



机主效用角度：厦工挖掘机超美日

——厦工股份（600584）深度报告之一

2011年2月9日

强烈推荐/上调

厦工股份

深度报告

报告摘要:

- **2009年以来的公司第三次改革成效显著，再度崛起的路径十分清晰。**2010年公司全年净利润预增500%以上，毛利率由09年底14.47%显著提升至18.54%，净利润率也由2.11%提升到了7%，显示了2010年增产降本显著成效，09年以来的持续改革到了收获季节。公司大力发展挖掘机业务，稳定维持装载机业务的龙头地位，适时适度推进旋挖钻机、泵车等高毛利业务发展。
- **挖掘机产品本色决定超高速增长。**根据草根调研，发现公司产品的竞争力源于速度快，油耗小（日本五十铃发动机），效率高（川崎液压系统），根据模拟测算，发现公司产品在使用**6000-7000小时（每天工作8小时）**，基本上能给终端用户带来盈利，而欧美和日系的产品可能并不会盈利；使用**15000-20000小时（每天工作20小时）**，带给机主的利润大于外资挖机。
- **装载机业务平衡且稳定。市场平衡：**公司装载机主要市场与全国装载机需求量最大区域一致；**产品平衡：**主打50机型是市场上主流产品。2010年，**产业链上下游都稳中有升：**上游钢材价格平稳，波动区间不大；下游矿山、煤矿、基础设施建设工程等主要市场平稳增长。**基本实现价值链全占有：**制造和销售环节驱动桥和变速箱等部件基本完全自给，焦作基地产能利用率充足。
- **公司管理方面主要进行了三项新的变革：**重视营销、成本控制和绩效和薪酬体制改革。公司加大营销和广告投入力度，同时公司蔡总裁的成功履历也源自善于销售网络建设，成本控制效果最为明显和量化，绩效和薪酬体制的改革有利于业绩提升。
- 预计公司2010、2011、2012年EPS分别为0.83、1.22、1.8元，对应2月1日收盘价的PE分别为16.8、11.5、7.8倍，上调至“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	08A	09A	10E	11E	12E
营业收入（百万元）	5,890.8	5,316.7	10,100	12,539	16,245
增长率（%）	16.14	-9.75	89.97	24.15	29.56
净利润（百万元）	187.02	106.14	647.82	947.87	1,404.89
增长率（%）	-12.23%	-43.25%	510.34%	46.32%	48.22%
每股收益(元)	10.60%	5.53%	24.20%	31.67%	40.59%
净资产收益率（%）	0.267	0.150	0.831	1.216	1.802
PE	52.21	93.07	16.80	11.48	7.75

银国宏

执业证书编号：S1480207120048

010-66507301

yingh@dxzq.net.cn

联系人：史成波

010-66507324

Shicb@dxzq.net.cn

资产负债表数据

(9.30)

总资产（百万元）	7360.92
股东权益（百万元）	2979.77
每股净资产（元）	3.76
市净率（X）	3.81
负债率（%）	59.5

交易数据

52周股价区间（元）	7.26-15.51
总市值（百万元）	11071.9
流通市值（百万元）	11071.9
总股本/流通A股	7.8/7.8
流通B股/H股	0/0
52周日均换手率	2.35

52周股价走势图



资料来源：wind

相关研究报告

- 1.《建设伟大时代的机械力—工程机械深度报告》 2010.1.7
- 2.《工程机械：2万亿接力4万亿》 2010.1.31

目 录

1. 昔日王者重新崛起.....	4
1.1 昔日的王者.....	4
1.2 重新崛起的行动路径.....	4
2. 平衡和稳定、创新与扩张，产品本色是业绩飞升的本质原因.....	5
2.1 公司的产品组合选择合理.....	5
2.2 挖掘机——产品本色决定超高速增长.....	6
2.3 装载机——平衡和稳定.....	10
3. 新的思路、新的政策和新的系统带来新的收获.....	13
4. 盈利预测与投资评级.....	14
5. 风险提示.....	14

表格目录

表 1: 工程机械主要子行业增速.....	5
表 2: 各厂家 20T 挖掘机产品价格.....	8
表 3: 情况 1: 工作 7000 小时左右，厦工挖机开始盈利.....	9
表 4: 情况 2: 工作 20000 小时左右，厦工挖机盈利能力仍强于外资品牌.....	9
表 5: 公司装载机主要消费市场与全国装载机主要市场重叠.....	10
表 6: 厦工装载机及型号.....	11
表 7: 2020 年前基础设施建设规划.....	12
表 8: 公司外购件基本构成.....	13
表 9: 公司业绩预测.....	14
表 10: 公司营业分项预测.....	14

插图目录

图 1: 柳工、龙工和厦工装载机的销量变化情况.....	4
图 2: 厦工 98 年收入见底，05 年利润见底.....	4
图 3: 2010 年厦工利润率上升显著.....	5
图 4: 厦工产品的果园矩阵分布.....	6
图 5: 公司挖掘机业务爆发式增长.....	6
图 6: 挖掘机的成本构成.....	7
图 7: 厦工挖掘机与日系和欧美产品大比武.....	8

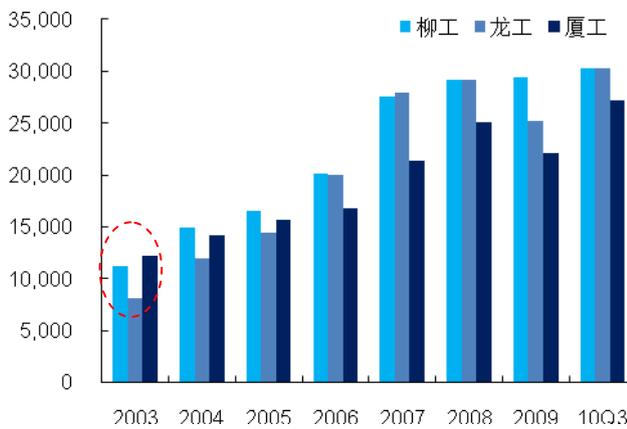
图 8：2010 年挖掘机全行业高速增长.....	10
图 9：公司装载机销量同比高速增长.....	10
图 10：厦工装载机下游市场分布情况.....	12

1. 昔日王者重新崛起

1.1 昔日的王者

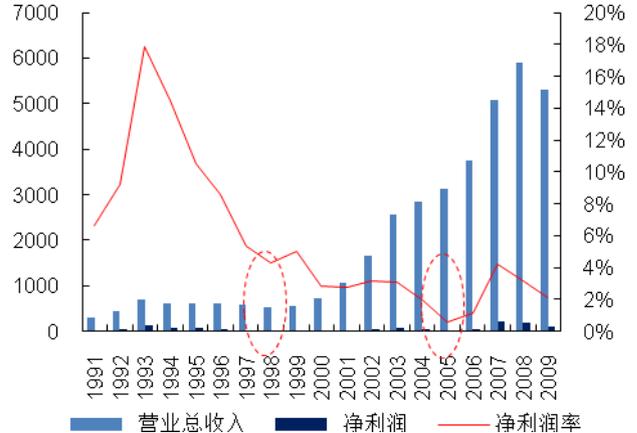
回顾厦工历史，从 1951 年在百废待兴中建厂到 1964 年试制成功中国第一台装载机；从 1982 年伴随改革开放春风在行业内率先实行社会化大协作、走向市场化而开创被业界广泛赞誉的“厦工模式”到 1993 年行业内率先进行股份制改革；从 1992 年厦工系列产品成功挑战南极恶劣自然环境到 2003 年在行业内率先实现产销双超万台，无愧于工程机械行业的王者地位。

图 1：柳工、龙工和厦工装载机的销量变化情况



资料来源：工程机械协会

图 2：厦工 98 年收入见底，05 年利润见底



资料来源：公司年报

但是近些年来厦工的地位有所下滑，装载机销量的头把交椅被柳工夺得，市场占有率微滑至第三位。特别是 05 年，厦工利润见底，与企业的地位和性质完全不符。

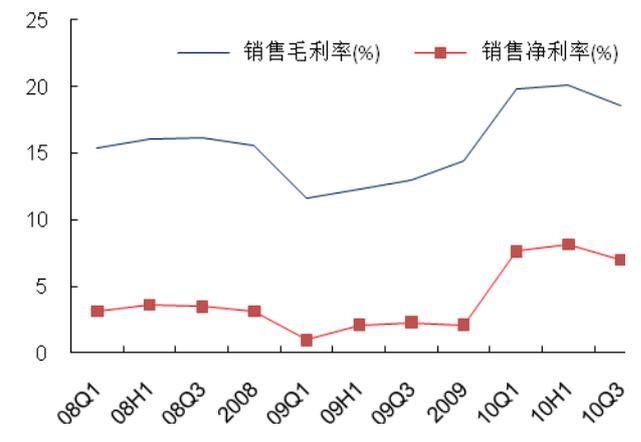
1.2 重新崛起的行动路径

厦工的崛起主要可以分为三个阶段。第一阶段是 2000-2003 年。98 年收入见底后，厦工进行了三方面的改革，一是加强技术开发，提升了产品的市场竞争力；二是调整营销策略以适应市场；三是内部管理上，主抓采购，以招标程序规范运作，有效地降低了成本。同时随着工程机械行业整体景气，这一时期，厦工年均收入增长率高达 53%，远高于同期行业 29% 的增速。

第二阶段是 2006-2007 年。05 年利润见底后，自 06 年下半年，厦工进行了一系列改革，首先制定了将厦工股份发展为以装载机、挖掘机等为核心产品的中国工程机械行业领军企业的战略定位，此外通过组建新的核心管理团队，建立市场化的人事、用工制度和相对科学合理的薪酬分配制度，转变企业经营机制等措施。

第三阶段是 2009 年至今。由于上一次改革的效果不是很明显，09 年厦工又进行了一轮深入改革，高薪聘请了韩国人蔡奎全担任总裁，全力发展挖掘机业务。另一点就是加强成本控制，10 年前三季度的净利润提升迅速，已达到 7.0%，相比 09 年提升了近 5 个百分点。

图 3：2010 年厦工利润率上升显著



资料来源：公司公告

截至 2009 年底，厦工总资产 56 亿元、净资产约 20 亿元，在职职工 5000 多人，专业技术人员 400 多人，并拥有国家认定的企业技术中心和博士后工作站。拥有年生产装载机 35000 台、挖掘机 12000 台、叉车 5000 台、路面机械 3000 台的生产能力。目前公司装载机产能充足，其中焦作基地（一期 10000 台）产能利用率在 80%左右，能够保证未来装载机平稳增长的需求。挖掘机的产能尚有富余，2011 年能保证公司挖掘机销售再翻番的要求。

2. 平衡和稳定、创新与扩张，产品本色是业绩飞升的本质原因

2.1 公司的产品组合选择合理

公司目前主要产品是装载机和挖掘机，叉车及部分路面机械。通过表 1，可以看到挖掘机、装载机叉车在过去的 9 年间保持了较高的增长速度，公司年初决定战略进军的泵车和旋挖钻机也有较高增速，其中泵车的年均增速更是高达 40.6%。此外，在各细分市场，挖掘机和叉车的市场集中度较低，装载机和泵车较高。

表 1：工程机械主要子行业增速

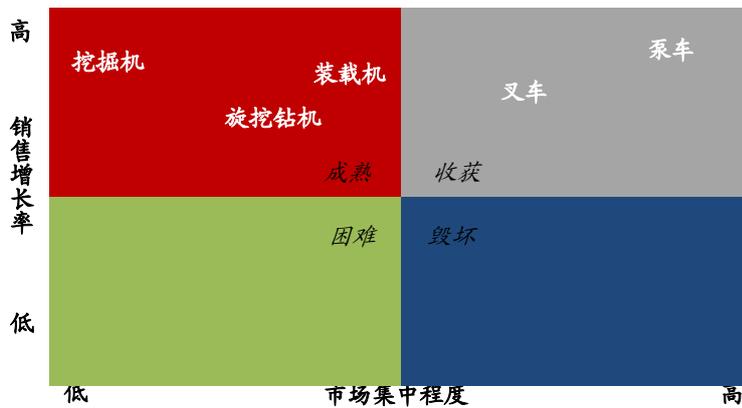
	挖掘机	装载机	平地机	推土机	叉车	泵车	轮式起重机
2000-2009	快	快	低	低	高	高	高
销量平均增长率	32.8%	24.5%	17.7%	12.7%	26.4%	40.6%	24.6%
	低	适度	-	高	适度	高	高
2009 年市场集中度	内资占 24.5%	前 3 占 53.5%	-	山推占 63.6%	合力占 26%	前 2 超 80%	徐重占 50.5%

资料来源：工程机械协会，东兴证券研究所

注：旋挖钻机的数据没有官方统计，泵车市场集中度是 07 年数据；我们定义增速超过 20% 为快速，市场前 3 强占有率超过 60% 为高集中度。

如果以果园矩阵来分析公司的主要产品的话，可以发现目前公司的主营产品装载机处于成熟型市场，主要形成了柳工、龙工和厦工三家龙头企业，其他新进入者很难实现突破。公司另一项重点打造的挖掘机业务处于成熟市场，市场集中度低，增速高，在这个没有主导公司的细分产业里，公司很容易摘得成熟的果实。其他公司未来要大力发展的桩工机械和混凝土机械分别处于成熟和收获象限。

图 4：厦工产品的果园矩阵分布



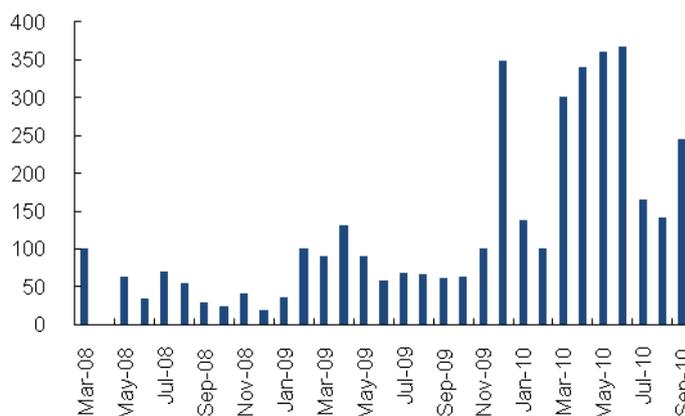
资料来源：东兴证券研究所

公司已有的业务和战略性发展的业务都处于有吸引力的市场里，未来产业发展的空间相对较大，难度相对较小。

2.2 挖掘机——产品本色决定超高速增长

挖掘机是公司重点打造的另一项业务，今年挖掘机行业的火爆，公司挖掘机 2010 年全年销售超 2800 台，同比增长 130%，超越市场平均增速水平。

图 5：公司挖掘机业务爆发式增长



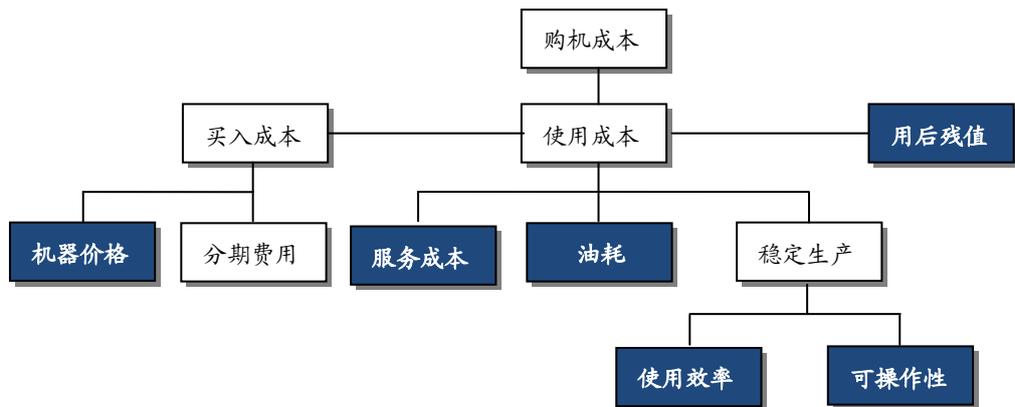
资料来源：工程机械工业协会

根本原因（内因）：机器本色吸引人 是根本

主导厦工挖掘机业务 200%以上超增长的根本原因还是机器本身的性能吸引人。

从购机者角度出发，他们必须尽可能的降低购机成本，而成本主要由机器价格、分期付款利率、油耗、维护成本构成，而维护成本又主要由机器性能、效率和可操作性、售后服务决定：

图 6：挖掘机的成本构成

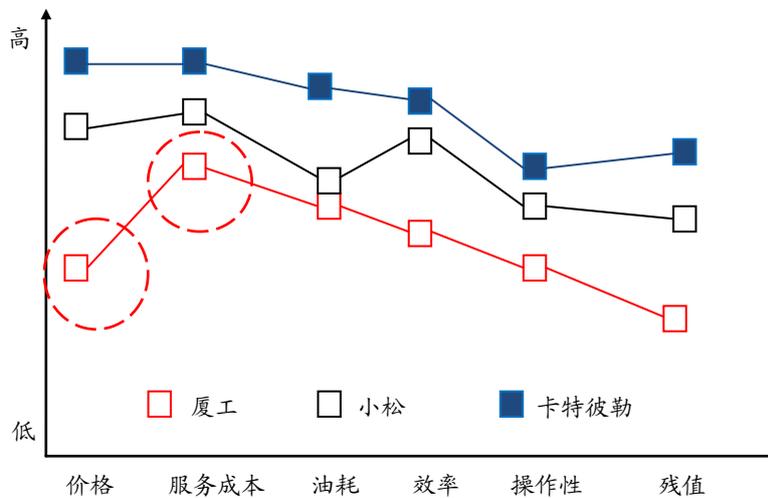


资料来源：东兴证券研究所整理

1) 价格：价格是影响购机者最主要的因素，因为下游的购机者主要是以个人或者小型工程公司为主，购机主要作为一种生产工具，通过台班等方式出租使用，从而挣得收益。个人的购买能力较弱，对价格敏感。2) 服务成本：包括配件的易得性、服务及时性、价格合理性。3) 油耗：购机者为了挣钱，油钱是吞噬购机者利润的主要消耗品。4) 使用效率：故障率，干活速度等。5) 可操作性：机器性能，是否容易操作。如果机手不容易上手的话，容易对挖机造成损伤，从而造成意外损失。6) 用后残值：进入二手市场流通时，能否卖出好价钱。

厦工挖掘机的主要零配件采用日系配置，基本上与日本厂商采用的部件差别不大，性能上差于日系、欧美等产品主要还是由于装配的匹配性、工艺合理性等基础理论和基础生产上的差距。而先攻挖掘机的价格和服务成本低于高外机器，油耗甚至要低于日系产品。

图 7：厦工挖掘机与日系和欧美产品大比武



资料来源：东兴证券研究所整理

整体而言厦工挖掘机价格在国产机中，低于三一，高于柳工。相较于其他国产品牌，公司产品主要产品特点是**速度快，油耗小（日本五十铃发动机），效率高（川崎液压系统）**。

表 2：各厂家 20T 挖掘机产品价格

厂商	型号 (20T)	价格
卡特	320 (20T)	118w
小松	PC220-8 (23T)	108w
斗山	DX225 (22T)	89w
三一	SY215C-8 (20T)	86w
厦工	XG820 (20T)	82.8w
柳工	205C (20T)	74w
龙工	6215 (20T)	79w

资料来源：铁甲论坛，东兴证券研究所整理

注：价格来源于网络，可能与真实代理商报价及真实购机价格有偏差

由于挖掘机保有量增加，假设工程需求量小于挖掘机保有量，一台挖机平均一年只能工作 300 天，每天工作 8 小时左右。按照三到四年左右的使用寿命，80%挖机可能工作 6000-7000 小时。按照目前挖掘机台班价格 220/小时（同吨位，国内外挖机在工地上的台班价格相差不大），扣除工人工资（400000/年）、油耗（90-120/小时）、管理费用（15000/年）、维修费（30000-500000/年）外，挖机的残值（卡特 50-60w，日系 40-50w，国产较低 25-35w）。如果购机者采用分期付款的方式，购买国产机（以厦工挖机为例）基本上能够实现盈利。（表 3）

即使挖机平均一年工作 300 天，每天工作 20 小时，厦工挖机的盈利能力可能仍强于外资品牌。（表 4）

从国产挖机逐渐替代国外挖机的过程也体现了国产挖机的性价比优势，至于机器的性能在购机者关注度上要弱于能否盈利。

表 3：情况 1：工作 7000 小时左右，厦工挖机开始盈利

编号	项目	欧美	日系	厦工
A	工作时限(小时)	7,000	7,000	6,500
B	20t 型台班价格(元/小时)	220	220	220
C	工人工资(40000/年)	120,000	120,000	120,000
D	油耗(90-120 元/小时)	840,000	735,000	585,000
E	管理费(元)	60,000	60,000	60,000
F	维护费(元)	120,000	120,000	100,000
G	残值(使用 6000-7000H)	600,000	500,000	300,000
H=(A*B)-C-D-E-F+G	卖机后的收入(元)	1,000,000	1,005,000	865,000
I	初始购机价格(元)	1,180,000	1,080,000	820,000
H>I 则盈利	能否盈利	否	否	是

资料来源：东兴证券研究所整理

注：假设用户购入挖机工作 3-4 年后在二手市场卖出；所有数据来源于销售、购机者、驾驶员的草根调研，仅供参考。

表 4：情况 2：工作 20000 小时左右，厦工挖机盈利能力仍强于外资品牌

编号	项目	欧美	日系	国产
A	工作年限(3-4Y)	20000	18000	15000
B	台班价格(20t)	220	220	220
C	工人工资(4W/Y)	320000	320000	320000
D	油耗(90-120/H)	2400000	1890000	1350000
E	管理费(元)	100000	100000	100000
F	维护费(元)	240000	240000	200000
G	残值(20000H)	400000	250000	100000
H=A*B-C-D-E-F+G	卖机后的收入(元)	1740000	1660000	1430000
I	初始购机价格(元)	1,180,000	1,080,000	820,000
H-I	能否盈利	560000	580000	610000

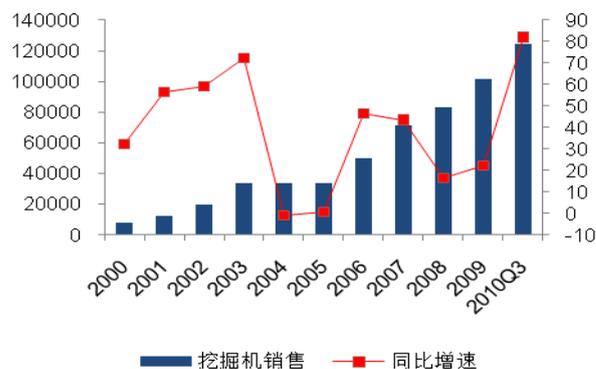
资料来源：同上

外因：2009 年销售基数小，2010 年下游市场火爆

公司 2006 年进入挖掘机市场，2009 年时挖掘机产量达到 1200 台，首次超过盈亏平衡量 1000 台，2009 年销售基数较小。

2010 年，基础设施投资热情高涨，挖掘机下游市场需求出现井喷，2010 年前 3 季度全行业同比增长 82% 左右，整个市场的亢奋带动了公司挖掘机业务高速发展。

图 8：2010 年挖掘机全行业高速增长

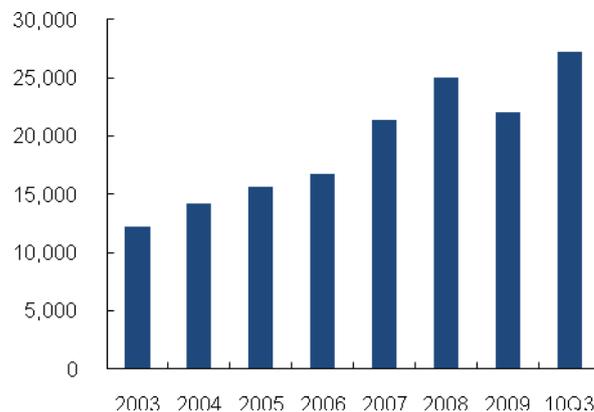


资料来源：工程机械工业协会

2.3 装载机——平衡和稳定

装载机是公司的主打产品，占公司营业收入的 80% 左右。装载机产品的稳定增长对厦工的持续稳健增长起到至关重要的作用。2010 年前 3 季度公司装载机销售超过 27000 台，同比增长 83%，高于市场 63% 的平均水平。

图 9：公司装载机销量同比高速增长



资料来源：工程机械协会

市场和机型结构双平衡

市场平衡。公司重点市场：山西、内蒙古、河北、辽宁、河南、云南、广东、福建和湖南。次重点市场：陕西、新疆、宁夏、甘肃、四川、山东、黑龙江、浙江、江苏和江西。而整个装载机行业的主要市场集中在河北、山西、山东、河南、四川、内蒙古、陕西、辽宁、云南和新疆。厦工的主销售市场基本就是就是全国装载机热销的区域。

表 5：公司装载机主要消费市场与全国装载机主要市场重叠

全国装载机主要消费市场	厦工装载机主要销售市场
河北	山西

山西	内蒙古
山东	河北
河南	辽宁
四川	河南
内蒙古	云南
陕西	广东
辽宁	福建
云南	湖南
新疆	陕西

资料来源：建筑机械

机型平衡。公司装载机主要以 3t 和 5t 为主，其中 5t 约占 3/4。而目前国内装载机市场产品主要有 3t 和 5t 两个机型，其中 5t 型占整个市场超过 6 成。因而公司一直保持着装载机行业主流生产企业的地位。公司装载机主要定位于中低端，其开发的“厦工型 ZL50”一直是市场上的主流。国内装载机的终端用户一直流行成 3（成工 30）柳 4（柳工 40）厦 5（厦工 50）这一说法，也间接印证了厦工 5t 型装载机在市场上的成功地位。同时厦工也在积极向 6t 以上的大载重机型拓展。

表 6：厦工装载机及型号

机型	型号	机型	型号
3T 以下	XG920T	5T	XG951
	XG918I		XG951II
	XG918II		XG951III
	XG918		XG953
	XG918T		XG953II
	XG916II		XG953III
	XG916I		XG955
	XG910		XG955G
3T	XG932		XG955II
	XG932II		XG956II
	XG932III		XG956III
4T	XG942		XG958
	XG962		XG958II
6T 以上	XG982		
	XG904		

资料来源：厦工股份

产业链维度——上下游都在稳中复苏

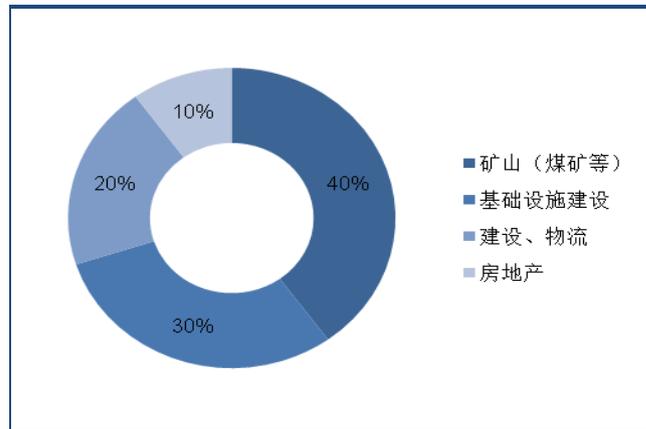
上游钢材价格基本稳定

钢材成本一般占到装载机生产成本的 50%-60%，车轮、发动机等外协件约占 20-25% 左右，剩下来的成本基本上由自供配件和人力、动力成本所分配。根据东兴证券钢铁行业研究员观点，2011 年钢材价格特别是装载机所需求的中厚板价格不会出现大幅上涨，公司成本上升压力不大。

下游市场需求复苏，未来增长稳定平缓

公司装载机多为短轴距产品灵活、高效、比较适应煤、铁矿、钢厂、房地产等项目，同时 08 年以后开发 956-2 等长轴距、重载机型，经近一年市场培育，用户对新产品满意度较高，销量增长较快。

图 10：厦工装载机下游市场分布情况



资料来源：东兴证券研究所

煤矿、稀土、铁矿等采掘行业经过 2010 年的整顿和调整，2011 年国内消费的并不会减少，反而优胜劣汰，投资更加集中，作为物料搬运的得力工具，对装载机需求可能会超预期。另一方面根据已有的公路、铁路、地铁、水运等规划，“十二五”期间基础设施建设的步伐不会减缓，而且往往地方政府的投资热情也是超预期的。

表 7：2020 年前基础设施建设规划

单位：公里	2009	2010	2020	新增
铁路	86,000	-	120,000	34,000
高速公路	6,510	-	100,000	93,490
内河航道	123,700	-	200,000	76,300
其中三级以上	8,842	-	14,300	5,458
地铁	-	1270	6,100	4,830

资料来源：交通部、铁道部、中国工程院、东兴证券研究所

价值链维度——基本实现全价值占有

装载机行业由于严重的产品同质化，利润率一直被压得很低。这是因为，装载机的结构比较简单，加之市场上一度出现装载机图纸全民共享的情况，市场上许多中小装

机生产厂商的产品主要以抄袭和改造大厂的机型为主。公司为提升毛利率，采取了多方面措施。

制造环节：从制造环节的成本角度出发，公司除了钢材、油漆等原材料，轮胎、发动机等专业性部件和一些标准件，核心的驱动桥和变速箱等部件基本实现自给，有效降低了生产总成本，将利润截留在了公司内部。

表 8：公司外购件基本构成

外购类别	内容
原材料	钢材、油料、油漆、气体、焊丝
外购件	关键总成件 柴油机、轮胎、双变总成、变矩器总成、驾驶室、机罩、油箱
	关键零部件 缸、泵、阀、传动轴、齿轮件等
外协件	一般零部件 机加工件、小钣金件等
标准件	螺栓、螺母等

资料来源：公司公告

销售环节：08 年以前，公司的主要生产基地在偏居一隅的厦门，而主要销售市场却在北方，运输成本也摊销了公司的毛利。为此公司在焦作成立了生产基地，目前一期产能 10000 台/年，就近满足了市场部分需求。

3. 新的思路、新的政策和新的系统带来新的收获

公司管理方面主要进行了三项新的变革。

首先业务理念的转变，充分重视营销的作用，体现了蔡奎全总裁上任后新的工作思路。蔡总认为国产挖掘机的性能基本上与韩资品牌没有多少差距，甚至一些关键部件的性能要超过韩资挖机，主要竞争体现在服务和售后两方面。厦工的策略是先进行成本控制，然后加快新产品开发、售后服务和销售网络建设。目前，公司的代理商超过 150 家，采取了全额付款、按揭付款、分期付款等多种付款方式，超过 50% 的挖机是通过分期付款方式销售。

其次，公司全面导入卓越绩效管理模式，全面实施 XPI521 生产性改革项目，取得较好成效，运营效率得到提高。公司继续优化 SAP-ERP 一期，实施二期项目，积极推行阳光采购，降低采购成本。2010 年三季报显示，公司毛利率已经达到 18.54%，相比于 2009 年底的 14.47% 提升了约 5 个百分点；净利润率也由 2.11% 提升到了 7%，显示了 2010 年增产降本显著成效。

再次，公司进一步改革内部管理机制，建立和完善激励与约束相结合的绩效薪酬体系。

4. 盈利预测与投资评级

预计公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.83、1.22、1.8 元，对应 2 月 1 日的收盘价的 PE 分别为 16.8 倍、11.5 倍、7.8 倍，上调至“强烈推荐”评级。

表 9：公司业绩预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	5,890.76	5,316.67	10,100.00	12,539.00	16,245.00
主营收入增长率	16.14%	-9.75%	89.97%	24.15%	29.56%
EBITDA（百万元）	353.68	235.85	884.82	1,256.06	1,845.78
EBITDA 增长率	8.62%	-33.32%	275.16%	41.96%	46.95%
净利润（百万元）	187.02	106.14	647.82	947.87	1,404.89
净利润增长率	-12.23%	-43.25%	510.34%	46.32%	48.22%
ROE	10.60%	5.53%	24.20%	31.67%	40.59%
EPS（元）	0.267	0.150	0.831	1.216	1.802
P/E	52.21	93.07	16.80	11.48	7.75

表 10：公司营业分项预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
装载机（台）	21,269	24,203	22,048	34,000	38,000	45,000
平均单价（万元/台）	19.69	20.01	19.50	21.20	21.20	21.50
销售收入（万元）	418,793.44	484,302.30	429,936.00	720,800.00	805,600.00	967,500.00
增长率		15.64%	-11.23%	67.65%	11.76%	20.10%
挖掘机（台）	472	600	1,215	2,802	5,300	8,500
平均单价（万元/台）	38.19	48.69	56.00	60.00	61.00	62.00
销售收入（万元）	18,027.53	29,215.45	68,040.00	168,120.00	323,300.00	527,000.00
增长率		62.06%	132.89%	147.09%	92.30%	63.01%
其他	25,423.44	48,317.86	33,690.99	121,080.00	125,000.00	130,000.00
增长率		90.05%	-30.27%	259.38%	3.24%	4.00%
主营业务收入（万元）	462,244.42	561,835.62	531,666.99	1,010,000.00	1,253,900.00	1,624,500.00
主营业务收入同比增长		21.55%	-5.37%	89.97%	24.15%	29.56%
综合毛利率	15.21%	15.61%	14.47%	19.00%	20.50%	21.50%
挖机占比	3.90%	5.20%	12.80%	16.65%	25.78%	32.44%
装载机占比	90.60%	86.20%	80.87%	71.37%	64.25%	59.56%

5. 风险提示

下游矿山、煤矿、基础设施等投资下滑将影响公司产品销量。

上游钢材价格猛烈上涨将挤压公司利润。

分析师简介

史成波

工学学士，经济学硕士，2010年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。