机械设备

2022 年 07 月 10 日

工程机械数据跟踪：2022 年三季度有望回暖

——行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图

数据来源：聚源

相关研究报告

《行业深度报告-特斯拉机器人风起，国产供应链远航》-2022.7.8

《行业点评报告-风电政策持续催化，关注风机装备零部件》-2021.10.18

《行业点评报告-全球能源供给紧缺，油服装备高景气周期确立》-2021.9.29

孟鹏飞（分析师）
mengpengfei@kysec.cn
证书编号：S0790522060001

● **挖掘机销量有所回升，国内工程机械景气度有望迎来上行：**

从整体来看，2020-2021 年，A 股各板块市盈率主要落于 10-60 之间，机械设备板块整体处于中下分位，2019-2021 年市盈率分别为 25.87 / 32.56 / 26.58，我们预计 2022-2023 年市盈率为 18.07 / 14.62。**相较于整体机械板块而言，**工程机械板块估值偏低，2019-2021 年工程机械板块估值分别为 14.99 / 21.14 / 15.03，我们预计 2022-2023 年工程机械板块估值为 12.27 / 10.68。2022 年以来，我国建筑业 PMI 分别为 55.4% / 57.6% / 58.1% / 52.7% / 52.2% / 56.6%，略高于制造业 PMI，随着疫情有所好转，建筑业迎来扩张期，需求端将逐步改善，2022 年 6 月建筑业新订单指数为 50.8%，相较于 4 月份提升 5.5%。**从工程机械中最具代表性的“挖掘机”来看，**我国挖掘机国内销量与出口销量均在每年 3 月份达到峰值，2022 年以来，我国挖掘机销量略显低迷。2022 年自 3 月以来挖掘机合计销量下降幅度有所收窄，2022 年 1-6 月，挖掘机合计销量分别为 15607 / 24483 / 37085 / 24534 / 20624 / 20761 台，分别同比下降 20.4% / 13.5% / 53.1% / 47.3% / 24.2% / 10.1%，分别环比-35.1% / 56.9% / 51.5% / -33.8% / -15.9 / 0.7%。**分国内外来看，**2022 年国内挖掘机销量从 3 月份 26556 台的峰值下降至 6 月份的 11027 台，海外挖掘机销量从 2021 年 1 月份的 8615 台提升至 9734 台，我国挖掘机出口销量景气度优于国内销量，但从趋势上来看，国内挖掘机销量同比从 3 月份开始有所好转，国内挖掘机销量环比有望在 2022 年 Q3 实现正增长。

● **专项债资金提供安全垫，政策端驱动行业中长期持续向好：**

2022 年 1-5 月地方政府专项债券分别为 5765 / 3954 / 4901 / 1898 / 7754 亿元，同比+285% / +1407% / +147% / -45% / +71%。截止于 2022 年 5 月，地方政府专项债券累计值达到 24272 亿元，同比增长 107%，**充足的专项债资金为工程机械行业的复苏提供坚实的支撑基础。**根据财政部公布的通知显示，2022 年 3.65 万亿元新增专项债中，有 3.45 万亿元已经下达至各地用于项目建设，并且财政部副部长许宏才于 2022 年 4 月 12 日在国新办发布会上表示，在 2022 年新增 3.65 万亿元专项债限额中，用于项目建设的专项债券额度已经全部下达。根据国务院于 2022 年 5 月 31 日发布的通知显示，要求地方政府加快 2022 年已下达的 3.45 万亿元专项债券的发行使用进度，争取在 8 月底前将 3.45 万亿元的专项债使用完毕。因此我们认为随着稳增长政策的持续发力，基础设施建设将推动中国经济高质量发展，从而带动工程机械设备的需求量在 2022 年 Q3 出现回暖。

● **受益板块：工程机械**

受益标的：三一重工、徐工机械、中联重科、恒立液压

● **新股上市：西测测试初步询价时间为 2022 年 7 月 11 日，首发 2100.00 万股**

● **风险提示：基础设施建设进展不如预期，工程机械行业景气度继续下行。**

目 录

1、 挖掘机销量有所回升，国内工程机械景气度有望迎来上行 3
2、 专项债资金提供安全垫，政策端驱动行业中长期向好 8
3、 受益标的 9
4、 受益公司公告 10
5、 新股上市 11
6、 风险提示 11

图表目录

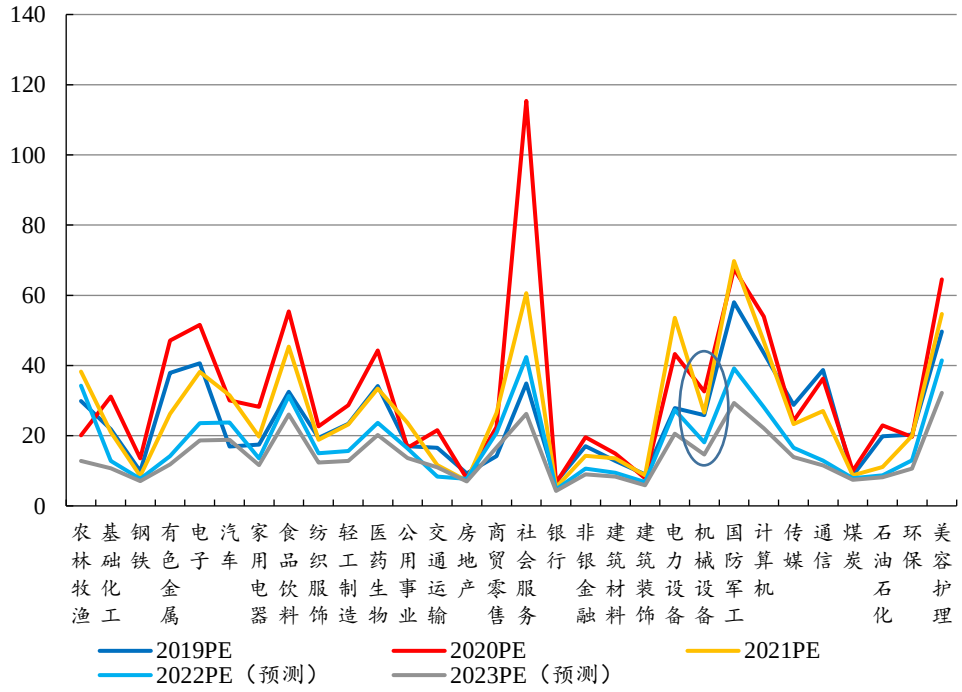
图 1： 目前机械板块估值处于 A 股各板块中下分位 3
图 2： 2019-2023E 工程机械板块估值较低 3
图 3： 2022 年以来，工程机械板块估值有所回升 3
图 4： 2022 年开始建筑业需求逐步改善 4
图 5： 2022 年 3-6 月份挖掘机合计销量下降幅度有所收窄 6
图 6： 2022 年挖掘机出口销量持续向好 6
图 7： 2022 年 4 月开始，国内、国外销量环比有所提升 6
图 8： 2022 年 H1 小挖在我国合计销量中占据主要比重 7
图 9： 2022 年 6 月大挖销量环比实现正增长 7
图 10： 2022 年中国挖掘机产量有所回升 7
图 11： 2022 年中国挖掘机开工小时数仍处于较低水平 7
图 12： 2022 年房地产开发投资累计完成额 yoy 开始下滑 8
图 13： 2022 年房屋新开工面积累计值 yoy、商品房销售面积累计值 yoy 均出现较大幅度下滑 8
图 14： 2022 年 2-5 月，我国固定资产投资累计完成额分别同比上涨 12.2% / 9.3% / 6.8% / 6.2% 8
图 15： 2022 年 2-5 月，我国基础设施建设累计投资额分别同比上升 8.61% / 10.48% / 8.26% / 8.16% 8
图 16： 充足的专项债资金为工程机械行业的复苏提供牢固的支撑基础 9

表 1： 挖掘机月度销量数据监测体系 4
表 2： 受益公司公告汇总 10
表 3： 西测测试初步询价时间为 2022 年 7 月 11 日，首发 2100.00 万股 11

1、 挖掘机销量有所回升，国内工程机械景气度有望迎来上行

从整体来看，2020-2021 年，A 股各板块市盈率主要落于 10-60 之间，机械设备板块整体处于中下分位，2019-2021 年市盈率分别为 25.87 / 32.56 / 26.58，我们预计 2022-2023 年市盈率为 18.07 / 14.62。

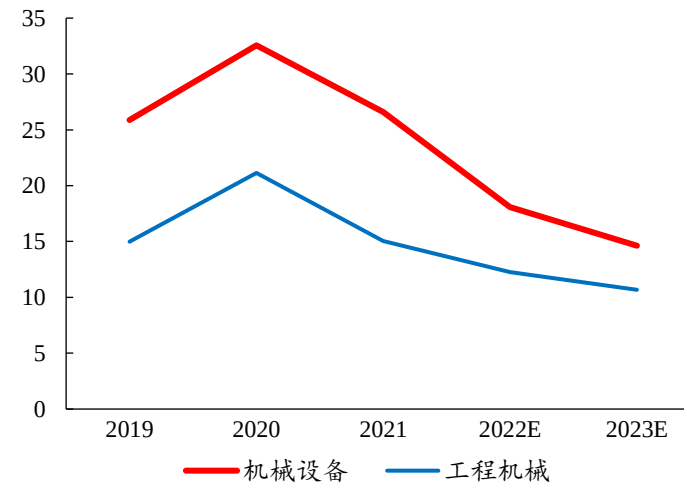
图1：目前机械板块估值处于 A 股各板块中下分位



数据来源：Wind、开源证券研究所

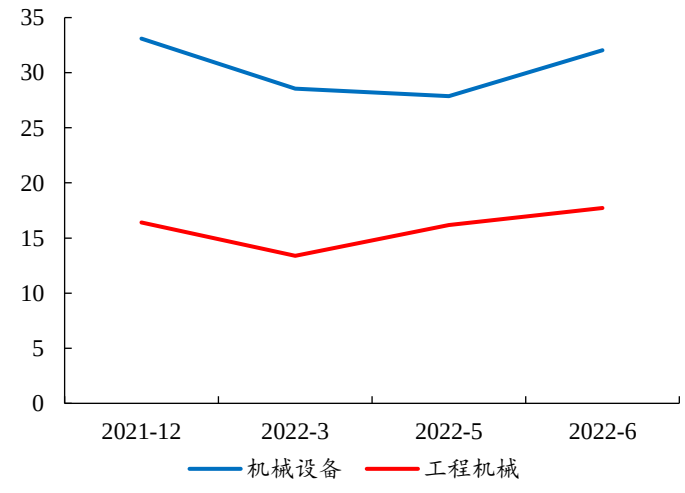
相较于整体机械板块而言，工程机械板块估值偏低，2019-2021 年工程机械板块估值分别为 14.99 / 21.14 / 15.03，我们预计 2022-2023 年工程机械板块估值为 12.27 / 10.68。

图2：2019-2023E 工程机械板块估值较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

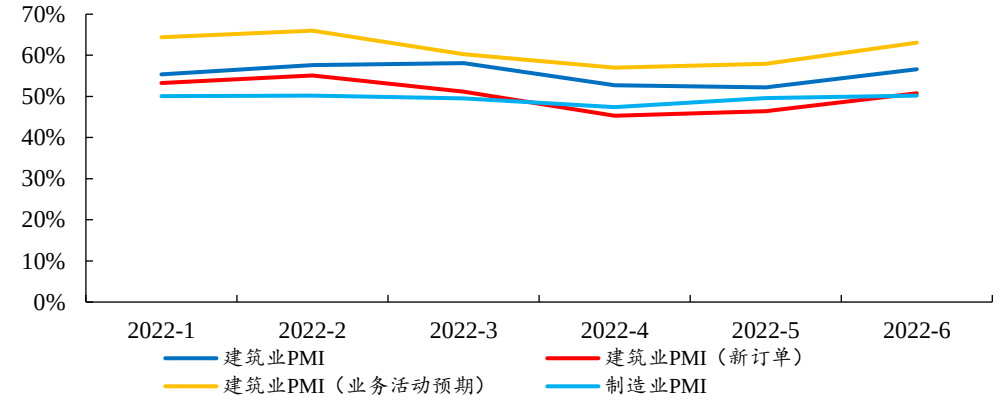
图3：2022 年以来，工程机械板块估值有所回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2022 年以来，我国建筑业 PMI 分别为 55.4% / 57.6% / 58.1% / 52.7% / 52.2% / 56.6%，略高于制造业 PMI。随着疫情有所好转，建筑业迎来扩张期，需求端将逐步改善，2022 年 6 月建筑业新订单指数为 50.8%，相较于 4 月份提升 5.5%。

图4：2022 年开始建筑业需求逐步改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

从工程机械中最具代表性的“挖掘机”来看，根据我们构建的挖掘机月度销量数据监测体系显示，我国挖掘机国内销量与出口销量均在每年 3 月份达到峰值，2022 年以来，我国挖掘机销量略显低迷，但下半年有望迎来拐点。

表1：挖掘机月度销量数据监测体系

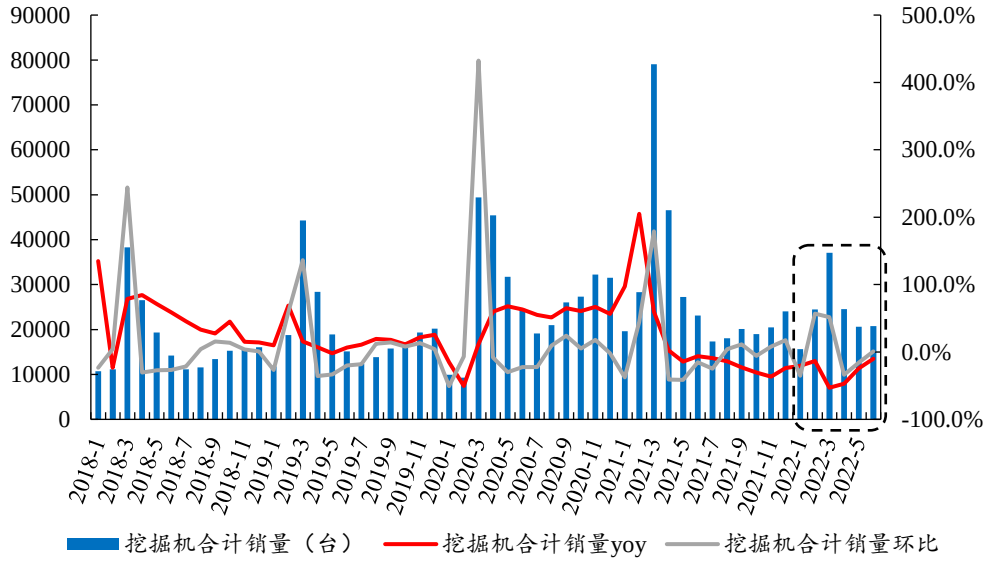
日期	挖掘机国内销量（台）	国内销量 yoy	挖掘机出口销量（台）	出口销量 yoy	挖掘机合计销量（台）	合计销量 yoy
2018-1	9547	141.9%	1137	89.5%	10687	135.0%
2018-2	9273	-30.1%	1387	126.6%	11113	-23.5%
2018-3	36643	78.0%	1607	100.4%	38261	78.9%
2018-4	25034	83.2%	1518	109.7%	26561	84.5%
2018-5	17780	69.6%	1523	95.3%	19313	71.3%
2018-6	12449	51.4%	1723	143.7%	14188	58.8%
2018-7	9316	33.2%	1786	171.0%	11123	45.3%
2018-8	10087	26.8%	1482	95.8%	11588	33.0%
2018-9	11702	22.9%	1689	74.8%	13408	27.7%
2018-10	13490	39.6%	1782	104.6%	15274	44.9%
2018-11	14150	9.8%	1717	86.2%	15877	14.9%
2018-12	14269	12.2%	1749	37.5%	16027	14.4%
2019-1	10142	6.2%	1614	42.0%	11756	10.0%
2019-2	17286	77.7%	1459	5.2%	18745	68.7%
2019-3	41901	14.3%	2377	47.9%	44278	15.7%
2019-4	26373	5.3%	2037	34.2%	28410	7.0%
2019-5	16744	-5.9%	2153	41.4%	18897	-2.2%
2019-6	12426	-0.3%	2695	56.4%	15121	6.6%
2019-7	10190	9.1%	2156	20.7%	12346	11.0%
2019-8	11566	14.4%	2277	53.6%	13843	19.5%
2019-9	13182	12.5%	2617	54.9%	15799	17.8%

日期	挖掘机国内销量(台)	国内销量 yoy	挖掘机出口销量（台）	出口销量 yoy	挖掘机合计销量（台）	合计销量 yoy
2019-10	14870	10.2%	2157	21.0%	17027	11.5%
2019-11	17159	21.2%	2157	25.6%	19316	21.7%
2019-12	17238	20.7%	2917	66.8%	20155	25.8%
2020-1	7758	-23.5%	2184	35.3%	9942	-15.4%
2020-2	6909	-60.0%	2371	62.5%	9280	-50.5%
2020-3	46610	11.2%	2798	17.7%	49408	11.6%
2020-4	43371	64.5%	2055	0.9%	45426	59.9%
2020-5	29521	76.3%	2223	3.3%	31744	68.0%
2020-6	21724	74.8%	2901	7.6%	24625	62.9%
2020-7	16253	59.5%	2857	32.5%	19110	54.8%
2020-8	18076	56.3%	2863	25.7%	20939	51.3%
2020-9	22598	71.4%	3436	31.3%	26034	64.8%
2020-10	23892	60.7%	3439	59.4%	27331	60.5%
2020-11	28833	68.0%	3403	57.8%	32236	66.9%
2020-12	27319	58.5%	4211	44.4%	31530	56.4%
2021-1	16026	106.6%	3575	63.7%	19601	97.2%
2021-2	24562	255.5%	3743	57.9%	28305	205.0%
2021-3	72977	56.6%	6058	116.5%	79035	60.0%
2021-4	41100	-5.2%	5472	166.3%	46572	2.5%
2021-5	22070	-25.2%	5150	131.7%	27220	-14.3%
2021-6	16965	-21.9%	6135	111.5%	23100	-6.2%
2021-7	12329	-24.1%	5016	75.6%	17345	-9.2%
2021-8	12349	-31.7%	5726	100.0%	18075	-13.7%
2021-9	13934	-38.3%	6151	79.0%	20085	-22.9%
2021-10	12608	-47.2%	6356	84.8%	18964	-30.6%
2021-11	14014	-51.4%	6430	89.0%	20444	-36.6%
2021-12	15423	-43.5%	8615	104.6%	24038	-23.8%
2022-1	8282	-48.3%	7325	104.9%	15607	-20.4%
2022-2	17052	-30.5%	7431	97.7%	24483	-13.5%
2022-3	26556	-63.6%	10529	73.5%	37085	-53.1%
2022-4	16032	-61.0%	8502	55.4%	24534	-47.3%
2022-5	12179	-44.8%	8445	64.0%	20624	-24.2%
2022-6	11027	-35.0%	9734	58.4%	20761	-10.1%

数据来源：CCMA 挖掘机械分会、开源证券研究所

2022 年自 3 月以来挖掘机合计销量下降幅度有所收窄，2022 年 1-6 月，挖掘机合计销量分别为 15607 / 24483 / 37085 / 24534 / 20624 / 20761 台，分别同比下降 20.4% / 13.5% / 53.1% / 47.3% / 24.2% / 10.1%，分别环比-35.1% / 56.9% / 51.5% / -33.8% / -15.9 / 0.7%。

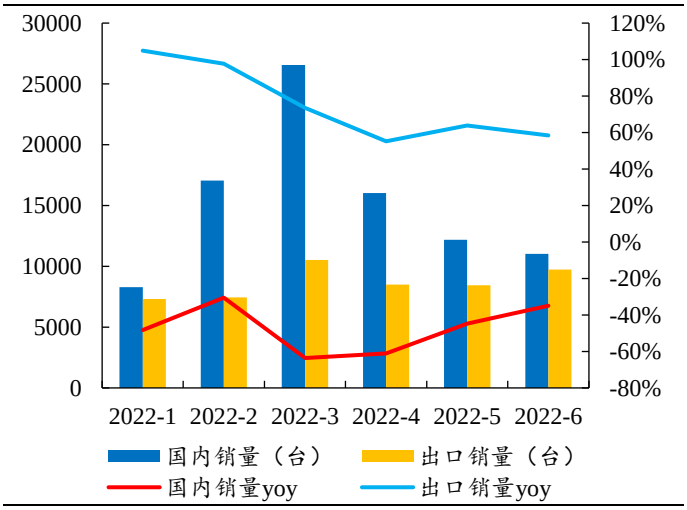
图5：2022 年 3-6 月份挖掘机合计销量下降幅度有所收窄



数据来源：CCMA 挖掘机械分会、开源证券研究所

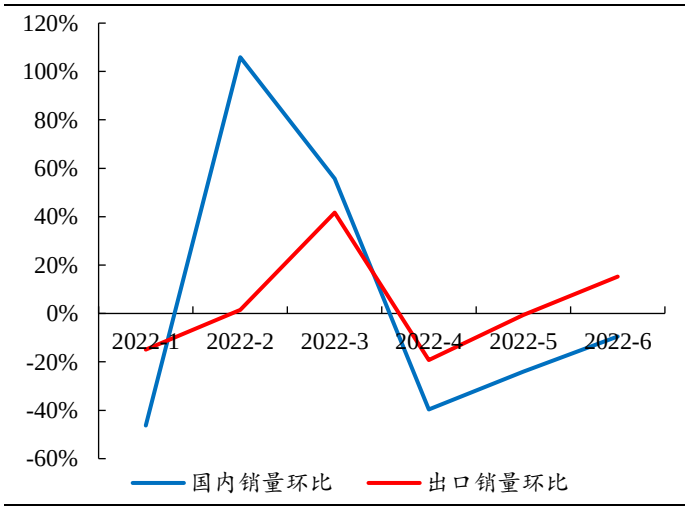
分国内外来看，2022 年国内挖掘机销量从 3 月份 26556 台的峰值下降至 6 月份的 11027 台，海外挖掘机销量从 2021 年 1 月份的 8615 台提升至 9734 台，我国挖掘机出口销量景气度优于国内销量，但从趋势上来看，国内挖掘机销量同比从 3 月份开始有所好转，国内挖掘机销量环比有望在 2022 年 Q3 实现正增长。

图6：2022 年挖掘机出口销量持续向好



数据来源：CCMA 挖掘机械分会、开源证券研究所

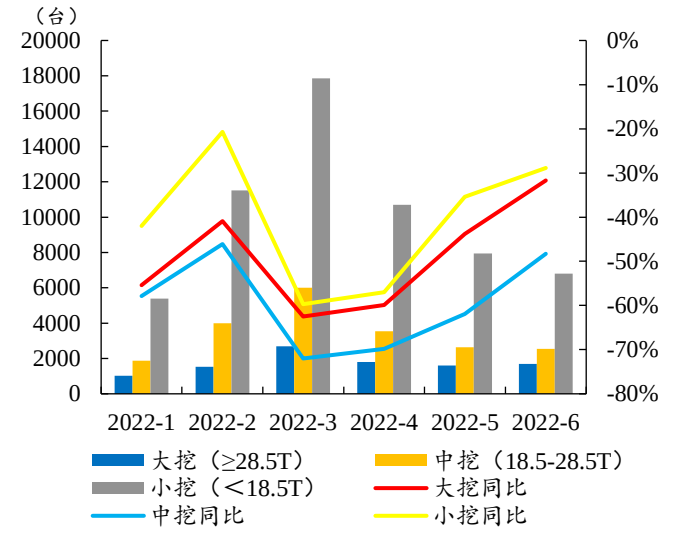
图7：2022 年 4 月开始，国内、国外销量环比有所提升



数据来源：CCMA 挖掘机械分会、开源证券研究所

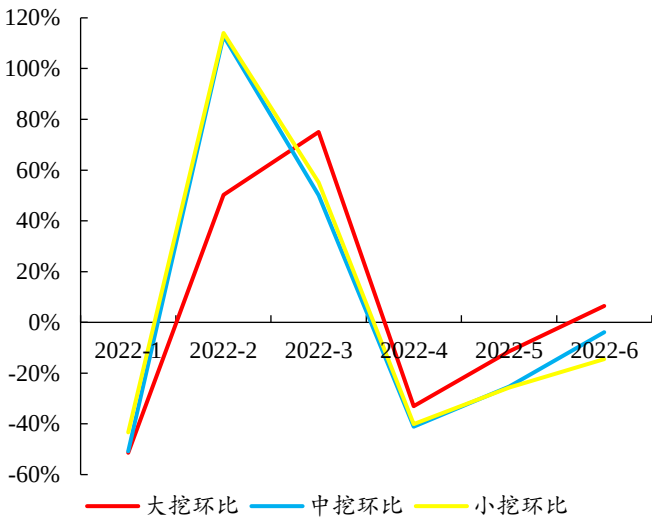
从挖掘机销量结构来看，小型挖掘机在我国出口内销的合计销量中占据主要比重，因其体积较小、初始资金投入低等优点，被广泛应用于市政道路工程、房屋装修、农村自建房屋道路扩建、隧道施工、景观工作、挖掘土料、装载作业等领域，随着人力成本上升，人口红利逐渐消退，“小挖替人”的行业趋势已经形成共识，也将成为挖掘机行业长期增长的核心驱动力。随着我国基建与房地产领域的逐步恢复，中型挖掘机以及大型挖掘机的市场需求有望得以修复。

图8：2022 年 H1 小挖在我国合计销量中占据主要比重



数据来源：CCMA 挖掘机械分会、开源证券研究所

图9：2022 年 6 月大挖销量环比实现正增长

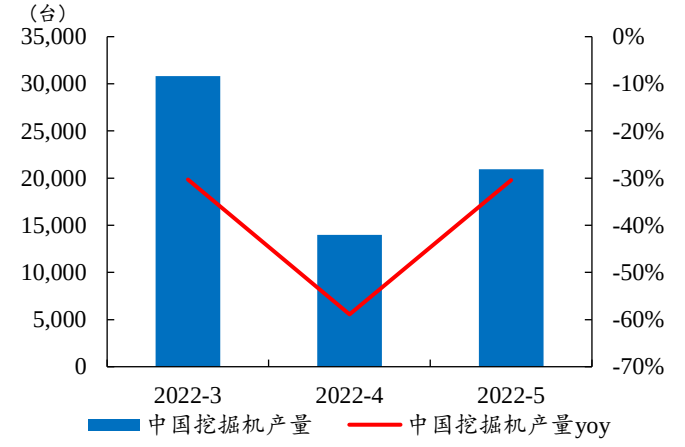


数据来源：CCMA 挖掘机械分会、开源证券研究所

2022 年 3-5 月，中国挖掘机产量分别为 30812 / 13981 / 20937 台，分别同比下降 30.3% / 58.9% / 30.4%。

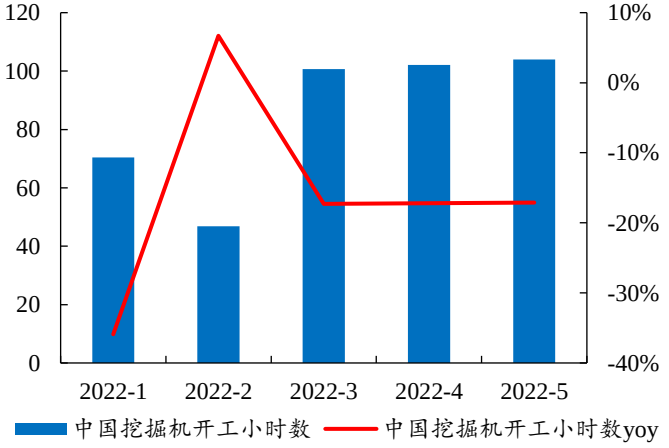
2022 年 1-5 月，中国挖掘机开工小时数分别为 70.4 / 46.8 / 100.7 / 102.1 / 104，相较于 2021 年同期仍处于较低水平，分别同比-35.9% / 6.7% / -17.3% / -17.2% / -17.1%。

图10：2022 年中国挖掘机产量有所回升



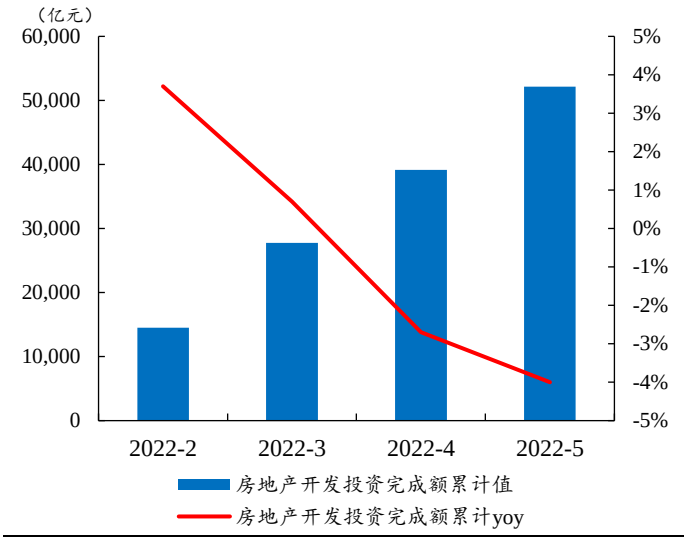
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2022 年中国挖掘机开工小时数仍处于较低水平



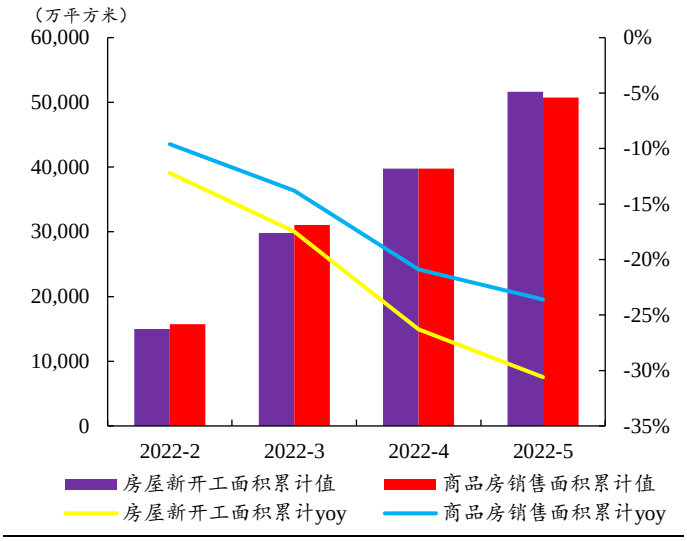
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2022 年房地产开发投资累计完成额 yoy 开始下滑



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图13：2022 年房屋新开工面积累计值 yoy、商品房销售面积累计值 yoy 均出现较大幅度下滑

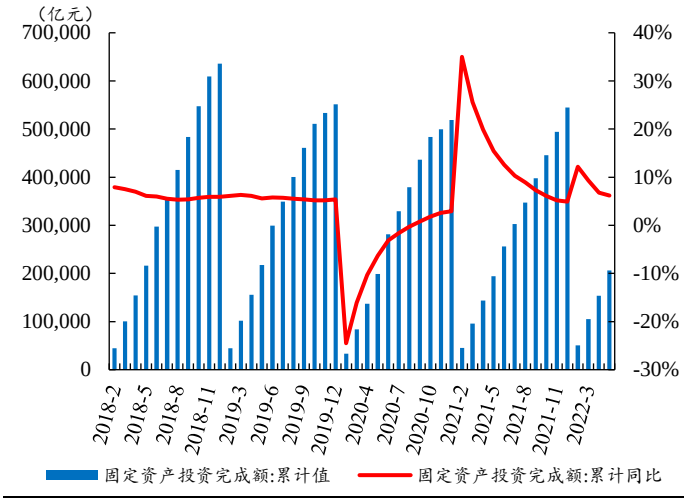


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

2、 专项债资金提供安全垫，政策端驱动行业中长期向好

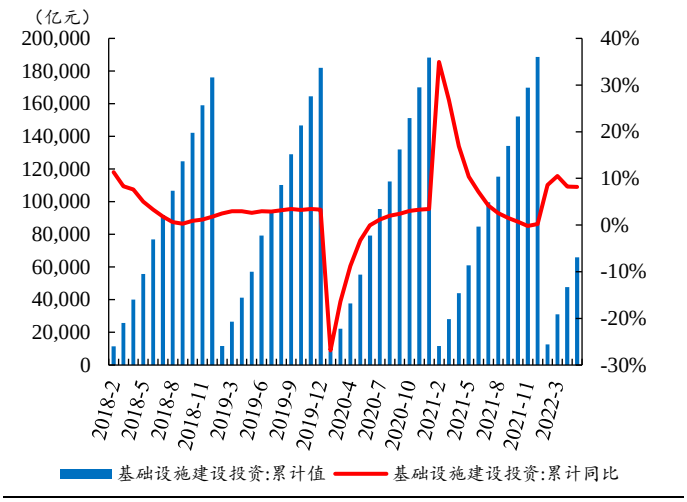
工程机械行业需求量与固定资产投资额密切相关，受宏观经济周期性变化的影响，因此工程机械行业具有一定的周期性。

图14：2022 年 2-5 月，我国固定资产投资累计完成额分别同比上涨 12.2% / 9.3% / 6.8% / 6.2%



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图15：2022 年 2-5 月，我国基础设施建设累计投资额分别同比上升 8.61% / 10.48% / 8.26% / 8.16%



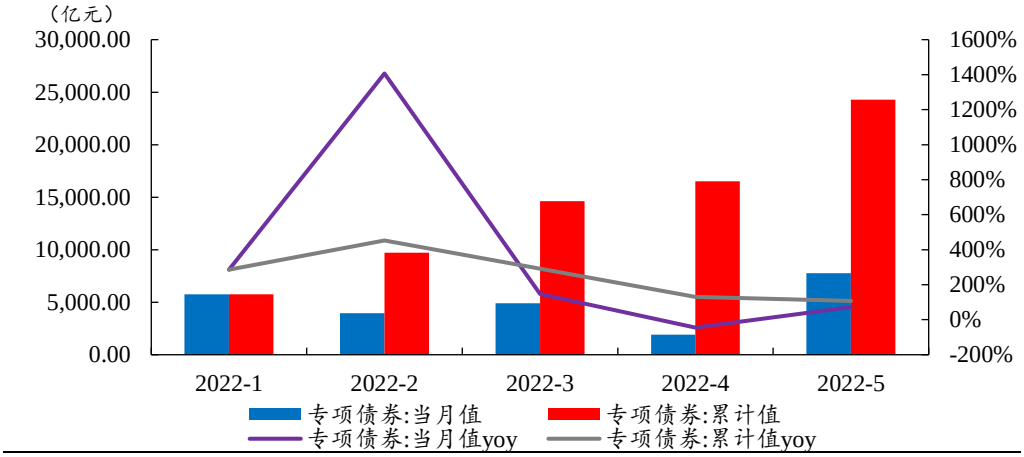
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

2022 年 1-5 月地方政府专项债券分别为 5765 / 3954 / 4901 / 1898 / 7754 亿元，同比+285% / +1407% / +147% / -45% / +71%。截止于 2022 年 5 月，地方政府专项债券累计值达到 24272 亿元，同比增长 107%，充足的专项债资金为工程机械行业的复苏提供坚实的支撑基础。

根据财政部公布的通知显示 2022 年 3.65 万亿元新增专项债中，有 3.45 万亿元

已经下达至各地用于项目建设，并且财政部副部长许宏才于 2022 年 4 月 12 日在国新办发布会上表示,在 2022 年新增 3.65 万亿元专项债限额中,用于项目建设的专项债券额度已经全部下达，根据国务院于 2022 年 5 月 31 日发布的通知显示，要求地方政府力争在 8 月底前将 3.45 万亿元的专项债使用完毕。因此我们认为随着稳增长政策的持续发力，基础设施建设将推动中国经济高质量发展，从而带动工程机械设备的需求量在 2022 年 Q3 出现回暖。

图16：充足的专项债资金为工程机械行业的复苏提供牢固的支撑基础



数据来源：财政部、开源证券研究所

3、 受益标的

【三一重工】

公司主要从事工程机械的研发、制造、销售和服务，产品包括混凝土机械、挖掘机械、 起重机械、桩工机械、筑路机械，主要应用于铁路、公路、地铁、桥梁、农田、水利、建筑、采矿、冶金建筑工程、电力、钢铁、造船、石化等行业。2021 年公司营业收入为 1068.73 亿元，同比+6.82%；归母净利润为 120.33 亿元，同比-22.04%。2022 年 Q1 公司营业收入为 202.78 亿元，同比-39.49%；归母净利润为 15.9 亿元，同比-71.29%。

【徐工机械】

公司主要从事起重机械、铲运机械、压实机械、路面机械、桩工机械、消防机械、高空作业机械和其他工程机械及备件的研发、制造、销售和服务工作，主要应用于基础设施建设、房地产开发、大型工程、抢险救灾、交通运输、自然资源采掘等领域。2021 年公司营业收入 843.28 亿元，同比+14.01%；归母净利润为 56.15 亿元，同比+50.57%。2022 年 Q1 公司营业收入 200.34 亿元，同比-19.79%；归母净利润为 14.05 亿元，同比-18.61%。

【中联重科】

公司主要从事工程机械和农业机械的研发、制造、销售和服务，其中工程机械

产品包括混凝土机械、起重机械、土石方施工机械、桩工机械、高空作业机械、消防机械、矿山机械、叉车等，主要应用于基础设施及房地产建设服务；农业机械包括耕作机械、收获机械、烘干机械、农业机具等，主要为农业生产提供育种、整地、播种、田间管理、收割、烘干储存等生产全过程服务。2021 年公司营业收入为 671.31 亿元，同比+3.11%；2021 年公司营业收入为 100.12 亿元，同比-47.44%；归母净利润为 62.7 亿元，同比-13.88%。归母净利润为 9.06 亿元，同比-62.48%。

【恒立液压】

公司主要从事液压元件及液压系统的生产、研发与销售，主要产品包括液压油缸、液压泵阀、油缸配件、液压系统、挖掘机专用油缸、重型装备用非标准油缸、元件与液压成套装置等，广泛应用于以挖掘机为代表的行走机械、以盾构机为代表的地下掘进设备、以船舶、港口机械为代表的海工海事机械、以高空作业平台为代表的特种车辆、以及风电太阳能等行业。2021 年公司营业收入为 93.09 亿元，同比+18.51%；归母净利润为 26.94 亿元，同比+19.51%。2022 年 Q1 公司营业收入为 22 亿元，同比-22.97%；归母净利润 5.28 亿元，同比-32.56%。

4、 受益公司公告

表2：受益公司公告汇总

公司名称	公司公告
三一重工	**三一重工股份有限公司关于控股股东的一致行动人股份质押的公告：**三一重工股份有限公司（以下简称“公司”）控股股东三一集团有限公司（以下简称“三一集团”）的一致行动人周福贵先生持有公司股份 3,770,000 股，占公司总股本的 0.04%；周福贵先生累计质押股份数量(含本次）为 2,600,000 股，占其持股数量的 68.97%，占公司总股本的 0.03%。
徐工机械	**徐工集团工程机械股份有限公司吸收合并徐工集团工程机械有限公司暨关联交易报告书（修订稿）：**上市公司拟向徐工有限的全体股东徐工集团、天津茂信、上海胜超、国信集团、建信投资、金石彭衡、杭州双百、宁波创翰、交银金投、国家制造业基金、宁波创绩、徐工金帆、福州兴睿和盛、河南工融金投、上海港通、天津民朴厚德、中信保诚发行股份吸收合并徐工有限。上市公司为吸收合并方，徐工有限为被吸收合并方。
中联重科	**中联重科股份有限公司关于“19 中联 01”回售结果公告：**根据《中联重科股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）募集说明书》的约定，“19 中联 01”的债券持有人在回售登记期内（2022 年 6 月 13 日至 2022 年 6 月 17 日）选择将其所持有的“19 中联 01”全部或部分回售给中联重科股份有限公司（以下简称“公司”或“发行人”），回售价格为 100 元 /张（不含利息），回售资金发放日为 2022 年 7 月 11 日（因遇 2022 年 7 月 10 日为非交易日，故顺延至下一交易日）。

资料来源：Wind、开源证券研究所

5、 新股上市

表3：西测测试初步询价时间为 2022 年 7 月 11 日，首发 2100.00 万股

股票代码	公司名称	询价日期	上市板块	公司情况
301306.SZ	西测测试	2022.7.11	创业板	公司主要从事军用装备和民用飞机产品检验检测的第三方检验检测服务机构，为客户提供环境与可靠性试验、电子元器件检测筛选、电磁兼容性试验等检验检测服务，同时开展检测设备的研发、生产和销售以及电装业务。2021 年公司营业收入为 2.46 亿元，同比+21.43%；归母净利润为 0.67 亿元，同比+35.27 %。
603211.SH	晋拓股份	2022.7.8	上证主板	公司主要从事铝合金精密压铸件的研发、生产和销售，公司主要产品以汽车零部件为主，同时还包括智能家居零部件、工业自动化及机器人零部件、信息传输设备零部件，主要客户包括博格华纳、法雷奥西门子、安川、威巴克、哈金森、住友理工等。2021 年公司营业收入为 9.16 亿元，同比+30.28%；归母净利润为 0.82 亿元，同比-0.77%。2022 年 Q1 公司营业收入 2.1 亿元，同比+19.93%；归母净利润为 0.18 亿元，同比+20.38%。

资料来源：Wind、开源证券研究所

6、 风险提示

基础设施建设进展不如预期，工程机械行业景气度继续下行。

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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn