高端装备制造业 2020 年半年度跟踪报告——王者归来

- **工程机械：Q2 强势反弹，全年增长保持乐观。**为对冲新冠肺炎的负面影响，政府加大基建投资，有效拉动了工程机械需求，二季度中国工程机械行业实现逆势增长。2020 年上半年，行业内 12 家企业集团实现营收 2024 亿元，同比增长 15.4%，实现利润 180 亿元，同比增长 15.9%，企业利润率达到 8.9%。基于全面的投资力度与环保政策，我们对工程机械行业全年增长保持乐观，预计全年增速在 5%-10%之间。

- **轨交装备：全年铁路投资或略超去年，国铁采购招标放缓。**受疫情影响，2020 一季度全国铁路固定资产投资完成额同比下滑 21%。自 4 月份以来疫情影响有所缓解，全国铁路固定资产投资提速明显，5 月份单月铁路固定资产投资增速便达到了 18.69%的高位，累计同比增速在 6 月份实现转正（累计同比增加 1.2%）。考虑到往年上半年铁路固定资产投资占全年投资的比重仅在 40%左右，叠加今年疫情影响逆周期调节持续发力，预计 2020 年铁路固定资产投资额或将达到 8200 亿元左右，相比去年增加 100 亿元以上。车辆招标方面，2020 上半年国铁集团车辆招标力度出现较大程度回落，除了货车和机车有部分采购外，动车组和客车招标采购尚未开启。高速动车组招标已停滞近一年。

- **工业机器人：疫情冲击影响逐渐消退，产量恢复两位数增长，行业上行趋势基本确定。**工业机器人行业因疫情中断了自去年四季度开始的景气度回升，随疫情影响逐步消退，在 2020 年二季度重新确立上行趋势。从 4 月份以来，工业机器人的产量单月同比大幅转正，并且产量累计同比年内首次转正。2020 年上半年，全国规模以上工业企业的工业机器人累计产量为 9.38 万台，同比增加 10.3%，此轮工业机器人的上行趋势基本确定。展望全年，在汽车销量处于弱复苏、3C 领域固定资产保持增长的大环境下，我们对工业机器人全年行业景气度保持乐观。

王宝权
行业研究员
☎：0755-83161565
✉：wangbaoquan@cmbchina.com

杨荣成
行业研究员
☎：0755-82901273
✉：yangrongcheng@cmbchina.com

相关研究报告

《高端装备制造业 2019 年及 2020 年一季度跟踪报告——坐等云起时》

目录

1. 工程机械：Q2 强势反弹，对全年增长保持乐观 1
1.1 行业概况：延后需求释放，Q2 强势反弹 1
1.2 板块营收、利润高增速和经营性现金流由负转正 2
1.3 龙头公司表现：强者恒强,集中度提升 2
2. 轨交装备：受疫情影响铁路装备招标进度放缓 4
2.1 铁路固定资产投资恢复正增长，全年投资或略超去年 4
2.2 疫情对动车组交付产生影响，上半年车辆招标不及预期 6
2.3 中车半年度业绩承压，全年增长还需看动车组和货车招标 7
3. 工业机器人：行业上行趋势基本确定 9
3.1 疫情冲击影响逐渐消退，工业机器人产量恢复两位数增长 9
3.2 板块公司 2020H1 业绩较 2020Q1 明显改善 10
3.3 头部样本公司“转危为机”实现业绩逆势大增 11

图目录

图 1：2020 上半年工程机械主要品类销量增速 1
图 2：工程机械行业主要公司营收情况 2
图 3：工程机械行业主要公司归母净利润情况 2
图 4：行业经营性现金流量净额（亿元） 2
图 5：龙头公司经营性现金流量净额（亿元） 2
图 6：三巨头营业收入占行业主要公司比例 3
图 7：三巨头归母净利润占行业主要公司比例 3
图 8：三巨头毛利率与行业比较 3
图 9：三巨头成本费用利润率与行业比较 3
图 10：三一重工 20H1 收入增长 13% 3
图 11：三一重工 20H1 归母净利润增长 25% 3
图 12：中联重科 20 H1 收入增长 29% 4
图 13：中联重科 20 H1 归母净利润大增 56% 4
图 14：徐工机械 20H1 收入增长 13% 4
图 15：徐工机械 20H1 归母净利润下降约 10% 4
图 16：2020H1 全国铁路固定资产投资累计同比实现微增 5
图 17：我国铁路运营里程建设规划情况 5
图 18：我国高铁运营里程建设规划情况 5
图 19：2013-2020H1 铁路动车组采购招标情况 6
图 20：2013-2020H1 铁路机车采购招标情况 6
图 21：2012-2020H1 铁路货车采购招标情况 6
图 22：2012-2020H1 铁路客车采购招标情况 6
图 23：截至 2020H1 国铁集团货车采购情况 7
图 24：截至 2020H1 国铁集团机车采购情况 7
图 25：2020H1 中国中车营业总收入及增速情况 7
图 26：2020H1 中国中车归母净利润及增速情况 7
图 27：中车各业务板块收入情况（亿元，%） 8
图 28：中车各业务板块占营收比重情况（%） 8
图 29：2020H1 中国中车主要铁路装备收入情况（亿元，%） 8
图 30：中车毛利率情况（%） 9
图 31：中车期间费用率情况（%） 9
图 32：我国工业机器人单月产量及同比情况 9
图 33：我国工业机器人累计产量及累计同比情况 9
图 34：制造业固定资产投资及工业机器人主要下游投资累计同比情况 10
图 35：工业机器人板块公司整体营收及增速 10

图 36：工业机器人板块公司单季度营收及增速.....10
图 37：工业机器人板块公司整体归母净利润.....11
图 38：工业机器人板块公司单季度归母净利润.....11
图 39：行业头部样本公司营收情况.....11
图 40：行业头部样本公司业绩情况.....11
图 41：头部样本公司平均毛利率水平（%）.....11
图 42：头部样本公司平均成本费用利润率（%）.....11
图 43：工业机器人头部样本公司业绩概况.....12

新冠疫情突发对高端装备制造业在2020年一季度的业绩、盈利能力、现金流产生一定负面影响。随着国内疫情逐步得到有效控制，制造业有序复工，相关负面影响基本化解。工程机械和工业机器人行业在上半年均取得了超出预期的业绩表现。

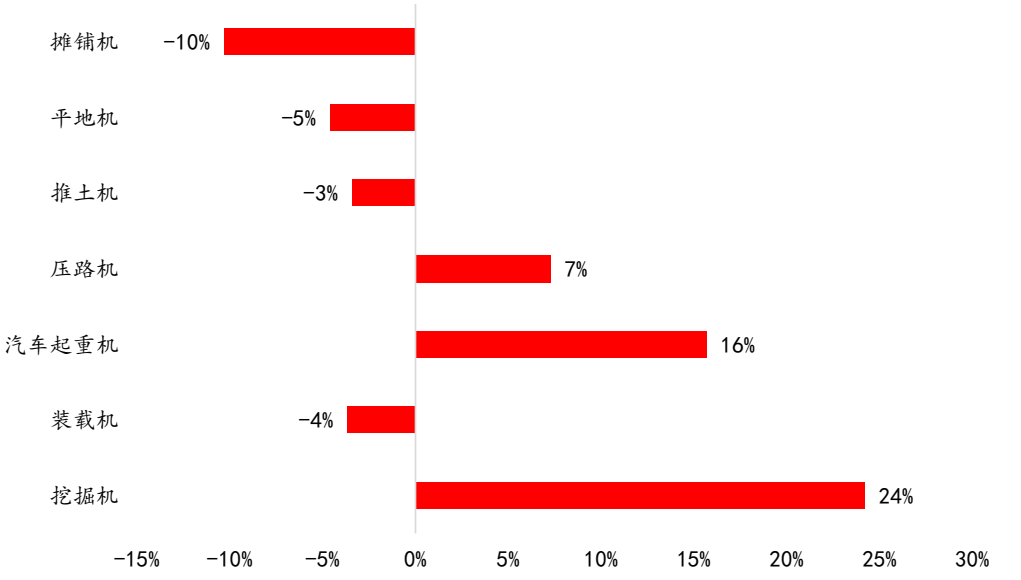
1. 工程机械：Q2 强势反弹，对全年增长保持乐观

1.1 行业概况：延后需求释放，Q2 强势反弹

为对冲新冠肺炎的负面影响，政府加大基建投资，有效拉动了工程机械需求，二季度中国工程机械行业实现逆势增长。**2020 年上半年，行业内 12 家企业集团实现营收 2024 亿元，同比增长 15.4%，实现利润 180 亿元，同比增长 15.9%，企业利润率达到 8.9%。基于全面的投资力度与环保政策，我们对工程机械行业全年增长保持乐观，预计全年增速在 5%-10%之间。**

在产品方面，上半年共销售挖掘机 17.04 万台，同比增长 24.2%；其中国内 15.59 万台，同比增长 24.8%；出口 1.45 万台，同比增长 17.8%。其他产品方面，装载机销售 6.41 万台，同比减少 3.68%；汽车起重机销售 2.89 万辆，同比增加 15.68%；压路机销售 1.05 万辆，同比增加 7.28%；推土机销售 3182 辆，同比减少 3.43%；平地机销售 2340 台，同比减少 4.61%；摊铺机销售 1493 台，同比减少 10.33%。

图 1：2020 上半年工程机械主要品类销量增速

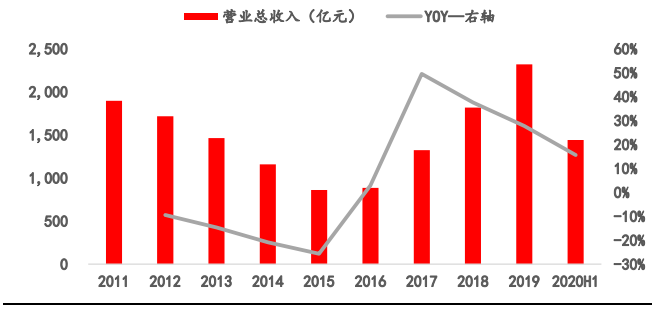


资料来源：工程机械协会、招商银行研究院

1.2 板块营收、利润高增速和经营性现金流由负转正

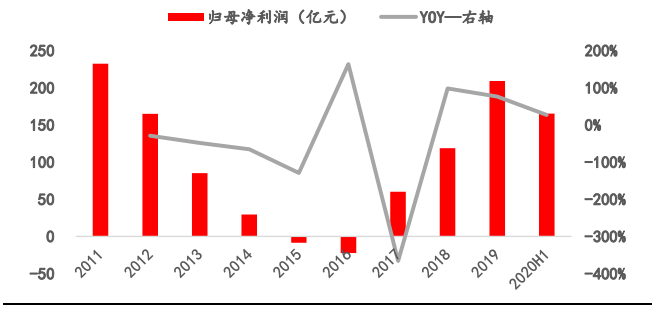
行业的变化在公司的营收、利润和现金流上得到完美呈现。我国工程机械领域主要公司在 2020 年上半年实现营收 1441 亿元，同比增长 15.58%。2020 年上半年获得归母净利润 165 亿元，同比增长 26.69%。同时板块上半年经营性现金流净额由负转正为 136 亿元。

图 2：工程机械行业主要公司营收情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

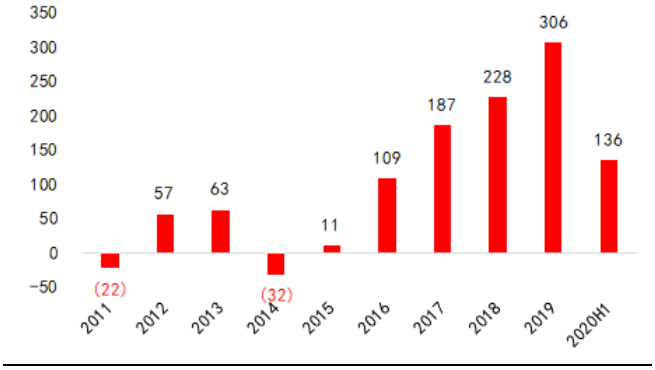
图 3：工程机械行业主要公司归母净利润情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

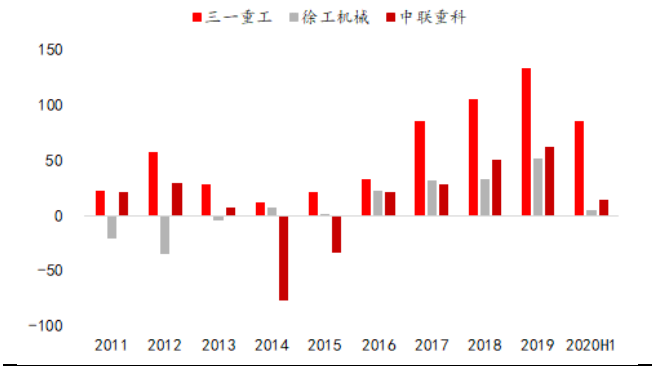
注：上述工程机械板块上市公司包括三一重工、徐工机械、中联重科、柳工、厦工、山推股份、山河智能、安徽合力、杭叉集团。

图 4：行业经营性现金流量净额（亿元）



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 5：龙头公司经营性现金流量净额（亿元）

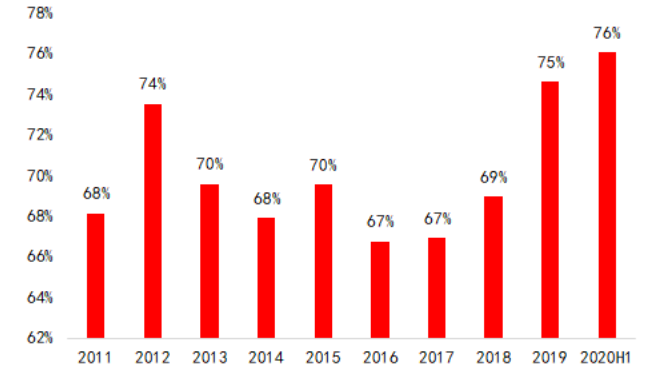


资料来源：Wind、招商银行研究院

1.3 龙头公司表现：强者恒强，集中度提升

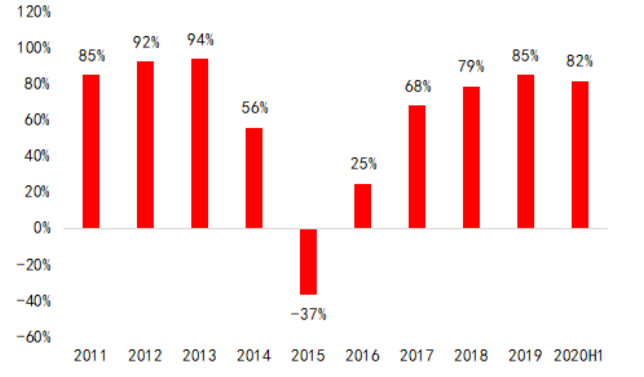
行业三巨头中联重科、三一重工和徐工营业收入占行业主要公司比例再创近年新高达到 76%，行业集中度进一步提升，展现了更强的韧性。归母净利润占比略有下降，由 2019 年 85%降为 2020 年上半年 82%。在盈利能力和成本费用方面，三巨头依然表现出较高水平。

图 6：三巨头营业收入占行业主要公司比例



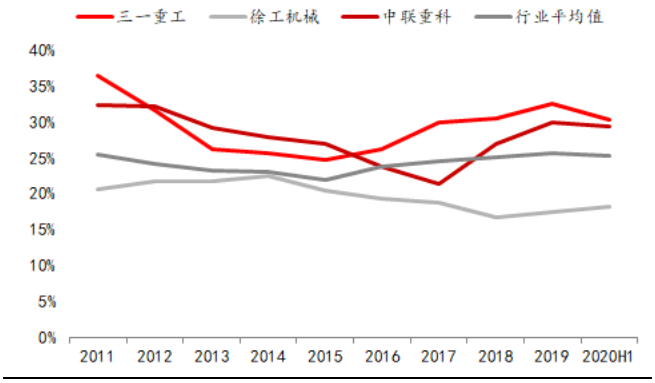
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 7：三巨头归母净利润占行业主要公司比例



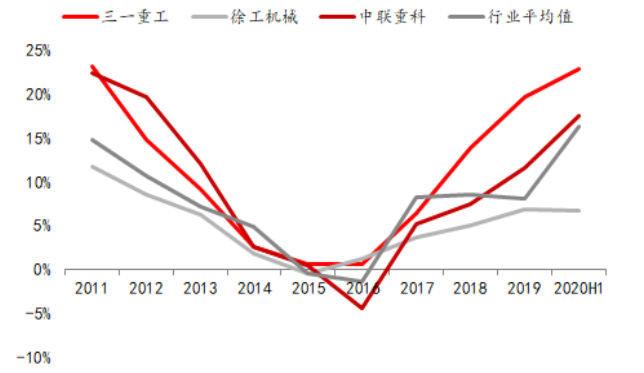
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 8：三巨头毛利率与行业比较



资料来源：Wind、招商银行研究院

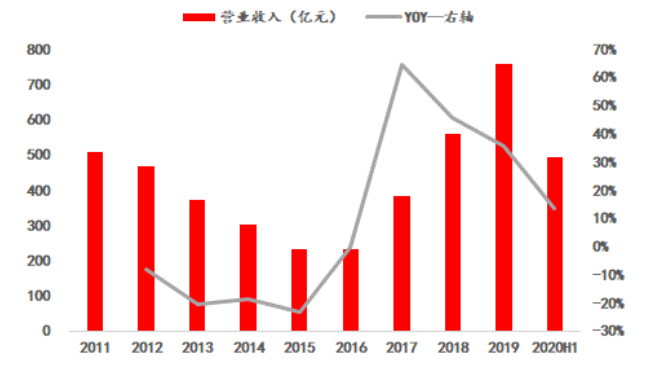
图 9：三巨头成本费用利润率与行业比较



资料来源：Wind、招商银行研究院

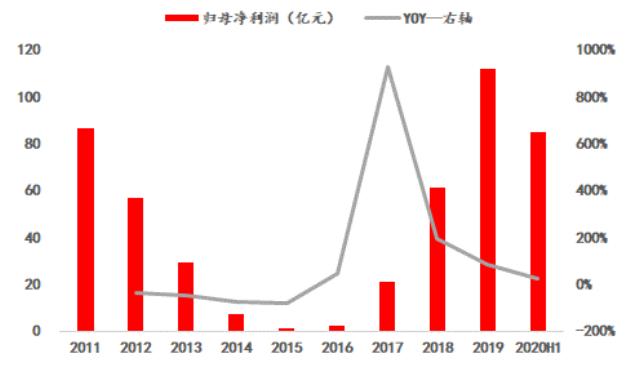
成长性方面，受益于二季度行业景气度强势反弹，2020 年上半年三一重工收入增长 13%，归母净利润同比上升 25%；凭借对疫情的积极应对以及海外市场的积极推进，中联重科营收利润展现出更高弹性，上半年收入增长 29%，同时归母净利润大增 56%；受汇率波动和减值损失影响，徐工机械营收利润并未同步增长，收入在增长 13%的同时归母净利润下降 10%。

图 10：三一重工 20H1 收入增长 13%



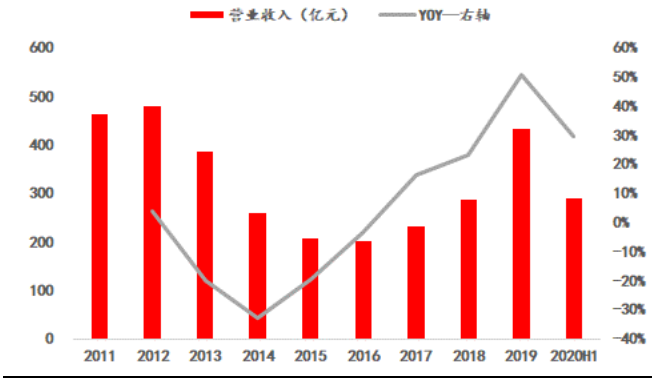
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 11：三一重工 20H1 归母净利润增长 25%



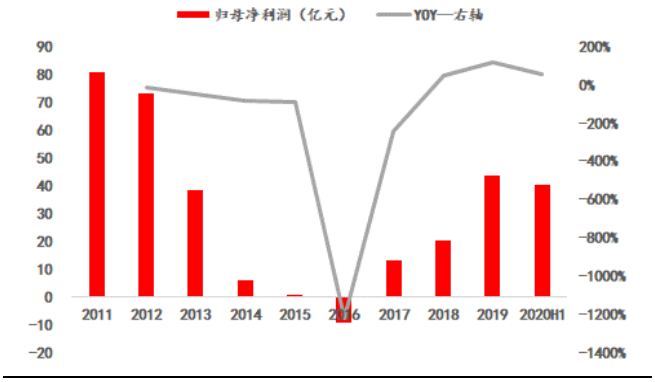
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 12：中联重科 20 H1 收入增长 29%



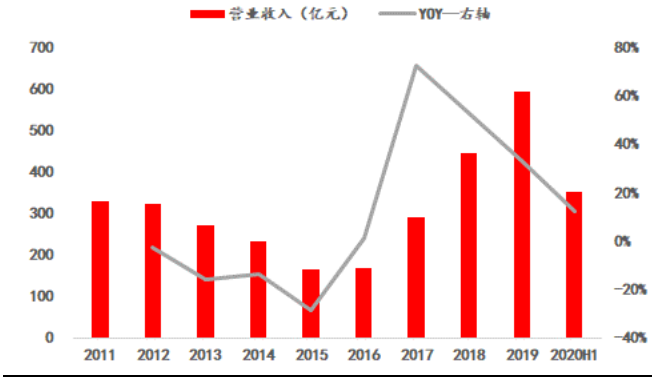
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 13：中联重科 20 H1 归母净利润大增 56%



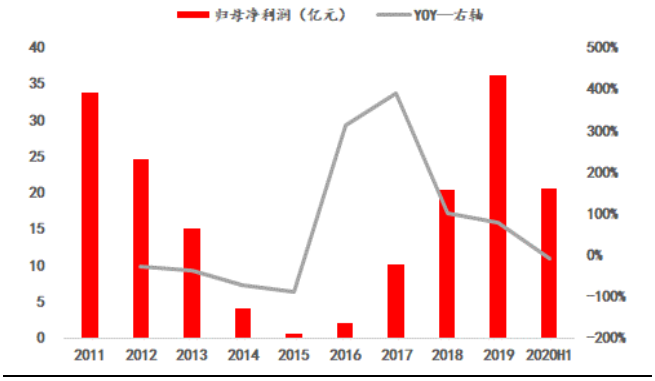
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 14：徐工机械 20H1 收入增长 13%



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 15：徐工机械 20H1 归母净利润下降约 10%



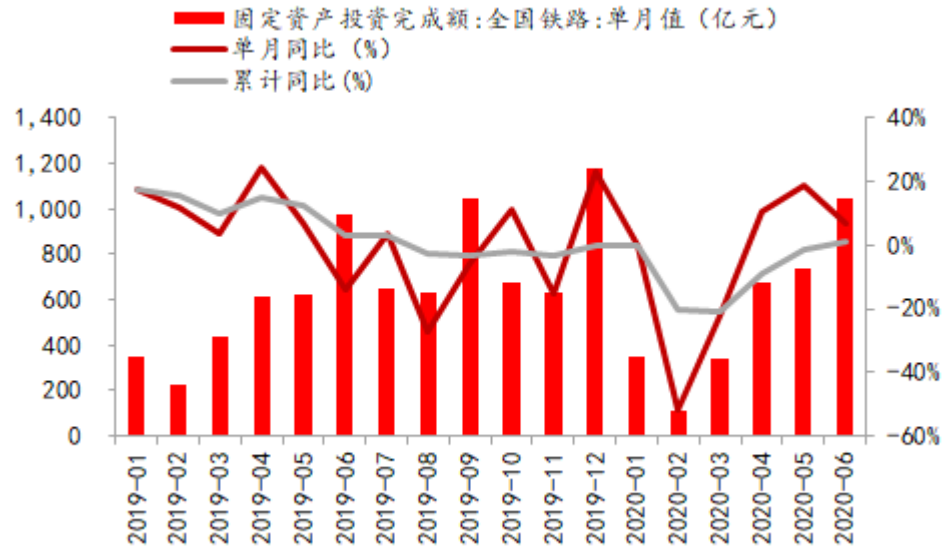
资料来源：Wind、招商银行研究院

2. 轨交装备：受疫情影响铁路装备招标进度放缓

2.1 铁路固定资产投资恢复正增长，全年投资或略超去年

受疫情影响，2020一季度全国铁路固定资产投资完成额同比下滑21%。自4月份以来疫情影响有所缓解，全国铁路固定资产投资提速明显，5月份单月铁路固定资产投资增速便达到了18.69%的高位，累计同比增速在6月份实现转正（累计同比增加1.2%）。**考虑到往年上半年铁路固定资产投资占全年投资的比重仅在40%左右，叠加今年疫情影响逆周期调节持续发力，预计2020年铁路固定资产投资额或将达到8200亿元左右，相比去年增加100亿元以上。**

图 16：2020H1 全国铁路固定资产投资累计同比实现微增

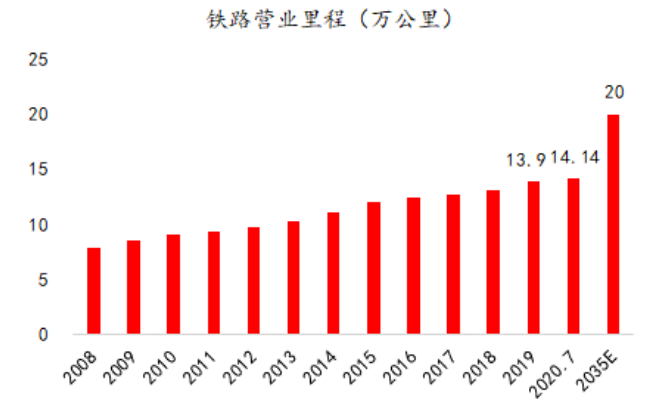


资料来源：WIND，招商银行研究院

高铁规划里程再翻番，新基建赋能智慧铁路。上半年国铁集团正式发布《新时代交通强国铁路先行规划纲要》（以下简称“规划纲要”）。规划纲要的核心要点在于“一网”、“一智”。“一网”指建成现代化铁路网，规划到 2035 年全国铁路网达到 20 万公里左右，其中高铁 7 万公里左右，20 万人口以上城市实现铁路覆盖，50 万人口以上城市高铁通达；“一智”指提升铁路智慧水平，自主创新建立时速 400 公里及以上高速铁路技术标准、更快捷货运列车、更先进重载铁路等成套关键技术体系，以及新型智能列控系统等。

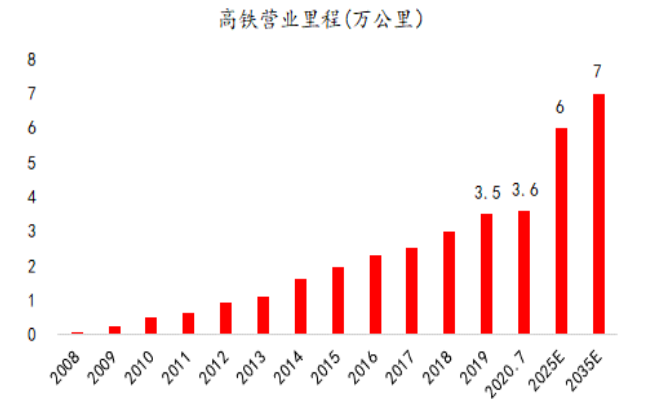
根据最新规划纲要，我们预计 2025 年左右高铁的运营里程或将达到 6 万公里左右，那么 2025-2035 这十年高铁通车里程要至少完成 1 万公里左右，虽然高铁建设规划往往比实际建设要略少，但其未来建设发展节奏趋势基本可以确定。随着高铁覆盖率不断提升，2025 年左右开始高铁建设相较前期将趋于放缓，国内高铁市场逐步迈入后市场时代。

图 17：我国铁路运营里程建设规划情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 18：我国高铁运营里程建设规划情况

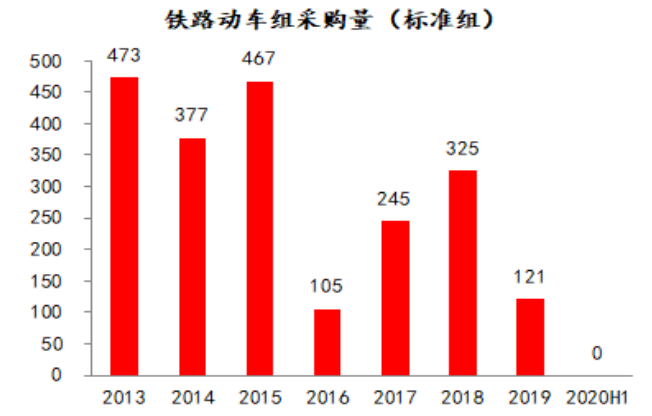


资料来源：Wind、招商银行研究院

2.2 疫情对动车组交付产生影响，上半年车辆招标不及预期

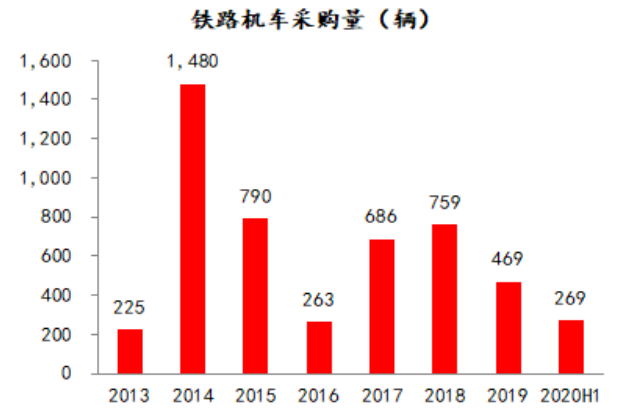
车辆招标方面，2020 上半年国铁集团车辆招标力度出现较大程度回落，除了货车和机车有部分采购外，动车组和客车招标采购尚未开启。高速动车组招标已停滞近一年，原计划今年 7 月启动的 137 组时速 250 公里复兴号动车组招标延期到 9 月，预计 10 月开始交付。今年初，中国中车曾预计 2020 年时速 160 公里动集采购量约为 100 组，目前这一招标也存在不确定性，今年将是动车组招标低谷之年。**展望 2020 年全年，随着疫情对动车组海外供应链的影响逐渐减弱，动力集中式动车组替代传统客车提上日程，下半年动车组招标采购进度有望落地；但考虑到 2020 年我国基本上已经完成前期高铁运营里程的规划目标，全年的动车组采购数量或难以超过去年的水平。**

图 19：2013-2020H1 铁路动车组采购招标情况



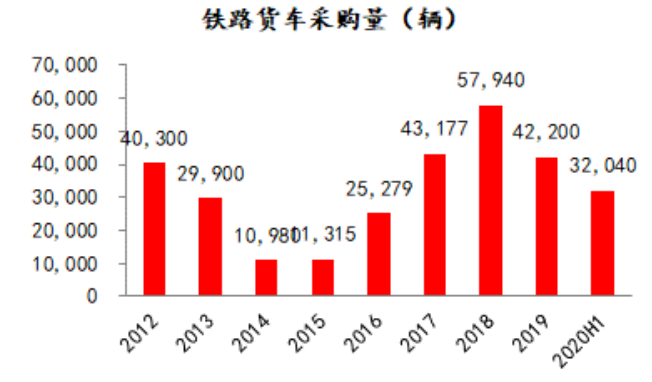
资料来源：WIND,招商银行研究院

图 20：2013-2020H1 铁路机车采购招标情况



资料来源：WIND,招商银行研究院

图 21：2012-2020H1 铁路货车采购招标情况



资料来源：WIND,招商银行研究院

图 22：2012-2020H1 铁路客车采购招标情况



资料来源：WIND,招商银行研究院

铁路货车与机车方面，“铁路货运增量三年行动”进入收官之年，预计下半年货运装备采购或将有一波高峰。截至 2020 年上半年，国铁集团完成铁路货车招标 32040 辆、铁路机车招标 269 辆，与一季度相比仅增加了 40 辆铁路货车。

图 23：截至 2020H1 国铁集团货车采购情况

2020.2.18C70E型铁路货车采购项目	采购数量（辆）	2020.2.18NX70型铁路货车采购项目	采购数量（辆）
中车长江车辆有限公司	1600	中车长江车辆有限公司	800
中车株洲车辆有限公司	1600	中车西安车辆有限公司	1200
中车眉山车辆有限公司	2000	重庆长征重工有限责任公司	400
中车西安车辆有限公司	1200	中车株洲车辆有限公司	1200
中车沈阳机车车辆有限公司	1200	中车眉山车辆有限公司	1200
济南东方新兴车辆有限公司	1200	中车贵阳车辆有限公司	800
重庆长征重工有限责任公司	1200	中车山东机车车辆有限公司	1600
中车石家庄车辆有限公司	400	大连中车大齐车辆有限公司	800
中车齐齐哈尔车辆有限公司	7200	晋西铁路车辆有限责任公司	800
中车太原机车车辆有限公司	1200	中车沈阳机车车辆有限公司	1200
晋西铁路车辆有限责任公司	400	合计	10000
包头北方创业有限责任公司	2000	2020.6.24KZ70型铁路货车采购项目	采购数量（辆）
中车山东机车车辆有限公司	800	中车太原机车车辆有限公司	40
合计	22000	合计	40

资料来源：中国铁路物资采购商务平台，招商银行研究院

图 24：截至 2020H1 国铁集团机车采购情况

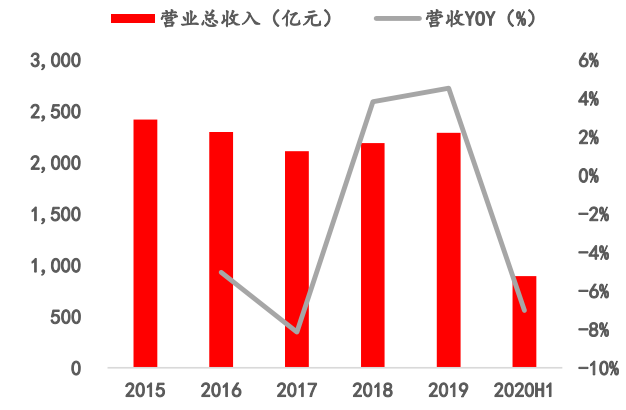
交流传动六轴7200kW货运电力机车采购项目（153台）	中车大连机车车辆有限公司
	资阳中车电力机车有限公司
	中车大同电力机车有限公司
交流传动八轴9600kW货运电力机车采购项目（72台）	中车大同电力机车有限公司
	中车株洲电力机车有限公司
	中车大连机车车辆有限公司
4400马力交流传动调车内燃机车采购项目（44台）	中车戚墅堰机车有限公司
	中车大连机车车辆有限公司

资料来源：中国铁路物资采购商务平台，招商银行研究院

2.3 中车半年度业绩承压，全年增长还需看动车组和货车招标

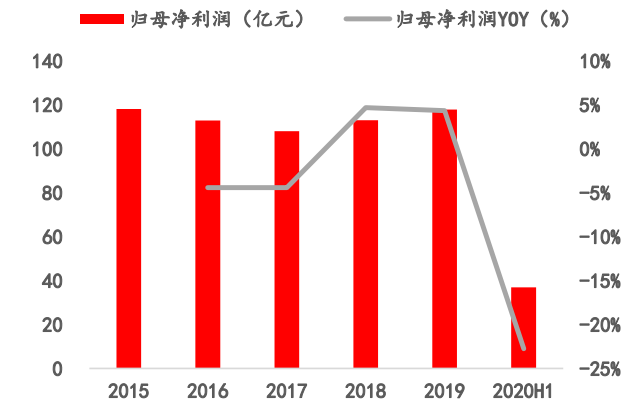
2020 年上半年中国中车实现营业收入 894.03 亿元（YOY-7.01%），实现归属母公司股东净利润 36.93 亿元（YOY-23%），中国中车的营收和归母净利润降幅较一季度收窄明显，但占其营收比重最高的铁路装备业务增速下滑严重致使其半年度业绩承压。

图 25：2020H1 中国中车营业总收入及增速情况



资料来源：WIND，招商银行研究院

图 26：2020H1 中国中车归母净利润及增速情况

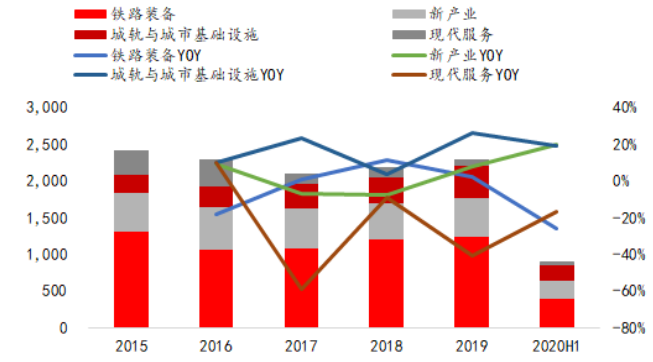


资料来源：WIND，招商银行研究院

城轨与城市基础设施、新产业是 2020H1 中车收入结构中两大增长点所在。中车四大业务板块 2020 年上半年实现的收入和增速分别为：铁路装备 401.25 亿元（YOY -25.53%）、新产业 250.69 亿元（YOY +20.03%）、城轨与城市基础设施 212.52 亿元（YOY +19.26%）、现代服务 29.57 亿元（YOY -16.93%）。铁路装备、新产业、城轨与城市基础设施、现代服务收入占营收比重分别为44.88%、28.04%、23.77%、3.31%，其中铁路装备业务收入同比

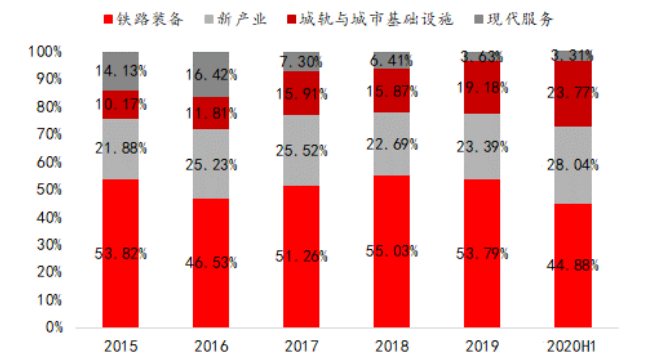
大幅下滑主要是上半年机车、客车、动车组和货车等产品销量下降所致；新产业同比逆势增长主要是风电业务收入增加所致；城轨与城市基础设施业务受益于城轨通车里程加速，城轨车辆、城轨工程站场设备及设施的收入增加所致；现代服务业务受疫情和复杂多变的国际贸易形势影响，贸易义务规模缩减所致。预计城轨与城市基础设施和新产业或将成为中车全年最确定性的增长点。

图 27：中车各业务板块收入情况（亿元，%）



资料来源：WIND，招商银行研究院

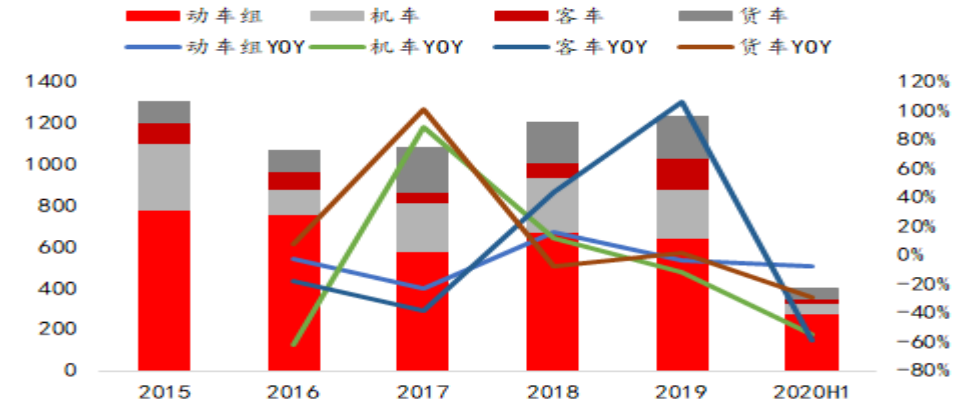
图 28：中车各业务板块占营收比重情况（%）



资料来源：WIND，招商银行研究院

机车和客车业务增长乏力，下半年铁路装备业务收入增长还得看动车组和货车招标情况。2020 年上半年中车各铁路装备收入及增速分别为：动车组 278.19 亿元（YOY -8.19%）、机车 46.36 亿元（YOY -54.83%）、客车 23.71 亿元（YOY -59.35%）、货车 52.99 亿元（YOY -29.19%）。展望下半年动力集中式动车组有望替代部分存量客车、铁路货运三年行动计划即将收官带来新增货车采购需求，铁路装备全年的收入增长还需看下半年动车组和货车的招标进度情况。

图 29：2020H1 中国中车主要铁路装备收入情况（亿元，%）

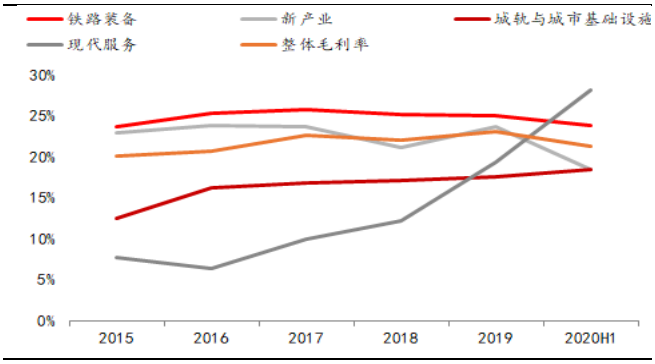


资料来源：WIND，招商银行研究院

毛利率相对较低的风电业务量增加拖累整体，财务费用率提升明显。2020 年上半年中车毛利率为 21.29%，同比下滑 1.18 个百分点，其中现代服务业、城轨与城市基础设施、铁路装备毛利率分别同比增加 7.54、1.79、0.09 个百分点；新产业毛利率同比大幅下滑 5.53 个百分点，主要在于新产业中毛利率相

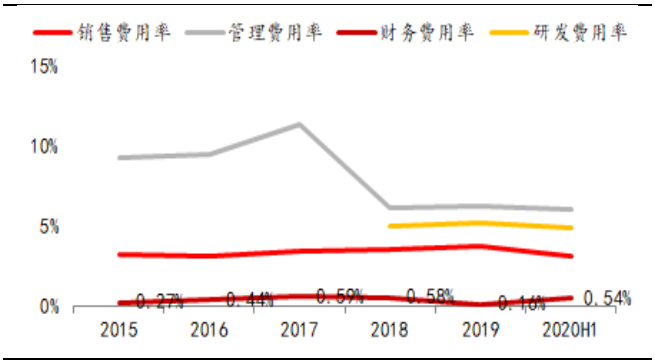
对较低的风电业务占比增加。报告期内中车销售费用率（3.13%）、管理费用率（6.02%）、财务费用率（0.54%）和研发费用率（4.95%）合计为 14.64%，较去年 14.26%略微上升，主要在于本期公司的财务费用率增加所致。

图 30：中车毛利率情况（%）



资料来源：WIND，招商银行研究院

图 31：中车期间费用率情况（%）



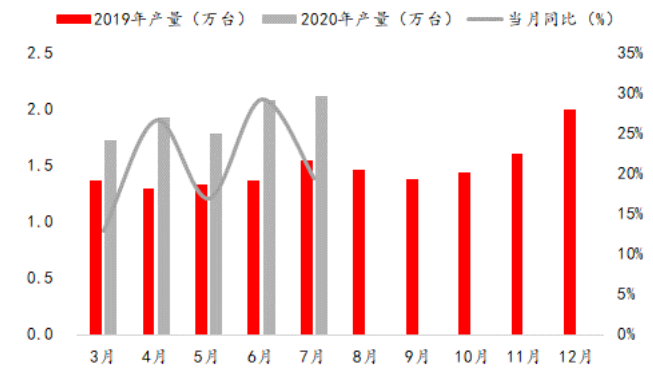
资料来源：WIND，招商银行研究院

3. 工业机器人：行业上行趋势基本确定

3.1 疫情冲击影响逐渐消退，工业机器人产量恢复两位数增长

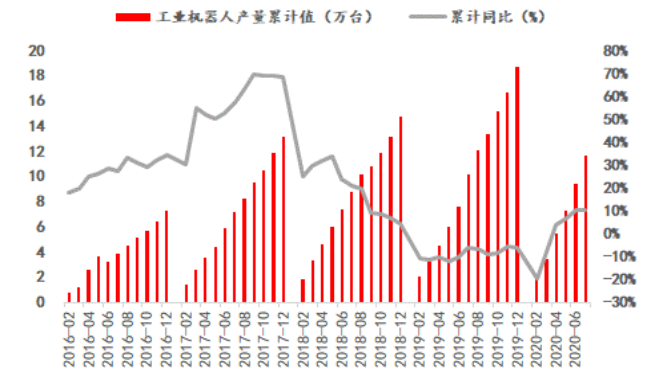
工业机器人行业因疫情中断了自去年四季度开始的景气度回升，随疫情影响逐步消退，在 2020 年二季度重新确立上行趋势。从 4 月份以来，工业机器人的产量单月同比大幅转正，并且产量累计同比年内首次转正。2020 年上半年，全国规模以上工业企业的工业机器人累计产量为 9.38 万台，同比增加 10.3%，此轮工业机器人的上行趋势基本确定。

图 32：我国工业机器人单月产量及同比情况



资料来源：WIND，招商银行研究院

图 33：我国工业机器人累计产量及累计同比情况

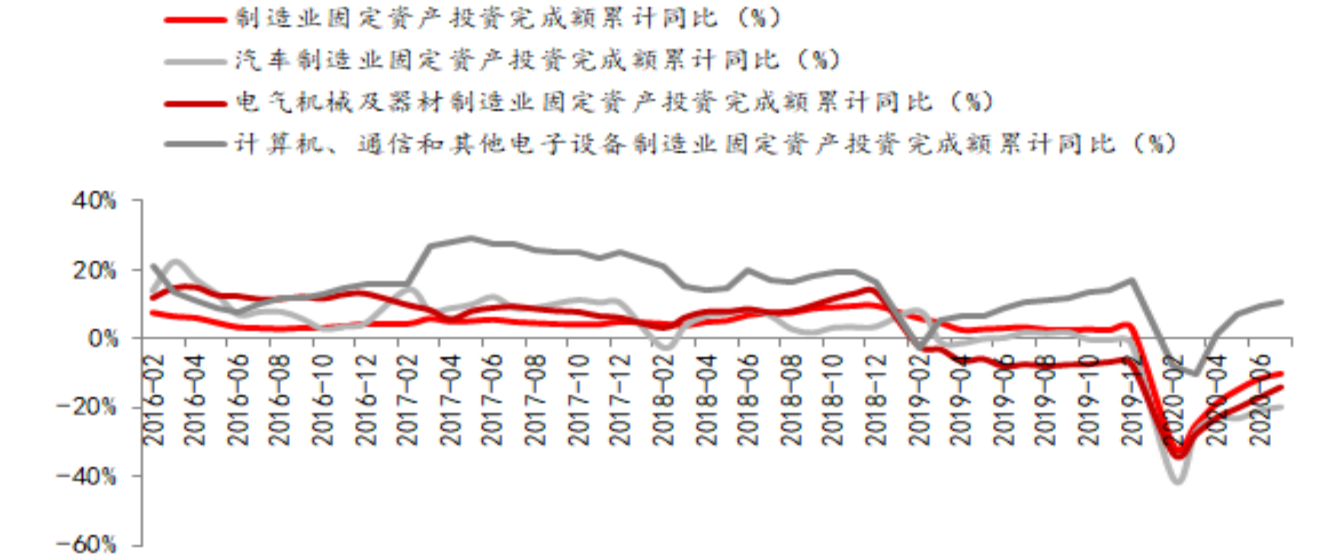


资料来源：WIND，招商银行研究院

3C 领域固定资产投资同比增速回正，叠加汽车和电气机械固定资产投资同比降幅持续收窄，推动工业机器人进入复苏周期。2020 年上半年制造业固定资产投资完成额累计同比下滑 10.2%，较前 5 个月累计同比下滑幅度收窄 3.1 个百分点。其中 3C 领域固定资产投资累计同比增速自 4 月份转正以来继续

保持上行趋势，2020 年上半年 3C 领域固定资产投资累计同比增速达到 9.4%；上半年汽车和电气机械制造业固定资产投资累计同比增速分别为-20.9%、-17.1%，降幅持续收窄。展望全年，在汽车销量处于弱复苏、3C 领域固定资产保持增长的大环境下，我们对工业机器人全年行业景气度保持乐观。

图 34：制造业固定资产投资及工业机器人主要下游投资累计同比情况

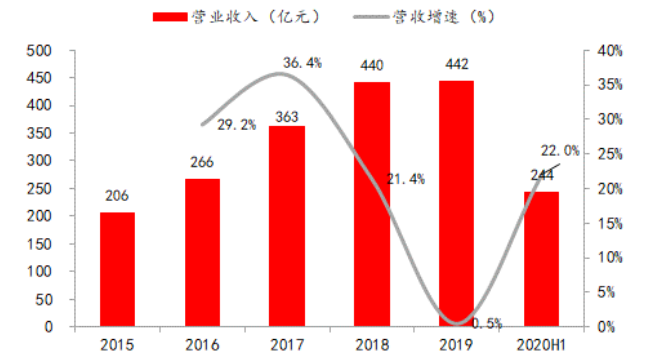


资料来源：Wind、招商银行研究院

3.2 板块公司 2020H1 业绩较 2020Q1 明显改善

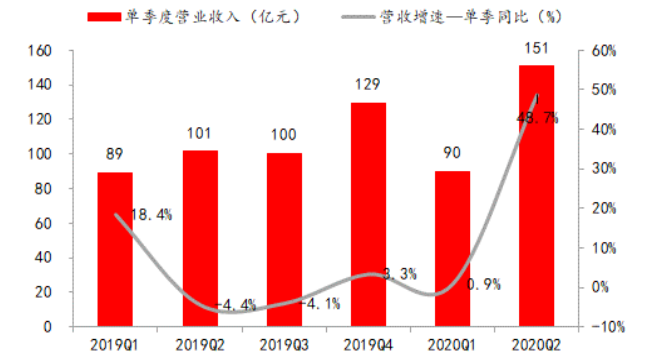
受益于行业景气度回升，板块公司在 2020 年二季度实现收入利润大幅上涨。工业机器人板块公司（以 30 家工业机器人业务占主营业务比重较高的 A 股上市公司为样本）在 2020 年上半年分别实现营业收入和归母净利润 243.88 亿元和 25.63 亿元，同比增速分别为 22.0%和 98.5%，大幅高于 2020 年一季度板块公司营业收入和归母净利润的 0.85%和 1.23%增速。

图 35：工业机器人板块公司整体营业及增速



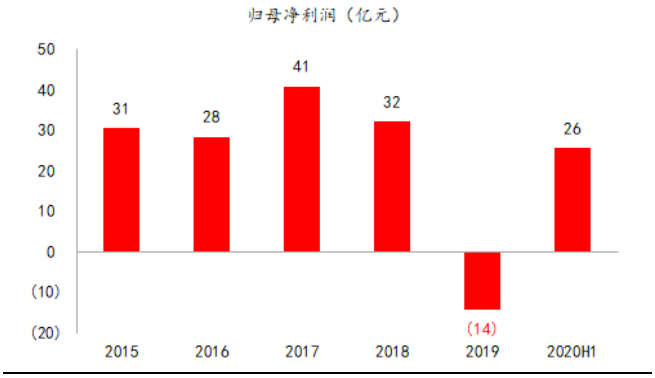
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 36：工业机器人板块公司单季度营收及增速



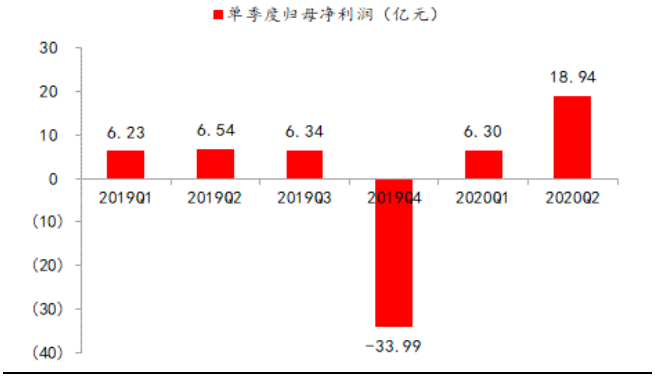
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 37：工业机器人板块公司整体归母净利润



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 38：工业机器人板块公司单季度归母净利润

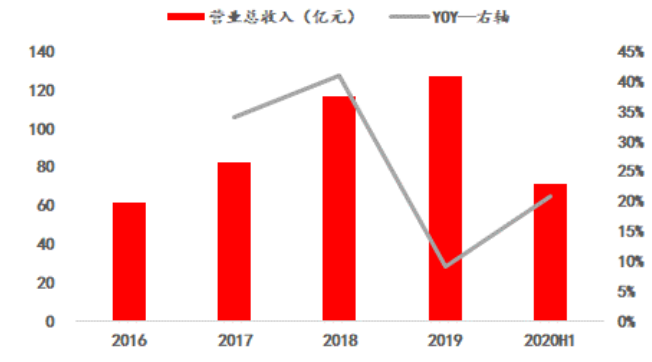


资料来源：Wind、招商银行研究院

3.3 头部样本公司“转危为机”实现业绩逆势大增

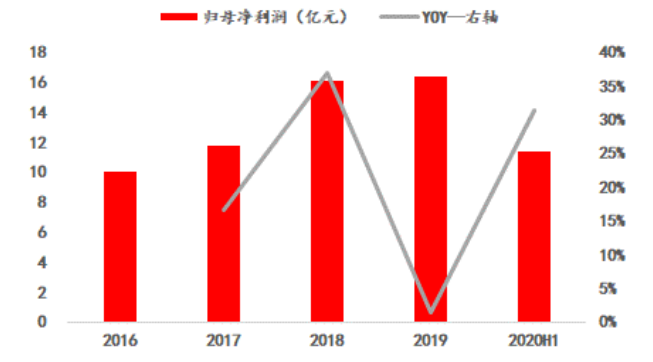
我国工业机器人头部样本公司在 2020H1 分别实现营业收入和归母净利润为 71.55 亿元和 11.36 亿元，同比增长 21%和 31%。此外，头部样本公司平均毛利率和成本费用利润率水平也都实现大幅增长，分别达到 39.5%和 25.5%。其中拓斯达受益于口罩机业务快速响应市场需求从而大幅增厚上半年业绩，实现“转危为机”业绩逆势大增。

图 39：行业头部样本公司营收情况



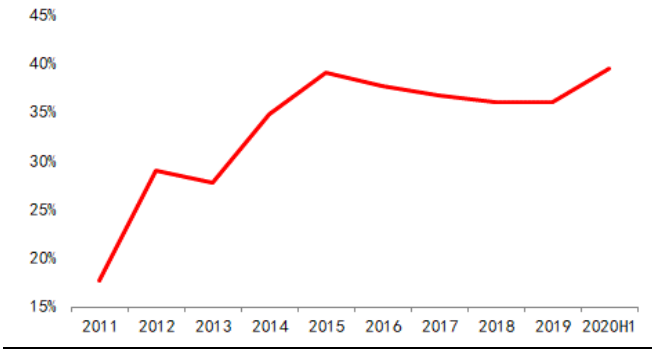
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 40：行业头部样本公司业绩情况



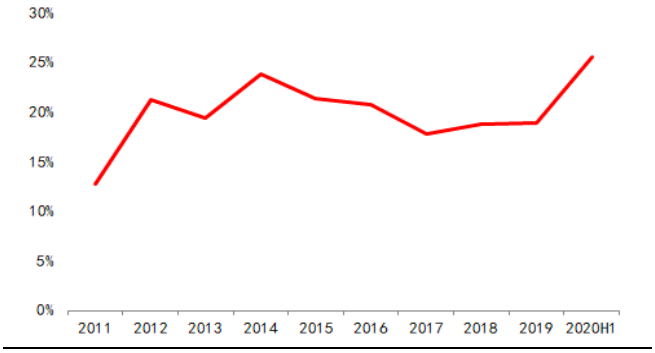
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 41：头部样本公司平均毛利率水平（%）



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 42：头部样本公司平均成本费用利润率（%）



资料来源：Wind、招商银行研究院

注：上述行业头部样本公司包括 A 股上市公司机器人、博实股份、科瑞技术、拓斯达、博杰股份、埃斯顿、三丰智能、克莱机电。

图 43：工业机器人头部样本公司业绩概况

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	营业总收入（亿元）			归母净利润（亿元）		
			2018	2019	2020H1	2018	2019	2020H1
300024.SZ	机器人	211.1	30.95	27.45	12.35	4.49	2.93	1.33
002698.SZ	博实股份	111.46	9.16	14.60	9.33	1.82	3.07	2.26
002957.SZ	科瑞技术	99.83	19.29	18.72	7.93	2.96	2.62	1.23
300607.SZ	拓斯达	98.83	11.98	16.60	15.02	1.72	1.87	4.00
002975.SZ	博杰股份	91.9	6.87	8.25	4.29	1.12	1.50	0.85
002747.SZ	埃斯顿	88.11	14.61	14.21	11.73	1.01	0.66	0.62
300276.SZ	三丰智能	79.44	17.92	19.45	7.05	2.35	2.71	0.36

资料来源：Wind、招商银行研究院

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085

更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇