

机械行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

机械组

分析师：满在朋（执业 S1130522030002） 分析师：秦亚男（执业 S1130522030005） 分析师：李嘉伦（执业 S1130522060003）
 manzaipeng@gjzq.com.cn qinyanan@gjzq.com.cn lijialun@gjzq.com.cn

国企改革春风到，重视机械板块央企、国企投资机会

本轮国企改革为何不同？

2023 年新一轮国企改革开启，本轮国企改革更重视盈利质量。近年来央企改革指标持续优化，考核指标从 20 年的“两利三率”逐步优化到 23 年“一利五率”；23 年 1 月，国资委提出将央企考核指标定位“一利五率”，即“一增一稳四提升”，相比于 2022 年，新一轮央企改革指标不同在于将净资产收益率（ROE）替换净利润、将营收现金比率替换营业收入利润率，本轮改革更重视央企的盈利质量和现金流能力。

机械板块央企估值处于什么水平？

机械板块央企估值处于历史低位，看好盈利质量提升带动估值修复。根据 Wind 数据，截至 2023 年 3 月 14 日，申万一级机械设备板块 60% 的央企处于历史估值 50% 分位以下，超过 30% 的央企处于历史估值分位 30% 以下，当前机械板块多数企业处于历史估值较低水平。近年来机械板块央企、地方国企盈利质量明显提升有望带动估值修复，我们复盘了 18-21 年机械板块地方国企、央企、民企三类企业的四项核心财务指标情况，发现国有企业、央企在 ROE、人均创收、研发费率三项指标上明显优化，其中机械板块地方国有企业 ROE 均值从 2018 年 0.7% 提升到 2021 年 5.3%、人均创收从 111.6 万元/人提升到 158.9 万元/人。随着新一轮国企改革不断推进，我们看好央企、地方国有企业盈利质量、现金流能力提升，有望迎来估值修复。

当下时点哪类企业有望受益国企改革提升盈利质量？

我们基于公司市值、ROE、股权激励情况、22-24 年归母净利润增速四个方面筛选出机械板块 38 家企业：1）19-21 年 ROE 持续提升且 ROE>10% 的企业为：川仪股份、杭氧股份、宁波精达、陕鼓动力、华工科技；2）21 年后发布股权激励且市值大于百亿的企业为：川仪股份、杭氧股份、锐科激光、徐工机械、陕鼓动力、机器人；3）根据 Wind 一致预期数据，22-24 年利润增速超过 25% 的企业为：机器人、中国船舶、锐科激光、航天晨光、润邦股份、秦川机床、国机精工、东杰智能、华工科技、铁建重工、冰轮环境。

投资建议

我们看好本轮国企改革后带来机械板块盈利质量提升，建议重点关注：

- **中铁工业**：中国盾构机龙头，下游新领域拓展顺利。公司近年来在盾构机下游新领域拓展顺利，22 年公司在矿山、抽水储能、水利工程三个领域市占率分别达 40%、80%、60%，看好公司新领域拓展顺利带来盈利能力提升。
- **兰石重装**：改革释放经营活力，新能源转型再出发。公司在新能源领域强势转型，22 年新能源领域新签订单 18.25 亿元（同比+81%），“核氢光储”均衡布局，有望在未来几年贡献业绩增量。
- **石化机械**：油服行业景气回升，进军氢能打开第二曲线。22 年三桶油资本开支开始增长，国内外油服行业景气上行，核心主业有望回暖；背靠中石化，打造加氢站成套装备解决方案，氢能装备有望逐渐放量。
- **徐工机械**：吸收合并徐工有限，“新徐工”扬帆起航。22 年 8 月公司吸收合并徐工有限，完成工程机械板块的整体上市，提升核心竞争力。外销顺利，1H22 海外收入占比超 30%，优化海外服务体系有望加速海外市场收入提升。
- **国机精工**：军用轴承+风电轴承+CVD 金刚石构造成长潜力，利润释放可期。公司历史包袱出清，资产减值计提充分，叠加轴承、培育钻石等多个领域放量驱动，利润有望大幅增长。

风险提示

下游基建投资不及预期、经济复苏不及预期、国企改革政策推进不及预期、海内外疫情反复风险、部分企业海外市场拓展不及预期。

内容目录

一、国企改革政策频出，看好国企、央企估值修复.....	5
1.1 新一轮国企改革开启，重视国企盈利质量.....	5
1.2 政府工作报告推动制造业“由大到强”，对标世界一流企业.....	6
1.3 央企、国企指数估值处于历史低位，看好央企、国企估值修复.....	7
二、机械板块国企梳理.....	8
三、投资建议.....	10
3.1 中铁工业：盾构机龙头，下游新领域拓展顺利.....	10
3.2 兰石重装：新能源转型持续推进，改革释放业绩弹性.....	12
3.3 石化机械：改革持续推进，人均产值高增长.....	14
3.4 徐工机械：吸收合并徐工有限，“新徐工”扬帆起航.....	16
3.5 国机精工：军用轴承+风电轴承+CVD 金刚石构造成成长潜力，利润释放可期.....	18
3.6 中国中车：轨交装备龙头，新产业构筑增长新引擎.....	18
3.7 中钨高新：产业链一体化刀具龙头，改革释放经营活力.....	20
3.8 中国船舶：造船周期上行，龙头公司有望充分受益.....	22
3.9 振华重工：港口机械龙头企业，紧抓自动化码头新机遇.....	25
3.10 一拖股份：国内拖拉机龙头，切换“国四”公司竞争优势进一步提升.....	28
3.11 安徽合力：开启国际化新征程，经营质量持续提升.....	29

图表目录

图表 1： 近期国企改革政策频出.....	5
图表 2： 国企考核指标体系更加注重国企的盈利质量.....	5
图表 3： 18-21 年机械板块三类企业 ROE 对比.....	6
图表 4： 18-22Q3 机械板块三类企业研发费率对比.....	6
图表 5： 18-21 年机械板块三类企业人均创收对比.....	6
图表 6： 18-21 年机械板块三类企业营收现金比率对比.....	6
图表 7： 现代化产业体系释放制造业发展新机遇.....	7
图表 8： 国企“创建世界一流企业”政策沿革进一步突出价值创造.....	7
图表 9： 机械板块央企估值.....	8
图表 10： 机械板块具有经营质量改善潜力的央企、地方国企标的.....	9
图表 11： 中铁工业主要产品包括盾构机/TBM、工程施工机械、道岔、钢结构.....	10
图表 12： 中铁工业 2017-2022Q1-Q3 营业收入及增速.....	10

图表 13:	中铁工业 2017-2022Q1-Q3 归母净利润及增速	10
图表 14:	中铁工业分业务收入结构	11
图表 15:	近两年中铁工业各业务毛利率保持稳定	11
图表 16:	2022 年中铁工业在矿山/抽水蓄能/引调水工程/铁路领域盾构机市占率 (%)	11
图表 17:	中铁工业盈利预测	11
图表 18:	兰石重装主要产品	12
图表 19:	22 年兰石重装收入以传统能源装备为主	12
图表 20:	22 年兰石重装新能源装备实现高增长	12
图表 21:	兰石重装新能源订单高速增长	13
图表 22:	兰石重装盈利预测	13
图表 23:	石化机械主要产品	14
图表 24:	石化机械收入以石油机械、油气管道为主	14
图表 25:	石油机械与钻头系列产品毛利率较高	14
图表 26:	16 年油价低估后石化机械收入恢复稳健增长	15
图表 27:	21 年后石化机械利润显著修复	15
图表 28:	石化机械主要改革方案	15
图表 29:	生产人员精简带动员工总人数下降	15
图表 30:	石化机械人均产值近年呈上升趋势	15
图表 31:	石化机械已开发氢气压缩机、加氢机、顺序控制盘、站控系统等一批氢能装备产品	16
图表 32:	徐工机械 2017-2022Q1-Q3 营业收入及增速	16
图表 33:	徐工机械 2017-2022Q1-Q3 归母净利润及增速	16
图表 34:	徐工机械 2017-22Q1-Q3 利润率走势	17
图表 35:	徐工机械 2018-22Q1-Q3 费用率走势	17
图表 36:	徐工机械股权结构图	17
图表 37:	徐工机械 2017-22Q1-Q3 内外销占比	17
图表 38:	徐工机械全球化营销网络	17
图表 39:	2018-2022Q1-Q3 国机精工营业收入及增速	18
图表 40:	2018-2022 国机精工归母净利润及增速	18
图表 41:	2017-2022Q1-Q3 中国中车营业收入及增速	19
图表 42:	2017-2022Q1-Q3 中国中车归母净利润及增速	19
图表 43:	2017-1H22 中国中车分业务收入占比	19
图表 44:	2017-1H22 中国中车毛利率趋势	19
图表 45:	中国中车风电与高铁业务布局	19
图表 46:	2020-2021 年中国中车风电业务收入	19
图表 47:	时代新材主要新材料产品	20

图表 48:	时代新材 2020-2021 年新材料业务收入.....	20
图表 49:	中钨高新主要产品.....	20
图表 50:	中钨高新 2016-2021 营收 CAGR18.41%.....	21
图表 51:	中钨高新 2016-2021 归母净利润 CAGR109.73%.....	21
图表 52:	中钨高新通过多项措施不断加强精益管理,完善激励机制.....	21
图表 53:	中钨高新旗下重点公司营收.....	21
图表 54:	中钨高新旗下重点公司净利润.....	21
图表 55:	中钨高新旗下重点公司净利率近年持续提升.....	22
图表 56:	中钨高新改革带动人均创收不断提升.....	22
图表 57:	中国船舶主营业务包括船舶造修、海洋工程、动力业务和机电设备和海洋工程.....	23
图表 58:	中国船舶实控人为国务院国资委,控股江南造船、外高桥、广船国际等造船厂.....	23
图表 59:	中国船舶历年营收及同比增速情况.....	24
图表 60:	中国船舶历年归母净利润情况.....	24
图表 61:	从新接订单情况来看,本轮船舶行业复苏起点源于 2021 年.....	24
图表 62:	我国头部造船厂接单量速度已快于日韩.....	25
图表 63:	振华重工主营业务包括港口机械、海洋重工、大重特型钢结构、海上运输与安装等.....	26
图表 64:	振华重工 2017-2022Q1-Q3 营业收入及增速.....	26
图表 65:	振华重工 2017-2022Q1-Q3 归母净利润及增速.....	26
图表 66:	振华重工分业务收入结构.....	27
图表 67:	振华重工主营业务毛利率(单位:%).....	27
图表 68:	振华重工 2017-1H22 年主营业务新签订单(亿美元).....	27
图表 69:	振华重工 2017-1H22 年主营业务新签订单同比增速(%).....	27
图表 70:	振华重工全球自动化码头家族.....	28
图表 71:	一拖股份历年国内拖拉机产量及增速.....	28
图表 72:	2022 年我国拖拉机行业竞争格局.....	28
图表 73:	2018-2022Q1-Q3 一拖股份营业收入及增速.....	29
图表 74:	2018-2022Q1-Q3 一拖股份归母净利润及增速.....	29
图表 75:	2018-2022Q1-Q3 一拖股份经营活动现金流.....	29
图表 76:	2018-2022Q1-Q3 一拖股份净利率和 ROE 水平.....	29
图表 77:	2018-2022 安徽合力营业收入及增速.....	30
图表 78:	2018-2022 安徽合力归母净利润及增速.....	30

一、国企改革政策频出，看好国企、央企估值修复

1.1 新一轮国企改革开启，重视国企盈利质量

2020-2022 年国企改革三年行动收官，23 年新一轮国企改革开启，推动国企高质量发展。1) 23 年 1 月，国资委提出 23 年央企目标定位“一增一稳四提升”，全面提高国有企业盈利质量；2) 23 年 2 月，国资委召开“中央企业提高上市公司质量工作专题会”中提出要统筹推进中央企业高质量上市，通过充分对接资本市场、助力稳定资本市场；3) 23 年 3 月，国资委召开会议提出对国有企业对标世界一流企业价值创造行动进行动员部署。

图表1：近期国企改革政策频出

时间	部门	会议/文章	主要内容
23.01	国资委	权威部门话开局”系列主题新闻发布会	央企考核指标“一增一稳四提升”：1) “一增”：确保利润总额增速高于全国 GDP 增速；2) “一稳”：资产负债率总体保持稳定；3) “四提升”：净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升。
23.02	国资委	《关于做好 2023 年中央企业投资管理 进一步扩大有效投资有关事项的通知》	要推动企业在培育壮大战略性新兴产业、加快传统产业改造升级、强化能源资源安全保障、形成“科技—产业—金融”良性循环等方面加大投资力度。
23.02	国新办	“权威部门话开局”系列主题新闻发布会	实施新一轮国企改革深化提升行动，主要考虑要抓好三个方面：一是加快优化国有经济布局结构，增强服务国家战略的功能作用；二是加快完善中国特色国有企业现代公司治理，真正按市场化机制运营；三是加快健全有利于国有企业科技创新的体制机制，加快打造创新型国有企业。
23.02	国资委	中央企业提高上市公司质量工作专题会	要针对工作中的突出问题和薄弱环节，科学谋划、周密组织，统筹推进中央企业高质量上市，通过充分对接资本市场、助力稳定资本市场，为中央企业高质量发展提供坚实支撑、为建设中国特色现代资本市场贡献更大力量。
23.03	国资委	国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动启动会议	1) 要突出效益效率，加快转变发展方式； 2) 突出创新驱动，提升基础研究能力； 3) 突出产业优化升级，加快布局价值创造的新领域新赛道； 4) 突出服务大局，积极对接区域重大战略和区域协调发展战略。

来源：中国政府网，国资委，国金证券研究所

央企改革考核指标持续优化，新一轮改革更加重视盈利质量。新一轮央企考核中将央企“一利五率”提出要求，即“一增一稳四提升”，“一增”，即确保利润总额增速高于全国 GDP 增速，增大国资央企稳定宏观经济大盘的分量；“一稳”，即资产负债率总体保持稳定；“四提升”，即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升，新一轮央企改革新增了 ROE 和现金流的考核，以净资产收益率（ROE）来替代营收利润率，有望提升央企的核心竞争力。

图表2：国企考核指标体系更加注重国企的盈利质量

时间	考核指标体系	内容
2020	“两利三率”	考核净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率和研发经费投入强度
2021	“两利四率”	增加全员劳动生产率指标
2022	“两利四率”努力实现 “两增一控三提高”	1) “两增”即利润总额和净利润增速高于国民经济增速； 2) “一控”即控制资产负债率低于 65%； 3) “三提高”即营业收入利润率要再提高 0.1 个百分点、全员劳动生产率再提高 5%、研发经费投入要进一步提高。
2023	“一利五率”	“一增一稳四提升”：1) “一增”：确保利润总额增速高于全国 GDP 增速；2) “一稳”：资产负债率总体保持稳定；3) “四提升”：净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升

来源：国务院，新华网，人民网，国金证券研究所

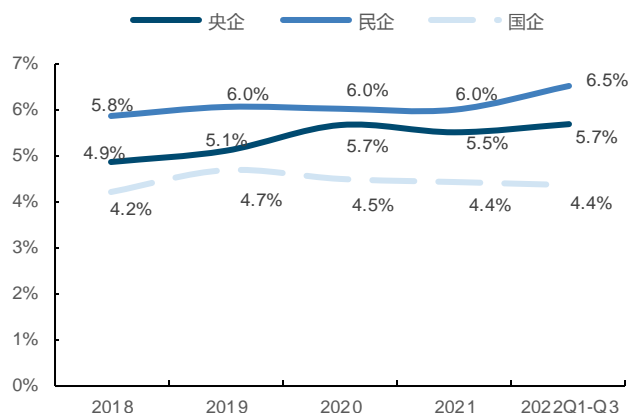
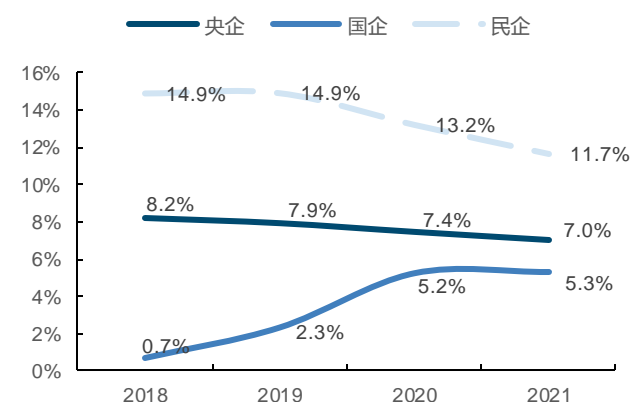
根据前文所述，本轮央企改革重点考核净资产收益率（ROE）、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营收现金比率四项指标；为了更好的对比分析国企改革对于机械板块企业影响情况，我们分析了机械板块央企、国企、民企过去几年上述四大指标的变化情况。

数据测算标准：

- 1) 标的筛选：我们选取申万一级机械设备板块标的 523 家企业进行研究，并根据股权结构情况分为央企、国企、民企。
- 2) 时间区间：ROE、人均创收两项指标我们选取时间区间为 18-21 年；研发费率、营收现金比率我们选取时间区间为 18-22Q3。
- 3) 剔除极端值影响：针对上述四个指标结果，我们分别剔除每项指标表现前 10% 和后 10% 的企业，以避免部分企业财务指标对整体结果产生较大影响。
- 4) 针对研发经费投入强度、全员劳动生产率两项指标，我们采用研发费用率、人均创收指标进行研究。

图表3：18-21 年机械板块三类企业 ROE 对比

图表4：18-22Q3 机械板块三类企业研发费率对比

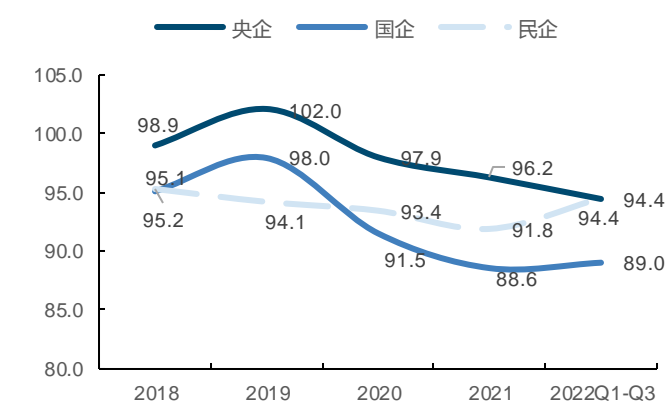
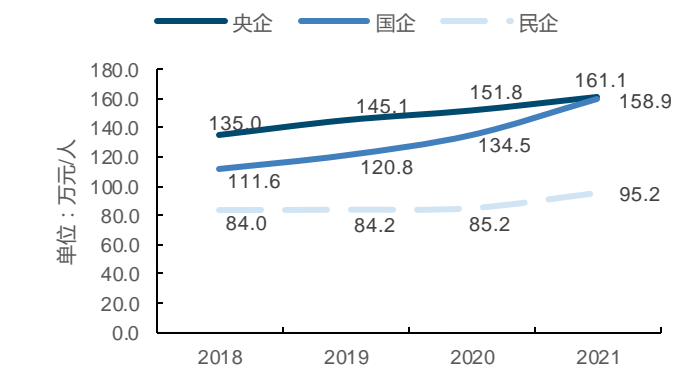


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表5：18-21 年机械板块三类企业人均创收对比

图表6：18-21 年机械板块三类企业营收现金比率对比



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

从上述三类企业的指标结果来看，国有企业近年来在 ROE、人均创收两项指标持续优化，随着新一轮国企改革开始，我们看好国有企业在营收现金比率、研发费率等指标持续优化，提升国有企业经营质量。

1.2 政府工作报告推动制造业“由大到强”，对标世界一流企业

2023 年 3 月 5 日政府工作报告中指出要加快建设现代化产业体系，围绕制造业重点产业链，集中优质资源合力推进关键核心技术攻关；本次政府工作报告多次提及关键词“制造业”，推动产业向中高端迈进，促进我国成为制造强国。

图表7：现代化产业体系释放制造业发展新机遇

核心观点	具体内容
推进制造业核心技术攻关	要围绕制造业重点产业链，集中优质资源合力推进关键核心技术攻关
保持制造业占比稳定	巩固完整产业体系优势，保持制造业占比基本稳定，通过锻长板、补短板、强基础，加快建设现代化产业体系
提升制造业产品质量及品牌	实施制造业“增品种、提品质、创品牌”行动，提升产品质量和品牌效益
推进智能制造、服务制造、绿色制造	深入实施智能制造工程，加快发展服务型制造，大力发展生产性服务业。落实工业领域碳达峰实施方案，全面推行绿色制造，提高绿色低碳发展水平
巩固延伸优势制造产业	实施产业基础再造工程、重大技术装备攻关工程两个工程。实施先进制造业集群发展专项行动，聚焦工程机械、轨道交通、电子信息、能源电力装备、纺织服装等重点领域，打造世界级先进制造业集群
拓展制造业新兴产业应用	聚焦 5G、人工智能、生物制造、工业互联网、智能网联汽车、绿色低碳等重点领域，不断丰富和拓展新的应用场景。扩大国家制造业创新中心在新兴产业领域的建设布局
推进“机器人+”应用	实施“机器人+”应用行动，推动物联网产业规模化、集约化发展
布局未来制造产业	研究制订未来产业发展行动计划，加快布局人形机器人、元宇宙、量子科技等前沿领域，全面推进 6G 技术研发。鼓励地方先行先试，加快布局未来产业

来源：政府工作报告，国金证券研究所

从十九大开始，我国不断深化国有企业改革，多项文件推进贯彻落实，国有企业活力明显增长。2023 年 3 月 3 日，国资委对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署。截至目前，已有超过 200 家央企、地方国企入选创建世界一流专精特新示范企业。

图表8：国企“创建世界一流企业”政策沿革进一步突出价值创造

时间	会议/文件/文章	主要内容
2017/10/27	党的十九大报告	完善各类国有资产管理体制，改革国有资本授权经营制，加快国有经济布局优化、结构调整、战略性重组，促进国有资产保值增值，推动国有资本做强做优做大，有效防止国有资产流失。深化国有企业改革，发展混合所有制经济，培育具有全球竞争力的世界一流企业。
2018	国资委组织开展创建世界一流示范企业工作	国资委遴选基础条件较好、主营业务突出、竞争优势明显的航天科技、中国宝武、中国石油、国家电网、中国三峡、国家能源、中国移动、中航集团、中国建筑、中国中车、中国广核共 11 家中央企业，组织开展创建世界一流示范企业工作。
2020/6/13	《关于开展对标世界一流管理提升行动的通知》	到 2022 年，国有重点企业基本形成系统完备、科学规范、运行高效的中国特色现代国有企业管理体系，企业总体管理能力明显增强，部分国有重点企业管理达到或接近世界一流水平。
2021/7/30	国务院国资委开展管理标杆创建行动，对标推动世界一流企业建设	开展国有重点企业管理标杆创建行动，公布了管理标杆企业、标杆项目和标杆模式名单，促进国有企业不断强化管理体系和管理能力建设，推动与世界一流对标、加快向世界一流迈进。
2023/3/3	国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动	用好提升核心竞争力和增强核心功能这两个途径，以价值创造为关键抓手扎实推动企业高质量发展，要把价值创造理念贯穿于企业经营决策全过程。

来源：中国政府网，新华网，国金证券研究所

1.3 央企、国企指数估值处于历史低位，看好央企、国企估值修复

根据 Wind 数据，截至 2023.03.14，申万一级机械设备板块 60% 的央企处于历史估值 50% 分位以下，超过 30% 的央企处于历史估值分位 30% 以下，当前机械板块多数企业处于企历史估值低位，随着国企改革持续推进，我们看好机械板块央企盈利质量提升，迎来估值修复。

图表9：机械板块央企估值

公司名称	公司属性	市盈率（PE-TTM）	市盈率估值分位
一拖股份	央企	19.5	4.8%
时代电气	央企	29.7	7.1%
天地科技	央企	11.0	10.7%
高铁电气	央企	23.1	10.9%
中铁工业	央企	11.3	11.5%
北方股份	央企	27.1	12.9%
国机重装	央企	55.2	15.8%
中核科技	央企	40.7	17.8%
中国铁物	央企	22.1	20.5%
金鹰重工	央企	20.8	26.5%
中国电研	央企	25.1	33.2%
晋西车轴	央企	48.0	35.9%
昆船智能	央企	41.2	39.7%
铁科轨道	央企	22.2	40.0%
国机精工	央企	41.7	40.3%
国机通用	央企	33.8	41.8%
中国中车	央企	17.8	43.1%
中国一重	央企	125.9	45.6%
中国通号	央企	15.9	54.4%
金自天正	央企	50.4	55.3%
中信重工	央企	90.1	59.6%
中国船舶	央企	91.8	59.2%
振华重工	央企	57.4	68.9%
航天晨光	央企	102.0	69.4%
航天工程	央企	52.7	72.1%
石化机械	央企	87.4	81.5%
铁建重工	央企	16.0	84.7%
理工光科	央企	116.0	85.1%
哈铁科技	央企	38.6	91.3%
锐科激光	央企	145.9	95.5%
哈焊华通	央企	84.7	99.6%

来源：Wind，国金证券研究所

注：1）样本说明：我们剔除了处于业绩亏损的企业进行统计；2）市盈率估值分位统计区间为公司上市首日至 2023.03.15；3）PE-TTM 指标截止日期为 2023.03.14；4）标的样本选自申万一级机械设备板块公司

二、机械板块国企梳理

基于国企改革政策，我们筛选出机械板块具有经营质量改善潜力的央企、地方国企标的。

我们重点关注以下几个方面：

- 1) 市值：截至 2023.03.16，市值大于 30 亿元；
- 2) ROE：历史盈利质量高，20-21 年 ROE>0；
- 3) 22-24 年净利润 CAGR：根据 Wind 一致预期，22-24 年净利润 CAGR>10%；
- 4) 股权激励：公司在 2021 年后发布股权激励。

图表10：机械板块具有经营质量改善潜力的央企、地方国企标的

公司名称	行业属性	公司属性	公司概况	总市值 (亿元)	是否发布 股权激励	22-24年净利 润 CAGR	23 年 PE
机器人	工业机械	央企	工业机器人及物流仓储等设备商	157.97	是	149.7%	344
航天晨光	建筑机械与重型卡车	央企	军工与核非标设备商	67.55	是	59.5%	116
中国船舶	建筑机械与重型卡车	央企	全球船舶制造龙头	1,112.74	否	117.3%	89
锐科激光	电子设备和仪器	央企	光纤激光器龙头	150.70	是	124.4%	41
东杰智能	工业机械	地方国企	智能物流成套装备商	35.49	否	34.2%	38
秦川机床	工业机械	地方国企	数控机床供应商	95.15	否	38.3%	36
时代电气	电气部件与设备	央企	轨道交通装备商	605.41	否	11.5%	28
国机精工	工业机械	央企	轴承、工磨具供应商	62.38	是	34.7%	27
杭氧股份	工业机械	地方国企	空分、石化设备商	366.25	是	20.4%	24
川仪股份	电气部件与设备	地方国企	工业自动控制系统供应商	150.06	是	20.9%	24
中国中车	建筑机械与重型卡车	央企	掘进机、轨交装备头部企业	1,645.87	否	12.2%	23
冰轮环境	工业机械	地方国企	冷冻设备等供应商	91.59	否	25.5%	21
中国通号	电气部件与设备	央企	轨交控制系统服务商	524.64	否	-	20
陕鼓动力	工业机械	地方国企	压缩机、透平机械及系统供应商	185.89	是	24.0%	19
一拖股份	农用农业机械	央企	农业机械龙头	105.94	否	17.2%	18
柳工	建筑机械与重型卡车	地方国企	工程机械优质企业	135.61	否	-	18
华工科技	电子设备和仪器	地方国企	激光加工及系列成套设备商	208.94	否	31.1%	18
徐工机械	建筑机械与重型卡车	地方国企	工程机械龙头	822.41	是	21.7%	16
润邦股份	建筑机械与重型卡车	地方国企	起重、海洋工程、船舶装备商	50.79	否	52.2%	16
铁建重工	建筑机械与重型卡车	央企	掘进机、轨交装备头部企业	307.74	否	26.1%	15
中铁工业	建筑机械与重型卡车	央企	交通工程装备龙头	219.93	否	11.1%	12
安徽合力	建筑机械与重型卡车	地方国企	叉车国企龙头	134.86	否	11.1%	12
建设机械	建筑机械与重型卡车	地方国企	大中型塔机租赁龙头	78.57	否	-	11
天地科技	工业机械	央企	煤机、安全、洗选等设备商	232.17	否	13.2%	10
宁波精达	工业机械	地方国企	换热器装备、精密压力机供应商	35.66	是	-	-
中核科技	工业机械	央企	工业阀门供应商	46.57	是	-	-
石化机械	石油天然气设备与服务	央企	石油工程设备龙头	63.80	是	-	-
金鹰重工	建筑机械与重型卡车	央企	轨道工程装备商	54.51	否	-	-
龙溪股份	工业机械	地方国企	轴承、齿轮箱等产品供应商	30.77	否	-	-
山东章鼓	工业机械	地方国企	鼓风机及配套产品设备商	36.57	否	-	-
昆船智能	工业机械	央企	智能物流、智能产线服务商	46.44	否	-	-
铁科轨道	建材	央企	高铁工务工程设备商	56.88	否	-	-
杭齿前进	工业机械	地方国企	齿轮传动装置供应商	36.45	否	-	-
中信重工	工业机械	央企	采掘、提升等机械供应商	165.33	否	-	-
振华重工	建筑机械与重型卡车	央企	港口机械、重型装备供应商	166.20	否	-	-
亿利达	工业机械	地方国企	空调风机、建筑通风机等供应商	38.56	否	-	-
大连重工	工业机械	地方国企	冶金、装卸、起重等机械设备商	100.62	否	-	-
中国一重	工业机械	央企	重型机械制造商	220.82	否	-	-

来源：Wind，国金证券研究所 注：22-24 年净利润复合增速根据 wind 一致预期数据进行测算、23 年 PE 数据来源为 wind 一致预期 注：截止日期为 2023.03.16

三、投资建议

3.1 中铁工业：盾构机龙头，下游新领域拓展顺利

- 公司是国内交通工程装备领域的头部企业，于 2017 年资产重组实现战略转型，转型后的主要业务范围涵盖隧道施工设备、工程施工机械、道岔、钢结构制造与安装等，在多个领域市占率领先。

图表11：中铁工业主要产品包括盾构机/TBM、工程施工机械、道岔、钢结构

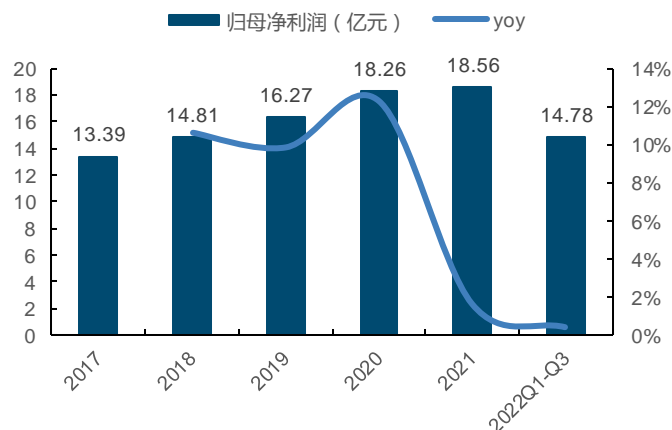
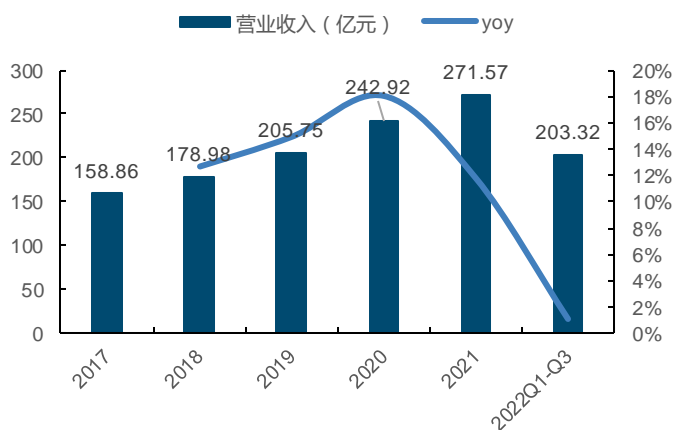
专用工程机械装备及相关服务		交通运输装备及相关服务	
隧道施工设备	工程施工机械	道岔	钢结构制造与安装
<p>盾构/TBM及系列隧道施工设备</p> <p>隧道掘进机产销量已连续十年保持国内第一、连续五年保持世界第一。</p>  <p>中国首台最大直径15.8米级泥水平衡盾构机春风号</p>	<p>铁路与轨道交通工程的起重、提运梁及铺轨和架桥设备</p> <p>始终保持着在铁路施工搬提运架铺设备研制方面的龙头地位。</p>  <p>世界首台40米跨1000吨架运设备</p>	<p>铁路道岔、高铁钢撤叉、合金钢撤叉</p> <p>高速道岔、重载道岔市场占有率均超过 50%，在普速道岔市场占有率超过 45%，在城轨交通道岔市场占有率超过 70%。</p>  <p>350公里62号道岔</p>	<p>桥梁、建筑钢结构</p> <p>大型钢结构桥梁的市场占有率超过 60%。</p>  <p>港珠澳大桥</p>

来源：中铁工业官网，国金证券研究所

- 公司营收、归母净利润从 2017 年的 158.86、13.39 亿元提升到 2021 年的 271.57、18.56 亿元，复合增速分别为 11.32%、6.75%。2022 年前三季度公司实现营业收入 203.32 亿元（同比+1.12%）、归母净利润 14.78 亿元（同比+0.44%）；收入、归母净利润长期呈现上升趋势。

图表12：中铁工业 2017-2022Q1-Q3 营业收入及增速

图表13：中铁工业 2017-2022Q1-Q3 归母净利润及增速

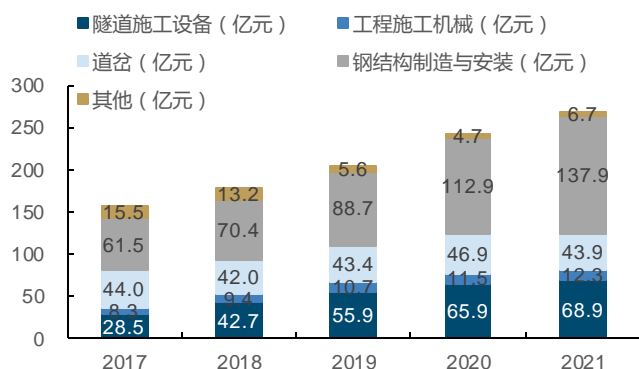


来源：Wind，国金证券研究所

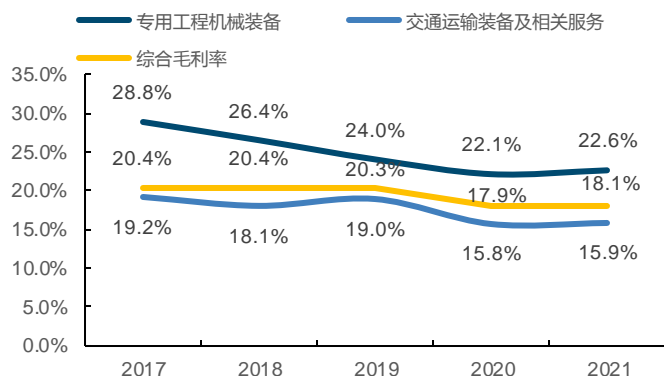
来源：Wind，国金证券研究所

- **核心主业稳步增长、盈利能力稳定。**从业务结构来看，2021 年专用工程机械装备及相关服务（主要包括隧道、工程施工机械设备）实现营业收入 81.2 亿元，占收入比重接近 30%；交通运输装备及相关服务业务（包括钢结构制造和道岔）实现营业收入 181.9 亿元，占收入比重达 67%。从盈利能力来看，21 年专用工程机械装备与交通运输装备的毛利率分别为 22.59%/15.92%，盈利能力长期稳定。

图表14：中铁工业分业务收入结构



图表15：近两年中铁工业各业务毛利率保持稳定

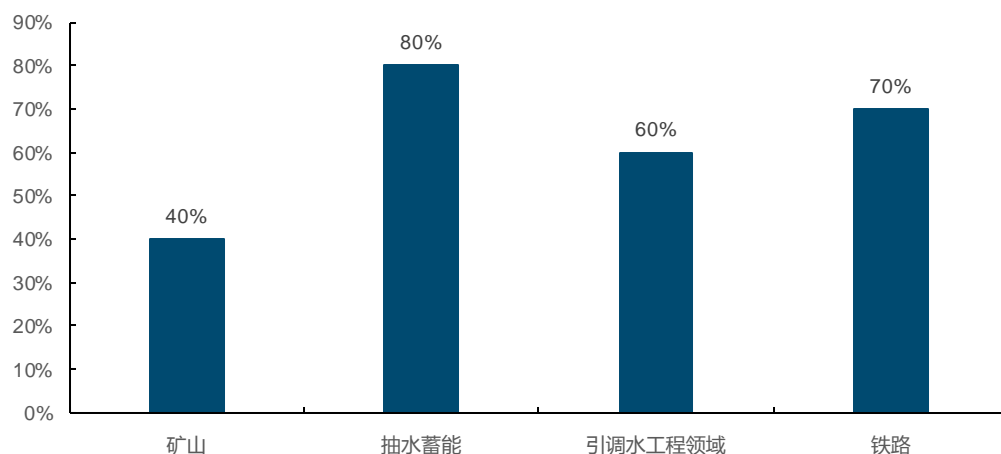


来源：中铁工业年报，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

- 2022年新签订单金额为514.4亿元，同比增长9.89%。其中，隧道加工设备新签订单金额为144.2亿元，同比增长12.03%；道岔业务新签订单金额为69.8亿元，同比增长8.25%；钢结构新签订单金额为246.92亿元，同比增长9.45%。
- 新领域拓展顺利，具有先发优势。根据公司公告，22年公司在矿山/抽水蓄能/引调水工程盾构机市占率分别达40%/80%/60%，随着抽水蓄能、引调水工程新项目陆续落地，预计公司在新领域收入有望逐步释放，带动盾构机业务收入上行。

图表16：2022年中铁工业在矿山/抽水蓄能/引调水工程/铁路领域盾构机市占率(%)



来源：中铁工业公告，国金证券研究所

预计公司22至24年实现归母净利润18.65/20.73/23.47亿元，对应当前PE11X/10X/9X，给予“买入”评级。

图表17：中铁工业盈利预测

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	24,292	27,157	27,860	30,523	33,646
营业收入增长率	18.06%	11.80%	2.59%	9.56%	10.23%
归母净利润(百万元)	1,826	1,856	1,865	2,073	2,347
归母净利润增长率	12.26%	1.66%	0.44%	11.19%	13.19%
摊薄每股收益(元)	0.822	0.836	0.839	0.933	1.056
每股经营性现金流净额	0.46	0.40	0.40	1.55	1.76
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.57%	8.18%	7.84%	8.28%	8.87%
P/E	10.63	9.83	10.84	9.75	8.62
P/B	0.91	0.80	0.85	0.81	0.76

来源：Wind，国金证券研究所 注：数据截止日期为2022.03.16

■ 风险提示：下游基建投资不及预期、盾构机下游新领域拓展不及预期。

3.2 兰石重装：新能源转型持续推进，改革释放业绩弹性

公司前身为国家“一五”期间 156 个重点建设项目之一的兰州炼油化工设备厂。产品主要包括高端压力容器装备、换热设备、新能源装备、锻压机组装备等，逐步构建起集研发设计、生产制造及检测、EPC 工程总包、售后及检维修服务为一体的全产业链发展格局：

- 1) 传统能源设备：炼油化工、煤化工、化工新材料等领域；
- 2) 新能源装备：光伏多晶硅、核能、氢能、储能等领域；
- 3) 工业智能装备：快速锻造液压机组等；
- 4) 节能环保装备：板式换热器、微通道换热器、工业烟气净化设备、除尘脱硫脱硝设备、污水处理设备等。

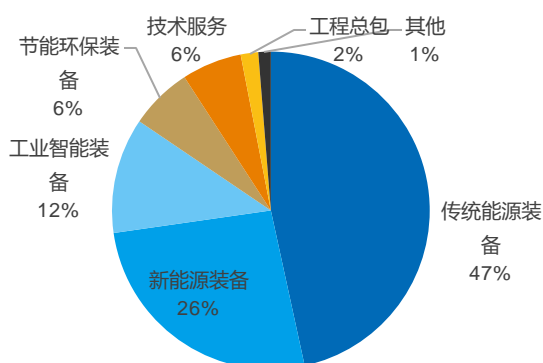
图表18：兰石重装主要产品



来源：兰石重装官网，兰石重装招股说明书，国金证券研究所

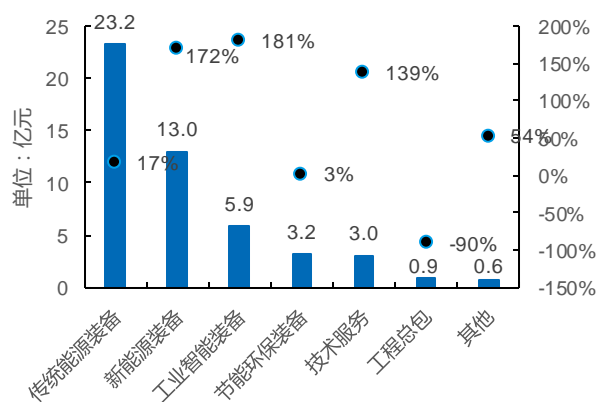
公司为国内能源化工装备和工业智能装备细分领域的核心企业之一，是国内为数不多的同时具有能源化工行业工程、技术、工艺设计总包资质和核心装备制造能力的企业，整体技术实力较强：

图表19：22 年兰石重装收入以传统能源装备为主



来源：兰石重装年报，国金证券研究所

图表20：22 年兰石重装新能源装备实现高增长



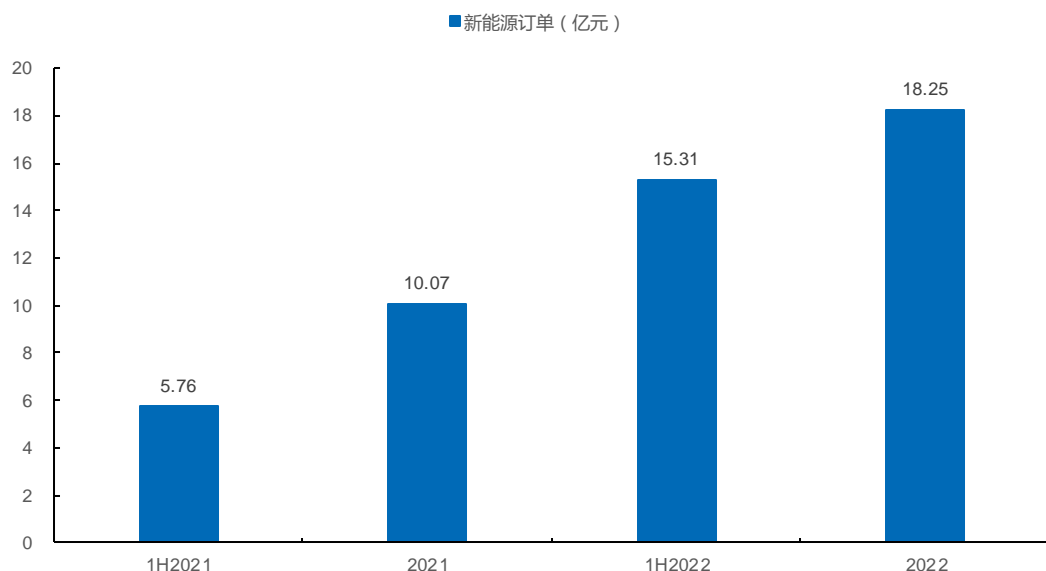
来源：兰石重装年报，国金证券研究所

注：左轴表示兰石重装各业务收入，右轴表示各个业务 22 年收入同比增速

在新能源装备领域，公司围绕“核氢光储”进行布局，22 年新能源业务订单同比增长 81.23%，业务布局初显成效，公司目前规划“十四五”末新能源装备营收占比提升至 50%以上：

- 1) 核能：公司目前核级资质较为齐全，在核能领域拥有一类放射性物品运输容器制造许可证、民用核安全设备设计许可证（核安全3级）、民用核安全设备制造许可证（核安全2、3级）等多个核领域相关资质，覆盖从上游核化工装备和核燃料贮运容器，中游核电站装备，到下游核乏燃料循环后处理装备的核能装备产业链，产品包括贮运容器、核电压力容器、换热器、乏燃料后处理设备。取得了中核集团、中广核集团等40余家核电业主单位供应商资格。未来伴随中国核电站、乏燃料后处理厂建设成长前景广阔。
- 2) 氢能：借助炼化领域大型高压加氢反应器、大容量储罐设计制造经验，布局高压气态储氢容器。与中石化合作“超高强度、高压储氢用材料及装备研究”项目已完成了中期评审。大型高压气态储氢容器试制取得圆满成功，正式进入市场化推广阶段。
- 3) 光伏：主要布局多晶硅制造所需的五大类核心静设备，包括冷氢化反应器、还原炉、换热器、塔器、球罐。目前覆盖了亚洲硅业、东方希望、大全能源、合盛硅业、宝丰能源、协鑫能源、新特能源等头部企业。
- 4) 储能：已完成高温熔盐储能储热系统集成设计及关键设备制造和换热系统集成设计及关键设备制造，正在开展市场化推广；同时公司正围绕氢电耦合储能、压缩空气储能、绿氢合成、新型氢（氨）储能等领域关键技术及核心设备开展研发工作。

图表21：兰石重装新能源订单高速增长



来源：兰石重装公告，国金证券研究所

预计公司23至25年实现归母净利润2.85/3.74/4.85亿元，对应当前PE31X/24X/18X，给予“买入”评级。

图表22：兰石重装盈利预测

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,037	4,980	5,756	6,446	7,351
营业收入增长率	39.17%	23.37%	15.58%	11.99%	14.03%
归母净利润(百万元)	123	176	285	374	485
归母净利润增长率	-143.10%	43.35%	62.06%	31.28%	29.49%
摊薄每股收益(元)	0.094	0.135	0.218	0.287	0.371
每股经营性现金流净额	0.10	0.24	0.46	0.50	0.56
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.14%	5.60%	8.63%	10.60%	12.69%
P/E	75.78	52.87	31.20	23.77	18.35
P/B	3.14	2.96	2.69	2.52	2.33

来源：Wind，国金证券研究所 注：数据截止日期为2022.03.16

■ 风险提示：炼油化工、煤化工扩产不及预期、新能源业务开拓不及预期。

3.3 石化机械：改革持续推进，人均产值高增长

公司为中国石化的油气技术装备研发、制造、技术服务企业，产品以各类油气开发装备为主，产品涵盖石油工程、油气开发、油气集输三大领域，覆盖陆地和海洋油气田，具体包括石油钻机、固井设备、压裂设备、修井机、连续油管作业设备、带压作业设备、钻头钻具、井下工具、油气输送钢管、天然气压缩机、油田环保装备、高压流体控制产品等。

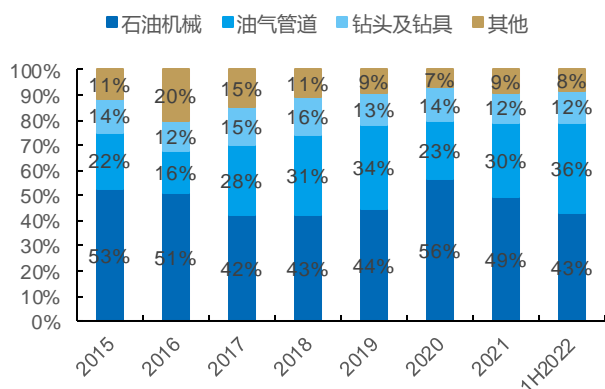
图表23：石化机械主要产品



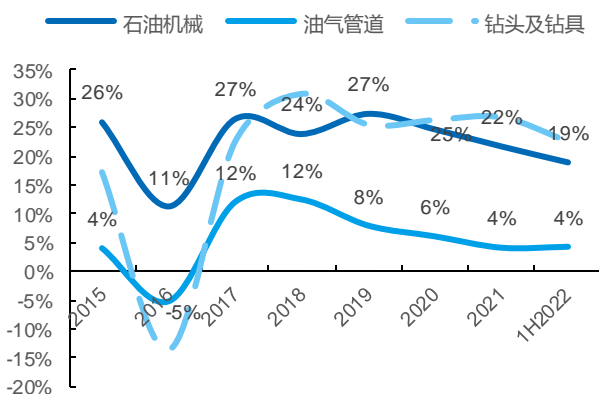
来源：石化机械公告，石化机械官网，国金证券研究所

公司收入以石油机械、油气管道为主，石油机械、钻头与钻具贡献主要毛利。1H22 公司石油机械与油气管道贡献 79.23%收入，油气管道毛利率较低，毛利主要由石油机械、钻头与钻具贡献。

图表24：石化机械收入以石油机械、油气管道为主



图表25：石油机械与钻头系列产品毛利率较高

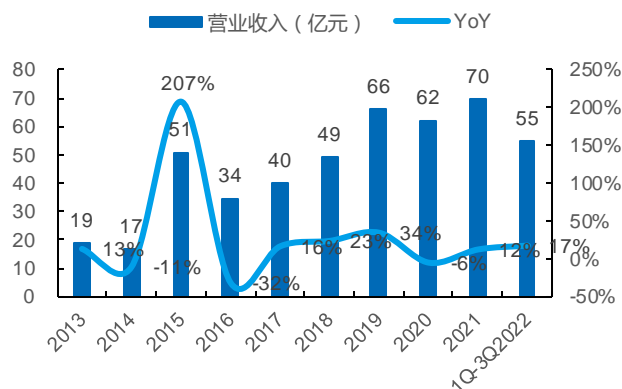


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

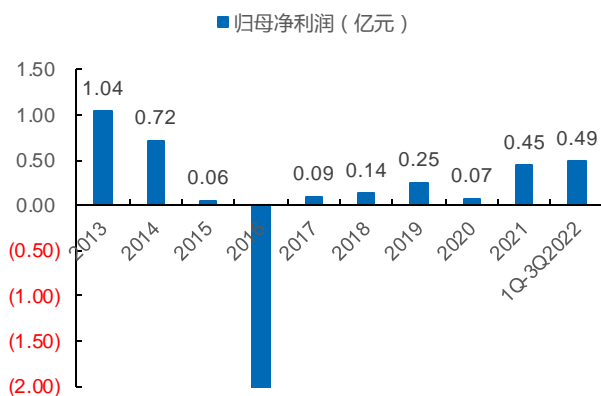
公司收入端近 5 年保持稳健增长，利润 21 年开始反弹。16 年国际油价大幅下降，行业景气度受到破坏，后续伴随行业景气度逐渐恢复，公司 16 至 21 年 5 年收入复合增速 15.08% 保持了稳健增长，利润端在 16 年收入/毛利率大幅下降、确认 1.21 亿资产减值损失等因素叠加影响下公司出现了大额亏损，近年伴随公司国企改革持续推进，公司利润开始修复，1Q21-3Q22 年利润实现了高增长。

图表26: 16 年油价低估后石化机械收入恢复稳健增长



来源: Wind, 国金证券研究所

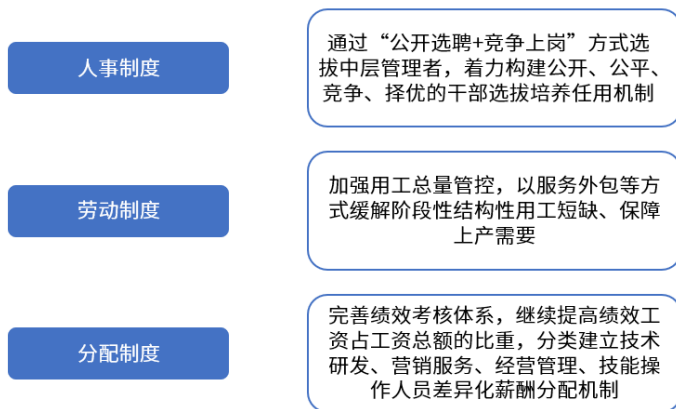
图表27: 21 年后石化机械利润显著修复



来源: Wind, 国金证券研究所

以“双百行动”为契机,公司制定了人事制度、劳动制度、分配制度三项制度改革实施方案。

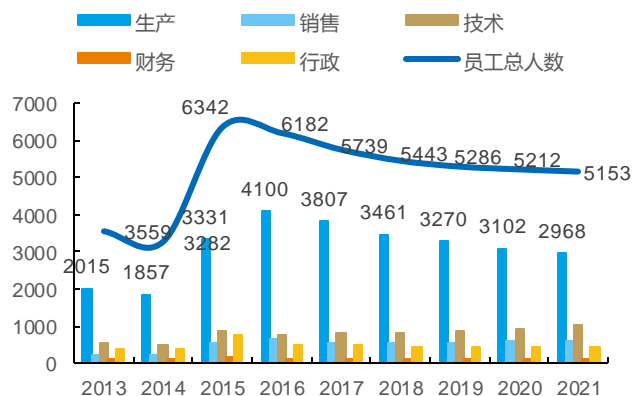
图表28: 石化机械主要改革方案



来源: 石化机械公告, 国金证券研究所

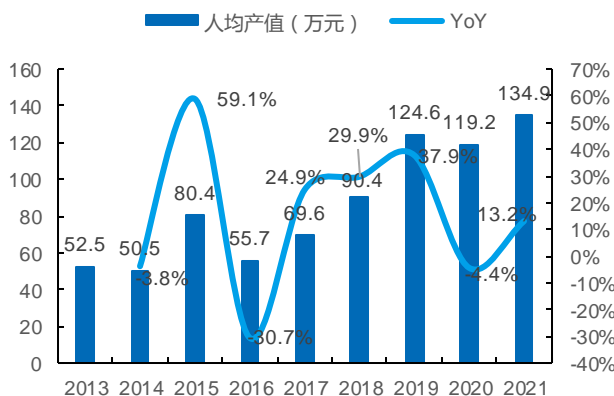
从结果看,公司员工人数持续精简,人均产值持续提升。公司通过建立劳效指标用工管控机制,推行工序外包、弹性用工服务生产保供,近年生产人员数量持续精简,带动员工总人数下降。21 年公司人均产值 134.9 万元,同比增长 13.16%,16 至 21 年复合增速 19.35%。

图表29: 生产人员精简带动员工总人数下降



来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 石化机械人均产值近年呈上升趋势



来源: Wind, 国金证券研究所

石化机械氢能领域紧跟中石化脚步,有望打造新的业绩增长点。22 年 3 月公司举行氢能装备分公司成立揭牌仪式,氢能装备加速成长。公司已研制了系列化压缩机,覆盖加氢站

和供氢中心，并形成了加氢站成套装备解决方案能力。同时，公司正在开展制氢装备、输氢管线等规划和研究。中国石化到 2025 年将建成保底 600 座，力争 1000 座加氢站，总加注能力 12 万吨/年的加氢站网络。截止 2022 年底，中石化已在全国建成 98 座加氢站。

图31：石化机械已开发氢气压缩机、加氢机、顺序控制盘、站控系统等一批氢能装备产品



来源：中国石化新闻网，国金证券研究所

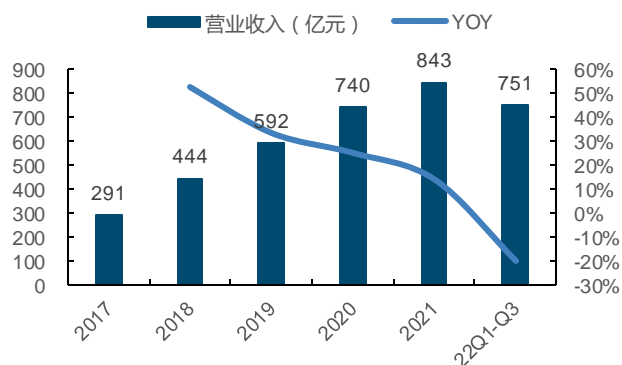
■ 风险提示：氢能装备拓展不及预期、国际油价大幅下跌、油服行业复苏不及预期。

3.4 徐工机械：吸收合并徐工有限，“新徐工”扬帆起航

徐工机械产品包括起重机械、铲运机械、压实机械、路面机械、桩工机械、消防机械、高空作业机械和其他工程机械及备件。其中，起重机械、移动式起重机、水平定向钻位居全球第一；随车起重机位居全球第三；摊铺机、旋挖钻机、履带起重机等 12 类主机产品稳居国内行业第一。

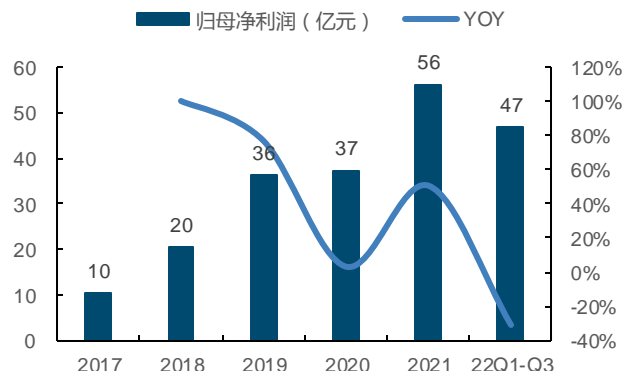
收入、利润长期增势良好，22 年短期承压。2017-2021 年，公司营业收入由 291 亿元提升至 843 亿元，CAGR 为 30.4%；归母净利润由 10.2 亿元提升至 56.2 亿元，CAGR 为 53.1%，增长态势良好。2022 年，受疫情影响，市场需求下滑。22Q1-Q3 公司实现营收 751.5 亿元，同比-19.9%；实现归母净利润 46.8 亿元，同比-31.3%。

图32：徐工机械 2017-2022Q1-Q3 营业收入及增速



来源：徐工机械公告，国金证券研究所

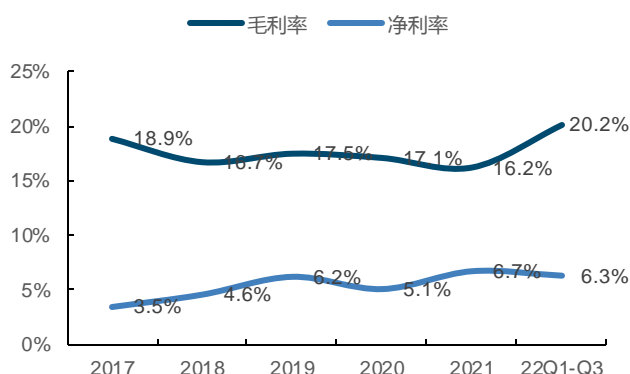
图33：徐工机械 2017-2022Q1-Q3 归母净利润及增速



来源：徐工机械公告，国金证券研究所

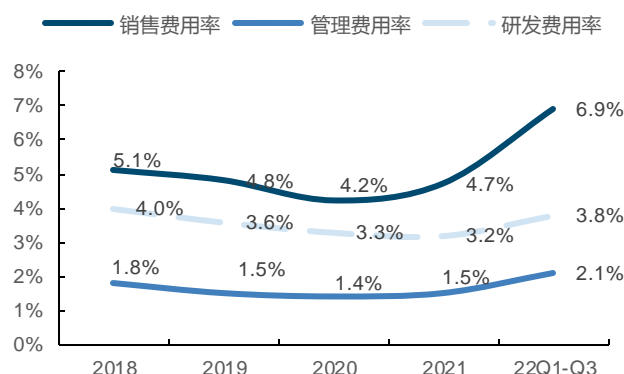
毛利率稳中有升，费用率上涨背景下净利率逆势提升。公司毛利率相对稳定，2017-2021 年稳定在 16%-19% 之间，22Q1-Q3 提升至 20.2%。费用率方面，2020-22Q1-Q3，公司费用率呈上涨趋势，其中销售费用率由 4.2% 提升至 6.9%，但净利率逆势提升，由 5.1% 提升至 6.3%，盈利能力较优。

图表34：徐工机械 2017-22Q1-Q3 利润率走势



来源：徐工机械公告，国金证券研究所

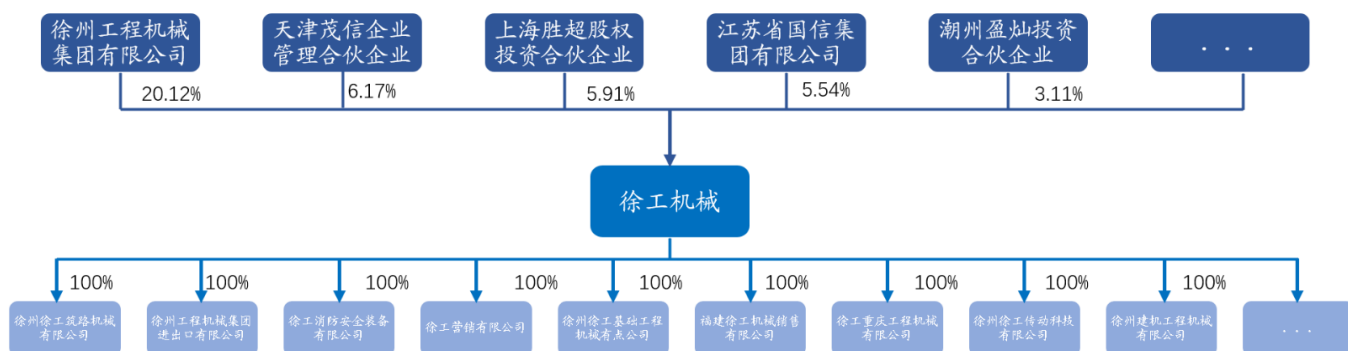
图表35：徐工机械 2018-22Q1-Q3 费用率走势



来源：徐工机械公告，国金证券研究所

注入优质资产、发布股权激励，“新徐工”扬帆起航。2022年8月，公司吸收合并徐工有限，完成工程机械板块的整体上市。合并后，徐工有限旗下挖机、混凝土土机、矿机、塔式起重机等产品注入公司。上述优质资产注入后，公司产品结构将更加完善，综合竞争力增强。2023年2月，公司发布股权激励计划，彰显业绩长期增长信心。

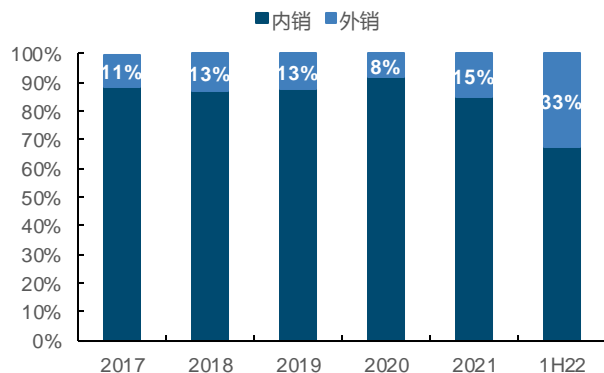
图表36：徐工机械股权结构图



来源：Wind，国金证券研究所

外销顺利，22H1 海外市场收入占比大幅提升。徐工机械产品出口顺利，产品远销 190 余个国家和地区。2021 年以来，公司发力海外市场，外销占比持续提升，20-22H1 公司海外市场销售占比从 8%提升到 33%。未来随着国际市场营销服务体系的完善，公司海外市场的发展将进一步加速。

图表37：徐工机械 2017-22Q1-Q3 内外销占比



来源：徐工机械公告，国金证券研究所

图表38：徐工机械全球化营销网络



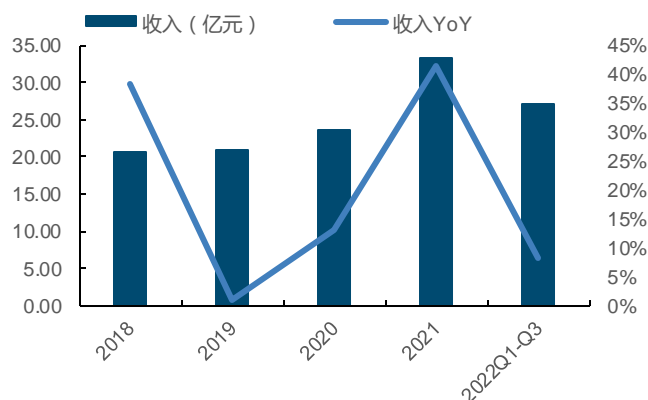
来源：徐工机械官网，国金证券研究所

■ 风险提示：下游开工不及预期，宏观政策波动，技术创新推动不及预期。

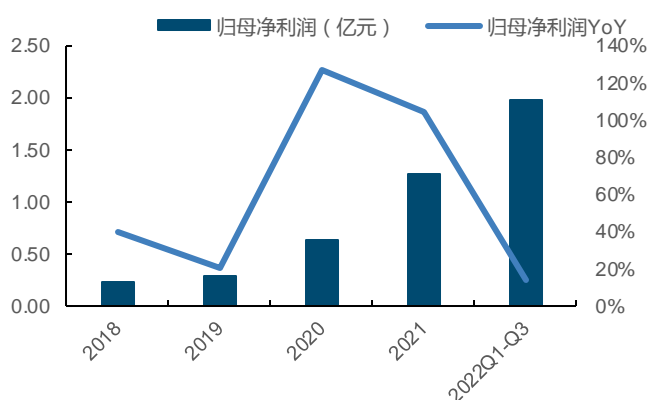
3.5 国机精工：军用轴承+风电轴承+CVD 金刚石构造成长潜力，利润释放可期

- 公司坐拥“三磨所”和“轴研所”两大国家级研究所，两大研究所拥有强大的科研背景和技术实力，承接两大核心业务磨料磨具和轴承板块；2017-2021 年收入复合增速 17%，内生增长确定性强。
- 轴承业务：军用轴承增长稳健，风电民用轴承快速扩张。公司军用特种轴承配套神舟系列、问天舱、梦天，高端轴承实力强，受益于国家航天蓬勃发展，公司军用轴承需求稳健、订单饱满。民用领域，公司具备风电主轴轴承、偏航变桨轴承、齿轮箱及电机轴承产能，已完成国产首台最大尺寸调心滚子风电主轴轴承装机应用，可满足 5-8MW 陆地风力发电机组主轴轴承的使用需求。公司重视风电轴承业务板块，上市公司直接管理风电轴承业务，不断突破大兆瓦级风电主轴轴承技术，并加大产能投入。
- 拟定增 2.8 亿元投资 CVD 金刚石二期，夯实培育钻石和功能金刚石研发和产能实力。2022 年 12 月，公司发布《2022 年度非公开发行股票预案》，拟募集不超过 2.84 亿元投资 MPCVD 法大单晶金刚石项目(二期)和补充流动资金，二期项目拟新增自制 MPCVD 设备建设宝石级大单晶金刚石生产线和第三代半导体功率器件超高导热金刚石材料生产线各一条，成为国内领先的 MPCVD 法大单晶金刚石材料科研生产基地。
- 逐渐重视提质增效，利润释放可期。过去几年，公司利润一直受阜阳轴承、阜阳轴承等不良资产拖累未能顺利释放，且公司大额资产减值和信用减值较多。我们判断，公司资产质量已逐渐优化，未来预计随着公司核心业务的发展以及逐渐注重提升经营质量，公司利润有望顺利释放。
- 风险提示：培育钻石业务不及预期，传统主业景气度下滑，资产减值损失大幅增长的

图表39：2018-2022Q1-Q3 国机精工营业收入及增速



图表40：2018-2022 国机精工归母净利润及增速



来源：Wind，国金证券研究所

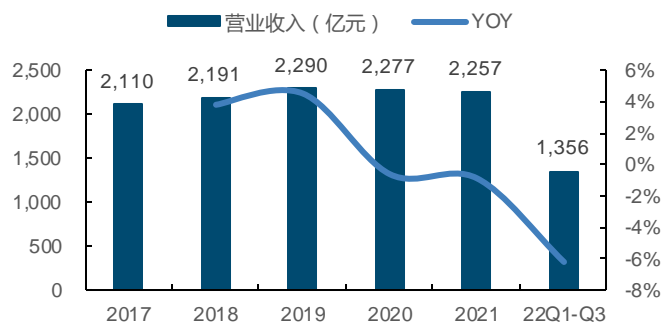
来源：Wind，国金证券研究所

3.6 中国中车：轨交装备龙头，新产业构筑增长新引擎

中国中车是全球规模领先、品种齐全的轨道交通装备供应商，连续多年轨道交通装备业务销售规模位居全球首位。公司现有业务包括铁路装备、城轨与城市基础设施、新产业和现代服务四大板块。

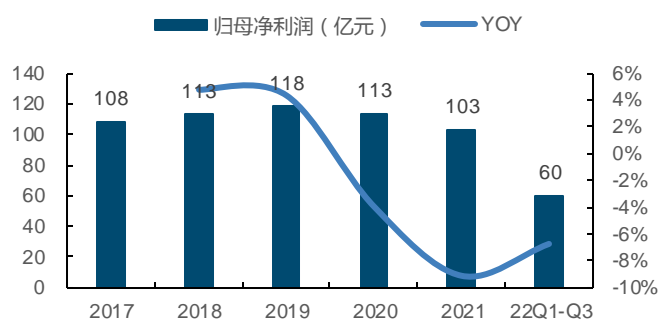
营收长期稳定，疫情拖累业绩短期承压。1) 收入端：2017-2021 年，公司营收长期保持稳定，保持在 2200 亿元左右。22Q1-Q3 受疫情影响，铁路客运量下降，公司铁路装备业务同比-6.16%。2) 利润端：高毛利率业务铁路装备收入下滑，叠加原材料价格上涨，公司归母净利润短期承压，22Q1-Q3 为 60.3 亿元，同比-6.71%。

图表41: 2017-2022Q1-Q3 中国中车营业收入及增速



来源: 中国中车公告, 国金证券研究所

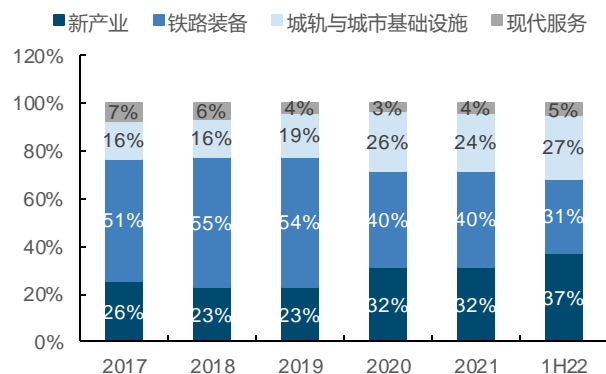
图表42: 2017-2022Q1-Q3 中国中车归母净利润及增速



来源: 中国中车公告, 国金证券研究所

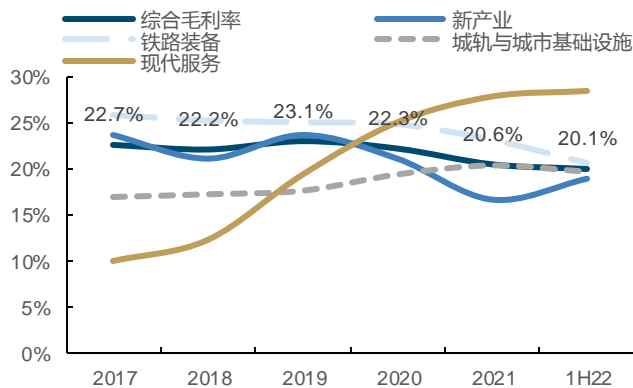
铁路装备业务占比下滑&城轨与城市基础设施业务毛利率提升, 综合毛利率长期保持在 20% 以上。2019-1H22, 受疫情影响, 下游需求衰退, 公司高毛利率业务铁路装备占比下滑 23pct 至 30.8%。另一方面, 南北车整合后, 公司规模优势显现, 地铁等城轨与城市基础设施业务毛利率提升。2017-2021 年, 城轨与城市基础设施业务毛利率提升 3.5pct 至 20.4%, 占比提升 8.3pct 至 26.8%。

图表43: 2017-1H22 中国中车分业务收入占比



来源: 中国中车公告, 国金证券研究所

图表44: 2017-1H22 中国中车毛利率趋势

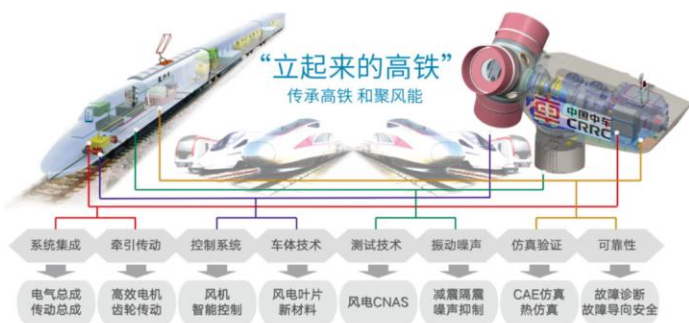


来源: 中国中车公告, 国金证券研究所

新产业构建增长新引擎, 公司风电业务、新材料业务推进顺利:

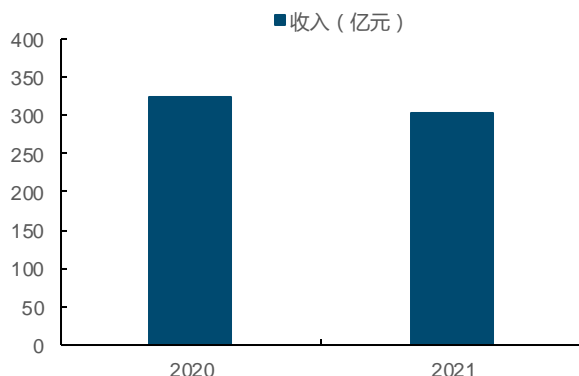
(1) 风电业务: 公司是我国最早进入风电行业的企业之一, 公司风电和高铁的主传动、电气总成等核心技术同源, 具有明显基数协同效应。根据国际能源网统计, 2021 年, 公司发电机销量排名国内第一, 叶片销量排名国内第二, 塔筒销量排名国内第三, 风电整机陆上新增装机排名国内第四, 现累计装机 13GW。截至 2021 年, 公司风电业务收入已达 302 亿元。

图表45: 中国中车风电与高铁业务布局



来源: 国际能源网, 国金证券研究所

图表46: 2020-2021 年中国中车风电业务收入

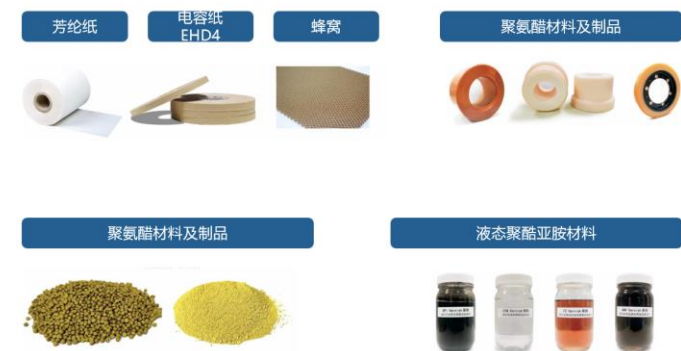


来源: 中国中车公告, 国金证券研究所

(2) 新材料业务: 公司通过子公司时代新材布局新材料业务, 主要涵盖高性能聚氨酯、

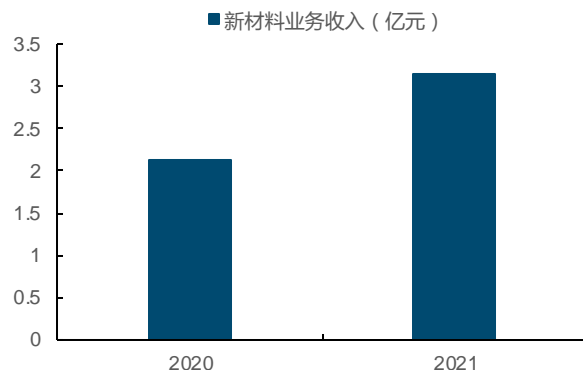
长玻纤增强热塑性复合材料、芳纶材料、先进纸基材料、有机硅、PAI 聚酰胺酰亚胺等的开发与应用。根据公司官网,公司上述高分子材料已实现批量应用,并达到世界领先水平。截至 22Q1-Q3,时代新材新材料业务收入达 3.15 亿元,同比增长 48.6%。未来,时代新材将进一步加速推进新材料在轨道交通、汽车和风力发电等领域的工程化应用和市场推广。

图表47: 时代新材主要新材料产品



来源: 时代新材官网, 国金证券研究所

图表48: 时代新材 2020-2021 年新材料业务收入



来源: 时代新材公告, 国金证券研究所

■ 风险提示: 疫情全球蔓延风险、原材料价格波动风险。

3.7 中钨高新: 产业链一体化刀具龙头, 改革释放经营活力

公司为五矿旗下钨产业平台型企业, 主要业务包括硬质合金和钨、钼、钽、铌等有色金属及其深加工产品和装备的研制、开发、生产、销售及贸易业务等。产品涵盖各类硬质合金品种, 广泛应用于汽车制造、数控机床、航空航天、军工、机械模具加工、IT 产业加工、船舶、海洋工程装备等制造加工领域。

图表49: 中钨高新主要产品



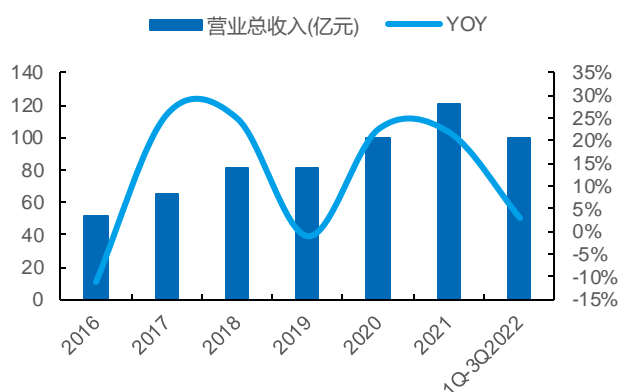
来源: 中钨高新官网, 中钨高新公告, 国金证券研究所

注: 仅做部分展示

21 年紧抓市场回暖与进口替代契机, 公司各产品线产销两旺, 主要优势产品产量增幅均超过 15%, 2021 年实现营业收入 120.94 亿元, 同比增长 21.92%, 同时利润突破性增长, 实现归母净利润 5.28 亿元, 同比增长 138.6%。

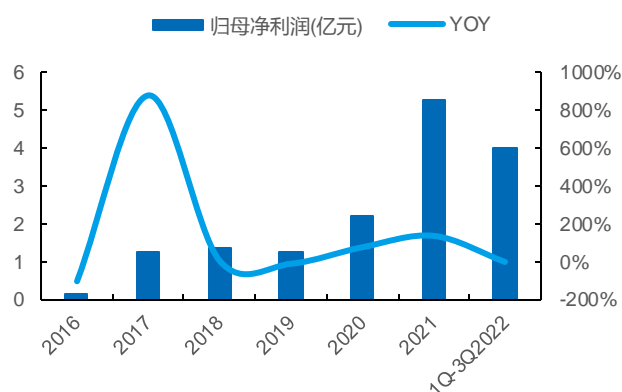
22 年由于宏观经济下行, 公司增速下降, 但整体仍保持增长。根据公司公告信息, 截止 3Q22, 在手订单中, 数控刀片同比增长 15%, 环比增长 16%; 传统刀片同比增长 70%, 环比增长 3%; 微钻同比增长 2%, 环比略有下滑; 数控刀具环比增长了 59%。其他产品中, 精密零部件在手订单同比增长 22%, 硬面材料同比增长 54%。

图表50：中钨高新 2016-2021 营收 CAGR18.41%



来源：Wind，国金证券研究所

图表51：中钨高新 2016-2021 归母净利润 CAGR109.73%



来源：Wind，国金证券研究所

公司持续通过多项措施加强精益管理，并完善了中长期激励机制。

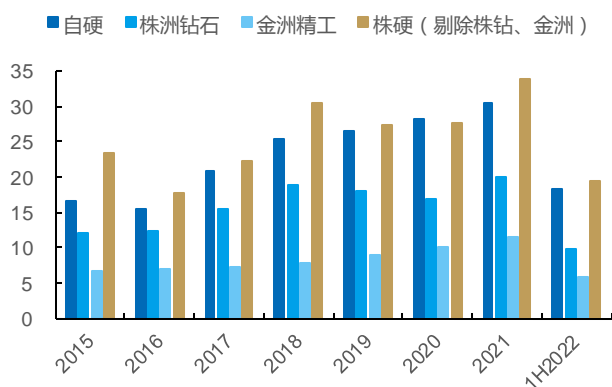
图表52：中钨高新通过多项措施不断加强精益管理，完善激励机制

专项改革	• 清理历史包袱	“三供一业”项目分离移交
	• 精简冗余人员	员工数量从2016年1万人压减到2021年7522人
市场化改革	• 经理层任期制和契约化管理	全级次经营管理干部均签订任期契约合同书、经营业绩责任书、履职责任书
	• 推行职业经理人机制	2017年起开始推行，先后在金洲精工和南硬公司试点
中长期激励改革	• 优化收入分配制度	建立与企业效益增长和劳动生产率挂钩的工资增长机制，建立企业内部不同人员间的工资隔板机制
	• 实施限制性股票激励计划	2021年7月完成首期授予股票1957.34万份，授予对象为包括管理层、业务或技术骨干人员在内的140人

来源：中钨高新公告，国金证券研究所

具体到重点子公司业绩来看，公司当前主要利润贡献子公司株洲钻石与金洲精工净利率显著增长。

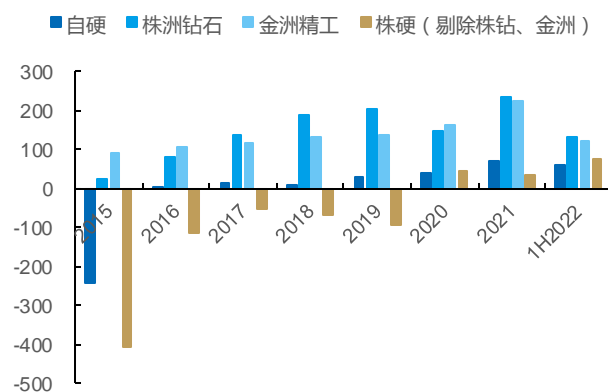
图表53：中钨高新旗下重点公司营收



来源：中钨高新公告，国金证券研究所

注：株硬业绩计算未考虑合并抵消

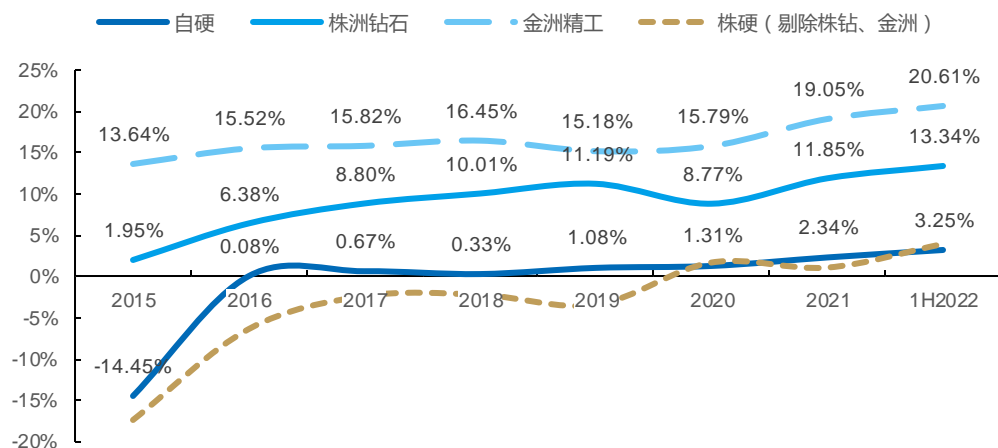
图表54：中钨高新旗下重点公司净利润



来源：中钨高新公告，国金证券研究所

注：株硬业绩计算未考虑合并抵消

图表55：中钨高新旗下重点公司净利率近年持续提升

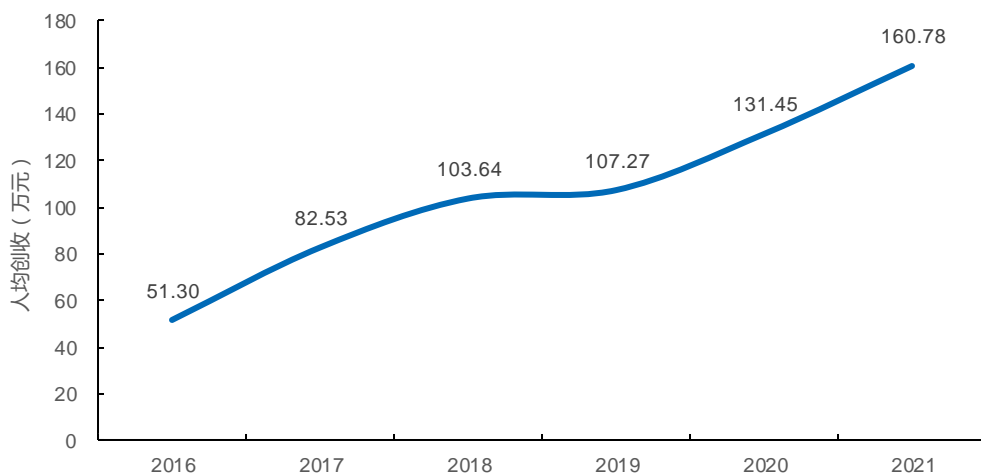


来源：中钨高新公告，国金证券研究所

注：株硬业绩计算未考虑合并抵消

薪酬管理改革激发积极性，公司人均创收呈显著提升趋势。自2016年公司管理改革，公司工资总额实行预算制管理，人工薪酬增长与公司经营业绩紧密挂钩，极大激发了员工生产积极性，人均创收不断提升，由2016年的51.3万元提升至2021年的160.78万元，极大提高了企业生产效率。

图表56：中钨高新改革带动人均创收不断提升



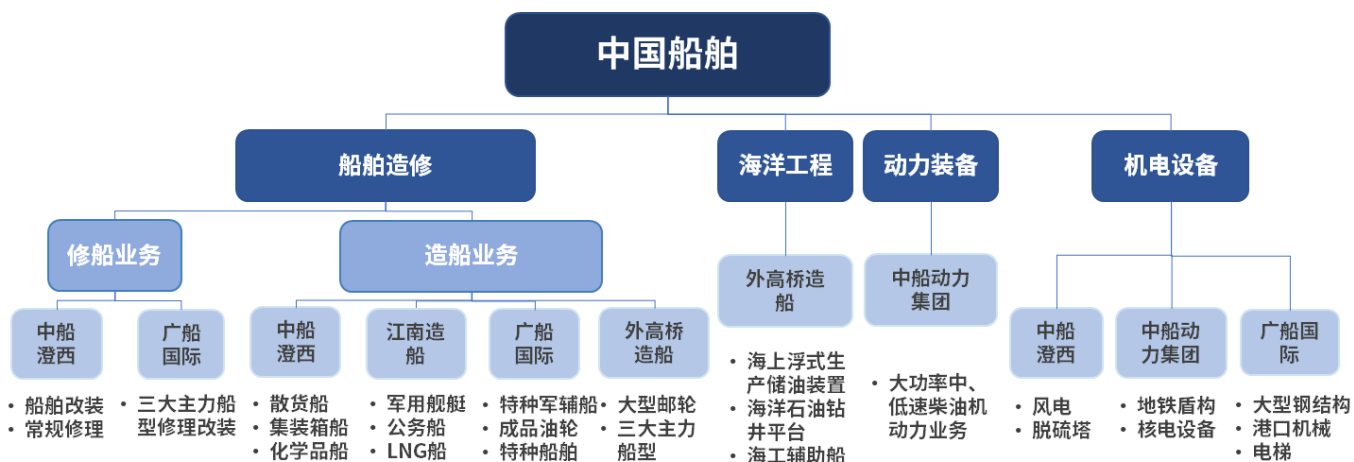
来源：中钨高新公告，国金证券研究所

■ 风险提示：刀片、钨丝需求大幅波动；数控刀片国产化进程不及预期；人民币汇率大幅波动风险。

3.8 中国船舶：造船周期上行，龙头公司有望充分受益

■ 中国船舶为全球船舶制造龙头企业，主营业务包括造船业务、修船业务、海洋工程、动力业务及机电设备五大板块。造船业务方面，公司涵盖了各式军用舰船、军辅船和散货船、油船、集装箱船、大型邮轮以及各类特种船等民船船型；修船业务主要包括各类船型的常规修理及船舶改装工作，承修船型涵盖散货船、集装箱船、油船、工程船、科考船、海洋工程装备等；海洋工程包括半潜船、FPSO、海洋石油钻井平台等产品；动力业务主要为沪东重机承担的大功率中、低速柴油机。其中，公司船舶造修及海洋工程贡献主要营收，在公司营收占比中长期维持80%以上。

图表57：中国船舶主营业务包括船舶造修、海洋工程、动力业务和机电设备和海洋工程

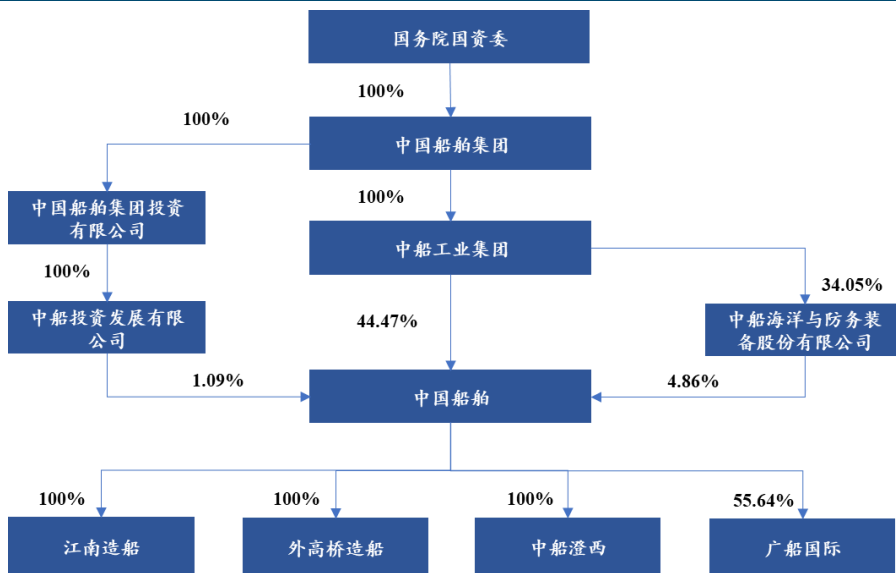


来源：中国船舶公告，国金证券研究所

注：2021 年起船舶造修与海洋工程业务合并为船舶造修及海洋工程

- 公司股权结构清晰，实际控制人为国务院国资委。公司为中船集团旗下核心军民品主业上市公司平台。根据公司公告，截至 11M22，中国船舶工业集团直接持有公司 44.47% 股份，并通过中船投资和中船防务间接控股 5.95%，合计持有公司 50.42% 股份。公司拥有控股子公司 4 家，江南造船 100% 股权、外高桥造船 100% 股权、中船澄西 100% 股权、广船国际 55.64% 股权，参股公司 2 家，黄埔文冲 30.98% 股权、澄西扬州 49% 股权。

图表58：中国船舶实控人为国务院国资委，控股江南造船、外高桥、广船国际等造船厂

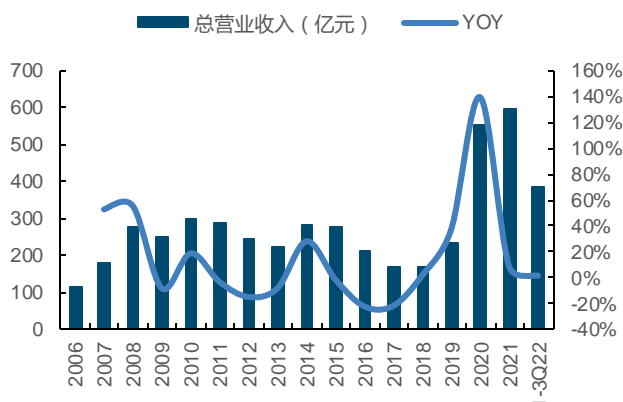


来源：中国船舶公告，国金证券研究所

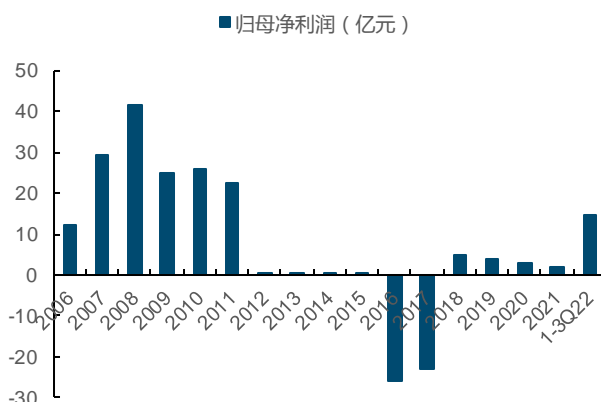
- 公司业绩进入新上升期，1-3Q22 公司归母净利润同比增长 255.96%。2006 年公司完成重大资产重组后，伴随船舶行业景气度上行，公司业绩逐年增长，2008 年公司归母净利润达到历史高点 41.6 亿元。2008 年以后受船厂产能过剩、全球贸易需求量下降等因素影响，船舶行业新签订单开始进入下行周期，公司依靠充足的手持订单，营收在 2009-2011 年仍维持在相对高位，但净利润下滑较为明显。2016-2017 年受公司对在手海工订单计提了大额资产减值、新船市场成交低迷、价格下行等原因影响归母净利润分别亏损 26.1、23.0 亿元。2019 年公司完成对江南造船、广船国际等资产收购后，营收规模进入新台阶。2021 年公司实现营收 597.4 亿元，同比增长 8.14%。2022 年公司为解决柴油机同业竞争问题，公司向中国动力转让子公司中船动力集团控制权，实现投资受益约 23 亿元，增厚归属于上市公司净利润 12.02 亿元。1-3Q22 公司实现

营业收入 385.92 亿元，同比增长 0.96%，实现归母净利润 14.63 亿元，同比增长 255.96%。

图表59：中国船舶历年营收及同比增速情况



图表60：中国船舶历年归母净利润情况

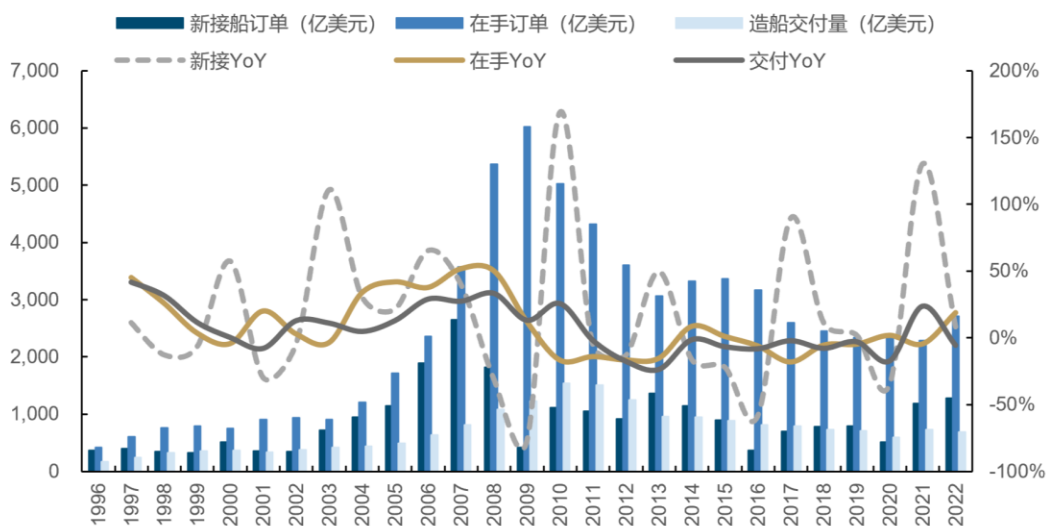


来源：Wind，中国船舶公告，国金证券研究所

来源：Wind，中国船舶公告，国金证券研究所

- 新一轮造船周期启动，2021 年从全球造船新接订单和在手订单情况判断，本轮船舶行业周期复苏起点已于 2021 年开始。根据 Clarksons 数据，2021 年开始受益经济复苏，下游船东需求端回暖，全球造船新接订单开始呈现回升趋势。2021 年全球新增订单 13878 万载重吨，同比增长 97.2%，订单金额 1282 亿美元，同比增长 130.3%。2022 年新船承接量 8810 万载重吨，同比下滑 36.5%，但订单金额在 2021 年高基数情况下，同比仍增长 8.2%，我们认为主要系当前上行周期已处于“量降价升”阶段，造船厂产能相对刚性，订单排期已到 2025 年，同时新船价格仍然持续上涨。在手订单方面，2022 年全球造船行业在手订单底部反弹，达 22634 万载重吨，金额达 2711 亿美元，同比增长 19%。全球新造船市场复苏迹象已现。

图表61：从新接订单情况来看，本轮船舶行业复苏起点源于 2021 年



来源：Clarksons，国金证券研究所

- 公司订单总量全球领先，伴随造船价格上涨，业绩有望充分受益周期上行。根据 Clarksons 数据显示，截至 1M23，中国船舶集团旗下共有 19 家造船厂，在手订单 539 艘船，共计 4447.5 万载重吨，位列第一。根据公司公告，公司 2021 年底手持造船订单 220 艘，修船订单 95 艘，1H22 手持造船订单 239 艘，修船订单 112 艘，公司目前在手订单饱满，新造船价格自 2021 年以来持续高位，公司在手高价订单有望开始进入交付期。

图表62：我国头部造船厂接单量速度已快于日韩

ShipbuilderYards*		New Orders 2022			Orderbook Jan., 2023				Scheduled Delivery ('000 CGT):			
		No.	'000 dwt	'000 CGT	No.	'000 dwt	'000 CGT	Rank	2023	2024	2025	2026+
CSSC	19	214	17,950	9,086	539	44,475	19,560	1	5,669	6,208	4,053	3,631
HD Hyundai	4	186	14,487	8,300	392	31,695	17,815	2	5,032	5,871	4,967	1,944
Samsung HI	1	52	5,298	3,893	146	16,687	10,097	3	2,761	3,745	2,129	1,462
Daewoo (DSME)	1	46	4,840	3,815	120	16,056	8,539	4	2,605	2,152	2,224	1,558
COSCO Shipping HI	6	73	7,973	2,247	147	17,153	5,191	5	1,260	1,613	1,258	1,061
Yangzijiang Holdings	4	54	4,458	1,680	151	12,848	5,035	6	1,791	1,918	1,062	265
Imabari Shipbuilding	11	38	3,484	1,197	137	11,729	3,699	7	1,657	1,303	739	0
China Merchants	5	52	1,277	1,530	115	3,738	3,466	8	956	878	653	979
New Century SB Group	1	39	3,955	1,409	81	9,772	2,825	9	737	926	1,063	99
Fincantieri	8	12	14	267	51	112	2,797	10	756	714	586	740
Tsuneishi Holdings	3	36	2,614	660	112	7,496	2,020	11	925	749	318	27
Japan Marine United	5	17	2,431	503	49	5,148	1,504	12	461	831	195	16
Meyer Neptun	2	0	0	0	11	86	1,476	13	441	325	507	203
KHI & HANTO & SG	2	34	2,901	1,060	56	4,461	1,416	14	609	706	101	0
Chantiers Atlantique	1	2	0	98	9	0	1,256	15	296	556	226	177
Fujian Shipbuilding	4	33	823	760	74	1,550	1,250	16	437	482	240	90
New Changjiang Group	1	16	1,593	667	33	2,444	1,100	17	209	350	283	258
Oshima Shipbuilding	1	10	671	174	63	4,055	1,077	18	649	317	111	0
Sinomach	1	20	1,267	357	49	2,864	872	19	279	486	107	0
Shin Kurushima Group	5	13	400	209	51	1,878	790	20	382	362	47	0
Hantong Group	2	0	0	0	33	3,088	712	21	596	116	0	0
Zvezda Shipbuilding	1	0	0	0	26	1,966	696	22	222	303	53	118
Taizhou Sanfu	1	8	402	163	45	1,309	682	23	184	169	171	158
CIMC	3	15	164	430	25	313	677	24	121	282	122	152
Xiamen Xiangyu Grp	1	16	1,016	287	37	2,389	669	25	371	197	100	0
Penglai Jinglu SY	1	16	660	272	40	1,229	623	26	367	152	104	0
Jiangmen Nanyang	1	38	1,539	538	43	1,737	608	27	156	227	226	0
Huanghai SB	1	17	376	249	34	704	557	28	321	236	0	0
Namur Zosensho	2	12	926	232	27	2,376	552	29	262	231	59	0
Qingdao Ent Dev	2	6	444	211	15	908	445	30	163	70	211	0
Other (264 groups)		386	6,139	4,272	1,064	14,369	11,122		6,103	3,558	1,209	251
TOTAL (294 groups)		1,461	88,103	44,564	3,775	224,635	109,128		36,779	36,033	23,127	13,189

*No. of yards within group that currently have orders. + Deliveries scheduled in the remainder of year. Ranking of shipyards in the table are based on the current orderbook

来源：Clarksons，国金证券研究所

- 南北船合并，中国船舶优秀造船能力有望进一步扩大。2019 年经国务院批准，中船工业集团和中船重工集团实施联合重组新设中国船舶集团。中国船舶集团的成立将整合中船工业集团和中船重工集团优势资源，进一步聚焦国家军民融合发展战略，明确海洋防务装备产业、船舶海工装备产业、科技应用产业、船海服务业四大产业领域。收购完成后，中国船舶集团间接控制中国船舶 50.42%股份。随着 2021 年两船联合重组全球主要国家（地区）反垄断审查完成，两船合并内外条件已经具备，进入实质性操作阶段。
- 风险提示：原材料及人工成本价格波动，军品定价改革，订单不及预期。

3.9 振华重工：港口机械龙头企业，紧抓自动化码头新机遇

- 公司是重型装备制造行业的头部企业，控股方为中国交通建设集团有限公司。公司主营业务包括港口用大型集装箱机械和矿石煤炭等散货装卸机械、海洋重工、大重特型钢结构、海上运输与安装等，业务覆盖领域广泛。

图表63: 振华重工主营业务包括港口机械、海洋重工、大重特型钢结构、海上运输与安装等

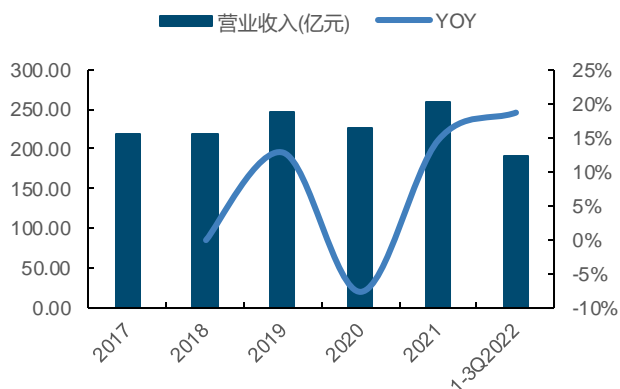
港口机械	海洋重工	大重特型钢结构	海上运输及安装
<p>散货装卸设备如装卸船机、斗轮堆取料机、环保型链斗卸船机等。</p> <p>集装箱机械产品已覆盖全球106个国家和地区约 300 个码头，占有全球 70% 以上的市场份额。</p>  <p>3E级大型化岸桥</p>	<p>海洋钻井平台、大型起重船、铺管船、铺缆船、挖泥船等。</p> <p>同属中国交建旗下的国际海洋钻井平台设计公司美国 F&G 与振华重工建立了战略伙伴关系。</p>  <p>“华天龙”4000吨起重船</p>	<p>可制作桥梁、模块、海上风电等大、重、特型钢结构。</p> <p>曾为美国旧金山-奥克兰海湾大桥提供全部钢结构。</p>  <p>美国旧金山-奥克兰新海湾大桥</p>	<p>公司拥有 20 余年海运经验。</p> <p>振华重工下属上海振华海洋工程服务集团有限公司拥有 25 艘整机运输船，其中 7 艘为半潜船。</p>  <p>“振华34”轮</p>

来源：振华重工官网，国金证券研究所

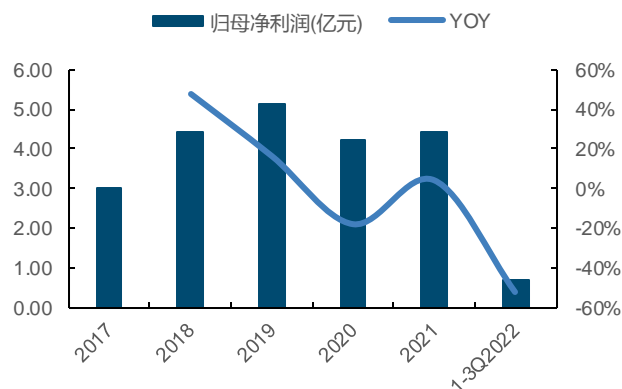
- 公司营收、归母净利润从 2017 年的 218.59、3.00 亿元提升到 2021 年的 259.78、4.40 亿元，复合增速分别为 4.41%、10.02%。2022 年前三季度公司实现营业收入 189.79 亿元（同比+ 18.71%）、归母净利润 0.67 亿元（同比-52.17%）。

图表64: 振华重工 2017-2022Q1-Q3 营业收入及增速

图表65: 振华重工 2017-2022Q1-Q3 归母净利润及增速



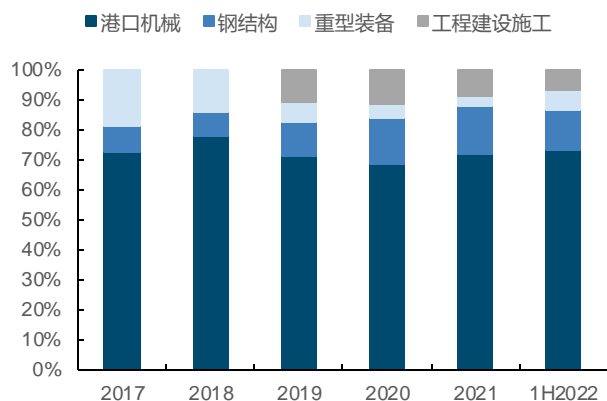
来源：Wind，国金证券研究所



来源：Wind，国金证券研究所

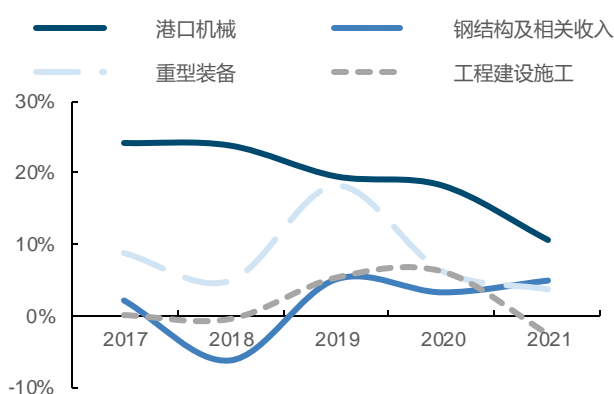
- 公司业务领域广泛，港口机械业务占主要营收。分业务来看，2017-2021 年港口机械业务占比均在 65%以上，其 2021 年实现营业收入 1.75 亿元；钢结构及相关收入占比呈逐年上升趋势，其 2021 年实现营业收入 0.38 亿元。港口机械毛利率在 2017 年-2021 年稳中有降，2020-2021 年受疫情影响，传统设备需求放缓，具有较高毛利率的重型装备毛利率下降明显。

图表66: 振华重工分业务收入结构



来源: Wind, 振华重工公告, 国金证券研究所

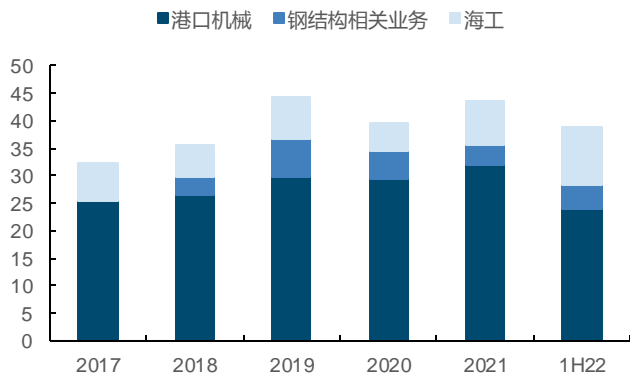
图表67: 振华重工主营业务毛利率 (单位:%)



来源: Wind, 国金证券研究所

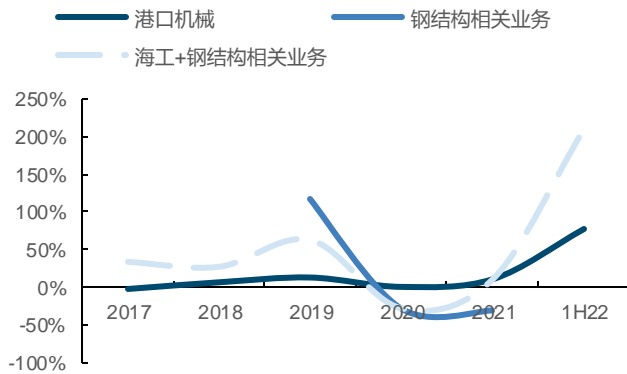
- 2021 年主营业务新签订订单总金额为 43.54 亿美元, 同比增长 26.72%。其中, 港口机械新签订订单金额为 32.09 亿美元, 同比增长 9.4%; 海工和钢结构相关业务新签订订单金额为 11.45 亿美元, 同比增长 10%, 其中钢结构业务新签订订单为 3.49 亿美元, 整体保持了稳中有升的发展态势。
- 2017-2019 年主营业务新签订订单不断增长。2020 年港口机械行业受新冠疫情影响, 海外用户投资进度放缓, 海外订单数量减少。国内用户因发展需要加码对港机设备的投资力度, 传统新设备的市场需求增量放缓, 钢结构相关业务和海工业务新签订同比分别下降 27.83% 和 29.77%, 得益于公司营销力度的加大、疫情后订单需求的释放以及航运大周期的到来, 22 年半年度海工和钢结构相关业务同比增长 209.30%。自动化码头新建、售后维保及现有设备改造等业务逐渐成为市场增量的新亮点。随着 5G 技术的正式商用, 5G、人工智能、大数据等前沿科技将加速港航产业转型升级。

图表68: 振华重工 2017-1H22 年主营业务新签订订单 (亿美元)



来源: 振华重工公告, 国金证券研究所

图表69: 振华重工 2017-1H22 年主营业务新签订订单同比增速 (%)



来源: 振华重工公告, 国金证券研究所

注: 2017 年海工新签订订单包括海工和钢结构及相关业务两块

注: 受报表影响, 海工增长率为海工和钢结构相关业务合并增长率

- 切换“智慧港口”、“绿色港口”新运营模式, 公司步入新发展轨道。高效化、自动化、数字化、智能化、“绿色”机型、环保等方向是行业未来的发展趋势, 在此背景下, 自动化码头新建改造需求进一步加大, 整机采购需求将逐步释放, 港口升级改造迎来机遇, 后市场服务规模空间显著, 目前公司自动化码头已经在厦门远海、青岛港、上海洋山港、意大利瓦多港、阿布扎比哈里发港、印度阿达尼港、广州南沙、广西钦州得到顺利推广, 实现了中国港机由单台机械制造向成套系统智能集成的历史性跨越。
- 公司厦门远海是第四代自动化码头, 也是中国第一个自动化集装箱码头, 能够进一步削减用工成本, 提高安全作业水平, 节省土地资源, 加快船舶装卸作业速度, 提高码头运转整体效率。未来, 公司还会加大对 5G、人工智能、北斗等新技术的集成和应用; 提升海工装备、风电装备、钢构制造的优势, 并深入探索海上风电全产业链、智慧停车、电商云平台等新兴产业。

图表70：振华重工全球自动化码头家族

投产时间	码头名称	特点	设计吞吐量
2016年3月	中远厦门远海自动化码头	中国第一个自动化集装箱码头	95万标箱/年
2017年5月	青岛港全自动化码头	亚洲首个真正意义上的全自动化码头	520万标箱/年（三期）
2017年12月	上海港洋山四期全自动化码头	全球最大的单体全自动化码头	630万标箱/年
2018年12月	阿布扎比哈里发二期自动化码头	阿布扎比主要门户港和中东地区重要枢纽港	250万标箱/年
2019年12月	意大利瓦多港自动化码头	意大利首个自动化码头	86万标箱/年
2021年9月	以色列海法自动化码头	以色列最大的港口，“一带一路”沿线标志性项目	186万标箱/年
2021年10月	天津港北疆港区C段智慧码头	全球首个“智慧零碳”码头	300万标箱/年
2021年11月	深圳妈湾智慧港	我国首个由传统散杂货码头升级改造成的自动化码头	300万标箱/年
2022年6月28日（一期）	北部湾港钦州港区大榄坪南	全球首创U形工艺布局	260万标箱/年
2022年7月	广州港南沙四期全自动化码头	粤港澳大湾区首个新建的大型全自动化集装箱码头	490万标箱/年

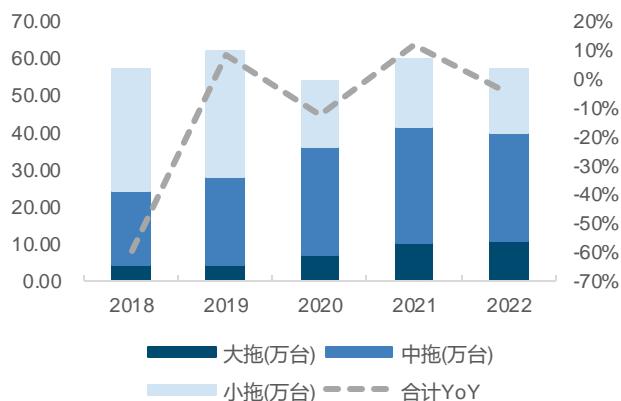
来源：振华重工公告，国金证券研究所

■ 风险提示：原材料价格上涨风险、订单不及预期风险。

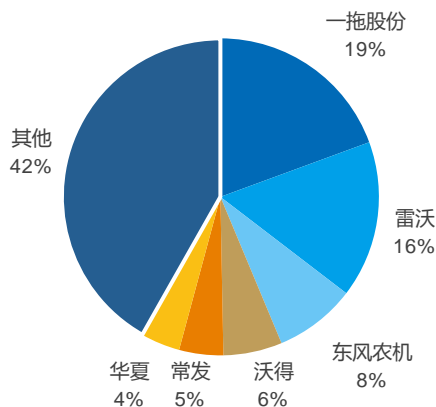
3.10 一拖股份：国内拖拉机龙头，切换“国四”公司竞争优势进一步提升

- 一拖股份聚焦先进农机装备制造，坚持产业链技术升级及结构优化，致力于为我国农业机械化提供技术先进、质量可靠的农业装备。公司主营业务为农业机械、动力机械及相关零部件产品，目前已成为中国农机行业领军者。
- 政策发力引导农机发展，国内拖拉机行业的集中度进一步提高。在国家持续夯实农业生产基础，各地高度重视农业生产和粮食增产，带动国内拖拉机行业市场需求实现增长。拖拉机作为我国农业机械重点产品之一，其在中国农机市场中占比一直处于较高地位。农机“国四”标准切换带来用户购机需求与库存清理前移，2022年拖拉机产量达到56.95万台，小幅下滑4.88%。同时，随着引入拖拉机K值（拖拉机最小使用质量与功率的比值）指标，农机购置补贴政策不断调整优化，国内拖拉机行业市场竞争更为规范有序，行业竞争格局进一步优化，2022年行业前3市场占有率43%，行业前5市场占有率53%，行业前10市场占有率67%，明显地有趋向于集中，并有向多寡头竞争格局发展的趋势。

图表71：一拖股份历年国内拖拉机产量及增速



图表72：2022年我国拖拉机行业竞争格局



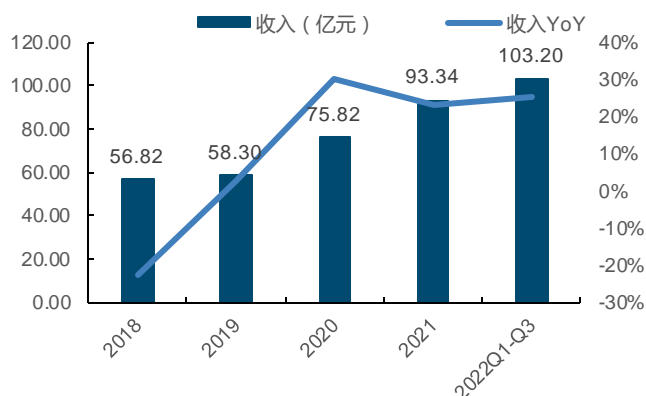
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

- 公司有望凭借“国四”产品优势，市占率进一步提升。公司拥有完整制造体系和全面的服务网络，近年来，公司持续发挥在产品、研发、渠道、服务等方面的综合优势，积极响应用户对高性价比产品、大型高效农机产品的迫切需求，持续优化产品组合，调整完善销售政策，实现大中型拖拉机销售市占率进一步提升。公司“国四”产品研发、销售战略布局早，“东方红”国四柴油机各典型平台开发工作进展顺利，已具备国四全面切换能力。我们认为，随着终端对“国四”产品接受度的不断提高，公司有望凭借在“国四”产品领域的先发优势和竞争实力，带动公司市场份额进一步增长，持续夯实公司在大中型拖拉机市场的竞争实力。

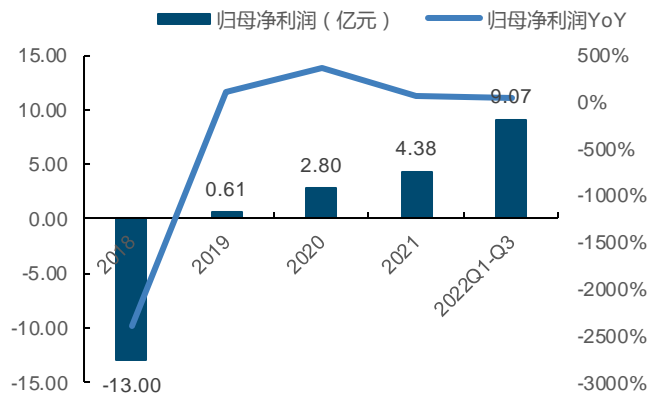
- 持续深化内部改革、提质增效可期。公司通过持续深化全价值链成本管控、深入推进精益生产管理、强化费用管控等举措，成本费用得到有效管控，实现提质增效。2022年前三季度，公司净利率提升至8.89%，比2021年提升约4.2pct。
- 风险提示：“国四”切换导致市场需求变化风险，行业政策调整的风险。

图表73：2018-2022Q1-Q3 一拖股份营业收入及增速



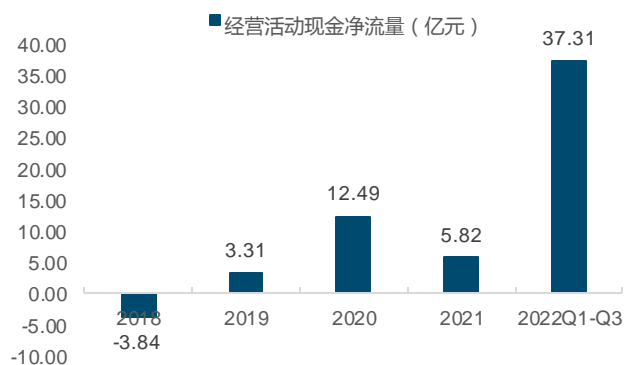
来源：Wind，国金证券研究所

图表74：2018-2022Q1-Q3 一拖股份归母净利润及增速



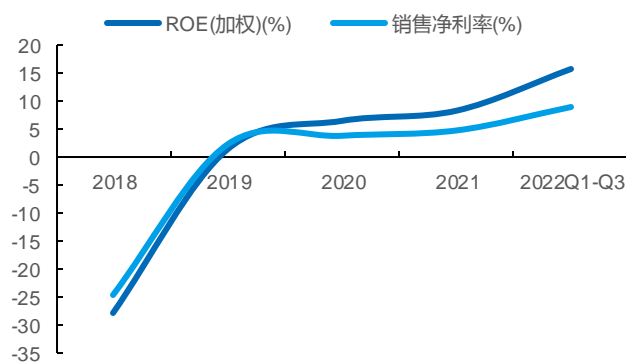
来源：Wind，国金证券研究所

图表75：2018-2022Q1-Q3 一拖股份经营活动现金流



来源：Wind，国金证券研究所

图表76：2018-2022Q1-Q3 一拖股份净利率和ROE水平

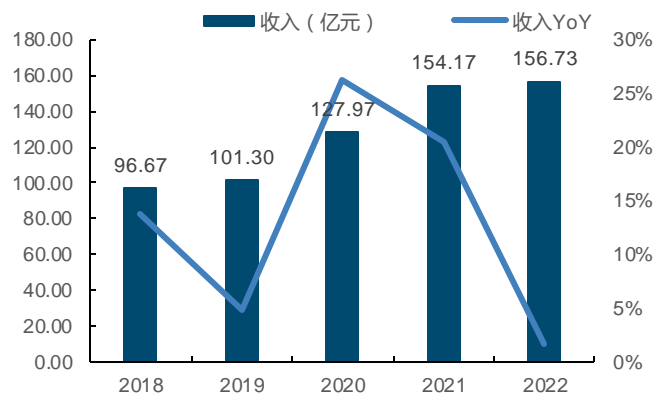


来源：Wind，国金证券研究所

3.11 安徽合力：开启国际化新征程，经营质量持续提升

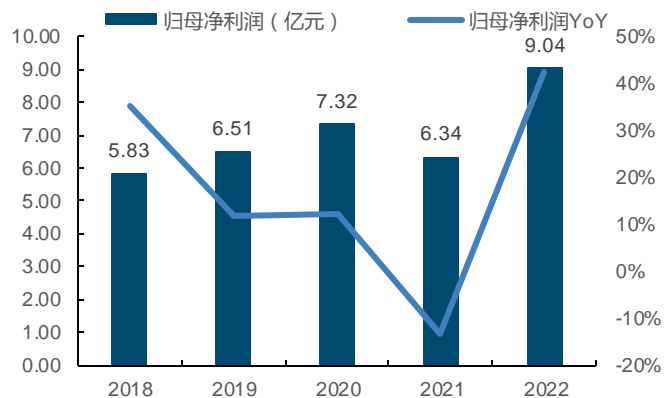
- 公司是国内叉车龙头，全球竞争实力增强。公司国内叉车龙头，拥有60余年的发展历史，2022年国内市占率约25%，持续位列国内市场第一。在全球锂电叉车大趋势下，公司在行业内率先推出锂电专用车系列产品，相对于铅酸和内燃叉车，锂电叉车综合性能优势大，有望实现快速渗透，从而带动公司海外市场份额提升。
- 国内叉车市场需求2023年有望复苏，电动化趋势明显。叉车下游以物流、制造业为主，使用范围相对分散，不易受单一下游行业波动影响，因此整体需求与随经济周期波动而波动。随着疫情防控政策的调整以及国家大力促进内需增长，我们认为，叉车行业景气度有望在今年上半年迎来向上拐点。随着排放要求的升级、新能源产能的释放，内燃叉车与电动叉车一次性购入成本将进一步缩小，电动化趋势加快。
- 公司海外市占率仍低，锂电叉车加速国际化。2021年，安徽合力在全球叉车行业排名约第7名，全球份额不足5%，远远落后于丰田、凯傲等国际巨头。近几年，公司持续完善全产业链及海外销售渠道布局，加快电动化、智能化布局。随着公司锂电叉车性价比优势逐渐被海外接受、以及公司服务和交期等优势加持下，公司海外市场逐渐进入收获期，海外份额有望快速提升。
- 风险提示：海外需求下滑风险，国内经济复苏低于预期风险。

图表77：2018-2022 安徽合力营业收入及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表78：2018-2022 安徽合力归母净利润及增速



来源：Wind，国金证券研究所

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402