

推荐 (维持)

自下而上挖掘价值投资机会

2011 年 10 月 9 日

机械行业四季度投资策略

上证指数

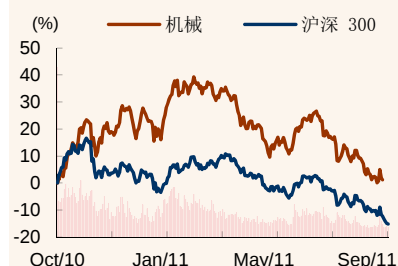
2359

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	136	6.9
总市值 (亿元)	10644	4.8
流通市值 (亿元)	6688	3.9

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	45.9	20.4	78.0
相对表现	55.0	41.1	90.1



相关报告

- 1、机械行业月度系列报告
- 2、《机械行业 2011 年度投资策略-发展与调控, 空间与节奏之辩》2010.12
- 3、《机械行业 2011 年度中期投资策略-行业不悲不喜, 政策预期见底》2011.6

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理

蔡宇滨

0755-82960064
caiyb@cmschina.com.cn

刘杰

0755-82960334
liujie2@cmschina.com.cn

管孟

0755-82908619
guanmeng@cmschina.com.cn

从目前市场流动性、经济景气度、宏观调控政策预期、三季度业绩来看, 机械行业缺少板块性的机会, 但提示自下而上关注超跌后的价值投资机会。

- **自下而上挖掘价值投资机会:** 三季度中国经济回落, 货币政策放松迹象不明显, 高铁建设放缓, 全球债务危机+地方债危机一触即发, 全球股市哀鸿遍野。9 月 PMI 环比回升, 跟踪的工程机械产品销量也出现季节性回升, 但企业资金压力较大。大宗商品价格保持低位, 人民币升值, 机械行业成本压力不大。四季度机械行业缺少板块性的机会, 关注政策预期变化, 龙头公司体现出产业链上的强势地位和议价能力, 关注超跌后的价值投资机会。
- **论估值:** 目前 A 股市场在流动性与扩容压力下, 估值难以提升, 反弹催化剂可能来自于财政政策、货币政策、发行节奏、“十二五”产业规划细则变化。对于明年投资并不悲观, 2002-2007-2012 年五年的政府规划周期特征明显。比较前两次经济低点, 2004-2005 年 PE 低点在 8-10 倍, 2008 年 PE 低点在 12-15 倍, 经历了近一年的下跌, 机械行业目前估值具有安全边际!
- **工程机械 9 月国内销售将季节性回升, 下半年出口有望好于上半年。** 由于去年三季度工程机械销售基数较高, 季报难超预期, 不过从跟踪的部分公司 9 月的销售数据来看, 有回升的迹象。从估值来看, 接近历史底部, 估值反弹将主要取决于政策预期变化及对明年的投资预期, 等待投资时机。
- **煤炭固定资产投资稳步回升, 煤机行业平稳增长。** 1-8 月煤炭开采与洗选业完成固定资产投资同比增长 22.60%, 增速比 1-7 月提高 0.6 个百分点。煤机行业季节性特征不明显, 但通常四季度结算和交货较多, 目前上市公司订单充足, 今年业绩有保障。具技术和资金优势的企业将获得行业整合机会。
- **全球债务危机对机械行业的负面影响尚不明显。** 8 月 CAT 经销商指数同比增长 34%, 增速较上月降低 1 个百分点, 连续四个月回落, 其中 EAME 地区和拉美地区指数高位回落, 亚太地区增速环比增加 4 个百分点。8 月日本切削机床订单金融继续回落, 同比增长 15.3%, 出口订单环比下降 20%。
- **8 月铁路投资同比大幅下滑, 四季度投资仍难见反弹。** 今年以来高铁项目新开工项目仅 2 月底张呼客运专线, 而同时现有项目投资也已放缓, 铁道部和地方政府在融资方面都受到影响, 业绩预测仍存在下调的可能。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	11PE	12PE	PB	评级
三一重工	14.41	0.74	1.22	1.57	11.8	9.2	6.4	强烈推荐-A
中联重科	9.51	0.61	0.95	1.27	10.0	7.5	2.7	强烈推荐-A
杭氧股份	23.20	0.59	0.83	1.08	28.0	21.5	5.5	审慎推荐-A
陕鼓动力	11.15	0.41	0.52	0.69	21.4	16.2	2.5	强烈推荐-A
机器人	20.92	0.36	0.58	0.91	36.1	23.0	5.8	强烈推荐-A

资料来源: 招商证券研发中心

注: 2010年EPS为最新股本摊薄

正文目录

一、机械行业四季度投资策略	3
二、国内工程机械行业数据分析	5
1、预计 9 月销售将季节性回升	5
2、重点公司销售跟踪	7
3、出口缓慢回升	9
三、国外工程机械行业数据分析	10
1、韩国工程机械销量继续向好	10
2、日本工程机械销量冲高回落	11
3、卡特彼勒经销商指数继续下跌	12
四、重型机械与能源装备行业数据分析	13
1、重型机械行业	13
2、煤机行业	15
3、天然气开采与应用行业	16
五、机床工具行业数据分析	17
1、机床行业增速逐步回落	17
2、国外机床工具行业数据分析	18
(1) 德国制造业订单数据回归常态，美国订单数据保持平稳	18
(2) 日本切削机床订单数据高位回落	19
六、铁路设备行业数据分析	20
七、船舶、海洋工程及集装箱行业数据分析	22
1、船舶	22
2、海洋工程	23
3、集装箱	24

一、机械行业四季度投资策略

表 1: 机械行业重点上市公司估值比较

股票名称	市值 (亿)	9.30 收盘价	2010	EPS 2011E	2012E	PE 2011E	2012E	PS	PB	ROE 2010	评级
工程机械						11.4	9.0	1.2	2.8	25.3	推荐
三一重工	1094.3	14.41	0.74	1.22	1.57	11.8	9.2	2.1	6.4	51.2	强烈推荐-A
中联重科	732.8	9.51	0.61	0.95	1.27	10.0	7.5	1.8	2.7	22.1	强烈推荐-A
徐工机械	375.4	18.20	1.42	1.95	2.50	9.3	7.3	0.7	1.6	27.0	审慎推荐-A
柳工	192.3	17.09	1.37	1.52	1.95	11.2	8.8	0.8	1.3	18.8	审慎推荐-A
安徽合力	53.2	12.42	0.85	1.00	1.20	12.4	10.4	0.9	1.8	15.0	审慎推荐-A
厦工股份	99.9	12.81	0.79	0.93	1.20	13.8	10.7	1.0	3.1	17.8	审慎推荐-B
能源装备						26.7	19.5	3.6	3.2	12.8	推荐
陕鼓动力	182.7	11.15	0.41	0.52	0.69	21.4	16.2	2.8	2.5	16.9	强烈推荐-A
杭氧股份	139.5	23.20	0.59	0.83	1.08	28.0	21.5	4.1	5.5	16.7	审慎推荐-A
盛运股份	25.6	10.02	0.21	0.31	0.42	32.3	23.9	3.0	1.5	6.3	审慎推荐-B
富瑞特装	25.4	37.85	0.68	1.03	1.71	36.7	22.1	4.3	4.4	12.0	审慎推荐-A
郑煤机	173.0	24.71	1.26	1.65	2.00	15.0	12.4	2.4	3.1	17.7	审慎推荐-A
神开股份	27.9	10.65	0.30	0.40	0.50	26.6	21.3	5.2	2.1	7.3	审慎推荐-B
铁路设备						17.2	13.4	0.9	2.1	14.9	中性
中国南车	534.0	4.51	0.21	0.30	0.35	15.0	12.9	0.7	2.6	16.7	中性-A
中国北车	397.8	4.52	0.23	0.29	0.34	15.6	13.3	0.5	1.6	12.1	中性-A
时代新材	32.2	13.69	0.39	0.65	0.98	21.1	14.0	1.4	2.2	15.8	审慎推荐-A
机床						30.6	23.9	4.5	3.4	10.0	中性
天马股份	105.4	8.87	0.55	0.58	0.68	15.3	13.0	2.9	2.3	14.6	中性-B
亚威股份	26.0	29.60	0.86	1.20	1.70	24.7	17.4	3.0	2.4	8.0	审慎推荐-A
日发数码	30.8	32.06	0.51	0.85	1.00	37.7	32.1	8.4	4.3	11.3	审慎推荐-B
华中数控	21.6	19.99	0.49	0.52	0.63	38.4	31.7	5.1	2.4	4.6	中性-A
昆明机床	41.5	7.82	0.34	0.25	0.30	31.3	26.1	2.6	3.0	10.0	中性-A
机器人	62.3	20.92	0.36	0.58	0.91	36.1	23.0	5.1	5.8	11.6	强烈推荐-A
船舶港机						29.2	13.7	2.2	2.9	17.8	中性
中国重工	982.7	10.72	0.17	0.60	0.65	17.9	16.5	2.4	4.5	10.8	中性-A
中集集团	417.5	15.68	1.13	1.35	1.68	11.6	9.3	0.8	2.6	27.0	审慎推荐-A
中国船舶	331.3	31.25	2.46	4.10	4.00	7.6	7.8	1.1	2.0	15.7	中性-A
潍柴重机	37.8	13.68	0.79	0.98	1.25	14.0	10.9	1.4	4.1	22.8	审慎推荐-A
上海佳豪	23.8	16.36	0.42	0.60	0.80	27.3	20.5	6.9	2.9	14.3	中性-B
广船国际	92.7	14.41	1.10	1.15	1.20	12.5	12.0	1.1	2.4	16.2	中性-A
振华重工	249.4	5.68	(0.16)	0.05	0.30	113.6	18.9	1.5	1.6	N.A	中性-A
重型机械						39.4	33.7	3.3	2.4	6.1	中性
太原重工	110.4	6.83	0.40	0.51	0.60	13.4	11.4	1.2	2.1	10.1	审慎推荐-A
江苏神通	25.5	24.50	0.42	0.50	0.60	49.0	40.8	7.8	3.4	6.2	中性-A
二重重装	149.7	8.86	0.17	0.15	0.18	59.1	49.2	2.2	2.6	4.6	中性-A
中国一重	260.2	3.98	0.12	0.11	0.12	36.2	33.2	2.0	1.6	3.3	审慎推荐-A
其它											
杭齿前进	45.3	11.32	0.32	0.45	0.65	25.2	17.4	2.0	2.8	9.1	审慎推荐-A
锐奇股份	19.1	12.58	0.36	0.50	0.67	25.2	18.8	4.0	2.1	6.6	审慎推荐-B
广钢股份	56.9	7.46	(0.13)	0.42	0.50	17.8	14.9	N.A	N.A	N.A	审慎推荐-A
新研股份	27.3	30.25	0.57	0.87	1.13	34.8	26.8	10.0	3.3	6.7	审慎推荐-A

注：2010 年每股收益为最新股本摊薄计算，未考虑计划再融资的公司股本增加。

数据来源：WIND，招商证券研发中心

机械行业投资机会将是自下而上的：三季度中国经济回落，货币政策并无放松，高铁建设放缓，全球债务危机+地方债危机一触即发，全球股市哀魂遍野，机械行业也不例外。9月PMI环比回升，跟踪的工程机械产品销量也出现季节性回升，但企业资金的压力仍然较大。大宗商品价格保持低位，人民币升值，机械行业成本压力并不大。从2010年到2011年上半年机械行业经历了2000年后的第三轮产能扩张，需要时间消化。从目前市场流动性、经济景气度、宏观调控政策预期、上市公司盈利趋势来看，四季度机械行业缺少板块性的机会，自下而上关注超跌后的价值投资机会，可能的预期的催化剂事件：调控政策触底，“十二五”规划细则，保障房、水利建设启动。

细分行业表现分化，龙头公司体现出较强的议价能力和在产业链上的强势地位。

(1) 与全球航运、全球金融相关的船舶与集装箱行业，存在较大的不确定性，海洋工程虽然发展空间巨大，但对上市公司业绩贡献极其有限。

(2) 高铁建设几近停滞，铁道部投融资改革难度较大，明年业绩预测仍有下调的可能，估值仍未有吸引力。

(3) 机床行业上半年景气度较高，尤其是替代劳动力实现自动化的数控机床、智能化生产线、机器人、订单喜人，当然下半年在资金压力下，制造业产能扩张速度放缓，订单增速回落，这个板块我们看好智能化装备。

(4) 工程机械作为分歧最大的行业，三季度处于行业淡季和低谷，四季度环比回升，同比走平或小幅增长，由于行业未走降价策略，钢材成本较低，业绩下调的风险并不大，今年工程机械龙头公司体现出远超行业的增长，与产业链上的强势地位，这当然会带来非议。重点推荐的三一中联全年业绩基本确定，估值具有吸引力。

(5) 由于结算原因重化工业四季度固定资产投资一般高于全年均值，但考虑到去年基数不低，今年货币紧缩政策对投资影响逐渐显现，预期四季度重化工业行业难超预期。重型机械行业受冶金设备价格战拖累，本年毛利率和净利润将出现下降。核电安全规划和原子法预期明年上半年推出，2011年内不会启动招标。核电2020年装机容量规划由7000万千瓦降至6000万千瓦，考虑安全因素避免发展过快，尤其内陆核电项目可能严格受限。

(6) 煤机行业今年中低端产品由于产能释放出现价格下降，但高端产品需求上升，龙头公司毛利率受益需求升级明显提升。煤机行业季节性不明显，通常四季度结算和交货较多，目前上市公司订单充足，今年业绩较有保障。预期煤机行业“十二五”期间仍将保持20%复合增速，建议买入股价超跌的低估值龙头企业郑煤机。

再论估值：目前A股市场在流动性与扩容压力下，估值难以提升，反弹催化剂可能来自于财政政策、货币政策、发行节奏、“十二五”产业规划细则变化。我们判断在地方政府与中央政府换届之前，放松的可能性较小，加之今年经济增速依然有8-9%之高。但对于明年并不悲观，2002-2007-2012年五年的政府规划周期特征明显。比较前两次低点，2004-2005年PE的低点在8-10倍，2008年PE低点在12-15倍，目前机械行业2011年10-12倍PE接近历史底部，具有安全边际！

四季度重点关注品种：三一、中联、郑煤机、杭氧股份、陕鼓动力、机器人。

二、国内工程机械行业数据分析

1、预计 9 月销售将季节性回升

高铁事故后改变了我们对下半年投资增长的预期,考虑到去年下半年工程机械销售基数较高,我们将工程机械行业 2011 年增速由 18%下调至 14%。由于去年三季度工程机械销售基数较高,预计三季度小幅负增长(10%左右),季报难超预期,不过从跟踪的部分公司 9 月的销售数据来看,有回升的迹象。

挖掘机行业销售情况: 8 月挖掘机销量 7664 台,环比持平,同比下降 11%,1-7 月累计增长 22%。国产品牌挖掘销售明显好于合资品牌,这体现了经营战略与资金实力的差异,外资品牌受本国金融危机的影响战略性收缩。1-8 月合资品牌销量增长率分别为:斗山(14%)、小松(1%)、江苏现代(18%)、日立(3%);国产品牌三一(78%)、柳工(49%)、厦工(80%)。1-8 月三一的累计销量仅次于小松。8 月挖掘机销售前五大省是四川、江苏、安徽、河南、湖北,以中西部城市为主。挖掘机受益于劳动力短缺,广泛应用于城镇、水利、保障房建设,并且进口品牌的替代空间较大,虽然短期紧缩有负面影响,但中长期仍看好。

装载机行业销售情况: 伴随着矿山固定资产投资的回升,装载机销量连续三个月正增长,8 月 16972 台同比增长 10%,环比也小幅回升。1-8 月累计销售 17.4 万台,同比增长 16%。装载机行业出口 2083 台同比增长 75%,增速加快。1-8 月累计出口 77%,出口增速缓慢回升,未受到债务危机的影响。装载机销售大省仍是几个煤炭产量大省:山东、河南、山西、内蒙、河北,变化不大。上市公司中柳工表现相对稳健,销售在 5 月触底回升。

推土机行业销售情况: 8 月推土机销量依然不佳,同比下降 28%,1-8 月累计增长 5%,累计出口同比增长 62%,出口增速保持平稳。

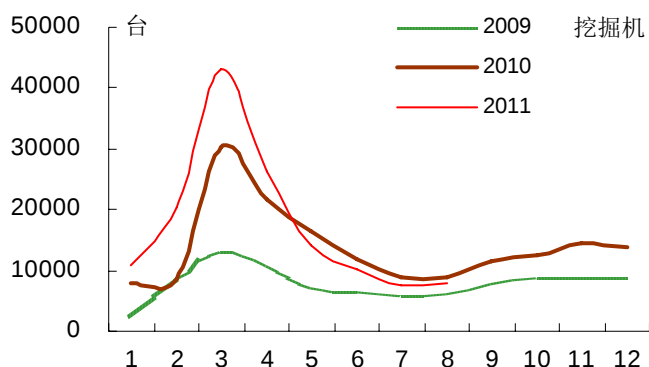
压路机行业销售情况: 受到地方政府公路投资放缓或暂停的影响,8 月压路机销量同比下降 27%;出口 347 台同比增长 62%,增速大幅提高。上市公司 8 月销量下降明显,徐工下降 53%、柳工下降 12%,厦工下降 24%。预计地方政府换届后,明年公路建设恢复,销售会出现回升。

汽车起重机销售情况: 8 月汽车起重机销量 2077 台,同比下降 15%,降幅收窄,1-8 月累计销量同比仍增长 7%。其中,徐工 1-8 月同比增长 8%,中联同比增长 7%,三一基数较小同比增长 75%。

叉车行业销售情况: 8 月销量 28000 台同比增长 39%,1-8 月累计增长 27%,出口仍环比走高。

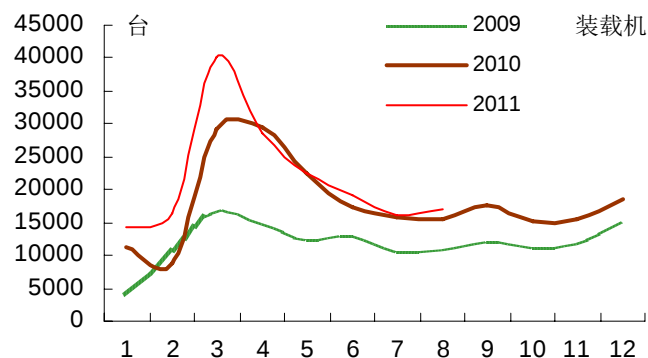
工程机械行业投资策略: 从全年来看工程机械行业三季度销售回落,同比出现负增长,季报业绩难超预期,但货币政策紧缩难再持续,四季度工程机械销售将环比回升。上市公司业绩从二季度开始有小幅下调,各公司差异较大,如果四季度销售企稳回升,继续下调的可能性不大。从估值来看,接近历史底部,估值反弹将主要取决于政策预期变化及对明年政府换届后的投资预期。明年地方政府换届、十八大,被暂停的水利、核电和高铁项目将会陆续恢复建设,行业增速在 15%左右,等待投资时机。

图1: 挖掘机行业销量示意图



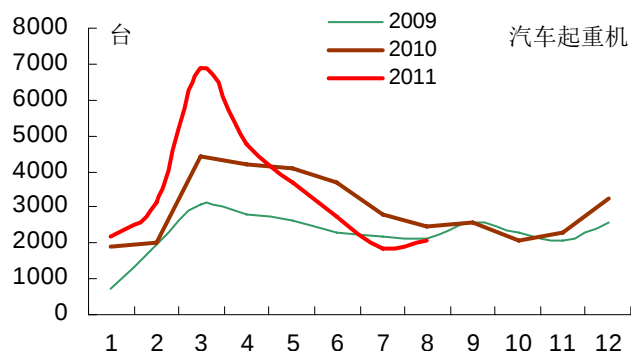
资料来源: 机械工业协会, 招商证券研发中心

图2: 装载机行业销量示意图



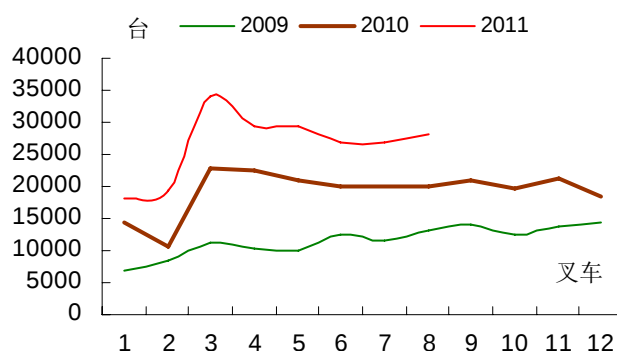
资料来源: 机械工业协会, 招商证券研发中心

图3: 汽车起重机行业销量示意图



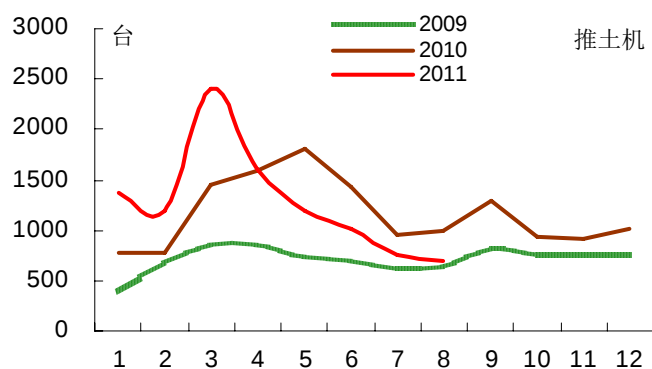
资料来源: 机械工业协会, 招商证券研发中心

图4: 叉车行业销量示意图



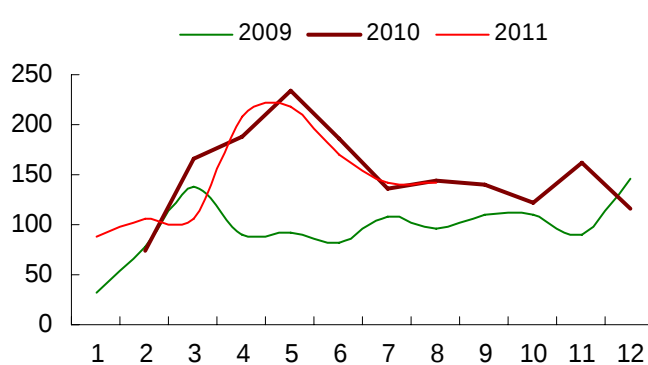
资料来源: 机械工业协会, 招商证券研发中心

图5: 推土机行业销量示意图



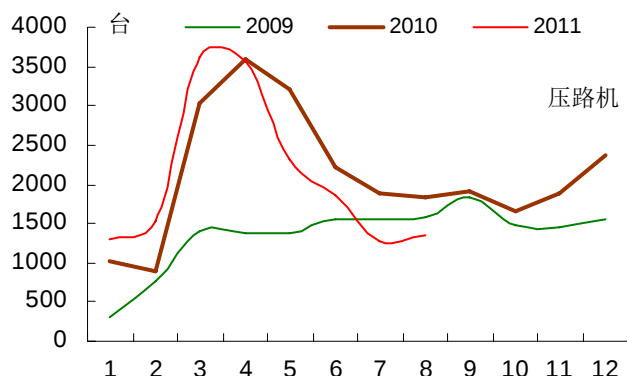
资料来源: 机械工业协会, 招商证券研发中心

图6: 履带起重机行业销量示意图



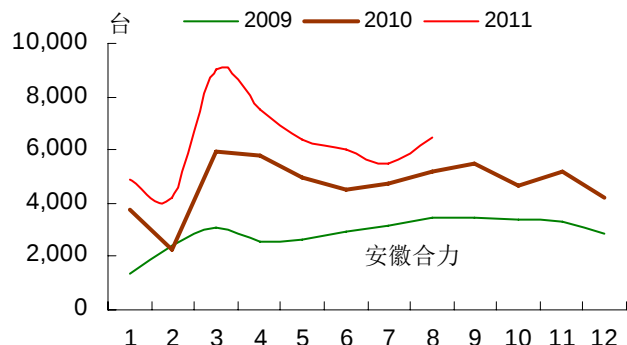
资料来源: 机械工业协会, 招商证券研发中心

图7：压路机行业销量示意图



资料来源：机械工业协会，招商证券研发中心

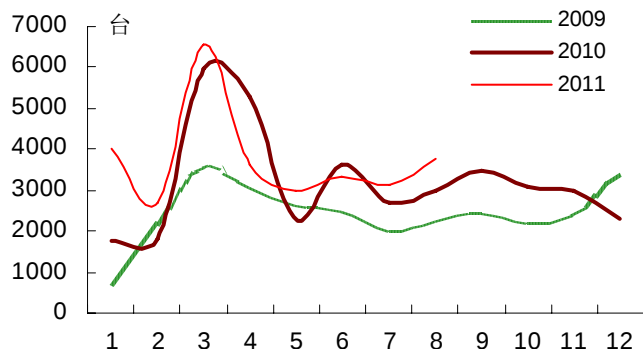
图8：安徽合力销量示意图



资料来源：机械工业协会，招商证券研发中心

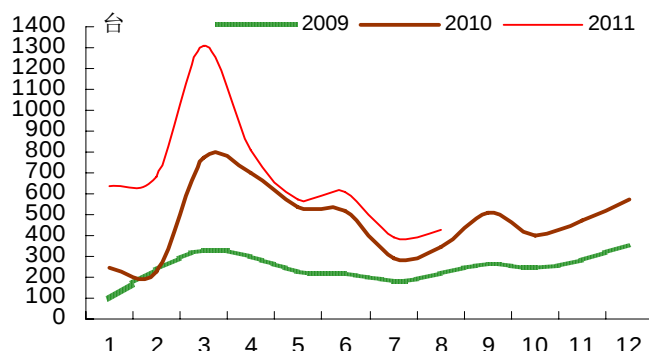
2、重点公司销售跟踪

图9：柳工装载机销量示意图



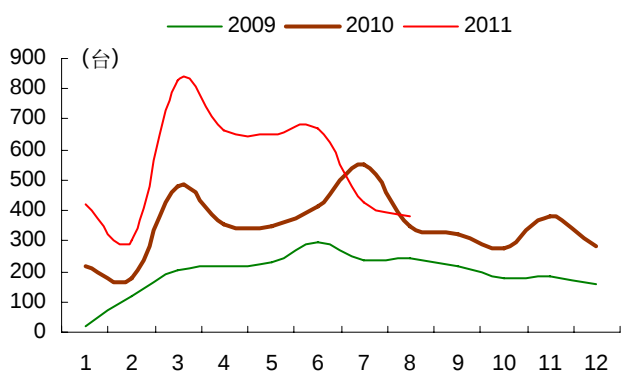
资料来源：工程机械协会，招商证券研发中心

图10：柳工挖掘机销量示意图



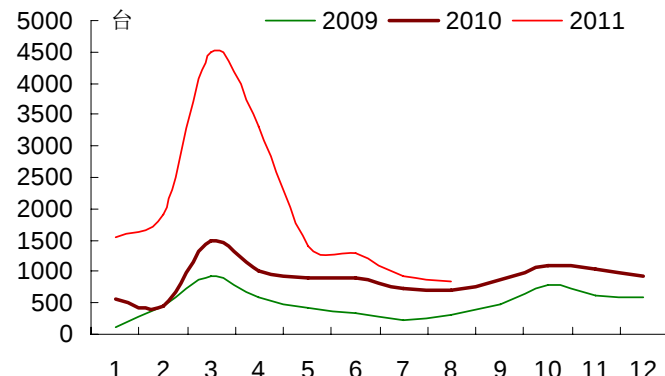
资料来源：工程机械协会，招商证券研发中心

图11：三一重工泵车销量示意图



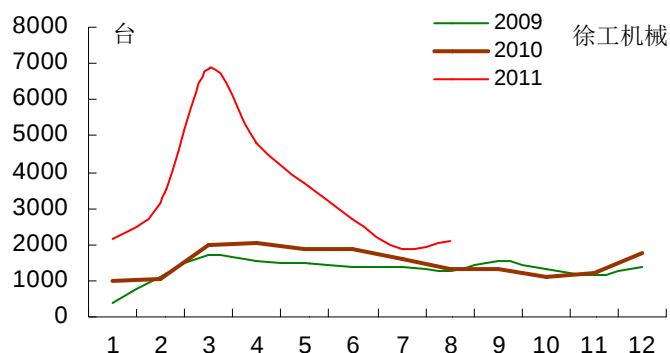
资料来源：工程机械协会，招商证券研发中心

图12：三一重工挖掘机销量示意图



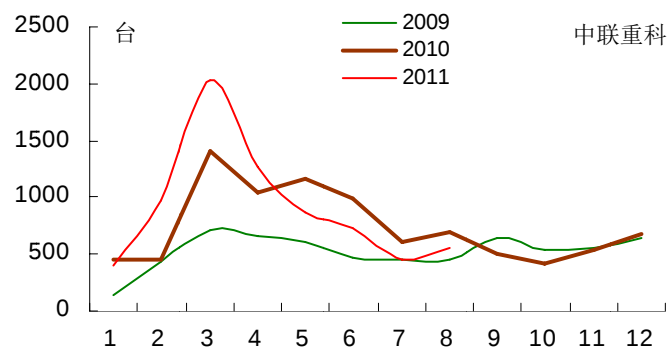
资料来源：工程机械协会，招商证券研发中心

图13: 徐工机械汽车起重机销量示意图



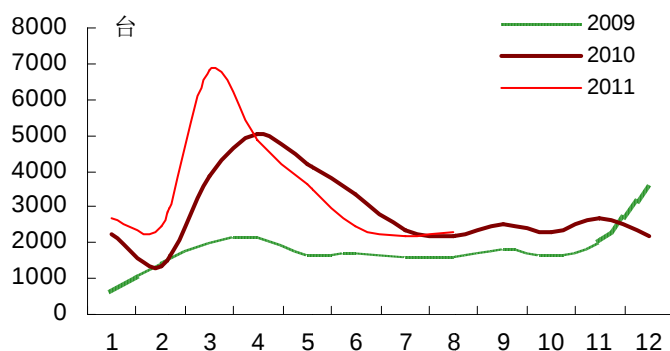
资料来源: 工程机械协会, 招商证券研发中心

图14: 中联重科汽车起重机销量示意图



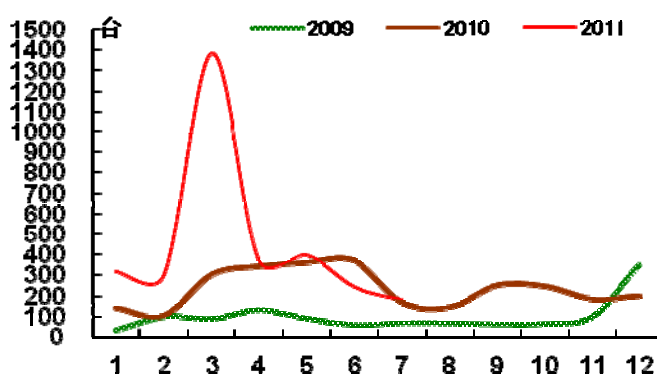
资料来源: 工程机械协会, 招商证券研发中心

图15: 厦工装载机销量示意图



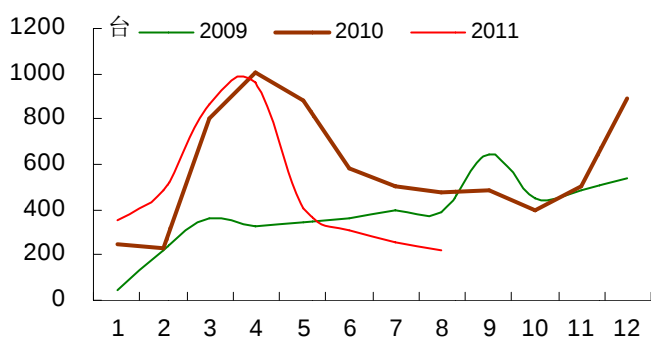
资料来源: 工程机械协会, 招商证券研发中心

图16: 厦工挖掘机销量示意图



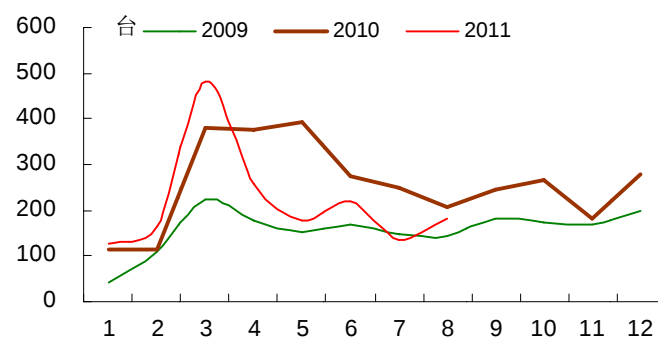
资料来源: 工程机械协会, 招商证券研发中心

图17: 徐工压路机销量示意图



资料来源: 工程机械协会, 招商证券研发中心

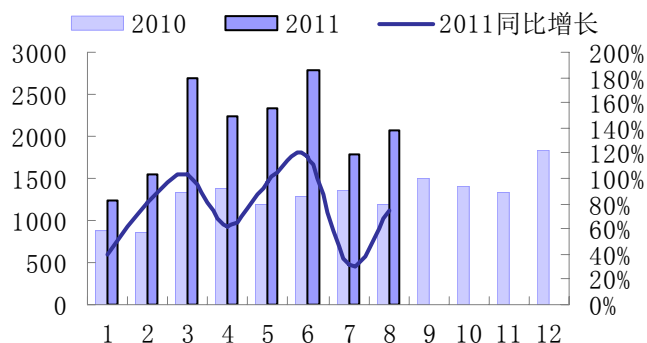
图18: 柳工压路机销量示意图



资料来源: 工程机械协会, 招商证券研发中心

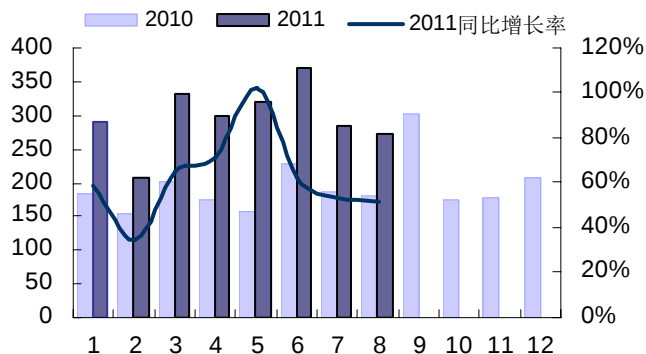
3、出口缓慢回升

图19: 装载机出口销量示意图



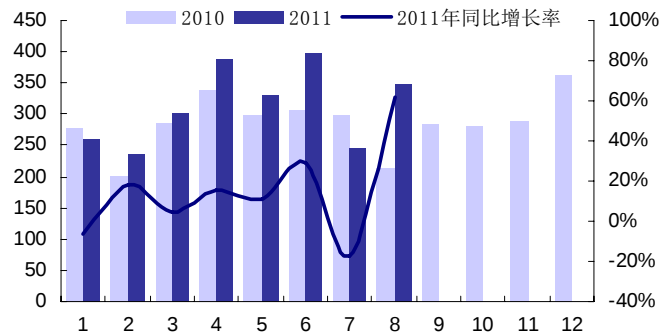
资料来源: 机械工业协会, 招商证券研发中心

图20: 推土机行业出口销量示意图



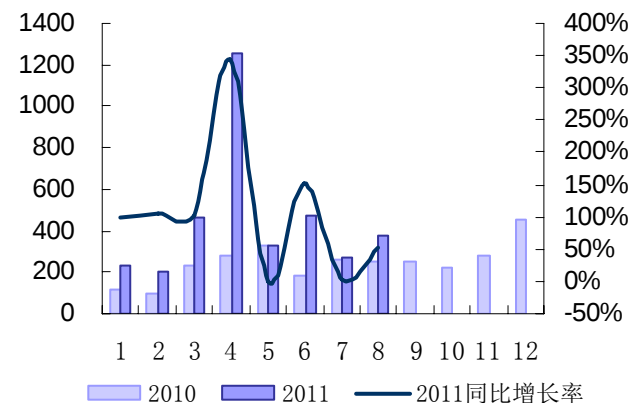
资料来源: 机械工业协会, 招商证券研发中心

图21: 压路机行业出口示意图



资料来源: 机械工业协会, 招商证券研发中心

图22: 挖掘机行业出口变化示意图



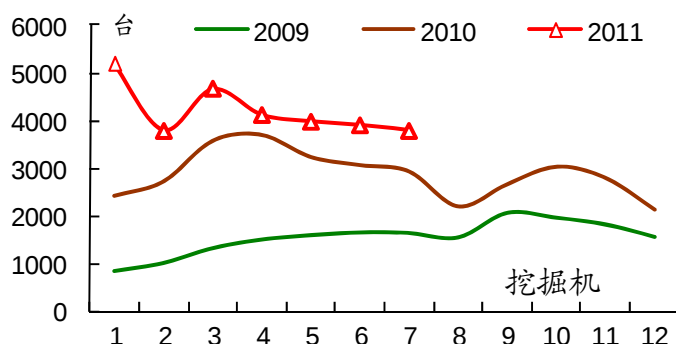
资料来源: 机械工业协会, 招商证券研发中心

三、国外工程机械行业数据分析

1、韩国工程机械销量继续向好

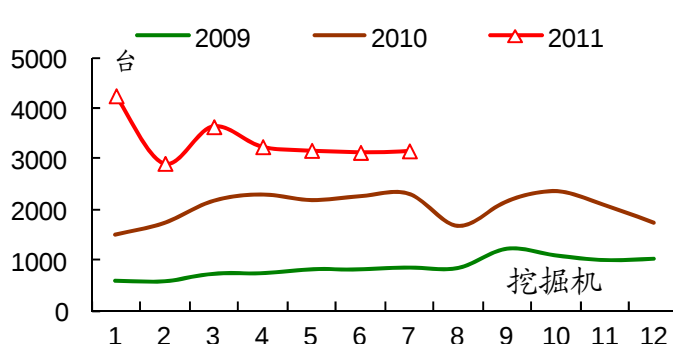
韩国 7 月工程机械销量继续回升，同比增速加快。韩国 7 月共销售工程机械 9407 台，环比上涨 6.9%，同比增长 40.2%，主要得益于出口的大幅增长，韩国工程机械 7 月出口环比上升 10.9%，同比增长 53.4%，扭转了连续三个月增速下滑的趋势。分子行业看，7 月仍然是装载机和叉车表现较好，其中装载机销售 466 台，环比上涨 4.3%，同比增长 40.4%；叉车 7 月销售 4510 台，环比上涨 8.8%，同比增长 39.9%；挖掘机销售 3776 台，环比下降 3.0%，但同比仍增长 28.5%，增速有所加快。

图23：韩国挖掘机近三年销量示意图



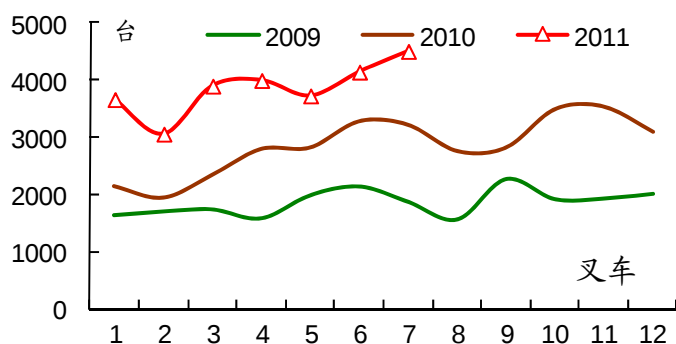
资料来源：韩国机械工业协会，招商证券研发中心

图24：韩国挖掘机近三年出口量示意图



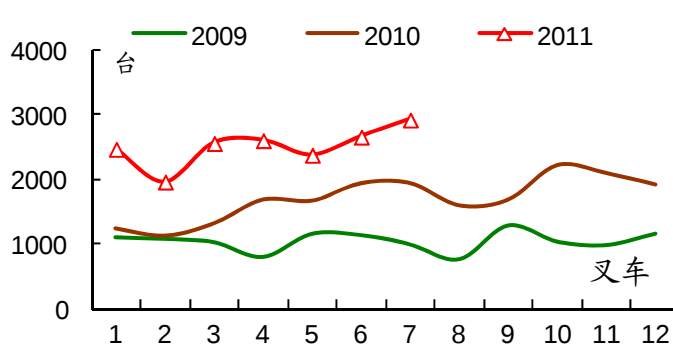
资料来源：韩国机械工业协会，招商证券研发中心

图25：韩国叉车近三年销量示意图



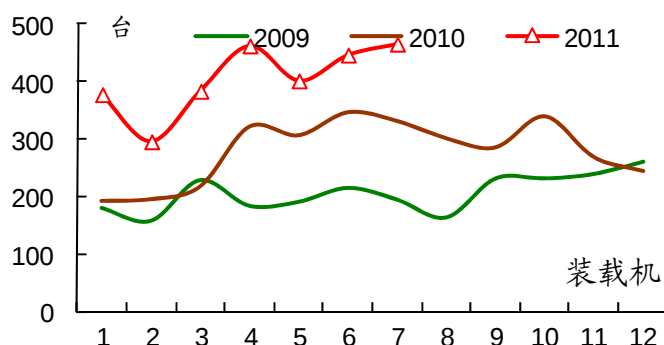
资料来源：韩国机械工业协会，招商证券研发中心

图26：韩国叉车近三年出口量示意图



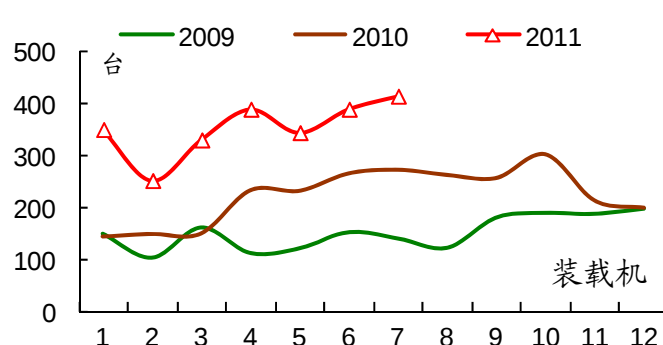
资料来源：韩国机械工业协会，招商证券研发中心

图27: 韩国装载机近三年销量示意图



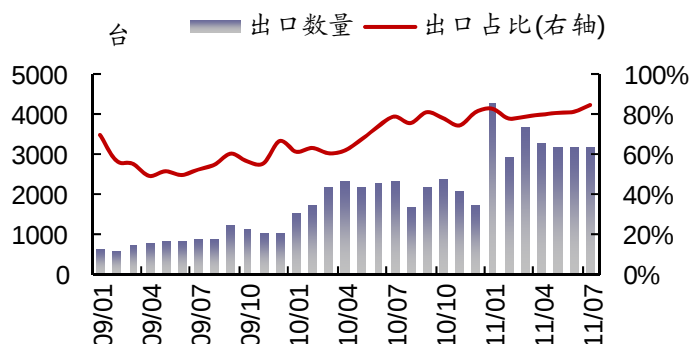
资料来源: 韩国机械工业协会, 招商证券研发中心

图28: 韩国装载机近三年出口量示意图



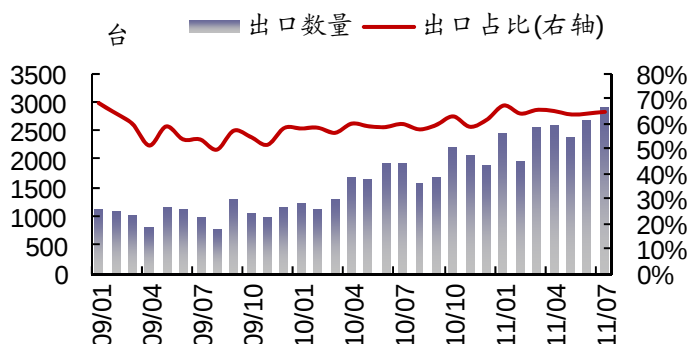
资料来源: 韩国机械工业协会, 招商证券研发中心

图29: 韩国挖掘机出口数量及出口占比示意图



资料来源: 韩国机械工业协会, 招商证券研发中心

图30: 韩国叉车出口数量及出口占比示意图

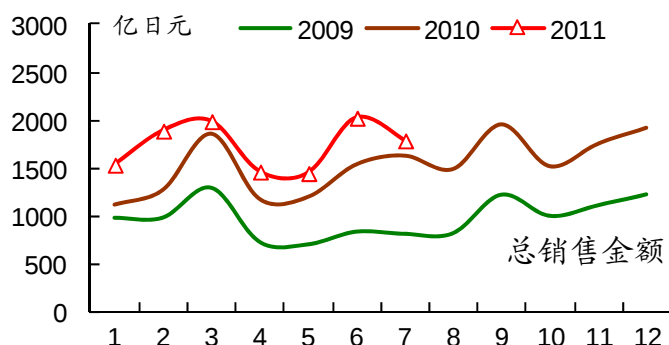


资料来源: 韩国机械工业协会, 招商证券研发中心

2、日本工程机械销量冲高回落

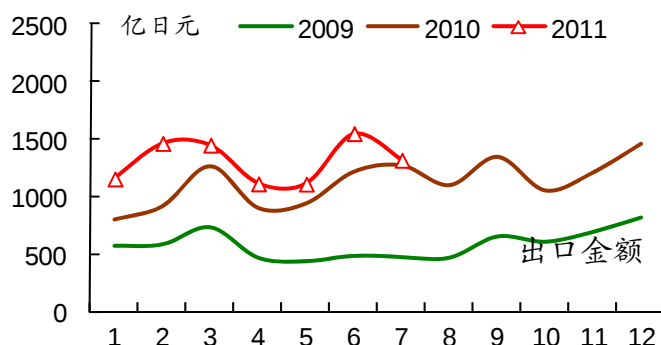
受国内需求带动, 日本7月工程机械销售强劲上涨。7月日本大类工程机械销售金额为1784.7亿日元, 在上月大幅增长后环比回落11.7%, 同比小幅增长9.1%, 增速大幅回落21.9个百分点。受国外需求减弱影响, 日本7月出口同比微涨4.3%, 增速较上月下降23.8个百分点。分子类看, 日本灾后重建需求使得7月建筑用起重机表现强劲, 共销售138.3亿日元, 环比上涨19.9%, 同比大幅增长34.3%; 小挖7月共销售145.3亿日元, 与上月基本持平, 同比增长22.5%; 由于出口大幅下降, 7月挖掘机共销售692.7亿日元, 环比下降18.5%, 同比微涨5.5%, 增速较上月大幅下降34.3个百分点。

图31: 日本大类工程机械近三年销售金额



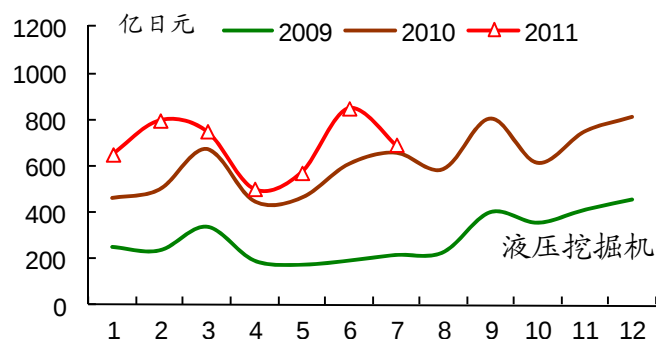
资料来源: 日本机械工业协会, 招商证券研发中心

图32: 日本大类工程机械近三年出口金额



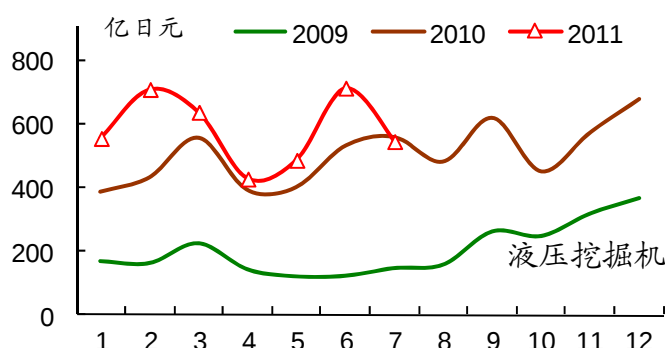
资料来源: 日本机械工业协会, 招商证券研发中心

图33: 日本液压挖掘机近三年销售金额



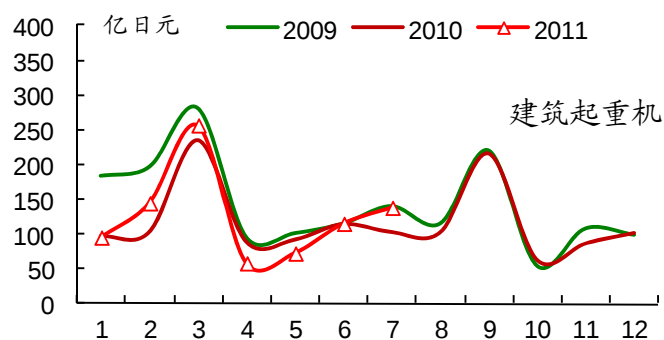
资料来源: 日本机械工业协会, 招商证券研发中心

图34: 日本液压挖掘机近三年出口金额



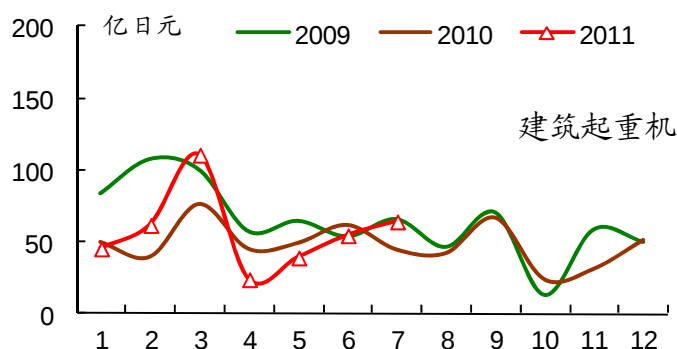
资料来源: 日本机械工业协会, 招商证券研发中心

图35: 日本建筑起重机近三年销售金额



资料来源: 日本机械工业协会, 招商证券研发中心

图36: 日本建筑起重机近三年出口金额



资料来源: 日本机械工业协会, 招商证券研发中心

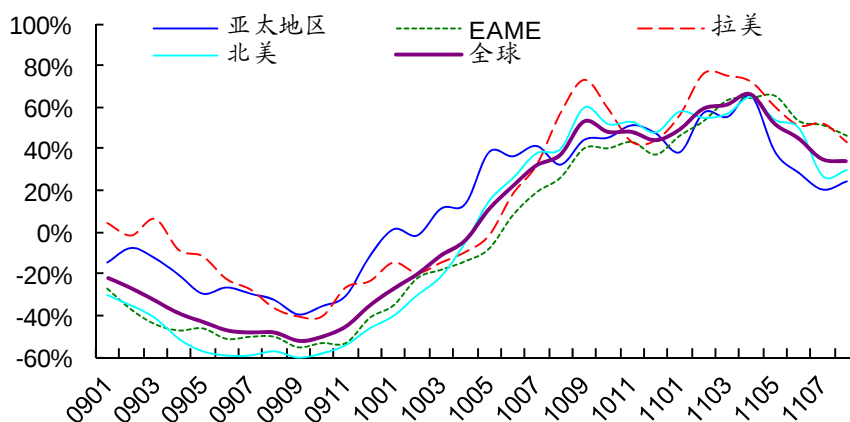
3、卡特彼勒经销商指数继续下跌

北美大跌拖累卡特彼勒经销商指数继续回落。8月 CAT 经销商指数同比增长 34%，增速较上月降低 1 个百分点，连续四个月回落。其中 EAME 地区和拉美地区指数高位回落，同比分别增长 46%和 43%，环比分别下跌 5 个和 9 个百分点；北美地区在上月大幅下跌后小幅反弹至 30%；亚太地区增速环比增加 4 个百分点至 24%，但依然是增长最慢的地区。

行业新闻摘要: 9月9日，卡特彼勒（中国）机械部件有限公司在无锡宣布投资增加建

设两个新项目，生产卡特彼勒设计的液压缸、驱动桥总成及部件和动力自动变速箱，预计 2012 年开始陆续投产。

图37: Caterpillar经销商指数



数据来源: Caterpillar, 招商证券研发中心

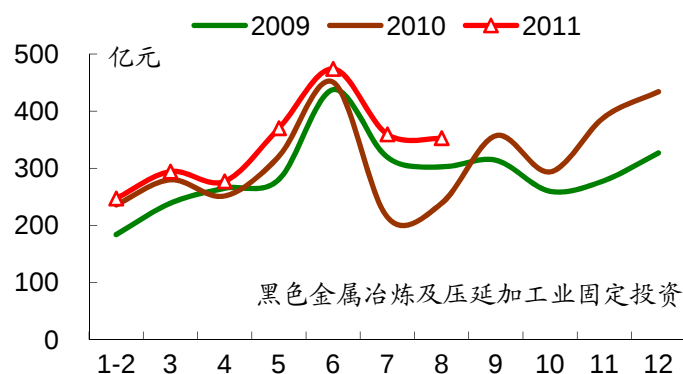
注: EAME 地区包括欧洲、非洲和中东地区

四、重型机械与能源装备行业数据分析

1、重型机械行业

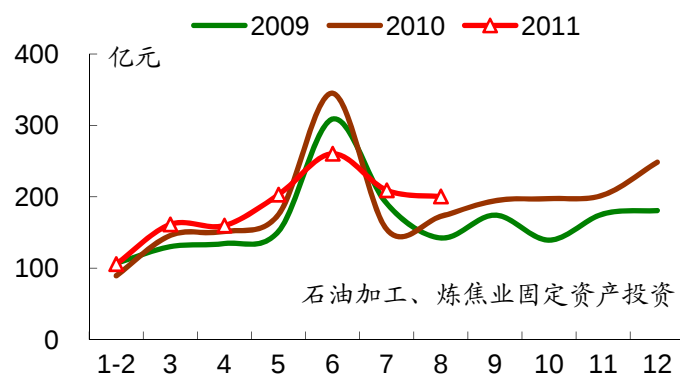
重化工行业四季度难超预期。由于结算原因重化工业四季度固定资产投资一般高于全年均值，但考虑到去年基数不低，今年货币紧缩政策对投资影响逐渐显现，预期四季度重化工行业难超预期。1-8 月钢铁行业完成固定资产投资 2375 亿元，同比增长 18.60%，增速回升主要原因是去年下半年实行节能减排造成 7、8 月投资明显放缓，而石化、炼焦业完成固定资产投资 1300 亿，同比增长 8.90%，投资增速进一步放缓。重型机械行业受冶金设备价格战拖累，本年毛利率和净利润将出现下降。核电安全规划和原子法预期明年上半年推出，2011 年内不会启动招标。核电 2020 年装机容量规划由 7000 万千瓦降至 6000 万千瓦，考虑安全因素避免发展过快，尤其内陆核电项目可能严格受限。一重二重受核电消息刺激出现反弹，但从手持订单看明年业绩难有明显改善，仍需等待订单状况转好带来的投资机会。

图38: 黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资示意图



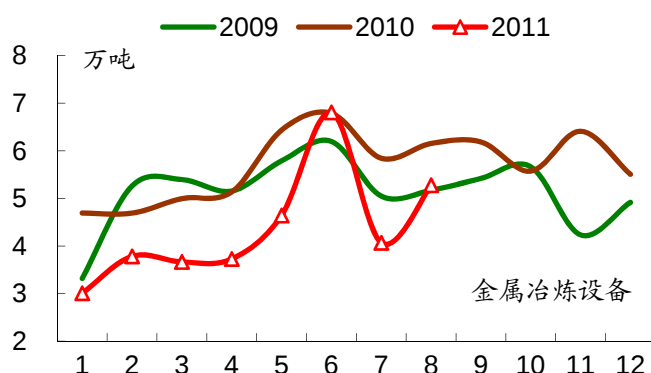
资料来源: Wind, 招商证券研发中心

图39: 石油加工、炼焦业固定资产投资示意图



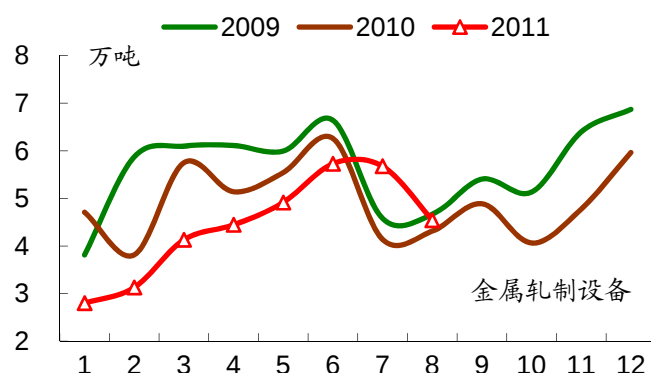
资料来源: 中经网, 招商证券研发中心

图40: 金属冶炼设备产量变化示意图



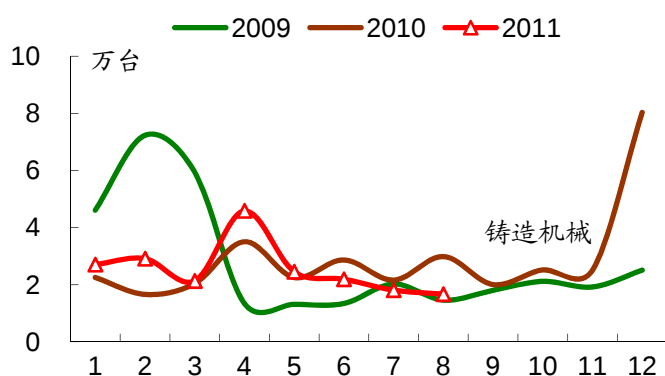
资料来源: 中经网, 招商证券研发中心

图41: 金属轧制设备产量变化示意图



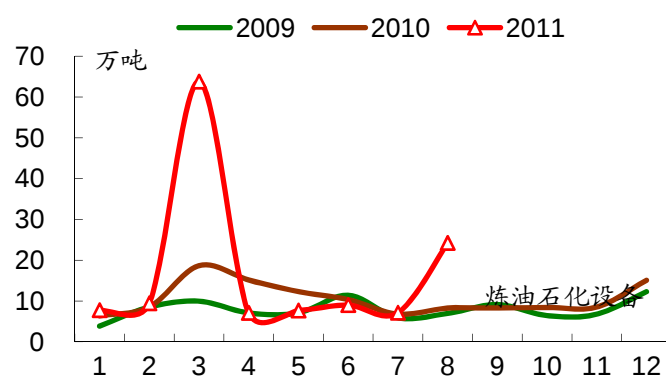
资料来源: 中经网, 招商证券研发中心

图42: 铸造机械产量变化示意图



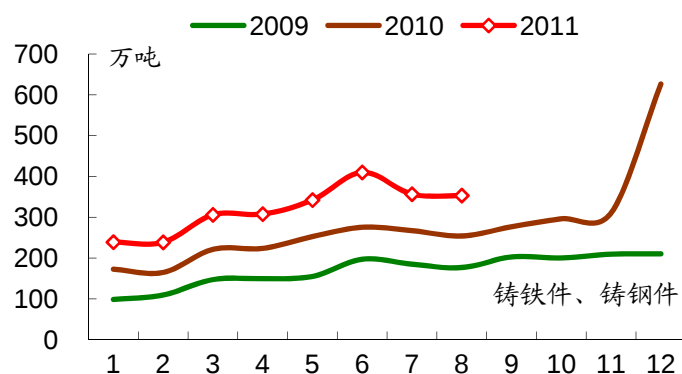
资料来源: 中经网, 招商证券研发中心

图43: 炼油石化设备产量变化示意图



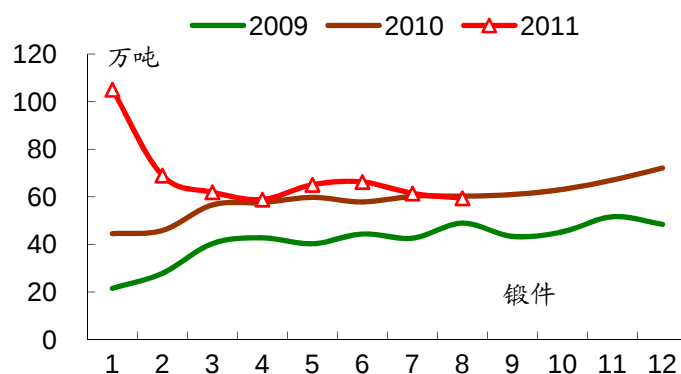
资料来源: 中经网, 招商证券研发中心

图44: 铸铁件、铸钢件月度产量变化示意图



资料来源: 中经网, 招商证券研发中心

图45: 锻件月度产量变化示意图

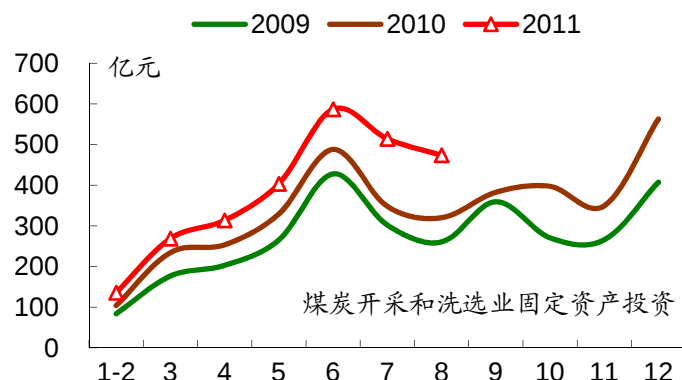


资料来源: 中经网, 招商证券研发中心

2、煤机行业

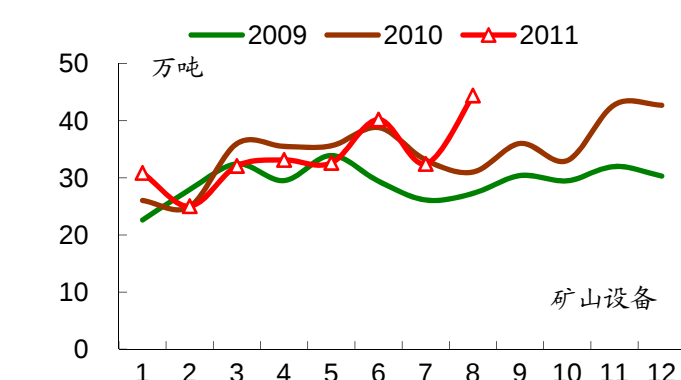
煤炭固定资产投资稳步回升, 煤机行业持续增长, 企业将出现分化。1-8月煤炭开采与洗选业完成固定资产投资 2697 亿元, 同比增长 22.60%, 增速比 1-7 月提高 0.6 个百分点。预计全年煤炭产量在 34 亿吨以上, 进口量 1.5 亿吨左右, 煤炭消费量在 35 亿吨以上。由于大秦线检修, 目前煤炭库存偏紧, 雨季过后将进入投资基建旺季和冬天供暖用电高峰, 四季度煤炭供需仍较为紧张。煤机行业今年中低端产品由于产能释放出现价格下降, 但高端产品需求上升, 龙头公司毛利率受益需求升级明显提升。煤机行业季节性特征不明显, 但通常四季度结算和交货较多, 目前上市公司订单充足, 今年业绩有保障。货币紧缩对煤炭和煤机企业影响不明显, 行业景气度未现恶化, 预期煤机行业“十二五”期间仍将保持 20%复合增速, 企业业绩出现分化, 具技术和资金优势的企业将获得行业整合机会, 建议买入股价超跌的低估值龙头企业郑煤机。

图46: 煤炭开采和洗选业固定资产投资变化示意图



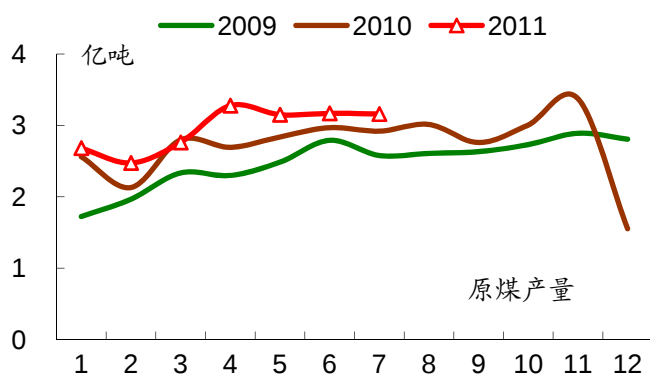
资料来源: Wind, 招商证券研发中心

图47: 矿山设备产量变化示意图



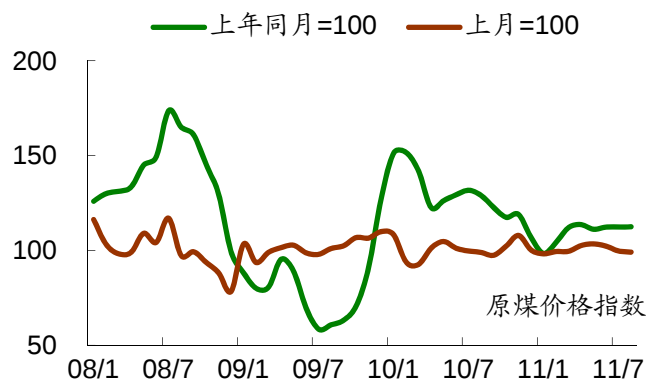
资料来源: 中经网, 招商证券研发中心

图48: 煤炭产量变化



资料来源: Wind, 招商证券研发中心

图49: 煤炭价格变化

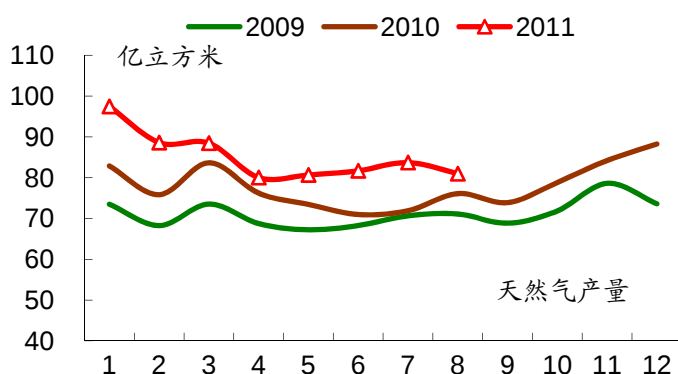


资料来源: Wind, 招商证券研发中心

3、天然气开采与应用行业

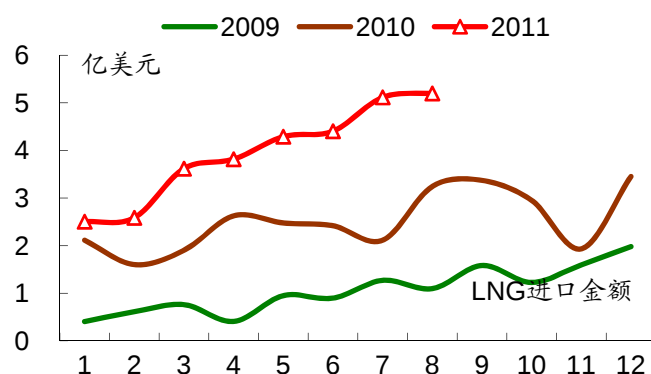
LNG 进口价格 8 月大幅上升，预期四季度将出现调整。根据海关数据，8 月我国 LNG 进口量为 105.00 万吨，同比增长 6.1%，进口单价为 495 美元/吨，比上月大幅提高 62 美元/吨，上半年 LNG 累计进口量和进口金额分别同比增长 28%和 71%。自日本核危机以来 LNG 进口价格一路走高，日本 LNG 消耗总量超过全球 30%，其需求突然上升对全球 LNG 价格影响明显。由于全球大宗商品受欧债危机影响价格大幅下挫，预期四季度 LNG 进口价格将出现调整。8 月 NYMEX 天然气收盘均价为 3.97 美元/MBTU，环比下降 10%左右，按同等发热量计算的天然气价格仅相当于原油的 23%，煤炭的 76%。

图50: 国内LNG产量变化



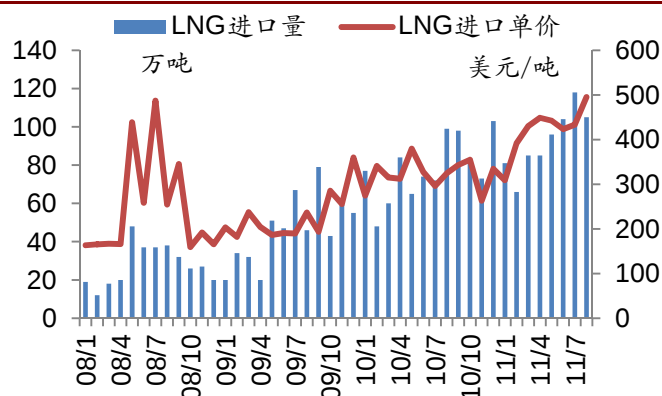
资料来源: Wind, 招商证券研发中心

图51: LNG进口金额变化



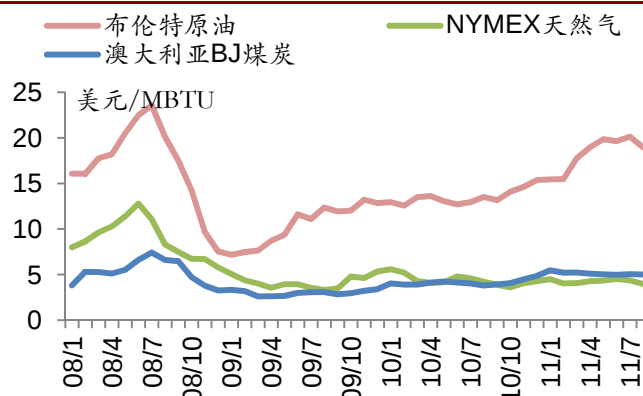
资料来源: Wind, 招商证券研发中心

图52: LNG进口数量与价格变化



资料来源: Wind, 招商证券研发中心

图53: 全球天然气、柴油价格对比



资料来源: Wind, 招商证券研发中心

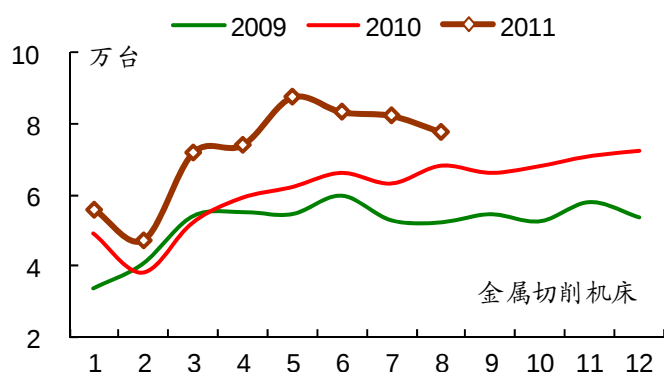
五、机床工具行业数据分析

1、机床行业增速逐步回落

8月机床行业数据开始回落,四季度订单面临考验。8月金属切削机床共生产7.8万台,同比增长14.3%,其中数控金属切削机床生产2.3万台,同比增长13.2%;8月金属成形机床共生产22987吨,与上月基本持平,同比小幅增长7.5%,其中数控成形机床累计生产1395吨,同比增长9.2%。由于机床订单周期较长,景气度滞后,我们预计,随着下游需求的回落以及去年同期基数的提高,四季度机床行业销量增速将逐步回落。

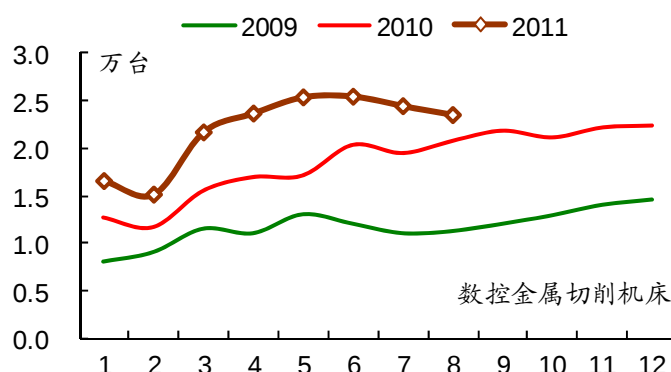
进出口方面,8月金属加工机床进口量为1.1万台,环比增长13.6%,同比增长13.0%;进口金额为13.8亿美元,同比大幅增长66.3%。1-8月累计进口8.0万台,同比增长16.6%,累计进口金额86.3亿美元,同比大幅增长53.6%。出口方面,8月金属加工机床出口72万台,同比微降2.7%,连续三个月同比负增长。8月出口金额达到2.1亿美元,同比增长28.3%。1-8月累计出口507万台,同比微增0.8%,累计出口金额15.3亿美元,同比增长31.1%。

图54: 金属切削机床产量月度变化示意图



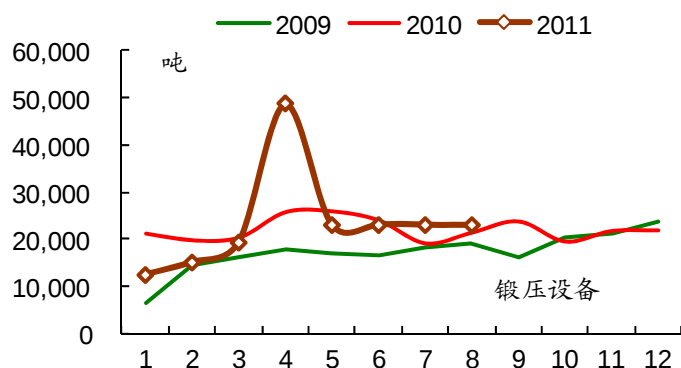
资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图55: 数控金属切削机床产量月度变化示意图



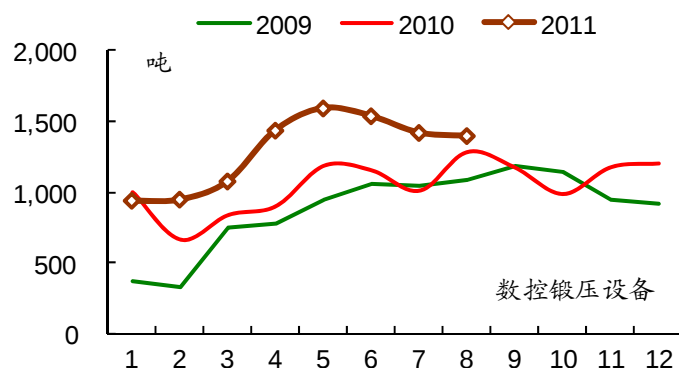
资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图56: 锻压设备产量月度变化示意图



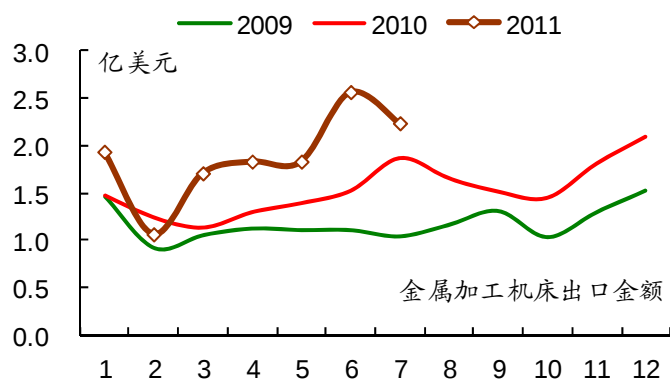
资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图57: 数控锻压设备产量月度变化示意图



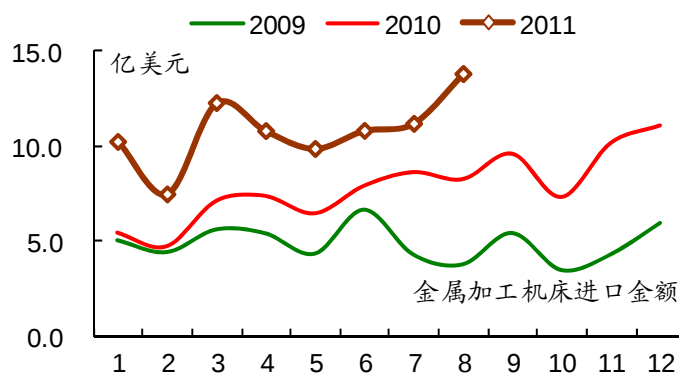
资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图58: 金属加工机床出口金额月度变化示意图(未更新)



资料来源: 海关总署, 招商证券研发中心

图59: 金属加工机床进口金额月度变化示意图



资料来源: 海关总署, 招商证券研发中心

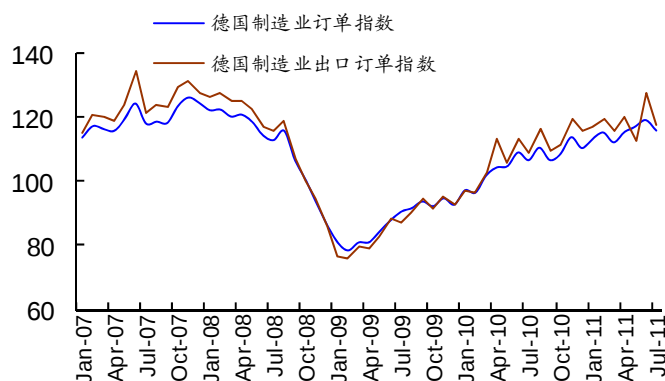
2、国外机床工具行业数据分析

(1) 德国制造业订单数据回归常态, 美国订单数据保持平稳

德国7月机械设备订单平稳增长。7月德国制造业订单指数达到115.9, 同比增8.7%。7月制造业出口订单指数达到117.9, 环比下跌7.4%, 同比上升8.3%。7月德国工厂和机械订单同比增速为9%, 其中国内订单增长20%, 而由于欧元区国家的订单出现小幅下滑, 出口订单仅增长3%。总体而言, 随着德国机械设备订单的逐步恢复, 其增速也将逐步回归常态。

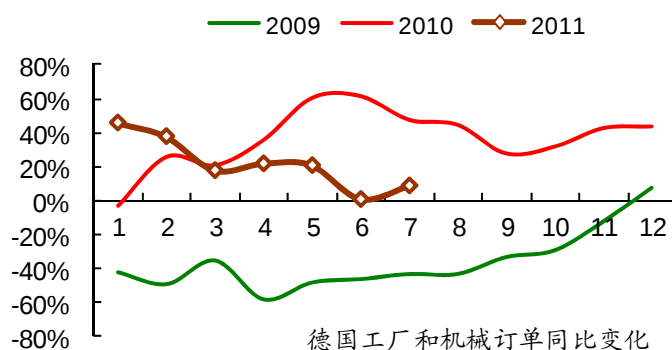
美国7月机床订单量小幅下降, 订单金额持续回升。7月美国金属加工机床订单量为2053台, 环比微降5.6%, 同比增长41.6%。其中金属切削机床订单1883台, 同比增37.2%; 7月美国金属加工机床订单金额5.1亿美元, 环比上涨7.3%, 同比增长92.7%。其中金属切削机床订单金额4.0亿美元, 同比增60.3%。1-7月美国金属加工机床累计订单金额29.8亿美元, 同比大幅增长102.9%。

图60: 德国制造业和制造业出口订单指数



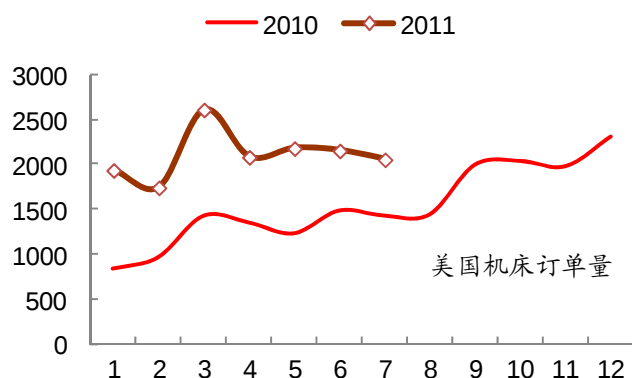
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图61: 德国工厂和机械订单同比变化



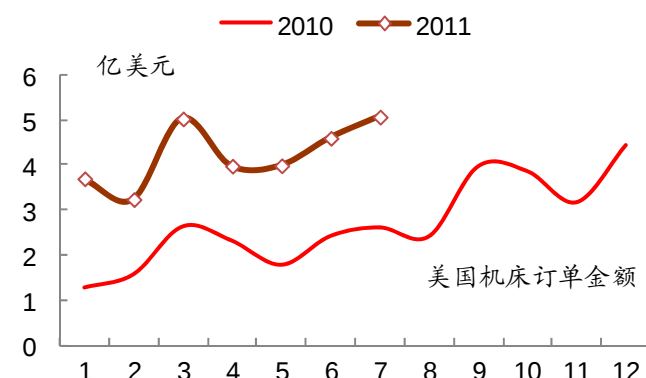
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图62: 美国机床订单量



资料来源: AMT, 招商证券研发中心

图63: 美国机床订单金额

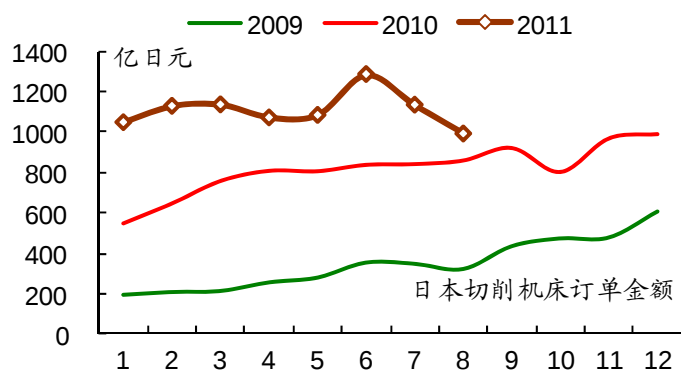


资料来源: AMT, 招商证券研发中心

(2) 日本切削机床订单数据高位回落

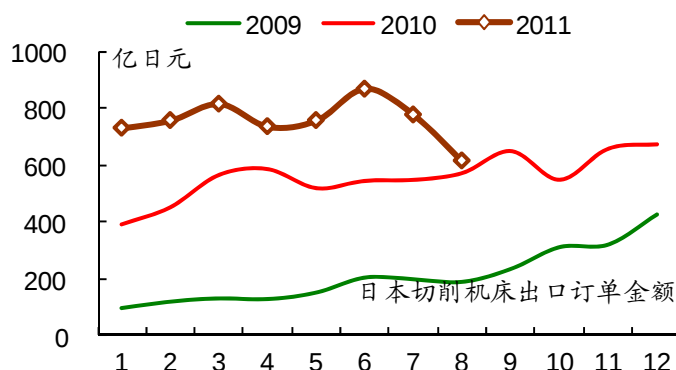
受海外市场影响, 8月日本切削机床订单数据继续回落。8月日本切削机床订单总额为989.6亿日元, 环比下跌12.6%, 同比增长15.3%。在连续7个月突破千亿日元之后, 单月订单额今年首次跌回千亿日元以下。从国内外需求来看, 受世界经济不确定因素增多, 欧美债务问题持续发展等影响, 近两个月海外机床订单明显缩水, 8月日本出口订单金额614.5亿日元, 占机床订单总额的62.1%, 环比下降20.8%, 同比微涨7.4%, 增速大幅下滑34.1个百分点, 显示出未来市场前景仍不明朗; 8月内需订单金额为375.2亿日元, 环比增长4.9%, 同比增长31.1%。由于下游的日本制造业, 如汽车和机械制造等行业受地震海啸影响相对较大, 预计未来一段时间日本国内订单难以全面恢复。

图64: 日本切削机床订单金额



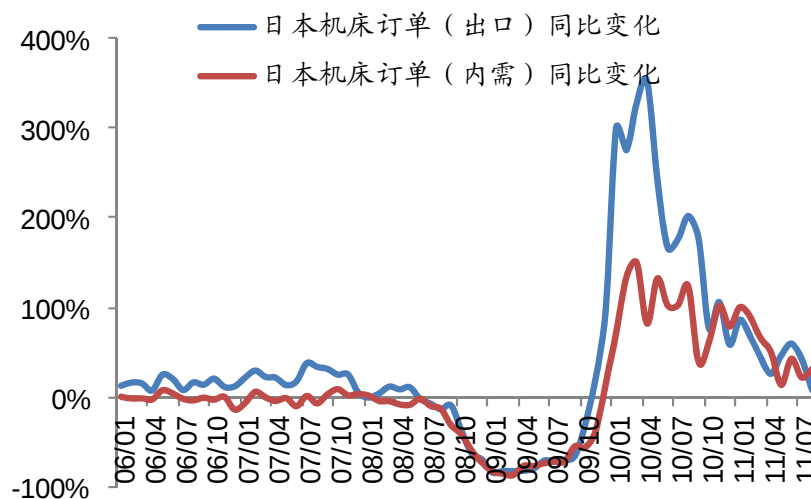
资料来源: 日本机床协会, 招商证券研发中心

图65: 日本切削机床出口订单金额



资料来源: 日本机床协会, 招商证券研发中心

图66: 日本切削机床订单增长率

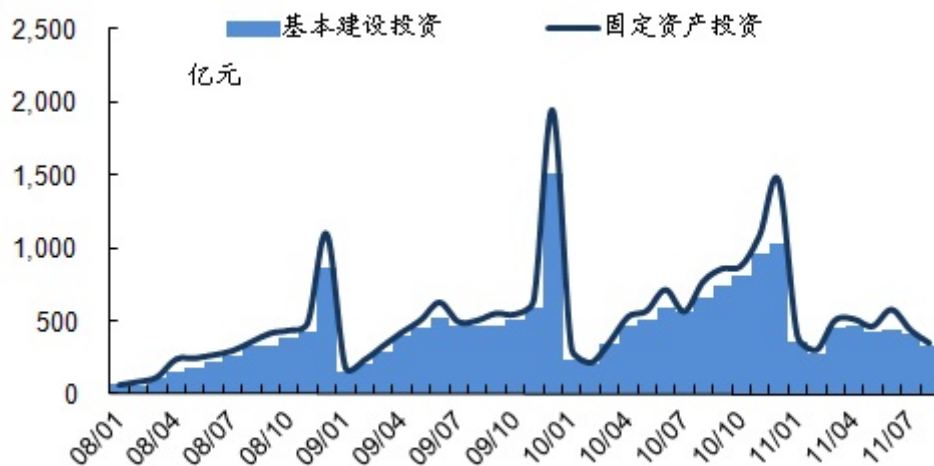


数据来源: 日本机床协会, 招商证券研发中心

六、铁路设备行业数据分析

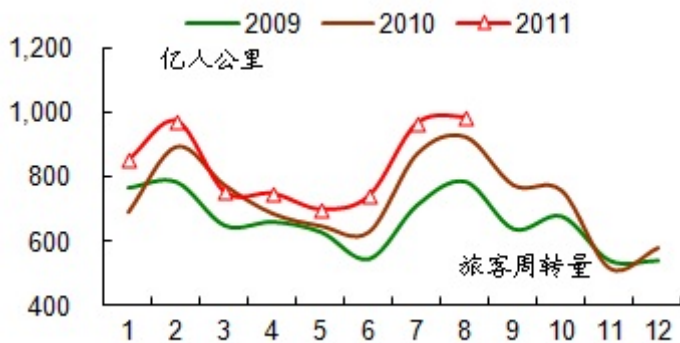
8月铁路投资同比大幅下滑，四季度投资仍难见反弹。8月我国完成铁路固定资产投资353亿,同比下降54.3%,环比下降20.3%,其中基本建设投资330亿,同比下降49.5%。1-8月我国累计完成铁路固定资产投资3577亿元,约为年度目标的50%,虽然该比例与去年同期相近,但今年以来高铁项目新开工项目仅2月底张呼客运专线,而同时现有项目投资也已放缓,加上“7.23”动车事故和年初以来偏紧的货币政策,铁道部和地方政府在融资方面都受到影响,预计四季度难有前几年的年末效应。

图67: 铁路固定资产投资变化示意图



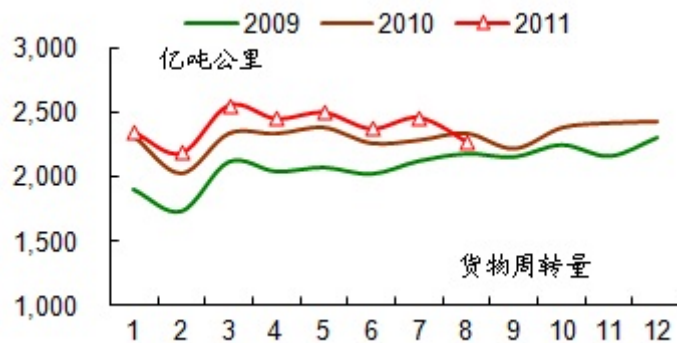
数据来源: 铁道部, 招商证券研发中心

图68: 铁路旅客周转量变化示意图



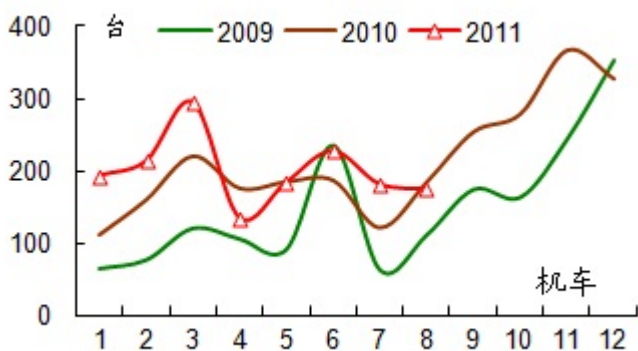
资料来源: 中经网, 招商证券研发中心

图69: 铁路货物周转量变化示意图



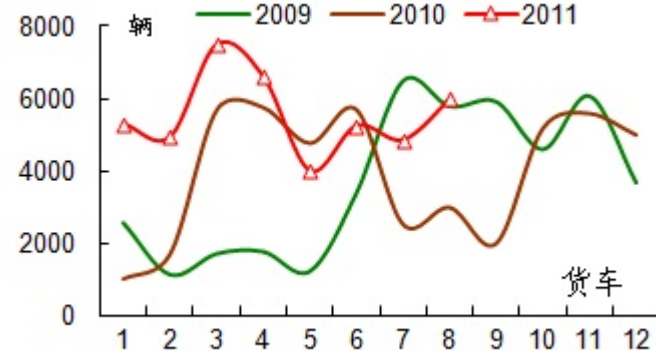
资料来源: 中经网, 招商证券研发中心

图70: 我国机车月度产量示意图



资料来源: 中经网, 招商证券研发中心

图71: 我国货车月度产量示意图



资料来源: 中经网, 招商证券研发中心

七、船舶、海洋工程及集装箱行业数据分析

1、船舶

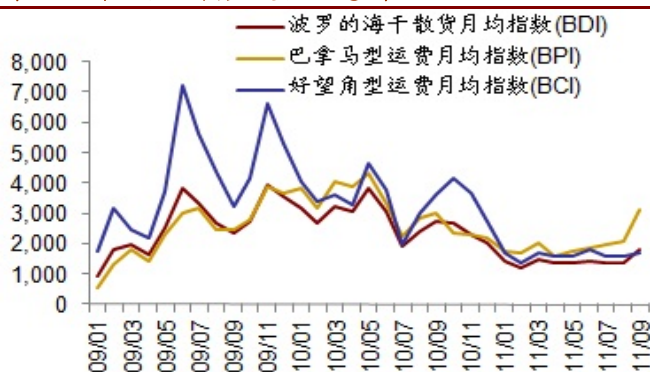
船舶市场低迷依旧。根据克拉克松统计，1-8月我国新接订单量1,937万载重吨，同比减少44%，8月底手持订单量17,673万载重吨，同比减少6.7%。8月新船价格指数报142，延续2010年以来的低位走势，但由于供需失衡，航运公司普遍经营不佳，难有大规模抄底意愿。同时出于成本考虑，船东对高附加值、大型油轮和集装箱船表现出偏爱，而韩国船厂的竞争优势也因此得到体现。总体来看，运力和订单过剩加上全球经济疲软及前景不确定性情况下的需求不足，仍是阻碍船舶市场回暖的主要障碍，在行业不景气和产能过剩的情况下，国内船舶行业将进一步出现两级分化，积极向高附加值船型转型的船企将在这一轮洗牌中胜出。

表 2：全球船队保有量和交付计划表

单位： m.Dwt	船队保有量						订单			交付计划		
	2007	2008	2009	2010	1-8月 船数	1-8吨 位	船数	载重吨	占现有 船队比	2011	2012	2013+
油轮	383	404	433	451	5604	468.1	856	97.2	20.8%	23.4	43.2	30.6
散货船	392	417	458	536	8603	580.2	2833	236.1	40.7%	72	109.8	54.3
LPG 船	12.4	13.9	14.4	14.9	1195	14.8	107	1.39	9.4%	0.33	0.47	0.59
LNG 船	17.7	22.4	26.1	28.3	364	28.5	58	4.7	16.5%	0.50	0.30	3.90
集装箱船	144.6	161.3	169	183.7	5066	193.7	668	53.0	27.4%	6.6	18.1	28.3

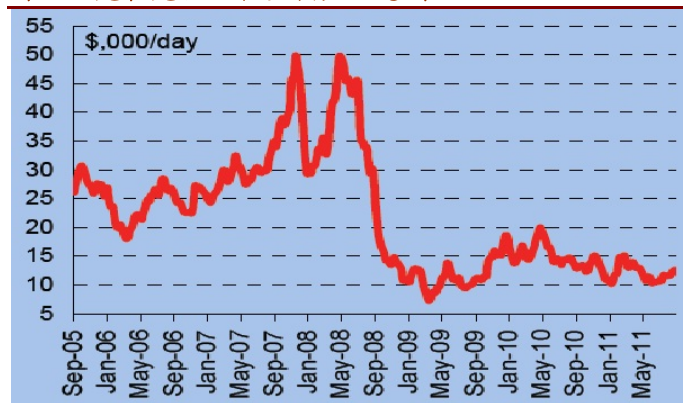
资料来源：克拉克松，招商证券研发中心

图72：国际航运指数变化示意图



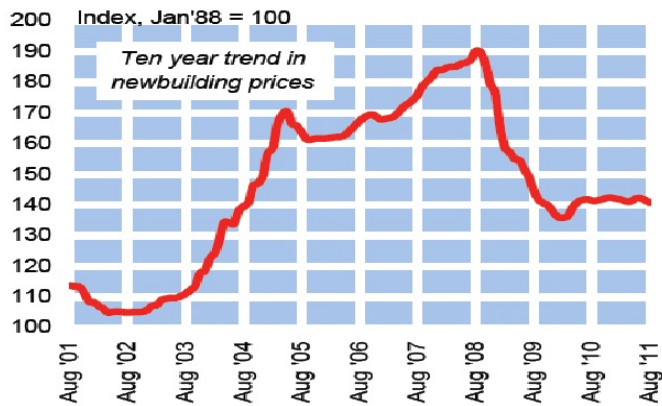
资料来源：Wind，招商证券研发中心

图73：克拉克松日租金指数示意图



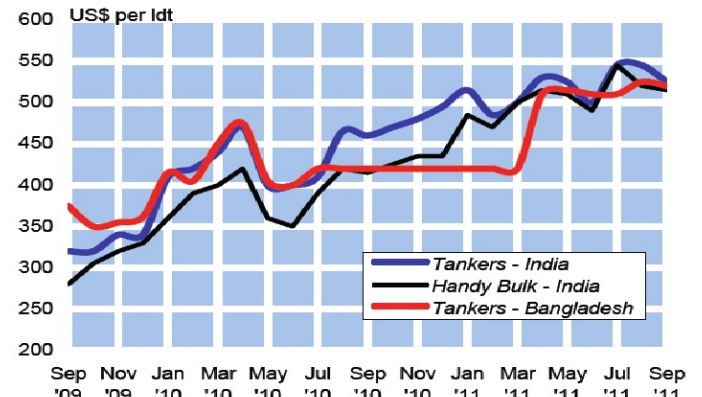
资料来源：克拉克松，招商证券研发中心

图74: 克拉克松新船价格指数



资料来源: 克拉克松, 招商证券研发中心

图75: 克拉克松拆船价格趋势



资料来源: 克拉克松, 招商证券研发中心

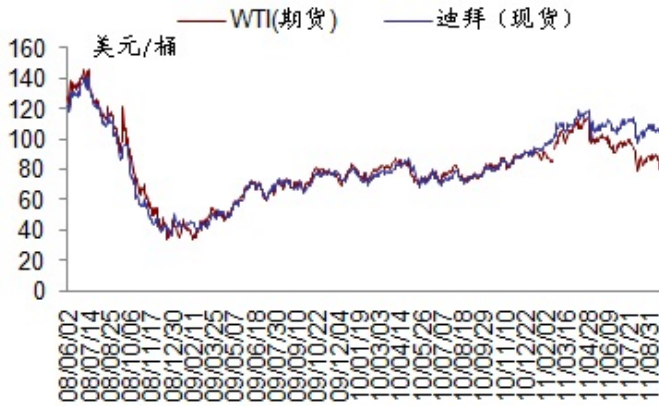
2、海洋工程

8月全球海上活动钻机数继续回升。对经济前景的担忧使国际油价出现较大回落,但仍位于海洋石油开采成本线之上。8月全球活动钻机数(不包括中国陆上、美国和俄罗斯的数据)为1183个,较上月增加33个,海上活动钻机数较上月增加11个到318个,创年内新高。美国海上活动钻机数减少1个到33个。

8月钻井平台利用率维持稳定。8月份主要平台利用率钻井船为78.8%,半潜式为86.9%,自升式为79.7%,基本维持稳定。全球2001-5000ft半潜式钻井平台费率指数有所回升,但利用率仍有下降,利用率不足和预期第四季度需求疲软将对未来的租金构成双重不利因素;5000ft以上浮式平台利用率接近100%,显示对深海设备需求较为旺盛,费率指数企稳回升。

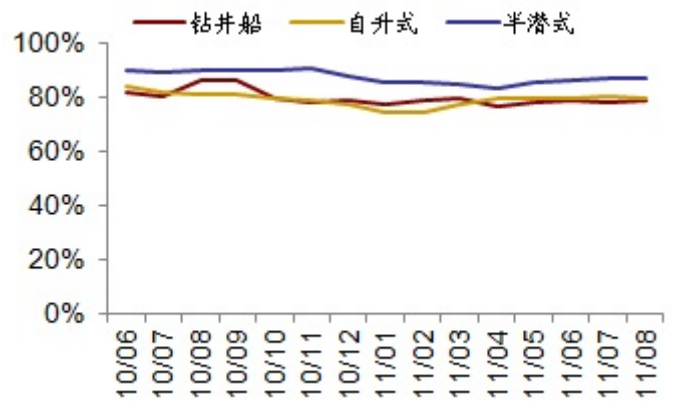
四季度海工“十二五”规划出台或是催化剂。《“十二五”期间海洋工程装备发展规划》预期将在10月份出台,预计“十二五”我国海洋工程投入将达2500~3000亿元,远超“十一五”的1200亿元。目前我国在自升式、半潜式钻井平台建造领域已经积累了较多经验,承建平台性能也已接近和达到国际水平,代表船企有中集来福士、中远船务等,但在钻井船、FPSO和LNG-FPSO等领域韩国船企仍占据绝对优势,不过国内的一些船企业也已经进入涉足钻井船、FPSO等建造领域,规划的出台将推动我国海工产业链上各产业的快速发展。

图76: 国际原油期现货价格走势



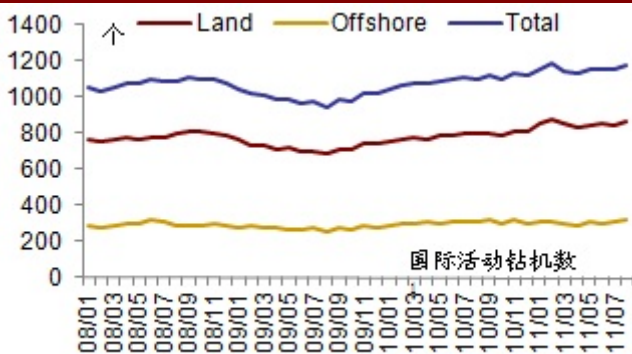
资料来源: Wind, 招商证券研发中心

图77: 主要钻井平台(船)利用率情况



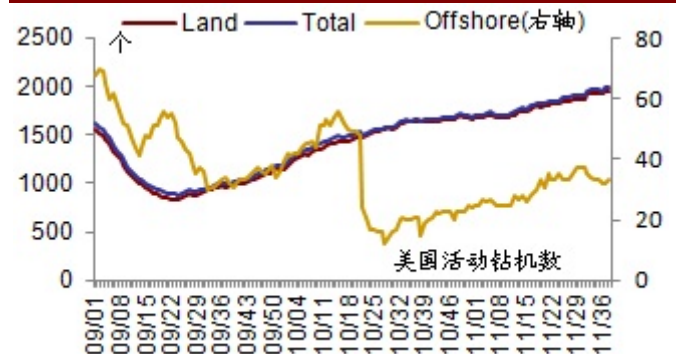
资料来源: Rigzone, 招商证券研发中心

图78: 国际活动钻机数月变化示意图



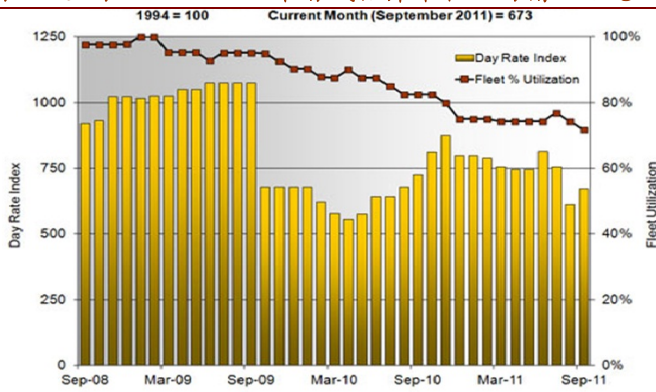
资料来源: Baker, 招商证券研发中心
注: 不包括中国陆上、美国和俄罗斯的数据

图79: 美国活动钻机数周变化示意图



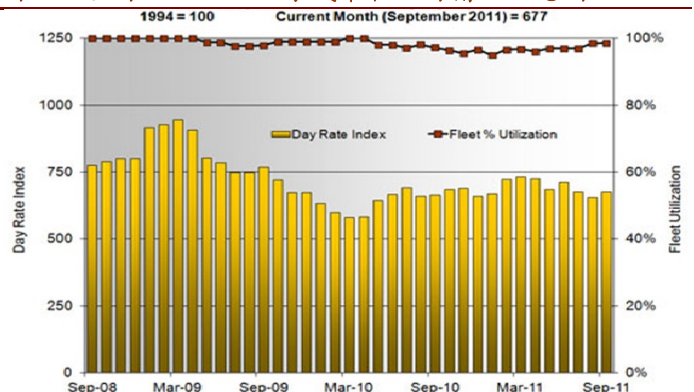
资料来源: Baker, 招商证券研发中心

图80: 全球2001-5000ft半潜式钻井平台运行情况示意图



资料来源: ODS, 招商证券研发中心

图81: 全球5000ft以上浮式平台运行情况示意图



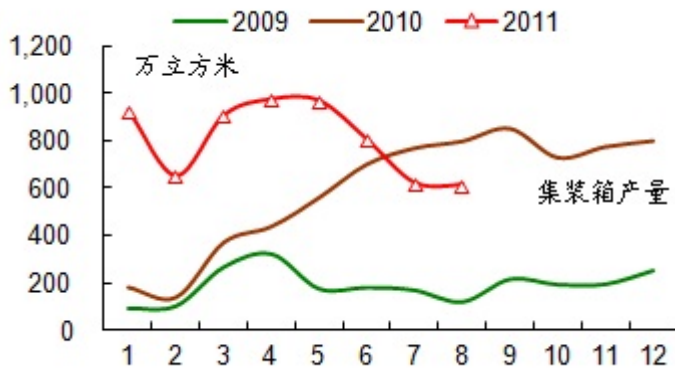
资料来源: ODS, 招商证券研发中心

3、集装箱

8月集装箱出口量跌价升,四季度预计需求将明显回落。8月份集装箱出口28万TEU,环比下降9.7%,出口金额10.1亿美元,同比增长20.1%,同比增幅连续5个月下降,出口均价3620美元/个,环比回升11.7%。集装箱行业上半年受新增运力较多,钢价上涨客户提前备箱等因素的影响需求旺盛,但下半年开始受全球债务危机和人民币升值的影响,同时集运市场旺季不旺和运力结构性过剩,预期四季度集装箱需求将明显回落。

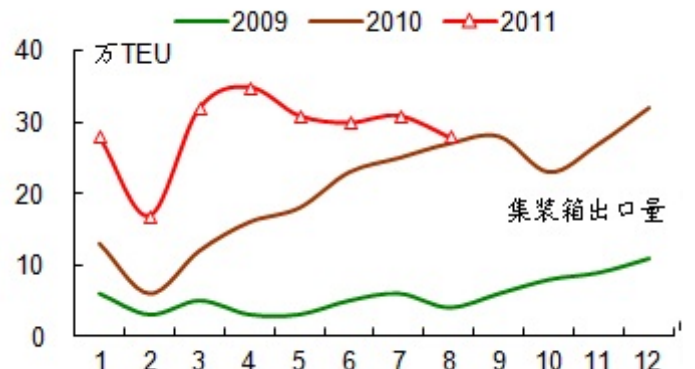
集装箱受国际经济形势波动和原材料价格波动最大，三、四季度业绩将逐季走低，提示风险。

图82: 近三年集装箱产量变化示意图



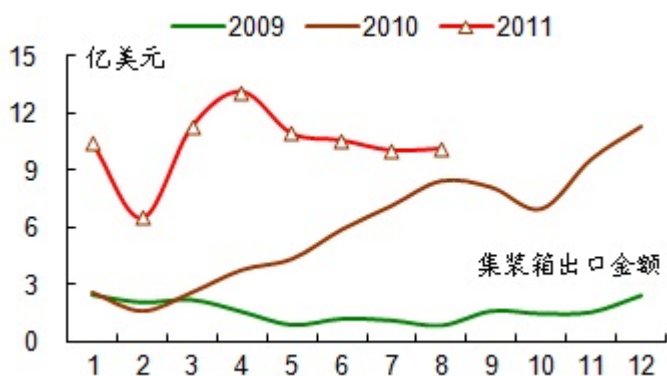
资料来源：中经网，招商证券研发中心

图83: 近三年集装箱出口量变化示意图



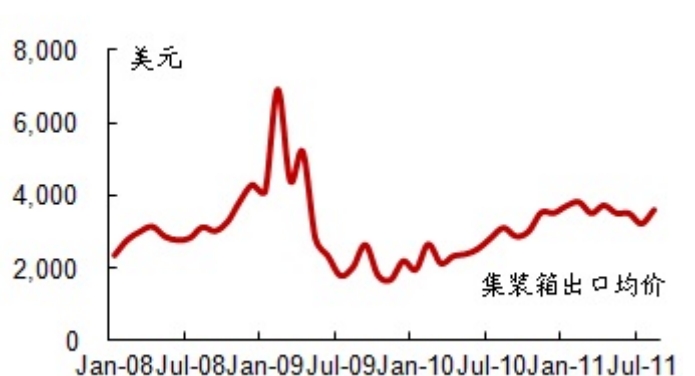
资料来源：中经网，招商证券研发中心

图84: 近三年集装箱出口金额变化示意图



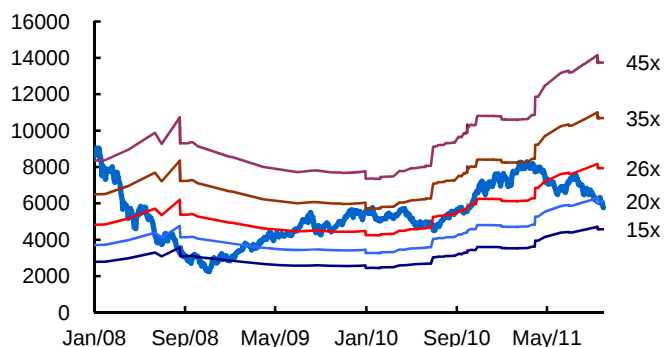
资料来源：中经网，招商证券研发中心

图85: 集装箱出口均价示意图



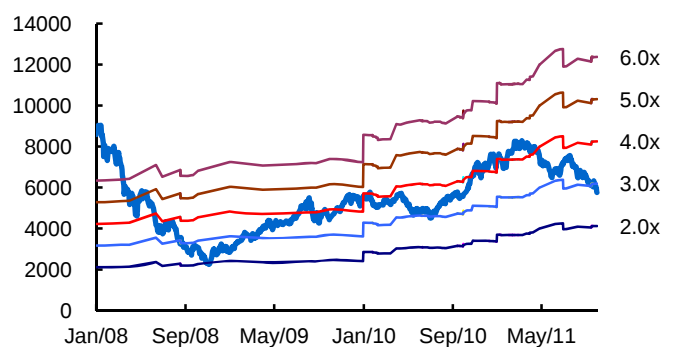
资料来源：中经网，招商证券研发中心

图 86: 机械行业历史PEBand



说明：1、资料来源于招商证券研发中心、港澳资讯；
2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数；
3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和；
4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

图 87: 机械行业历史PBBand



参考报告:

过去五年的机械行业报告准确地判断了行业的发展趋势，具有前瞻性。

1、《重工业化及产业结构升级打造中国装备制造业—机械行业 2007 年投资策略》2006.12.15

本报告从全球工业化进程的角度分析中国装备制造业未来的发展趋势，并更注重国际比较，深度挖掘成长中的中国装备制造业上市公司的投资机会。

2、《寻求国际定价，化解成本压力—机械行业 2008 年度策略报告》2008.1.3

本报告从产品价格、盈利能力、成本压力、内外需求的变化四个方面分析，指出了 2008 年制造业的困惑。

3、《钢价暴涨将影响机械行业盈利水平》2008.2.27

本报告预见性地提出了钢材价格上涨将影响行业盈利水平并抑制需求，在行业内率先下调机械行业评级至“中性”。

4、《机械行业 2009 年度投资策略—危机中孕育的国家优势》2008.12.15

报告引用了迈克尔·波特国家竞争优势理论中的“钻石体系”，从“政府”和“机会”两个方面分析 2009 年机械行业的投资机会。在经历了过去两年人民币升值、原材料价格暴涨的洗礼后，中国装备制造业将面临国内乃至全球产业整合的机遇，中国政府实施扩张的财政政策将缓解经济衰退对装备制造业的冲击。

5、《工程机械行业点评—扩张性财政政策下的局部复苏》2009.2.16

虽然中国工程机械行业高速增长时代或将结束，但是扩张性财政政策下，行业将会出现局部复苏，投资策略上我们认为未来 6 个月，行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数行业，上调工程机械（机械子行业之一）评级至“推荐”。

6、《三一重工（600031）—品质改变世界 创新铸就成功》2009.2.27

我们在 2008 年《机械行业 2009 年度投资策略—危机中孕育的国家优势》报告中，上调了三一重工的投资评级至“强烈推荐-A”，此深度报告从研发能力、激励机制、服务网络、扩张模式等几个方面来分析三一重工的长期竞争优势，并针对市场分歧阐述我们对其长期价值的认识。

7、《机械行业 2010 年度投资策略—政府投资见效 优势企业胜出》2009.12.6

报告以历史的眼光和全球化的视角，分析和预测了行业的发展趋势。我们认为 2010 年政府投资对设备的需求拉动效应将扩大，铁路设备行业最为受益；房地产和制造业固定资产投资将大幅反弹；国际市场需求正在回升，优势企业将在竞争中胜出。

8、《中集集团（000039）—万事俱备只欠东风》2010.1.8

本文对中集集团集装箱业务成长和多元化战略做了回顾，作为多元化战略的第二步，公司重拳出击能源化工装备业，完善产业布局。万事俱备只欠东风，预期 2010 年全球经济复苏、收购兼并整合和股权激励将拉开股价上涨序幕。

9、《机械行业 2010 年中期策略报告-经济转型离不开装备制造业》2010.6.11

本文主要针对几个焦点问题展开：经济结构调整是否意味着机械行业景气度高点出现；劳动力成本提升对机械行业的影响；具有周期性特点的机械行业估值安全边际在哪里？报告提出股价已经对经济增速放缓做出反映，价值股已明显被低估，机械行业股价受经济周期和政策周期双重作用，并不能简单由 M2 或投资增速之类的宏观指标来预测股价趋势。

10、《江苏神通（002438）—受益经济转型，核电阀门先锋（节能环保主题研究之三）》2010.6.23

报告分析工业特种阀门行业是理想的利基行业，中小企业隐形冠军优势明显。我们认为江苏神通首先实现了核电蝶阀、球阀完全国产化并占有 100% 的市场，是该领域的绝对冠军，而且公司能够参与业主单位合作研发，有利于保持领先优势。核电设备国产化离不开专业领域领先企业的参与，而江苏神通是其中的佼佼者。

11、《陕鼓动力（601369）—模式创新挑战传统估值（制造业模式转型研究之一）》2010.7.13

关于陕鼓动力的市场分歧在于：冶金化工设备能否给予高估值？我们认为透平机械需求的增长并不仅仅来自于冶金或化工行业产能的扩张，还来自于工业技术发展和对效率和节能要求的不断提高。商业模式创新改变制造型企业增长方式，加上收购兼并预期，公司有望挑战传统估值。

12、《杭氧股份（002430）—空分设备龙头迈进工业气体时代（制造业模式转型研究之二）》2010.7.13

本报告通过深入分析国际工业气体巨头业务架构与商业模式，创新性提出评价工业气体供气企业的“3C”标准-即 Cost(成本)、Capex(资本支出)和 Cash(现金流)。并通过纵向分析公司从制造业向供气服务的模式转变和横向比较公司和竞争对手的优势劣势，描绘出公司未来发展路径。

13、《中集集团（000039）—海洋工程业务蓄势待发》2010.10.8

2009 年中集集装箱业务景气度跌至冰点，但并没有停止扩张的脚步，实现控股来福士对公司进军海洋工程意义重大。我们认为中集集团新业务蓄势待发，传统业务稳步复苏，估值仍有提升的空间，本报告基本维持原业绩预测及强烈推荐评级。

14、《三一重工（600031）—战略全球化 估值国际化》2011.3.12

本篇报告发在三一重工千亿市值之后，重点讨论公司战略、成长性与国际化。历史上工程机械一直被当成强周期性行业，估值一直很低。高成长的三一是中国高端装备制造的代表，发行 H 股能否给予公司一次重新定价的机会，拭目以待。

15、《富瑞特装（300228）—深耕全产业链，掘金 LNG 应用》2011.5.30

自上而下的分析逻辑：中国 LNG 投资热潮到来，中国十二五期间大力投资 LNG 接收站和液化工厂，LNG 供应能力将增长 4 倍至 4700 万吨。LNG 替代柴油车有着无可比拟的经济优势和环保效益，解决了 CNG 汽车续驶行程短、加气站布点难的问题，为 LNG 汽车在公交系统外大规模推广提供了可能。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

刘荣，机械行业首席分析师，招商证券研发中心研究董事，曾获《新财富》机械行业最佳分析师 2009、2010 年第一名，2007 年第二名，2008 年第五名。曾获 2009、2010 年水晶球卖方最佳分析师机械行业第一名。

蔡宇滨，清华大学与德国亚琛工业大学联合培养管理工程专业硕士、清华大学机械工程专业学士，2009 年加盟招商证券。

刘杰，机械专业工学学士，经济学硕士，2011 年 3 月加盟招商证券。

管孟，北京大学和香港大学管理学和金融学双硕士、清华大学水利水电工程专业学士，2011 年 7 月加盟招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。