

► **本周关注：徐工机械、三一重工、山推股份、杰瑞股份、纽威股份**

► **海外龙头 24Q3 收入、利润普遍降低。**整体来看，海外四大工程机械龙头 24 年 Q3 收入利润均承压且呈现下滑趋势。除小松受益于汇兑收益公司三季度收入、利润仍有提升外，卡特彼勒、约翰迪尔、沃尔沃建筑三季度收入、利润均下降明显。**卡特：**24Q3 公司营收约 161.1 亿美元，同比-4.2%，降幅环比扩大 0.6pct，净利润 24.6 亿美元，同比-11.8%，降幅环比扩大 3.6pct。分业务来看，除能源和交通业务外，24Q3 建筑工程业务与资源业务收入下降明显。24Q3 公司建筑工程业务营收 63.5 亿美元，同比降低 9.3%；能源和交通业务营收 71.9 亿美元，同比增长 4.8%；资源业务营收 30.3 亿美元，同比减少 9.6%。**小松：**24Q3 公司营收约 1.01 万亿日元，同比+3.7%，营业利润约 0.15 万亿日元，同比-2.4%。分业务来看，公司矿山机械与工业机械维持较为稳定的增长，建筑机械收入有所下滑。24Q3 公司建筑机械业务营收 0.44 万亿日元，同比降低 1.6%；矿山机械业务营收 0.50 万亿日元，同比增长 20.8%；工业机械业务营收 0.05 万亿日元，同比增长 14.9%。**约翰迪尔：**约翰迪尔除了是全球工程机械龙头外，还是全球农业机械龙头。为剔除农业机械影响，我们仅考虑公司建筑林业机械业务。24M8-M10 公司建筑林业机械营收约 26.6 亿美元，同比-28.8%，营业利润 3.3 亿美元，同比-36.4%，降幅明显扩大。**沃尔沃建筑：**24Q3 公司营收约 188.1 亿瑞典克朗，同比-22.6%，降幅较 24Q2 扩大 6.8pct，营业利润约 25.6 亿瑞典克朗，同比-31.5%，降幅较 24Q2 扩大 4.1pct。但从订单角度来看，公司净订单已重回同比增长，24Q3 公司净订单 107.81 亿瑞典克朗，同比+4.8%，纯电产品净订单 4.66 亿瑞典克朗，同比+114.75%。

► **价格提升缓和了销量下降的影响。**整体来看，海外几大厂商 24 年 Q3 销量均明显下滑，但价格提升缓和了这一不利因素的影响。分公司来看，24Q3 卡特营收同比减少 7.04 亿美元，其中销量下降造成了公司收入降低 7.59 亿美元，而产品价格上涨造成公司收入增加 1.04 亿美元，汇兑影响使得公司收入降低了 1.02 亿美元。24Q3 小松建筑机械、车辆业务营收同比增长 0.08 万亿日元，其中产品销量同比略有增长，使公司收入增长了 22 亿日元，产品价格上涨增加了 237 亿日元的收入，汇兑影响增加了 455 亿日元的收入。24M8-M10 约翰迪尔建筑林业业务营业利润共下降 1.88 亿美元，其中销量下降造成了营业利润降低 3.12 亿美元，产品价格提升使得公司营业利润增加 0.06 亿美元，汇兑影响使得公司建筑林业营业利润增长了 0.12 亿美元，而生产成本降低使得公司建筑林业营业利润增加了 0.67 亿美元。

► **新兴市场维持增长，欧洲市场有望成功筑底。**各公司分区域情况不完全相同，但整体来看，北美需求同比走弱，拉美、中东等新兴市场仍保持一个较好的增长，欧洲市场有望成功筑底。**卡特：**24Q3 拉美地区表现较好，欧洲、中东、非洲地区环比有所增长，收入占比最大的北美地区同比呈现下行趋势；**小松：**24Q3 除亚洲、欧洲、日本、中亚区域营收同比有所下降外，其余区域均表现较好，中国、中东地区收入增速超 30%；**沃尔沃建筑：**24Q3 沃尔沃建筑各区域营收均有所下滑，其中欧洲、北美地区下滑幅度较大。但从订单角度来看，24Q3 公司欧洲地区订单约 18.77 亿瑞典克朗，同比+44.2%。

► **风险提示：**宏观经济波动风险，原材料价格波动风险、行业竞争加剧风险、汇率波动风险。

推荐

维持评级



分析师 李哲

执业证书：S0100521110006

邮箱：lizhe_yj@mszq.com

分析师 罗松

执业证书：S0100521110010

邮箱：luosong@mszq.com

相关研究

- 一周解一惑：国产电测仪器崛起，教育招标回暖+设备更新受益-2024/11/18
- 星海系列：人形机器人与 AI 大模型之 Robot +AI 的 Transformer 之旅-2024/11/07
- 一周解一惑系列：轮胎模具需求稳步增长，出海空间广阔-2024/10/20
- 一周解一惑系列：苹果海外供应链受阻，国内有望新设产线-2024/10/13
- 一周解一惑：AI 驱动+产业转移，PCB 曝光设备受益-2024/09/30

目录

1 24Q3 工程机械行业龙头收入、利润承压	3
1.1 卡特彼勒	3
1.2 小松	5
1.3 约翰迪尔	7
1.4 沃尔沃建筑	8
2 新兴市场维持增长，欧洲市场有望成功筑底	10
2.1 卡特彼勒	10
2.2 小松	11
2.3 沃尔沃建筑	12
3 风险提示	14
插图目录	15

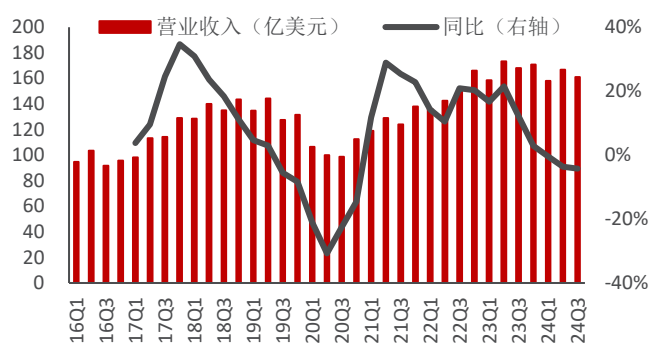
1 24Q3 工程机械行业龙头收入、利润承压

24Q3 全球工程机械行业龙头收入、利润承压。整体来看，海外四大工程机械龙头 24 年 Q3 收入利润均承压且呈现下滑趋势。除小松受益于汇兑收益公司三季度收入、利润仍有提升外，卡特彼勒、约翰迪尔、沃尔沃建筑三季度收入、利润均下降明显。

1.1 卡特彼勒

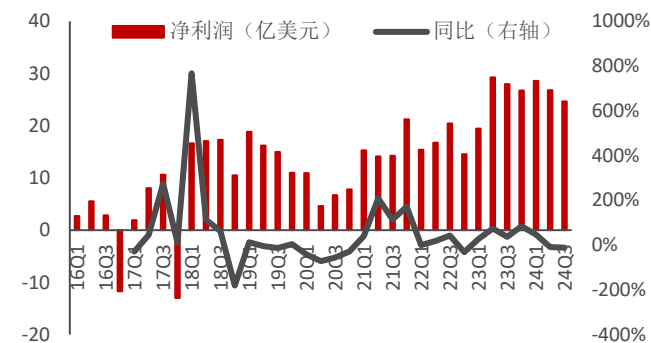
卡特彼勒 24Q3 收入、利润降幅环比扩大。2024Q1-Q3 公司实现营收 485.9 亿美元，同比-2.8%，实现净利润 80.0 亿美元，同比+4.5%。其中 24Q3 公司营收约 161.1 亿美元，同比-4.2%，降幅环比扩大 0.6pct，净利润 24.6 亿美元，同比-11.8%，降幅环比扩大 3.6pct。

图1：卡特彼勒分季度营业收入及同比



资料来源：卡特彼勒官网，民生证券研究院

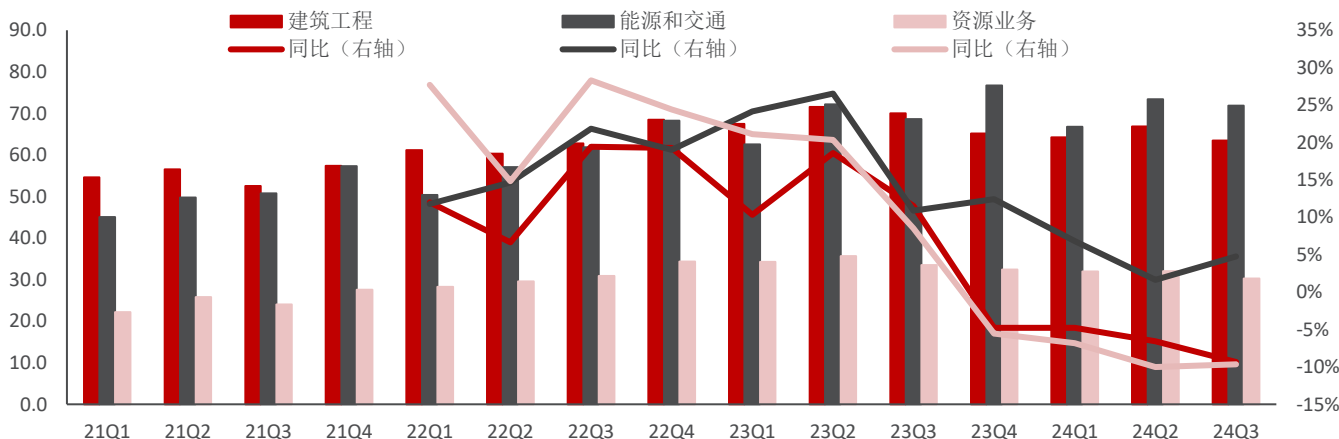
图2：卡特彼勒分季度归母净利润及同比



资料来源：卡特彼勒官网，民生证券研究院

分业务来看，除能源和交通业务外，24Q3 建筑工程业务与资源业务收入下降明显。24Q3 公司建筑工程业务营收 63.5 亿美元，同比降低 9.3%；能源和交通业务营收 71.9 亿美元，同比增长 4.8%；资源业务营收 30.3 亿美元，同比减少 9.6%。

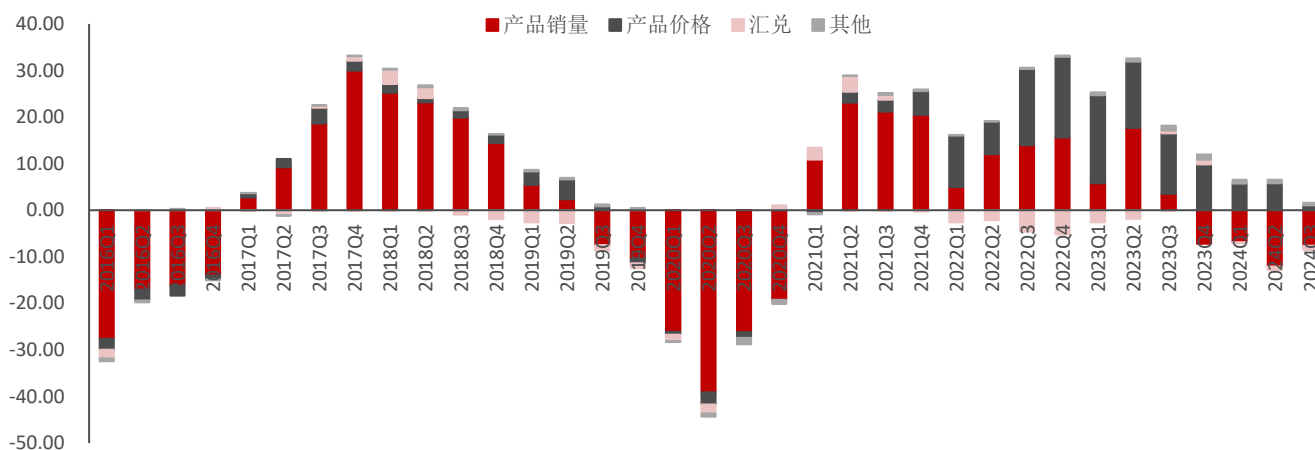
图3：卡特彼勒分业务(亿美元)



资料来源：卡特彼勒官网，民生证券研究院

整体来看，24Q3 公司营收变化受多种因素影响，销量下滑为主要影响，产品价格提升降低了销量下滑的影响。分来源来看，24Q3 公司营收同比减少 7.04 亿美元，其中销量下降造成了公司收入降低 7.59 亿美元，而产品价格上涨造成公司收入增加 1.04 亿美元，汇兑影响使得公司收入降低了 1.02 亿美元。

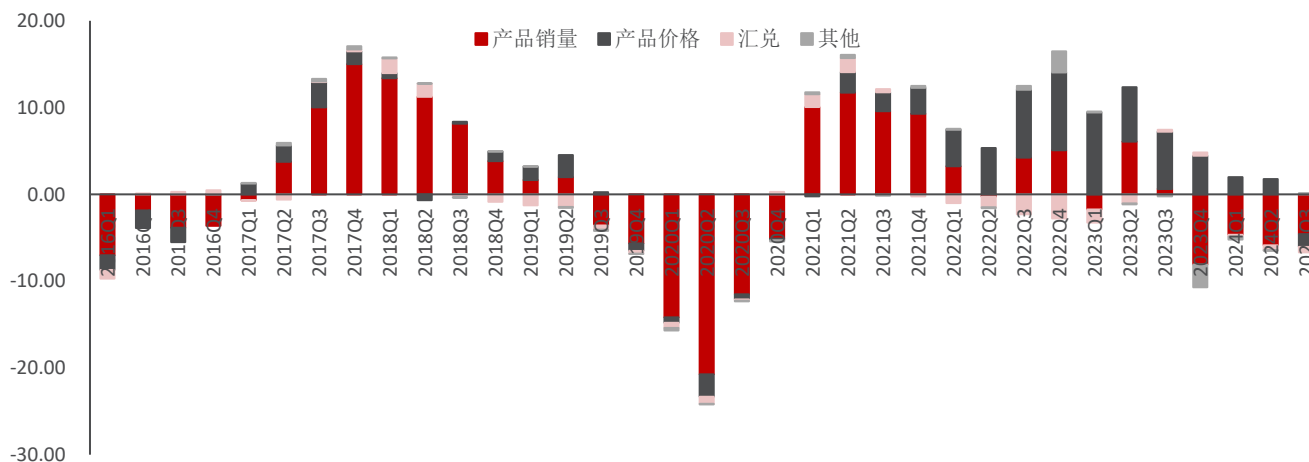
图4：公司营收变动原因拆分（亿美元）



资料来源：卡特彼勒官网，民生证券研究院

24Q3 卡特建筑工程业务的产品销量、价格均有所下滑。24 年 Q3 公司建筑工程业务营收同比减少 6.54 亿美元，其中销量下降造成了公司收入降低 4.58 亿美元，产品价格下降造成了公司收入降低 1.47 亿美元，汇兑影响使得公司收入降低了 0.64 亿美元。近年来受到原材料成本、人工成本、海运费用上升等因素影响，卡特建筑工程产品价格持续上升，24Q3 为近 2 年首次价格同比下降，从趋势上看卡特建筑工程业务或进入量价齐降阶段。

图5：公司建筑工程业务营收变动原因拆分（亿美元）

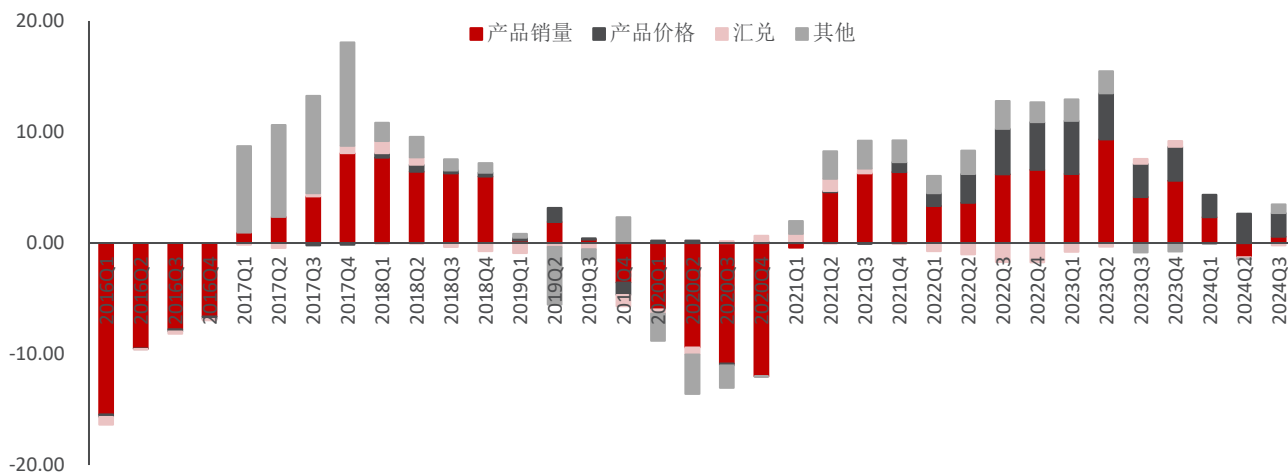


资料来源：卡特彼勒官网，民生证券研究院

24Q3 卡特能源和交通业务的产品价格、销量同比均有增长。24 年 Q3 公司能源和交通业务营收同比增长了 3.28 亿美元，其中销量增加使得了公司收入增长

0.57 亿美元, 产品价格提升使得了公司收入增长 2.13 亿美元, 汇兑影响使得公司收入降低了 0.20 亿美元。

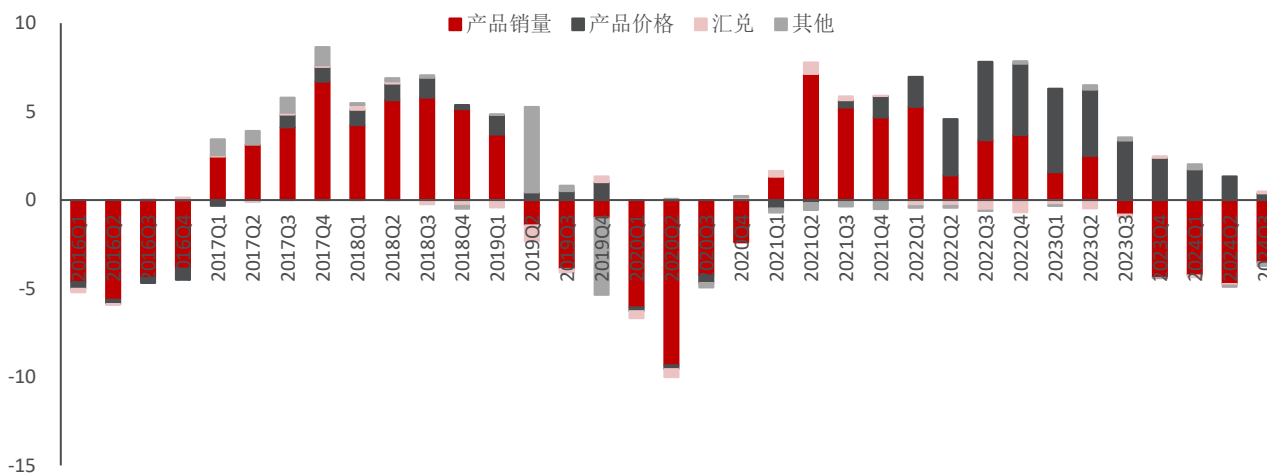
图6: 公司能源和交通业务营收变动原因拆分 (亿美元)



资料来源: 卡特彼勒官网, 民生证券研究院

24Q3 卡特资源业务的产品价格同比略微提升, 销量同比下滑。24 年 Q3 公司资源业务营收同比减少 3.23 亿美元, 其中销量减少造成了公司收入降低 3.52 亿美元, 产品价格提升使得了公司收入增长 0.38 亿美元, 汇兑影响使得公司收入增长了 0.11 亿美元。

图7: 公司资源业务营收变动原因拆分 (亿美元)



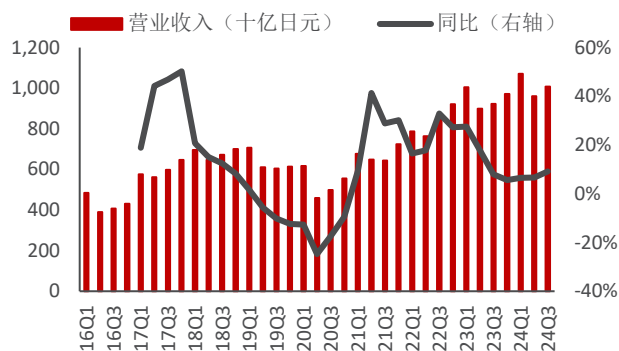
资料来源: 卡特彼勒官网, 民生证券研究院

1.2 小松

小松 24Q3 收入增速放缓, 利润小幅下滑。2024Q1-Q3 公司实现营收 3.04 万亿日元, 同比+7.5%, 增速较 23 年降低 6.7pct, 实现营业利润 0.46 万亿日元,

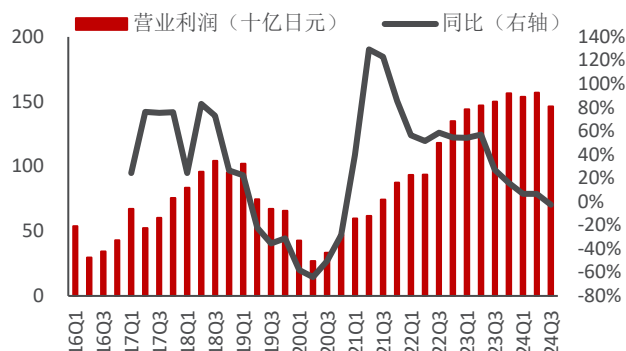
同比+3.7%。其中 24Q3 公司营收约 1.01 万亿日元，同比+3.7%， 营业利润约 0.15 万亿日元，同比-2.4%。

图8：小松分季度营业收入及同比



资料来源：小松官网，民生证券研究院

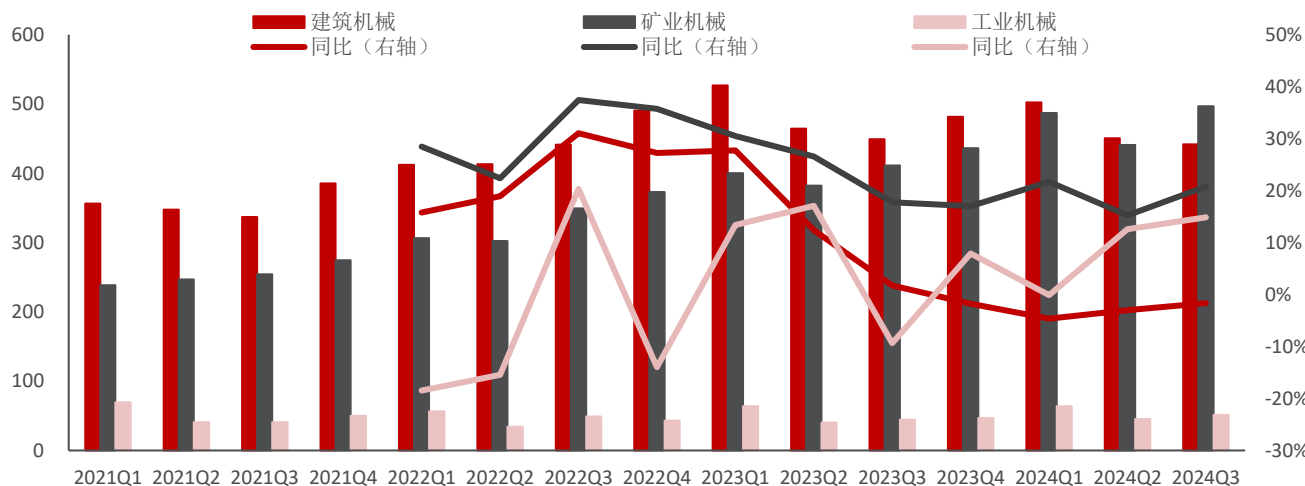
图9：小松分季度营业利润及同比



资料来源：小松官网，民生证券研究院

分业务来看，公司矿山机械与工业机械维持较为稳定的增长，建筑机械收入有所下滑。24Q3 公司建筑机械业务营收 0.44 万亿日元，同比降低 1.6%；矿山机械业务营收 0.50 万亿日元，同比增长 20.8%；工业机械业务营收 0.05 万亿日元，同比增长 14.9%。

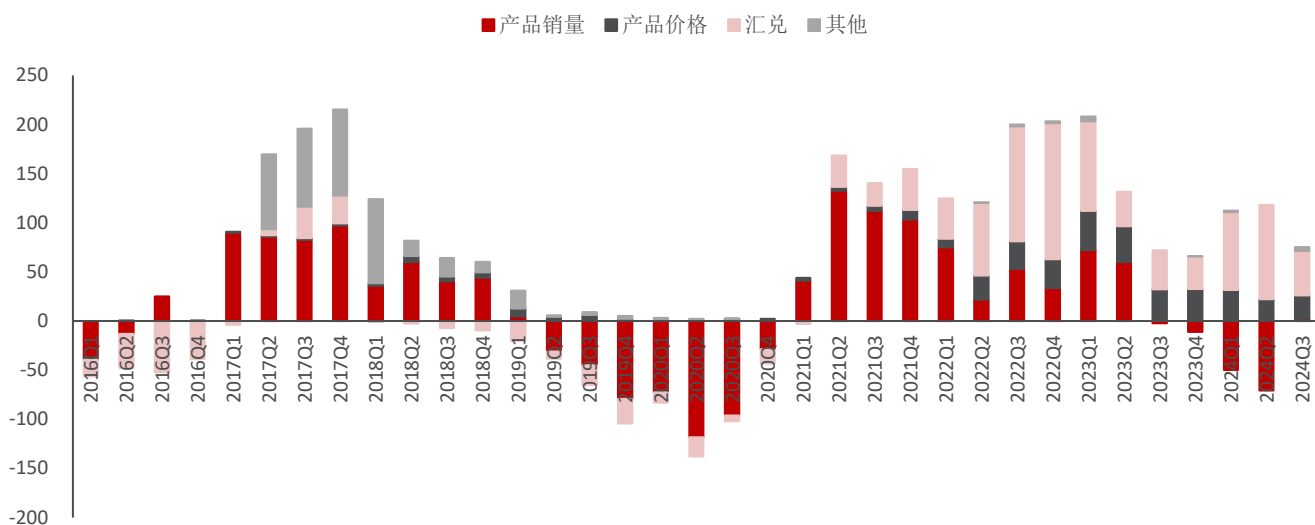
图10：小松分业务及同比(十亿日元)



资料来源：小松官网，民生证券研究院

24Q3 公司建筑机械、车辆业务营收增长主要系汇兑收益、产品价格上涨所致。24Q3 公司建筑机械、车辆业务营收 0.94 万亿日元，同比增长 0.08 万亿日元。分来源来看，24Q3 产品销量同比略有增长，使公司收入增长了 22 亿日元，而产品价格上涨使得公司收入增加 237 亿日元，汇兑影响使得公司收入增长了 455 亿日元。

图11：小松建筑机械、车辆业务营收变动原因拆分（十亿日元）



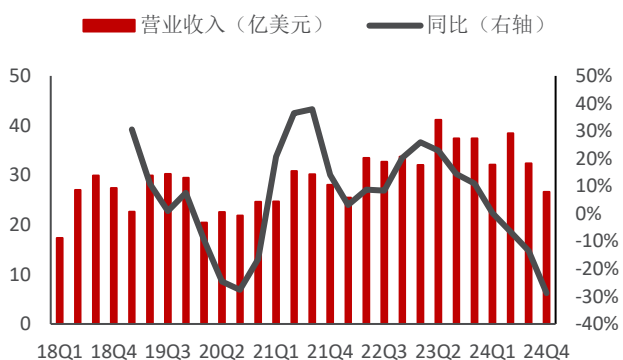
资料来源：小松官网，民生证券研究院（注：建筑机械、车辆业务为建筑机械、矿山机械的统称）

1.3 约翰迪尔

约翰迪尔 24M8-M10 建筑林业机械业务收入、利润均有所下滑。24M2-M10

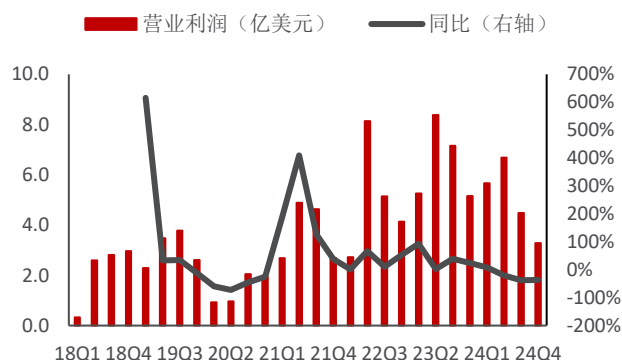
公司建筑林业机械营收 97.43 亿美元，同比-15.96%，营业利润 14.44 亿美元，同比-30.2%。其中 24M8-M10 公司建筑林业机械营收约 26.6 亿美元，同比-28.8%，营业利润 3.3 亿美元，同比-36.4%，降幅明显扩大。

图12：约翰迪尔建筑林业机械分季度营业收入及同比



资料来源：约翰迪尔官网，民生证券研究院(注：约翰迪尔 Q4 为 8-10 月)

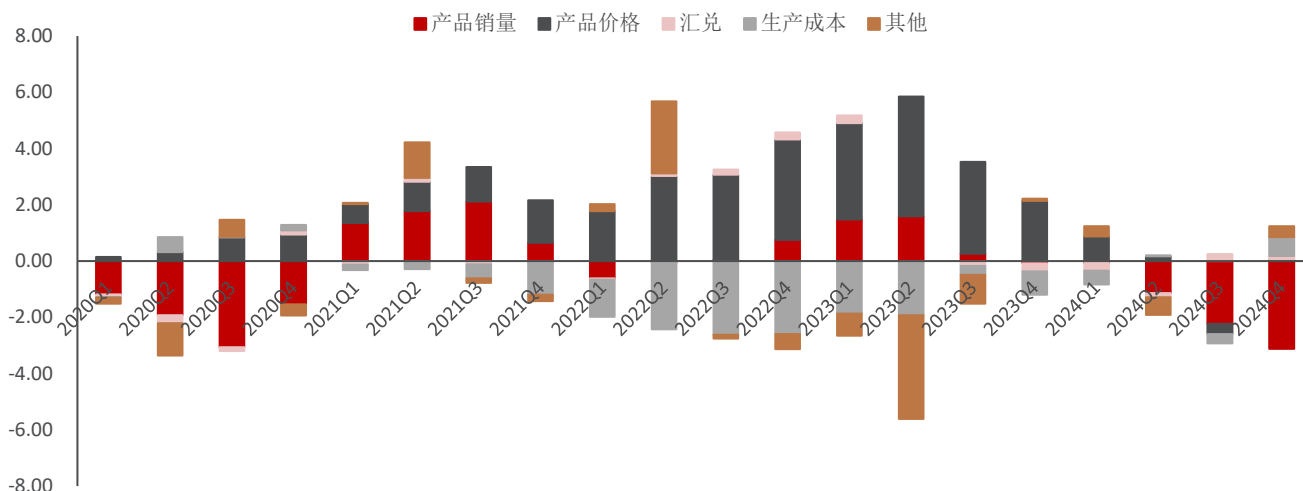
图13：约翰迪尔建筑林业机械分季度营业利润及同比



资料来源：约翰迪尔官网，民生证券研究院(注：约翰迪尔 Q4 为 8-10 月)

产品销量减少为建筑林业机械营业利润下降主要原因。公司建筑林业营业利润下降受多种因素影响，24M2-M10 营业利润下降 6.26 亿美元，其中销量下降造成了公司建筑林业营业利润降低 6.49 亿美元，而产品价格下降也使得公司建筑林业营业利润降低 0.14 亿美元，汇兑影响使得公司建筑林业营业利润增长了 0.22 亿美元，而生产成本降低使得公司建筑林业营业利润增加了 0.38 亿美元。

图14：约翰迪尔建筑林业机械营业利润变动原因拆分（亿美元）

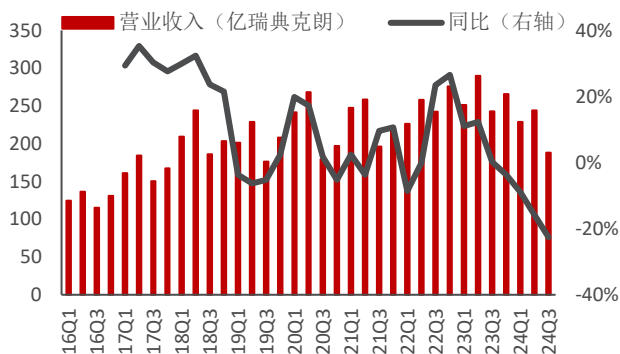


资料来源：约翰迪尔官网，民生证券研究院(注：约翰迪尔 Q4 为 8-10 月)

1.4 沃尔沃建筑

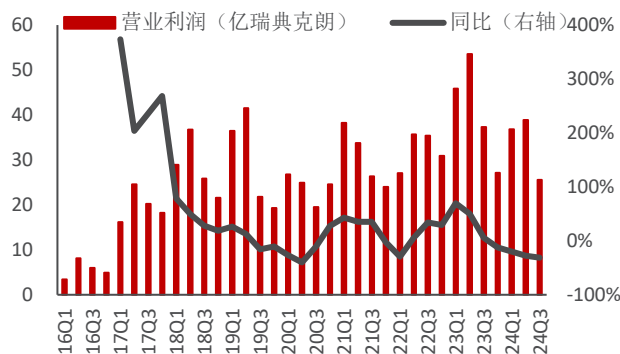
沃尔沃建筑 24Q3 收入利润均明显下滑。2024Q1-Q3 公司实现营收 661.1 亿瑞典克朗，同比-15.7%，实现营业利润 101.3 亿瑞典克朗，同比-25.92%。其中 24Q3 公司营收约 188.1 亿瑞典克朗，同比-22.6%，降幅较 24Q2 扩大 6.8pct，营业利润约 25.6 亿瑞典克朗，同比-31.5%，降幅较 24Q2 扩大 4.1pct。

图15：沃尔沃建筑分季度营业收入及同比



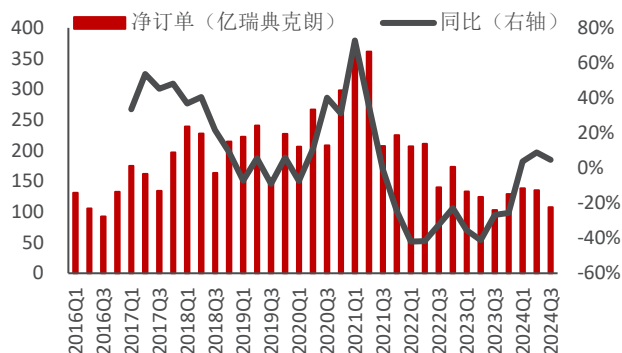
资料来源：沃尔沃集团年报，民生证券研究院

图16：沃尔沃建筑分季度营业利润及同比

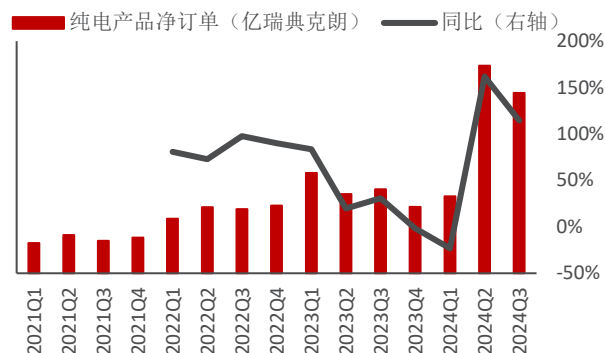


资料来源：沃尔沃集团年报，民生证券研究院

净订单已重回同比增长，单季度纯电产品订单增速超 100%。24Q1-Q3 公司净订单 381.54 亿瑞典克朗，同比+5.83%，纯电产品净订单 12.02 亿瑞典克朗，同比+6.81%。其中 24Q3 公司净订单 107.81 亿瑞典克朗，同比+4.8%，纯电产品净订单 4.66 亿瑞典克朗，同比+114.75%。

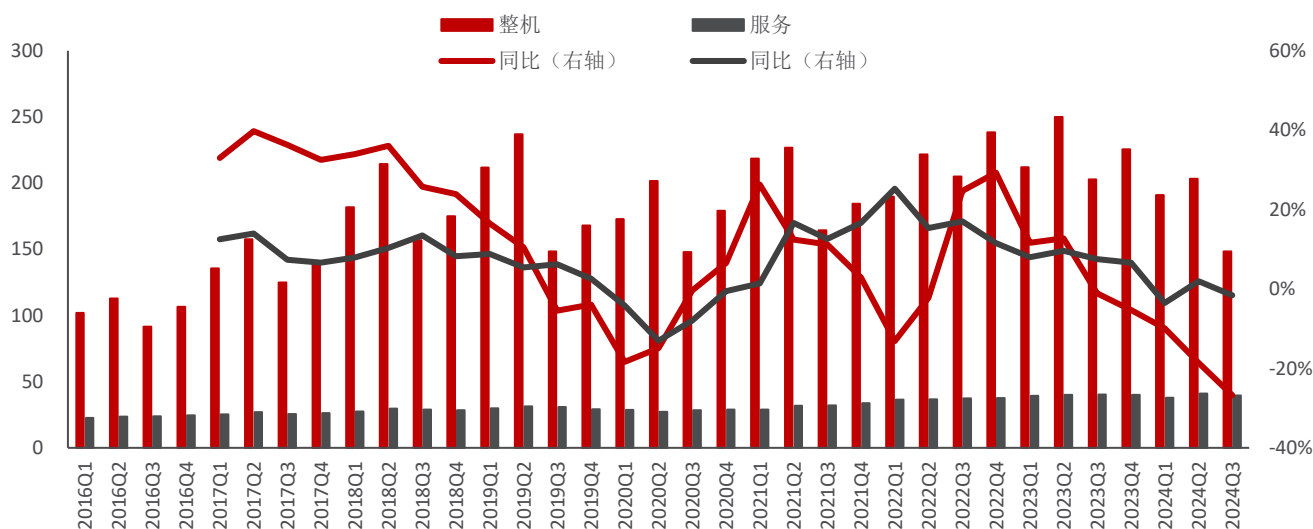
图17：沃尔沃建筑分季度净订单及同比


资料来源：沃尔沃集团年报，民生证券研究院

图18：沃尔沃建筑分季度纯电产品净订单及同比


资料来源：沃尔沃集团年报，民生证券研究院

整机业务收入下滑明显，服务业务基本保持稳定。公司业务分为整机业务与服务业务，24Q1-Q3 公司整机业务实现营收 542.7 亿瑞典克朗，同比-18.32%，服务业务实现营收 118.4 亿瑞典克朗，同比-1.01%。其中 24Q3 公司整机业务实现营收 148.5 亿瑞典克朗，同比-26.75%，服务业务实现营收 39.6 亿瑞典克朗，同比-1.59%。

图19：沃尔沃建筑分业务营收（亿瑞典克朗）及增速


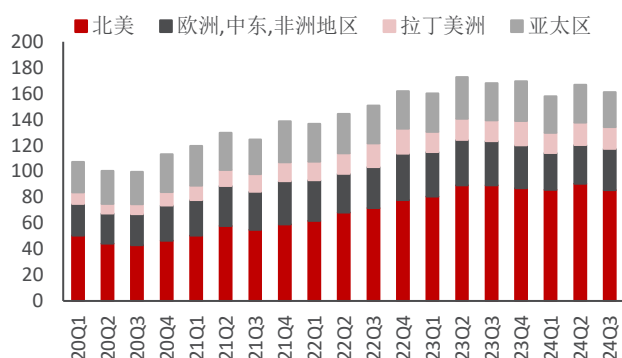
资料来源：沃尔沃集团年报，民生证券研究院

2 新兴市场维持增长，欧洲市场有望成功筑底

2.1 卡特彼勒

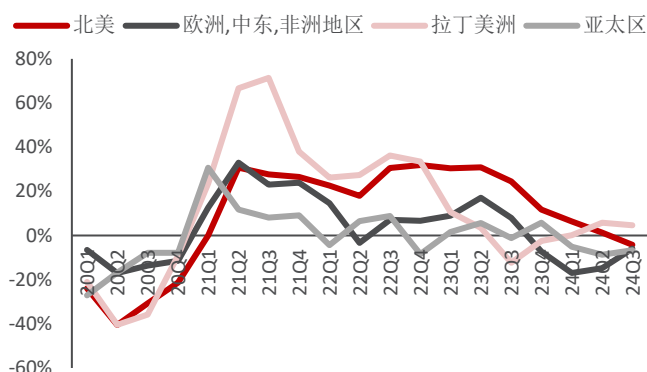
整体来看，卡特彼勒 24Q3 拉美地区表现较好，欧洲、中东、非洲地区环比有所增长，收入占比最大的北美地区同比呈现下行趋势。24Q3 公司北美地区收入约 85.45 亿美元，同比-4.28%，呈现下行趋势；拉美地区收入约 16.78 亿美元，同比+4.68%，维持稳定增长；欧洲、中东、非洲地区收入约 31.99 亿美元，同比-5.97%，但环比+6.74%，今年或将触底。亚太地区表现较差，24Q3 收入约 26.84 亿美元，同比-6.74%。

图20：卡特分地区营收情况（亿美元）



资料来源：卡特彼勒官网，民生证券研究院

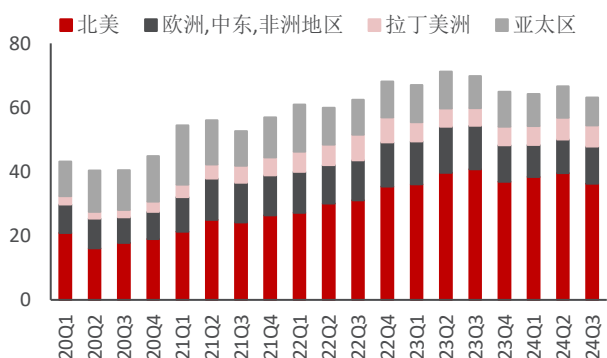
图21：卡特分地区营收同比情况



资料来源：卡特彼勒官网，民生证券研究院

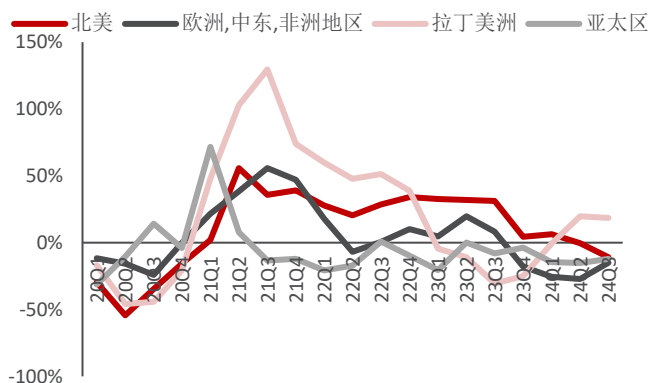
欧洲、中东、非洲地区建筑工程业务有今年有望筑底，拉美地区维持较好增长。24Q3 公司建筑工程业务北美地区收入约 36.29 亿美元，同比-11.01%，呈现下行趋势；拉美地区收入约 6.58 亿美元，同比+18.56%，维持较快增长；欧洲、中东、非洲地区收入约 11.50 亿美元，同比-14.88%，但环比+9.84%，今年或将成功筑底。亚太地区表现较差，24Q3 收入约 8.75 亿美元，同比-12.24%。

图22：卡特建筑工程业务分地区营收情况（亿美元）



资料来源：卡特彼勒官网，民生证券研究院

图23：卡特建筑工程业务分地区营收同比情况

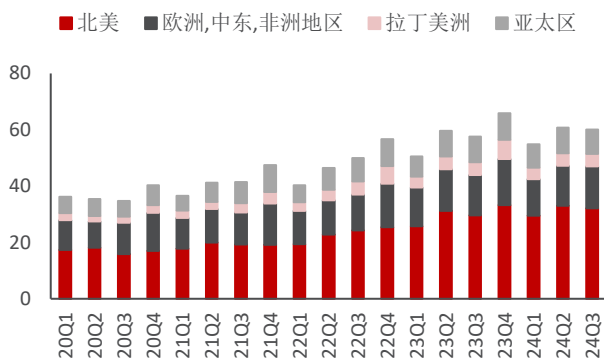


资料来源：卡特彼勒官网，民生证券研究院

能源和交通业务北美地区、欧洲、中东、非洲地区维持平稳增长，拉美、亚太地

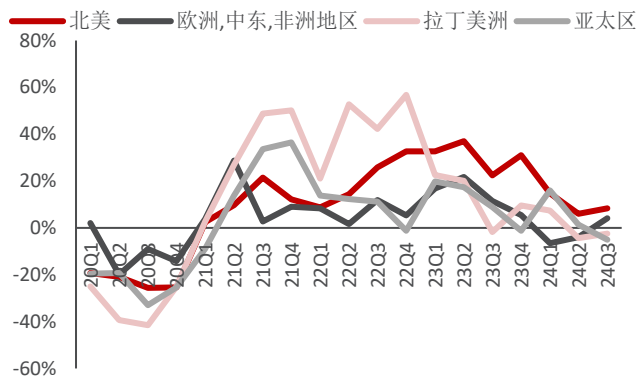
区略有下滑。24Q3 公司能源和交通业务北美地区收入约 32.14 亿美元，同比 +8.36%；欧洲,中东,非洲地区实现收入 14.86 亿美元，同比+4.06%；拉美地区收入约 4.49 亿美元，同比-2.39%；亚太地区实现收入 8.56 亿美元，同比-4.99%。

图24：卡特能源和交通业务分地区营收情况（亿美元）



资料来源：卡特彼勒官网，民生证券研究院

图25：卡特能源和交通业务分地区营收同比情况

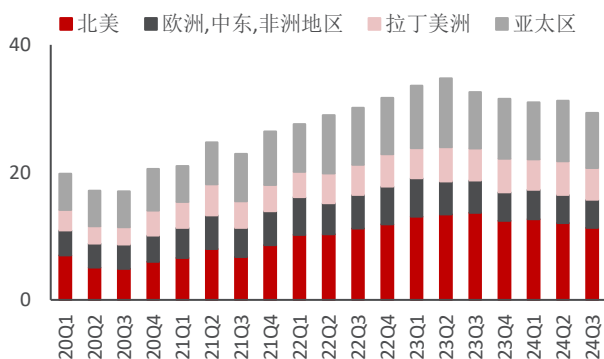


资料来源：卡特彼勒官网，民生证券研究院

卡特各地区资源业务营收均有所下滑，北美与欧洲,中东,非洲地区下滑较多。

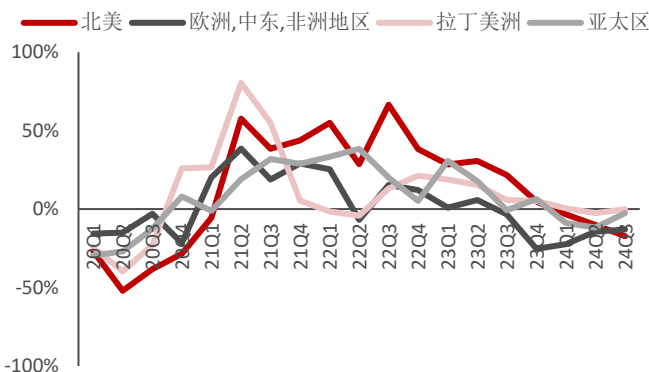
24Q3 公司资源业务北美地区收入约 11.31 亿美元，同比-17.20%；欧洲,中东,非洲地区收入约 4.42 亿美元，同比-12.99%；拉美地区收入约 4.98 亿美元，同比-0.20%；亚太地区收入约 8.63 亿美元，同比-2.60%。

图26：卡特资源业务分地区营收情况（亿美元）



资料来源：卡特彼勒官网，民生证券研究院

图27：卡特资源业务分地区营收同比情况



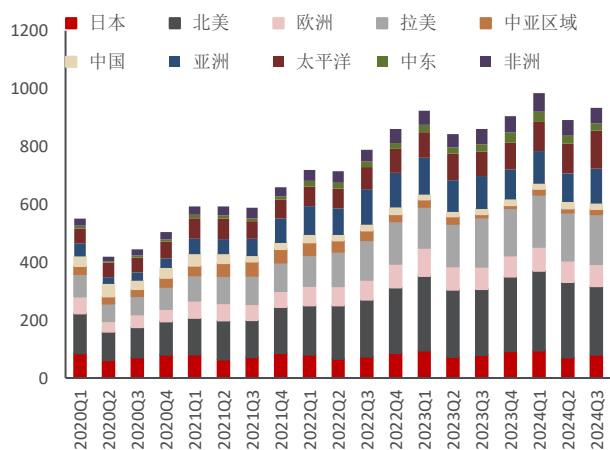
资料来源：卡特彼勒官网，民生证券研究院

2.2 小松

24Q3 小松除亚洲、欧洲、日本、中亚区域营收同比有所下降外，其余区域均表现较好，中国、中东地区收入增速超 30%。分地区来看，24Q3 公司日本地区收入约 808 亿日元，同比-3.3%，呈现逐季度下行趋势；北美地区收入约 2359 亿日元，同比+12.5%，主要系受益于日元贬值带来的汇兑收益；欧洲地区收入 772 亿日元，同比-8.6%，但环比+4.9%，欧洲地区或将成功筑底；拉美地区收入 1720

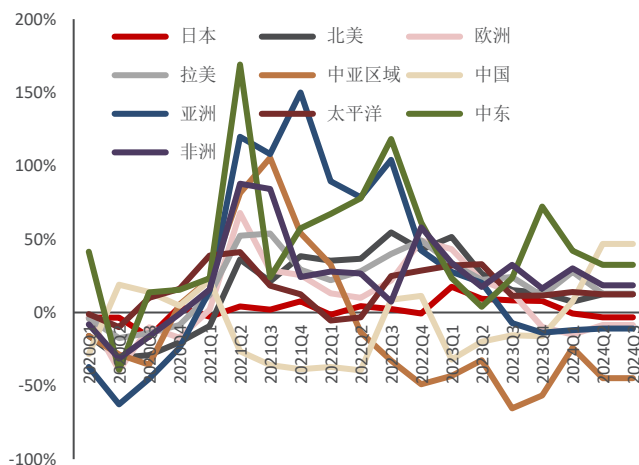
亿日元，同比+12.9%；中亚地区收入 173 亿日元，同比-44.7%；中国地区实现收入 192 亿日元，同比+46.8%；亚洲地区（除中国）实现收入 1206 亿日元，同比-10.8%，降幅有所收窄；太平洋地区实现收入 1312 亿日元，同比+12.4%，增速较为稳定；中东地区实现收入 245 亿日元，同比+32.5%，维持较高增速；非洲地区实现收入 543 亿日元，同比+18.6%。

图28：小松分地区营收情况（十亿日元）



资料来源：小松官网，民生证券研究院(注：亚洲不含中国)

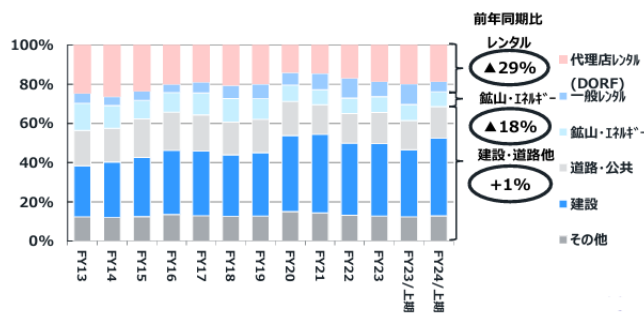
图29：小松分地区营收同比情况



资料来源：小松官网，民生证券研究院(注：亚洲不含中国)

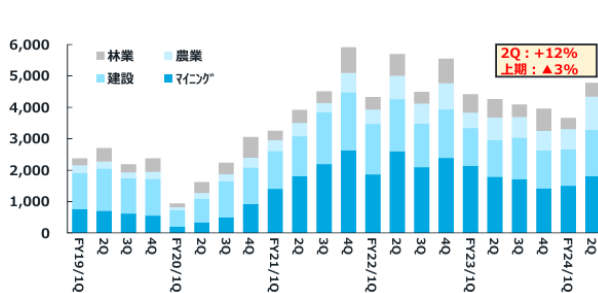
进一步细分各地区情况，北美市场中建筑、道路等需求较为稳定，矿山及租赁商需求下滑明显。而东南亚市场中采矿需求同比基本持平，建设需求与农业需求均有小幅提升。

图30：小松北美市场需求构成



资料来源：小松官网，民生证券研究院

图31：小松东南亚市场需求构成



资料来源：小松官网，民生证券研究院

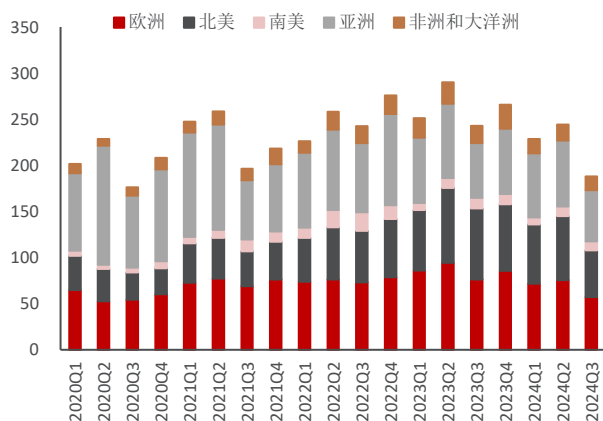
2.3 沃尔沃建筑

24Q3 沃尔沃建筑各区域营收均有所下滑，其中欧洲、北美地区下滑幅度较大。

分地区来看，24Q3 公司欧洲地区收入约 57.18 亿瑞典克朗，同比-25.1%；北美地区收入约 50.55 亿瑞典克朗，同比-34.4%；南美地区收入 9.97 亿瑞典克朗，同比-11.9%；亚洲地区收入 55.33 亿瑞典克朗，同比-6.9%，降幅呈现收窄趋势；

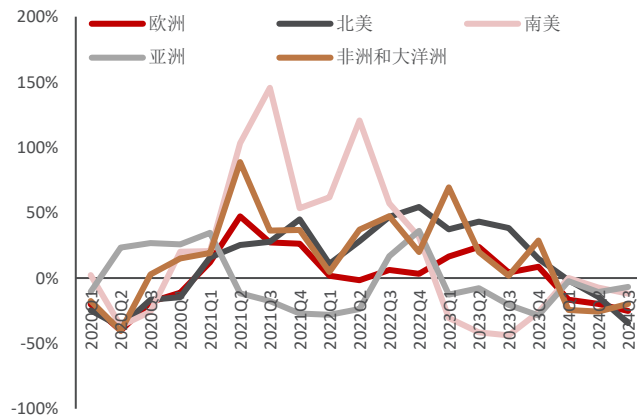
非洲和大洋洲地区收入 15.06 亿瑞典克朗，同比-19.7%，降幅有所收窄。

图32：沃尔沃建筑分地区营收情况（亿瑞典克朗）



资料来源：沃尔沃集团官网，民生证券研究院

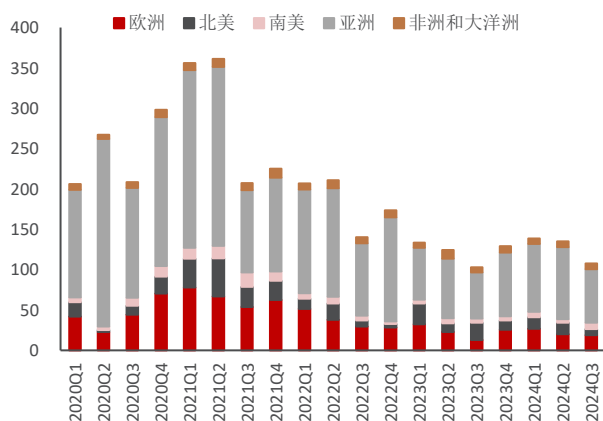
图33：沃尔沃建筑分地区营收同比情况



资料来源：沃尔沃集团官网，民生证券研究院

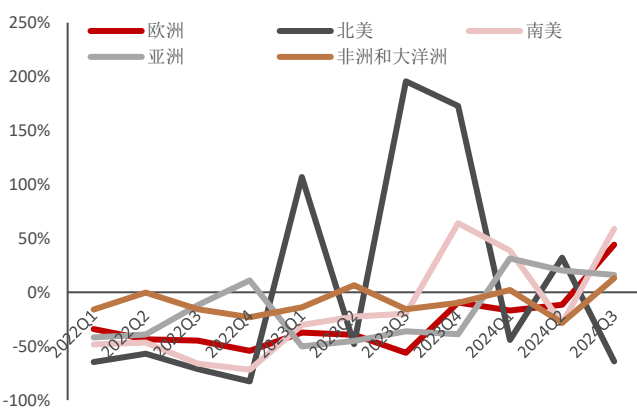
但从订单角度来看，24Q3 除北美地区订单有所下滑外，各地区订单均有所增长，欧洲、南美订单增长幅度较大。分地区来看，24Q3 公司欧洲地区订单约 18.77 亿瑞典克朗，同比+44.2%；北美地区订单约 7.74 亿瑞典克朗，同比-63.9%；南美地区订单 7.70 亿瑞典克朗，同比+58.8%；亚洲地区订单 66.43 亿瑞典克朗，同比+16.1%；非洲和大洋洲地区订单 7.17 亿瑞典克朗，同比+13.1%。

图34：沃尔沃建筑分地区订单情况（亿瑞典克朗）



资料来源：沃尔沃集团官网，民生证券研究院

图35：沃尔沃建筑分地区订单同比情况



资料来源：沃尔沃集团官网，民生证券研究院

3 风险提示

1) 宏观经济波动风险。工程机械行业下游最主要需求为采矿业、基建、房地产等行业，若宏观经济波动将影响基建投资、房地产开发、采矿业资本支出下滑，或将对工程机械行业景气度造成不利影响。

2) 原材料价格波动风险。工程机械主要原材料为钢铁，若原材料价格波动，或将对行业盈利能力造成不利影响。

3) 行业竞争加剧风险。国内外工程机械行业参与者众多，近年来由于国内进入下行周期，各国内厂商纷纷出海，若后续竞争加剧，或对整个行业利润造成不利影响。

4) 汇率波动风险。工程机械行业境外业务结算货币以外币为主，汇率波动将对公司业绩产生影响。

插图目录

图 1: 卡特彼勒分季度营业收入及同比.....	3
图 2: 卡特彼勒分季度归母净利润及同比.....	3
图 3: 卡特彼勒分业务(亿美元).....	3
图 4: 公司营收变动原因拆分(亿美元).....	4
图 5: 公司建筑工程业务营收变动原因拆分(亿美元).....	4
图 6: 公司能源和交通业务营收变动原因拆分(亿美元).....	5
图 7: 公司资源业务营收变动原因拆分(亿美元).....	5
图 8: 小松分季度营业收入及同比.....	6
图 9: 小松分季度营业利润及同比.....	6
图 10: 小松分业务及同比(十亿日元).....	6
图 11: 小松建筑机械、车辆业务营收变动原因拆分(十亿日元).....	7
图 12: 约翰迪尔建筑林业机械分季度营业收入及同比.....	7
图 13: 约翰迪尔建筑林业机械分季度营业利润及同比.....	7
图 14: 约翰迪尔建筑林业机械营业利润变动原因拆分(亿美元).....	8
图 15: 沃尔沃建筑分季度营业收入及同比.....	8
图 16: 沃尔沃建筑分季度营业利润及同比.....	8
图 17: 沃尔沃建筑分季度净订单及同比.....	9
图 18: 沃尔沃建筑分季度纯电产品净订单及同比.....	9
图 19: 沃尔沃建筑分业务营收(亿瑞典克朗)及增速.....	9
图 20: 卡特分地区营收情况(亿美元).....	10
图 21: 卡特分地区营收同比情况.....	10
图 22: 卡特建筑工程业务分地区营收情况(亿美元).....	10
图 23: 卡特建筑工程业务分地区营收同比情况.....	10
图 24: 卡特能源和交通业务分地区营收情况(亿美元).....	11
图 25: 卡特能源和交通业务分地区营收同比情况.....	11
图 26: 卡特资源业务分地区营收情况(亿美元).....	11
图 27: 卡特资源业务分地区营收同比情况.....	11
图 28: 小松分地区营收情况(十亿日元).....	12
图 29: 小松分地区营收同比情况.....	12
图 30: 小松北美市场需求构成.....	12
图 31: 小松东南亚市场需求构成.....	12
图 32: 沃尔沃建筑分地区营收情况(亿瑞典克朗).....	13
图 33: 沃尔沃建筑分地区营收同比情况.....	13
图 34: 沃尔沃建筑分地区订单情况(亿瑞典克朗).....	13
图 35: 沃尔沃建筑分地区订单同比情况.....	13

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026