

# 创新领航，内需筑底，出口重视结构化

## ——机械行业2024年中期策略

### 国投证券机械研究团队

郭倩倩：S1450521120004 高杨洋：S1450523030001  
辛泽熙：S1450523020001 赵梦妮：S1450523120001  
胡园园：S1450524010003 宋子豪：S1450522080004  
联系人：陈之馨：S1450122060030

2023年5月28日



回顾2024年上半年，核心关键词是“出海”。我们统计了一下机械子行业出口占比排序与股价涨跌幅排序，发现重叠度较高。从样本公司2023年出口收入占比来看，前五大分别是两轮车(+65%)、工程机械(+44%)、叉车(+41%)、纺织服装机械(+39%)、船舶(+34%)，出口比例靠前；股价涨幅前五大行业分别是叉车(+31%)、铁路设备(+29%)、工程机械(+26%)、塑料加工机械(+22%)、船舶(+20%)。这个方向跟我们2024年年度策略报告里“超跌”方向一致。

展望下半年，我们延续2024年度策略报告的观点，坚持“创新领航、内需筑底，出口重视结构化”：

**1) 创新领航在于“设备更新+新质生产力”的结合：**2024年3月1日经国务院常务会议审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，我们认为“设备更新”不是简单的朱格拉周期，是高能耗向低能耗进步，是绿色化、智能化的变革，核心“打造先进生产力，提高全要素生产力”。其中，我们建议关注两条主线：

- 国企改革下的“治理型创新”，重视国企提质增效下潜在的利润率空间；
- 新质生产力下的“发展型创新”，是面向未来的前沿产业布局，重视人形机器人、低空经济产业机会。

### 2) 内需筑底：

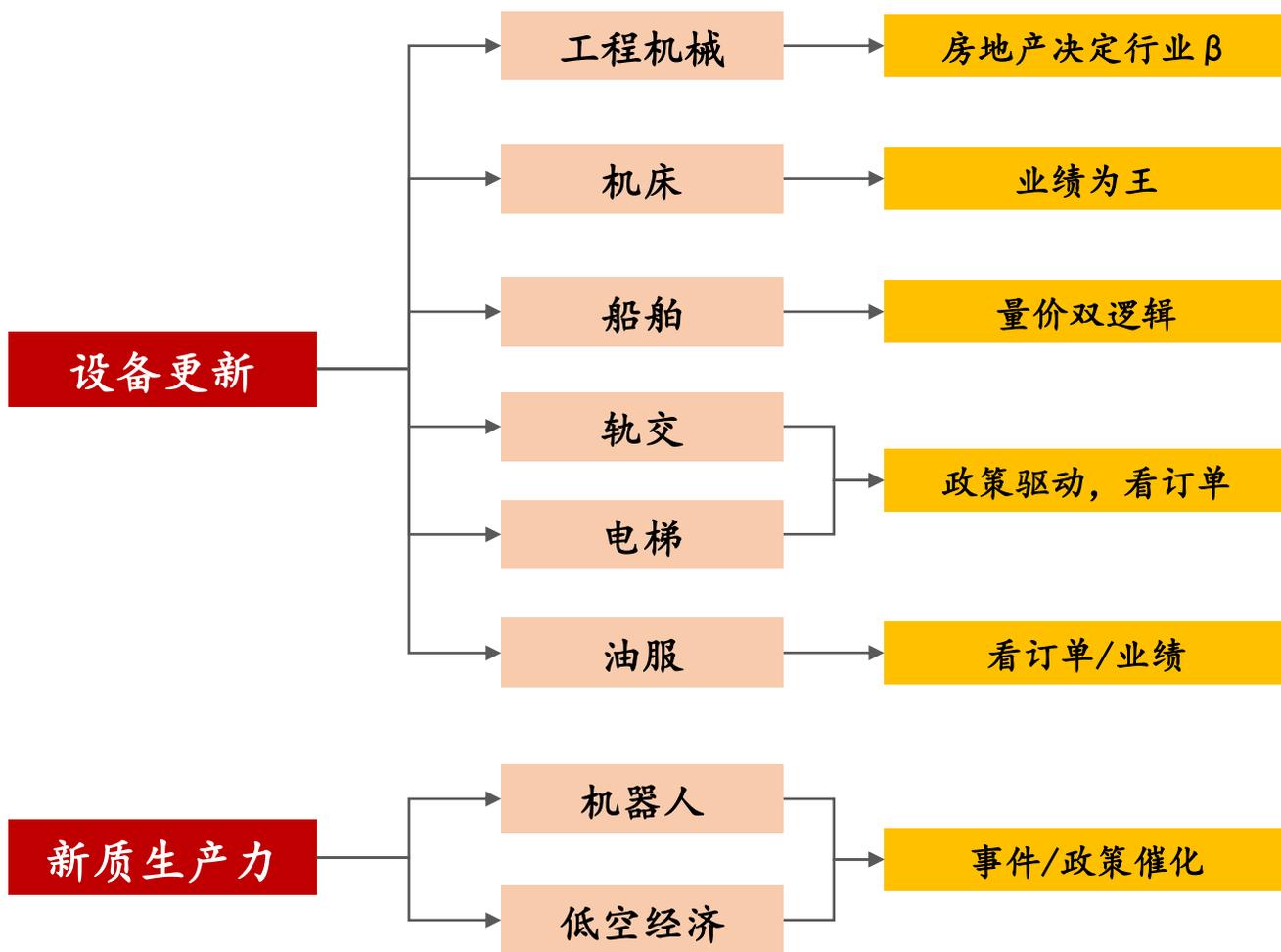
- 市场表现角度，2024年年初至5/19内需类资产跌幅较大，比如检测设备(-13%)、机床刀具(-10%)、工业机器人及工控系统(-8%)；
- 基本面角度，价格上看，2024年3月中国全部工业品PPI同比-2.8%，需求上看，2024年3月日本对华出口机床订单同比-15.7%，价格和需求降幅同步从2023年下半年开始持续收窄；库存上看，工业企业存货同比低位震荡；整个制造业投资均处于底部位置，目前地产等政策已经全面转向，随着政策效应显现，我们认为内需筑底，复苏方向确定但复苏力度与复苏节奏尚不明朗，但逐步走向价值回归的轨道。

### 3) 出口重视结构化

- 产品出海是企业全球化竞争力提升的重要体现，上半年看，受益发达国家消费复苏，以及亚非拉等新兴市场国家工业化进程，外需复苏已有起色；我们依旧看好国内企业出口竞争力的提升，建议重点关注市场结构和公司产品结构：出口收入贡献率达到30%以上的板块、海外毛利率显著高于国内毛利率的板块；继续重视消费品出口链、工业品出口链、船舶板块。

风险提示：地缘冲突等推动原材料、运费上涨影响盈利能力；汇率波动带来的业绩波动；需求复苏不及预期；政策推进不及预期。

# 2024机械设备行业投资框架



- 需求：内需筑底，出口复苏
- 自身α：产品结构、竞争格局

- 下游既有新兴有传统的平台型公司
- 下游偏传统制造业

- 量：老龄比例增加，环保日趋严峻，地缘冲突频发
- 价格：供给紧缺，造船交期拉长

- 环保/能效驱动，市占率提升

## 回顾

### 2024年上半年：赚安全的钱

- ✓ 寻找低估值（EPS和PE双击）：消费品/工业品出口
- ✓ 政策主题：设备更新、低空经济

**核心观点：**本报告参考中信和申万行业分类标准，选取并集共672家A股机械行业上市公司作为统计样本，并根据企业具体业务情况，划分为21个细分子行业，对机械行业2023年及2024年一季度业绩进行总结和分析，可以发现：**2024Q1工程机械/矿山冶金机械/3C设备/检测设备转正；电梯/锂电设备降幅收窄，出口链整体呈现降幅收窄趋势；叉车/机床刀具/塑料加工机械/激光加工设备/缝纫设备同样走出行业底部，迎来趋势向好，建议重点关注“出口链”高景气和国内筑底修复反弹。**

**1) 行情回顾：**2024年，机械板块至5/19涨幅15%，赚钱效应显著；其中，涨幅前5名的子行业分别为工业品出口链（+33%）、叉车（31%）、铁路设备（+29%）、工程机械（26%）、塑料加工机械（22%），铁路设备进入大规模更新换代周期，叠加国家以旧换新政策催化，铁路资本开支需求持续复苏，叉车、工业品出口链等受益美国补库需求带动出口回暖；跌幅前5名分别为3C设备（-29%）、锂电设备（-20%）、人形机器人（-18%）、光伏设备（-13%）、检测设备（-13%），3C设备受制于苹果MR一代销量不及预期，主题情绪回落；新能源设备业绩承压，同时新签订单持续放缓或下滑；检测设备行业景气度较弱。

**2) 持仓分析：**2024Q1公募主动权益机械行业总重仓市值为818亿元，占基金全市场重仓市值的比例为4.6%，环比-0.3pcts，位列全行业第6位。细分板块看，专用设备/通用机械占比下降；工程机械/运输设备显著提升。2024Q1，机械行业重仓前十大新进巨星科技/正帆科技/徐工机械/豪迈科技；中国船舶/徐工机械/巨星科技/三一重工持有基金数环比增长显著，机构关注度高。

**3) 业绩表现：**根据样本统计，2023年机械行业实现营收2.54万亿元，同比增长6.7%，实现归母净利润1531亿元，同比增长8.0%；2024Q1实现营收5530亿元，同比增长7.3%，实现归母净利润335亿元，同比增长3.5%；收入增长主要得益于顺周期底部回暖和出口喜人，利润增速快于收入，汇兑收益和降本增效助力盈利能力改善。统计的672家机械板块公司中，营收中位数11.3亿元，营收同比增速中位数为6.6%，仅约14%共94家公司营收增速超过30%；净利润中位数为0.9亿元，利润同比增速中位数为-3.0%，约23.7%共159家公司利润增速超30%。

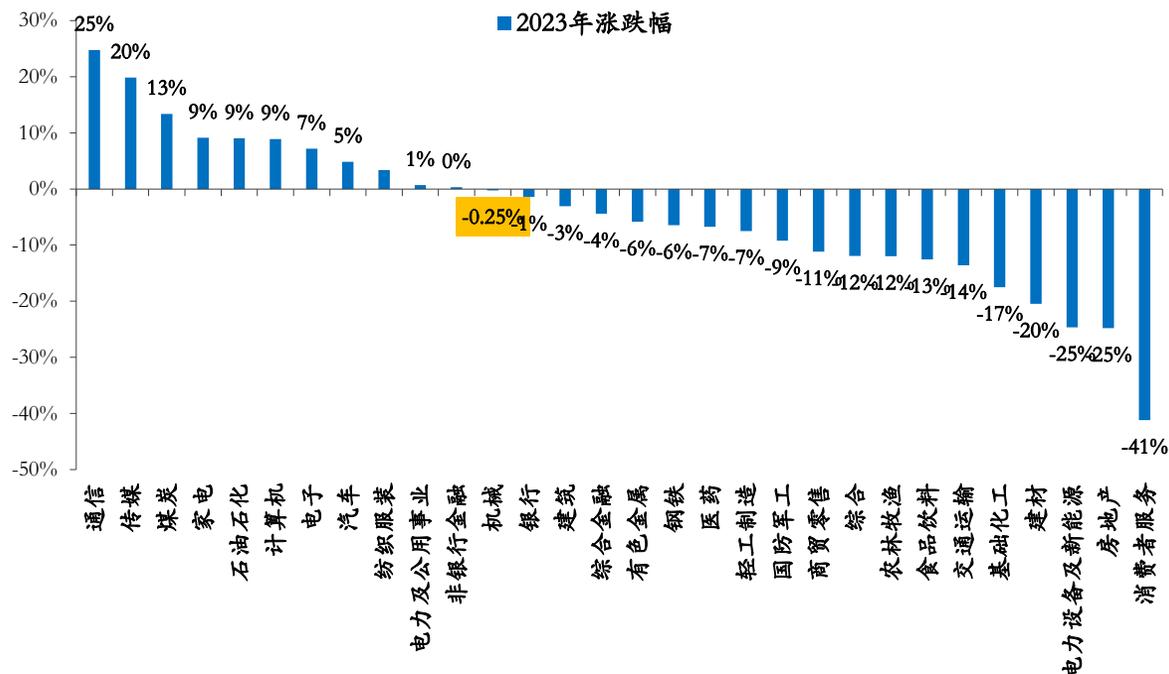
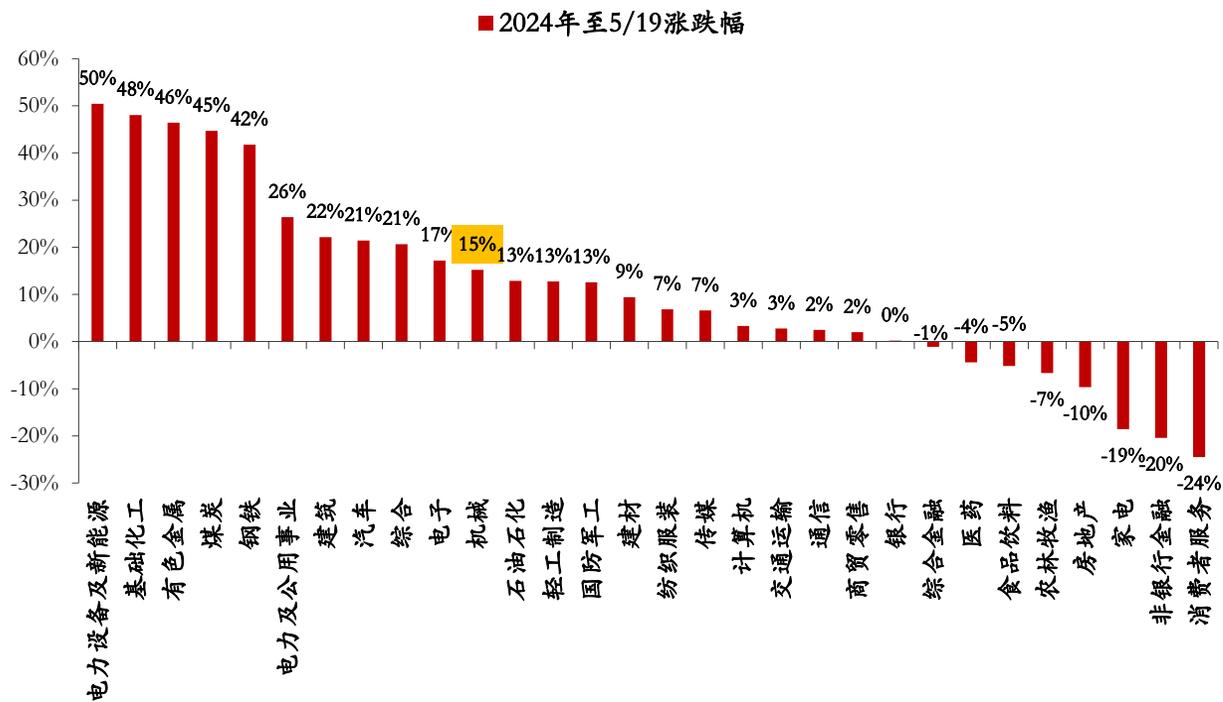
**4) 2024展望：**从2024Q1各细分板块营收增速上看，2024Q1工程机械/矿山冶金机械/3C设备/检测设备转正；电梯/锂电设备降幅收窄，出口链整体呈现降幅收窄趋势，其中消费品出口2024Q1单季度由负转正，工业品出口趋势向好；叉车/机床刀具/塑料加工机械/激光加工设备/缝纫设备同样走出行业底部，迎来趋势向好。

# 1.1.行情回顾：2024至今涨幅15%，赚钱效应显著

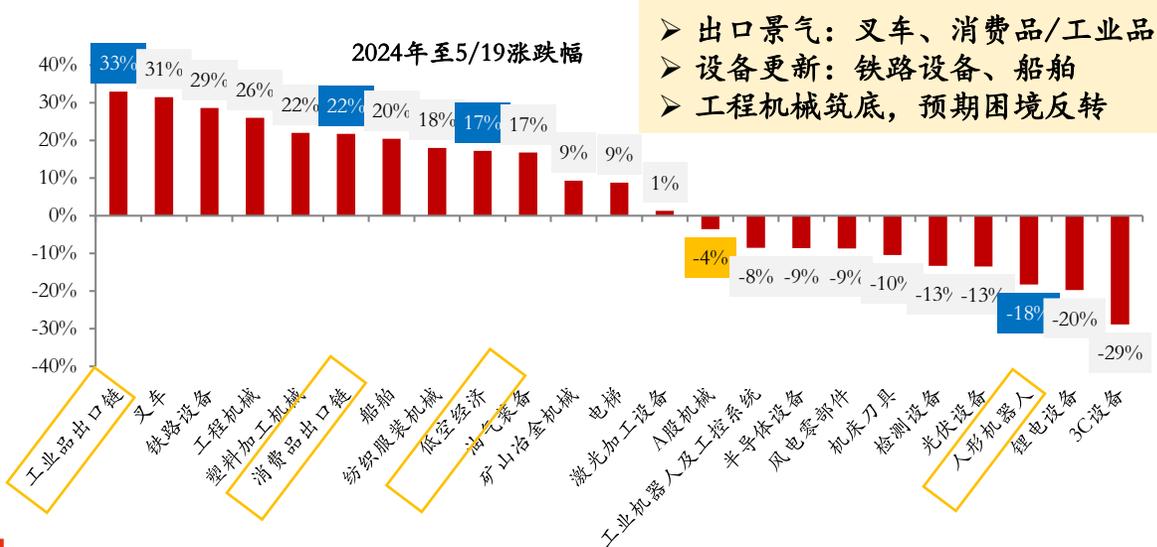
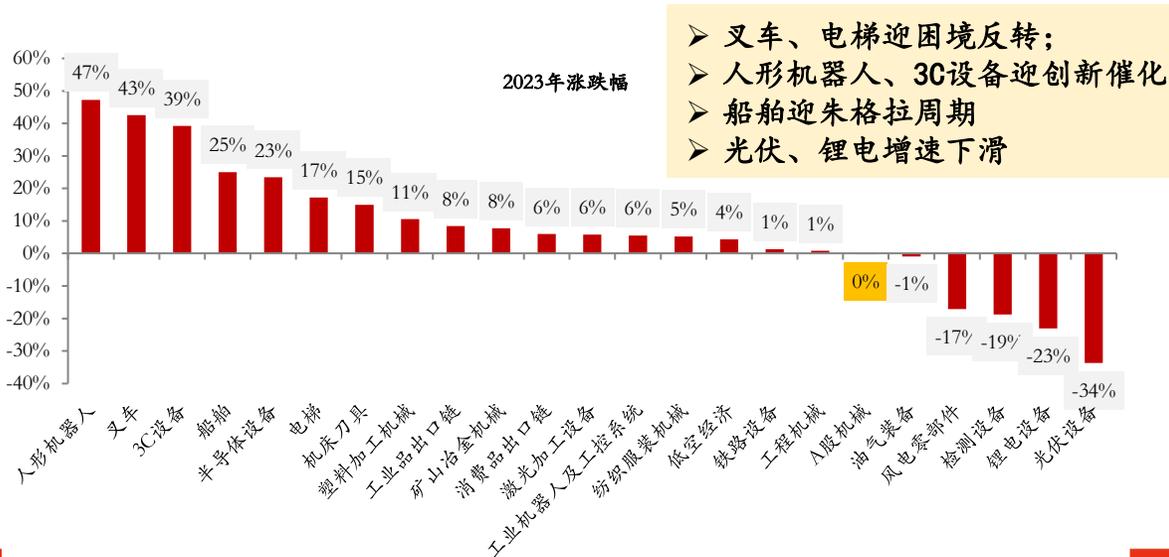
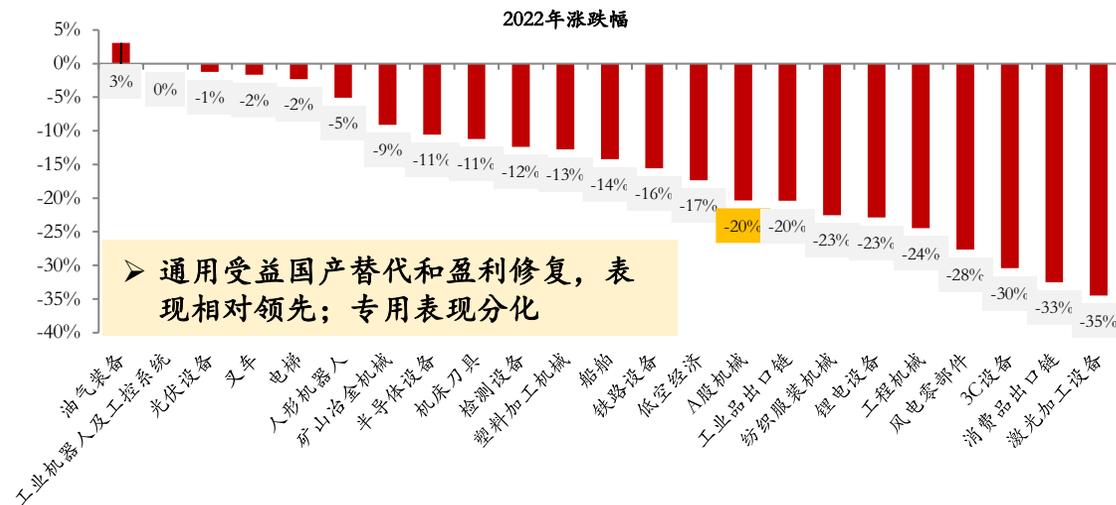
复盘2023年，机械板块未表现出明显超额收益，行业内部分化显著。机械板块全年涨幅-0.25%，排名中位，跑赢沪深300的-11.38%。2023Q1，由于防疫政策优化、国内积压订单集中释放以及出口订单回补等积极因素影响，制造业需求复苏，PMI处于扩张区间，机械板块表现出较强alpha；6-8月，在人形机器人主题事件以及工业母机利好政策落地的双重催化下，机械板块股价达到最高点，期间累计涨幅达到9.22%；随着主题情绪回落，叠加制造业弱复苏现实，8月后股价持续回落。

2024年开年以来，机械板块涨幅15%，赚钱效应显著。2024年，机械板块至5/19涨幅15%，跑赢沪深300，在所有子行业中排名靠前。其中，1月随大盘受挫；2月后，受设备更新、低空经济等主题催化，同时餐饮、家电等偏消费类下游逐步回暖，叠加在美国补库需求带动下外需回暖，3-4月PMI连续2个月重回扩张区间，主题催化+需求复苏双重利好下，机械板块alpha凸显。

图. 行情回顾：机械板块2024/1/1-2024/5/19涨幅15%，2024年赚钱效应显著



# 1.1.行情回顾：2024H1 “设备更新”与“出海景气”共振



资料来源：Wind，国投证券研究中心（注：消费品出口链/工业品出口链/低空经济/人形机器人为市场主题分类，非按公司主营业务板块分类）

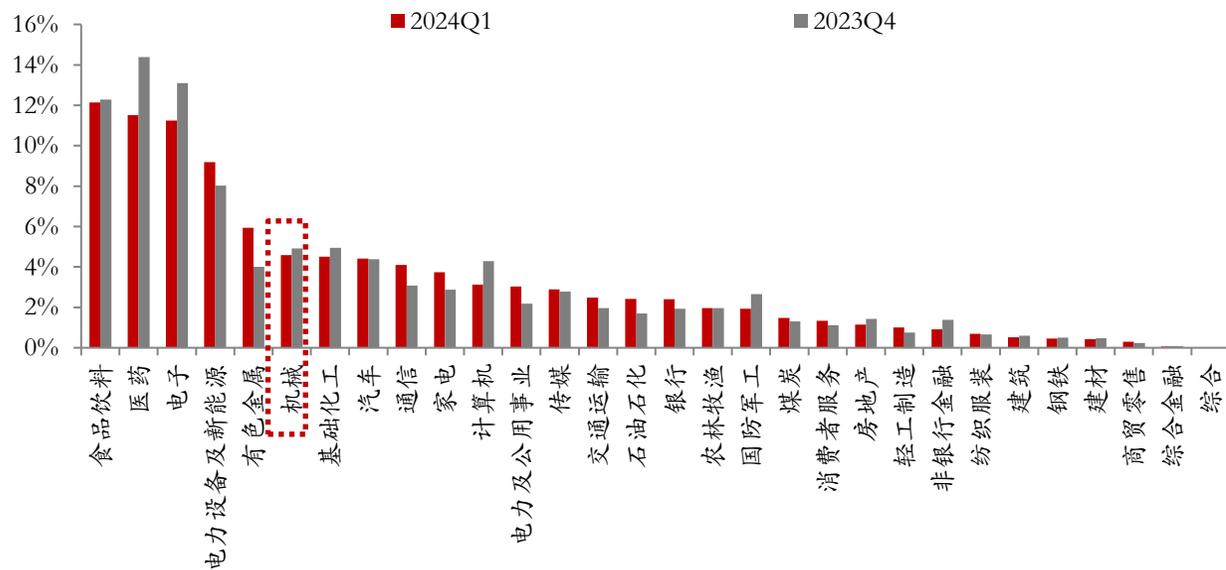
## 1.2.持仓分析：2024Q1公募主动权益重仓机械4.6%，环比略降

机械设备行业重仓比例环比略降。2024Q1公募主动权益机械行业总重仓市值为818亿元，占基金全市场重仓市值的比例为4.6%，环比-0.3pcts。纵向看，2023Q2开始制造业持续修复，原材料价格以及国际物流成本回落，持仓环比显著增长。横向看，在30个中信一级子行业中，2024Q1机械行业的基金重仓市值占比排名第6位，处于中等偏上水平。

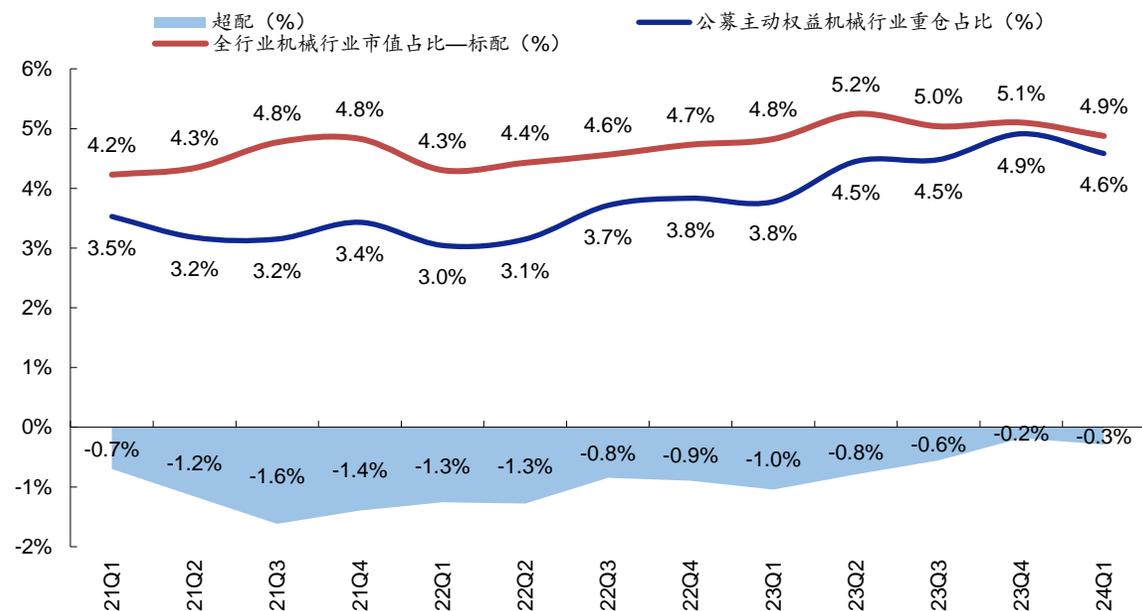
2024Q1机械设备行业低配比例有所上升。2024Q1机械设备行业总市值为4.3万亿元，占总市值比重为4.9%，环比-0.2pcts。按机械行业总市值占全市场总市值比例计算行业标配水平，2024Q1公募主动权益低配机械行业0.3%。

图. 2024Q1公募主动权益机械行业重仓4.6%，环比-0.3pcts

2023Q4、2024Q1公募主动权益重仓市值分布（按照中信行业分类）



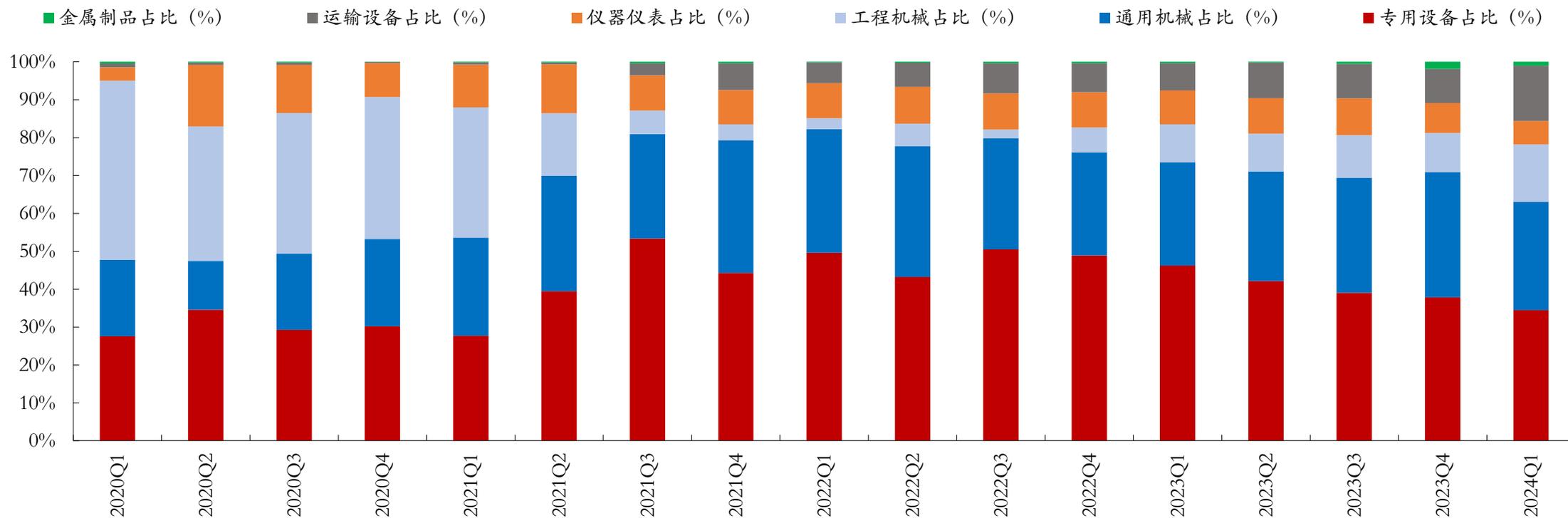
图：2024Q1公募主动权益低配机械行业0.3%



## 1.2.持仓分析：2024Q1工程机械/运输设备环比提升显著

工程机械/运输设备环比提升显著，专用设备占比持续下降。细分板块来看（中信行业二级分类），专用机械重仓市值自2022Q3开始持续下降，2024Q1占比至34.43%；通用机械2024Q1占比28.66%，同样环比下降；工程机械占比提升显著，2024Q1末重仓市值125亿，环比+30.6%，重仓占比达到15.8%，主要得益于行业景气边际改善；运输设备2024Q1重仓市值120.9亿，环比+43.8%，占比达到14.54%，同样提升显著，主要受益于设备更新政策。

图.专用设备重仓占比持续下降，工程机械和运输设备环比提升明显



## 1.2.持仓分析：2024Q1持仓公司数量环比下降，基金持仓集中度有所提升

2024Q1机械板块持仓公司数量环比下降，基金持仓集中度有所提升。2024Q1机构重仓机械设备公司数量331家，环比减少16家，结束过去7个季度的增长趋势。复盘过去三年，机械行业重仓占比于2020Q4达到阶段性高位后（77.50%），至2023Q2都保持逐季下降趋势（2023Q2重仓占比仅33.61%）。2024Q1前十大机械公司重仓市值333亿，占比40.08%，环比提升3.20pct，显示机械行业持仓有所集中。

图. 基金重仓的机械设备公司数量达历史高位

■ 基金重仓的机械设备公司数量

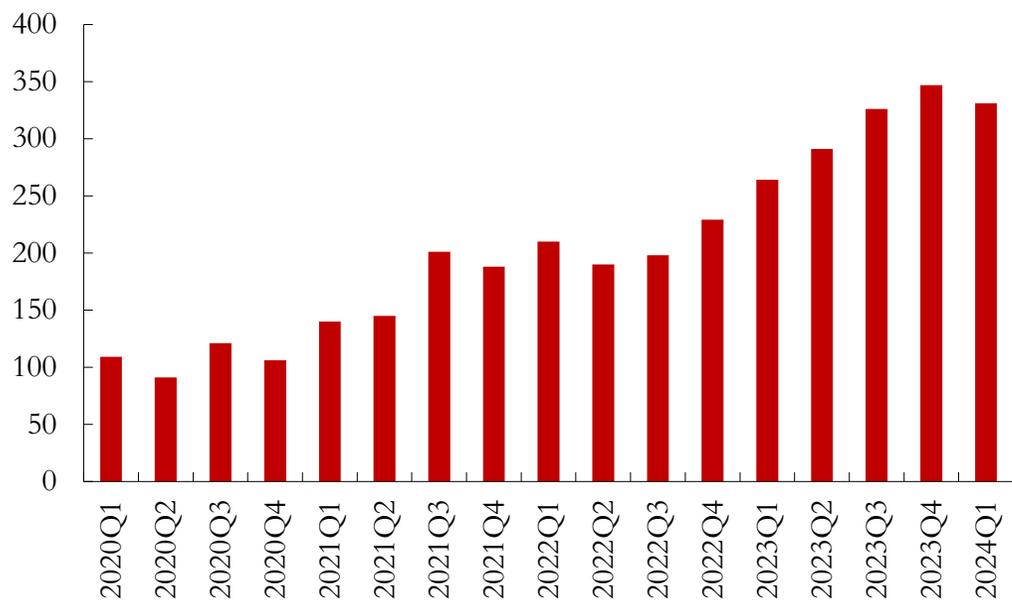
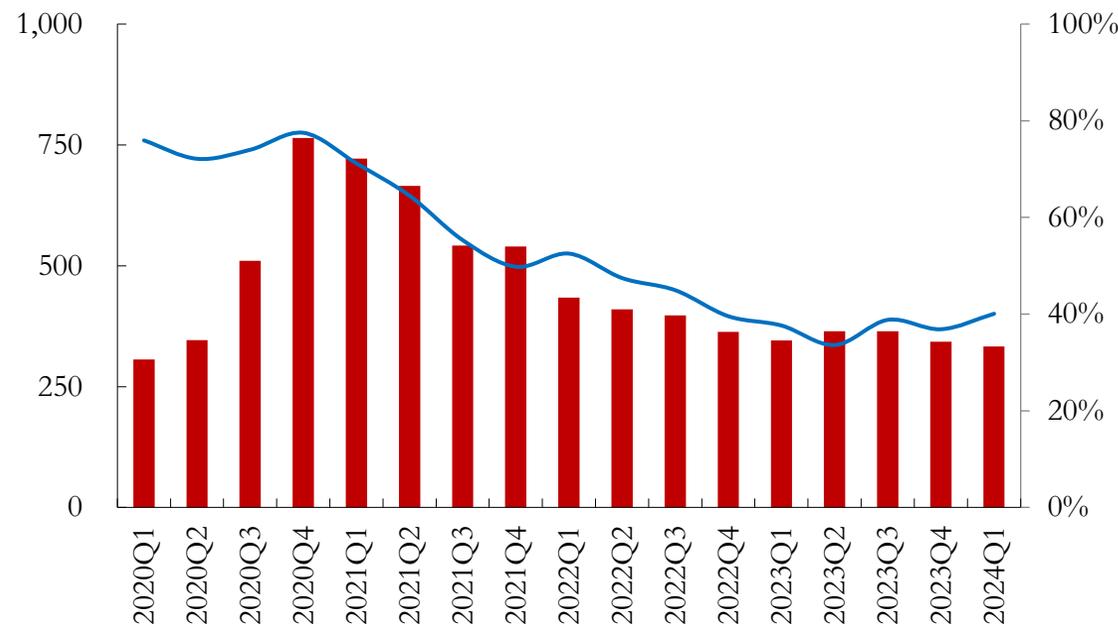


图. 基金重仓机械设备集中度环比下降

■ 前十大机械重仓市值（亿元）

— 前十大重仓占机械板块重仓比（%）



## 1.2.持仓分析：2024Q1巨星科技/正帆科技/徐工机械/豪迈科技新进前十大重仓

表：公募主动权益机械行业前十大重仓：24Q1新进巨星科技/正帆科技/徐工机械/豪迈科技

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	总市值TOP10 (截止5/17)
1	三一重工 233.7	汇川技术 174.4	先导智能 94.0	先导智能 91.5	晶盛机电 61.3	晶盛机电 73.0	晶盛机电 68.3	汇川技术 78.3	汇川技术 63.4	中国船舶 62.7	汇川技术 65.0	中国船舶 63.8	中国船舶 82.4	中国中车 1945.2
2	汇川技术 164.1	三一重工 115.6	杰瑞股份 67.0	华测检测 72.2	华测检测 52.4	华测检测 59.1	迈为股份 63.9	晶盛机电 56.2	晶盛机电 61.6	晶盛机电 57.1	精测电子 59.6	精测电子 55.9	汇川技术 42.7	中国船舶 1652.6
3	华测检测 88.1	华测检测 93.8	华测检测 66.5	汇川技术 50.1	汇川技术 52.2	迈为股份 48.9	华测检测 49.2	华测检测 54.3	华测检测 48.1	汇川技术 48.9	中国船舶 53.3	汇川技术 53.2	精测电子 41.3	汇川技术 1633.8
4	先导智能 59.4	先导智能 76.2	汇川技术 64.6	巨星科技 45.7	先导智能 47.8	三一重工 42.2	中国船舶 36.2	迈为股份 41.1	中国船舶 41.6	精测电子 42.8	华测检测 39.7	绿的谐波 31.5	三一重工 36.8	三一重工 1425.6
5	巨星科技 45.2	杰瑞股份 54.9	晶盛机电 38.2	晶盛机电 42.1	杰瑞股份 35.4	汇川技术 40.2	新莱应材 35.5	中国船舶 36.5	恒立液压 37.3	华测检测 42.2	三一重工 33.4	三一重工 30.5	巨星科技 22.7	中国重工 1176.6
6	中联重科 36.0	晶盛机电 33.4	三一重工 35.6	恒立液压 36.1	帝尔激光 28.1	杰瑞股份 34.2	奥特维 34.9	捷佳伟创 36.3	三一重工 35.1	三一重工 31.7	杰瑞股份 31.4	铂力特 28.4	正帆科技 21.6	徐工机械 919.3
7	恒立液压 30.8	巨星科技 28.2	锐科激光 30.4	杰瑞股份 34.7	恒立液压 22.6	奥特维 29.6	汇川技术 29.3	恒立液压 33.9	捷佳伟创 32.5	捷佳伟创 28.2	双环传动 28.5	华测检测 26.7	杰瑞股份 20.8	恒立液压 714.7
8	杰瑞股份 25.6	柏楚电子 28.0	恒立液压 29.1	大族激光 31.1	迈为股份 22.4	恒立液压 28.1	先导智能 27.0	三一重工 28.6	中控技术 25.9	恒立液压 27.6	恒立液压 27.5	杰瑞股份 25.7	徐工机械 20.3	中联重科 705.9
9	捷佳伟创 25.1	恒立液压 28.0	捷佳伟创 28.8	时代电气 27.5	奥特维 21.4	时代电气 26.8	捷佳伟创 26.8	先导智能 25.6	精测电子 21.7	中控技术 26.9	徐工机械 24.1	双环传动 23.1	华测检测 19.7	中海油服 676.5
10	豪迈科技 23.4	锐科激光 27.5	巨星科技 26.9	锐科激光 27.1	时代电气 19.5	帝尔激光 24.8	杰瑞股份 26.0	奥特维 25.6	奥特维 21.4	双环传动 23.5	晶盛机电 23.9	迈为股份 21.9	豪迈科技 19.6	时代电气 585.6

1、公募主动权益选取标准：Wind开放式基金分类（普通股票型基金、混合型基金）、Wind封闭式基金分类（普通股票型基金、混合型基金）；机械行业公司选取标准：申万机械分类和中信机械分类并集，另外新增中国动力、中船防务、中国重工、中海油服，删除九号公司、石头科技

2、标红表示：环比新进前十大标的；21Q1-24Q1各公司下数字表示“公募主动权益总重仓市值（亿元）”；总市值列各公司下数字为“总市值（亿元）”。

资料来源：Wind, 国投证券研究中心

## 1.2.持仓分析：徐工机械/巨星科技/中国船舶/三一重工关注度高

- 持股市值上，徐工机械/中国船舶/豪迈科技/巨星科技环比增长42.8%/29.2%/26.5%/26.4%；
- 持有基金数量上，中国船舶/徐工机械/巨星科技/杰瑞股份环比增73/26/26/26只，关注度靠前；

表：24Q1公募主动权益机械行业前十大重仓：徐工机械/巨星科技/中国船舶/三一重工关注度高

	持股数量（万股）			持有基金数量			持股市值（亿元）		
	24Q1	23Q4	环比	24Q1	23Q4	环比	24Q1	23Q4	环比
中国船舶	22268	21664	2.8%	305	232	31.5%	82	64	29.2%
汇川技术	6969	8431	-17.3%	102	114	-10.5%	43	53	-19.9%
精测电子	5657	6376	-11.3%	69	93	-25.8%	41	56	-26.1%
三一重工	25216	22116	14.0%	73	57	28.1%	37	30	20.7%
巨星科技	8989	7967	12.8%	77	52	48.1%	23	18	26.4%
正帆科技	5677	5006	13.4%	87	75	16.0%	22	20	9.0%
杰瑞股份	6870	9142	-24.8%	83	60	38.3%	21	26	-19.0%
徐工机械	31880	26006	22.6%	53	28	89.3%	20	14	42.8%
华测检测	15394	18828	-18.2%	11	23	-52.2%	20	27	-26.4%
豪迈科技	5479	5196	5.4%	37	32	15.6%	20	15	26.5%

## 1.2.持仓分析：2024Q1增持前五名仕净科技/柳工/优利德/山推股份/青达环保

- 从持股数量上看，2024Q1增持前五名为仕净科技、柳工、优利德、山推股份和青达环保；
- 减持前五名为智立方、博众精工、兆威机电、多浦乐和同飞股份。

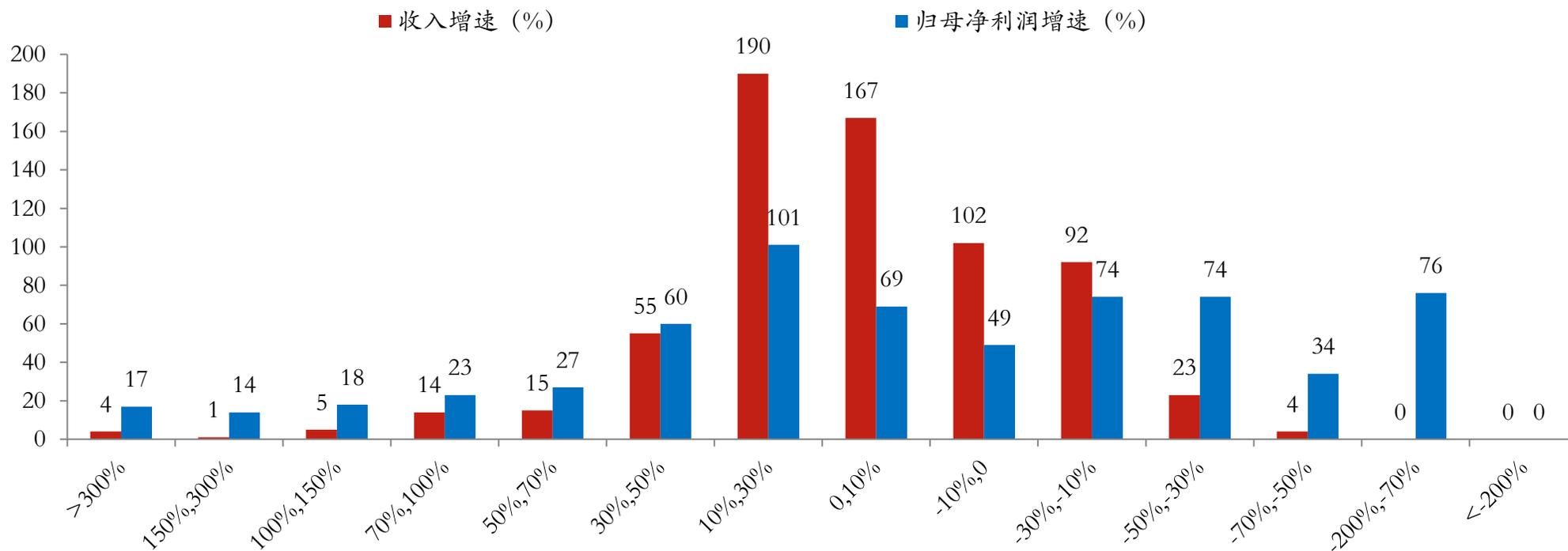
表：24Q1公募主动权益机械行业重仓股增/减持：仕净科技/柳工/优利德/山推股份/青达环保为增持前五

	增持TOP10	总流通股本 (万股)	季报持仓变动 (万股)	变动股占流通股 比例 (%)	减持TOP10	总流通股本 (万股)	季报持仓变动 (万股)	变动股占流通股 比例 (%)
1	仕净科技	11451	1518	13.3%	智立方	1627	308	-18.9%
2	柳工	141295	12977	9.2%	博众精工	9291	1335	-14.4%
3	优利德	4860	401	8.2%	兆威机电	6109	539	-8.8%
4	山推股份	106480	6004	5.6%	多浦乐	1494	128	-8.6%
5	青达环保	8172	430	5.3%	同飞股份	4212	296	-7.0%
6	博隆技术	1633	78	4.8%	铁建重工	147796	9786	-6.6%
7	安培龙	1615	71	4.4%	曼恩斯特	2616	170	-6.5%
8	纽威数控	8167	358	4.4%	禾川科技	10389	664	-6.4%
9	高华科技	3009	102	3.4%	杰普特	9499	597	-6.3%
10	朗进科技	9085	282	3.1%	东睦股份	61638	3838	-6.2%

### 1.3.机械板块：2023年利润增速超30%公司达159家

2023年机械板块营收中位数11.3亿元，净利润中位数0.9亿元。参考中信和申万行业分类标准，选取并集共672家A股机械行业上市公司作为统计样本，样本公司营收中位数为11.1亿元，营收同比增速中位数为6.6%，其中增速在10-30%和0-10%之间的公司最多，分别达到190/167家，仅约14.0%的公司营收增速超过30%；利润方面，净利润中位数为0.9亿元，利润同比增速中位数为-3.0%，其中增速在10%-30%之间的最多，达到101家，增速超30%的约159家，占比23.7%。

图. 2023年A股机械行业公司业绩分布



# 1.3.行业增速：2023年收入稳健增长、利润有所改善

图. 2023年机械行业收入同比+6.7%



图：2024Q1机械行业收入同比+7.3%

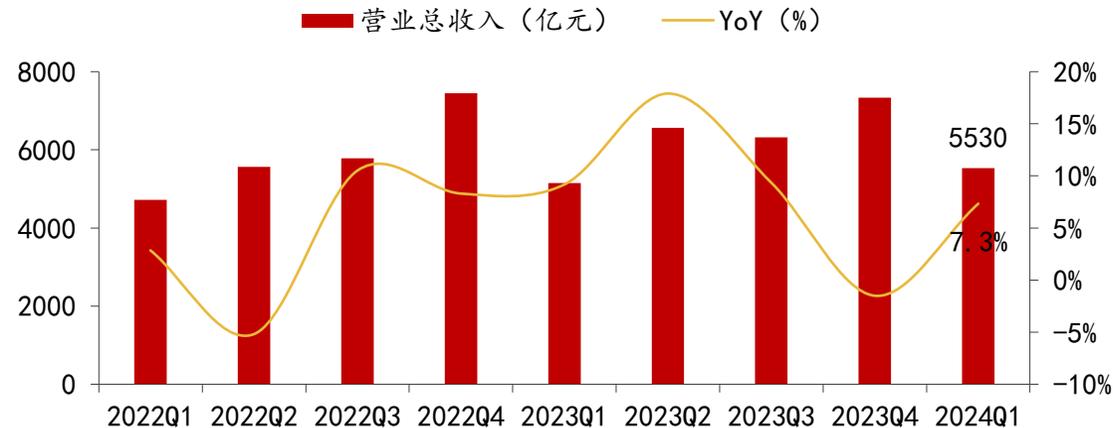


图. 2023年机械行业净利润同比+8.0%

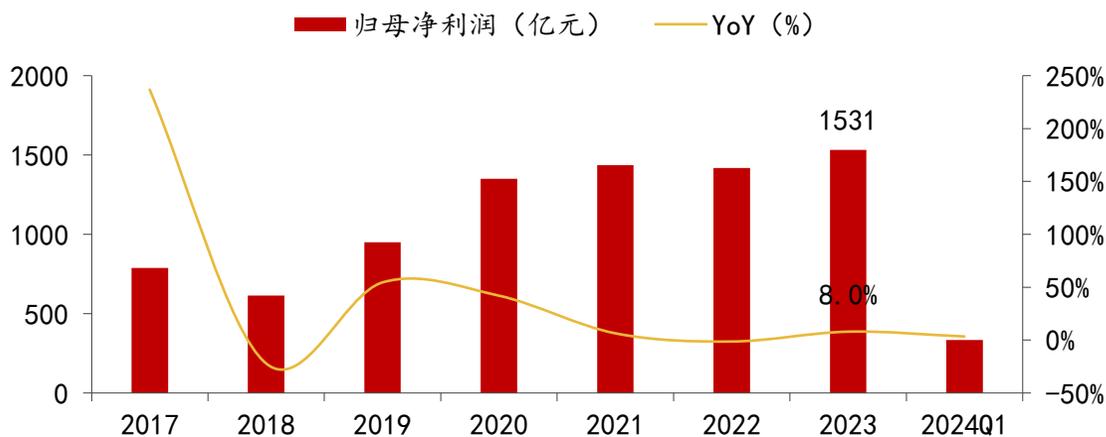
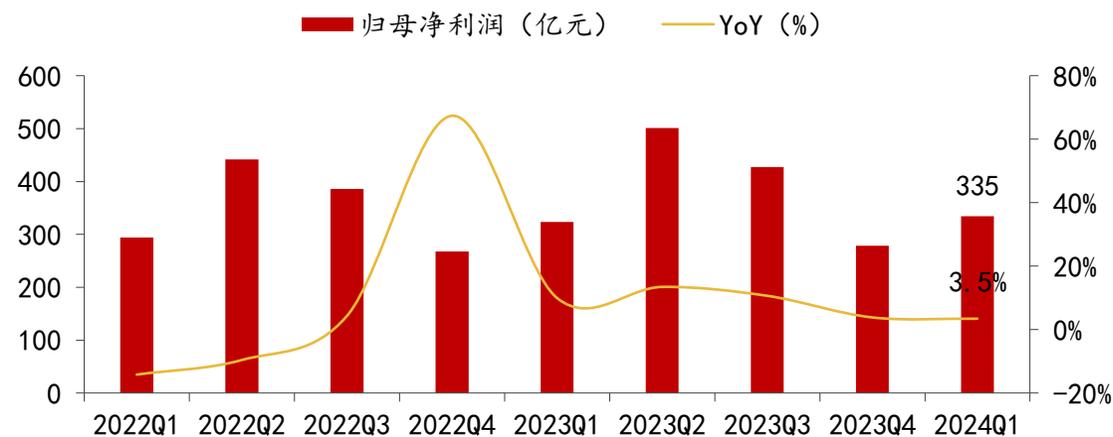


图. 2024Q1机械行业净利润同比+3.5%

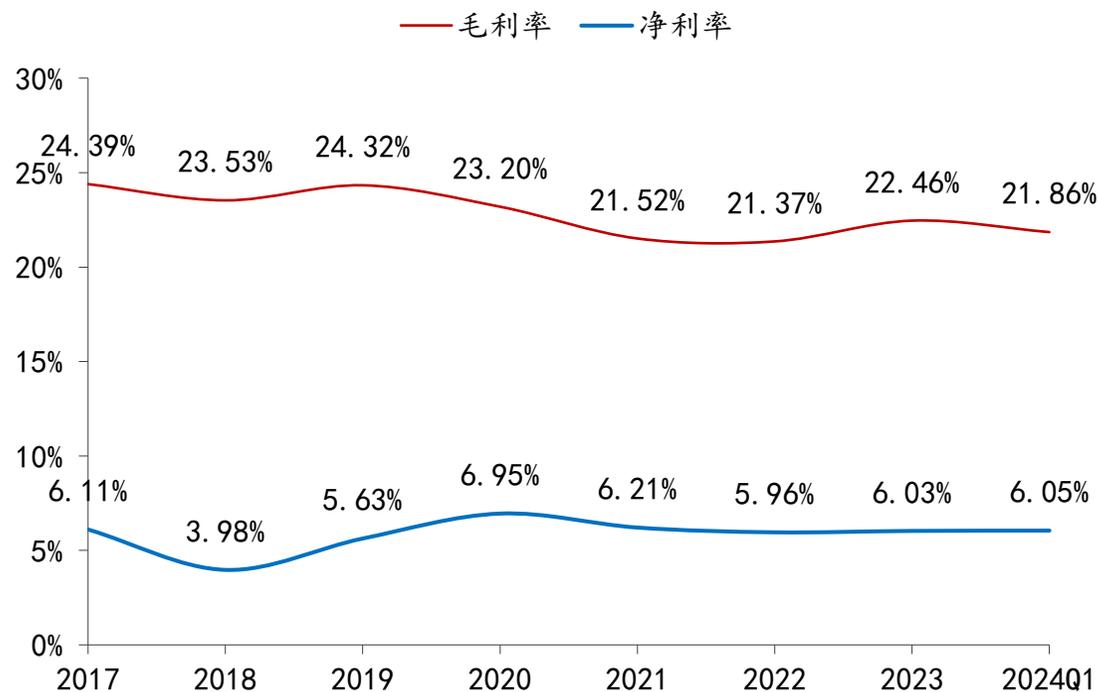


### 1.3.行业盈利能力：2023年机械行业净利率6.03%

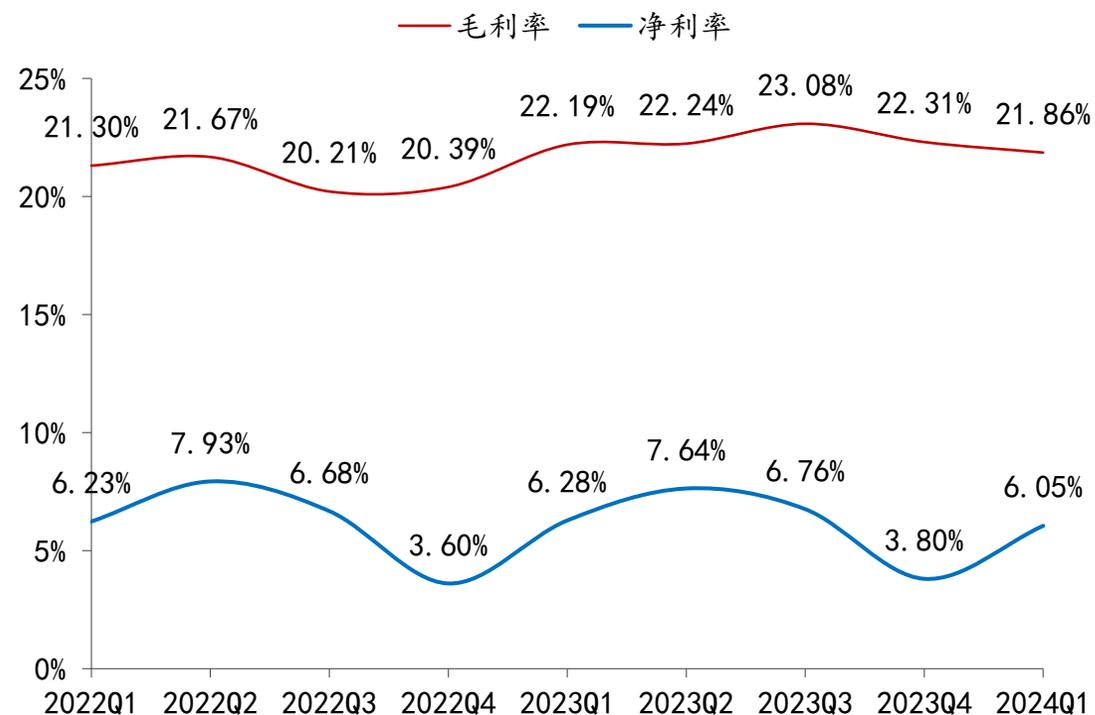
根据样本公司统计，2023年机械行业毛利率22.46%，同比+1.09pcts，净利率6.03%，同比+0.07pcts；2024Q1机械行业毛利率21.86%，同比-0.33pcts，净利率6.05%，同比-0.23pcts，盈利能力改善，我们判断主要系：

- 产品结构优化，部分板块受益出口，高毛利海外业务占比提升拉动综合毛利率；
- 规模效应持续显现。

图：2023年机械行业净利率YoY+0.07pcts



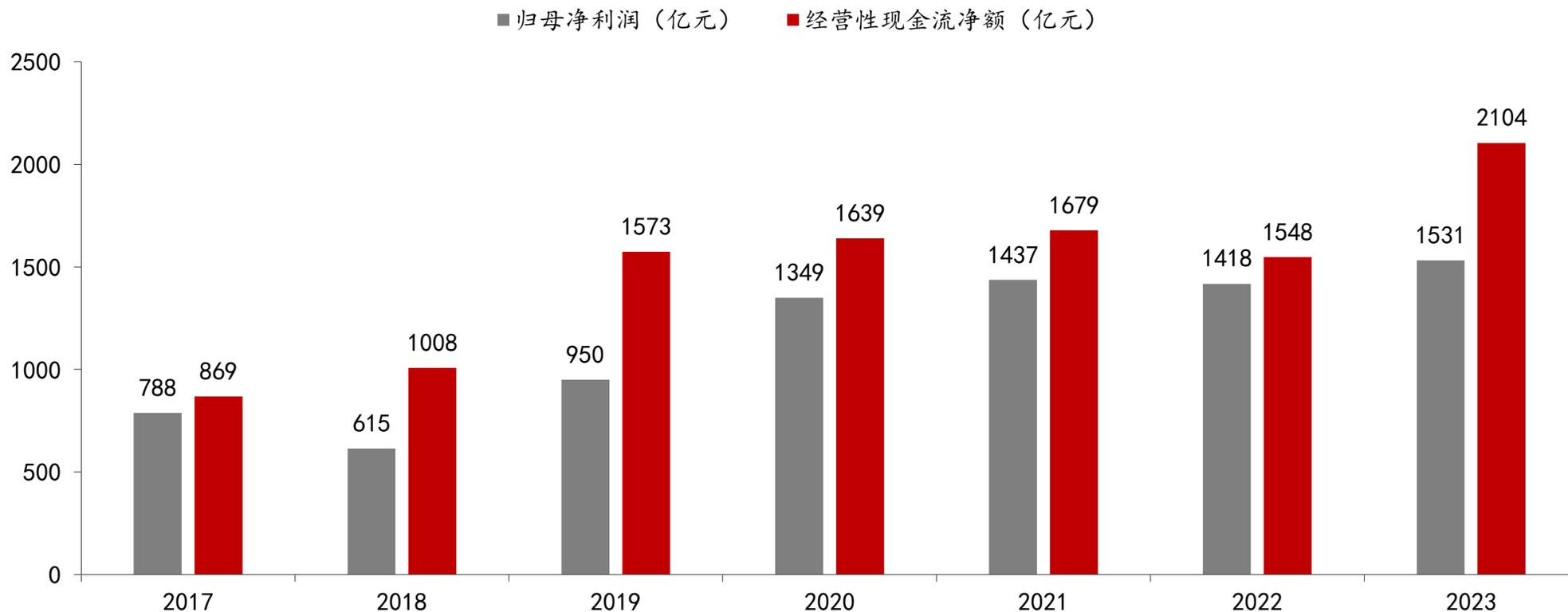
图：2024Q1机械行业净利率YoY-0.23pct



### 3.7.行业整体：2023年经营性现金流改善显著

从季度数据上看，机械行业每年四季度回款趋势显著，2023年机械行业经营性现金流净额2104亿元，同比增长35.9%，改善趋势显著。

图. 2023年机械行业经营性现金流：同比增长35.9%，改善显著



展望

## 2024年下半年：继续赚安全的钱？

- ✓ EPS是否仍有弹性（是否仍旧低PE）：景气度、出口、成本侧
- ✓ 主题投资：哪些持续有增量？

## 2.1.景气度：哪些板块持续高景气？哪些板块有拐点？

- 关注转正：工程机械、矿山冶金机械、塑料加工机械、机床刀具、激光加工设备、检测装备、3C设备
- 关注持续高增的：船舶、纺织服装机械
- 关注降幅收窄的：电梯

营收单季度同比增速		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	24Q1趋势
	Δ股机械	61.66%	29.13%	14.54%	5.52%	2.62%	-6.47%	8.55%	6.73%	7.57%	16.64%	9.42%	-2.75%	6.26%	-
出口链	工业品出口链	89.51%	17.37%	-9.02%	-24.02%	-29.01%	-35.76%	2.87%	4.99%	5.57%	22.39%	-0.57%	<b>1.25%</b>	<b>3.10%</b>	连续2季度转正
	消费品出口链	70.16%	45.24%	43.82%	51.44%	46.31%	30.72%	35.61%	1.70%	-5.64%	0.06%	-10.38%	-0.54%	<b>13.42%</b>	转正高增
运输设备	船舶	21.78%	-0.12%	-9.03%	21.49%	4.23%	-15.39%	44.26%	15.27%	2.37%	56.48%	15.79%	6.38%	<b>47.23%</b>	持续高增
	铁路设备	27.22%	-1.04%	-12.71%	-0.60%	-15.81%	-2.66%	10.19%	6.84%	6.67%	5.47%	4.44%	2.71%	-1.30%	转负
重型机械	工程机械	92.31%	17.06%	-8.72%	-24.51%	-31.03%	-36.96%	2.11%	6.38%	5.10%	21.60%	<b>-3.19%</b>	<b>-0.51%</b>	<b>2.96%</b>	转正
	电梯	51.29%	1.29%	8.44%	10.02%	-4.42%	-21.23%	9.20%	-4.73%	3.66%	15.93%	<b>-12.58%</b>	<b>-7.62%</b>	<b>-2.55%</b>	降幅收窄
	矿山冶金机械	31.46%	19.95%	15.02%	3.93%	17.44%	13.34%	16.48%	4.45%	9.34%	2.73%	4.18%	-1.11%	2.55%	单季度转正
通用设备	叉车	64.57%	34.71%	18.55%	8.89%	14.52%	-4.71%	3.74%	1.06%	5.90%	9.84%	15.87%	10.16%	4.72%	增速回落
	机床刀具	86.40%	24.69%	29.17%	15.10%	6.11%	-5.85%	-6.01%	-6.32%	-4.00%	3.43%	-3.75%	<b>9.30%</b>	<b>0.11%</b>	连续2季度转正
	工业机器人及工控系统	71.96%	24.32%	43.67%	33.66%	25.73%	8.82%	7.29%	26.09%	5.75%	25.09%	15.80%	20.84%	14.06%	-
	塑料加工机械	97.23%	40.13%	14.20%	2.42%	15.79%	1.98%	0.59%	-2.26%	-3.38%	3.60%	-4.92%	<b>22.57%</b>	<b>5.57%</b>	连续2季度正增
	激光加工设备	114.12%	30.74%	25.89%	28.70%	12.45%	-11.32%	-6.12%	6.43%	-6.72%	12.48%	-1.54%	<b>12.33%</b>	<b>7.75%</b>	连续2季度正增
专用设备	纺织服装机械	72.48%	<b>68.51%</b>	36.51%	33.85%	8.41%	-4.68%	-5.49%	-24.68%	-14.77%	-6.32%	<b>3.36%</b>	<b>7.41%</b>	<b>16.37%</b>	2023Q3转正
	检测设备	78.46%	26.87%	29.10%	22.69%	27.50%	39.95%	29.72%	20.02%	21.68%	<b>-1.12%</b>	<b>-2.77%</b>	<b>-5.28%</b>	<b>1.30%</b>	连续三季度下滑后转正
	油气装备	10.83%	6.49%	6.90%	11.36%	19.41%	18.75%	12.40%	7.28%	12.02%	1.06%	5.01%	8.29%	0.12%	增速回落
	3C设备	<b>154.13%</b>	36.97%	-2.93%	18.93%	14.38%	10.25%	21.84%	27.68%	9.78%	<b>-6.15%</b>	<b>-8.06%</b>	<b>-6.68%</b>	<b>2.75%</b>	连续三季度下滑后转正
	半导体设备	69.44%	68.74%	77.95%	42.52%	52.93%	42.24%	57.74%	<b>52.68%</b>	<b>38.05%</b>	27.34%	20.67%	<b>25.43%</b>	29.71%	增速回落
	仪器仪表	-14.97%	-40.07%	29.13%	29.11%	38.60%	24.41%	15.04%	13.30%	15.91%	19.35%	17.77%	6.37%	5.10%	增速回落
	风电零部件	58.93%	15.39%	-3.50%	-9.18%	-4.94%	-12.79%	-2.88%	10.38%	6.62%	28.67%	10.11%	-5.54%	-9.38%	降幅扩大
	光伏设备	82.13%	50.21%	<b>75.62%</b>	48.62%	<b>107.17%</b>	<b>84.48%</b>	80.27%	77.32%	38.27%	<b>43.51%</b>	<b>26.45%</b>	14.90%	15.64%	增速回落
锂电设备	76.65%	62.51%	42.38%	<b>89.41%</b>	85.08%	63.63%	<b>74.48%</b>	34.23%	27.51%	25.56%	16.15%	-11.93%	-4.09%	连续2季度下滑	

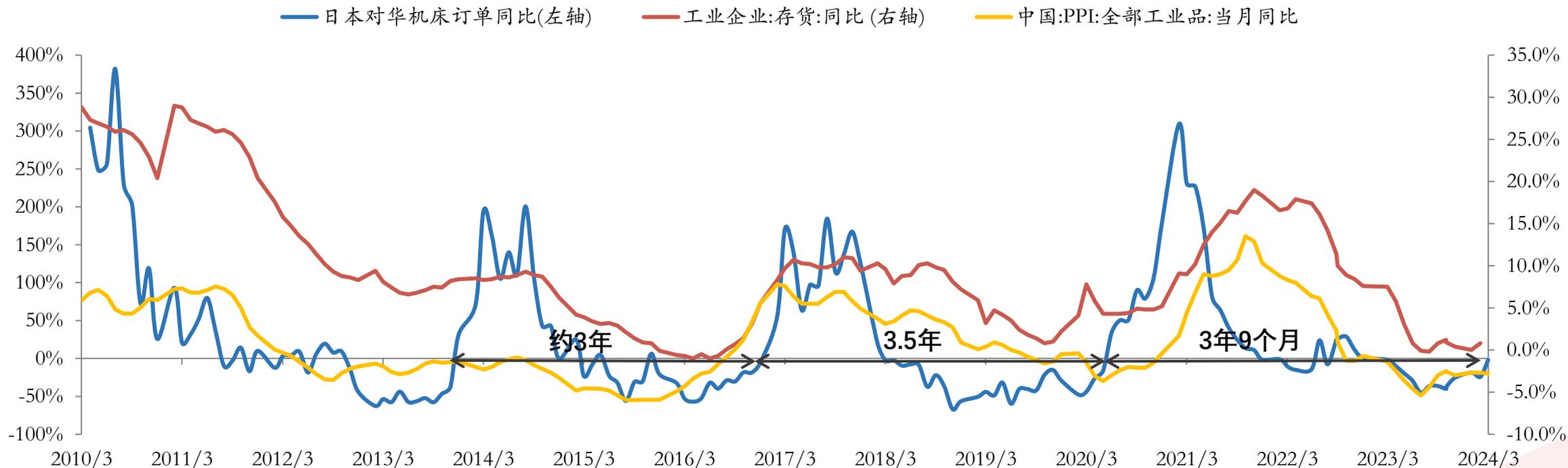
## 2.1.景气度：哪些板块持续高景气？哪些板块有拐点？

净利润单季度同比增速		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
	A股机械	204.71%	11.30%	9.82%	-39.15%	-13.48%	-13.12%	-1.11%	59.79%	3.84%	14.50%	9.64%	8.17%	7.50%
出口链	工业品出口链	144.30%	-15.53%	-27.70%	-76.29%	-55.39%	-61.59%	-30.36%	-13.44%	6.66%	76.70%	24.54%	118.67%	12.30%
	消费品出口链	58.34%	12.05%	-9.63%	8.59%	24.33%	33.87%	64.35%	-4.09%	-2.38%	13.73%	-4.11%	24.05%	35.00%
运输设备	船舶	159.03%	37.33%	36.62%	15.48%	-160.26%	-681.18%	-418.69%	-76.46%	42.49%	130.34%	17.35%	90.62%	1404.18%
	铁路设备	74.01%	3.35%	-23.21%	-10.61%	-34.23%	6.08%	12.44%	46.98%	31.56%	-1.48%	3.35%	-5.91%	4.92%
重型机械	工程机械	150.21%	-14.24%	-26.56%	-72.24%	-53.65%	-59.58%	-31.67%	-36.26%	1.20%	58.13%	6.60%	124.19%	5.14%
	电梯	267.48%	4.39%	-79.35%	-79.33%	-49.29%	-41.10%	297.71%	81.56%	124.82%	33.66%	-4.85%	139.61%	1.50%
	矿山冶金机械	94.07%	7.08%	86.52%	39.75%	48.02%	28.03%	18.99%	14.60%	12.40%	2.78%	26.02%	-170.69%	10.39%
通用设备	叉车	64.26%	-6.21%	-4.27%	-4.30%	-1.82%	6.07%	47.43%	55.62%	42.24%	56.66%	51.70%	37.16%	33.37%
	机床刀具	-496.98%	50.03%	138.69%	-79.86%	33.07%	0.71%	-175.06%	-23.32%	-19.77%	-8.79%	-198.78%	304.41%	-25.89%
	工业机器人及工控系统	125.98%	-3.91%	3.92%	-199.12%	1.14%	25.03%	13.53%	-76.95%	11.22%	7.75%	-2.67%	364.23%	-17.36%
	塑料加工机械	1832.51%	50.50%	33.80%	-17.03%	-7.63%	-22.36%	-41.92%	-44.05%	-16.12%	17.65%	7.27%	96.44%	16.47%
	激光加工设备	224.69%	30.09%	58.97%	282.14%	-9.15%	-33.07%	-36.46%	-47.08%	-45.54%	21.45%	11.98%	-0.96%	28.51%
专用设备	纺织服装机械	312.19%	106.80%	-12.10%	-320.28%	17.08%	-1.12%	158.88%	-67.97%	-26.58%	19.18%	-45.90%	-13.57%	83.33%
	检测设备	-104.68%	7.07%	7.54%	16.34%	828.01%	25.29%	24.29%	11.25%	153.24%	6.77%	-9.90%	-40.22%	-59.90%
	油气装备	122.93%	35.50%	18.20%	-3675.78%	13.69%	28.94%	41.48%	-203.60%	94.67%	21.19%	10.83%	21.60%	36.81%
	3C设备	-1324.31%	10.15%	-36.20%	-52.43%	-9.80%	-15.84%	21.83%	122.51%	4.98%	6.49%	-46.01%	-63.26%	-34.47%
	半导体设备	297.40%	44.80%	182.94%	67.64%	102.19%	124.53%	121.59%	139.41%	53.89%	29.18%	9.08%	12.31%	37.74%
	仪器仪表	-312.48%	9.42%	-22.14%	82.44%	8.28%	19.44%	23.84%	23.36%	132.35%	27.55%	31.27%	11.38%	12.71%
	风电零部件	176.09%	32.54%	-3.42%	-18.64%	-41.00%	-27.45%	-38.81%	10.65%	3.36%	4.47%	-9.86%	-58.99%	-42.63%
	光伏设备	160.77%	91.61%	69.85%	32.68%	66.15%	79.15%	115.41%	65.22%	66.82%	15.88%	15.69%	-13.97%	-24.94%
	锂电设备	106.04%	14.67%	19.20%	1707.42%	27.34%	56.52%	85.12%	105.51%	47.33%	26.59%	16.37%	-154.20%	-15.05%

## 2.2. 内需：内需筑底，复苏力度不明朗但方向确定，市场有望走向价值回归

- ▶ 机床作为“工业母机”，反应制造业企业资本开支意愿。我们选取“日本对华机床出口订单”作为国内通用自动化行业景气度代表。目前，整个制造业投资均处于底部位置，目前地产等政策已经全面转向，随着政策效应显现，我们认为内需筑底，复苏方向确定但复苏力度与复苏节奏尚不明朗，但逐步走向价值回归的轨道。
- ▶ 价格上看，2024年3月中国全部工业品PPI同比-2.8%，降幅持续收窄；
- ▶ 需求上看，2024年3月日本对华出口机床订单同比-15.7%，降幅同步价格从2023年下半年开始同样持续收窄；
- ▶ 库存上看，参考过去两轮经济周期，工业品库存运行周期平均3年半左右；目前，2024年2月工业企业存货同比+0.8%，处于摩底状态。

图. 日本对华出口机床、中国全部工业品PPI降幅持续收窄，工业企业存货同比底部震荡



## 2.3.外需：预期美联储降息消费复苏，2023H2开始多国制造业PMI触底上行

- 美国：2023年6月，美国制造业PMI跌至46.0，触底后开始复苏上行，至2024年3月首次修复至50.3，达到荣枯线；
- 欧元区：2023年7月，欧元区制造业PMI跌至42.7，后缓慢修复，但仍小于50%，需求相对疲软；
- 印度/越南：越南制造业PMI 2023年5月跌至45.3触底后复苏显著，目前围绕荣枯线震荡上行；印度制造业持续高景气，2024年4月报58.8；
- 南非：南非制造业PMI 2023年基本位于荣枯线以下，2023年底至今以来围绕荣枯线高振幅波动；
- 墨西哥/巴西：墨西哥制造业整体围绕荣枯线低振幅波动；巴西制造业PMI在2023年5月触底后稳健复苏，2024年2月穿过荣枯线持续上行。

图. 美国核心CPI：通胀回落，市场预期2024年降息

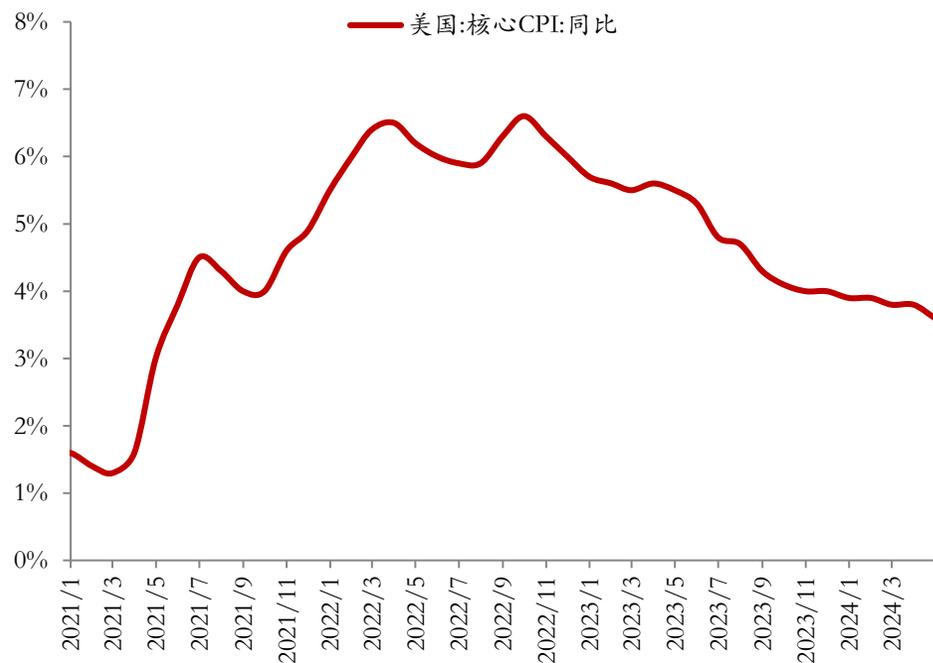
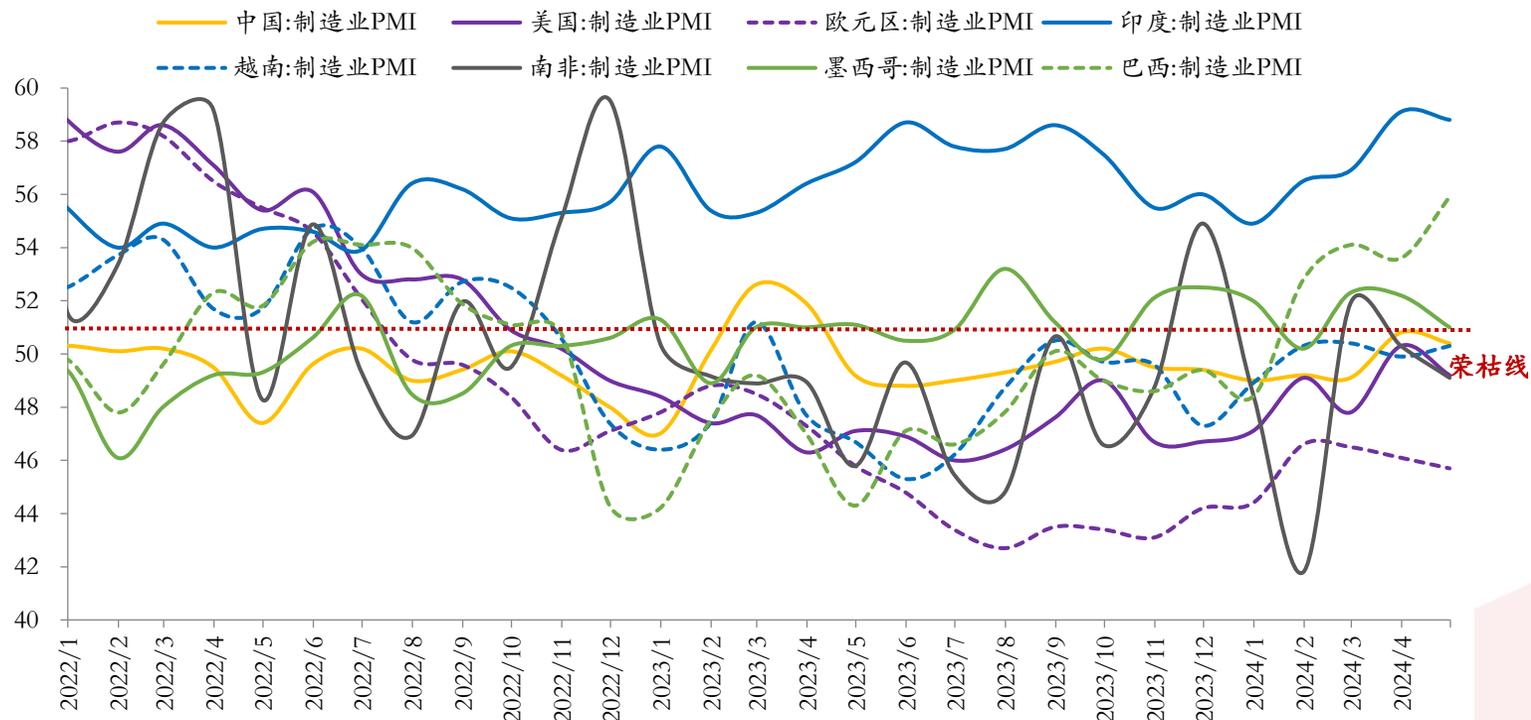


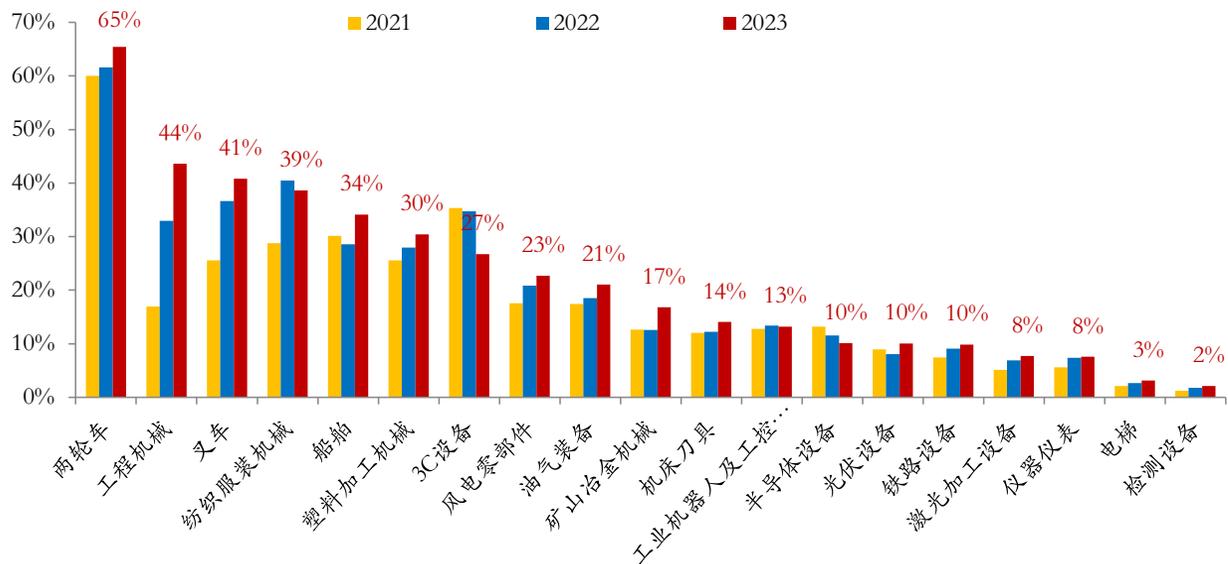
图. 主要出口国制造业PMI：印度持续繁荣，巴西/美国/欧元区/越南2023H2开始触底上行



## 2.3.外需：哪些板块出口收入贡献大？

从各细分板块来看，2023年两轮车、工程机械、叉车、纺织服装机械、船舶收入中海外收入的比例分别为65%、44%、41%、39%、34%，出口比例靠前；样本中，两轮车海外收入合计113亿元，同比增长7.4%；叉车海外收入合计169亿元，同比增长23.1%；纺织服装机械海外收入合计58亿元，同比下降7.9%；船舶海外收入合计623亿元，同比增长40.8%，主要受益于运价高位运行，船东运力需求迫切且新造船朱格拉周期开启。

### 各细分板块出口：两轮车/工程机械/叉车/纺织服装机械/船舶海外占比高

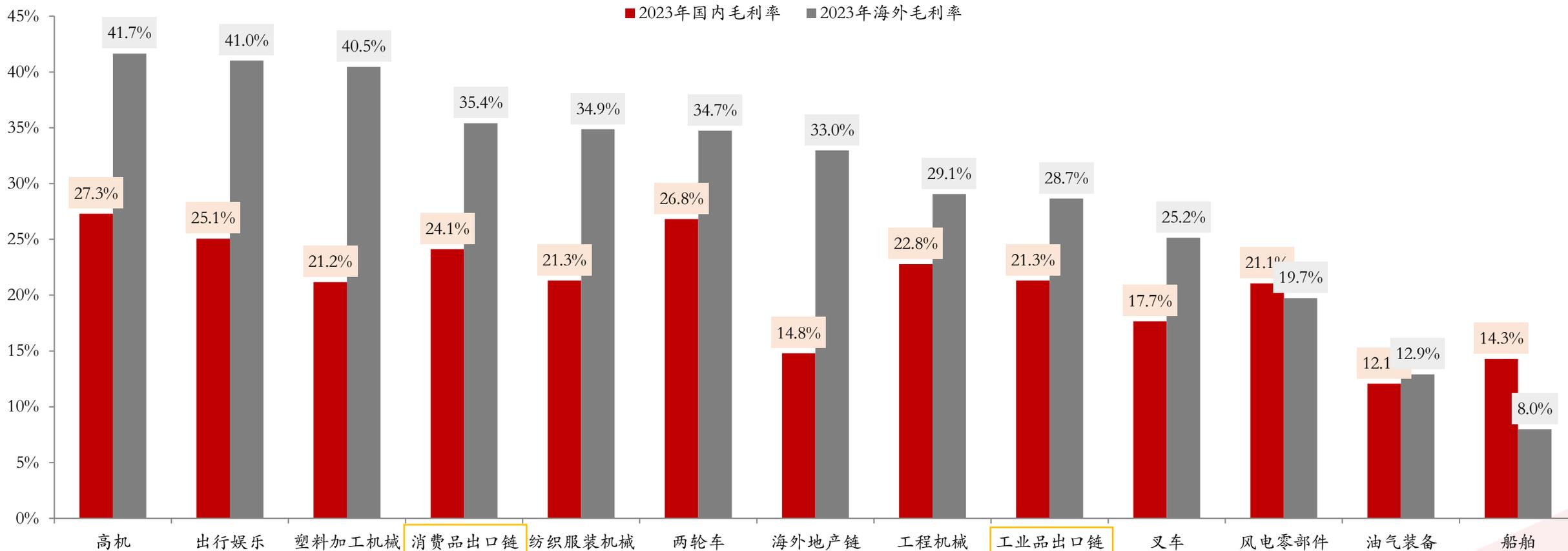


图：2023年海外收入：锂电/光伏/船舶/矿山冶金/工程机械海外增速高

细分板块	海外收入占比			海外收入合计（亿元）			
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2023YoY
两轮车	60.0%	61.6%	65.4%	73	105	113	7.4%
工程机械	16.9%	33.0%	43.6%	576	959	1268	32.3%
叉车	25.5%	36.6%	40.8%	93	137	169	23.1%
纺织服装机械	28.8%	40.5%	38.6%	48	63	58	-7.9%
船舶	30.1%	28.6%	34.1%	419	443	623	40.8%
塑料加工机械	25.6%	27.9%	30.4%	13	15	17	13.1%
3C设备	35.4%	34.7%	26.8%	38	44	33	-26.1%
风电零部件	17.6%	20.9%	22.7%	149	173	204	18.1%
油气装备	17.5%	18.5%	21.1%	469	565	683	20.8%
矿山冶金机械	12.6%	12.6%	16.8%	128	141	195	38.2%
机床刀具	12.0%	12.2%	14.1%	35	34	40	16.2%
锂电设备	10.0%	7.2%	13.6%	35	39	83	111.9%
工业机器人及工控系统	12.8%	13.4%	13.2%	65	79	91	16.0%
半导体设备	13.2%	11.6%	10.1%	53	67	74	10.4%
光伏设备	8.9%	8.1%	10.0%	40	66	105	59.1%
铁路设备	7.5%	9.1%	9.9%	211	259	292	12.9%
激光加工设备	5.1%	6.9%	7.7%	13	17	20	17.3%
仪器仪表	5.6%	7.4%	7.6%	6	10	11	17.9%
电梯	2.1%	2.7%	3.1%	10	12	14	15.7%
检测设备	1.3%	1.8%	2.1%	2	3	4	18.8%

## 2.3.外需：关注海外高毛利率品类

图. 各细分板块国内/海外毛利率对比：高机、出行娱乐、塑料加工机械、纺织服装设备、海外地产链，海外毛利率显著高于国内毛利率



## 2.3.外需：工业品和消费品出口链含“美”率

表：工业品和消费品出口链含“美”率梳理

公司	主业	市值 (亿元, 截止5/27)	2020-2023海外 收入复合增速	出口市场 含“美”率	总收入 含“美”率	盈利预测 (归母净利润/亿元)			PE		
						2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
安徽合力	电动叉车、内燃叉车	201.17	47.79%	约25%	约8-9%	15.60	18.70	22.10	12.90	10.76	9.10
杭叉集团	电动叉车、内燃叉车	284.51	55.34%	约23%	约9-10%	20.60	23.00	27.00	13.81	12.37	10.54
浙江鼎力	高空作业平台	336.16	69.16%	约38%	约23%	21.80	26.00	30.80	15.42	12.93	10.91
联德股份	高精度腔体、壳体铸件	39.89	28.90%	约95%	约42%	3.08	3.81	4.82	12.94	10.48	8.28
三一重工	工程机械	1445.12	45.63%	约7%	约4.4%	58.30	75.80	103.70	24.79	19.06	13.94
徐工机械	工程机械	942.93	82.64%	约3-4%	约1-2%	66.00	79.80	102.10	14.29	11.82	9.24
中联重科	工程机械	677.92	67.17%	<5%	<1%	45.90	60.80	72.10	14.77	11.15	9.40
柳工	工程机械	210.15	50.26%	约12%	约5%	11.80	16.70	22.00	17.81	12.58	9.55
	平均		55.86%	<27%	<13%				15.84	12.64	10.12

公司	主业	市值 (亿元, 截止5/27)	2020-2023海外 收入复合增速	出口市场 含“美”率	总收入 含“美”率	盈利预测 (归母净利润/亿元)			PE		
						2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
春风动力	四轮及两轮摩托车	231.33	54.85%	约46%	约35%	11.60	15.20	18.40	19.94	15.22	12.57
绿通科技	场地低速电动车	34.41	31.05%	约70%	约65%	-	-	-	-	-	-
八方股份	电动助力自行车	57.36	6.23%	约10%	约20%	1.87	2.66	2.56	30.67	21.56	22.41
涛涛车业	电动燃油短途代步车	76.09	15.70%	约61%	约60%	3.70	4.70	5.72	20.58	16.19	13.29
宏华数科	数码喷墨打印机	142.61	29.89%	约8%	约4%	4.35	5.63	6.93	32.79	25.31	20.57
杰克股份	工业缝纫机	135.64	15.53%	约7%	约4%	7.10	9.40	11.70	19.10	14.43	11.59
巨星科技	手工具及电动工具	312.77	8.31%	约59.5%	约56%	20.55	24.22	28.13	15.22	12.91	11.12
银都股份	餐饮设备	134.61	20.05%	约63%	约60%	6.47	7.87	9.29	20.80	17.11	14.49
捷昌驱动	线性驱动家居产品	74.42	13.63%	约85%	约65%	3.78	4.72	5.90	19.69	15.77	12.61
浩洋股份	舞台美术灯光设备	73.41	58.52%	约42.5%	约40%	4.79	6.12	7.65	15.34	12.00	9.60
	平均		22.70%	约46%	约41%				21.77	16.91	14.46

资料来源：Wind，各公司调研，国投证券研究中心

(注：“总收入含美率”为2023年北美市场收入占比，“出口市场含美率为海外收入中北美市场占比”，盈利预测采用截止2024/5/27Wind一致预期)

## 2.4.成本侧：2024H2钢材或继续小幅改善，铜/铝压力较大

- **钢材成本：**根据Wind，2024年初至4月初，中国钢材价格指数走势持续下行，同比下滑幅度在1.3%-10.6%之间，4月初至5月初有小幅抬头趋势，但整体同比2023年仍是改善趋势；根据当前走势，预计2024H2相关制造业企业钢材成本端仍有小幅同比改善可能，但幅度或有所收缩；
- **铜/铝成本：**根据LME，铜/铝现货结算价自2024年2月中以来上涨趋势显著，同比来看，尤其4-5月同比显著增长，或对相关企业成本端形成压力。

图：原材料成本：钢材综合价格指数

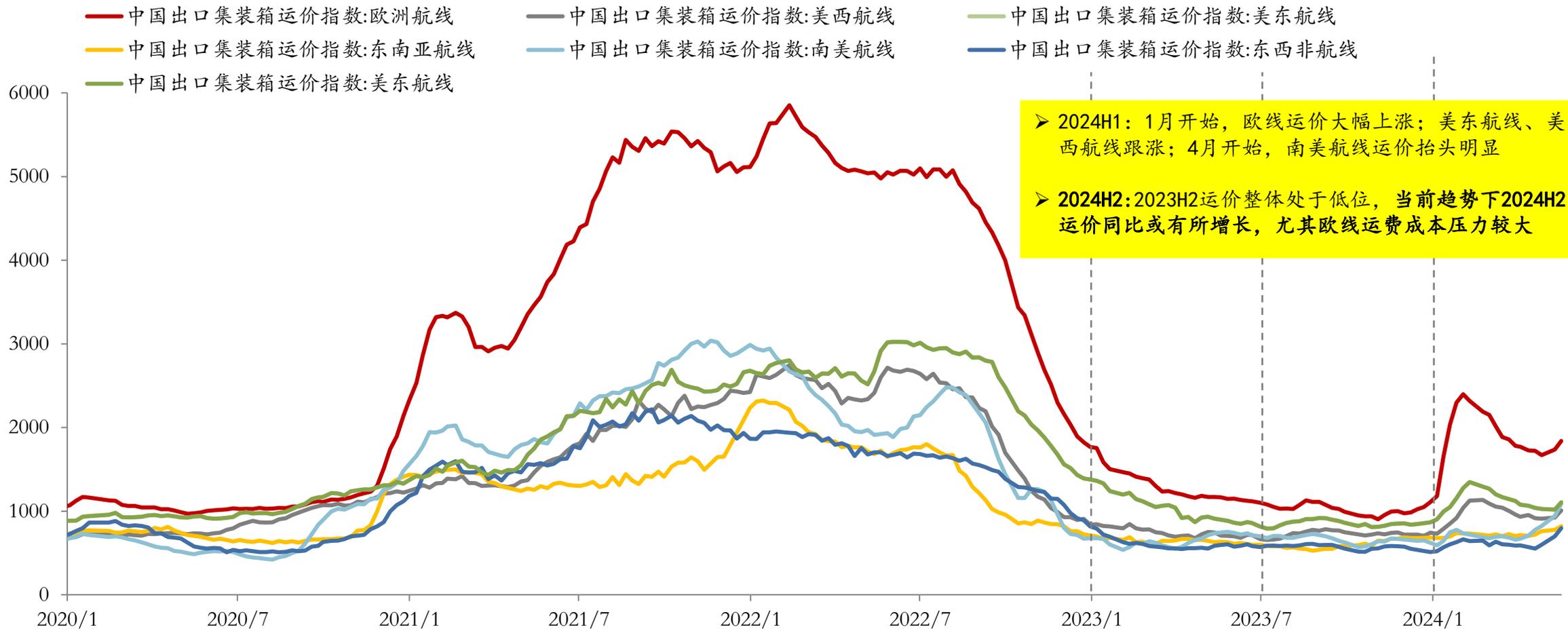


图：原材料成本：LME铜/铝现货结算价



## 2.4.成本侧：2024H2运费同比或有增长，尤其欧线运费压力较大

图. 中国出口集装箱运价指数



## 2.4.成本侧：运费对企业的影响

	主业	运费占成本比重	运费占营收比重	出口市场含“美”率	总收入含“美”率	总收入含“欧”率
春风动力	四轮及两轮摩托车	7.70%	5.12%	约46%	约35%	约15%
绿通科技	场地低速电动车	3.01%	2.00%	约70%	约65%	约3%
八方股份	电动助力自行车	1.34%	0.95%	约10%	约20%	约55%
涛涛车业	电动燃油短途代步车	17.46%	10.89%	约61%	约60%	约7%
宏华数科	数码喷墨打印机	-	-	约8%	约4%	约5%
杰克股份	工业缝纫机	-	-	约7%	约4%	约5%
巨星科技	手工具及电动工具	-	-	约59.5%	约56%	约17%
银都股份	餐饮设备	23.03%	13.01%	约63%	约60%	约25%
捷昌驱动	线性驱动家居产品	-	-	约85%	约65%	约8%
浩洋股份	舞台美术灯光设备	-	-	约42.5%	约40%	约30%

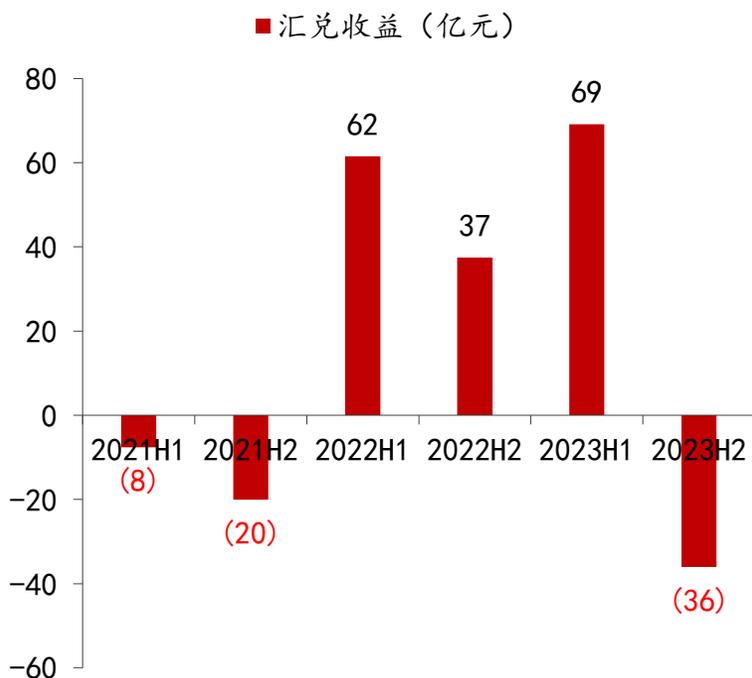
	主业	运费占成本比重	运费占营收比重	出口市场含“美”率	总收入含“美”率	总收入含“欧”率
安徽合力	电动叉车、内燃叉车	0.68%	0.62%	约25%	约8-9%	约6.6%
杭叉集团	电动叉车、内燃叉车	2.51%	2.25%	约23%	约9-10%	约15%
浙江鼎力	高空作业平台	1.62%	1.10%	约38%	约23%	约23%
联德股份	高精密腔体、壳体铸件	1.89%	1.44%	约95%	约42%	约2.2%
三一重工	工程机械	5.24%	4.90%	约7%	约4.4%	约11%
徐工机械	工程机械	4.40%	4.17%	约3-4%	约1-2%	<2%
中联重科	工程机械	1.38%	1.29%	<5%	<1%	<2%
柳工	工程机械	2.32%	2.27%	约12%	约5%	约5-6%

注：  
 1) 总收入含“欧”率：2023年欧洲地区收入占比，三一重工总收入含“欧”率剔除其德国子公司影响；  
 2) 运费成本取各公司成本分析中的“运输成本”项，工程机械相关标的无披露选取“其他项”代替。

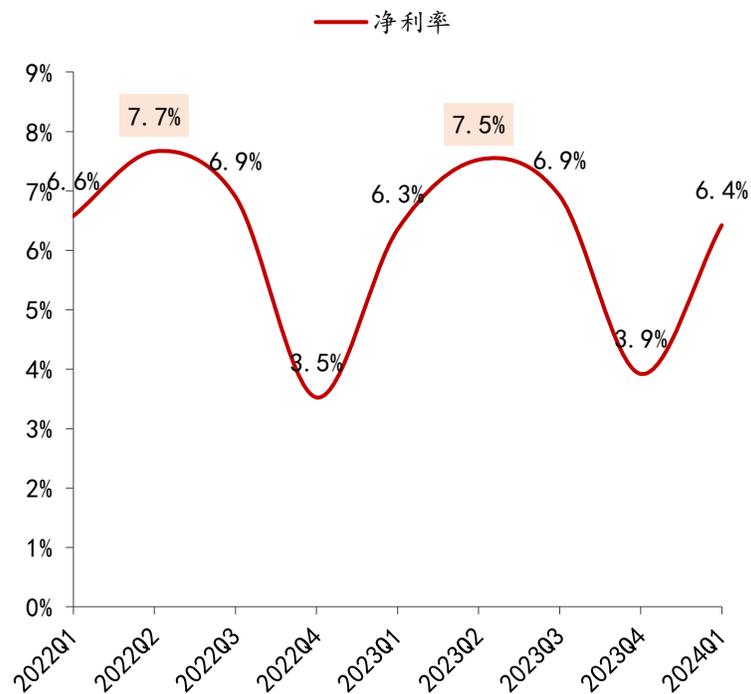
## 2.4. 汇兑影响：美元仍相对坚挺，利好出口企业盈利能力

- 2023年机械行业汇兑收益33亿元，营收占比0.15%，其中尤其上半年受益于美元持续升值，行业共产生汇兑收益69亿元。
- 2024年5月17日，美元兑人民币即期汇率7.22，依旧较坚挺，出口占比较大的工业品（工程机械、叉车）和消费品（服装、出行游乐、餐饮设备、手工具产业链）持续受益。

图：2023H1机械行业汇兑收益69亿元



图：净利率：2022Q2/2023Q2净利率高点



图：美元兑人民币：2023/5/17即期汇率7.22



## 风险提示

- 1) 地缘冲突等推动原材料、运费上涨影响盈利能力；
- 2) 汇率波动带来的业绩波动；
- 3) 需求复苏不及预期；
- 4) 政策推进不及预期。

# 附录：

1) 机械行业样本公司：选取中信机械行业和申万机械行业分类取并集，共计672家公司；

2) 机械各子版块分类如下（因主题投资等属性，标的可能存在重叠，以及部分子版块核心标的分类在其他行业，我们采取手动分类）：

- 工程机械：中联重科、徐工机械、柳工、山推股份、山河智能、三一重工、厦工股份、建设机械、恒立液压、浙江鼎力、艾迪精密、铁建重工
  - 电梯：康力电梯、远大智能、快意电梯、世嘉科技、沪宁股份、通用电梯、上海机电、广日股份、梅轮电梯、华菱精工、展鹏科技、同力日升、森赫股份；
  - 叉车：安徽合力、杭叉集团、金道科技、诺力股份；
  - 矿山冶金机械：南矿集团、准油股份、山东矿机、惠博普、仁智股份、冀凯股份、尤洛卡、潜能恒信、耐普矿机、浙矿股份、大宏立、北方股份、金自天正、天地科技、中国一重、中信重工、郑煤机、创力集团、航天工程、美腾科技；
  - 纺织服装机械：泰坦股份、慈星股份、标准股份、上工申贝、越剑智能、杰克股份、宏华数科；
  - 油气装备：石化机械、神开股份、杰瑞股份、山东墨龙、海默科技、新锦动力、通源石油、富瑞特装、厚普股份、德石股份、中油工程、海油工程、石化油服、海油发展、中海油服、如通股份、中曼石油、卓然股份、迪威尔；
  - 半导体设备：北方华创、中微公司、拓荆科技、华海清科、盛美上海、芯源微、万业企业、至纯科技、精测电子、中科飞测-U、广立微、长川科技、华峰测控、光力科技、金海通、耐科装备、联动科技、精智达、赛腾股份、新莱应材、富创精密、英杰电气、正帆科技、华亚智能、汉钟精机、江丰电子；
  - 光伏设备：捷佳伟创、奥特维、高测股份、迈为股份、连城数控、晶盛机电、帝尔激光、京山轻机、金辰股份、上机数控、宇晶股份、中信博、时创能源、精工科技、双良节能；
  - 锂电设备：先导智能、赢合科技、星云股份、科瑞技术、联赢激光、杭可科技、利元亨、海目星、金银河、先惠技术、斯莱克、东威科技、金杨股份、福能东方、曼恩斯特、誉辰智能、正业科技、信宇人；
  - 机床刀具：沈阳机床、秦川机床、华东数控、日发精机、亚威股份、宇环数控、宇晶股份、思进智能、创世纪、华中数控、田中精机、恒锋工具、华辰装备、恒而达、青海华鼎、海天精工、宁波精达、沃尔德、华锐精密、科德数控、欧科亿、国盛智科、浙海德曼；
  - 工业机器人和工控系统：新时达、博实股份、埃斯顿、雷赛智能、机器人、汇川技术、三丰智能、华昌达、拓斯达、信邦智能、派斯林、信捷电气、国茂股份、绿的谐波、瑞松科技、思林杰、步科股份、埃夫特-U、江苏北人、凯尔达、景业智能、禾川科技；
  - 塑料加工机械：金明精机、伊之密、泰瑞机器；
  - 激光加工设备：杰普特、锐科激光、大族激光、联赢激光、柏楚电子、帝尔激光；
  - 检测设备：华测检测、广电计量、国检集团、谱尼测试、苏试试验、信测标准、西测测试、东华测试；
  - 风电零部件：中际联合、容知日新、天顺风能、大金重工、泰胜风能、天能重工、海力风电、中材科技、时代新材、杭齿前进、新强联、金雷股份、通裕重工、恒润股份、日月股份、海锅股份、中环海陆、吉鑫科技；
  - 3C设备：杰普特、博众精工、博杰股份、快克智能、强瑞技术、科瑞技术、利和兴、安达智能；
  - 船舶：中国船舶、中国重工、中国动力、中船防务；
  - 铁路设备：时代电气、中国中车、中国通号、中铁工业、永贵电器、今创集团、金盾股份、康尼机电、神州高铁、金鹰重工、铁科轨道、交控科技、哈铁科技、晋西车轴、天宜上佳、众合科技、高铁电气、科安达、祥和实业、思维列控；
  - 仪器仪表：川仪股份、优利德、广电计量、普源精电、金卡智能、真兰仪表；
  - 人形机器人：埃斯顿、埃夫特-U、拓斯达、博实股份、鸣志电器、绿的谐波、贝斯特、北特科技、五洲新春、柯力传感、东华测试、华辰装备、日发精机、浙海德曼、拓普集团、三花智控；
  - 低空经济：航发动力、中航光电、中航西飞、中国卫通、中航机载、万丰奥威、中直股份、中国卫星、中航高科、中航重机、航发控制、海格通信、航天电子、中无人机、航天电器、国睿科技、中信海直、航天彩虹、普天科技、南网科技、宗申动力、隆鑫通用、卧龙电驱、洪都航空、振华风光、北方导航、华力创通、莱斯信息、航天发展、吉林化纤、航天环宇、商络电子、山河智能、海特高新、航宇微、建新股份、广联航空、奥普光电、中天火箭、金盾股份、威海广泰、安达维尔、四创电子、上工申贝、天奥电子、航发科技、信质集团、长源东谷、航天晨光、航天动力、晨曦航空、光洋股份、贵航股份、新研股份、亿嘉和、纵横股份；
  - 两轮车：春风动力、钱江摩托；
  - 出行娱乐：绿通科技、八方股份、涛涛车业、浩洋股份；
  - 海外地产链：巨星科技、银都股份、捷昌驱动；
- 3) 出口分类：
- 工业品出口链：安徽合力、杭叉集团、浙江鼎力、联德股份、三一重工、徐工机械、中联重科、柳工；
  - 消费品出口链：春风动力、杰克股份、绿通科技、巨星科技、银都股份、宏华数科、八方股份、捷昌驱动、涛涛车业、浩洋股份。

## □ 收益评级:

领先大市—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上;

同步大市—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%;

落后大市—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上;

## □ 风险评级:

A —正常风险, 未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;

B —较高风险, 未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

# 分析师声明

## □ 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## □ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

# 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

# 公司地址



## 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路119号安信金融大厦33楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮 编： 100034