

**000680.SZ**

# 买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 9.21

板块评级: 强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	84.6	15.3	41.3	74.1
相对深圳成指	67.2	8.4	8.4	63.8

发行股数 (百万)	1,500.33
流通股 (百万)	1,308.00
总市值 (人民币 百万)	13,818.02
3个月日均交易额 (人民币 百万)	252.31
主要股东	
山东重工集团有限公司	24.29

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
 以2024年11月14日收市价为标准

**相关研究报告**

 《山推股份》20241104  
 《山推股份》20240905

 中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 工程机械

 证券分析师: 陶波  
 (8621)20328512  
 bo.tao@bocichina.com  
 证券投资咨询业务证书编号: S1300520060002

 证券分析师: 曹鸿生  
 (8621)20328513  
 hongsheng.cao@bocichina.com  
 证券投资咨询业务证书编号: S1300523070002

## 山推股份

### 资产注入方案加速落地, 挖机第二成长曲线扬帆起航

11月11日晚, 公司发布《关于拟收购山重建机有限公司100%股权暨关联交易的公告》, 拟支付现金购买临沂山重工程持有的山重建机100%股权, 交易价格为18.41亿元。交易完成后, 山重建机将成为公司的全资子公司。公司作为国内推土机龙头制造商, 随着公司海外市场的持续开拓, 以及挖掘机业务的注入, 有望进一步打开成长空间, 维持买入评级。

**支撑评级的要点**

- **国内优秀挖机生产商, 分立剥离债务轻装上阵。**山重建机成立于1999年, 是集研发、生产、销售于一体的专业液压挖掘机制造商, 产品谱系齐全, 覆盖1.2吨-125吨各型号序列, 目前拥有临沂、济宁两个生产基地, 具备2万台挖掘机的生产能力, 2024年1-9月国内市占率约为4.03%。2023年12月, 山重建机分立为山重建机和山重工程, 并且将部分债务分立至山重工程, 通过本次分立剥离债务的动作, 甩掉历史包袱, 山重建机的资产质量获得显著提升。截至9月30日, 山重建机资产总额30.25亿元, 净资产7.39亿元, 2024年1-9月份实现营业收入24.3亿元, 归母净利润0.75亿元。
- **山重建机业绩有望稳步提升, 纯现金收购明显增厚上市公司EPS。**一方面, 在挖掘机国内外市场需求逐步恢复提升的背景下, 公司预计山重建机收入和净利润稳步提升; 另一方面, 通过剥离债务包袱, 实施有效战略转型, 叠加产品结构的积极调整, 山重建机的盈利能力获得提升。由于本次交易为纯现金收购, 不存在股权的稀释, 根据公告中的备考测算表, 2024年1-9月份山推股份EPS将由0.45元/股提升至0.48元/股。通过本次交易, 山推股份的工程机械主机业务板块的经营规模将进一步扩大, 有助于上市公司进一步拓展收入来源, 分散整体经营风险, 放大业务优势, 切实提高上市公司的竞争力, 打造第二成长曲线。
- **业绩承诺未来三年业绩增长, 集团高度重视提供担保。**为了保护山推股份及其股东特别是中小投资者利益, 本次交易设置了业绩承诺及补偿安排, 山重工程对于交割完成后三个年度(2024年1月1日至2026年12月31日), 山重建机实现的扣非归母净利润承诺分别不低于0.86亿元、1.26亿元及1.67亿元, 累计不低于3.80亿元, 该净利润承诺数与本次收益法评估结果采用的现金流量对应标的公司2024-2026年的净利润一致。如果未来三年累计净利润未达目标或发生减值, 山重工程将进行现金补偿或回购上市公司所持标的公司股权, 并由重工集团提供担保和资金支持。
- **集团做避免同业竞争承诺, 后续资源整合有望提速。**本次股权收购完成后, 山推股份将与山东重工集团下属的雷沃工程机械、潍柴青岛在挖掘机业务层面存在同业竞争情形, 因此重工集团承诺在5年内采取包括但不限于业务调整、资产重组等措施, 解决该同业竞争问题。此外, 重工集团之前就针对山推股份与雷沃工程机械的装载机业务的同业竞争情况做出过承诺, 在2026年1月26日之前解决装载机的同业竞争情况。我们认为本次资产注入方案的加速落地, 表明了重工集团在优化产业布局和资产结构上的积极态度, 后续资源整合有望进一步提速。

**估值**

- 不考虑资产注入的影响, 我们预计公司2024-2026年营业收入为137.12/160.90/181.32亿元, 归母净利润9.80/12.88/14.68亿元, EPS为0.65/0.86/0.98元, 对应PE为14.1/10.7/9.4倍, 公司作为国内推土机龙头制造商, 随着公司海外市场的持续开拓, 以及挖掘机业务的注入, 有望进一步打开成长空间, 维持**买入**评级。

**评级面临的主要风险**

- 国内工程机械需求回暖不及预期的风险; 海外市场拓展不及预期; 行业竞争加剧的风险; 资产注入进度不及预期的风险。

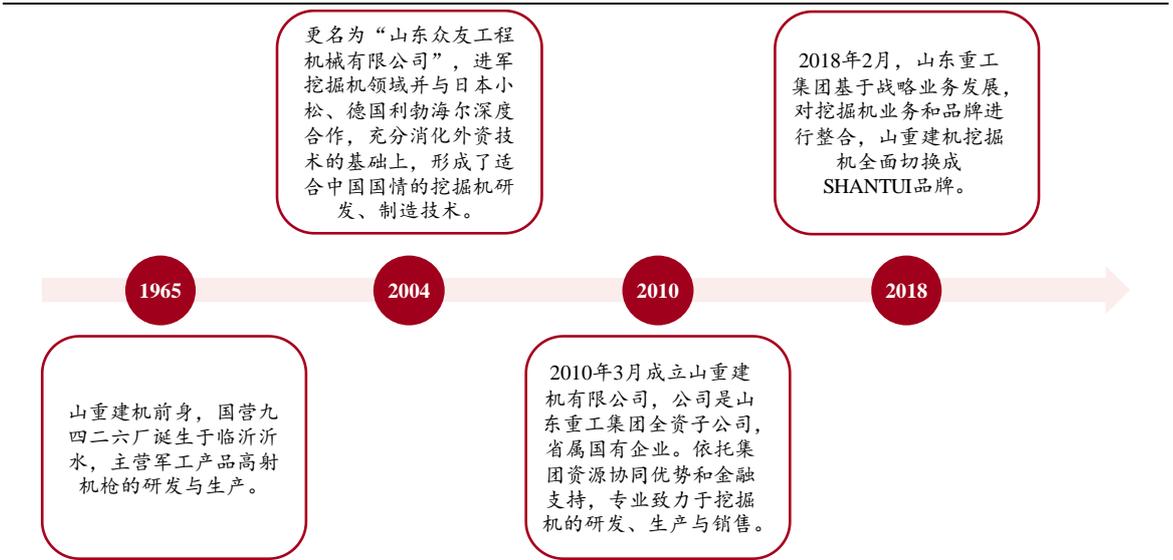
**投资摘要**

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	9,998	10,541	13,712	16,090	18,132
增长率(%)	9.1	5.4	30.1	17.3	12.7
EBITDA(人民币 百万)	331	781	1,204	1,637	1,887
归母净利润(人民币 百万)	632	765	980	1,288	1,468
增长率(%)	201.6	21.2	28.1	31.3	14.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.42	0.51	0.65	0.86	0.98
市盈率(倍)	21.9	18.1	14.1	10.7	9.4
市净率(倍)	2.8	2.5	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA(倍)	13.3	6.3	9.1	6.2	4.9
每股股息(人民币)	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
股息率(%)	1.8	3.0	2.1	2.7	3.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

山重建机历史悠久，拥有优质的挖机资产。山重建机有限公司前身是成立于1965年的军工国营九四二六厂，主营军工产品高射机枪的研发与生产；1994年，引进小松、利勃海尔的技术，专业生产挖掘机；1999年3月，山重建机改制成立，成立之初由山东临沂工程机械股份有限公司控股，2010年成为山东重工集团子公司，依托集团资源协同优势，专业致力于液压挖掘机的研发、生产与销售；2018年2月，山东重工集团基于战略业务发展，对挖掘机业务和品牌进行整合，山重建机借此整合了潍柴发动机、林德液压系统、山推底盘件和自主研发的智能电控系统，成为国内唯一拥有动控总成核心技术的挖掘机生产企业，同时生产的挖掘机全面切换成山推品牌。

图表 1. 山重建机的发展历程



资料来源：山重建机官网，中银证券

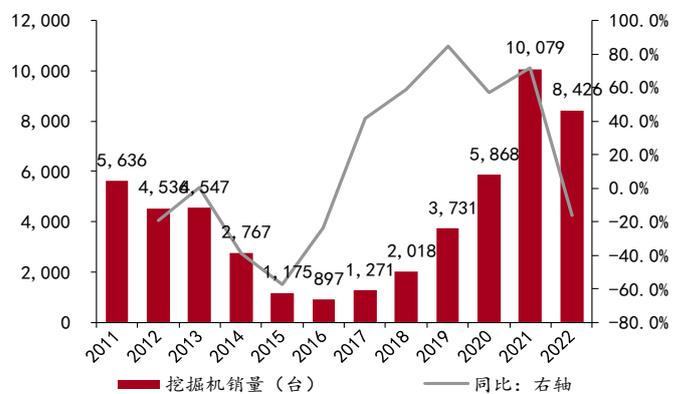
山重挖掘机产品谱系齐全，国内市占率 4%左右。近年来，山重建机根据市场需求，依托山东重工集团在研发、渠道、产业链等方面的协同优势和自身多年的技术经验积累，持续不断地升级产品，目前拥有临沂、济宁两个生产基地，具备 2 万台挖掘机的生产能力，形成 1.2 吨-125 吨挖掘机整机产品序列，在电控系统设计、减震降噪、高效节能等技术方面处于行业领先水平。根据中国工程机械工业协会数据，山重建机 2024 年 1-9 月在挖掘机市场的占有率为 4.03%。

图表 2. 山重建机 SE980LC 挖掘机产品



资料来源：山重建机官网，中银证券

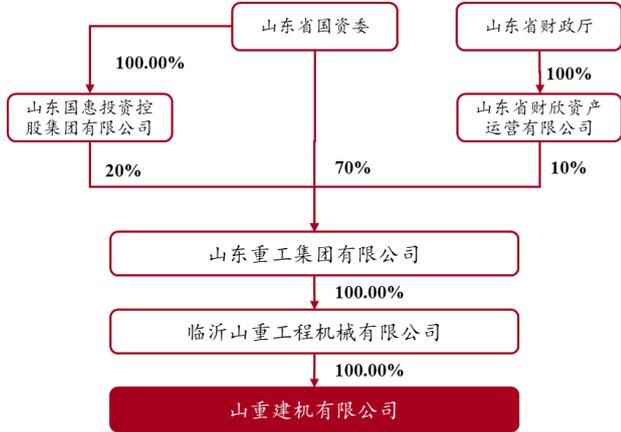
图表 3. 山重建机挖掘机销量情况



资料来源：中国工程机械工业协会《中国工程机械工业年鉴》，中银证券

分立剥离长期债务等，甩掉历史包袱轻装上阵。2023年12月，山重建机通过派生分立方式，分立为山重建机和山重工程。分立完成后，山东重工集团将持有的山重建机股权无偿划转至山重工程，山重建机股东由山东重工集团变更为山重工程。根据分立方案，山重建机将17.62亿元的债务分立至山重工程，并且在山重工程与上市公司签署股权转让协议且经上市公司董事会通过后，免除山重建机对债务的连带偿还责任。通过本次分立剥离债务的动作，山重建机的资产质量获得显著提升。

图表 4. 山重建机股权结构（截至 2024 年 11 月 11 日）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 山重建机分立至山重工程的债务

债务类型	金额（万元）	形成原因
银行及金融机构债务	175,134.84	因生产经营资金所需形成的对金融机构借款，债权人包括农业银行、工商银行、交通银行、中国银行、建设银行、山东重工集团财务有限公司
其他债务	1,035.37	企业日常经营活动中形成的账龄较长的应付款项、预收款项、其他应付款
合计	176,170.21	-

资料来源：公司公告，中银证券

**海内外需求共振，山重建机业绩有望持续增长。**国内市场方面，未来随着大规模设备更新政策落地，挖掘机保有量有望减少，从而缓解过去几年的供需失衡情形，带动挖掘机内销增长；海外市场方面，在全球经济下行压力增大的背景下，北美、欧洲、东南亚、中东等地通过在基础设施建设、矿山开采等领域加大投资来稳定经济发展，因此挖掘机等工程机械海外需求有望持续增长，带动挖掘机出口总量的增长。在海内外挖机需求共振的背景下，根据公司公告中的评估和预测结果，预计山重建机的营收和扣非归母净利润将持续提升，营业收入由2023年的24.09亿元提升至2028年的43.07亿元，CAGR达12.32%，扣非归母净利润由2023年的0.43亿元提升至2028年的2.76亿元，CAGR达44.86%。

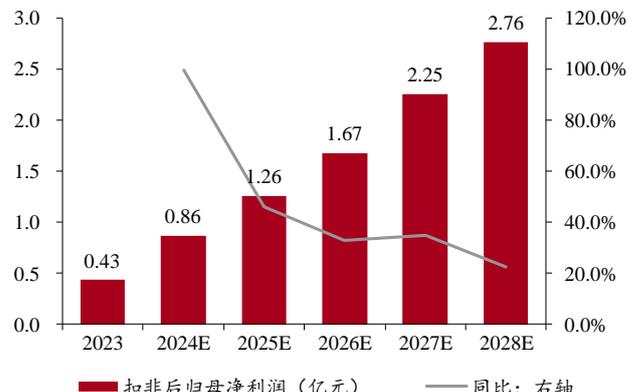
**业绩承诺未来三年业绩增长，集团高度重视提供担保。**为了保护山推股份及其股东特别是中小投资者利益，本次交易设置了业绩承诺及补偿安排，山重工程对于交割完成后三个年度（2024年1月1日至2026年12月31日），山重建机实现的扣非归母净利润承诺分别不低于0.86亿元、1.26亿元及1.67亿元，累计不低于3.80亿元，该净利润承诺数与本次收益法评估结果采用的现金流量对应标的公司2024-2026年的净利润一致。如果未来三年累计净利润未达目标或发生减值，山重工程将进行现金补偿或回购上市公司所持标的公司股权，并由重工集团提供担保和资金支持。

图表 6. 山重建机营业收入预计情况



资料来源：公司公告，中银证券

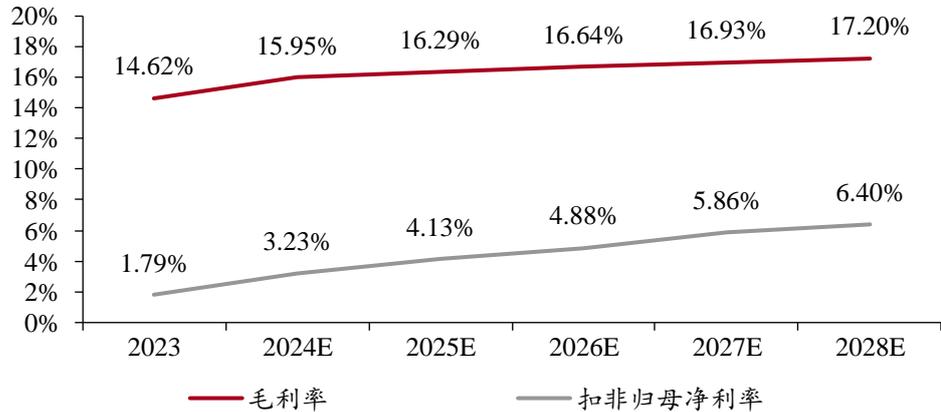
图表 7. 山重建机扣非归母净利润预计情况



资料来源：公司公告，中银证券

产品结构持续改善，盈利能力有望稳步提升。一方面，山重建机剥离债务包袱，减轻债务和利息压力；另一方面，山重建机积极调整产品结构，加大对技术门槛较高的微型、大型和矿用挖掘机的投入与销售，适当减少对市场竞争激烈的中小型挖掘机的投入，并持续降低生产运营成本，实现整体盈利水平的有效改善。根据公告中的业绩预测，预计山重建机 2023-2028 年的盈利能力将稳步提升，毛利率将从 14.62% 提升至 17.20%，扣非归母净利润率将从 1.79% 提升至 6.40%。

图表 8. 山重建机的毛利率和净利率预计情况



资料来源：公司公告，中银证券

纯现金收购明显增厚 EPS，打造挖掘机第二成长曲线。本次交易完成后，山重建机将成为山推股份的全资子公司并纳入合并报表范围，山推股份总资产规模、收入规模和盈利能力均有望获得提升，归属于母公司股东的所有者权益下降，主要是因为本次交易为同一控制下企业合并，合并方取得的净资产账面价值与支付对价的差额调减资本公积所致。由于本次交易为纯现金收购，不存在股权的稀释，根据公告中的备考测算表，2024 年 1-9 月份公司 EPS 将由 0.45 元/股提升至 0.48 元/股。通过本次交易，山推股份的工程机械主机业务板块的经营规模将进一步扩大，有助于上市公司进一步拓展收入来源，分散整体经营风险，放大业务优势，切实提高上市公司的竞争力，打造第二成长曲线。

图表 9. 山推股份报表组要财务数据备考测算表

项目	2024 年 1-9 月/2024 年 9 月 30 日		2023 年度/2023 年 12 月 31 日	
	本次交易前	本次交易后 (备考)	本次交易前	本次交易后 (备考)
总资产 (万元)	1,576,321.64	1,815,575.12	1,342,679.52	1,560,944.20
总负债 (万元)	943,203.10	1,305,295.53	756,398.98	1,095,061.38
归属于母公司股东的所有者权益 (万元)	603,521.71	480,682.76	557,099.64	1,136,439.18
营业收入 (万元)	983,634.45	1,024,648.78	1,054,086.26	1,136,439.18
归属于母公司股东的净利润 (万元)	67,417.83	72,482.09	76,541.93	78,330.01
基本每股收益 (元/股)	0.45	0.48	0.51	0.52
加权平均资产收益率	11.56%	15.70%	14.67%	18.81%

资料来源：公司公告，中银证券

**集团出具避免同业竞争承诺，后续资源整合有望提速。**本次股权收购完成后，山推股份将与山东重工集团下属的雷沃重工集团有限公司、潍柴（青岛）智慧重工有限公司在挖掘机业务层面存在同业竞争情形。为进一步落实相关法律法规关于避免同业竞争的要求，从切实维护公司及中小股东的利益出发，公司控股股东就本次股权收购事项出具避免同业竞争的承诺函，承诺5年内采取包括但不限于业务调整、资产重组等措施，解决挖掘机业务存在的同业竞争问题，并且在同业竞争情形得到进一步解决前，确保雷沃工程机械、潍柴青岛与山推股份独立经营，各自独立拓展市场，不与山推股份共用销售渠道及市场资源，不利用其现有的采购、销售渠道或客户资源从事一切不利于或可能不利于山推股份经营、发展的业务或活动，并确保其不直接或间接进行或参与任何损害或可能损害山推股份的其他竞争行为。此外，重工集团之前就针对山推股份与雷沃工程机械的装载机业务的同业竞争情况做出过承诺，在2026年1月26日之前解决装载机的同业竞争情况。我们认为本次资产注入方案的加速落地，表明了重工集团在优化产业布局和资产结构上的积极态度，后续资源整合有望进一步提速。

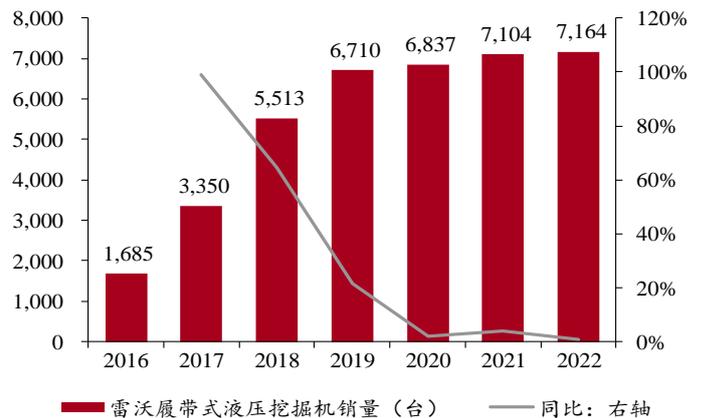
**雷沃同为国内优秀的工程机械生产厂商，挖掘机销量与山重建机相当。**雷沃重工集团有限公司始建于1998年，目前是潍柴控股集团下属国有全资子公司，产品覆盖挖掘机、装载机、非道路宽体自卸车等业务，可为客户提供200吨及以下挖掘机、160T及以下宽体矿卡、12T及以下轮式装载机等产品和解决方案，在山东青岛、江苏扬州分别建有整机生产制造工厂。根据中国工程机械工业协会数据，2022年雷沃实现履带式液压挖机销量7,164台，与山重建机的挖机体量相当，除此之外雷沃还实现了4,740台轮式装载机和1,559台宽体自卸车的销售，合计实现营业收入46.50亿元，位列国内第23名，是国内较为优秀的工程机械生产厂商。

图表 10. 雷沃重工主要产品



资料来源：雷沃重工官网，中银证券

图表 11. 雷沃重工的履带式液压挖掘机销量情况



资料来源：中国工程机械工业协会《中国工程机械工业年鉴》，中银证券

### 风险提示：

**国内工程机械需求回暖不及预期的风险：**工程机械行业属于强周期性行业，受宏观经济的影响较大，若下游基建、矿山等投资增速以及设备更新不及预期，公司将面临下游需求下降的风险，从而影响公司业绩；

**海外市场拓展不及预期：**目前国际化仍然是公司未来成长的重要驱动力，若海外市场拓展不及预期，将直接影响公司的业绩表现以及公司的估值水平；

**行业竞争加剧的风险：**若主机厂竞争加剧，公司产品的销量和价格将承受一定压力，从而面临被挤占市场占有率和利润空间的风险；

**资产注入进度不及预期的风险：**公司与山重建机之间能否顺利实现整合仍存在不确定性，若整合过程不顺利，将存在整合进度和协同效应达不到预期的风险。

## 利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	9,998	10,541	13,712	16,090	18,132
营业收入	9,998	10,541	13,712	16,090	18,132
营业成本	8,529	8,597	11,180	12,894	14,646
营业税金及附加	59	59	75	88	100
销售费用	399	365	453	515	544
管理费用	339	390	411	451	453
研发费用	398	458	535	676	689
财务费用	(59)	(5)	(13)	(16)	0
其他收益	86	162	120	65	60
资产减值损失	(73)	(64)	(55)	(50)	(50)
信用减值损失	(54)	(29)	(30)	(30)	(30)
资产处置收益	67	7	10	10	10
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资收益	340	45	40	40	40
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	699	800	1,156	1,518	1,729
营业外收入	10	8	5	6	7
营业外支出	1	1	3	3	2
利润总额	708	808	1,158	1,521	1,735
所得税	72	39	174	228	260
净利润	636	768	984	1,293	1,474
少数股东损益	5	3	4	5	6
归母净利润	632	765	980	1,288	1,468
EBITDA	331	781	1,204	1,637	1,887
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.42	0.51	0.65	0.86	0.98

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>8,364</b>	<b>10,192</b>	<b>12,235</b>	<b>14,372</b>	<b>16,332</b>
货币资金	2,657	3,288	4,114	4,827	5,439
应收账款	2,895	3,397	3,840	5,099	5,478
应收票据	23	0	30	5	35
存货	1,391	2,170	2,426	2,803	3,218
预付账款	288	366	485	496	618
合同资产	7	21	6	27	14
其他流动资产	1,103	950	1,333	1,114	1,530
<b>非流动资产</b>	<b>3,159</b>	<b>3,235</b>	<b>3,283</b>	<b>3,205</b>	<b>3,114</b>
长期投资	503	531	531	531	531
固定资产	1,413	1,319	1,337	1,254	1,124
无形资产	598	412	400	388	374
其他长期资产	645	973	1,015	1,032	1,084
<b>资产合计</b>	<b>11,523</b>	<b>13,427</b>	<b>15,518</b>	<b>17,577</b>	<b>19,446</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,061</b>	<b>7,263</b>	<b>8,598</b>	<b>9,847</b>	<b>10,669</b>
短期借款	710	618	1,077	1,115	818
应付账款	1,776	1,783	2,999	2,588	3,758
其他流动负债	3,575	4,861	4,521	6,144	6,092
<b>非流动负债</b>	<b>283</b>	<b>301</b>	<b>363</b>	<b>259</b>	<b>263</b>
长期借款	0	50	96	0	0
其他长期负债	283	251	267	259	263
<b>负债合计</b>	<b>6,344</b>	<b>7,564</b>	<b>8,960</b>	<b>10,106</b>	<b>10,932</b>
股本	1,501	1,501	1,500	1,500	1,500
少数股东权益	288	292	296	301	307
归属母公司股东权益	4,892	5,571	6,262	7,171	8,207
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>11,523</b>	<b>13,427</b>	<b>15,518</b>	<b>17,577</b>	<b>19,446</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	636	768	984	1,293	1,474
折旧摊销	184	202	231	251	268
营运资金变动	146	46	(335)	(216)	(227)
其他	(587)	(667)	(56)	(70)	(48)
<b>经营活动现金流</b>	<b>380</b>	<b>349</b>	<b>824</b>	<b>1,259</b>	<b>1,467</b>
资本支出	(100)	(62)	(275)	(175)	(175)
投资变动	(292)	(294)	0	0	0
其他	244	484	50	50	50
<b>投资活动现金流</b>	<b>(148)</b>	<b>128</b>	<b>(225)</b>	<b>(125)</b>	<b>(125)</b>
银行借款	(148)	(42)	504	(58)	(297)
股权融资	(669)	(396)	(289)	(379)	(432)
其他	211	(44)	12	17	(1)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(606)</b>	<b>(482)</b>	<b>227</b>	<b>(420)</b>	<b>(730)</b>
<b>净现金流</b>	<b>(373)</b>	<b>(4)</b>	<b>826</b>	<b>713</b>	<b>612</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	9.1	5.4	30.1	17.3	12.7
营业利润增长率(%)	227.3	14.5	44.4	31.3	13.9
归属于母公司净利润增长率(%)	201.6	21.2	28.1	31.3	14.0
息税前利润增长率(%)	(4.3)	294.2	68.0	42.5	16.8
息税折旧前利润增长率(%)	(3.9)	135.7	54.2	36.0	15.3
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	201.6	21.2	28.1	31.3	14.0
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	1.5	5.5	7.1	8.6	8.9
营业利润率(%)	7.0	7.6	8.4	9.4	9.5
毛利率(%)	14.7	18.4	18.5	19.9	19.2
归母净利润率(%)	6.3	7.3	7.1	8.0	8.1
ROE(%)	12.9	13.7	15.7	18.0	17.9
ROIC(%)	2.2	8.3	10.6	13.6	14.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
净负债权益比	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.5)
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	4.2	3.4	3.8	3.6	3.4
应付账款周转率	6.0	5.9	5.7	5.8	5.7
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	4.0	3.5	3.3	3.2	3.0
管理费用率(%)	3.4	3.7	3.0	2.8	2.5
研发费用率(%)	4.0	4.3	3.9	4.2	3.8
财务费用率(%)	(0.6)	0.0	(0.1)	(0.1)	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.4	0.5	0.7	0.9	1.0
每股经营现金流(最新摊薄)	0.3	0.2	0.5	0.8	1.0
每股净资产(最新摊薄)	3.3	3.7	4.2	4.8	5.5
每股股息	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	21.9	18.1	14.1	10.7	9.4
P/B(最新摊薄)	2.8	2.5	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	13.3	6.3	9.1	6.2	4.9
价格/现金流(倍)	36.3	39.5	16.8	11.0	9.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371