

看好工程机械投资机会

- **本周关注：灿勤科技、恒立液压、三一重工、徐工机械。**
- **回顾 1994-1996 年日本经济情况，当下我国地产看到积极信号。**日本在经济下行周期中有自身问题也有外围风险，外围风险典型的例如 1997-1998 年的东南亚金融危机，2000-2001 年的互联网泡沫破裂，2008 年的次贷危机等。另外，在其下行过程中，我们也发现其有过明显的反弹，例如 1994-1996 年，本轮反弹或来自周期的力量和政策因素的叠加，从 GDP 增速角度，1994-1996 年分别达 5.6%/2.1%/2.7%，呈现重回增长的态势，后再度下行或更多受东南亚金融危机的拖累。1990 年前半期，日本政府针对经济下行采取了强有力的拯救政策，包括财政政策和货币政策，再叠加经济本身的库存周期（4-6 年的库存周期，即下行 2-3 年后经济会呈现自然复苏的力量），或构成了 1994-1996 年日本经济的复苏情况。反观当下，2024 年 4 月以来，我国工业企业营收已经进入到增长阶段，但因为 PPI 持续为负，导致利润增速不稳定，2024 年 4 月-2024 年 7 月保持增长，但 2024 年 8 月-2024 年 11 月同比下滑，2024 年 12 月重新开始增长。此外，我国房价开始止跌企稳，尤其一二线城市。国家统计局发布了 1 月份的 70 城房价指数，一线城市的新房和二手房价格都环比上涨了 0.1%。1 月份北京和上海的新房价格分别上涨了 0.4% 和 0.6%，连续四个月增长，广州也止跌企稳，虽然深圳稍微跌，但整体来说一线城市的房价稳步回升，政策支持发挥作用。2024 年 11-12 月，我国商品房销售面积及住宅销售面积同比均实现增长，结束自 2021 年 6 月份以来的同比下滑。从新屋开工面积看，目前仍处于下行趋势，但同比下滑幅度相比 2022-2023 年有所收窄。
- **看好工程机械板块的投资机会。**①地产是工程机械需求端目前主要的拖累项，往后看可能呈现改善迹象。2024 年以来受益于增发万亿国债、超长期特别国债等相关政策陆续落地，基建、采矿业均维持较高景气，全年固定资产累计投资额分别同比增长 9.19% 与 10.50%。房地产投资增速同比下滑幅度扩大至 10.8%，但近期看到一二线城市房价开始有所增长，预计后续随着房价的企稳回升，房地产投资端有望迎来拐点。②传统基建地产外，高质量农田建设等新需求贡献增量。③挖掘机报废量已处底部区间。④2024 年，我国国内挖机销量开始增长，且每个月基本都保持双位数增长，2025 年 1 月，在过年的影响下，销量同比仅仅只下滑 0.3%，实数较强表现，一般挖机周期上行 4-5 年，我们预计国内挖机需求将进入上行周期。⑤提高利润率是本轮工程机械周期的典型特征。我们从本轮国内工程机械企业的发展战略看，基本都表达的了对利润率的追求，我们从最后的效果看，也确实起到了比较明显的效果，龙头企业起到了带头模范作用，维护了行业的良性发展。
- **投资建议：**建议关注我国工程机械龙头企业，三一重工、徐工机械、恒立液压、中联重科、柳工、山推股份等。
- **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_jj@mszq.com

分析师 罗松

执业证书: S0100521110010

邮箱: luosong@mszq.com

相关研究

- 1.一周解一惑系列：折叠屏持续迭代，苹果有望入局-2025/02/19
- 2.机械行业 2024 年业绩预告综述：料峭春寒，梅花点点-2025/02/11
- 3.一周解一惑系列：机器人 x 具身智能的再思考-2025/02/10
- 4.一周解一惑系列：电梯新装市场有望企稳，后市场逐步放量-2025/01/20
- 5.一周解一惑系列：中美氢能政策催化再次落地，产业趋势有望加速-2025/01/12

目录

1 1994-1996 年的日本及我国目前状况	3
1.1 1994-1996 年日本经济重回景气	3
1.2 我国地产看到积极信号	5
2 看好工程机械板块的投资机会	8
2.1 地产有望触底，下游需求韧性增强	8
2.2 提利润率是本轮工程机械周期典型特点	11
3 风险提示	14
插图目录	15
表格目录	15

1 1994-1996 年的日本及我国目前状况

1.1 1994-1996 年日本经济重回景气

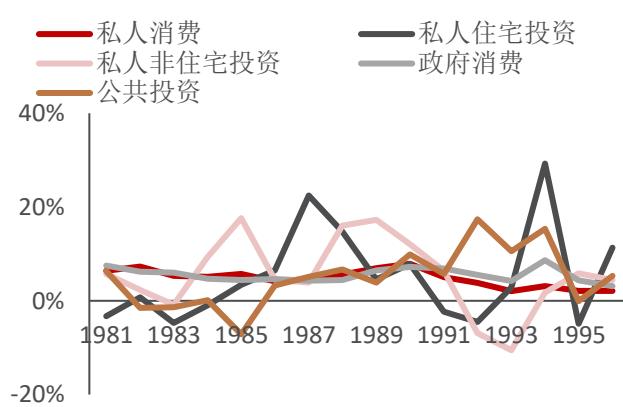
日本经济 1990-2024 年的发展过程中，在经济下行周期中有自身问题也有外围风险，外围风险典型的例如 1997-1998 年的东南亚金融危机，2000-2001 年的互联网泡沫破裂，2008 年的次贷危机等。另外，在其下行过程中，我们也发现其有过显的反弹，例如 1994-1996 年，本轮反弹来自周期的力量和政策因素的叠加，从 GDP 增速角度，1994-1996 年分别达 5.6%/2.1%/2.7%，呈现重回增长的态势，后再度下行更多受东南亚金融危机的拖累。

图1：日本 GDP 现价同比增速



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图2：日本 GDP 重要构成现价同比增速



资料来源：同花顺，民生证券研究院

1990 年前半期，日本政府针对经济下行采取了强有力的拯救政策，包括财政政策和货币政策，再叠加经济本身的库存周期（4-6 年的库存周期，即下行 2-3 年后经济会呈现自然复苏的力量），或构成了 1994-1996 年日本经济的复苏情况。

图3：20世纪90年代前半期的经济对策一览表

对策名称	出台日期	内阁	事业规模	经济效果
紧急经济对策	1992年3月31日	宫泽喜一	※	—
综合经济对策	1992年8月28日	宫泽喜一	国家经费2.2万亿日元 事业规模10.7万亿日元	今后1年内推动 GNP提高2.4%
关于推进综合经济对策	1993年4月13日	宫泽喜一	国家经费2.3万亿日元 事业规模13.2万亿日元	今后1年内推动 名义GNP提高2.6%
紧急经济对策	1993年9月16日	细川护熙	国家经费1.0万亿日元 事业规模6.2万亿日元	今后1年内推动 GNP提高1.3%
综合经济对策	1994年2月8日	细川护熙	国家经费2.1万亿日元 事业规模15.3万亿日元	今后1年内推动 名义GNP提高2.2%
应对日元升值的紧急经济对策	1995年4月14日	村山富市	国家经费2.8万亿日元	—
应对日元升值的紧急经济对策的具体化、强化的诸措施	1995年6月27日	村山富市	国家经费6.0万亿日元 事业规模14.2万亿日元	今后1年内推动 名义GDP增加2%以上
经济对策：为了确保景气恢复	1995年9月20日	村山富市	国家经费3.2万亿日元 事业规模13.1万亿日元	—

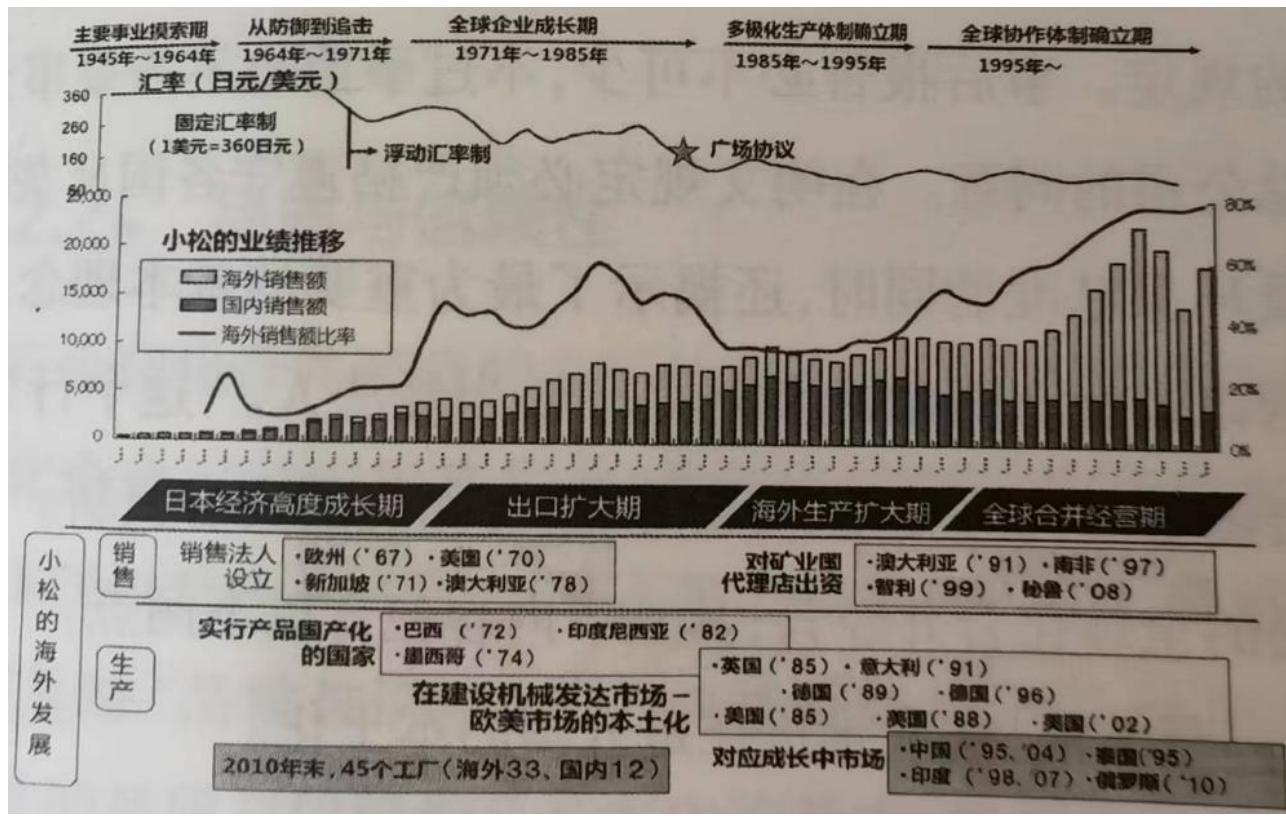
资料来源：《日本激荡三十年》（小峰隆夫），民生证券研究院

图4：金融政策调整（1987-1999年）

日期	行长	政策变更的内容
1987年2月20日	澄田智	下调贷款基准利率（3.0% → 2.5%）
1989年5月30日	澄田智	上调贷款基准利率（2.5% → 3.25%）
1989年10月11日	澄田智	上调贷款基准利率（3.25% → 3.75%）
1989年12月25日	三重野康	上调贷款基准利率（3.75% → 4.25%）
1990年3月20日	三重野康	上调贷款基准利率（4.25% → 5.25%）
1990年8月30日	三重野康	上调贷款基准利率（5.25% → 6.0%）
1991年7月1日	三重野康	下调贷款基准利率（6.0% → 5.5%）
1991年11月14日	三重野康	下调贷款基准利率（5.5% → 5.0%）
1991年12月30日	三重野康	下调贷款基准利率（5.0% → 4.5%）
1992年4月1日	三重野康	下调贷款基准利率（4.5% → 3.75%）
1992年7月27日	三重野康	下调贷款基准利率（3.75% → 3.25%）
1993年2月4日	三重野康	下调贷款基准利率（3.25% → 2.5%）
1993年9月21日	三重野康	下调贷款基准利率（2.5% → 1.75%）
1995年3月31日	松下康雄	促进短期市场利息回落（事实上无担保短期次日商品利息2.25% → 1.75%）
1995年4月14日	松下康雄	下调贷款基准利率（1.75% → 1.0%）
1995年7月7日	松下康雄	促进无担保短期次日商品利息回落（回落到贷款基准利率1.0%以下）
1995年9月8日	松下康雄	下调贷款基准利率（1.0% → 0.5%）
1997年12月26日	松下康雄	设置金融政策决定合会
1998年9月9日	速水优	短期市场利息指导目标调至0.25%左右
1999年2月12日	速水优	短期市场利息指导目标调至0.15%（之后进一步下调）
1999年10月13日	速水优	导入短期国债买断业务（即导入零利率政策）

资料来源：《日本激荡三十年》（小峰隆夫），民生证券研究院

我们从小松工业的国内收入变化可以看出，其国内营收在1989年见顶回落，从1993年见底开始回升一直增长至1996年又开始进入下行期（受东南亚金融危机的影响）。1993-1996年的增长驱动力来自国内经济的复苏。

图5：小松工业的发展历程图


资料来源：《无所畏惧的信念》（安崎晓 著），民生证券研究院

1.2 我国地产看到积极信号

我们从 PPI 和工业企业的产成品库存同比来看：①我国 PPI 当月同比从 2021 年 11 月见顶开始回落，2022 年 10 月开始转负，目前已经连续 28 个月为负，超过上一轮（2019 年 7 月-2020 年 12 月）的 18 个月，仅次于 2012 年 3 月-2016 年 8 月的 54 个月（当时油价周期下行拖累）；②我国工业企业的产成品库存同比从 2022 年 4 月开始下行，截至 2024 年 12 月累计下行 33 个月，超过 2017 年 4 月-2019 年 3 月的 22 个月。

图6：PPI:当月同比


资料来源：同花顺，民生证券研究院

图7：规模以上工业企业:产成品存货:期末同比


资料来源：同花顺，民生证券研究院

我们从我国工业企业营收当月同比及规模以上工业企业利润总额当月同比来看，2024年4月以来，我国工业企业营收已经进入到增长阶段，但因为PPI持续为负，导致利润增速不稳定，2024年4月-2024年7月保持增长，但2024年8月-2024年11月同比下滑，2024年12月重新开始增长。

图8：我国工业企业营收当月同比（%）



资料来源：同花顺，民生证券研究院

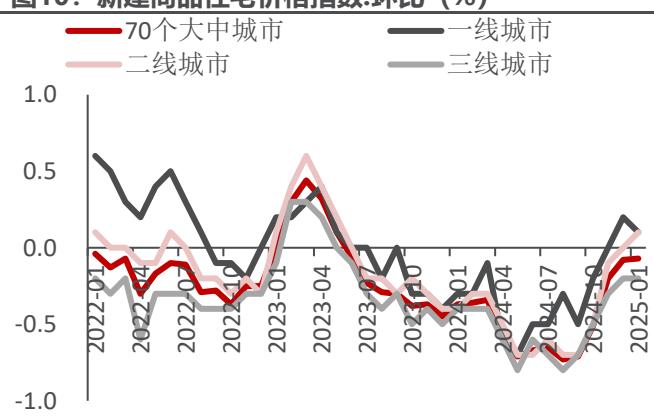
图9：我国规模以上工业企业利润当月同比（%）



资料来源：同花顺，民生证券研究院

房价开始止跌企稳，尤其一二线城市。国家统计局发布了1月份的70城房价指数，一线城市的新房和二手房价格都环比上涨了0.1%。1月份北京和上海的新房价格分别上涨了0.4%和0.6%，连续四个月增长，广州也止跌企稳，虽然深圳稍微跌，但整体来说一线城市的房价稳步回升，政策支持发挥作用。

图10：新建商品住宅价格指数:环比（%）



资料来源：同花顺，民生证券研究院

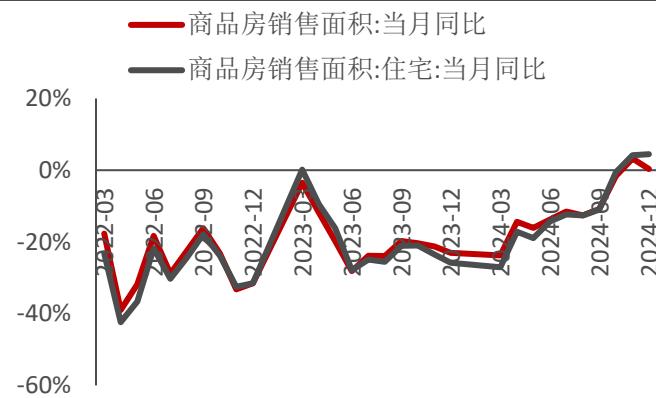
图11：70个大中城市:新建商品住宅价格环比变化



资料来源：同花顺，民生证券研究院

2024年11-12月，我国商品房销售面积及住宅销售面积同比均实现增长，结束自2021年6月份以来的同比下滑。从新屋开工面积看，目前仍处于下行趋势，但同比下滑幅度相比2022-2023年有所收窄。

图12：商品房销售面积及住宅销售面积当月同比



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图13：房屋新开工面积当月同比 (%)



资料来源：同花顺，民生证券研究院

2 看好工程机械板块的投资机会

2.1 地产有望触底，下游需求韧性增强

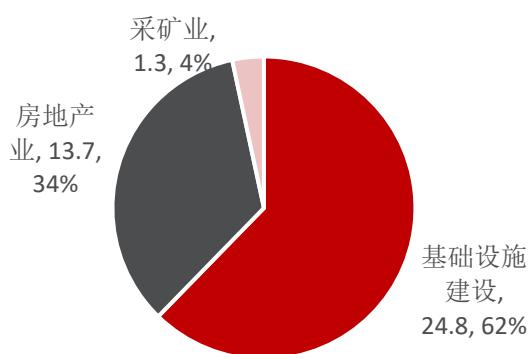
地产是工程机械需求端最主要的拖累项，往后看可能呈现改善迹象。2024年以来受益于增发万亿国债、超长期特别国债等相关政策陆续落地，基建、采矿业均维持较高景气，全年固定资产累计投资额分别同比增长 9.19%与 10.50%。房地产投资增速同比下滑幅度扩大至 10.8%，但近期看到一二线城市房价开始有所增长，预计后续随着房价的企稳回升，房地产投资端有望迎来拐点。

图14：工程机械下游主要行业固定资产投资累计同比



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图15：工程机械下游主要行业投资金额及占比 (2024年)



资料来源：同花顺，民生证券研究院

传统基建地产外，高质量农田建设等新需求贡献增量。近年来乡村振兴是中国社会经济发展的重要战略方针之一，相关政策陆续出台，2024 年中央发布一号文件《中共中央国务院关于学习运用“千村示范、万村整治”工程经验有力有效推进乡村全面振兴的意见》推动农村实现高质量发展。以高标准农田为例，根据《农业农村部关于推进高标准农田改造提升的指导意见》，23—30 年全国年均改造提升 3500 万亩高标准农田。同时，意见指出高标准农田亩均投入力争达到 3000 元左右，以此推算每年项目额平均将达 1050 亿元。

表1：高质量农田主要建设内容

项目	具体内容	主要工程机械
土地平整工程	对高低不平、零星破碎的地块进行平整，达到田面平整、集中连片的标准，方便机械化作业	土方机械
灌溉与排水工程	新建或改造灌溉渠道，采用混凝土衬砌或 U 型槽等节水灌溉技术，提高灌溉水利用系数	土方机械、混凝土机械
田间道路工程	修建田间主干道、支道和生产路，采用水泥或沙石路面，提高道路的通行能力和承载能力	土方机械、路面机械
农田输配电工程	提供泵站、机井等电力保障所需的强电、弱电等各种设施，包括输电线路、变配电装置。	-

资料来源：中建政研智库，民生证券研究院

受到行业周期下行影响，除叉车外多数工程机械保有量 23 年出现下降。挖掘机、装载机、压路机 23 年保有量为 196.2、95.6、14.3 万台，同比下降 1.99%、9.80%、3.52%；叉车与汽车起重机 23 年保有量为 566.9、29.6 万台，同比上升 13.25% 与 1.91%。

表2：国内工程机械行业产品保有量（万台）

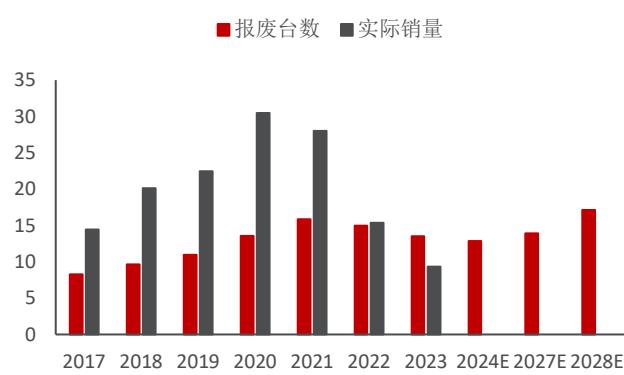
工程机械产品	2020	2021	2022	2023
挖掘机	189.8	197.3	200.2	196.2
汽车起重机	26.9	28.6	29.0	29.6
装载机	126.7	112.6	106.0	95.6
压路机	14.6	15.1	14.8	14.3
叉车	375.1	441.8	500.5	566.9

资料来源：中国工程机械工业协会，海关总署，民生证券研究院

大规模设备更新政策有望加速老旧设备淘汰。24 年 3 月 1 日，国常会审议通过了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》文件，明确重点行业设备、建筑和市政基础设施领域设备、交通运输设备和老旧农业机械、教育医疗设备等方向，工程机械无疑是最直接的关联行业，将推动老旧“国一”、“国二”机型出清，加速存量“国三”切“国四”进程。

挖掘机报废量已处底部区间。23 年国内挖掘机报废量 13.49 万台，较当年实际销量已超出 4 万台左右。根据我们测算，预计 24 年、27 年国内挖掘机报废更新量分别为 12.86 万台与 13.91 万台，已处于相对底部区间。

图16：国内挖掘机报废量与实际销量（万台）



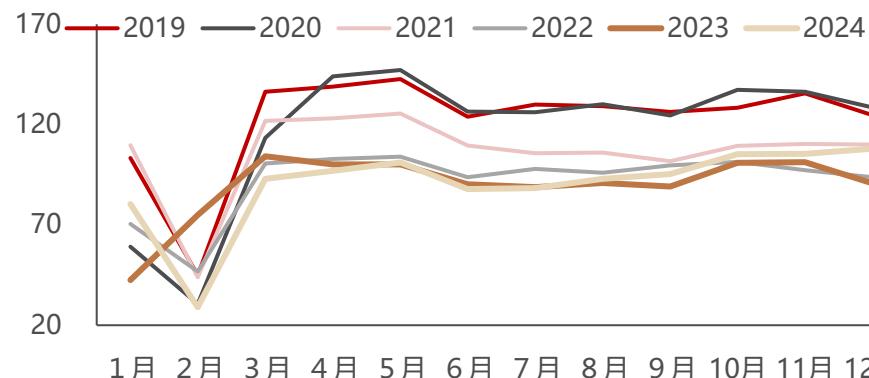
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图17：我国挖机内销及同比情况



资料来源：中国工程机械工业协会，民生证券研究院

小松挖机开工小时数同比已多月回正。小松中国挖机平均月度开工小时数已连续多月回正，2024 年 8-12 月开工小时数同比分别增加 2.1、6.1、4.3、4.2、17.3 小时。

图18：小松挖机开工小时数


资料来源：同花顺，民生证券研究院

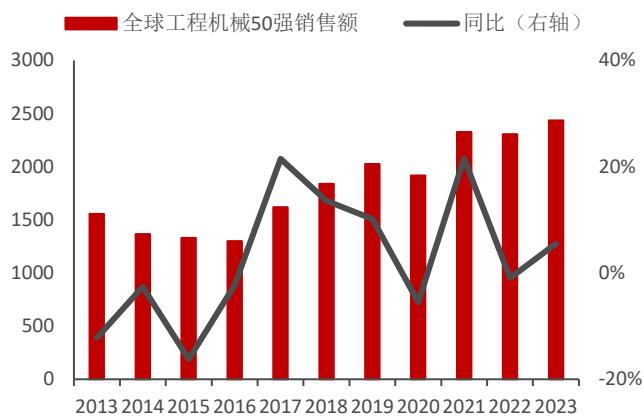
2024年,我们国内挖机销量开始增长,且每个月基本都保持双位数增长,2025年1月,在过年的影响下,同比仅仅只下滑0.3%,实属较强表现,一般挖机周期上行4-5年,我们预计国内挖机需求将进入上行周期。

表3：国内工程机械行业挖机销量同比 (%)

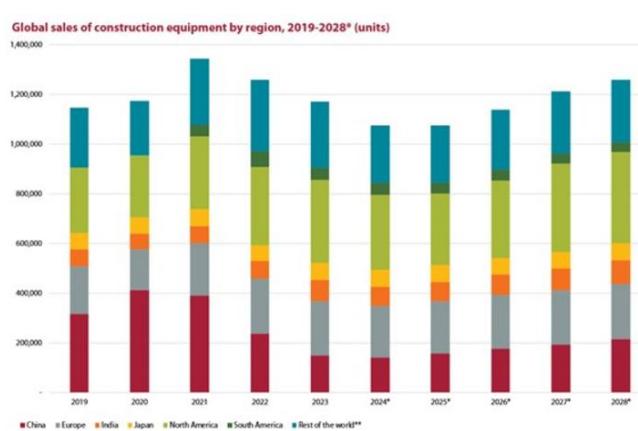
年份	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12
2019	6.2%	77.7%	14.3%	5.3%	-5.9%	-0.3%	9.1%	14.4%	12.5%	10.2%	23.3%	20.7%
2020	-23.5%	-60.0%	11.2%	64.5%	76.3%	74.8%	59.5%	56.3%	71.4%	60.7%	65.1%	58.5%
2021	106.6%	255.5%	56.6%	-5.2%	-25.2%	-21.9%	-24.1%	-31.7%	-38.3%	-47.2%	-51.4%	-43.5%
2022	-48.3%	-30.6%	-63.6%	-61.0%	-44.8%	-34.8%	-25.0%	-26.3%	-24.5%	-10.0%	2.7%	-60.1%
2023	-58.5%	-32.6%	-47.7%	-40.7%	-45.9%	-44.9%	-44.7%	-37.7%	-40.5%	-40.1%	-48.0%	24.0%
2024	57.7%	-49.2%	9.3%	13.3%	29.2%	25.6%	21.9%	18.1%	21.5%	21.6%	20.5%	22.1%
2025	-0.3%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：中国工程机械工业协会，民生证券研究院

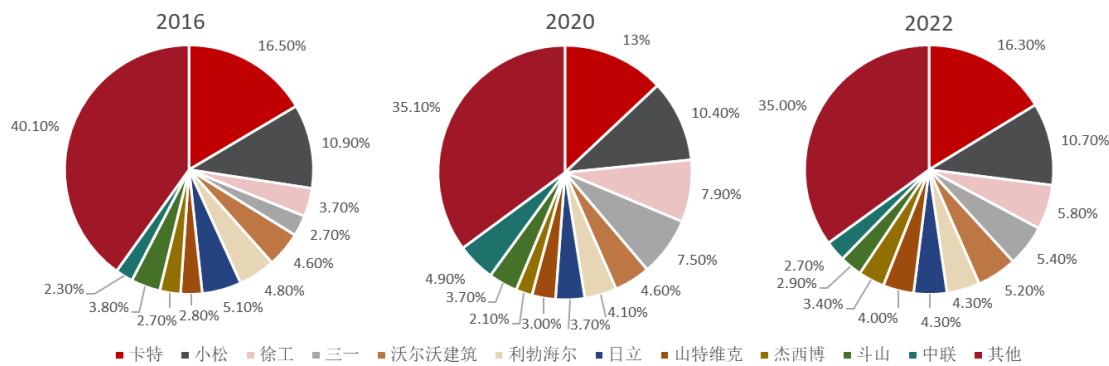
此外,我国工程机械企业全球份额持续提升。全球工程机械市场仍在不断扩容,23年规模超万亿人民币。根据Yellow Table 2024榜单,2023财年全球工程机械50强总销售额2419.22亿美元,同比增长8.09%,创有史以来最高纪录。TOP15国外工程机械厂商份额下降,主要被我国企业替代。受益于国内工程机械行业的快速发展,三一、中联、徐工合计份额从2016年的8.7%提升至2022年的13.9%。

图19：全球工程机械50强总销售额（亿美元）


资料来源：中国工程机械工业协会，Mysteel，KHL等，民生证券研究院

图20：全球工程机械销量（台）


资料来源：off-highway，民生证券研究院

图21：2016、2020、2022工程机械主要制造商全球份额


资料来源：我的钢铁网，yellow table，民生证券研究院

2.2 提利润率是本轮工程机械周期典型特点

以小松为例，其经历日本经济下行的冲击后，公司连年赤字，公司开始加大对利润的追求，其中以坂根正弘社长在任时做的贡献最大。

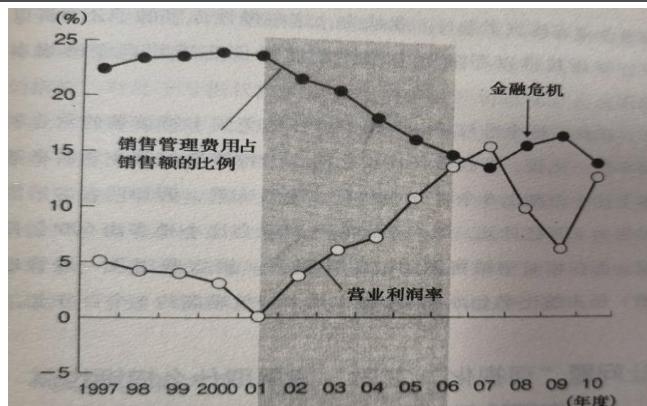
坂根正弘上任第一件事是找出小松陷入赤字的真实原因，调查的结论是“日本的工厂仍具有充分的竞争力”，按照2001年的汇率计算，生产成本（仅变动费用，虽生产量变化而变化的成本，例如，钢材等材料采购费）最低的是日本的工厂，虽然日本的人工费、电费相对较高，但劳动生产率较高，足以对冲这些高价格项目。究其原因，问题出在“固定费用”上（即与产量增减没关系费成本，包括人工费、设备折旧等），过去相当长时间，小松在推进事业多元化过程中成立了不少各类公

司，随着经济的下滑，这些子公司中有许多成为亏损企业，但为了维持员工就业等考虑，还是让这些企业继续存续，这是“固定费用”较高的根本原因。

针对“固定费用”过高的问题，坂根正弘采取：①将问题以表格、数字方式展示，让其“可视化”；②将处于亏损的业务板块以及公司总部业务进行“一次性到位的大手术”；③呼吁员工自愿退职以及对子公司进行关停重组；④向外转让非主营子公司；⑤把所有产品都做到全球数一数二。

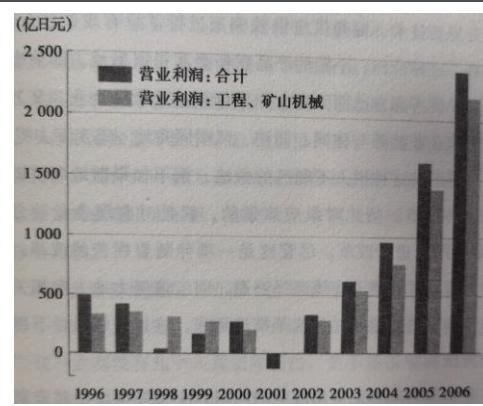
我们从最后的效果看，小松的营业利润率从2002年开始提升，2007年做到了14.8%，一直到2023年基本稳定在10%-15%（疫情有一些冲击，但最后都回到了区间值）。

图22：小松第一次经营结构改革的成效



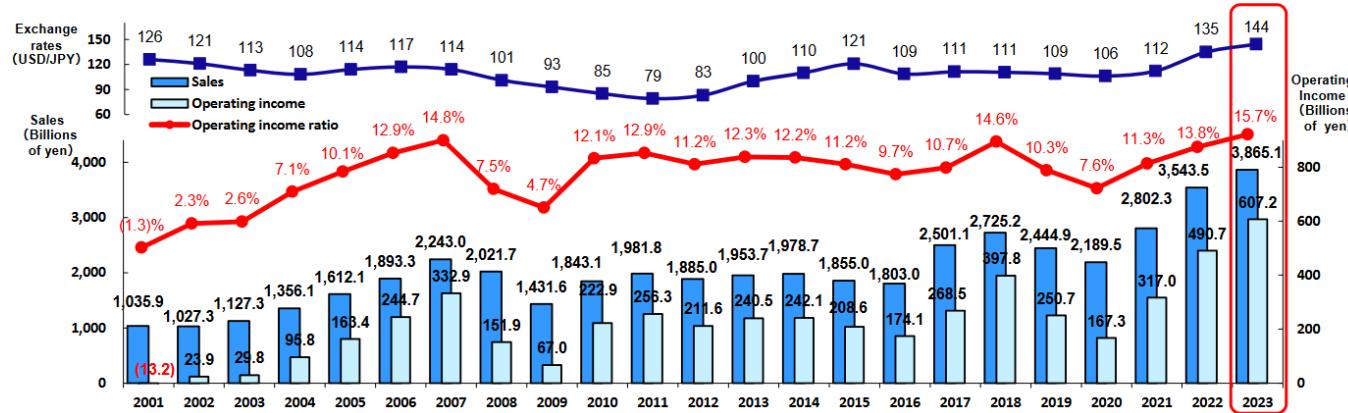
资料来源：《小松模式》（坂根正弘 著），民生证券研究院

图23：小松的营业利润变化情况



资料来源：《小松模式》（坂根正弘 著），民生证券研究院

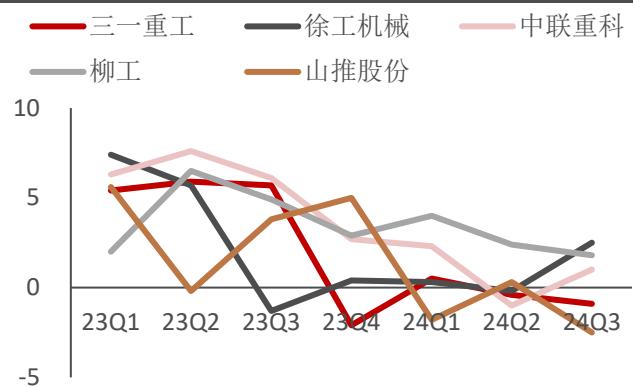
图24：2001-2023年小松营收营业利润及营业利润率情况



资料来源：小松官方网站，民生证券研究院

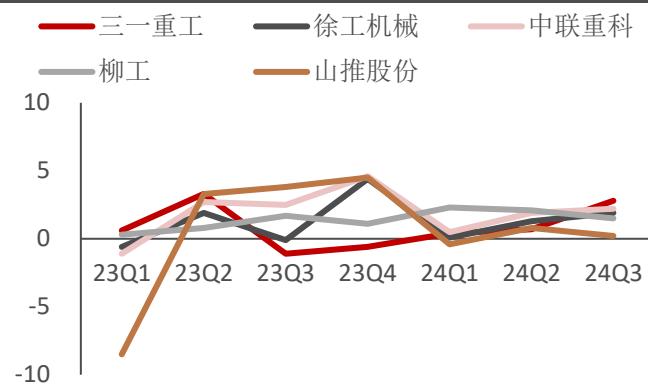
我们从本轮国内工程机械企业的发展战略看，基本都表达的了对利润率的追求，我们从最后的效果看，也确实起到了比较明显的效果，龙头企业起到了带头模范作用，维护了行业的良性发展。

图25：我国主要工程机械公司毛利率同比情况



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图26：我国主要工程机械公司净利率同比情况



资料来源：同花顺，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: 日本 GDP 现价同比增速.....	3
图 2: 日本 GDP 重要构成现价同比增速.....	3
图 3: 20 世纪 90 年代前半期的经济对策一览表	4
图 4: 金融政策调整 (1987-1999 年)	4
图 5: 小松工业的发展历程图.....	5
图 6: PPI:当月同比.....	5
图 7: 规模以上工业企业:产成品存货:期末同比	5
图 8: 我国工业企业营收当月同比 (%)	6
图 9: 我国规模以上工业企业利润当月同比 (%)	6
图 10: 新建商品住宅价格指数:环比 (%)	6
图 11: 70 个大中城市:新建商品住宅价格环比变化.....	6
图 12: 商品房销售面积及住宅销售面积当月同比	7
图 13: 房屋新开工面积当月同比 (%)	7
图 14: 工程机械下游主要行业固定资产投资累计同比	8
图 15: 工程机械下游主要行业投资金额及占比 (2024 年)	8
图 16: 国内挖掘机报废量与实际销量 (万台)	9
图 17: 我国挖机内销及同比情况.....	9
图 18: 小松挖机开工小时数.....	10
图 19: 全球工程机械 50 强总销售额 (亿美元)	11
图 20: 全球工程机械销量 (台)	11
图 21: 2016、2020、2022 工程机械主要制造商全球份额.....	11
图 22: 小松第一次经营结构改革的成效	12
图 23: 小松的营业利润变化情况.....	12
图 24: 2001-2023 年小松营收营业利润及营业利润率情况	12
图 25: 我国主要工程机械公司毛利率同比情况.....	13
图 26: 我国主要工程机械公司净利率同比情况.....	13

表格目录

表 1: 高质量农田主要建设内容	8
表 2: 国内工程机械行业产品保有量 (万台)	9
表 3: 国内工程机械行业挖机销量同比 (%)	10

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。本报告清晰准确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受到任何形式的补偿。

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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048