48

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 财务分析：盈利能力增强，高质量经营成果显现.....	6
2 业务：主打产品市场份额持续提升，新兴板块全线发力	8
2.1 混凝土、起重机业务市场竞争力持续增强	8
2.2 农用、挖机、高机业务进入高速发展阶段	9
3 分市场：海外市场管理变革，出口业务高增.....	10
风险提示：	11
财务报表与盈利预测	12

图表目录

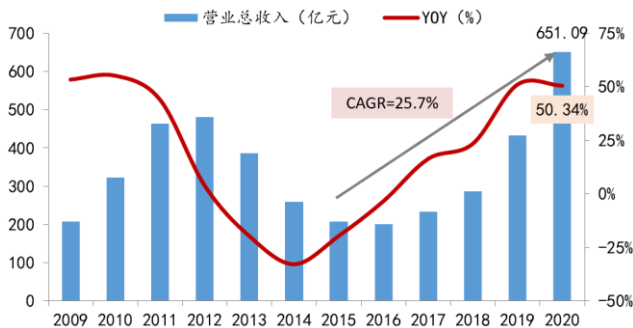
图表 1 公司 2020 年营收增速 50.34%	6
图表 2 公司 2020 年归母净利润增速 66.55%	6
图表 3 销售毛利率略有下滑, 销售净利率提升	7
图表 4 期间费用率明显下降	7
图表 5 2020 年研发投入占营收比重提升至 5.38%	7
图表 6 2020 年资本开支有限	7
图表 7 经营活动现金净流量超越归母净利润	8
图表 8 2020 年总资产周转率提升至 0.63	8
图表 9 2020 年存货周转率&应收账款周转率提升	8
图表 10 2020 年公司营收构成	9
图表 11 2010-2020 年公司收入结构变迁	9
图表 12 混凝土机械、起重机械产品营收增速	9
图表 13 混凝土机械、起重机械产品毛利率	9
图表 14 公司农用机械营收及增速	10
图表 15 农用机械产品毛利率	10
图表 16 2020 年公司国内外营收占比 5.9%	10
图表 17 公司国内、外毛利率	10
图表 18 公司国内市场营收及同比	11
图表 19 公司国外市场营收及同比	11
图表 20 重要财务指标	11

1 财务分析：盈利能力增强，高质量经营成果显现

业绩增长亮眼，盈利能力加强。2020 年，公司实现营业收入 651.09 亿，同比 +50.34%，超过 2012 年峰值 (480.7 亿元)，创历史新高，保持高速增长趋势；归母净利润 72.81 亿元，同比 +66.55%；单看 Q4，公司收入 198.65 亿元，同比增长 71.96%，归母净利润 15.94 亿元，同比增长 78.74%，业绩增速高于营收，公司盈利能力增强。

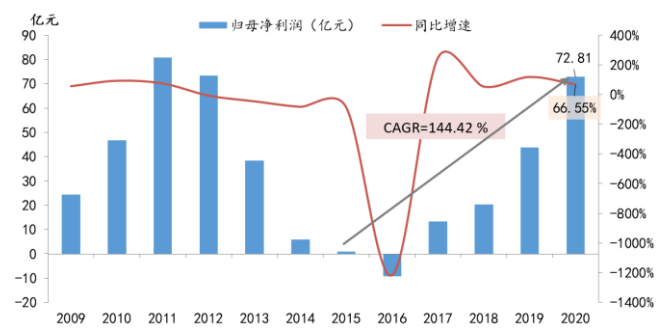
根据 2021 年一季度业绩预告，公司预计实现归母净利润 22-26 亿元，同比增长 114.4%-153.4%，表现亮眼，排除 2020 年一季度低基数因素，相比 2019 年一季度，增速仍然超过 100%。

图表 1 公司 2020 年营收增速 50.34%



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 2 公司 2020 年归母净利润增速 66.55%



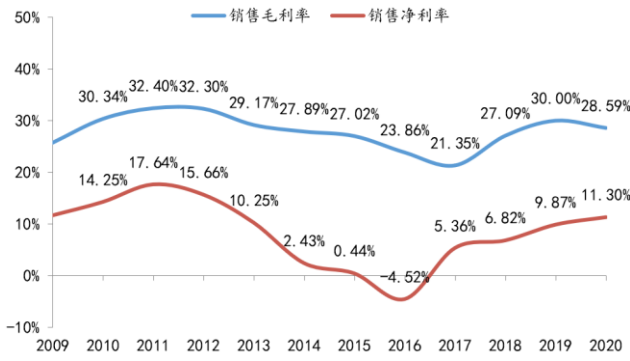
资料来源：Wind，华安证券研究所

受原材料涨价、会计准则变化影响，毛利率下滑，但降幅有限。公司综合毛利率 28.6%，同比下滑 1.4pct，主要原因有①价格方面：2020 上半年，公司积极应对疫情导致得市场萎缩，适当放宽销售政策，部分产品价格下滑；②成本方面：2020 下半年，钢材价格上涨超过 20%，原材料成本上升；③会计准则调整：与销售相关的运费由销售费用调整到销售成本中核算；④产品结构对公司毛利率的影响较小，新兴板块（挖机、农机）毛利率仍在爬升阶段，目前营收占整体比重仍然较小，均约 4%，影响不大。

原材料成本压力未减，公司通过四大措施，有望改善 2021 年毛利率。①推行集采：自 2020 年四季度以来，改变以往各事业部独立采购的做法，对钢材、底盘、发动机、焊丝、轮胎、油品等大宗物资进行集中招标采购，加强议价能力，钢材、液压件等物资成本下降 10%左右；②推进零部件国产替代：采用国产底盘泵车毛利率明显提升，目前泵车中国产底盘配给率已达 60%，并逐步覆盖到长臂架车型，毛利率将进一步改善；③上游共担，下游传导：一方面，公司通过供应商管理分担成本，另一方面，调整产品售价，平衡市场份额与利润率；④坚持智能制造降本增效。

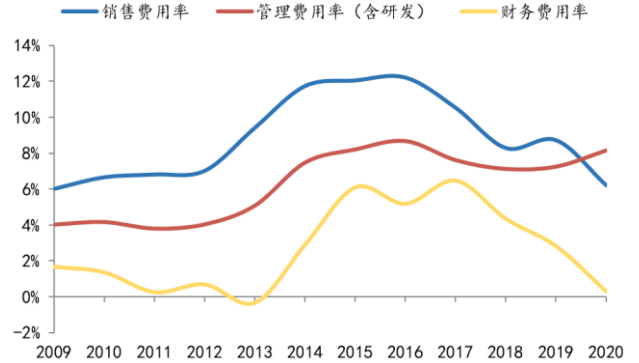
数字化内控成果显著，整体净利率提升。2020 年，公司期间费用率为 12.89%，同比 -4.14pct，其中销售、管理、财务、研发费用率分别同比 -2.51pct、-0.74pct、+1.64pct、-2.53pct。通过数字化管理、端对端的扁平化渠道搭建，公司降本增效方面成果显著，使得公司盈利能力不断提升，2020 年公司净利率 11.30%，同比 +1.43pct，毛利率承压同时，净利率提升，盈利能力增强。

图表3 销售毛利率略有下滑，销售净利率提升



资料来源: Wind, 华安证券研究所

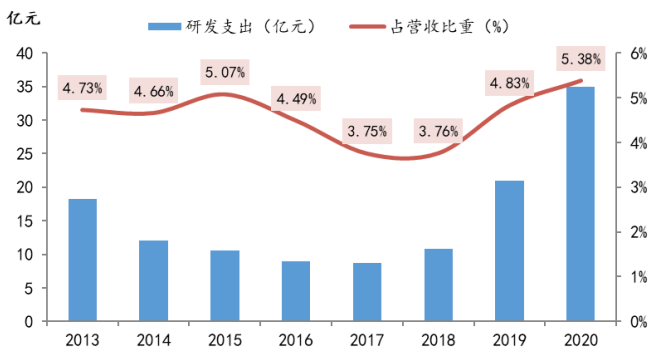
图表4 期间费用率明显下降



资料来源: Wind, 华安证券研究所

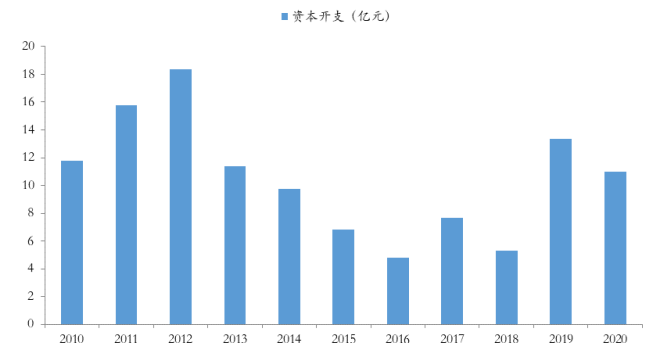
2020年,公司研发投入35.01亿元,占营收比重5.38%,在新产品研发方面,实现4.0系列全产品线覆盖;研发人员方面,2020年达到5992人,同比增长36%,占总人数25.5%,同比大幅提升10pct;专利方面,全年申请专利近800件,其中发明专利占比近50%。2020年,公司资本开支11.01亿元,主要用于智能化新产业园区的建设。

图表5 2020年研发投入占营收比重提升至5.38%



资料来源: Wind, 华安证券研究所

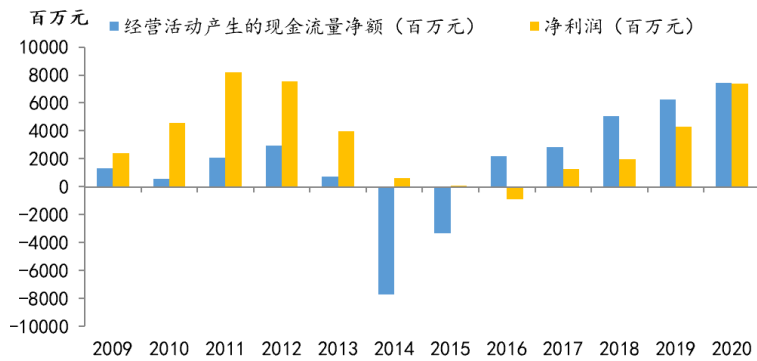
图表6 2020年资本开支有限



资料来源: Wind, 华安证券研究所

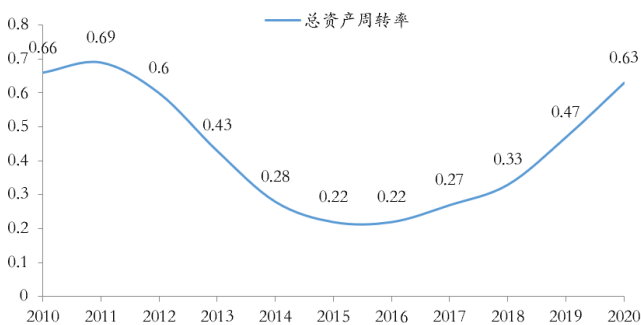
经营质量提高,经营性净现金流超过净利润水平。2020年,公司经营活动产生的现金流量金额为74.22亿,同比增长约20%,一方面公司通过数字化平台,加强端对端风险管控,新业务质量高,当年回款占当年销售超过40%,另一方面,通过资本市场发行ABS、ABN等加快应收账款的资产变现,高质量经营成效凸显。相应的,公司总资产周转率进一步提升至0.63次,应收账款周转率由2019年的1.79次提升至2020年2.24次。

图表 7 经营活动现金净流量超越归母净利润



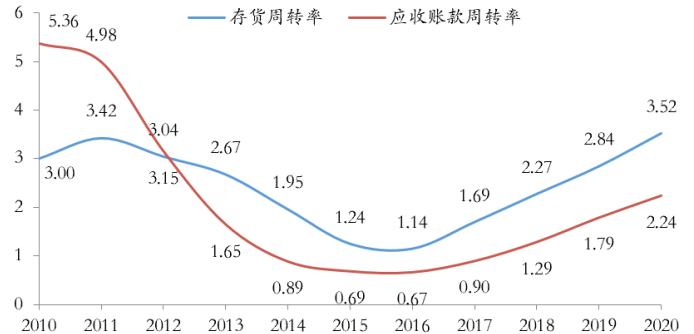
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 8 2020 年总资产周转率提升至 0.63



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 9 2020 年存货周转率&应收账款周转率提升



资料来源: Wind, 华安证券研究所

2 业务：主打产品市场份额持续提升，新兴板块全线发力

2.1 混凝土、起重机业务市场竞争力持续增强

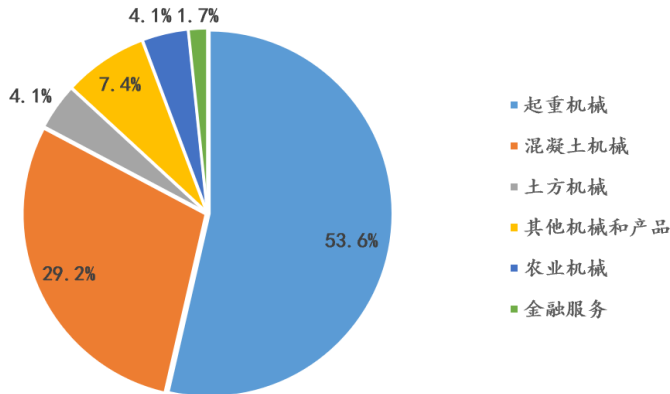
工程起重机、塔机、混凝土机械三大主打产品带动公司业绩稳定增长。十四五规划开局之年，目标明确，2021 年 GDP 目标 6% 以上，重点扶持“两新一重”建设，计划安排地方政府专项债 3.65 万亿。在工程机械行业需求将保持旺盛背景下，公司三大主打产品作为后周期品种，高增长韧性强，分产品来看：

起重机板块：2020 年，实现营收 348.97 亿元，同比增长 57.57%，占总营收比重 53.6%，是第一大收入来源。工程起重机方面，汽车吊市占率稳步提升，30 吨以上中大机型市占率第一，履带吊市占率连续四年提升，保持第一，大吨位机型订单饱满；塔机方面，销售规模创历史新高，W 系列新品出货量超过 14000 台，稳居世界第一。起重机业务毛利率 31.02%，同比下滑 1.74pct。

混凝土机械：2020 年，实现营收 189.84 亿元，同比增长 36.56%，占总营收比重 29.2%。搅拌车方面，在“治超”从严政策驱动下，轻量化搅拌车需求提升，公司产品竞争优势明显，市场份额提升至行业第三；泵车方面，公司优势产品长臂架车型市占率第一，产品结构进一步优化，长臂架车型占比约 60%。混凝土机械业务毛利

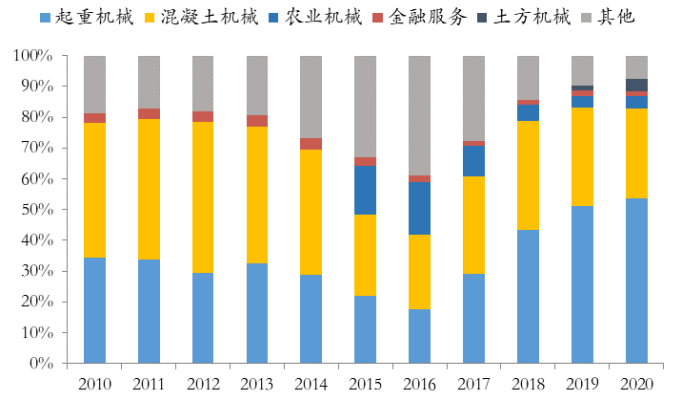
率 26.33%，同比下滑 1.08pct。

图表 10 2020 年公司营收构成



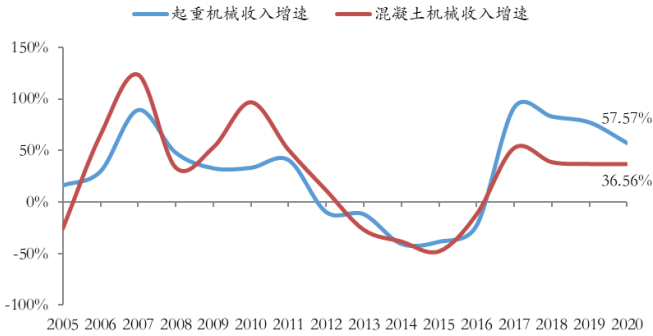
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 11 2010-2020 年公司收入结构变迁



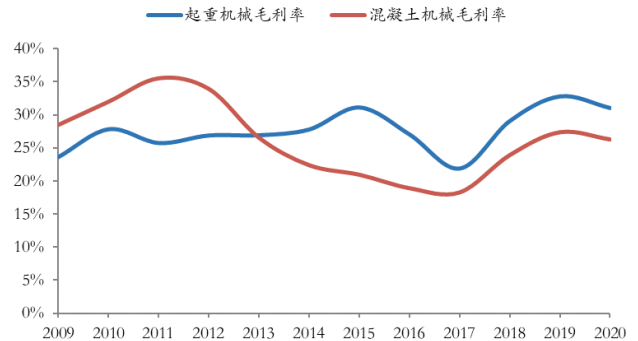
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 12 混凝土机械、起重机械产品营收增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 13 混凝土机械、起重机械产品毛利率



资料来源: Wind, 华安证券研究所

2.2 农用、挖机、高机业务进入高速发展阶段

新兴业务板块整体呈现极高增长状态，且随着市场地位提升，生产规模扩大，毛利率均实现大幅增长。分产品来看：

农业机械：2020 年，实现收入 26.4 亿，同比增长 67%，占比 4.1%，实现扭亏为盈，解决了历史遗留问题。2021 年目标实现 30-40% 增长，未来增长的着眼点在于：
 ①**瞄准高端产品市场，新产品陆续下线。**160-300 大马力拖拉机、12-15 公斤级大型联合收割机、智能化经济作物设备将陆续在今明两年投入市场；
 ②**数据互通，设备互联，设备与数字化服务相结合。**数据模型收集的方法和系统已经建设完毕，未来每一台设备将成为一个移动终端，设备销售与数字业务相辅相成，提升产品竞争力的同时，形成新的业绩增长点；
 ③**土地集约化背景下，智慧农业服务解决产业痛点。**我国土地集约化稳步推进，在政府引导下，个体农户、农业集团集约化农场示范项目陆续上马，智慧农业服务解决农药使用，土地污染痛点，未来市场空间巨大。

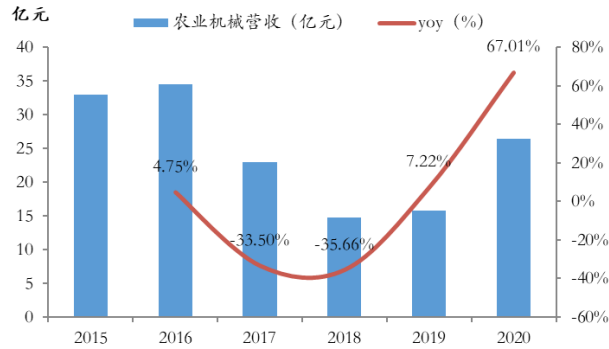
2020 年，农业机械毛利率 16.8%，同比上升 12.48pct，高毛利产品占比达到 30%。未来，随着高端产品陆续投放市场，在高端市场战略下，产品结构将进一步优化，毛利率仍有进一步改善空间。

挖机板块：2020 年，实现收入 26.65 亿元，同比增长 282%，占比 4.1%，毛利率

16.04%，同比上升7.7pct。公司全年销售7535台，市占率快速提升至2.3%，行业排名第11位，国产品牌排名第6。智慧产业城挖机园区中大吨位机型智能装配车间已经实现产品下线，产能爬坡顺利，预计2021年产能达到15000台以上，业务收入实现翻倍增长，规模效应下，毛利率有望进一步提升。

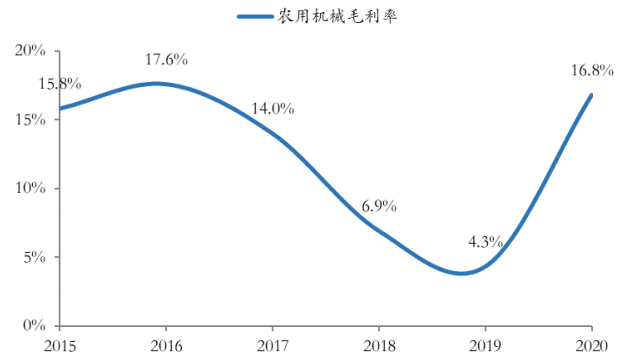
高机板块：快速的补齐产品谱系，推出了剪叉式、曲臂式、直臂式三大系列40多款智能化的产品，市场份额稳居行业的第一梯队，2020年预计收入在10-20亿规模，2021年公司目标销量增长50%，收入规模增长100%以上。

图表 14 公司农用机械营收及增速



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 15 农用机械产品毛利率

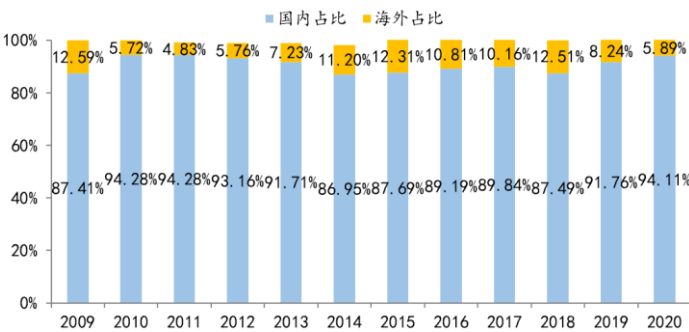


资料来源：Wind，华安证券研究所

3 分市场：海外市场管理变革，出口业务高增

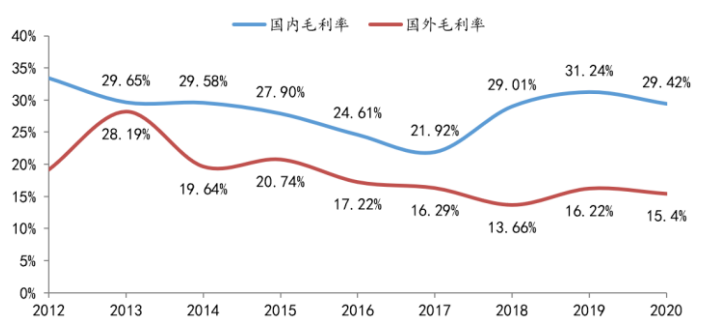
深入推进海外管理变革，海外市场逆势增长。2020年，在海外龙头停工停产、海外市场萎缩近20%的背景下，公司实现海外营收38.32亿元，同比增长7.38%，其中出口业务营收同比增长20%。由于国内工程机械高景气，海外营收占比被动下降，占比5.89%，下降2.35pct。2020年海外市场的逆势增长主要系公司深入推进海外管理变革，推行以业务端对端、本地化团队、境外“航空港”基地三位一体的管理模式与本地化发展战略。随着新冠疫苗全球基准覆盖率的持续提升，世界经济有望出现恢复性增长，2021年公司将进一步完善在重点国家全海外基地的布局，加速白俄罗斯、意大利等西方国家从单一产品向全产品线拓展，布局新兴市场。公司预期2021年海外营收实现50%以上增长，其中出口业务营收接近翻倍。

图表 16 2020 年公司国内外营收占比 5.9%



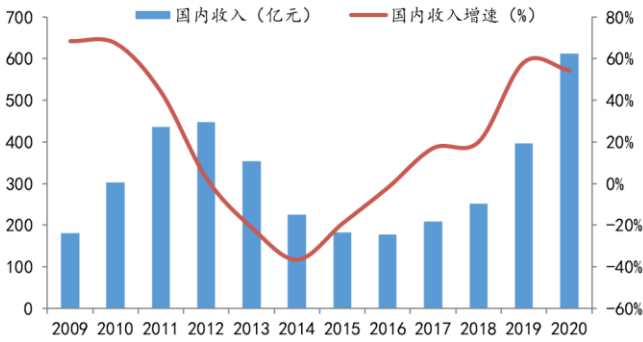
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 17 公司国内、外毛利率



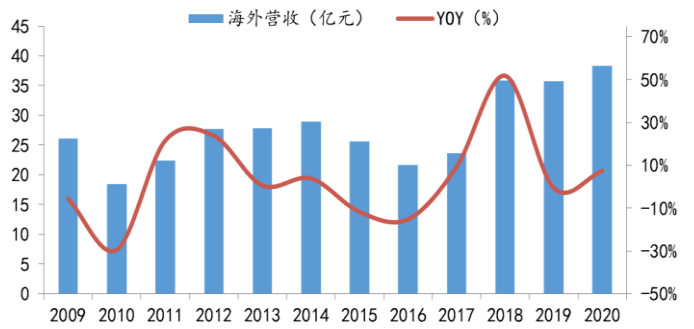
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 18 公司国内市场营收及同比



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 19 公司国外市场营收及同比



资料来源: Wind, 华安证券研究所

4 投资建议

预计公司 2021-23 年归母净利润分别为 100、116、132 亿元, 同比增速分别为 37.6%、16.1%、13.3%。对应 PE 分别为 11、10、9 倍。经营稳健, 价值属性凸显, 给予“买入”评级。

图表 20 重要财务指标

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	65109	85719	99022	111708
收入同比 (%)	50.3%	31.7%	15.5%	12.8%
归属母公司净利润	7281	10021	11629	13177
净利润同比 (%)	66.6%	37.6%	16.1%	13.3%
毛利率 (%)	28.6%	28.7%	28.8%	28.3%
ROE (%)	15.6%	17.6%	16.9%	16.1%
每股收益 (元)	0.84	1.16	1.34	1.52
P/E	11.78	11.30	9.74	8.60
P/B	1.84	1.98	1.65	1.38
EV/EBITDA	8.81	8.33	6.48	5.48

资料来源: Wind, 华安证券研究所

风险提示:

基建补短板不及预期、市场竞争加剧, 产品毛利率下滑、新产品产能投放不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	81245	105670	127868	149835	营业收入	65109	85719	99022	111708
现金	12483	22560	34855	47197	营业成本	46493	61079	70534	80102
应收账款	32715	42272	48833	55089	营业税金及附加	424	557	644	726
其他应收款	1023	1409	1628	1836	销售费用	4046	5572	6436	7261
预付账款	880	1771	2045	2323	管理费用	1955	2657	2971	3351
存货	14652	18407	21257	24140	财务费用	181	578	551	345
其他流动资产	19491	19250	19250	19250	资产减值损失	-95	-1710	-1765	-1465
非流动资产	35030	34164	33899	34534	公允价值变动收益	-66	-30	-32	-33
长期投资	3388	2188	1588	1888	投资净收益	796	857	990	1117
固定资产	6109	6419	6724	7029	营业利润	8537	11539	13678	14871
无形资产	4555	4555	4555	4555	营业外收入	223	280	270	250
其他非流动资产	20978	21002	21032	21062	营业外支出	108	88	90	92
资产总计	116275	139834	161767	184369	利润总额	8652	11731	13858	15029
流动负债	46948	59736	69498	78850	所得税	1297	1760	2287	2480
短期借款	2958	5458	6958	7958	净利润	7355	9971	11572	12549
应付账款	13663	19244	22223	25238	少数股东损益	75	-50	-58	-627
其他流动负债	30326	35033	40316	45654	归属母公司净利润	7281	10021	11629	13177
非流动负债	21440	21940	22540	23240	EBITDA	9755	12496	14482	15182
长期借款	2927	3427	4027	4727	EPS (元)	0.84	1.16	1.34	1.52
其他非流动负债	18513	18513	18513	18513					
负债合计	68388	81676	92038	102090					
少数股东权益	1143	1093	1035	408					
股本	7938	7938	7938	7938					
资本公积	13517	13517	13517	13517					
留存收益	25289	35610	47240	60416					
归属母公司股东权益	46744	57065	68694	81871					
负债和股东权益	116275	139834	161767	184369					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	7422	7363	11617	12697	成长能力				
净利润	7281	10021	11629	13177	营业收入	50.3%	31.7%	15.5%	12.8%
折旧摊销	909	500	500	500	营业利润	70.3%	35.2%	18.5%	8.7%
财务费用	748	915	1019	1099	归属于母公司净利	66.6%	37.6%	16.1%	13.3%
投资损失	-796	-857	-990	-1117	获利能力				
营运资金变动	-2050	-4311	-1641	-1273	毛利率 (%)	28.6%	28.7%	28.8%	28.3%
其他经营现金流	10661	15427	14369	14761	净利率 (%)	11.2%	11.7%	11.7%	11.8%
投资活动现金流	785	628	-402	-957	ROE (%)	15.6%	17.6%	16.9%	16.1%
资本支出	-613	-259	-224	-307	ROIC (%)	11.1%	12.6%	12.3%	11.3%
长期投资	933	0	-1200	-1800	偿债能力				
其他投资现金流	466	887	1022	1150	资产负债率 (%)	58.8%	58.4%	56.9%	55.4%
筹资活动现金流	-3244	2085	1081	601	净负债比率 (%)	142.8%	140.4%	132.0%	124.1%
短期借款	-2084	2500	1500	1000	流动比率	1.73	1.77	1.84	1.90
长期借款	85	500	600	700	速动比率	1.40	1.43	1.50	1.56
普通股增加	63	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	50	0	0	0	总资产周转率	0.56	0.61	0.61	0.61
其他筹资现金流	-1357	-915	-1019	-1099	应收账款周转率	1.99	2.03	2.03	2.03
现金净增加额	5013	10076	12296	12341	应付账款周转率	3.40	3.17	3.17	3.17
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.84	1.16	1.34	1.52
					每股经营现金流薄)	0.86	0.85	1.34	1.47
					每股净资产	5.39	6.58	7.93	9.45
					估值比率				
					P/E	11.78	11.30	9.74	8.60
					P/B	1.84	1.98	1.65	1.38
					EV/EBITDA	8.81	8.33	6.48	5.48

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：郭倩倩：金融学硕士，曾就职于南华基金、方正证券新财富团队，善于从买方投资角度做卖方研究，深入细致，紧密跟踪机械大白马标的，重点覆盖工程机械、锂电设备、通用设备、轨交等行业。2018年水晶球第一名核心成员。执业证书编号：S0010520080005；

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。