

脉冲式增长难以维持，关注细分子行业投资机会

机械行业 09 下半年投资策略报告

机械行业

评级：中性（维持）

深度报告

2009 年 6 月 18 日 星期四

牛纪刚
021-50586660-8636
njg@longone.com.cn
机械行业

李涛
021-50586660-8971
lt@longone.com.cn
机械行业

联系人：顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

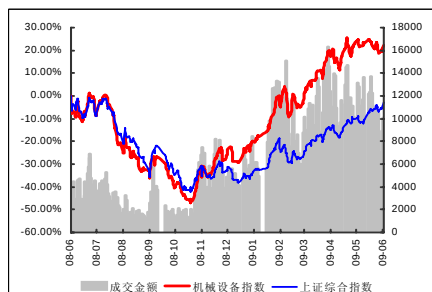
行业重点跟踪股票及评级

股票名称	代码	评级
天地科技	600582	买入
科达机电	600499	买入
威海广泰	002111	增持

行业指数

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	-1.72	-9.30
3 个月	20.05	-8.29
6 个月	61.14	19.56

行业相对上证综指走势图



相关报告：

1. 《机械行业 3 月运行报告》 09/03
2. 《天地科技深度报告》 09/05
3. 《威海广泰深度报告》 09/04

投资要点

- 09 年上半年，机械行业呈现回暖趋势。与四万亿投资密切相关的工程机械回暖明显，汽车仪表行业受汽车销售回暖影响也出现正增长。其他行业降幅收窄。
- 与四万亿密切相关的子行业显示出更高的弹性。行业在 09 年 3-4 月出现短期增长高点，除 08 年受雪灾影响、基数较低因素外，主要是此时为四万亿投资设备采购高峰，正常的经济运行受国家宏观调控政策扰动。
- 脉冲式增长难以维持。在四万亿投资影响峰值已过、出口未见起色、经济基本面没有根本好转的情况下，机械行业增长呈冲高回落态势。
- 预计下半年保持平稳增长。机械行业受上游原材料涨价及下游需求减弱两方面影响，业绩在 08 年 4 季度和 09 年 1 季度处于行业谷底。预计行业整体从三季报开始恢复正增长。目前行业整体 09 年动态市盈率达到 25 倍以上，中性评级。
- 工程机械-中性评级。行业已触底反弹，由于基建投资影响峰值已过，如果房地产投资不能得到启动，行业整体增长空间有限。关注起重机占主营业务比重高的徐工科技、中联重科。
- 机床-中性评级。机床行业尚未走出谷底，在制造业投资低迷的情况下，预计 09 年下半年仍将保持负增长。关注数控机床占比较高的华东数控和法因数控。
- 关注细分子行业的投资机会：
 - 1) 煤机行业的龙头企业—天地科技
 - 2) 航空机场地面设备龙头企业—威海广泰
 - 3) 陶机行业龙头企业—科达机电

目录

1. 行业呈现回暖趋势	5
1.1 机械主要子行业逐月呈回暖趋势	5
1.2 受国家四万亿投资影响明显	5
2. 脉冲式增长难以维持	6
2.1 四万亿投资影响峰值已过	6
2.2 出口未见起色	7
2.3 内需短期难有较大提高	7
2.4 PPI仍处于低位	8
3. 预计下半年保持平稳增长	8
3.1 最坏的时候已经过去	8
3.2 预计从三季报开始恢复正增长	9
4. 重点关注子行业—工程机械	10
4.1 行业回顾	10
4.2 下半年业绩取决于基建和房地产投资增速	11
4.3 行业整体中性评级，重点关注起重机行业	13
5. 重点关注子行业—机床	13
5.1 行业回顾	13
5.2 行业主要公司业绩处下滑趋势	15
5.3 行业发展取决于制造业的整体恢复情况	16
5.4 行业整体中性评级，关注数控机床子行业	16
6. 关注细分行业的龙头企业	17
6.1 煤机行业龙头企业—天地科技	17
6.2 机场地面设备龙头企业—威海广泰	21
6.3 陶机行业龙头企业—科达机电	26

图目录

图 1. 部分机械行业增长情况	5
图 2. 固定资产投资增速及相关设备购置费增速	6
图 3. 工程机械同比增长	6
图 4. 近年我国机电设备出口	7
图 5. 部分行业固定资产投资情况	7

图 6.	通用设备制造业和专用设备制造业PPI.....	8
图 7.	钢材价格指数.....	8
图 8.	部分机械产品产量.....	8
图 9.	工程机械行业利润及增长情况.....	9
图 10.	工程机械行业营业收入变化.....	10
图 11.	工程机械行业净利润变化.....	10
图 12.	工程机械行业经营指标.....	10
图 13.	09 年机械产品出口情况.....	11
图 14.	房地产投资及增速.....	11
图 15.	采矿业投资及增速.....	12
图 16.	基建行业投资增长.....	12
图 17.	近年机床销量同比增长.....	13
图 18.	机床行业营业收入及利润增长.....	14
图 19.	机床行业经营财务指标.....	14
图 20.	行业销售毛利率.....	14
图 21.	行业主要公司收入增长.....	15
图 22.	行业主要公司营业利润增长.....	15
图 23.	制造业投资增速.....	16
图 24.	金属加工机床进出口增速.....	16
图 25.	公司高端产品近年销售金额及所占比重.....	21
图 26.	公司出口金额及同比增长.....	22
图 27.	航空需求增长率.....	22
图 28.	航空运力增长率.....	23

表目录

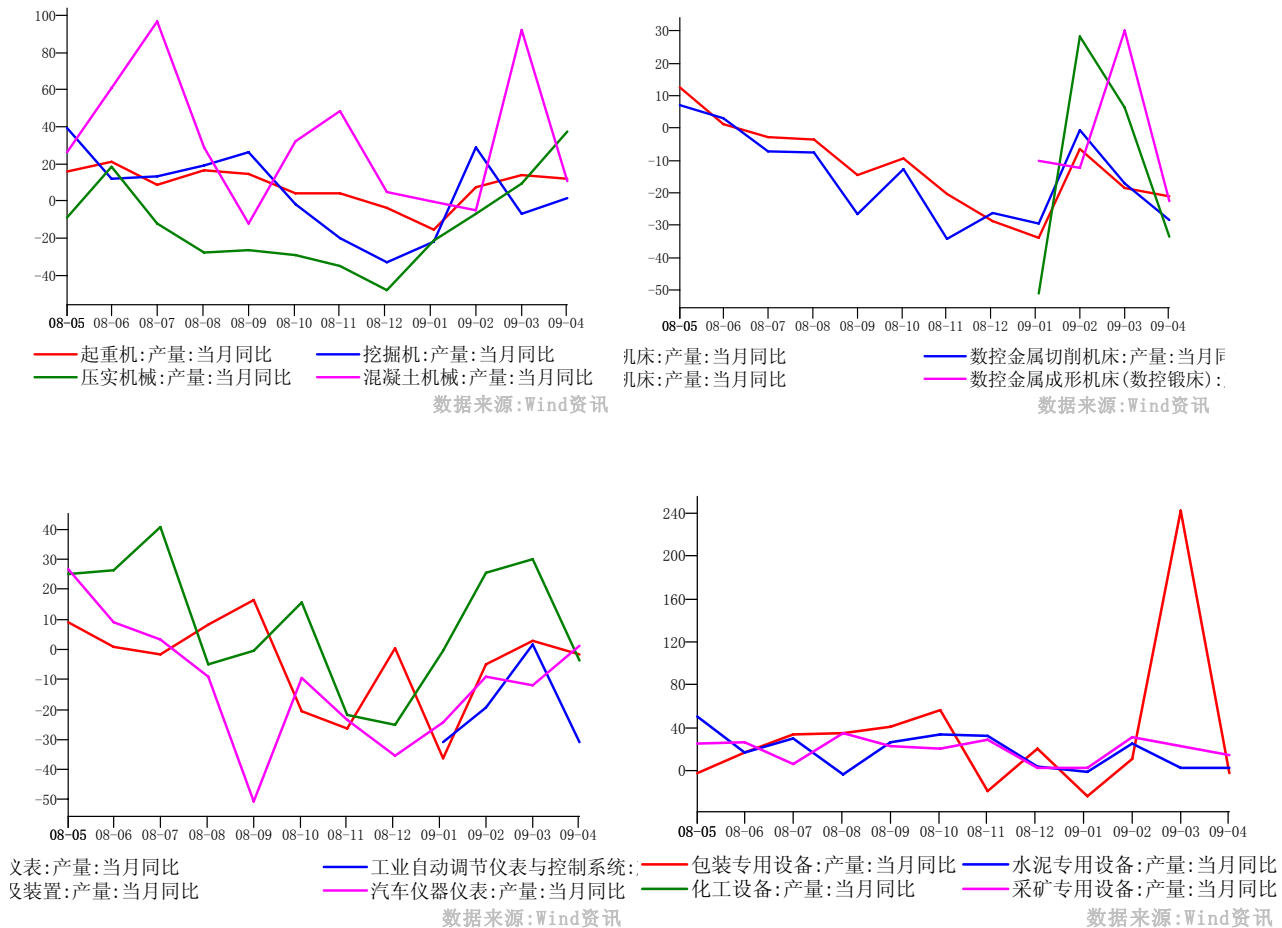
表 1.	部分子行业盈利状况.....	9
表 2.	部分公司估值比较.....	17
表 3.	天地科技主要产品市场竞争格局.....	18
表 4.	中煤科工可能注入的资产.....	19
表 5.	天地科技 2009-2011 年收入及毛利预测.....	19
表 6.	公司期间费用预测.....	20
表 7.	关键财务与估值指标.....	20
表 8.	天地科技同业比较与估值.....	20
表 9.	公司主要产品.....	21
表 10.	全国民用机场布局规划表.....	23
表 11.	威海广泰销售预测.....	24
表 12.	综合毛利率预测.....	24
表 13.	预测损益表.....	25
表 14.	财务指标分析.....	25
表 15.	威海广泰与中小板上市公司估值比较.....	26

表 16.	科达机电陶瓷机械业务.....	26
表 17.	新型煤气炉项目节能原理.....	27
表 18.	科达机电预测利润表.....	29

1. 行业呈现回暖趋势

1.1 机械主要子行业逐月呈回暖趋势

图1. 部分机械行业增长情况

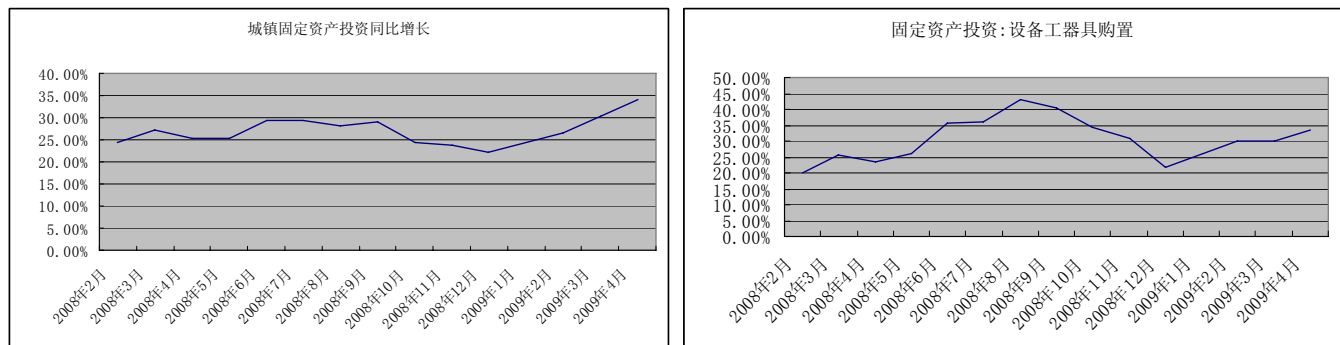


1.2 受国家四万亿投资影响明显

与四万亿投资密切相关的工程机械回暖明显，起重机械、压实机械已恢复正增长，而汽车仪表行业受汽车销售回暖影响，也出现正增长。其他行业降幅收窄，但仍为负增长。

同时，各行业在09年3-4月出现短期增长高点，除08年受雪灾影响、基数较低因素外，主要是此时为四万亿投资设备采购高峰，正常的经济运行受国家宏观调控政策扰动，出现短暂高峰。

图2. 固定资产投资增速及相关设备购置费增速



资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

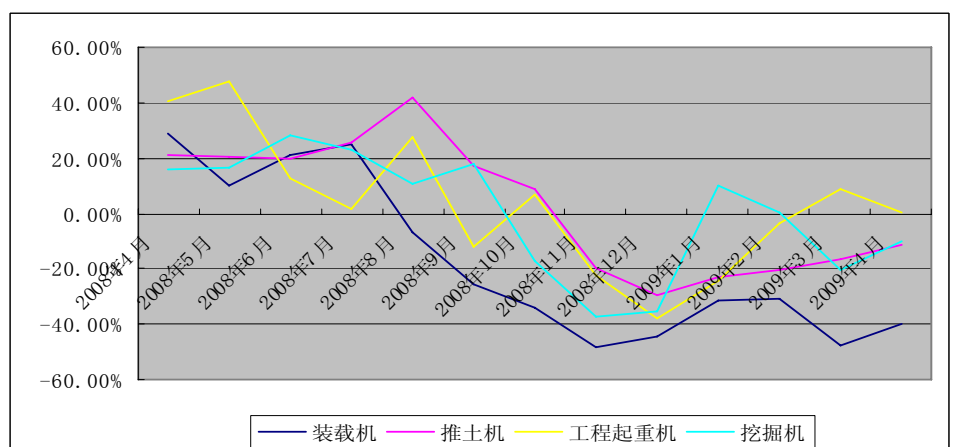
2. 脉冲式增长难以维持

2.1 四万亿投资影响峰值已过

09 年 1-4 月, 全国规模以上工业企业增加值同比增长逐月增加, 1 季度同比增长 5.1%, 增幅同比回落 11.3 个百分点, 但 3 月当月增加值增长 8.3%, 比 1-2 月提高 4.5 个百分点, 扭转了去年以来增速下滑态势。1-4 月份, 全国规模以上工业企业增加值同比增长 5.5%, 其中 4 月份同比增长 7.3%, 比上年同期回落 8.4 个百分点, 降幅继续收窄。

观察各子行业, 与四万亿投资密切相关的行业弹性更大, 如工程机械中与铁路公路施工密切相关的装载机和工程起重机分别在 09 年 2 月和 3 月出现局部高峰, 显示有关土方施工方集中采购设备带来脉冲式增长。其后增速开始下滑, 显示高峰期已过。

图3. 工程机械同比增长

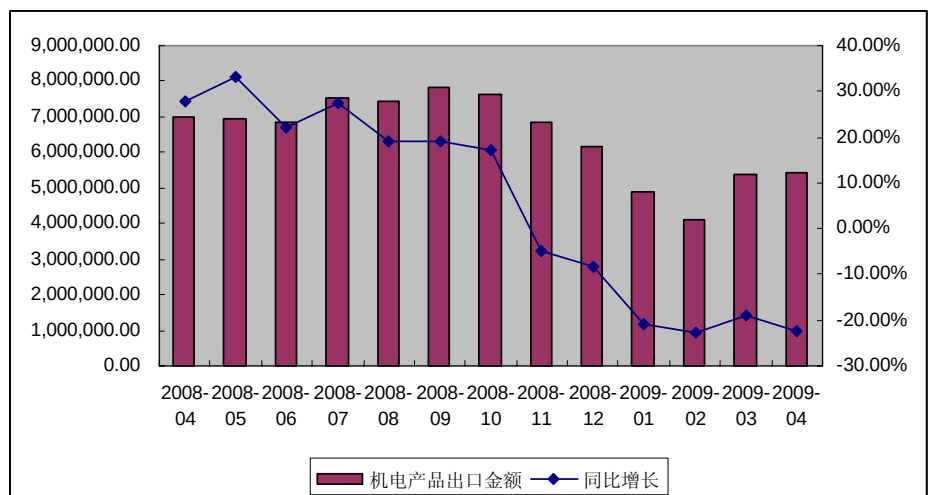


2.2 出口未见起色

我国机电产品出口加速下滑趋势得到缓解，但在全球主要经济体经济下行趋势得到扭转之前，出口订单不会出现回升迹象。2008 年我国机电产品出口额增长 17.3%，09 年负增长已成定局。

出口占机械行业销售收入比重为 15%左右，是拉动行业增长的重要因素。出口大幅度下滑将拖累行业 09 年业绩。

图4. 近年我国机电产品出口

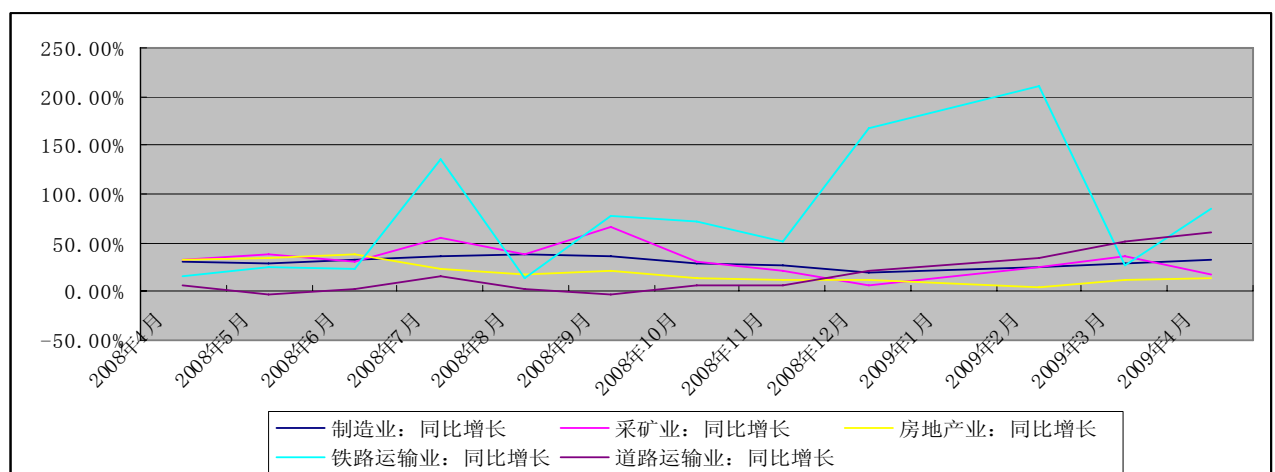


资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

2.3 内需短期难有较大提高

观察机械行业下游各主要行业，制造业、采矿业、房地产业投资均低于社会平均固定资产投资水平，虽然铁路运输和道路运输业投资则远高于平均水平，但占固定资产总投资 20%以上的房地产业投资，09 年 1-5 月同比增速仅为 6.8%，远低于 08 年全年 20.9%的水平，将在较大程度上影响机械行业需求。

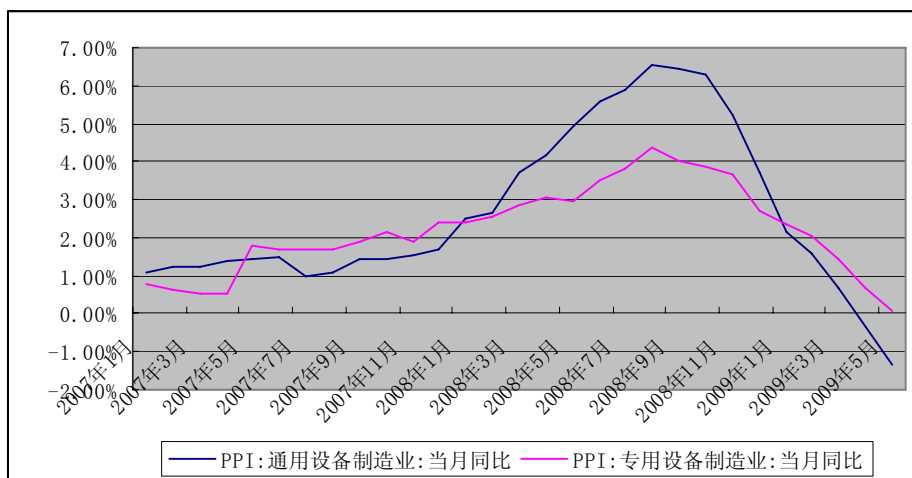
图5. 部分行业固定资产投资情况



资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

2.4 PPI 仍处于低位

图6. 通用设备制造业和专用设备制造业 PPI



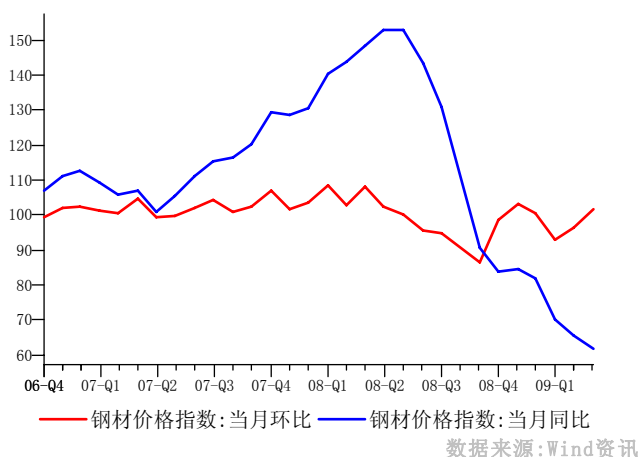
资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

3. 预计下半年保持平稳增长

3.1 最坏的时候已经过去

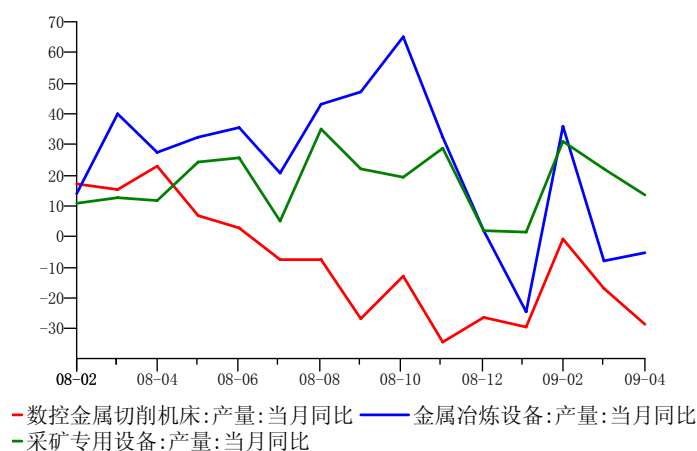
机械行业处于产业链中游，08 年下半年开始受上游原材料涨价影响，成本上升，但同时下游需求减弱，收入减少。两头挤压使机械行业在 08 年 4 季度和 09 年 1 季度处于行业谷底。尤其是 09 年 1 季度，相对于机械行业 08 年 1 季度的高增长，同比业绩大幅下滑。

图7. 钢材价格指数



数据来源:Wind资讯

图8. 部分机械产品产量

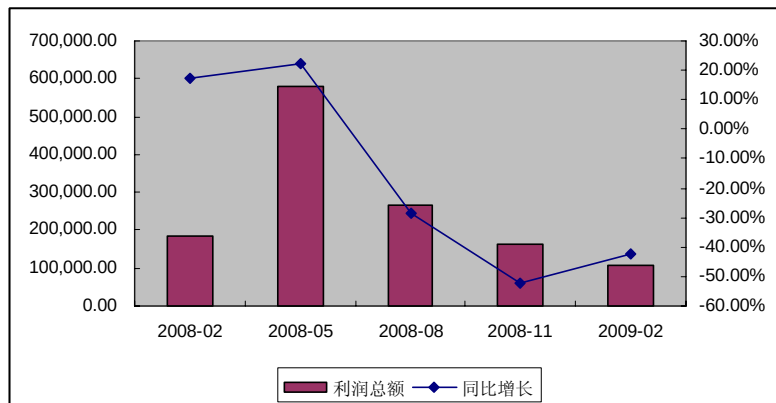


数据来源:Wind资讯

随着企业去库存化的完成，机械行业储备的高价原材料已被消化，成本显

著降低，同时销售增长明显，再由于 08 年 2 季度开始行业处于下滑趋势，基数逐渐降低，因此机械行业从 2 季度开始业绩同比将明显改善，09 年 1 季度将是整个行业本轮经济周期的谷底。

图9. 工程机械行业利润及增长情况



资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

3.2 预计从三季报开始恢复正增长

总体来看，机械行业生产销售形势在好转，机械行业企稳反弹态势好于其他制造行业，4 万亿投资对机械行业的拉动效应已开始显现。同时由于生产资料价格低位运行，企业盈利状况得到改善。

从 1 季报来看，主要上市公司收益同比均出现-50%以上的增长，预计半年报仍为-30%以上，从 3 季报开始恢复正增长，全年增长预计可达到 10%左右。

目前行业整体 09 年动态市盈率达到 25 倍以上，股价已充分体现了行业的估值，给予中性评级。

表1. 部分子行业盈利状况

板块名称	收盘价	EPS-08 年报	市盈率 (08 年报)	预测每股收益	预测市盈率
普通机械制造业					
金属加工机械制造业	13.18 (元)	0.28 (元)	47.60	0.26 (元)	50.65
通用设备制造业	7.9 (元)	0.15 (元)	52.67	0.13 (元)	62.55
轴承、阀门制造业	9.53 (元)	0.37 (元)	25.76	0.37 (元)	25.42
专用设备制造业					
轻纺工业专用设备制造业	12.43 (元)	0.38 (元)	32.69	0.46 (元)	26.93
医疗器械制造业	12.72 (元)	0.22 (元)	57.82	0.29 (元)	43.44
其他专用设备制造业	12.45 (元)	0.11 (元)	111.86	0.37 (元)	34.02

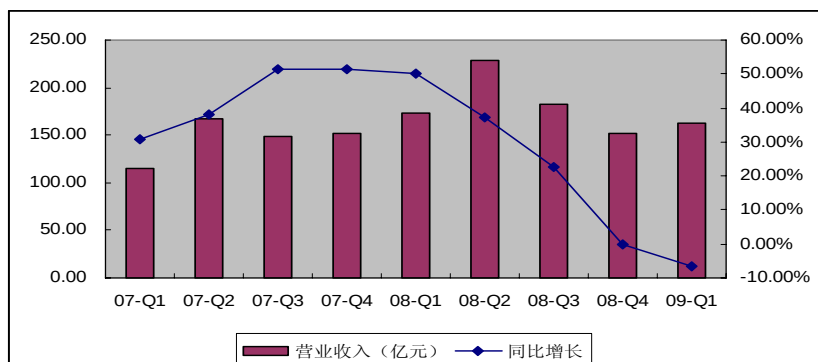
资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

4. 重点关注子行业—工程机械

4.1 行业回顾

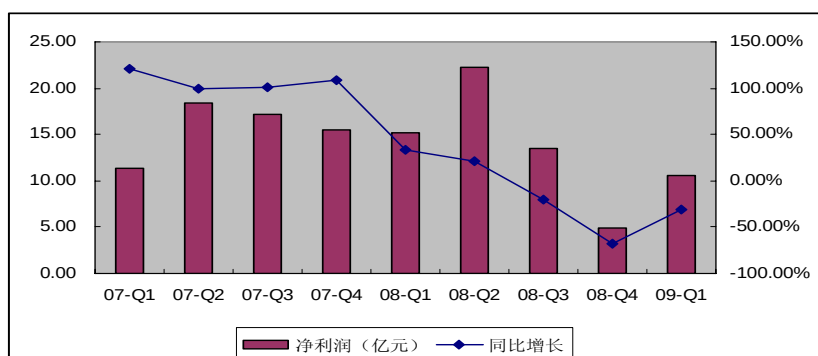
机械行业在 08 年 4 季度到达谷底，09 年 1 季度开始回升。

图10. 工程机械行业营业收入变化



资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

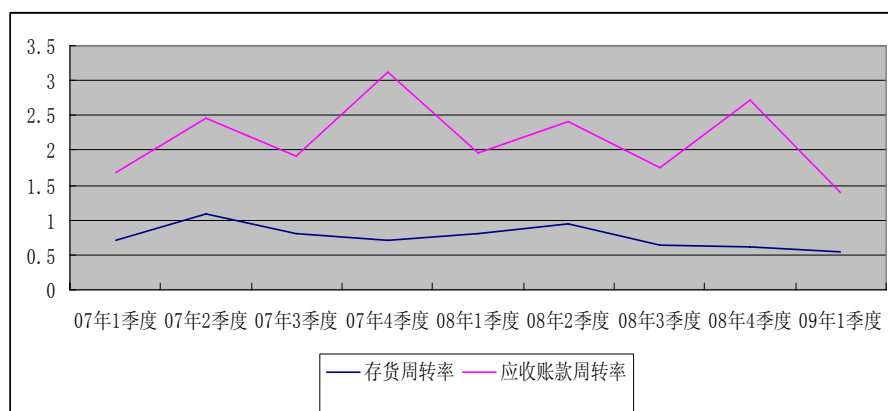
图11. 工程机械行业净利润变化



资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

随着行业景气度下滑，存货周转率和应收账款周转率出现下降趋势。

图12. 工程机械行业经营指标



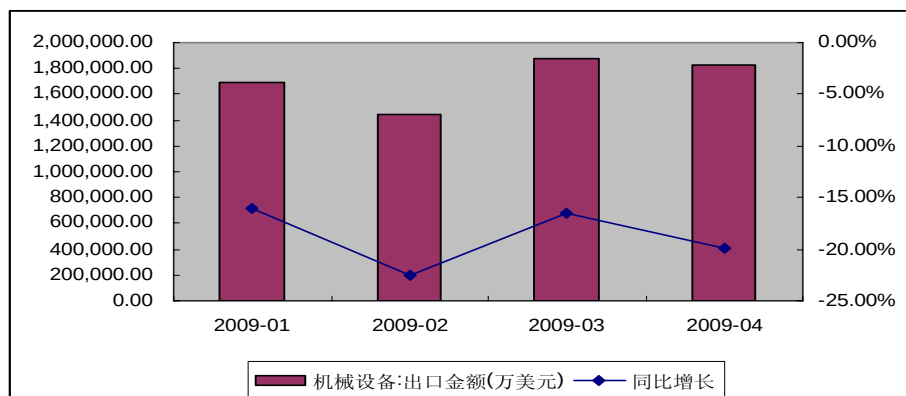
资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

4.2 下半年业绩取决于基建和房地产投资增速

08 年工程机械销售收入约为 2700 亿元，增幅 20% 左右，其中出口占销售总额的 19%，内销部分与工程机械直接相关的为基建、房地产和采矿投资。

国外经济仍处于衰退泥潭，对我国工程机械出口带来较大影响，如 1-4 月，三一重工出口 6295 万美元，下降 41.27%；中联重科出口 3147 万美元，下降 62.08%。保守估计，全行业全年出口下降 30% 以上。

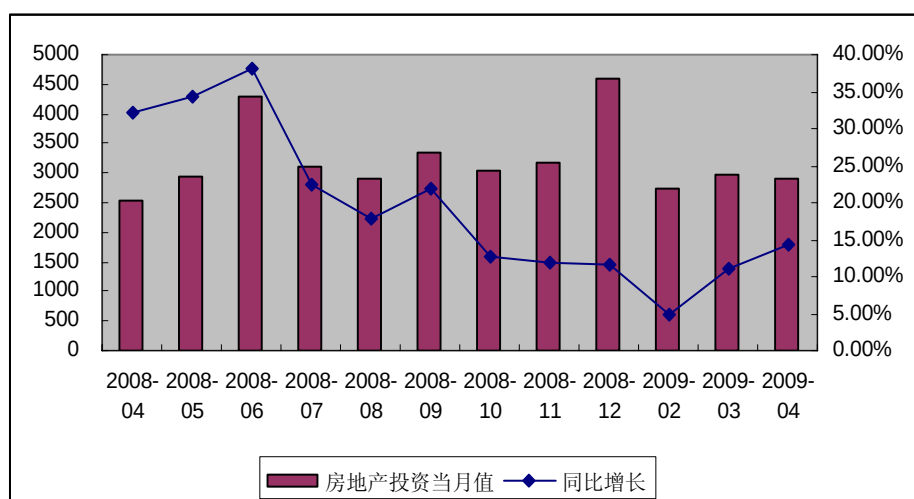
图13. 09 年机械产品出口情况



资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

08 年房地产建筑安装投资为 24000 亿元，投资增速为 20.9%，对工程机械增量贡献度为 65% 以上。根据国家统计局的数字，09 年 1-5 月份，房地产投资增长仅为 6.8%，估计全年增速在 10% 以下。

图14. 房地产投资及增速

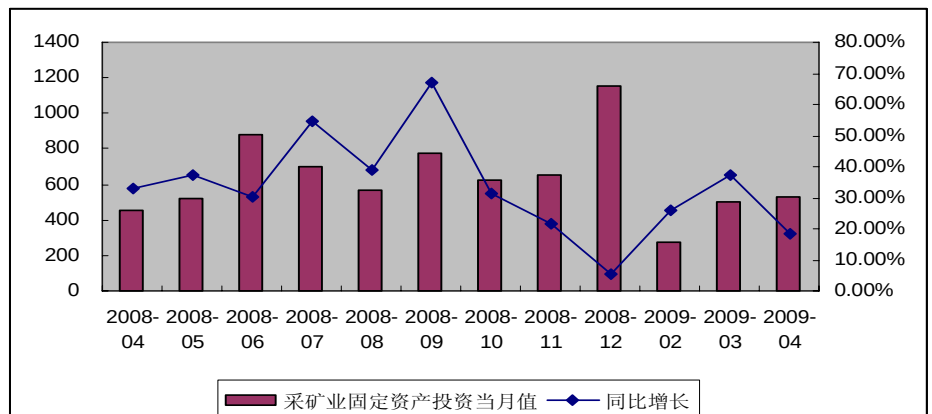


资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

08 年全国采矿业共完成固定资产投资 6913 亿元，比上年同期增长 32%，增幅同比提高 5 个百分点，对工程机械增幅的贡献度为 15%。相对于下游行业，采矿业投资具有 6-12 个月的滞后性，随着下游需求的减少及价格下跌向上游

传导，预计采矿业 09 年增幅 30%左右。

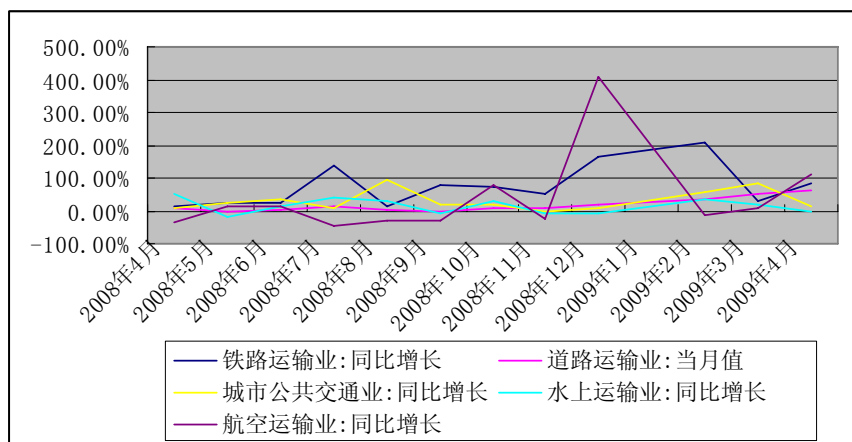
图15. 采矿业投资及增速



资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

2008 年我国基建投资约 1.3 万亿元，增量大约为 1600 亿，增幅 12%左右，对工程机械增幅的贡献度约为 20%。与工程机械相关的基建项目主要是道路、铁路、城市公交、水利、水运、航空。其中公路投资占总额比重最高，约 50%左右，而铁路投资是带动增长最大的一项，相当于水利、城市公交和道路投资增长额的两倍。09 年 1-5 月，全国铁路基本建设投资增长迅猛，前 5 个月累计完全投资超过 1338 亿元，较去年同期大幅增长 111%；1-4 月份，公路建设投资同比也大幅增长 50%。综合考虑，预计基建投资 09 年增长 60%左右。

图16. 基建行业投资增长



资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

房地产投资总量大，与行业相关性高，房地产投资的增长一直是工程机械增长最重要的因素。09 年工程机械行业出口负增长已成定局；采矿业由于滞后经济周期 8 个月左右，预计下半年开始增幅放缓；基础建设投资，尤其是铁路投资对设备购置的高峰期已过；影响行业增长的最重要因素，仍然是房地产投资是否回暖。

在行业出口下降 30%，房地产、采矿业、基础设施建设投资分别增长 10%、30%和 60%的情况下，预计工程机械行业 09 年增速在 15%左右。

4.3 行业整体中性评级，重点关注起重机行业

工程机械行业发展迅速，近年来保持 40%以上的增速，行业出口无论是金额还是占总收入的比重都在增加。虽然行业 09 年出口快速下降，但我们注意到在金额下降的同时，海外的市场份额别没有丢，有些子行业市场占有率反而有所增加。我们认为装备制造业从发达国家向我国的产业转移大趋势并没有变，经过本轮经济大调整，行业的国际竞争力将得到加强，行业前景长期看好。

起重机是工程机械行业中与基础设施建设相关性最高的子行业。目前来看 4 万亿投资对民间投资的拉动效果有限，为保证 8%的 GDP 增长，我们认为新的经济刺激方案仍有可能出台，同时已批准的基建项目也有可能提前实施，2010 甚至 2011 年的投资有可能提前至 09 年完成。

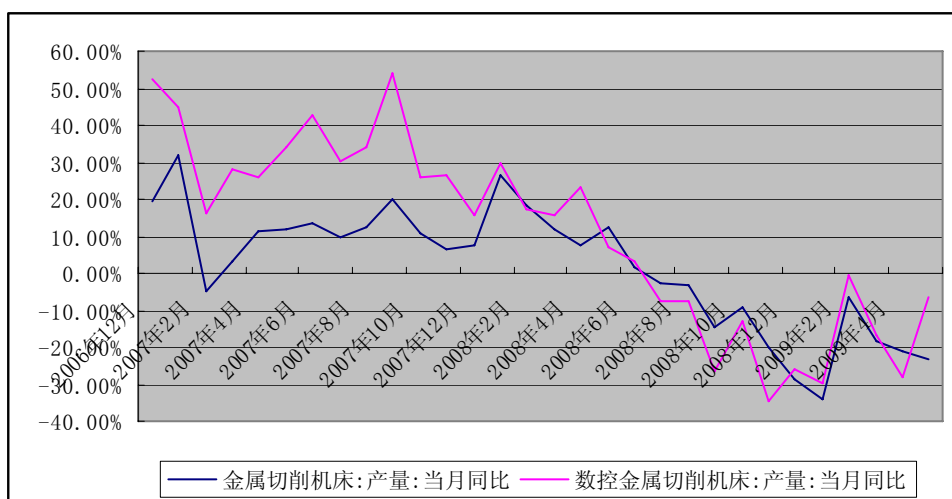
大规模基础设施建设投资仍是政府拉动经济最快最有效的手段，我们看好起重机子行业 09 年的发展，建议关注徐工科技(000425)、中联重科(000157)。

5. 重点关注子行业一机床

5.1 行业回顾

国内机床产量在 07 年 3 季度达到高点，随后处下滑趋势，其中数控机床无论下跌幅度还是反弹趋势，均好于传统机床。

图17. 近年机床销量同比增长

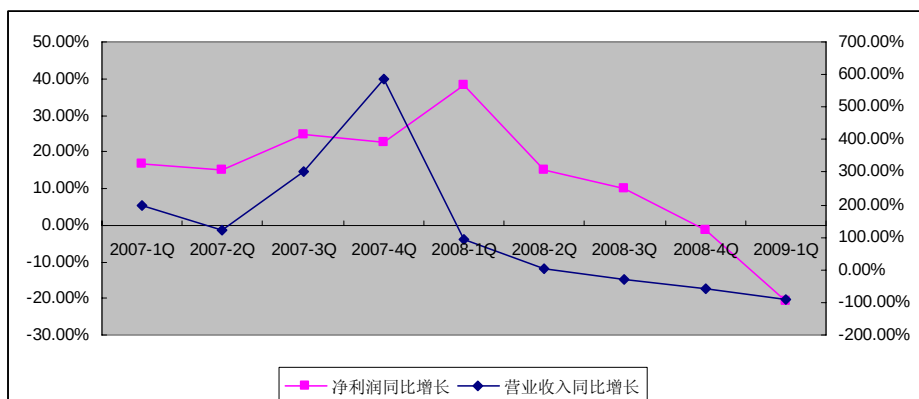


资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

机床行业上游为钢铁等原材料，下游为装备制造业，其中普通机床竞争激烈，毛利处下降趋势。行业在 07 年 4 季度达到高点，随后开始持续下滑。09

年1季度,机床行业上市公司总收入同比下降20.89%,净利润同比下降88.84%,据亏损只有一步之遥。

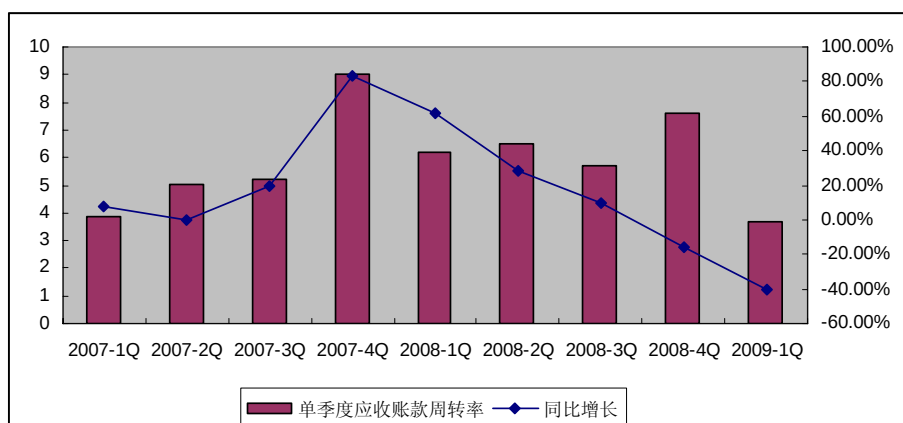
图18. 机床行业营业收入及利润增长



资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

随着下游装备制造业景气度下滑,机床企业销售回款出现困难,应收账款周转率始终处于下降趋势。

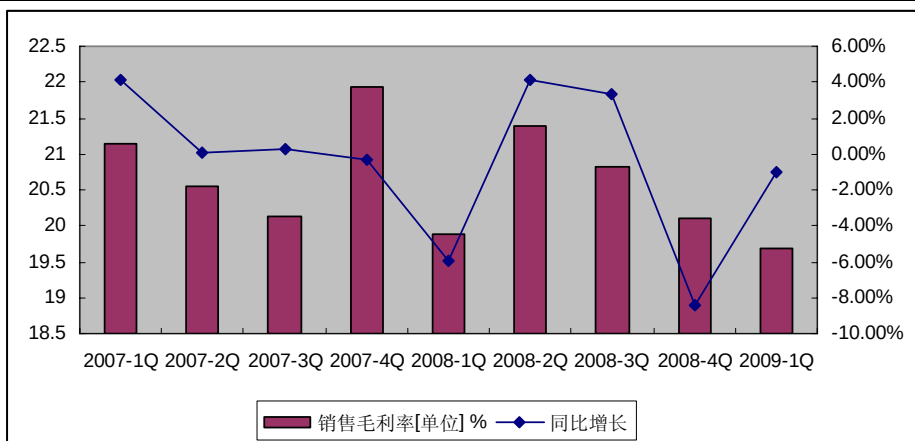
图19. 机床行业经营财务指标



资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

随着行业去库存化的完成,08年高价储备的钢材等原料消耗完毕,09年1季度开始,行业毛利恢复至08年同期水平。

图20. 行业销售毛利率

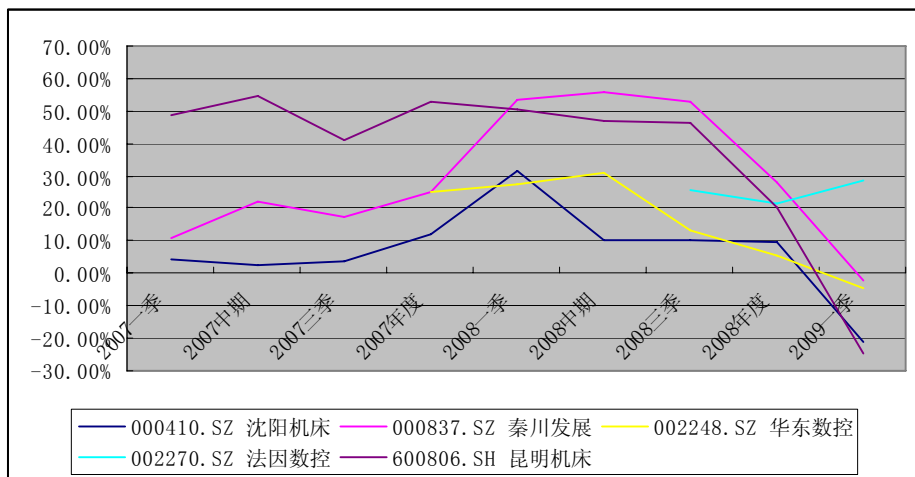


资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

5.2 行业主要公司业绩处下滑趋势

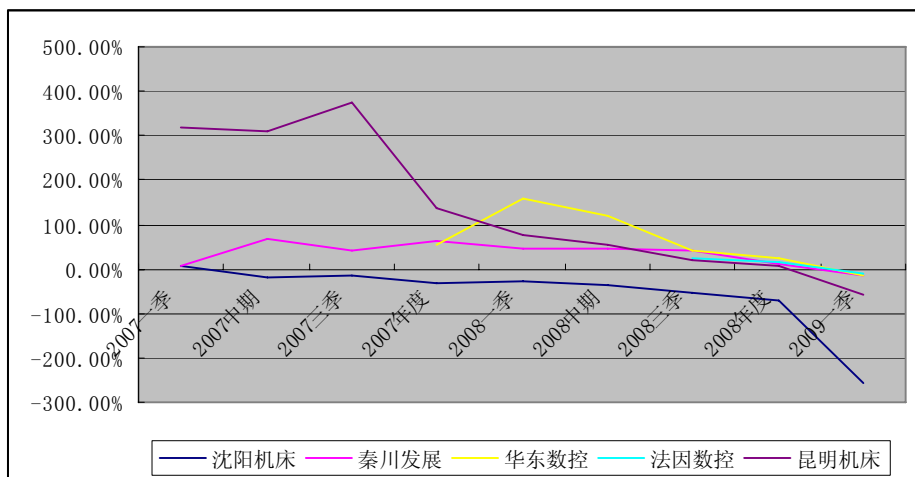
观察机床行业 5 个主要子公司，收入和营业利润均呈下降趋势，其中营业利润 09 年 1 季报均为负增长。

图21. 行业主要公司收入增长



资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

图22. 行业主要公司营业利润增长

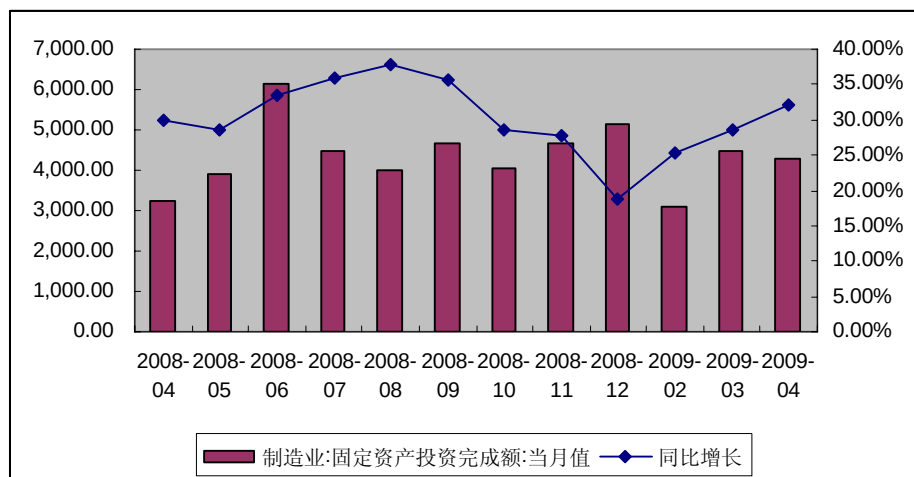


资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

5.3 行业发展取决于制造业的整体恢复情况

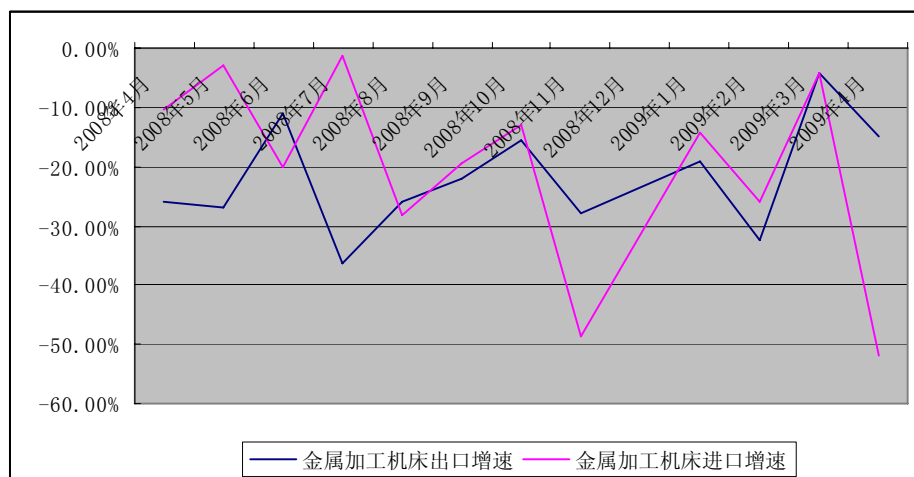
随着钢材等原材料价格趋稳，机床行业毛利应该可以恢复到 21% 左右。在出口继续下滑的情况下，行业发展主要取决于下游制造业的需求。国家经济刺激政策目前主要拉动了基建投资，对制造业投资拉动效果尚不明显，制造业投资增速低于全社会投资平均增速。

图23. 制造业投资增速



资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

图24. 金属加工机床进出口增速



资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

5.4 行业整体中性评级，关注数控机床子行业

受经济景气度下滑影响，预计机床行业下半年仍将保持低位增长，行业整体估值已不便宜。

表2. 部分公司估值比较

证券简称	6月15日收盘价(元)	EPS-08年报(元)	PE(08年报)	预测EPS(元)	预测市盈率
沈阳机床	7.88	0.04	202.57	0.07	113.06
秦川发展	6.84	0.21	32.49	0.28	24.28
华东数控	18.23	0.42	43.13	0.70	25.92
法因数控	14.33	0.39	36.96	0.48	29.72
青海华鼎	7.91	0.15	51.36	0.13	62.63
昆明机床	10.24	0.65	15.73	0.62	16.59
南通科技	8.19	0.20	40.40	0.04	188.71

资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

在装备制造业产业转移的大背景下，众多机械行业实现了贸易顺差，而数控机床仍处于进口替代进程中，处于加速发展过程中。机床行业上市公司中，数控机床比重大的华东数控和法因数控的业绩调整幅度明显小于普通机床比重大的其他公司，显示数控机床子行业良好的成长性。

1998-2008 年，中国数控机床产量年均复合增长率超过 20%，高于同期金属切削机床总产量 8%的复合增长率，预计 2010 年我国数控机床消费仍将超过 60 亿美元，台数将超过 10 万台，其中中高档数控机床的比例会大幅增加，经济型数控机床的比例不会有太大变化，普通机床的需求将会大幅度减少。

我们给予机床行业整体中性评级，我们认为本轮经济调整中数控机床子行业有望率先走出低谷，建议关注华东数控和法因数控。

6. 关注细分行业的龙头企业

机械属强周期性行业，在经济尚未跌至谷底时便已完成调整，并率先开始反弹。我们认为行业下半年发展取决于整体经济是否回暖，尤其是房地产和制造业投资信心的恢复。

在大环境尚未转暖的情况下，我们建议投资者关注细分子行业的投资机会。部分子行业由于行业本身的发展趋势或者公司自身内在的发展潜力，已有估值优势、具备投资价值。

6.1 煤机行业龙头企业—天地科技

市场潜力巨大

煤机行业 08 年市场容量约为 300 亿元，为煤炭行业固定资产投资的一部分。煤炭行业固定资产投资包括三部分：新增产能投资（含新建和改扩建）、已有设备更新投资和现有设备自动化率提高投资。

新增产能投资：根据煤炭行业“十一五”发展规划的相关内容，2012 年，我国煤炭供应能力将达到 26 亿吨，其中小型煤矿整合改造为大中型煤矿，增

加产能 2 亿吨；新开工（新建和改扩建）煤矿规模 4.5 亿吨，形成产能 2 亿吨。按照 1 亿吨产能对应 10 亿元煤机产品的比例关系，新增产能可提供 40 亿元的市场容量。

设备更新投资：煤机产品平均使用寿命为 4-5 年，由于煤炭供应紧张，近两年连续紧张生产的矿井占到总量的 50%，矿井主要生产设备严重老化，超期服役的占 30%-40%，过度使用导致煤机寿命缩短。本块市场容量预计每年保持 10%以上增长。

设备自动化率提高：我国煤矿百万吨死亡率为 3.08 人，远高于世界平均水平。根据“十一五”规划，我国的煤炭百万吨死亡率将降到 1.6 人以下，机械化水平提高是降低死亡率最有效的方法。根据“十一五”规划，预计到 2012 年我国煤矿平均机械化率将由目前的 42%提高到 65%以上，增加 50%以上的市场空间。

技术领先的成套设备供应商

公司脱胎于科研院所，大股东煤科院是中国煤炭行业唯一的综合性研究机构。公司主要开发高附加值产品，高新技术产品与服务的收入占总收入 70%左右，08 年公司新技术、新产品形成的销售收入达到 11.85 亿元，占总收入的 31%。

公司产品定位于中高端，近年来毛利保持在 30%左右。公司最大优势在于能提供综合成套装备，是国内唯一具有集产品设计、研究开发、生产制造、系统集成能力为一体的企业，综合成套装备在煤炭行业的市场占有率达到 60%左右，主要竞争来自西门子、霍尼韦尔等跨国公司。

主要产品市场占有率领先

公司主要产品为煤炭机械，包括采掘机、掘进机、输送机及其他辅助设备。与国外竞争者相比，公司具有本地化的优势，产品具有较高的性能价格比，而且较国外产品更具适用性；与国内竞争对手相比，公司产品在具有明显的技术及配套性优势。公司主要产品市场占有率均排在前三名，由于产品定位高端、单价高，产品销售金额的比重均高于销售数量的比重。

表3. 天地科技主要产品市场竞争格局

	产品销量（台）	市场总量（台）	销售份额	主要竞争对手
采掘机	100	600	25%	太矿煤机、鸡西煤机
掘进机	200	1000	25%	三一重工、佳木斯煤机
刮板输送机	NA	NA	30%	张家口中煤机、山东矿机
胶带输送机	NA	NA	30%	NA

资料来源：公司公开资料，东海证券研究所

资产注入可增厚 20% 业绩

煤科院与中煤国际合并后，公司控股股东变为中煤科工集团。我们预计短期公司资本运作不会有动作，待大股东中煤科工过渡磨合完成之后，有望注入煤机类资产。

表4. 中煤科工可能注入的资产

公司名称	08 年净利润 (万元)	公司持股比例	大股东持股比例	大股东收益 (万元)	主营业务
中煤矿山	996	72.68%	27.32%	272	地下特殊工程的施工业务
天地华泰	5198	51%	NA	NA	煤炭开采运营总承包
山西煤机	14150	51%	49%	6934	胶带输送机、防爆电机
天地王坡	36426	39.48%	21.93%	7988	煤炭销售
上海分院	收入 3 亿元	0	100%	3000 (估算)	皮带运输机
总计				18194	

资料来源：公司公开资料，东海证券研究所

假设大股东注入资产 08 年收益 1.8 亿元，按 10 倍 PE 注入公司，公司定向增发约 1 亿股，则每股收益可增厚 20%，约 0.15 元。增发后 08 年每股收益可达到 0.91 元。

关键假设与盈利预测

预计 09 年煤机产品毛利小幅下降，2010 年后保持稳定；技术服务随收入增加毛利保持上升势头，煤炭洗选装备及地下特殊工程施工收入毛利稳定，煤炭收入毛利随煤炭价格下跌而下滑，预计 09 年 45% 左右，2010 年开始逐渐上升。公司综合毛利与 08 年调整后的数值相比，下降两个点左右。

表5. 天地科技 2009-2011 年收入及毛利预测

营业收入	2008	2009E	2010E	2011E
矿山自动化、机械化装备(万元)	310,065	372,078	446,494	580,442
同比增长		20%	20%	30%
矿井生产技术服务与经营(万元)	46,341	60,243	90,365	135,548
同比增长		30%	50%	50%
煤炭洗选装备及地下特殊工程施工(万元)	34,582	34,582	38,040	41,844
同比增长		0%	10%	10%
煤炭产品销售(万元)	72,000	80,000	96,000	115,200
同比增长		10%	20%	20%
毛利率				
矿山自动化、机械化装备	32.64%	31%	32%	32%
矿井生产技术服务与经营	39.20%	40%	42%	45%
煤炭洗选装备及地下特殊工程施工	27.00%	27%	27%	27%
煤炭产品销售	50%	45%	48%	50%
综合毛利率	35.58%	33.79%	35.35%	36.15%

资料来源：公司公开资料，东海证券研究所

我们预计公司 09 年营业费用保持稳定，管理费用和财务费用小幅上升，随着行业景气度的提升，2010-2011 年期间费用率逐渐降低。

表6. 公司期间费用预测

	2007A	2008A	2008Q1	2009Q1	2009E	2010E	2011E
营业费用率	4.40%	5.65%	5.41%	5.01%	5.00%	5.50%	5.00%
管理费用率	8.57%	11.81%	11.00%	11.25%	11.50%	11.00%	10.50%
财务费用率	0.53%	0.35%	0.93%	0.38%	0.50%	0.50%	0.50%
期间费用率	13.50%	17.82%	17.35%	16.65%	17.00%	16.50%	16.00%

资料来源：公司资料，东海证券预测

表7. 关键财务与估值指标

	2006	2007	2008	2009E	2010E
每股收益（元）	1.08	1.20	0.76	0.89	1.25
每股红利（元）	0.00	0.06	0.00	0.00	0.00
每股净资产（元）	4.72	4.03	2.77	3.66	4.91
ROS	10%	12%	13%	11%	13%
ROE	23%	30%	28%	24%	25%
毛利率	27%	31%	32%	34%	35%
EBIT Margin	13%	18%	14%	16%	17%
EBITDA Margin	14%	20%	16%	18%	19%
收入增长	149%	43%	25%	34%	23%
净利润增长	107%	85%	27%	17%	40%
资产负债率	67%	66%	69%	67%	62%
息率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	23.1	42.8	18.0	24.9	17.7
P/B	5.3	12.7	4.9	6.1	4.5
EV/EBITDA	17.2	27.8	15.7	19.2	14.4

资料来源：公司资料，东海证券预测

同业比较与估值

与矿山机械有关的几家上市做比较，公司 09 年 PE 处中等水平，由于成长性良好，预计公司 2010 年每股收益可达到 1.25 元，PE 只有 16.02 倍；PEG 为 0.56，远低于同行业公司的平均水平。

表8. 天地科技同业比较与估值

证券简称	6 月 15 日收盘价（元）	预测 09 年 EPS	预测 09 年 PE	预测 10 年 EPS	预测市盈率（10 年）	预测 PEG 值
天地科技	20.03	0.89	22.51	1.25	16.02	0.56
太原重工	13.31	0.81	16.38	0.92	14.49	1.25
北方股份	9.61	0.25	38.44	0.31	31.00	1.60
江钻股份	7.59	0.34	22.32	0.41	18.51	1.08

资料来源：东海证券研究所，万德资讯

公司在煤机产品技术上拥有巨大的优势，并且是国内唯一的成套设备供应商，产品未来增长潜力巨大；同时若大股东注入相关资产，业绩可增厚 20%以上。我们按 09 年 30 倍 PE 估值，目标价 26.7 元，给予公司买入评级。

6.2 机场地面设备龙头企业—威海广泰

主要产品国内领先

公司从事各类航空地面设备的研发生产，包括飞机牵引车、升降平台车、气源车、除冰车和加油车等 40 个品种 80 多个规格。

表9. 公司主要产品

产品	技术含量	市场占有率	竞争对手
飞机集装箱升降平台	高	10%	美国 FMC、美国 TLD、法国 AIRMARREL、德国 TREPEL
飞机启动气源设备	高	10%	美国 TRILECTRON、美国双 S&S、美国 TUG
飞机除冰车	高	15%	美国 GOLBAL、丹麦 VESTERGARD 公司、美国 PREMIER
飞机牵引设备	高	22%	青岛重汽、深圳达航；德国 SCHÖPE、美国 S&S、法国 TLD、美国 TUG 等
飞机电源车	中	74%	上海腾达、空军沈阳航空四站厂、海军 4328 厂；美国 HOBART
飞机食品车	中	25%	腾达航勤设备有限公司、无锡锡梅特种汽车有限公司等
飞机加油车	中	4%	南京晨光股份有限公司；法国迪但公司、美国厂家
飞机清、污水车	低	22%	无锡锡梅特种汽车有限公司、上海东方航空设备有限公司；国际：无
行李传送带车	低	19%	腾达航勤设备有限公司、无锡蓝天航空设备厂等
飞机客梯车	低	22%	无锡锡梅特种汽车有限公司、上海东方航空设备有限公司等

资料来源：东海证券研究所，公司公开资料

技术领先：国内企业仅能生产技术含量、单位价值相对较低的低端产品，对于单件超过 150 万元、附加值和技术含量高的产品，除公司外均为外资产品。

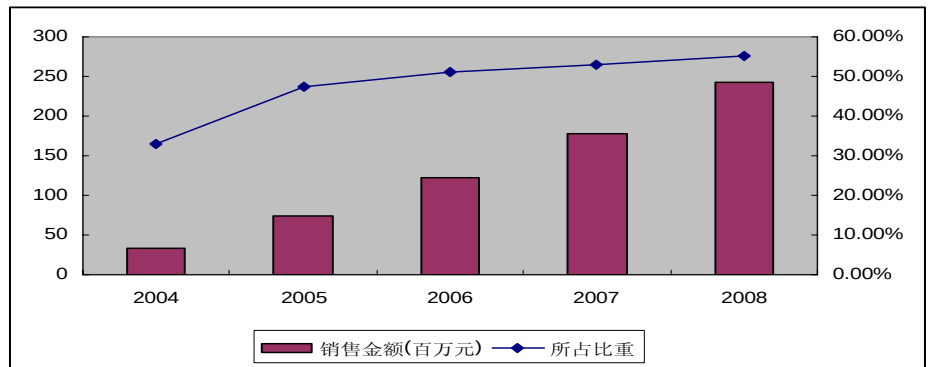
创新产品源源不断：自设立以来年均有 3-4 个新产品问世，08 年公司新获专利 23 项（含 4 项发明专利），截至目前已累计拥有 106 项专利。

综合性优势：国内其他企业多数仅生产空港设备中有限的几种产品，公司是我国甚至国际上空港装备行业中产品品种最全的生产厂家。由于二线机场对每种设备购买数量很少，常常将多种产品打包招标，威海广泰这种产品线全的设备提供商在竞争中处于较大的优势地位。

产业转移的受益者

替代进口比重逐年增加：威海广泰的产品主要替代进口，之前机场地面设备的高端产品几乎全部为国外厂商占领。公司高端产品销量占收入比重不断增加，从 2004 年的 33%增长到 2008 年的 55%。

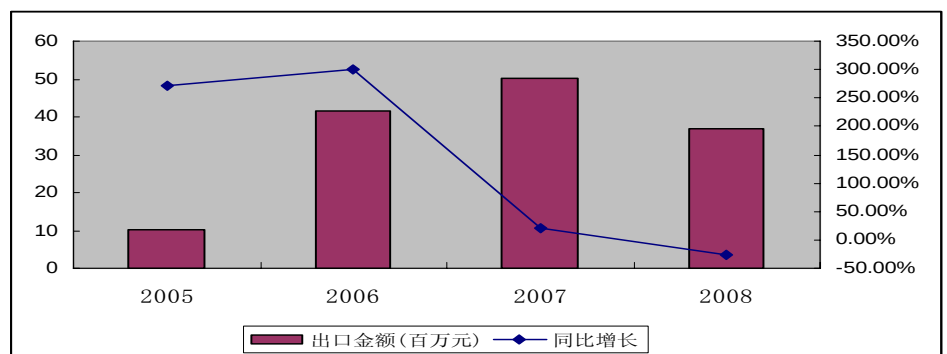
图25. 公司高端产品近年销售金额及所占比重



资料来源：东海证券研究所，公司公开资料

出口增长迅速：公司出口增长迅速，05-07 三年分别增长 271%、300%和 20%。公司 08 年出口 3682.75 万元，同比负增长 26.53%，但签订的合同有 1.1 亿元，创历史新高。公司计划 2011 年实现 3 亿元出口目标。

图26. 公司出口金额及同比增长



资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

行业独特优势

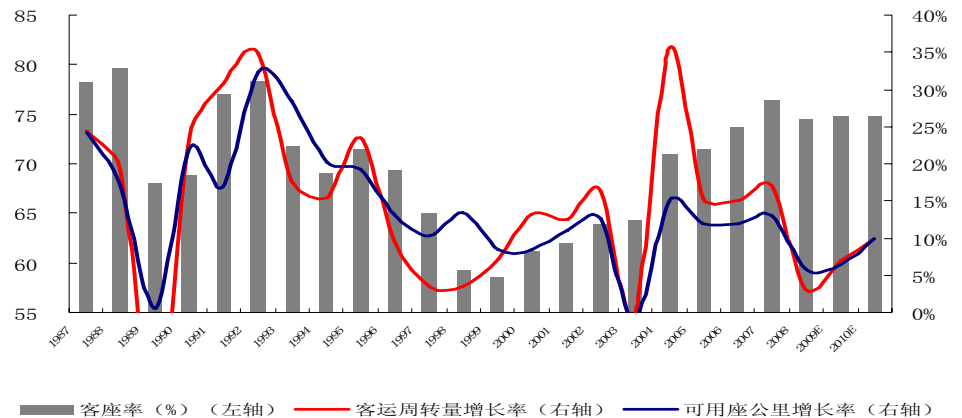
非标准化限制了大企业的进入：机场地面设备难以批量大生产，同时产品安全性和可靠性要求非常高，用户一般不会轻易改变供应商，极易形成对现有供应商的依赖，使得大企业难以涉入。

严格的准入制度阻碍了小企业的进入：行业实行严格的许可准入制度，从前期规划、研发到最终取得生产许可证，一般高端设备大约需要 3-4 年的周期。对小企业形成了较高的技术进入壁垒。

市场前景广阔

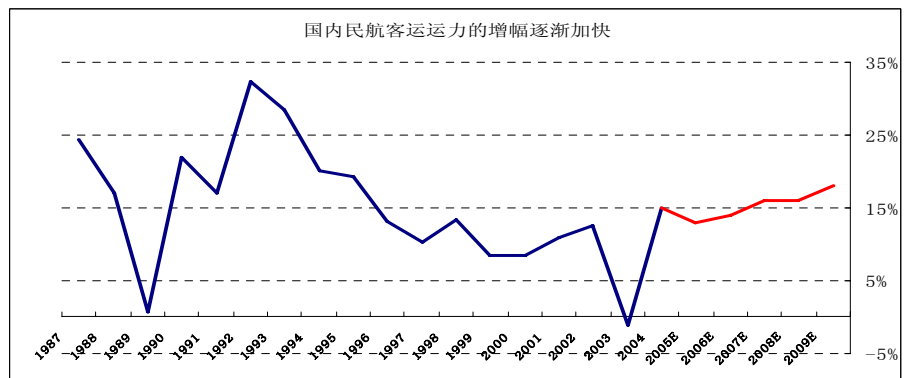
航空公司市场：1999-2008 年，我国民航旅客周转量增长 234%；货物周转量增长 239%。预计 2025 年之前客运周转量的年均复合增长率为 8.6%，货运年增长率 10.7%。预计国内民航运量 2009 年开始恢复增长，2010 年达到 10% 以上；预计运力增幅 09 年可保持 16% 以上增长，2010 年达到 18% 以上增长。

图27. 航空需求增长率



资料来源：东海证券研究所

图28. 航空运力增长率



资料来源：东海证券研究所

机场建设投资力度加大：根据“十一五”规划，“十一五”末民航运输机场总数将达到190个左右，新增机场45个左右，完成上述规划需要投资4500亿元。其中2008年民航业全年完成固定资产投资600亿元，预计09年投资总规模将达800-1000亿元，较上年增长33%以上。

表10. 全国民用机场布局规划表

名称	北方机场群	华东机场群	中南机场群	西南机场群	西北机场群
类别	北京、天津、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江	上海、江苏、浙江、山东、安徽、江西、福建	广东、广西、海南、河南、湖北、湖南	重庆、四川、云南、贵州、西藏	陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆
既有机场（147个）	北京首都、南苑、天津、石家庄、秦皇岛、太原、运城、大同、长治、呼和浩特、包头、海拉尔、满洲里、锡林浩特、赤峰、通辽、乌兰浩特、乌海、沈阳、大连、丹东、锦州、朝阳、长春、延吉、哈尔滨、牡丹江、齐齐哈尔、佳木斯、黑河	上海浦东、上海虹桥、南京、无锡、常州、徐州、连云港、南通、盐城、杭州、宁波、温州、舟山、黄岩、义乌、衢州、济南、青岛、烟台、威海、临沂、潍坊、东营、合肥、黄山、安庆、阜阳、南昌、赣州、井冈山、九江、景德镇、福州、厦门、晋江、武夷山、连城	广州、深圳、珠海、梅州、汕头、湛江、南宁、桂林、北海、柳州、梧州、海口、三亚、郑州、洛阳、南阳、武汉、宜昌、恩施、襄樊、长沙、张家界、常德、永州、怀化	重庆、万州、成都、九寨沟、攀枝花、西昌、宜宾、绵阳、南充、泸州、广元、达州、昆明、西双版纳、丽江、大理、芒市、迪庆、保山、临沧、思茅、昭通、文山、贵阳、铜仁、兴义、安顺、黎平、拉萨、昌都、林芝	西安、延安、榆林、汉中、安康、兰州、敦煌、嘉峪关、庆阳、西宁、格尔木、银川、乌鲁木齐、喀什、伊宁、库尔勒、阿勒泰、和田、阿克苏、库车、塔城、且末、那拉提、克拉玛依

	既有 30 个	既有 37 个	既有 25 个	既有 31 个	既有 24 个
新增机场 (97 个)	北京第二机场、良乡、邯郸、衡水、承德、张家口、吕梁、五台山、鄂尔多斯、阿尔山、二连浩特、巴彦淖尔、达拉库布、霍林河、加格达齐、长海、长白山、通化、白城、漠河、大庆、鸡西、伊春、抚远	淮安、苏中、丽水、济宁、九华山、蚌埠、芜湖、宜春、赣东、三明、宁德、平潭	韶关、百色、河池、玉林、东方、五指山、琼海、信阳、商丘、神农架、衡阳、岳阳、武冈、邵东	黔江、巫山、乐山、康定、亚丁、马尔康、腾冲、红河、怒江、会泽、勐腊、泸沽湖、荔波、毕节、六盘水、遵义、黄平、黔北、阿里、日喀则、那曲	壶口、宝鸡、商洛、天水、夏河、金昌、陇南、张掖、武威、航天城、玉树、花土沟、德令哈、果洛、青海湖、固原、中卫、喀纳斯、吐鲁番、哈密、博乐、奎屯、楼兰、富蕴、塔中、石河子
	新增 24 个	新增 12 个	新增 14 个	新增 21 个	新增 26 个

资料来源：东海证券研究

军方市场前景长期看好：军方市场约为 5 亿元，公司占市场份额仍低于 10%。随着军队对高性能、高稳定性产品需求的不断增长，公司在军方逐渐获得更多的认可，市场潜力巨大。

出口市场前景广阔：航空地面市场国际市场容量超过 500 亿元人民币，公司 08 年出口额为 3683 万元，不到国际市场的 0.1%，前景广阔。我们认为公司 09 年可实现 1 亿元以上的出口，且在未来几年内保持快速增长趋势。

关键假设与盈利预测

表11. 威海广泰销售预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
机场(百万元)	80.30	125.50	203.85	224.24	291.51	378.96
增长率:				10%	30%	30%
航空公司(百万元)	60.71	74.64	107.74	113.13	135.75	162.90
增长率:				5%	20%	20%
其他(百万元)	15.83	44.06	48.32	48.32	53.15	58.47
增长率:				0%	10%	10%
出口金额(百万元)	41.60	50.13	36.83	92.08	184.15	276.23
增长率:				150%	100%	50%
军队(百万元)	42.55	30.34	30.9	30.9	30.9	30.9
增长率:				0%	10%	10%
收入总额	240.98	324.67	427.64	508.66	695.46	907.45
增长率:				19%	37%	30%

资料来源：东海证券研究所

表12. 综合毛利率预测

	2007	2008	2009E	2010 E	2011E
机务设备	35.40%	40.09%	37.00%	36.00%	36.00%
货运设备	28.28%	29.78%	27.00%	26.00%	26.00%
客舱服务设备	28.10%	23.06%	24.00%	23.00%	24.00%
其他产品	37.55%	16.28%	18.00%	17.00%	18.00%

综合毛利率	31.72%	33.62%	32.20%	31.20%	31.36%
-------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：东海证券研究所

表13. 预测损益表

	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (万元)	43,949	52,299	71,650	93,145
主营业务成本 (万元)	28,951	35,457	49,293	63,936
主营业务税金及附加 (万元)	186	261	358	466
销售费用 (万元)	2,078	2,353	3,224	4,192
管理费用 (万元)	4,236	4,707	6,090	7,917
财务费用 (万元)	957	730	560	671
营业利润 (万元)	7,357	8,791	12,125	15,963
利润总额 (万元)	7,493	8,791	12,125	15,963
减：所得税 (万元)	1,005	1,231	1,758	2,394
净利润(万元)	6,488	7,560	10,366	13,569
归属母公司股东的净利润(万元)	6,537	7,560	10,366	13,569
每股收益 (元)	0.45	0.53	0.72	0.94

数据来源：东海证券研究所

表14. 财务指标分析

	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标				
每股收益 (元)	0.45	0.53	0.72	0.94
每股经营现金流 (元)	0.17	0.99	0.45	0.74
每股净资产 (元)	2.75	3.25	3.97	4.91
市场估值指标				
企业总价值 (万元)	61369	59413	70873	87475
核心企业价值 (万元)	51710	46396	51775	56378
EV/EBITDA	6.63	5.40	4.98	4.77
EV/EBIT	7.22	6.24	5.59	5.26
PB	6.11	5.17	4.23	3.42
PE	37.31	31.98	23.32	17.86
盈利能力				
ROE	16.51%	16.17%	18.15%	19.19%
ROA	9.11%	10.62%	11.76%	12.27%
毛利率	33.70%	31.70%	30.70%	30.86%
EBIT 率	19.33%	18.20%	17.70%	17.86%
EBITDA 率	21.05%	21.02%	19.85%	19.67%
成长性				
收入增长率	31.32%	19.00%	37.00%	30.00%
EBIT 增长率	35.07%	12.04%	33.24%	31.14%

EBITDA 增长率	37.13%	18.85%	29.38%	28.83%
净利润增长率	23.68%	15.64%	37.13%	30.89%
信用分析				
流动比率	1.71	2.21	2.31	2.38
速动比率	0.87	1.14	1.27	1.45
资产负债率	44.83%	33.73%	34.75%	35.73%

数据来源：东海证券研究所

同业比较与估值

公司属航空地面设备制造企业，国内没有同行业的上市公司，我们用成长性同样良好的机械行业中小板上市公司进行比较。

表15. 威海广泰与中小板上市公司估值比较

证券简称	6月15日收盘价(元)	预测市盈率(09年)	预测PEG值
威海广泰	15.80	29.78	0.83
轴研科技	12.68	24.38	1.00
广东鸿图	13.05	25.84	1.79
天马股份	27.38	19.28	0.41
东力传动	15.16	19.63	0.45
华锐铸钢	26.69	27.78	0.68
汉钟精机	13.00	27.06	1.90
巨轮股份	8.60	25.45	1.27
方圆支承	11.61	13.01	0.21
恒星科技	9.07	17.86	0.40
江苏通润	13.80	18.03	0.32

数据来源：东海证券研究所，WIND 资讯

与中小板机械类公司相比，公司 PE 偏高，但 PEG 均较低水平。考虑到公司良好的成长性，按 35 倍 PE 计算，目标价 18.5 元，增持评级。

6.3 陶机行业龙头企业—科达机电

主营业务持续增长

公司为陶机行业龙头企业，陶瓷机械销售占国内超过 30% 市场份额。主要业务包括：陶瓷机械、石材机械、墙材机械、天江药业和新煤气炉项目五部分。

陶瓷机械：在房地产业低迷的情况下仍保持稳定增长，5 月份新签两笔合同总金额 3.3 亿元，预计全年可保持 20% 以上增长。

表16. 科达机电陶瓷机械业务

压砖机：	压砖机为陶瓷机械中对房地产最敏感机械，09 年房地产低迷，预计 10% 以上增长。
窑炉：	公司 08 年以前窑炉产品市场占有率不高，主要是由于竞争对手不开票低价销售。增值税改为流转税后，公司产品极大提高了竞争力，09 年上半年已签订单为 1.6 亿元，全年保守估计可实现销售 2 亿元以上。

抛光线:	预计增长平稳, 09 年实现 10%以上增长。
配件:	预计增长平稳, 09 年实现 10%以上增长。

资料来源: 东海证券研究所

石材机械: 石材机械 08 年实现爆发式增长, 受房地产低迷因素影响, 预计 09 年平稳增长 10%。

墙材机械: 预计墙材机械 09 年实现爆发式增长, 可实现 1.25 亿元以上收入。墙材机械符合国家对环保墙材的要求, 可将废弃建筑的废砖回收压缩成环保型砖, 未来增长潜力巨大。

天江药业投资收益快速增长

天江药业为极具竞争力的医药企业, 每年保守估计可增长 30%以上。公司对该项投资 08 年上半年并表, 08 年下半年转入投资收益, 因此 08 年年报的投资收益只体现了一半, 约 9 百万, 全年为 1800 万元。预计 09 年对该项投资的收益在 2500 万元以上。

公司对该项投资的账面值为 7397 万元, 假设天江药业两年后上市, 公司对其每年的投资收益为 4000 万元, 上市后摊薄为 3000 万元, 按 30 倍 PE 计算, 该部分股价二级市场价格 9 亿元, 扣除目前账面价值 0.74 亿元, 投资收益 8.26 亿元, 对应 3.44 亿股, 每股投资收益 2.4 元以上。

新煤气炉的节能和环保优势

在环保趋严导致陶企迁移的大背景下, 公司由设备制造商向煤气供应商转型, 开发研制新型节能煤气炉项目。节能和环保决定了新煤气炉项目前景光明, 其中节能可为公司带来较高的投资收益, 而环保可促进项目推广。

节能的原理在于低成本可高效率:

表17. 新型煤气炉项目节能原理

低成本	传统水煤床需使用优质煤, 大同优质块煤目前价格 900 元/吨, 科达机电装置燃料为粉煤, 价格为 700 元/吨, 每吨价格便宜 200 元。
高效率	传统水煤床每公斤煤可产气 3.3 立方米, 每立方米 1500 大卡的热量, 共产生 4950 大卡的热量; 新装置可产气 4 立方米, 每立方米 1300 大卡的热量, 共产生 5200 大卡的热量。

资料来源: 东海证券研究所

假设用传统水煤床 1 吨煤, 则可产生 $1000 \times 3.3 \times 1500 = 4950000$ 大卡热量, 需 900 元, 即每元钱产生 5500 大卡热量。

用新装置, 使用 1 吨粉煤, 则可产生 $1000 \times 4.1 \times 1300 = 5330000$ 大卡热量, 需 700 元, 即每元钱产生 7614 大卡热量。

不考虑装置的固定成本，假设传统水煤床每年需要 1000 万元的优质煤，则使用新装置后，只需要 801 万元，节省 20%。

假设新装置每天消耗 70 吨粉煤，每吨 700 元，一年 330 个工作日，则新装置消耗的煤炭成本为 1617 万元，而传统装置需要消耗的煤炭成本为 2016 万元。所卖水煤气按传统装置的成本计算价格，收益收益为 399 万元。

具体计算过程中，由于新装置和传统水煤床都需要消耗人工、电耗和维护成本等其他费用，且两者相差不大，因此只需要考虑固定资产折旧部分。假设新装置成本为 700 万元，每年折旧 70 万元，传统装置价格为 150 万元，每年折旧 15 万元，则折旧部分差异为 55 万元。

煤炭节约成本扣除固定资产差异，每年收益为 $399 - 55 = 344$ 万元。

考虑到上市公司持有本块资产的子公司 66.8% 股权，则每年收益为 $344 \times 66.8\% = 230$ 万元。上市公司总股本为 4.47 亿股，大约相当于 **每台装置每年可增厚 0.5 分钱的每股收益**。

本项技术的本质意义在于提高了煤气炉的转化效率。传统煤气炉使用的优质煤价格高于新型煤气炉的粉煤，而优质煤的热值高，因此价格优势与热值产出大体相抵。但传统水煤炉将煤炭热能转化的效率为 65% 左右，科达机电项目的转化率为 85% 左右，提高了 20 个百分点。

高温裂解有害物质可解决环保问题：

新煤气炉在使用中不降温，因此温度可高达 1000 度，而酚水的裂解温度为 600 度，因此不产生酚水。传统煤气炉的酚水如果回收处理，需要专门加热到 600 以上裂解，成本昂贵，所以陶瓷厂一般选择储存或偷排，有陶瓷厂因此导致周围农田绝收，赔偿 100 万元。

项目进展情况

目前科达机电新型煤气炉项目在江西斯米克和湖南兆邦两处实施。湖南项目 4 月 18 日点火至今，5 月份已收取兆邦公司 700-800 万的煤气钱。目前湖南兆邦的煤气炉目前仅给喷雾塔供气，尚未给窑炉供气，预计下半年会新签 3 台炉子的协议。斯米克项目正进行干法除尘的改造，预计月内点火供气。

项目前景广阔

目前有大量非陶瓷企业找上门要求合作，包括长阳炼油厂、岳阳化工总厂、山东卫桥铝厂等。对陶瓷企业来说，20 台煤气炉已经是超大规模的，但对炼油厂、化工厂和冶炼厂来说，20 台只是基本需求。

公司看好新煤气炉在低热值燃气轮机上的市场前景，认为将空气提纯，即去除氮气变成纯氧，便可用新煤气炉实现每立方米 2000 大卡以上的热值，从而在低热值燃气轮机上使用。公司目前已在马鞍上新动力公司建设低热值燃气轮机生产线。

关键假设与盈利预测

预计公司 09 年收入可增长 20%以上，每股收益达到 0.4 元左右。

表18. 科达机电预测利润表

单位：亿元

		08 年收入	08 毛利率	08 年毛利	09 年增长	09 年收入	09 毛利率	09 年毛利
陶瓷机械	压砖机	3.30	26%	0.86	10%	3.63	25.00%	0.91
	窑炉	1.10	15%	0.17	82%	2.00	14.00%	0.28
	抛光线	3.10	18%	0.56	20%	3.72	17.00%	0.63
	配件	1.00	35%	0.35	20%	1.20	34.00%	0.41
石材机械		1.80	40%	0.72	10%	10%	1.98	0.79
墙材机械		0.20	25%	0.05		1.50	25%	0.38
天江药业		1.00		0.09		0.00		0.25
清洁能源		0.00		0.00		0.00		0.00
收入总额		11.50		2.79	14.03			3.31
三项费用		14.01%		1.61	12.50%			1.58
营业利润		1.18			1.89			
政府补贴		0.58			0.50			
税前利润		1.76			2.39			
税后利润		1.65			2.15			
少数股东权益		0.16			0.06			
归属母公司的利润		1.49			2.09			
每股收益		0.33			0.47			

资料来源：公司公开资料，东海证券研究所预测

合理估值

公司为特定小行业的龙头企业，成长性好，虽在主板上市但具有中小板企业的特征，按照 09 年 0.47 元/股，30 倍 PE 估值，不考虑新型煤气炉项目，合理股价也应在 14 元以上，给予买入评级。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

牛纪刚, 机械行业分析师, 清华大学汽车工程系工学学士、中国人民大学会计系管理学硕士, 2 年从业经验, 2009 年 3 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 天地科技、威海广泰、科达机电、三一重工、中联重科、柳工、昆明机床、方圆支承等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122