

强于大市

工程机械行业 2020 年半年报综述

工程机械上半年先抑后扬，龙头企业下半年业绩有望延续高增长

上半年工程机械行业延续高景气度，挖掘机同比增长 24.2%，3 月疫情有效控制后挖掘机需求快速释放，4 月开始销量增速持续超过 50%，汽车起重机紧随其后，销量增速波动性更大，中后期的工程机械品种混凝土泵车、混凝土搅拌车、塔机二季度的需求也十分火爆；国产龙头二季度受限产能，市场份额提升趋势有所放缓，随着三季度产能制约因素消除，行业龙头竞争优势将重新体现。2020H1 工程机械行业营收增速 15.5%、归母净利润增速 26.5%，期间费用率继续下行，毛利率略有下降，净利率进一步提升，资产质量继续优化，经营现金流受疫情冲击有所下滑；行业龙头三一重工的利润增速超 25%，中后期龙头中联重科利润增速更是超 50%，起重机龙头徐工机械受计提减值及汇兑损益影响，利润略有下滑。展望 2020 年下半年，我们认为行业有望再迎来一波需求的高峰，主要是基于地方债发行重新加速带动基建投资持续上行、房地产投资仍将维持在较高水平、老旧小区改造、环保政策趋严、机器换人、更新换代等因素的驱动，挖掘机预计 2020 年销量将冲击 30 万台左右水平，汽车起重机销量预计有望突破 5 万台，混凝土泵车销量大概率超 1.1 万台，混凝土搅拌车和塔机下半年销量将超上半年，全年也将实现大幅正增长。

支撑评级的要点

- **销量现状：工程机械上半年先抑后扬，挖掘机 4 月开始持续处于 50%以上的高增长，汽车起重机补偿性需求释放略滞后挖掘机，销量波动幅度更大，混凝土泵车、混凝土搅拌车、塔机等中后期工程机械品种二季度开始需求也十分强劲。**2020H1 累计实现挖掘机销量 17.0 万台，同比增长 24.2%，销量续创同期历史最佳，行业高景气度持续。3 月疫情有效控制后，补偿性需求快速释放，叠加逆周期调节加强，极大拉动挖掘机需求的增长，挖掘机迎需求旺季，销售异常火爆。汽车起重机 4 月销量增速重新转正，上半年销量超 2.9 万台，同比增长约 16%；混凝土泵车 2020H1 销量超 6000 台，同比增长约 40%，是所有工程机械增速最高的细分品种，中后期产品明显发力，混凝土搅拌车上半年销量与去年同期基本持平；塔机一季度由于项目开工少，需求较少，二季度也开始井喷式爆发，上半年依旧实现正增长。
- **经营业绩：二季度业绩加速回暖，疫情冲击无碍行业高质量经营。**2020 年上半年工程机械行业实现营收 1555.9 亿元，同比增长 15.5%，归母净利润 180.1 亿元，同比增长 26.5%，一季度受疫情影响营收下滑超 11%，归母净利润下滑近 30%，二季度行业业绩大幅回暖，单季度营收 993.8 亿元，同比增长 39.5%，增速接近 2018Q2 水平，归母净利润 132.8 亿元，同比增长 73.1%，利润再创同期历史新高。上半年行业期间费用率大幅降至 9.2%，毛利率受销售价格下行、销售结构调整及运输费用调整至营业成本影响下降 0.8pct 至 25.4%，但净利率进一步提升至 10.6%。运营效率与去年同期基本持平，存货和应收账款周转率分别为 2.1、1.5；受疫情冲击，企业延长优质客户的还款期限、加大对原材料的备货，经营净现金流暂时下行至 132.5 亿元，同比下降 25.4%；二季度 ROE 大幅提升至 7.5%，创此轮景气周期单季度最高水平。
- **展望未来：专项债发行加速带动投资上行，下半年及明年市场需求有望继续超预期表现。**挖掘机全年淡季不淡、旺季更旺，全年销量预计将冲击 30 万台水平，中长期在小挖增长带动下有望继续稳步上行；汽车起重机下半年预计增速逐月下行，未来将保持相对稳定或稳中略降的趋势；混凝土泵车下半年增速更高，全年销量有望超 1.1 万台，本轮销量峰值将大幅超上轮峰值水平，未来 2-3 年需求将持续火爆，搅拌车下半年预计实现翻番以上的高增长，超载型号向标载型号置换将保证未来几年销量持续处于 10 万台以上的水平；塔机受益装配式建筑渗透率提升带来塔机吨位上移、施工方对设备年限要求加速更新换代等，未来几年成长性突出。国内各产品行业竞争格局已比较清晰，龙头企业核心竞争力愈加突出，二季度龙头企业受限于产能市场份额提升节奏有所放缓，三季度开始市场份额提升将重回上行轨道，三一、中联、徐工的海外布局和拓展已初具成效，海外市场也将逐渐发力。

重点推荐

- 持续重点推荐国内主机龙头中联重科、三一重工、徐工机械及零部件恒立液压，建议关注塔机租赁龙头建设机械。

评级面临的主要风险

- 全球疫情控制进度不及预期，境外输入导致国内复工复产出现反复，部分产品全球化供应短缺，基建及地产投资增速不及预。

相关研究报告

《8 月挖掘机销量数据点评》20200910

《智能制造行业之动态跟踪》20200825

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

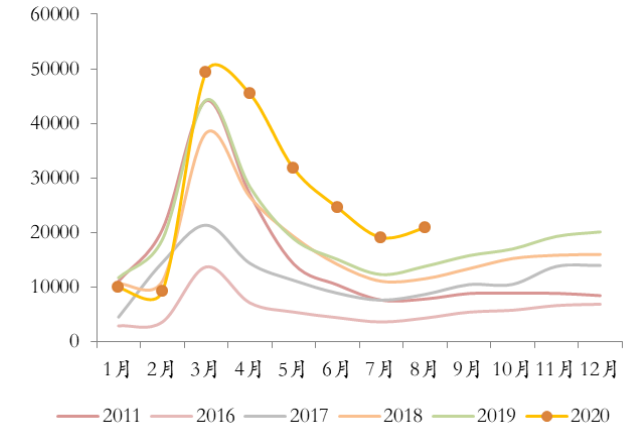
证券分析师：陶波
(8621)20328512
bo.tao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060002

证券分析师：杨绍辉
(8621)20328569
shaohui.yang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514080001

销量情况：工程机械上半年先抑后扬，下半年及明年市场需求有望继续超预期表现

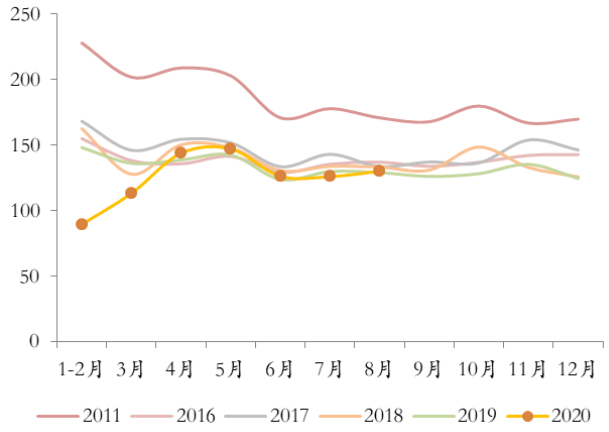
补偿性需求释放叠加逆周期调节发力，上半年挖掘机行业销量再创同期历史最佳。根据中国工程机械工业协会数据显示，2020H1 累计实现挖掘机销量 17.0 万台，同比增长 24.2%，销量续创同期历史新高，行业高景气度持续。3 月国内疫情有效控制后，全国各地加大了复工复产的力度，项目开工和落地速度明显增加，工程机械设备的补偿性需求二季度开始快速释放，叠加国家加大了逆周期调节力度，重点推进“两新一重”建设，基建投资持续上行，地产投资也持续回暖，极大拉动了工程机械设备需求，行业的需求旺季相比往年有所后移，二季度以来挖掘机销售持续火爆，4 月至今销量已连续 5 个月保持 50%以上的高增长。从小松的工作小时数来看，4-6 月分别为 144、147.2、126.4，同比均有所提升，7、8 月与去年同期基本持平，小松在国内市场份额持续下滑的背景下，开工率依然有所提升进一步验证了二季度行业销售火爆的需求真实性，目前行业并未出现大幅透支销售的现象。

图表 1.挖掘机月销量走势（台）



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

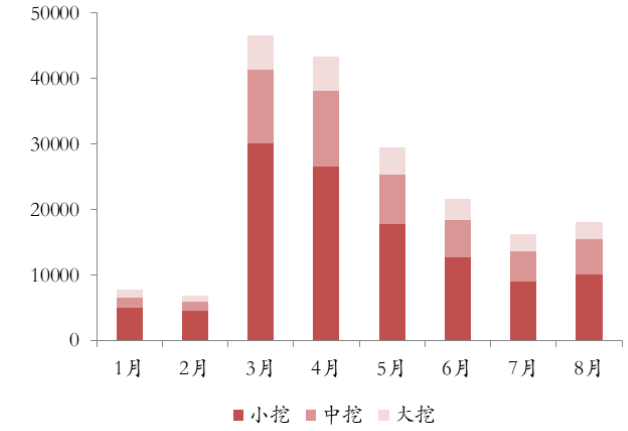
图表 2.小松开工小时数（小时）



资料来源：小松官网，中国工程机械工业协会，中银证券

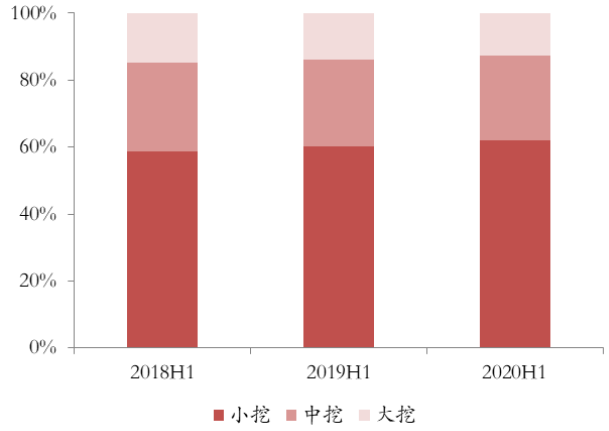
上半年小挖增速引领市场，中长期看小挖成长动力突出。上半年小挖、中挖、大挖销量增速分别为 29.0%、20.6%、15.8%，销量增速引领挖掘机市场，销量占比从 2018 年 58.7%进一步提升至 62.1%，是挖掘机行业持续增长的核心驱动力。中长期看，在机器换人、市政工程建设、老旧小区改造等共同驱动下，小挖保有量有望持续上行，周期波动性较弱，一段时间内会体现出较强的成长性。

图表 3.2020 年国内市场不同吨位挖掘机销量情况（台）



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

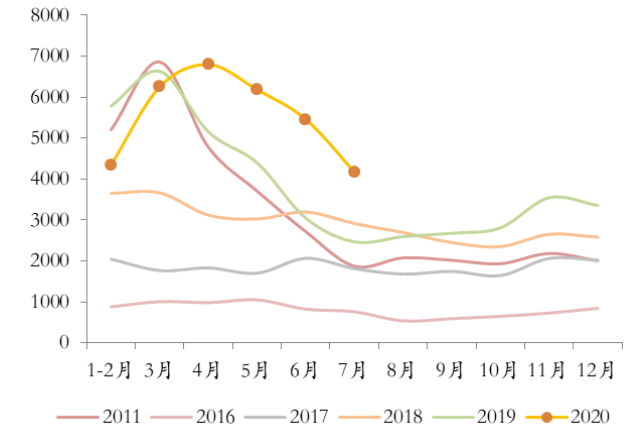
图表 4.国内市场不同吨位挖掘机销量占比



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

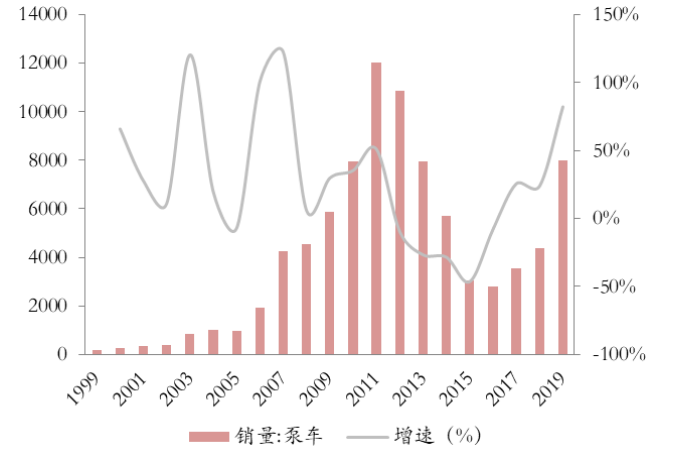
汽车起重机 4 月销量增速转正，混凝土泵车、塔机等其他中后期工程机械品种需求强劲。不同工程机械品种施工节奏有所差异，景气周期错位，疫情有效控制后需求释放的节奏也不尽相同。据中国工程机械工业协会数据统计显示，2020 年上半年汽车起重机销量超 2.9 万台，同比增长约 16%，经历一季度销量下滑后，4 月开始销量增速重新转正，接近 30%的水平，此后销量增速持续上行，6 月销量增速大幅提升至近 80%的水平。由于 2019 年年初厂商大力促销，加上增值税改革，客户一季度加大对设备的采购，透支了二季度部分的需求，导致 2019 年二季度销量绝对数逐月下行；国内疫情有效控制后，复工复产带来汽车起重机的需求也略晚于挖掘机，因此汽车起重机销量增速 4 月才重新转正，并且增速逐月上行。混凝土泵车 2020H1 销量超 6000 台，同比增长约 40%，是所有工程机械品种销量增速最高的产品，混凝土搅拌车和混凝土搅拌站与复工强度相关，上半年增速较低，混凝土搅拌车销量与去年同期基本持平。一季度项目开工较少，塔机需求较少，二季度开始塔机需求也呈现井喷式爆发，行业龙头中联的塔机市场可谓一机难求，上半年行业预计同比增长 20%左右。

图表 5.汽车起重机月销量走势（台）



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

图表 6.混凝土泵车年销量及增速



资料来源：中国工程机械工业协会，中银证券

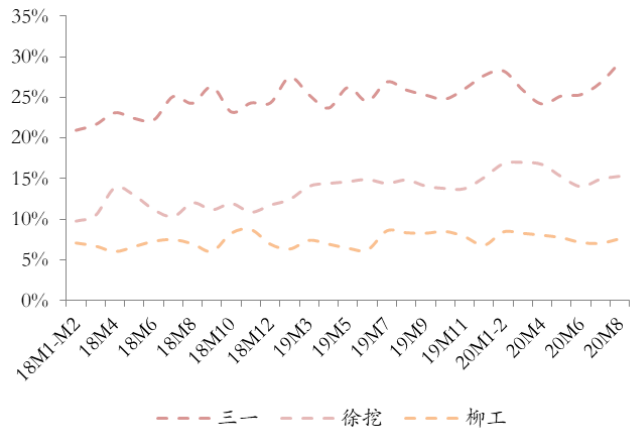
需求旺季行业龙头市场份额提升趋势放缓，未来国产龙头市场份额仍将持续提升。二季度行业需求旺盛，造成龙头企业产能暂时性不足，市场份额提升的节奏有所放缓，个别月份龙头企业市场份额同比甚至略有下降。据行业协会统计数据，2020 年上半年，三一、徐工、柳工挖掘机市场份额分别为 25.5%、16.2%、8.0%，三一较 2019 年下降 0.3pct，徐工、柳工市场份额分别提升 2.1、0.7pct，进入三季度后，随着产能因素的消除，国产龙头品牌市场份额再次大幅提升，行业龙头强劲市场竞争力越来越突出，未来行业集中度继续上行的趋势不会改变。

汽车起重机三大厂商市场份额 2019 年已提升至 93%的水平，其中中联市场份额提升至 28%左右，三一市场份额也提升至 25%左右，而徐工市场份额下滑至 40%左右，上半年三大厂商市场份额差距进一步缩小，行业三分天下的竞争格局已越来越清晰。

混凝土泵车上半年中联市场份额提升显著，长臂架泵车继续稳居行业第一，三一依旧保持泵车整体的市场领先，徐工等其它主机厂也发力泵车市场，上半年销售也非常火爆，未来泵车行业将继续呈现三一和中联双寡头竞争格局；混凝土搅拌车结构相对简单、组装工艺并不复杂，行业的准入门槛不高，一些专用汽车企业以及不具资质的整机和零部件企业也纷纷进入市场，因此行业竞争一直比较激烈，随着国内治超从点到面扩散，搅拌车销售从以往的超载型号向标载型号转变，工程机械主机龙头在搅拌车轻量化设计方面优势更明显，行业集中度将大幅向主机龙头集中，上半年三一搅拌车继续稳居行业第一，中联已跃居行业前三，市场份额均有明显提升。

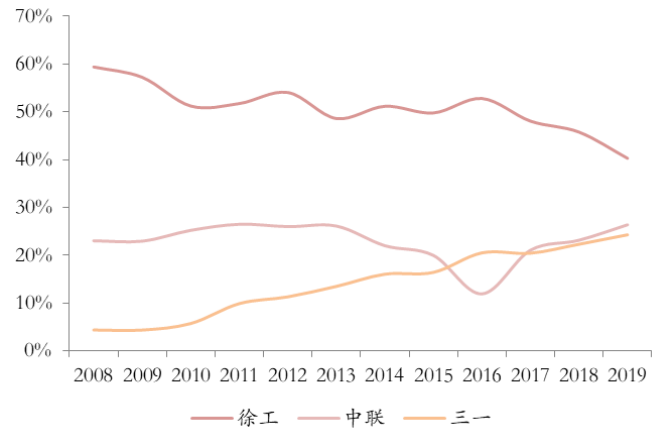
塔机市场中联一枝独秀，随着塔机产能的扩张，公司的市场份额也不断提升，上半年进一步巩固了全球塔机王者的地位，徐工塔机市场份额也明显提升。随着环保政策趋严、塔机吨位上行、行业龙头规模化及产线智能化优势明显，塔机行业未来集中度也会大幅提升，众多小型塔机制造商将逐渐退出市场。

图表 7.国内三大主机厂挖掘机市场份额变化



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

图表 8.国内汽车起重机三大厂商市场份额变化



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

下半年及未来销量需求展望：

挖掘机：7 月底，财政部发文要求加快地方政府专项债的发行使用，力争 10 月底前发行完毕，8 月地方债发行重回快车道，单月发行规模 1.2 万亿元，根据地方债新增限额，9、10 月地方债有望继续放量发行，月均地方债发行规模近 5000 亿元，地方债的发行加速将带动基建投资加速上行，基建落地和新开工项目也将明显增加，叠加地产投资继续保持韧性，下半年挖掘机的旺盛需求预计仍将持续，今年挖掘机市场将呈现淡季不淡、旺季更旺的需求特征，预计全年销量有望达到 30 万台左右水平，同比增长超 25%。在机器换人及应用场景扩宽、基建投资拉动、老旧小区改造、环保升级带来的强制更新、海外需求释放等多重因素的驱动下，挖掘机销量有望继续稳步上行。

汽车起重机：汽车起重机销量节奏与挖掘机比较类似，但其保有量和应用场景相比挖掘机较少、细分市场不如挖掘机成熟、区域市场相对更不平衡，会导致汽车起重机销量相比挖掘机更容易呈现急涨急跌的趋势。汽车起重机去年三季度开始销量逐渐上行，因此今年销量增速预计将呈现逐月下行的趋势，三季度由于去年基数较低，加上高温雨季后项目加速开工，增速还将保持较高水平，预计四季度增速将明显回落，全年销量预计有望超 5 万台，同比增长超 15%。未来 2-3 年，在基建投资拉动、环保导致国三设备的淘汰等驱动下，汽车起重机销量预计将保持相对稳定或稳中略降的趋势。

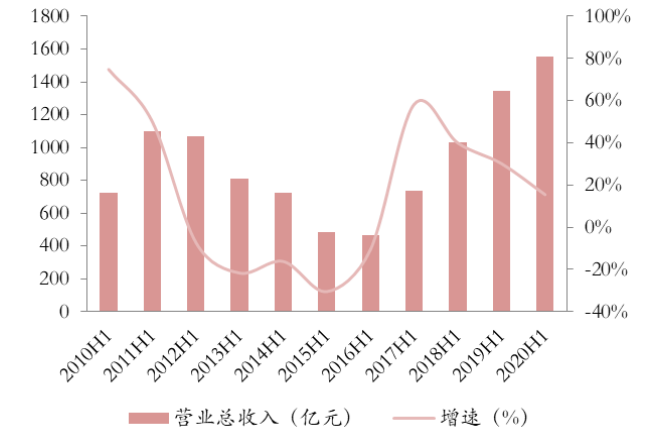
混凝土机械：考虑一季度疫情影响及 2019 年下半年混凝土泵车及混凝土搅拌车基数较低，2020 年下半年混凝土泵车销量增速预计将高于上半年，有望提升至 50%以上，全年销量预计将超 1.1 万台，同比增长 45%以上，未来 2-3 年在更新需求、基建和地产投资等驱动下，混凝土泵车销量将持续上行，本轮销量峰值也会同挖掘机、汽车起重机一样明显超越上一轮销量峰值，有较大的成长空间；混凝土搅拌车下半年增速会更高，预计各月将保持 100%以上的高增长，下半年销量有望超上半年，全年销量有望接近 10 万台的水平，同比增长超 35%，目前混凝土搅拌车保有量中绝大部分为超载型号产品，未来将逐渐替换为方量更小的标载型号产品，未来几年受置换需求的驱动搅拌车销售有望持续处于 10 万台以上的高水平。

塔机：三季度及下半年塔机将延续二季度塔机需求的火爆，塔机行业下半年销量将超上半年，预计全年行业销量有望达 5 万台左右的水平，同比增长超 30%，由于装配式建筑 PC 构件暂时小型化以及疫情对小租赁企业冲击较大，今年头部租赁商和尾部小型租赁商设备采购需求有所减少，但中型租赁商出于自身规模扩张及业务跨区域布局等考虑，设备采购量大，因此今年行业需求整体呈现“橄榄球”式特征。未来几年，1）装配式建筑渗透率提升会带来塔机吨位的进一步上移，存在较大的大塔缺口；2）工地对设备年限提出更高的要求，会加速塔机的更新换代；3）地产、基建投资的增长带来塔机保有量的进一步扩张；4）海外出口的增长等，会共同驱动塔机行业销量保持持续增长，本轮销量峰值有望超过上一轮峰值的 6.4 万台，对应产值增长的空间更大，行业周期性会较弱。

经营业绩：二季度行业业绩加速回暖，疫情冲击无碍行业高质量经营

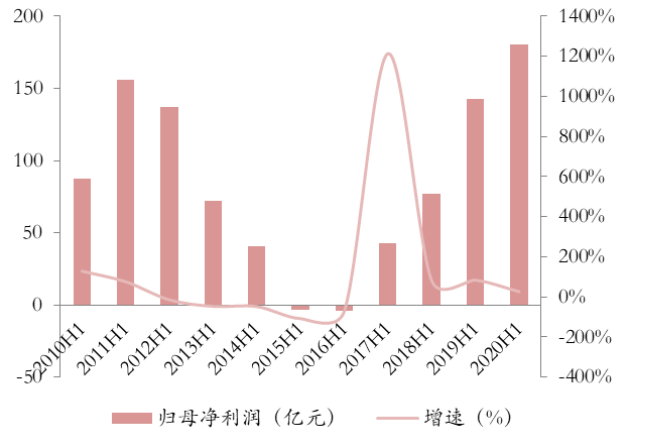
二季度业绩大放异彩，行业继续保持高景气度。以我们统计的 14 家工程机械上市公司作为行业分析样本，2020H1 行业实现销售收入 1555.9 亿元，同比增长 15.5%，归母净利润 180.1 亿元，同比增长 26.5%，行业高景气度持续；一季度受疫情影响营收下滑超 11%，归母净利润下滑近 30%，行业的旺季需求后移，二季度行业全面开花，单季度营收 993.8 亿元，同比增长 39.5%，增速接近 2018Q2 水平，归母净利润 132.8 亿元，同比增长 73.1%，利润再创同期历史新高。

图表 9.工程机械行业上半年营收及增长情况



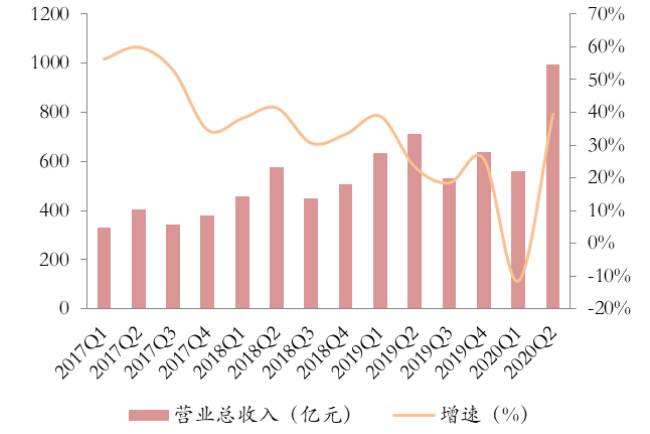
资料来源：万得，中银证券

图表 10.工程机械行业上半年归母净利润及增长情况



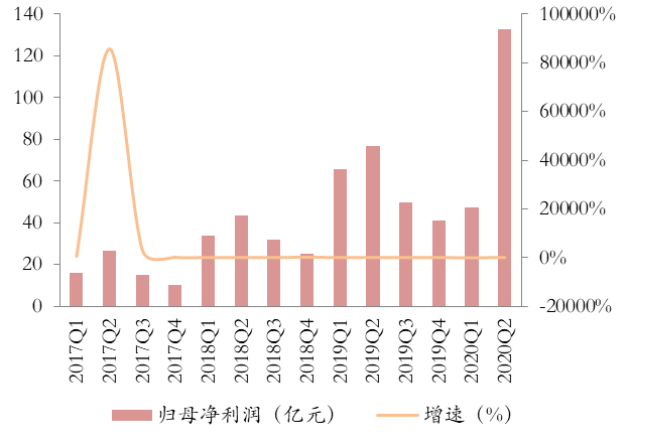
资料来源：万得，中银证券

图表 11.工程机械行业单季度营收及增长情况



资料来源：万得，中银证券

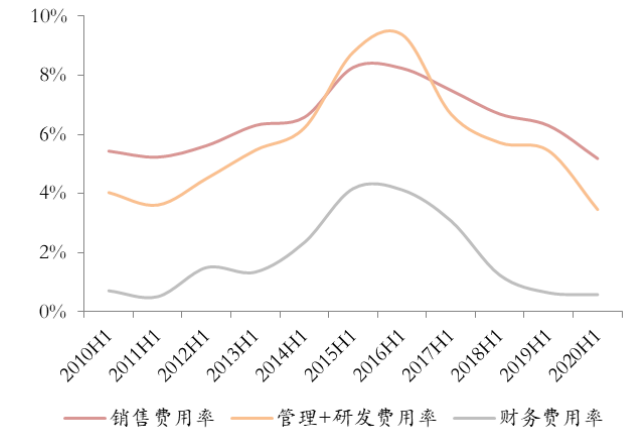
图表 12.工程机械行业单季度归母净利润及增长情况



资料来源：万得，中银证券

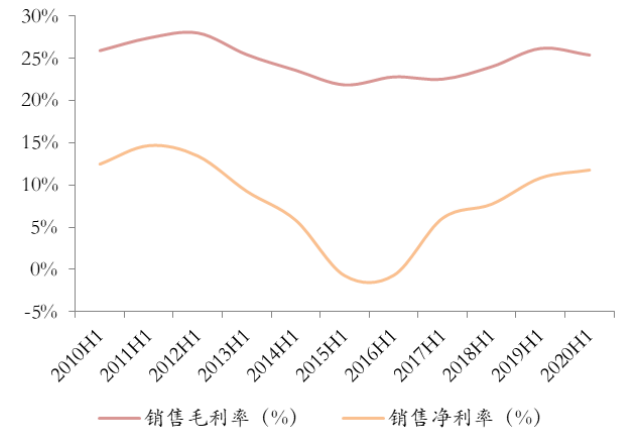
期间费用率大幅下行，毛利率略有下降、净利率进一步提升。工程机械行业期间费用率持续下行，2020H1 已降低至 9.2%，同比下降 3.2pct，其中销售费用率、管理费用率（含研发）、财务费用率分别为 5.2%、3.5%、0.6%，分别同比下降 1.1、2.0、0pct，销售费用率大幅下行一是规模化效应的影响，二是疫情导致线下销售活动大幅减少，三是新会计准则将运输费核算在营业成本的影响；管理及研发费用率大幅下行主要系规模效应及疫情致差旅费大幅降低所致，由于汇兑损益的影响，财务费用与去年同期基本持平；由于工程机械主要产品价格与去年同期相比有不同程度下行，叠加产品结构的调整，低毛利、减配版的产品占比有所增加，上半年毛利率为 25.4%，同比下降 0.8pct，但净利率仍进一步上行，同比增加 0.9pct 至 10.6%，进一步缩小与上轮周期的净利率差距，未来盈利能力的提升还有一定的空间。

图表 13.工程机械行业期间费用率继续下行



资料来源：万得，中银证券

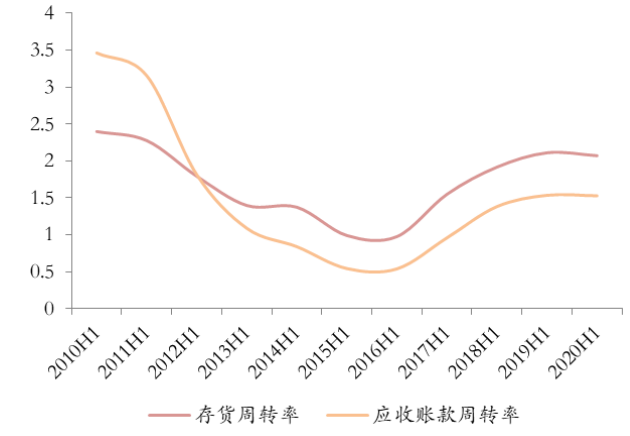
图表 14.工程机械行业毛利率略降、净利率持续提升



资料来源：万得，中银证券

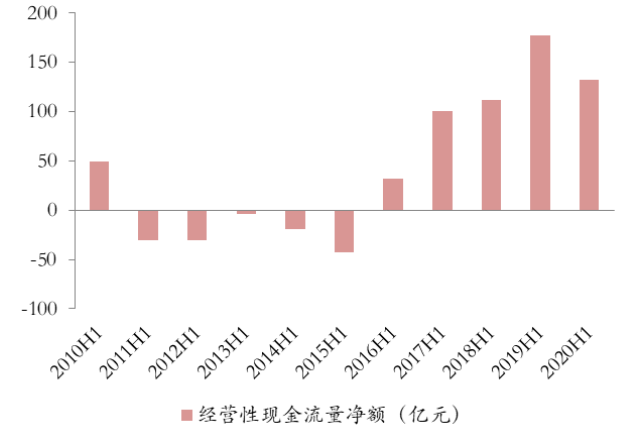
营运能力与去年同期基本持平，经营现金流受疫情冲击有所下滑。上半年受疫情冲击的影响，主机厂加大对原材料的备货，行业龙头企业也延长了下游部分优质客户的还款期限，导致行业的营运销量并没有出现显著提升，经营性现金流也出现明显的下滑。2020H1 行业的存货及应收账款周转率分别为 2.1、1.5，与去年同期基本持平，经营净现金流为 132.5 亿元，同比下降 25.4%。与上一轮景气周期相比，本轮行业更加稳健和理性，更注重高质量的经营，建立了较为完善的风控体系，资产质量不断提升，经历短暂的调整期后，营运能力的提升及经营净现金流的改善还将重回上行轨道。

图表 15.工程机械行业资产周转率同比基本持平



资料来源：万得，中银证券

图表 16.工程机械行业经营现金流受疫情冲击有所下滑



资料来源：万得，中银证券

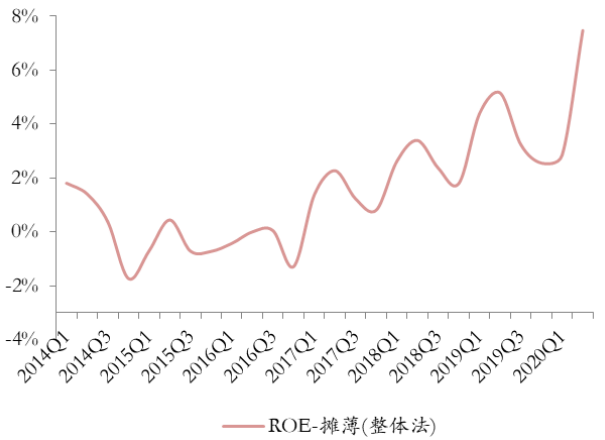
资产负债率基本持平，二季度 ROE 大幅提升。2020 年上半年工程机械行业资产负债率为 58.4%，与去年同期基本持平，本轮复苏以来，行业资产负债率基本保持在 57%-58%的水平，明显低于 2010 年 66.3%的资产负债率水平，企业注重对杠杆水平和财务风险的掌控。从 2016Q4 以来，单季度 ROE 保持震荡攀升的趋势，除 2020Q1 外单季度 ROE 同比都有明显的改善，今年一季度 ROE 同比下降 1.6pct 至 2.8%，随着二季度行业销量的爆发，ROE 大幅提升至 7.5%，同比提升 2.3pct，单季度 ROE 创此轮景气周期新高，上半年 ROE 已达 10.1%，同比提升 0.6pct，进一步向上一轮 19.7%的 ROE 高峰靠拢，未来几年行业 ROE 还有较大上行空间。

图表 17.工程机械行业资产负债率基本持平



资料来源：万得，中银证券

图表 18.工程机械行业二季度 ROE 大幅提升至 7%以上



资料来源：万得，中银证券

风险提示

1）全球疫情控制不及预期，国内疫情出现反复。目前虽然国内疫情得到有效控制，但全球疫情仍在持续发酵，若海外疫情进一步发酵及国内疫情反扑，海外及国内工程机械的需求将会延后，短期行业需求会受到抑制，另外部分需进口的高端零部件的供应也会受到影响。

2）基建和地产投资大幅低于预期。部分工程机械设备的自然更新已步入中后期，后续需求的增长与下游基建和地产的投资紧密相关，若基建和地产投资大幅低于预期，会对工程机械需求造成较大冲击。

3）行业竞争加剧。2019 年工程机械设备价格出现较大幅度下行，2020 年上半年部分设备延续价格下行的趋势，部分产品的毛利率开始下行，若后续行业需求下滑，各大厂商为保市场份额可能进一步出现价格的恶性竞争。

图表 19. 工程机械行业上市公司 2020H1 业绩情况

		2019H1				2020H1			
股票代码	公司名称	营收（亿元）	同增（%）	归母净利润（亿元）	同增（%）	营收（亿元）	同增（%）	归母净利润（亿元）	同增（%）
600031.SH	三一重工	433.9	54.3	67.5	99.1	491.9	13.4	84.7	25.5
000425.SZ	徐工机械	311.6	30.1	22.8	106.8	350.7	12.6	20.6	(9.7)
002097.SZ	山河智能	36.3	33.3	3.2	5.6	43.8	20.7	4.0	26.1
000157.SZ	中联重科	222.6	51.2	25.8	198.1	288.3	29.5	40.2	56.0
000528.SZ	柳工	101.3	3.9	6.6	10.9	115.5	14.0	6.8	2.7
601100.SH	恒立液压	27.9	29.0	6.7	44.7	34.6	23.8	9.9	47.0
603638.SH	艾迪精密	7.4	47.6	1.8	48.9	10.9	47.3	2.9	61.9
600815.SH	*ST 厦工	10.4	(39.3)	(2.8)	(421.7)	8.8	(15.3)	0.3	111.1
000680.SZ	山推股份	34.8	(24.4)	0.4	(41.1)	36.9	6.1	0.6	46.0
600984.SH	建设机械	14.0	51.9	1.9	217.5	15.3	9.7	1.6	(14.2)
600761.SH	安徽合力	50.1	(1.4)	3.5	(0.5)	54.3	8.3	4.0	15.0
603298.SH	杭叉集团	46.1	6.3	3.5	10.4	51.2	11.0	4.1	17.7
600375.SH	华菱星马	38.0	2.9	0.3	(29.9)	34.4	(9.7)	(1.0)	(437.0)
603611.SH	诺力股份	12.8	6.9	1.1	20.2	19.3	50.5	1.3	14.8

资料来源：公司公告，万得、中银证券

附录图表 20. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		每股净资产
			(元)	(亿元)	2020E	2021E	2020E	2021E	(元/股)
000157.SZ	中联重科	买入	8.00	616.4	0.82	1.03	9.8	7.8	5.6
600031.SH	三一重工	买入	23.1	1954.7	1.76	2.05	13.1	11.3	5.9
000425.SZ	徐工机械	买入	5.76	451.2	0.58	0.70	9.9	8.2	3.8
000528.SZ	柳工	未有评级	7.43	109.7	0.77	0.86	9.6	8.6	7.3
601100.SH	恒立液压	买入	67.85	885.7	1.46	1.75	46.5	38.8	4.6
600984.SH	建设机械	未有评级	23.68	229.0	0.79	1.15	30.0	20.6	5.6

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日为 2020 年 9 月 11 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

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 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 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 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 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 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 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 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由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，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刊载或转发的，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