

成熟行业，受益基建

研究结论

- **全球工程机械中两大子行业之一。**装载机是全球工程机械中两大子行业之一，与推土机、装载机、平地机、铲运机等共同包括在铲运机械中，合计约占全球工程机械的 29% 份额。在我国以外的多数市场，装载机的销售规模仅次于挖掘机；2008 年，全球工程机械 50 强中有 20 家的轮式装载机业务形成规模，仅次于挖掘机。
- **国内市场发展成熟。**作为国内最成熟的工程机械产品之一，经历多年发展，目前国内市场的轮式装载机保有量约为 70 万台，主要分布于基建项目、房产建筑、公用事业、矿山和采掘、物料运送、农林等领域，其中超过 60% 的在用机器是 2006-2008 年期间售出。目前全行业年销量在 14 万台以上，行业的产能超过 22 万台，主要厂商在国内的生产销售布局基本完成，而市场需求相对稳定，总体而言，装载机行业已经是相当成熟的一个子行业，内销出现爆发性增长的可能性不大，中低端产品市场竞争激烈，行业品牌集中度将进一步提升。
- **海外市场将成为开拓重点。**近年来，随着国内装载机市场竞争的加剧，很多企业纷纷将目光投向海外，并且在海外建立了相对完善的销售网络和渠道。但是在金融危机的巨大影响下，国外对装载机设备的需求骤减，2008 年上半年装载机的出口平均每月增幅高达 138.81%，而下半年受到金融危机越来越明显的影响，装载机出口快速下降，到 2008 年 10 月份已转为负增长。2009 年海外市场需求依然低迷，但随着海外经济的逐渐恢复，未来海外市场将是装载机行业重要发展区域。业内企业正加大其海外网络建设，以期提升海外销售业绩。
- **受益房地产和基建投资。**目前市场仍在寻求不确定性溢价，且近期房地产销售良好的势头已经开始拉动房地产新开工面积的同比增长，为市场带来了房地产投资将于下半年全面启动，以及基建投资有望延续高增长，从而拉动工程机械行业需求的旺盛增长的预期。在此预期下，工程机械上市公司股价存在波段性机会，其中，龙头企业及受房地产投资直接拉动的公司将享受估值溢价，装载机行业的柳工、厦工具有良好的业绩弹性，维持柳工买入评级，厦工增持评级。
- **催化剂和风险因素：**下半年尤其是四季度国家基建项目的进一步释放，以及海外市场需求的逐渐恢复将是行业业绩改善的催化剂；国内房地产市场回暖未能持续是行业面临的主要风险因素。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武、张帆、安倩

机械行业分析师

021-63325888-6103

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

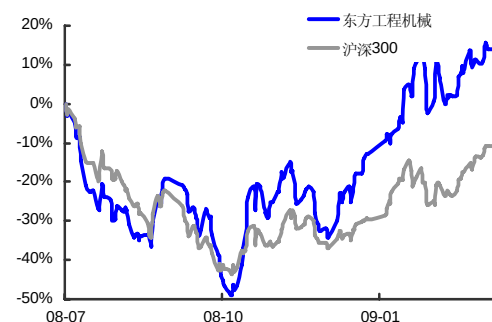
行业

机械行业

报告日期

2009 年 7 月 30 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	3.45	21.8	33.89
相对表现 (%)	6.46	14.69	-18.08

重点公司盈利预测及投资评级				
证券简称	08EPS	09EPS	E10EPS	评级
中联重科	1.03	1.16	1.21	增持
三一重工	0.83	1.07	1.38	增持
柳工	0.72	0.96	1.02	买入
厦工股份	0.27	0.29	0.36	增持
安徽合力	0.53	0.37	0.36	增持
山河智能	0.19	0.38	0.46	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告	
《有冷有热的区域市场-挖掘机行业 4 月份数据点评》	2009 年 5 月 8 日
《成也基建，等也基建--工程机械行业 3 月份数据点评》	2009 年 4 月 23 日
《落到实处的需求--挖掘机行业 3 月份数据点评》	2009 年 4 月 9 日
《内需回暖，外销停滞--工程机械行业 2 月份数据点评》	2009 年 3 月 23 日
《环比改善与题材刺激带来投资机会--工程机械 2008 全年和 2009 年初数据点评》	2009 年 2 月 28 日
《行业增收不增利--工程机械行业 11 月份数据点评》	2008 年 12 月 7 日

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

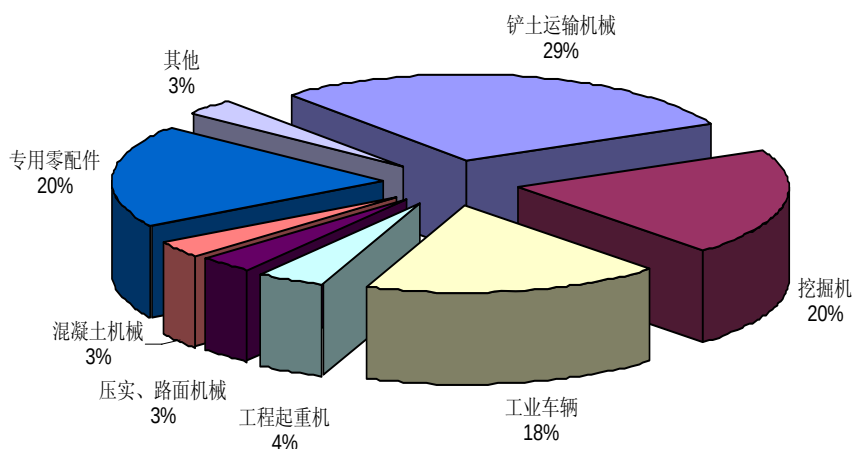
敬请参阅最后一页之重要声明。

工程机械两大子行业之一

销售规模仅次于挖掘机

装载机是全球工程机械中两大子行业之一，与推土机、装载机、平地机、铲运机等共同包括在铲运机械中，约占全球工程机械的 29% 份额。在我国以外的多数市场，装载机的销售规模仅次于挖掘机。例如在美国，装载机和挖掘机的比例基本保持在 1 : 2.7；西欧则基本保持在 1 : 4.5；日本则保持 1 : 4.9 的比例。而在中国市场，装载机是销售规模最大子行业。

全球工程机械产品销售规模构成



资料来源：东方证券研究所整理

业内企业积极参与

根据工程机械行业权威刊物《Construction Equipment》统计的 2008 年全球工程机械 50 强企业榜，全球 50 强企业中，共有 20 家企业涉足轮式装载机业务。

全球工程机械五十强的装载机业务

排名	公司	全球工程机械市场份额	装载机
1	Caterpillar	18.90%	●
2	Komatsu	10.90%	●
3	Terex	5.90%	●
4	Hitachi Construction Machinery	5.40%	●
5	Volvo Construction Equipment	5.10%	●
6	Liebherr	4.80%	●
8	CNH	3.00%	●
10	John Deere	2.90%	●
11	Doosan	2.40%	●
14	JCB	2.20%	●
17	XCMG	1.70%	●
18	Hyundai Heavy Industries	1.40%	●
20	Sany Heavy Industries	1.30%	●
26	Liugong	0.80%	●
34	Lonking	0.60%	●
37	Xiamen Xiangong Group	0.60%	●
39	Furukawa	0.40%	●
43	Telcon	0.40%	●
47	Gaz Group	0.30%	●
49	BEML	0.30%	●
总计			20

资料来源：Construction Equipment，东方证券研究所整理

轮式装载机简介

轮式装载机作业方式

由于具有作业速度快、效率高、操作轻便等优点，因而装载机在国内外得到迅速发展，成为土石方施工机械的主要机种之一，其作业对象主要是各种土壤、砂石料、灰料及其它散状物料等。

装载机基本作业方式

1. 挖掘作业	使用车辆停车或前进，插铲斗于沙土岩石等堆积物，装载铲进的作业。挖掘作业分为铲进作业和挖土作业。
2. 装载作业（搬运工程方式）	将沙土、岩石、矿石等物，倒入卡车、货车、集装箱的作业
3. 卸载作业	往汽车或货场倾卸物料
4. 整地作业	利用铲斗前尖和底面所成角度，可以进行撒土、平整、打基础等整地作业
5. 填平作业	如果将铲斗做为推土刮板用时，可以进行填平作业

资料来源：东方证券研究所

装载机工作实景



资料来源：东方证券研究所整理

装载机主要有履带式和轮式两种行走方式。履带式行走装置的特点是，驱动力大,因而越野性能及稳定性好，爬坡能力大,且转弯半径小，灵活性好。履带式行走装置在挖掘上使用较为普遍。装载机更少见。而轮胎式行走装置与履带式的相比，优点是运行速度快、机动性好，运行时轮胎不损坏路面，因而在城市建设中很受欢迎，缺点是接地比压大，爬坡能力小。另外，就价格而言 轮胎式比履带式成本更低很多。

轮式装载机（左）与履带式装载机（右）主要区别在于行走装置



资料来源：东方证券研究所

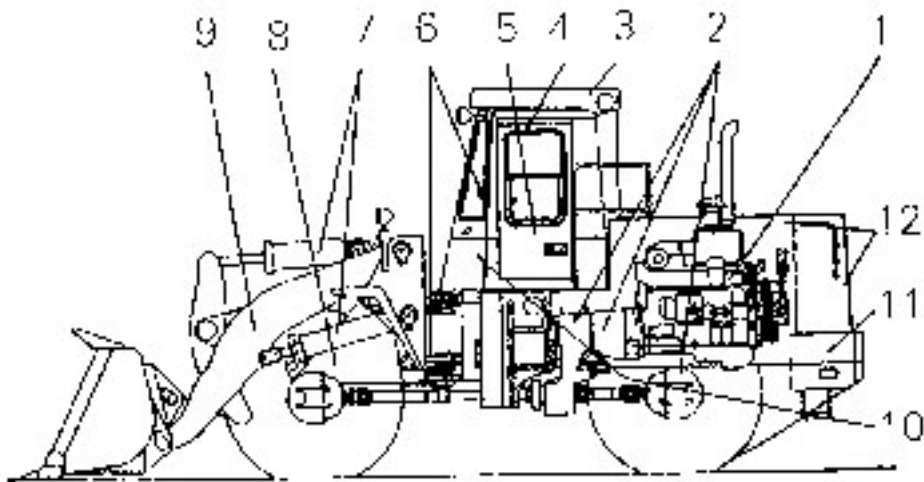
目前，国内销售的装载机以轮式装载机为主，占到了行业总体销量的 95%左右。

轮式装载机结构

轮胎式装载机由动力装置、车架、行走装置、传动系统、转向系统、制动系统、液压系统和工作装置等组成，其结构简单图如下图所示。轮胎式装载机采用柴油机为动力装置，液力变矩、动力换挡

变速箱、双桥驱动等组成的液力机械式传动系统（小型轮胎式装载机有的采用液压传动或机械传动），液压操纵，铰接式车架转向，反转杆机构的工作装置。

轮式装载机结构图



1、柴油机；2、传动系统；3、防翻滚和和落物保护装置；4、驾驶室；5、空调系统；6、转向系统；7、液压系统；8、车架；9、工作装置；10、制动系统；11、电气仪表系统；12、覆盖件

资料来源：东方证券研究所

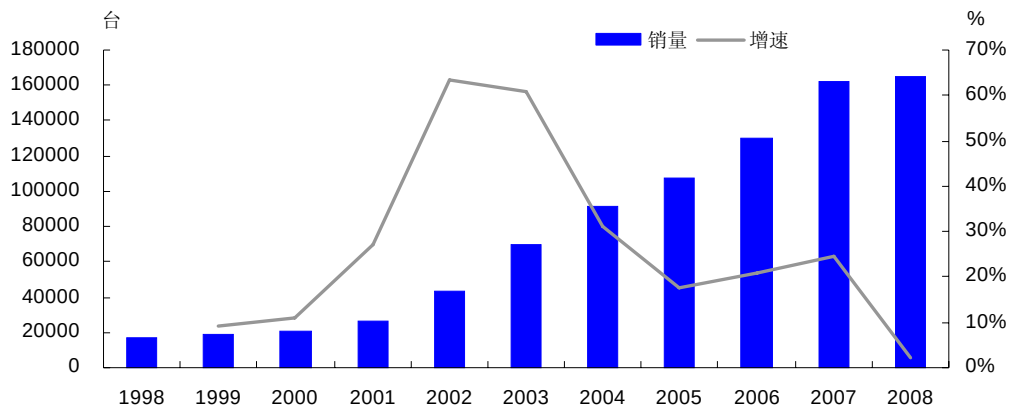
发展成熟的国内装载机行业

下游市场分析

下游运用以及保有量

装载机是一种广泛用于公路、铁路、建筑、水电、港口、矿山等建设工程的土石方施工机械，它主要用于铲装土壤、砂石、石灰、煤炭等散状物料，也可对矿石、硬土等作轻度铲挖作业。换装不同的辅助工作装置还可进行推土、起重和其他物料如木材的装卸作业。在道路、特别是在高等级公路施工中，装载机用于路基工程的填挖、沥青混合料和水泥混凝土料场的集料与装料等作业。此外还可进行推运土壤、刮平地面和牵引其他机械等作业。由于装载机具有作业速度快、效率高、机动性好、操作轻便等优点，因此它成为工程建设中土石方施工的主要机种之一。

装载机销量



资料来源：东方证券研究所

在建筑和其他常规运用市场,轮式装载机的平均寿命在8-10年,但在占到销售约1/4的矿山领域,机器的平均使用寿命是少于三年。另外,由于很多低端产品配置的零部件质量水平较低,会加快整机的折损和更新。

目前国内轮式装载机保有量约为70万台左右,主要分布于基建项目、建筑和其他轻作业、公用事业、矿山和采掘、物料运送、农林等领域。其中超过60%的在用机器是2006-2008年销售出去的。基建项目包括道路、铁路、水利以及其他大型建设项目,主要是政府主导的投资项目,这是装载机最主要的需求来源。

在建筑和其他轻作业市场,装载机用于移送散料、装载、整地、填平等。

公用事业主要是城市和农村的一些配套设施建设。

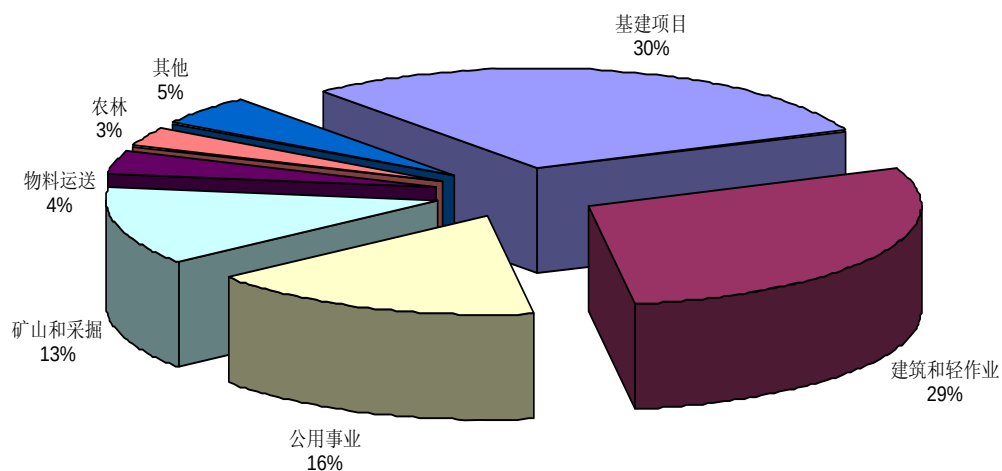
由于其工况恶劣,矿山和采掘市场对于机器的更新替代需求明显。尽管只占机器保有量的 13%左右,每年新增销量中约有 25%进入该市场。

物料运送主要是指在运输站点或货物码头上对于大型货物的转运。这一市场一般对于产品质量要求都较高,也因此偏好进口品牌。

此外,近年来,农林行业的需求有所增长,但以对低端产品的需求为主。

其他需求包括垃圾处理等。

装载机市场保有量构成



资料来源：Off-Highway Research, 东方证券研究所

终端消费者分析

在装载机市场，购机后出租已经成为最主要的经营方式，其中以私营业主为主，占购机者的 80%。因此，租赁台班收入和机器售价、付款方式将在很大程度上影响购机者意愿。

2008 年装载机价格水平

马力	来源	单价（标配）	注释
100 及以下	国产	58,000-130,000	
101-150	国产	150,000-180,000	
	国产	180,000-220,000	出口型高配置
151-200	国产	140,000-200,000	
	国产	210,000-230,000	出口型高配置
201-220	国产	230,000-300,000	
	国产	360,000-450,000	出口型高配置
220-250	国产	420,000-550,000	
	进口	1,200,000-1,400,000	
251-310	国产	700,000-900,000	
	进口	1,600,000-2,400,000	

资料来源：东方证券研究所

2008 年装载机台班收入水平

常见机型	一般价格（元/台班）
ZL30 （101-150HP）	600-700
ZL50 （210-220HP）	700-800

资料来源：东方证券研究所

以 ZL50 为例，假设 27 万人民币成本，简单假设全年平均每月工作 18 个台班，为期两年，则收入 32.4 万元，已经超过成本（不考虑人工、油费等）。但是，近两年来，挖掘机，尤其是小型挖掘

机的需求增长要比装载机快得多。原因之一在于施工作业效率的变化，即装载机经历多年销售，市场保有量很高，在实际施工作业中，引进挖掘机搭配将提高工作效率。另外一个重要原因则是油耗。ZL50 台班价格低于 6 吨挖掘机但油耗远大于挖掘机。这样，实际投入回报期就比挖掘机要长。

行业供给分析

作为工程机械行业中最成熟的产品之一，装载机行业总体产能饱和，存在较大的产能释放压力。

2008 年底产能与销量分析

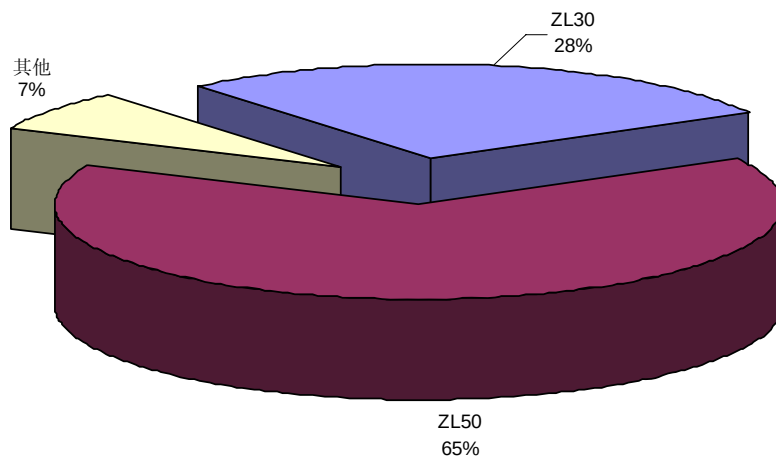
	制造商	生产基地	新建基地	小计	2008 年产能	2008 年国内销量
1	柳工	柳州、镇江	天津	3	38000 (不含天津)	29387
2	龙工	龙岩、上海		2	45000	29140
3	厦工	厦门、焦作		2	30000	25051
4	临工	临沂		1	25000	17737
5	山工	青州		1	15000	11869
6	徐工	徐州、重庆		2	20000	11562
7	常林	常州		1	10000	7076
8	成工	成都	成都 (搬迁)	1	12000 (不含搬迁)	10217
9	福田	潍坊		1	15000	7369
10	卡特彼勒		苏州	1	5000	
11	斗山		烟台	1	10000	
合计	11	13	4	16	225000	147047

资料来源：东方证券研究所整理

销售产品的机型结构

ZL30 和 ZL50 一直以来都是市场销售的主要品种。ZL50 广泛运用于建筑和采矿业，占全部销售超过 60%。ZL30 约占 30%。此外，市场对超过 200 马力的大型装载机的需求也呈增长趋势。

2008 年国内销售装载机机型分布



资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

行业经销渠道

国内装载机行业经历了过年的发展，已经建立了稳定深入的经销渠道。企业普遍鼓励代理商提升其售后服务的能力，包括提供零部件。但事实上，由于渠道下沉到较低层面，许多代理商的小规模很小，企业还是要靠区域总代对其提供支持，或是建立独立的售后服务和零备件供应中心。

2008 年主要装载机企业国内营销渠道

企业	销售和售后服务	代理商
常林	15 办事处和下属机构	60 个一级代理商
成工	30 办事处和下属机构	93 个一级代理商
小松	小松中国	33 个独立代理商
临工	超过 20	150 个代理商
柳工	30 个办事处	90 个一级代理商
龙工	超过 25	112 个主要代理商
厦工	3 个下属销售公司和 28 个办事处	50 个主要代理商

资料来源：东方证券研究所

需要指出，在单纯的营销渠道数量上，外资企业明显落后于内资品牌，但是，合资或独资的外资企业目前已经开始逐渐引入融资租赁。卡特彼勒已经提供装载机融资租赁销售，临工在保有其独立的分销渠道的同时，也在逐渐并入沃尔沃的渠道，并将提升其金融支持服务。未来行业销售情况，将越发依赖于购买时的支付条款。

与银行按揭 30% 的首付款比率相比，融资租赁的首付款比率比较灵活，一般在 20% 左右，目的就是降低门槛，扩大客户群体；其次，两者在手续费和保险等成本上差别也比较大，不同融资租赁公司的手续费与银行相比有高低，但其中的保险费银行按揭是必须缴纳的，一般高达机器价格的 4.5% 左右，而融资租赁业务将其设定为选择项；利率方面，银行利率表面上比较明晰，但各地分行各自为政，上浮 10%~20% 不等，严重降低了使用银行按揭模式的工程机械品牌的市场竞争力。而融资租赁公司的利率不受央行限制，一般来说会围绕国家基准利率设定一个大致的利率选择区间。

另一方面，单个企业或用户的利率设定取决于购买的设备和客户的特质，不同设备、不同客户将区别对待。总的来说，首付款、手续费、保险和利率，都可以看作是融资租赁业务支持母公司工程机械销售的“促销手段”，从这一点可以很好地看出融资租赁对母公司的促销作用和发展前景。

现阶段相当多的制造商销售受到了很大的外部力量牵制，随时会有来自银行的不确定因素。尽管有了银行的介入，其风险控制的专业手段和给客户的心理压力确实有助于项目的风险控制；但当银行亦要求厂商、代理商提供回购担保时，信用风险的最终落脚点仍然落在了厂商和代理商身上。因此，当工程机械企业发展到一定阶段的时候，用自己的融资租赁公司改善销售产品的风险控制、降低销售门槛、提升产品市场占有率更为有效直接，更何况这里还有不菲的融资收益，所以投资融资租赁就成为制造商的战略选择。

上游部件供应

从量而言，我国装载机销量已经占到全球 70%以上，之所以会出现这种情况，很重要的一个原因就是国内企业从海外引进技术后，有了自己的创新，掌握了适合国内需求的设计方案，攻破核心零部件的生产，从而维持了合理的产品价格，所以装载机市场起来得快，而且市场容量大。因此，到目前为止，主要装载机制造厂商的核心零部件基本都是国产，很多自产。此外，国内为装载机配套零部件的中小厂商数量众多，在几大装载机制造厂商的周边，也形成了相应的零配件生产集群。

因此，和挖掘机行业极度依赖于海外供应商的情况相比，到目前为止，国内装载机行业的供应商体系基本稳定，包括发动机、液压件、变速箱等，国内供应商都已经占据相当的市场份额，因此，行业核心零部件供应状况较对稳定。

其中，柳工和全球最大的生产制造传动部件的跨国公司采埃孚合资的柳州采埃孚 1998 年 6 月投产，目前不仅为柳工装载机提供变速箱和车桥，还同时为国内其他装载机巨头，如龙工，厦工，临工等配套。这对于几家装载机巨头而言，并不是长久的解决方案，业内企业必然向变速箱、车桥等核心零部件领域拓展。未来企业将加大在这些领域的投入与发展。

以厦工为例，厦工斥资收购厦门齿轮厂，之后更名为厦工桥箱有限公司，其主要产品为工程机械产品零部件驱动桥、变速箱齿轮件，其中驱动桥、变速箱齿轮件年产能 8000 台套，80%以上供应给厦工股份公司。购齿轮厂完成后，以其资产加上公司金工、部装车间的桥箱制造资产及公司非公开增发募集资金的投入，组建桥箱公司，可使公司桥箱的产能在较短时间内提高到 30000 台套，达到规模经济，并提升桥箱制造水平和产品档次。厦门齿轮厂转变为专业化的桥箱制造企业将进一步提高公司工程机械主导产品的配套自制率，延长主导产品的价值链，提高盈利水平。项目收购后，随着公司主机产品产量的提升，桥箱公司生产的驱动桥、变速箱不但能满足公司配套的需求，而且在提高产品的附加值和利润率方面将产生显著效益。

2008 年主要装载机企业零部件供应

零部件	临工	柳工	龙工	厦工
发动机	潍柴，玉柴，康明斯	潍柴，上柴，康明斯	潍柴，上柴，玉柴，上柴、潍柴、康明斯	
变速箱	自加工，柳州 ZF，杭州	自加工，柳州 ZF	自加工，柳州 ZF	自加工，厦工集团，柳州 ZF
车桥	自加工，柳工 ZF，山东	自加工，柳工 ZF	自加工，柳州 ZF	自加工，柳工 ZF
液压泵	当地，赫斯克，川崎	山东，伯姆克	龙岩，上海	临海，福州
液压阀	浙江	自加工，浙江	上海	临海
液压油缸	山特	自加工，力士乐，川崎	自加工	厦门银华，龙岩
轮胎	潍柴，河南，山东	贵州，天津，河南，山东	河南	河南
驾驶室	自加工，当地	自加工，柳州	自加工	厦门
大小臂	自加工	自加工	自加工	自加工，厦工新宇
铲斗	自加工	自加工	自加工	厦门，自加工
结构件	自加工，临沂	自加工	自加工	自加工，厦工新宇

资料来源：东方证券研究所

行业竞争格局

业内厂商众多

装载机行业业内厂商众多，层次鲜明。龙工、柳工、厦工三大龙头销量均在 2 万以上；临工、徐装、成工和山工销量超过 1 万；福田雷沃等企业销量在 1000 以上，包括未在下表中的宇通、詹阳等；行业的销售基本集中在这三类企业手中。此外行业中有大量的年销量不足 500 台的小企业。

2008 年装载机行业主要企业销量分层

第一类：20000 台以上	龙工	29140
	柳工	29387
	厦工	25051
第二类：10000 台以上	临工（沃尔沃）	17737
	徐装	11562
	成工	10217
	山工（卡特彼勒）	11869
第三类：3000 台以上	福田雷沃	7369
	常林	7076
	一拖	3041
其他企业	其他	12886

资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

需要指出，卡特收购山工，沃尔沃收购临工，这使中国装载机市场发生了很大变化。在这之前，中国装载机制造企业几乎占据了整个中国装载机市场，其市场占有率达 99% 以上，国外所有装载机制造企业总共还不到 1%，几乎可以忽略不计。2008 年卡特山工、沃尔沃临工合计装载机市场占有率达 18.9%。这样，国产装载机的市场份额有较明显的下降。

行业布局基本完成

之前由于在中国装载机行业处于绝对地位的 3 家龙头企业都远离中国中心，且各偏在一隅。柳工位于中国西南边陲的广西柳州市，厦工和龙工处在中国最东南尽头的福建厦门市和龙岩市。随着装载机产销量的不断扩大，不但运输成本、采购成本不断上升，而且运力的制约也日显突出，制约着企业进一步发展。在这种情况下，各主要装载机制造企业都在策划产品的重新合理布局。

厦工 2007 年进驻中原腹地河南焦作。于 2007 年 7 月一期投资 3.6 亿元，占地 500 亩，年产装载机 4,000 多台的“厦工机械(焦作)有限公司”正式挂牌成立，第 1 台装载机于 2008 年 1 月 25 日投产下线，开创了厦工大规模异地建厂的历史。北方生产基地距离北方市场运输距离近，运输方便快捷，运输成本更低，且当地的工人工资水平仅为厦门的一半，税收还享受三免两减半的优惠，将有助于提升产品盈利能力。焦作基地主要是主要面向东北和华北市场，同时定位为生产基地和营销服务及配件中心，以后要把配件作为新的增长点。

因此，针对北方市场布局的焦作基地的运转也将是实现增长的重要保证。2007 年 10 月份谈下来的，2008 年 1 月份厂房建成，一期的产能是 5000 台装载机；二期按今年的计划会投产，投产后总产能 10000 台，09 年目标是生产 7000-8000 台。以北部的市场情况来看，可以消化这样一万台左右的产品。

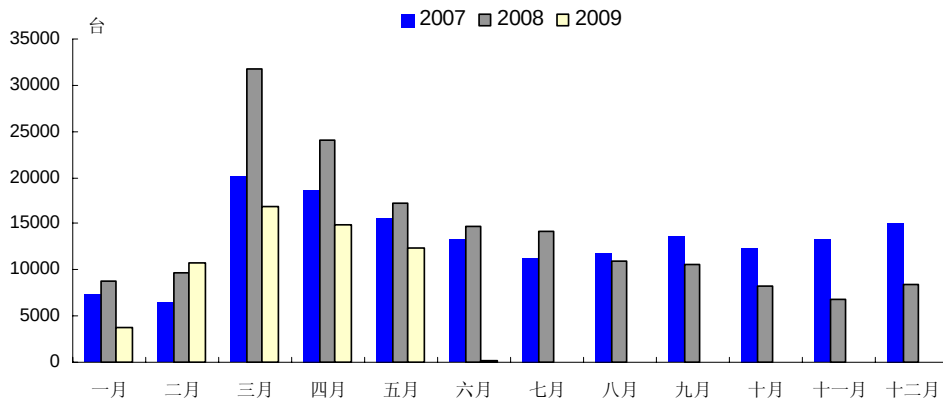
同样，柳工于 2009 年 2 月 26 日正式举行天津柳工投产暨推土机、装载机批量下线仪式。天津柳工占地 400 亩，建成后将包括研发商务中心、装载机工厂、推土机工厂和零部件工厂等一系列板块。全部投产后，预计年产各类工程机械 1 万台以上，销售收入将达到 50 亿元。

目前，天津柳工的一期项目已经完成，推土机和装载机的生产线已经基本完善。随着二期项目的继续推进，别的设备也将逐渐完善。

近期销售情况

6 月装载机销量为 12927 台，较去年同期下降 12.51%，环比上升 3.96%。1-6 月累计同比降幅 32.7%，较 1-5 月 35.9%略有改善。由于去年下半年以后行业需求快速下降，今年下半年同比缺口有望逐渐收窄，预计全年行业销量降幅约为 25%-30%。

2007-2009 装载机月度销量

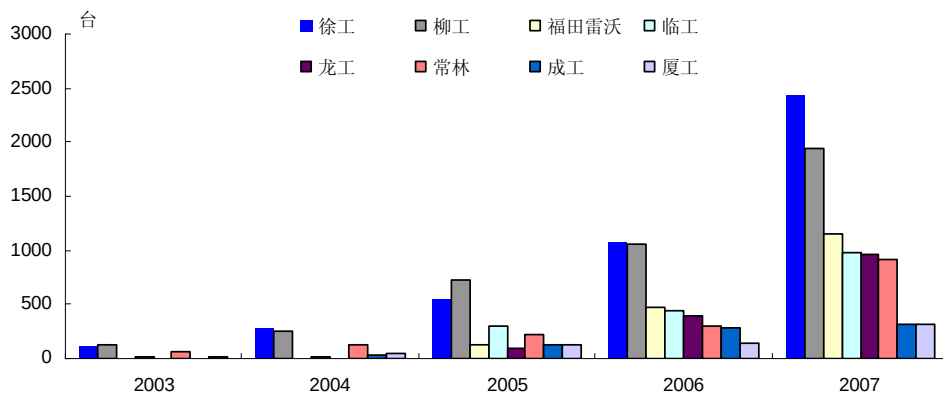


资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

行业出口分析

2003 年到 2007 年，行业出口维持较快增长，其中，徐工装载机出口为行业之首。

2003-2007 年装载机出口

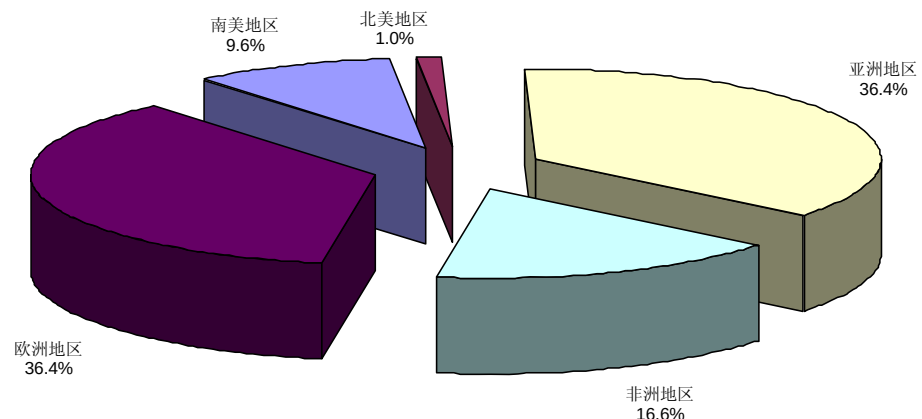


资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

由于近年来，国内装载机市场竞争的加剧，很多企业纷纷将目光投向海外，并且在海外建立了相对完善的销售网络和渠道。但是在金融危机的巨大影响下，国外对装载机设备的需求骤减，使一度红火的装载机出口市场一下子回落到冰点。据调查，虽然在整体上2008年我国的装载机出口市场仍然取得了很大的进步，但这主要集中在上半年，上半年装载机的出口平均每月增幅高达138.81%，而下半年受到金融危机越来越明显的影响，装载机出口快速下降，到2008年10月份已呈现出负增长的趋势。2009年1月份出口量同比下降了56.39%。在这种情况下，企业要将显著提高出口，应该来说，是有不小的难度的。

工程机械整个行业的最大出口地是美国，而装载机产品的主要出口地区中，美国占比很小，这对于行业来说是相对有利。

我国装载机产品出口以亚欧为主



资料来源：公司年报、东方证券研究所

以欧洲建筑市场来分析，此轮欧洲建筑工程行业指数下降很快。行业经历了高增长期后，从2008年6月景气度开始下降，但并未出现建筑工程活动增长的同时，市场信心逐渐下滑的情况（即，行业并未转向进入衰退期，downturn），而是在建筑工程活动不断减少的同时，行业依然维持着对未来良好的信心（符合upturn的定义）。可以认为，一开始，欧洲建筑工程市场低估了经济衰退的速度。因此，市场在建筑活动减少时，仅仅经历了短暂的一个月的高信心期间，就迅速进入萧条（recession）。经过半年时间，2008年11-12月，市场对于未来的预期达到了低点。

2009年3月，尽管建筑工程活动依然低迷，市场信心接近反转点。2009年4到5月，随着行业季节性恢复，市场信心转向正面。反映了行业对于未来一年内，逐渐告别低谷的期望。

2009年6月份CE调查显示，欧洲建筑市场信心进一步稳定，当前建筑活动水平和对未来的预期都在五月份的基础上进一步增强。

就明年同期的建筑安装活动要高于目前水平问题，给予积极反馈的受访业内人士比负面评价者多出25.6%。这是连续第三个月来的正面反馈，且每月的信心强度均较上月得到增强。四月份为6%，五月份为19.3%。

就六月份建筑活动强于五月份的问题，给予积极反馈的受访业内人士比负面评价者多出6.4%。

综合而言，指针依然维持在“繁荣（Boom）”区间，且信心强度超过上月。

但就目前建筑活动和去年同期相比，给予负面评价者多出66.9%。受访者反应去年同期他们比现在忙得多。目前总体可以判断，欧洲以及多数海外建筑市场或已见底，但需求恢复可能是较为漫长的一个时期。

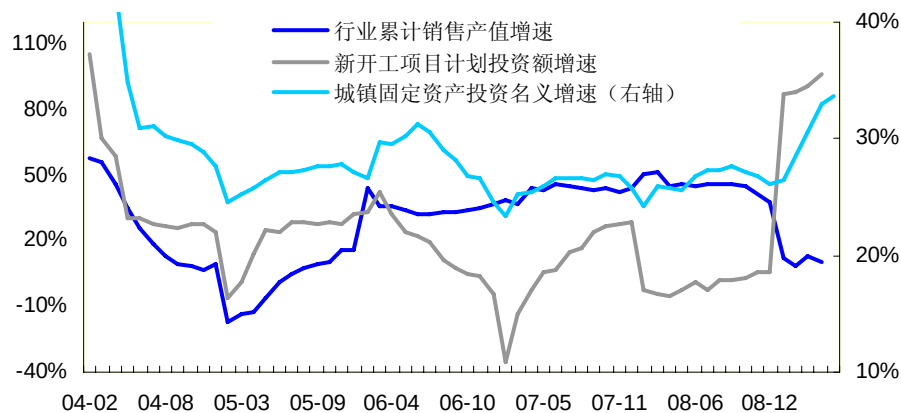
宏观面有望维持稳定

固定资产投资维持高增长

2009年1-6月，全社会固定资产投资维持了今年初以来的高增长趋势，累计完成投资91321亿元，同比增长33.5%，其中，城镇固定资产投资完成额为78098亿元，同比增长33.6%，较上月的32.9%进一步加速。1-6月城镇新开工项目计划投资额同比增长87.3%，较上月的95.95%出现回落。

目前行业销售产值增长尚维持在较低位。1-5月累计增速为10.5%，显著低于固定资产投资增速。

工程机械月度销售产值增速分析

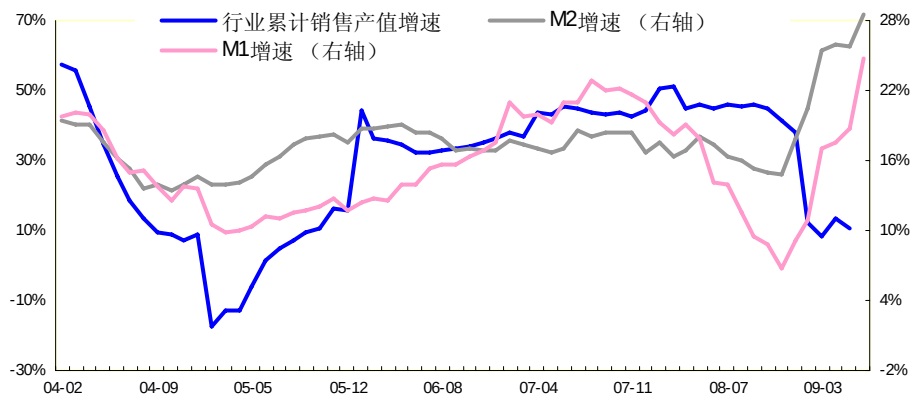


资料来源：东方证券研究所，机经网

货币供应量加速增长

6月M1和M2分别同比增长24.79%和28.46%，增速较上月均有进一步加快。当前宽松的货币信贷政策有望延续到下半年，对于工程机械销售将起到积极作用。不过，也需要指出，目前释放的大量货币并未充分进入微观经济实体，因此，对行业销售的拉动不能期望过高。

图1：货币增长、短期贷款和工程机械销售产值相关性分析



资料来源：东方证券研究所，机经网

主要上市公司装载机业务介绍和行业投资机会

目前市场仍在寻求不确定性溢价，且近期房地产销售良好的势头已经开始拉动房地产新开工面积的同比增长，为市场带来了房地产投资将于下半年全面启动，以及基建投资有望延续高增长，从而拉动工程机械行业需求的旺盛增长的预期。在此预期下，工程机械上市公司股价存在波段性机会，其中，龙头企业及受房地产投资直接拉动的公司将享受估值溢价，装载机行业的柳工、厦工具有良好的业绩弹性，维持柳工买入评级，厦工增持评级。

柳工

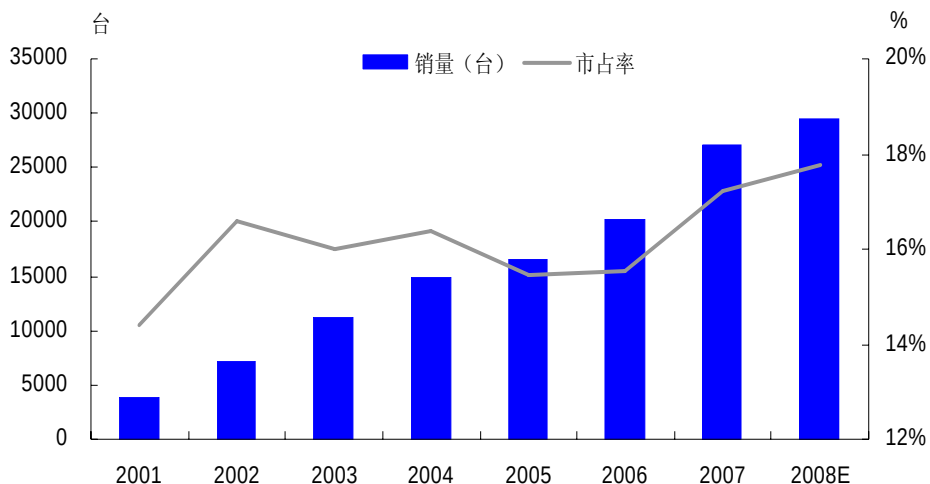
2005 年以来，柳工在装载机市场上的份额稳步提升，根据协会数据，2008 年公司销量为 29378 台，装载机整机销售收入 66.5 亿元，位居行业第一，同比增长 18%。

柳工装载机



资料来源：公司网站、东方证券研究所

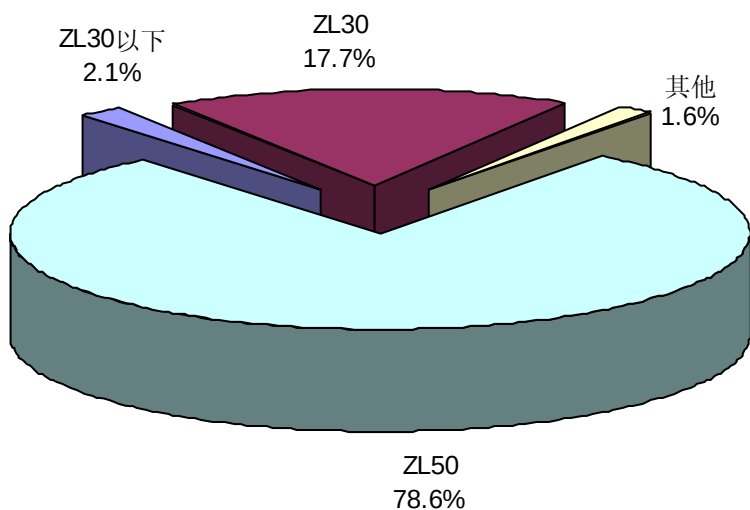
柳工历年装载机销量和市场占有率



资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

2009年1-5月公司销售装载机12160台，同比下降21.4%，好于行业的同比35.9%的降幅。1-5月销量中，依然是以ZL50机型为主，约占78%销量。

2009年1-5月柳工装载机分机型



资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

目前，短轴距的轻载装载机受冲击较大，而长轴距的重载装载机受冲击相对较小。柳工优势产品恰恰在重载装载机方面。从用户角度来看，规模较小的施工企业在本次金融危机中受冲击最大。而这些企业用户无论是购买力还是工况条件所限，他们的需求多集中在短轴距的轻载装载机方面。重载装载机的用户大多是大型厂矿和大型施工企业，这些企业的抗风险能力较强，所以受影响也相对较小。这就导致了在装载机行业产销大幅下滑时，各企业的表现却大相径庭。一些以轻载装载机为主要产品的企业，特别是其中的一些中小型企业受影响较为显著。

柳工财务分析

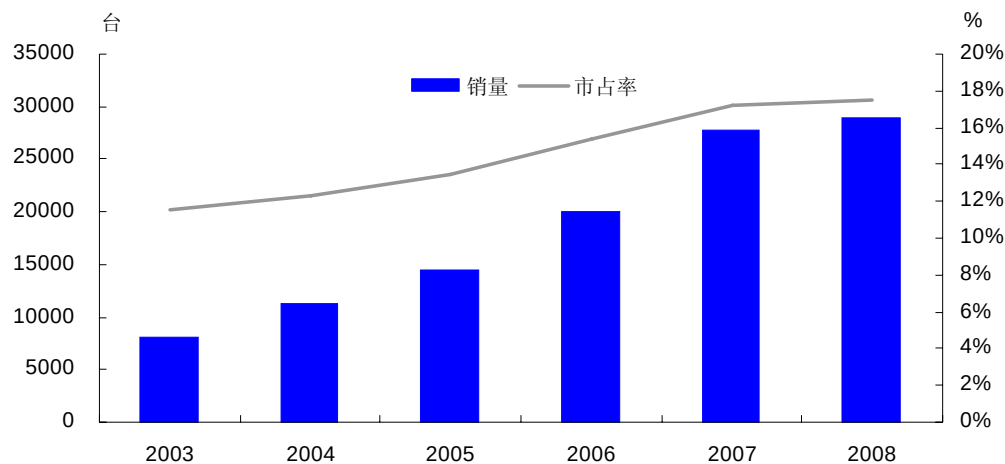
(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	9268.38	8911.74	9084.80	9682.23
税前利润	411.53	706.56	751.12	830.90
净利润	340.04	597.04	634.70	702.11
EBITDA	574.93	904.63	961.85	1062.26
每股收益(元)	0.72	0.96	1.02	1.13
净资产收益率	12.90%	18.72%	17.05%	16.37%
每股经营现金(元)	(1.23)	1.14	1.20	1.14
市盈率(X)	13.14	15.45	14.53	13.14
EV/EBITDA	8.55	10.15	9.21	7.84

资料来源：东方证券研究所

龙工

龙工装载机产品发展迅速，稳居于装载机行业前两强之一。2005 年公司在香港上市，成为工程机械行业第一家在境外上市的公司。

龙工历年装载机销量和市占率



资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

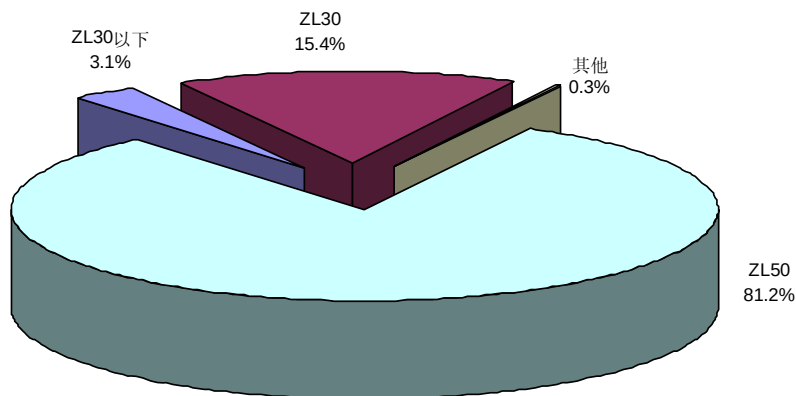
龙工装载机



资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

2009年1-5月公司销售装载机10569台，同比下降37%，与行业的同比35.9%接近。目前公司销售的机型中，ZL50占比超过81%。

龙工装载机

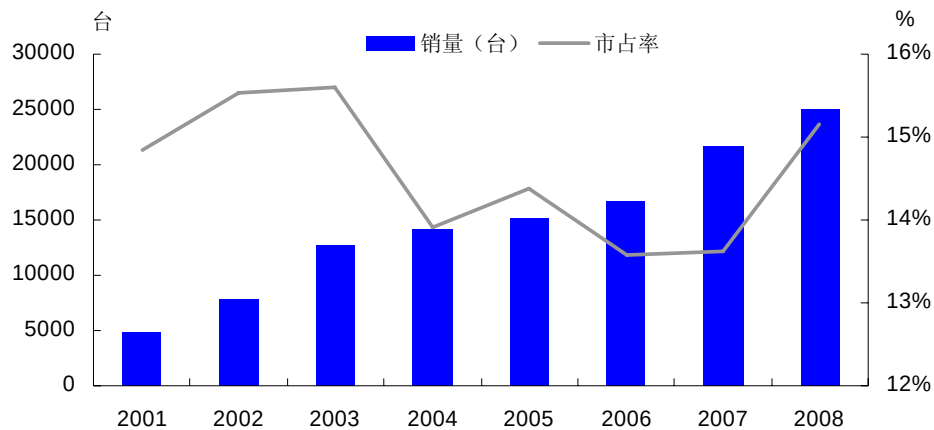


资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

厦工

在2004年以前，厦工一直是国内装载机行业市占率第一的企业。2004起受到宏观经济调控以及市场竞争加剧等因素的影响，销量先后被柳工和龙工超过。2008年市场占有率提高到15%。

厦工股份历年装载机销量和市场占有率



资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

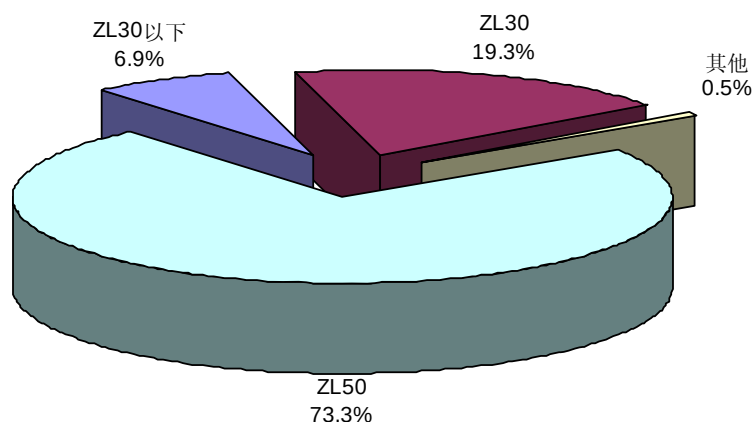
厦工装载机



资料来源：公司网站、东方证券研究所

2009 年 1-5 月公司销售装载机 8018 台，同比下降 45%，弱于行业的同比 35.9% 的降幅。目前厦工装载机下游需求是采矿占 50%，基础设施占 40%，正是由于目前采矿仍然比较低迷，所以公司二季度同比下降比较多。1-5 月销量中，ZL50 机型约占 73%。

2009 年 1-5 月厦工装载机分机型



资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

2008 年公司加快了新产品研发和推广，丰富产品线。公司主营产品装载机产品 2008 年实现全面升级，新产品 XG956-2、XG931、XG910 推向市场，XG958II 等装载机获得 TUV 出口认证。2009 年公司进一步加强长轴重载产品的研发。同时，公司聘任了新的总裁，曾经主管斗山在中国的业务，以期未来公司业务的整合和改善。

厦工财务分析

(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	5890.76	6528.97	7378.66	8463.27
税前利润	216.91	239.00	297.70	359.55
净利润	187.02	201.95	251.56	303.82
EBITDA	380.33	374.97	440.76	515.52
每股收益(元)	0.27	0.29	0.36	0.43
净资产收益率	10.38%	10.32%	11.61%	12.60%
每股经营现金(元)	(0.72)	0.65	0.31	0.30
市盈率(X)	17.09	24.06	19.32	16.00
EV/EBITDA	10.25	14.20	11.84	9.94

资料来源：东方证券研究所

徐工

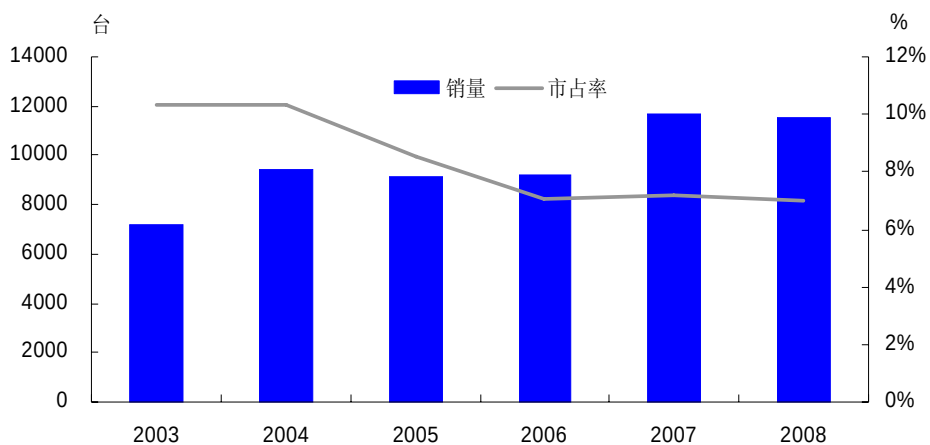
作为国内工程机械行业传统龙头企业，徐工在装载机领域并不占据优势，近年来市场份额逐渐下降，以 2008 年数据而言，已经滑落到行业第 7 位。但在出口市场上，依然保持着全行业第一的位置。

徐工装载机



资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

徐工历年装载机销量和市占率



资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

2009 年 1-5 月，徐工销售装载机 5981 台，同比下降 32%，好于行业的同比 35.9% 的降幅，基本维持去年底的市场占有率。

徐工财务分析

(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	3354.21	15798.61	16780.47	17277.80
税前利润	135.30	1484.66	1663.88	1761.35
归属母公司净利润	110.44	1254.54	1405.98	1488.34
EBITDA	77.41	1590.44	1758.97	1873.13
每股收益(元)	0.20	1.45	1.62	1.72
净资产收益率	7.73%	16.16%	15.73%	14.72%
每股经营现金(元)	0.28	(1.92)	1.28	1.43
市盈率(X)	76.75	21.84	19.49	18.41
EV/EBITDA	110.88	15.76	13.70	12.31

资料来源：东方证券研究所

附表：柳工财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	9268.38	8911.74	9084.80	9682.23	税后利润	340.04	597.04	634.70	702.11
营业成本	7785.27	7161.19	7300.54	7775.36	经常性现金支出	218.31	255.92	270.31	293.55
主营业务税金及附加	22.71	26.54	25.70	27.26	非经常性现金支出	(55.26)	(15.07)	(10.33)	(4.68)
销售费用	598.20	579.26	590.51	629.35	营运资金变动	(1088.07)	(132.96)	(149.71)	(283.25)
管理费用	391.10	374.29	363.39	367.92	少数股东损益	1.98	3.53	3.76	4.15
财务费用	107.81	82.94	67.54	56.82	经营活动现金净流	(583.00)	708.46	748.73	711.88
营业利润	363.28	687.51	737.11	825.53	资本开支	484.21	434.34	282.63	29.35
非经常性损益	48.25	19.05	14.01	5.38	其他投资	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	411.53	706.56	751.12	830.90	投资活动现金净流	(554.25)	(400.78)	(252.42)	(2.17)
所得税	69.50	105.98	112.67	124.64	贷款增加	1091.33	0.00	0.00	0.00
净利润	342.02	600.57	638.45	706.27	支付股利利息	(262.65)	(15.07)	(140.74)	(155.71)
少数股东损益	1.98	3.53	3.76	4.15	其他融资	1082.03	197.92	(33.11)	(28.43)
归属母公司净利润	340.04	597.04	634.70	702.11	筹资活动现金净流	1604.30	182.85	(173.86)	(184.14)
EPS (元/股)	0.72	0.96	1.02	1.13	现金净流量	467.05	490.52	322.44	525.57
资产负债表 (人民币百万元)					现金期初余额	388.20	855.24	1345.76	1668.21
					现金期末余额	855.24	1345.76	1668.21	2193.78
					比率分析				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008E	2009E	2010E	2011E
货币资金	879.08	1369.61	1692.05	2217.62	增长能力				
应收账款票据	1060.41	1206.23	1343.03	1557.40	营收增长率(%)	22.07%	-3.85%	1.94%	6.58%
存货	2436.87	2289.84	2401.70	2629.30	EBITDA 增长率(%)	-24.94%	57.35%	6.32%	10.44%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率(%)	-31.64%	63.55%	4.44%	9.66%
流动资产合计	4475.75	5008.37	5577.41	6547.92	净利润增长率(%)	-39.70%	75.59%	6.31%	10.62%
长期投资	109.22	109.22	109.22	109.22	盈利能力				
固定资产	951.88	995.38	1171.31	1293.89	毛利率(%)	16.00%	19.64%	19.64%	19.69%
在建工程	312.28	574.91	529.96	261.99	净利率(%)	3.69%	6.74%	7.03%	7.29%
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 利润率(%)	6.20%	10.15%	10.59%	10.97%
非流动资产合计	1796.70	1858.14	1981.85	1828.01	ROA(%)	5.45%	8.75%	8.45%	8.43%
资产总计	6272.46	6866.50	7559.26	8375.93	ROE(%)	12.90%	18.72%	17.05%	16.37%
循环借款	1292.67	1292.67	1292.67	1292.67	ROIC(%)	8.88%	14.23%	14.31%	14.52%
应付账款	1171.44	1166.30	1266.87	1431.02	偿债能力				
预收账款	76.46	70.44	72.09	77.24	资产负债率(%)	57.72%	53.28%	50.47%	48.48%
其他应付款	35.55	25.25	31.65	36.78	流动比率(倍)	1.51	1.67	1.77	1.93
流动负债合计	2955.81	2993.23	3150.20	3395.67	速动比率(倍)	0.66	0.86	0.96	1.11
非流动负债合计	664.90	664.90	664.90	664.90	价值评估				
负债合计	3620.71	3658.14	3815.10	4060.57	P/B(倍)	1.69	3.71	3.18	2.76
股本	472.46	624.10	624.10	624.10	P/E(倍)	13.14	19.86	18.68	16.89
资本公积	574.34	542.11	669.05	809.47	EV/收入(倍)	0.53	1.33	1.27	1.13
未分配利润	1202.30	1602.83	1976.20	2367.71	EV/EBITDA(倍)	8.55	13.06	11.95	10.32
股东权益	2651.75	3208.37	3744.16	4315.36	EV/EBIT(倍)	10.44	15.34	14.28	12.43
负债和股东权益	6272.46	6866.50	7559.26	8375.93					

资料来源：东方证券研究所

附表：厦工财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	5890.76	6528.97	7378.66	8463.27	税后利润	187.02	201.95	251.56	303.82
营业成本	4971.45	5585.65	6304.76	7226.28	经常性现金支出	182.13	163.85	170.82	183.42
主营业务税金及附加	9.88	11.75	14.31	15.65	非经常性现金支出	(26.91)	4.52	5.64	7.17
销售费用	448.75	489.67	538.64	609.36	营运资金变动	(845.17)	85.10	(213.83)	(289.08)
管理费用	135.05	143.64	162.33	186.19	少数股东损益	(0.58)	1.19	1.49	1.80
财务费用	103.05	61.27	56.96	54.37	经营活动现金净流	(503.52)	456.63	215.67	207.13
营业利润	222.58	236.99	301.66	371.43	资本开支	271.64	141.37	20.84	9.62
非经常性损益	(5.67)	2.00	(3.96)	(11.88)	其他投资	0.00	(1.37)	(1.37)	(1.37)
税前利润	216.91	239.00	297.70	359.55	投资活动现金净流	(339.12)	(139.26)	(19.43)	(8.77)
所得税	30.47	35.85	44.66	53.93	贷款增加	318.56	0.00	0.00	0.00
净利润	186.44	203.15	253.05	305.62	支付股利利息	(115.20)	(52.20)	(82.11)	(95.05)
少数股东损益	(0.58)	1.19	1.49	1.80	其他融资	316.81	(26.13)	(10.76)	(9.59)
归属母公司净利润	187.02	201.95	251.56	303.82	筹资活动现金净流	201.61	(78.33)	(92.86)	(104.64)
EPS (元/股)	0.27	0.29	0.36	0.43	现金净流量	(641.02)	239.04	103.38	93.72
					现金期初余额	1022.35	381.33	620.37	723.75
					现金期末余额	381.33	620.37	723.75	817.47
资产负债表 (人民币百万元)					比率分析				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	454.87	693.90	797.28	891.00	增长能力				
应收账款票据	1016.75	1175.21	1463.36	1839.03	营收增长率(%)	16.14%	10.83%	13.01%	14.70%
存货	2181.49	2326.48	2560.04	2860.18	EBITDA 增长率(%)	17.49%	-1.41%	17.55%	16.96%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率(%)	17.00%	-8.40%	20.24%	18.73%
流动资产合计	3747.44	4336.07	4975.20	5762.15	净利润增长率(%)	-12.53%	8.96%	24.56%	20.78%
长期投资	148.56	148.56	148.56	148.56	盈利能力				
固定资产	759.38	742.83	790.14	746.31	毛利率(%)	15.61%	14.45%	14.55%	14.62%
在建工程	77.79	165.56	63.11	32.62	净利率(%)	3.16%	3.11%	3.43%	3.61%
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 利润率(%)	6.46%	5.74%	5.97%	6.09%
非流动资产合计	1196.57	1251.22	1189.40	1108.09	ROA(%)	3.77%	3.64%	4.10%	4.45%
资产总计	4944.01	5587.29	6164.61	6870.24	ROE(%)	10.38%	10.32%	11.61%	12.60%
					ROIC(%)	9.81%	8.82%	9.95%	10.29%
循环借款	1157.41	1157.41	1157.41	1157.41	偿债能力				
应付账款	1559.37	1809.42	2105.19	2485.01	资产负债率(%)	63.67%	64.78%	64.64%	64.70%
预收账款	84.96	110.58	123.95	139.21	流动比率(倍)	1.22	1.22	1.27	1.32
其他应交款	(85.70)	(45.30)	(69.47)	(92.74)	速动比率(倍)	0.48	0.53	0.58	0.63
流动负债合计	3069.11	3540.71	3905.71	4366.54	价值评估				
非流动负债合计	78.85	78.85	78.85	78.85	P/B(倍)	1.81	2.77	2.50	2.24
负债合计	3147.96	3619.57	3984.56	4445.39	P/E(倍)	17.09	26.52	21.29	17.63
股本	699.27	699.27	699.27	699.27	EV/收入(倍)	0.66	0.89	0.77	0.66
资本公积	558.68	599.07	649.38	710.14	EV/EBITDA(倍)	10.25	15.52	12.97	10.91
未分配利润	379.59	499.59	647.53	814.59	EV/EBIT(倍)	11.97	19.51	15.94	13.21
股东权益	1796.05	1967.73	2180.04	2424.85					
负债和股东权益	4944.01	5587.29	6164.61	6870.24					

资料来源：东方证券研究所

附表：徐工科技财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	3354.21	15798.61	16780.47	17277.80	税后利润	110.44	1254.54	1405.98	1488.34
营业成本	3090.28	13341.98	14132.75	14523.65	经常性现金支出	147.56	279.86	263.24	268.18
主营业务税金及附	2.14	32.39	29.67	28.92	非经常性现金支出	(158.70)	(117.95)	(72.85)	(47.80)
销售费用	59.31	442.36	453.07	449.22	营运资金变动	64.64	(3087.18)	(494.56)	(479.30)
管理费用	183.81	552.95	570.54	570.17	少数股东损益	(8.60)	7.42	8.32	8.81
财务费用	12.82	11.01	(9.07)	(20.90)	经营活动现金净流	155.34	(1663.30)	1110.12	1238.24
营业利润	5.85	1417.91	1603.51	1726.74	资本开支	37.86	1271.25	52.43	0.86
非经常性损益	129.45	66.75	60.37	34.61	其他投资	6.68	0.00	0.00	0.00
税前利润	135.30	1484.66	1663.88	1761.35	投资活动现金净流	(25.77)	(1122.49)	66.58	94.35
所得税	33.45	222.70	249.58	264.20	贷款增加	10.00	0.00	0.00	0.00
净利润	101.85	1261.96	1414.30	1497.15	支付股利利息	(67.85)	189.15	54.43	(165.19)
少数股东损益	(8.60)	7.42	8.32	8.81	其他融资	10.00	(192.51)	(255.87)	(133.81)
归属母公司净利润	110.44	1254.54	1405.98	1488.34	筹资活动现金净流	(57.85)	5226.23	(201.43)	(299.00)
EPS (元/股)	0.20	1.45	1.62	1.72	现金净流量	71.72	2440.44	975.27	1033.59
					现金期初余额	386.34	458.06	2898.49	3873.77
					现金期末余额	458.06	2898.49	3873.77	4907.35
资产负债表 (人民币百万元)					比率分析				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	458.06	2898.49	3873.77	4907.35	增长能力				
应收账款票据	775.26	3302.04	3686.18	4024.76	营收增长率(%)	2.69%	371.01%	6.21%	2.96%
存货	1144.57	4925.53	5335.19	5603.19	EBITDA 增长率(%)	-39.80%	1954.57%	10.60%	6.49%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率(%)	-76.49%	7551.46%	11.58%	6.99%
流动资产合计	2467.66	11935.43	13823.59	15562.78	净利润增长率(%)	313.90%	1139.07%	12.07%	5.86%
长期投资	4.35	210.61	210.61	210.61	盈利能力				
固定资产	941.20	1751.83	1679.11	1580.64	毛利率(%)	7.87%	15.55%	15.78%	15.94%
在建工程	37.13	157.43	131.49	76.30	净利率(%)	3.04%	7.99%	8.43%	8.67%
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 利润率(%)	2.31%	10.07%	10.48%	10.84%
非流动资产合计	1170.58	2450.54	2319.26	2151.27	ROA(%)	2.80%	8.77%	8.76%	8.45%
资产总计	3638.23	14385.97	16142.85	17714.05	ROE(%)	7.73%	16.16%	15.73%	14.72%
					ROIC(%)	0.73%	17.49%	18.75%	18.68%
循环借款	565.00	565.00	565.00	565.00	偿债能力				
应付账款	1480.56	4721.28	5142.19	5430.92	资产负债率(%)	63.78%	45.72%	44.30%	42.59%
预收账款	76.17	525.28	551.81	541.81	流动比率(倍)	1.07	1.82	1.94	2.07
其他应付款	(12.41)	(150.54)	(170.88)	(178.36)	速动比率(倍)	0.53	0.94	1.06	1.19
流动负债合计	2311.44	6567.63	7141.62	7534.57	价值评估				
非流动负债合计	9.11	9.11	9.11	9.11	P/B(倍)	6.75	3.89	3.38	2.99
负债合计	2320.56	6576.75	7150.74	7543.68	P/E(倍)	76.75	23.99	21.41	20.22
股本	545.09	867.44	867.44	867.44	EV/收入(倍)	2.56	1.76	1.60	1.49
资本公积	463.30	5621.43	5902.63	6200.30	EV/EBITDA(倍)	110.88	17.46	15.23	13.75
未分配利润	172.40	1113.31	1936.39	2733.75	EV/EBIT(倍)	459.60	19.43	16.80	15.10
股东权益	1317.67	7809.22	8992.12	10170.37					
负债和股东权益	3638.23	14385.97	16142.85	17714.05					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

周凤武：机械行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

张帆：机械行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

安倩：机械行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15 以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5~15；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5~+5 之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5 以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 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在-5~+5 之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5 以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn