



维持评级

行业动态分析/证券研究报告

装备制造

行业需求底部徘徊，期待政策微调

工程机械草根调研纪要

报告关键点：

- 此次调研走访了江苏、安徽、湖北、四川等省，整体把握了东中西部市场需求
- 下游项目开工量不足，客户逾期率、拖机率提升，经销商现金流趋紧
- 下游客户设备租赁经营处于盈亏平衡点，销售回款压力增大

报告摘要：

- 一、一季度挖掘机行业销售并不乐观，1月销售已发布，从各省统计数据来看，同比下降53%，从展会预收订单量来看，预计2、3月需求较为疲弱，经销商大多预期二季度后会有一定的好转，主要对信贷及各项政策放松预期向好。预计挖掘机全年销售在±5%，有较为乐观的看法预期有10%左右的增长。
- 二、项目资金不到位导致开工量大幅下降。东部的项目开工量最差，中西部项目开工情况稍微好于东部。据某代理商销售人员的市场调研，目前有50%左右的公司都还处于假期停工状态，常州苏州一带的混凝土搅拌站仍在关门休假，而去年春节后初五已经开始上班，而今年推迟到十五以后才开始复工；湖北中部省份由于规划水利项目比较多，而项目资金到位情况较好（目前有50%资金到位），所以工程机械需求环比有一定好转，但同比仍大幅下降；四川项目开工不如去年，但规划项目量较多。
- 三、挖掘机需求结构，小挖、大挖需求相对较好，中挖需求较差。主要是因为目前项目以水利、农村及城区改造为主，大型矿山开采也有一定的项目增量，而与中挖需求直接相关的房地产、铁路等基建项目开工不足，导致中挖需求相对较弱，这将是今年销售结构的一大特点。
- 四、信贷紧张，设备销售回款压力加大，逾期率普遍上升。由于政府去年4、5月收紧信贷及宏观调控，下游的资金紧张往往滞后两个月，到7、8月终端销售回款出现紧张，设备销售逾期率逐步上升，一直到年底逾期率仍然比较高，目前逾期率在20-25%的水平，代理商存在为客户垫资现象。2012年1月行业销售同比大幅下降60%左右，部分与春节和天气因素有关，更多的由于去年许多工程款拖欠期较长，很多用户对今年没有预期，多数处于观望期。
- 五、挖掘机销售持续低迷，国产替代外资品牌的趋势在延续。此次调研过程中，我们普遍感觉到外资品牌多数不看好今年市场需求好转，从元旦后部分已经举办的展会接单量判断，同比去年下降30-50%，部分经销商主动下调今年的销售指标，降幅10%左右；而国产品牌经销商及厂商今年所定目标仍保持较高增速。相对于其市场占有率，外资品牌更看重盈利及业绩的增长。
- 六、设备出租方目前设备出租处于盈亏平衡境况，保持正的现金流难度加大。不同区域设备租赁的价格不同，以20-25T的挖掘机出租为例，每小时租赁费（包含油费、人工工资及维修保养费）安徽为260-280元，武汉为260-280元左右，成都为300元左右，扣除燃油费、驾驶员工资及维修保养等费用，客户设备租赁费只能偿还每月按揭款或租金款。
- 七、设备回收期拉长，回款风险加大。目前，设备的回收期在3-4年，而2000年前后只有半年到一年时间。而且厂商的信用销售期限达到3-4年时间，客户设备回本期在3、4年，客户设备经营处于盈亏平衡点上，信用期拉长导致回款风险加大。
- 八、经销商的库存压力大，经营现金流承压。由于今年需求不佳，为完成全年销售指标，多数代理商采取买断方式，因此目前库存尚有2.5-3个月，个别严重的库存则有4-5个月。元旦过后部分代理商为了回笼资金，采取多支付现金抵总价款的方式加大降价回款。
- 九、维持行业“同步大市-A”评级。总体判断，目前资金紧张，下游项目开工不足是影响行业销售的关键因素，在现有政策调控主基调下，预计2月、3月挖掘机销售仍不容乐观。信贷放松预期支撑板块经历大幅反弹，未来静待政策预期落实及项目资金到位拉动行业需求好转，我们对2012年的工程机械行业“谨慎乐观”，挖掘机行业增长在±5%之内，我们维持行业“同步大市-A”评级。

装备制造 领先大市-B

工程机械

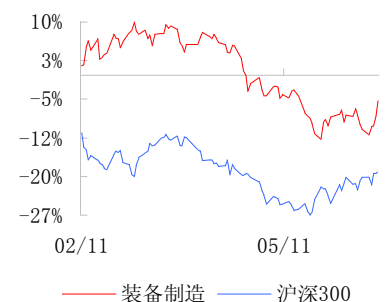
同步大市-A

报告日期

2012-02-13

首选股票	目标价	评级
000157 中联重科	13.0	买入-A
600031 三一重工	17.42	买入-B
000528 柳工	21.6	买入-A

12个月行业表现



王书伟

021-68763578
执业证书编号

张仲杰

021-68767839
执业证书编号

行业分析师

wangsw@essence.com.cn
S1450511090004

高级行业分析师

zhangzj@essence.com.cn
S1450511020002

前期研究成果

装备制造：行业预期改善，反弹在即，把握配置节奏

2012-01-19

装备制造：投资回归正常，车辆需求稳定增长

2012-01-12

装备制造：四大板块引领反弹，大小盘股依次展开

2012-01-11

目录

1. 前言	3
2. 工程机械行业产业链分析.....	3
3. 项目资金不到位导致开工不足，东中西部同比均现不同下降.....	3
4. 经销商库存压力较大，外资品牌优于国产品牌.....	4
5. 展会促销预收订单量同比下降，预示着 2、3 月需求难言乐观.....	4
6. 经销商营销策略多元化，经营现金流趋紧.....	4
7. 终端用户设备租赁经营处于盈亏平衡.....	6
8. 2012 年工程机械行业“谨慎乐观”	6
8.1. 行业终端需求不乐观，短期难有转好迹象.....	6
8.2. 维持工程机械“同步大市-A”评级.....	7

1. 前言

从工程机械产业链角度来看，经销商（代理商）是连接整机制造、销售、服务与最终用户的纽带和桥梁，在行业整个产业链中起着非常重要的作用，对经销商的深入调研对于预判工程机械行业下游终端需求现状、未来展望具有真实性、及时性，因此我们组织此次针对经销商的草根调研，我们陆续走访了江苏、安徽、湖北、四川等省的内外资品牌的部分经销商，就春节后行业需求订单、各地项目开工、流通环节库存、经销商营销策略、终端用户设备租赁盈利情况及对未来需求的预期展望等角度广泛沟通交流，现将交流纪要整理归纳如下。

2. 工程机械行业产业链分析

- 近年来，工程机械快速发展，行业产能急剧释放，尤其挖掘机产能近几年几乎翻番。未来行业竞争加剧，来自于市场需求规模扩张的动力势必将减弱，行业增速将逐步回归正常平稳水平。
- 为了扩大各自的市场份额，整机厂越来越重视产品营销服务网络体系的建设，从价值链上由装配制造环节向融资租赁、再制造、配件供应、维修、二手设备销售和物流等售后服务领域转移。
- 目前，整机厂对经销商的考核涉及市场占有率、销售服务、硬件建设、网店布局、销售回款等一系列指标体系，其中最重要的是占有率、销售量增加及回款管理等。目前阶段，经销商处于相对被动地位，只能接受整机厂的考核压力，因此纷纷采取多种促销营销手段来扩大销量和市场份额。

3. 项目资金不到位导致开工不足，东中西部同比均现不同下降

- 目前各地资金仍很紧张，项目规划资金不到位直接影响规划新上项目开工延后、在建项目停工，东部、中西部地区项目开工量同比去年均有不同程度的下降。江苏省常州市周边地区 2 月 6 日仍有多个工地没有复工，60%左右的项目人员仍在假期中，部分混凝土搅拌站仍处于停工状态，往年春节后已上班 4、5 天。
- 湖北省为代表的中部地区项目开工量好于东部，但同比仍有一定下降。湖北省等中部地区中央给予优越的政策支持，规划储备项目较为充足，主要项目集中在水利、公路、铁路、城区改造等，省规划续建 34 条共 2250 公里高速公路，确保汉宜铁路、石武客专和武黄、武咸城际铁路按期建成通车。十二五期间水利投资规划 55 亿元，目前今年规划资金由 50%已到位，政府支持力度较大，开展了“万名干部进万村挖万塘”活动。但公路、铁路等基建项目及城区改造市政工程项目由于资金不到位仍处于停工状态，武汉天河机场第三航站楼建设规划去年初开工但一直拖至今日仍未开工。
- 四川省截止 2011 年 9 月底，纳入国家规划的灾后恢复重建项目完工 98.68%，103 个一般受灾县重建项目基本完成，未来对工程机械的需求增速逐步回落。2012 年全面启动天府新区建设，重点建设 19 个在建铁路项目、39 个高速公路项目，40 个在建大中型水利工程建设、新建 12 个大中型水利工程等项目。目前来看，铁路资金状况比公路要好，由于部分铁路土建工程临近完工，后期施工对挖掘机需求不高。农田水利项目是今年的需求重点，资金也相对有保证。
- **挖掘机需求结构，小挖、大挖需求相对较好，中挖较为低迷。**从各地项目类型来看，2012 年重点集中于水利项目，中西部铁路在建重大项目也有望保证，但由于国家的房地产调控影响房地产投资及项目开工，因此从挖掘机的需求结构来看，15T 以下的小挖、30T 以上的大挖需求较高，而与房地产、基建项目关联性较大的中挖需求相对疲软。大挖一般应用于矿山开采领域受宏观政策影响较小。

4. 经销商库存压力较大，外资品牌优于国产品牌

- 随着行业产能释放，国产品牌厂商为了抢占市场份额及调动代理商的积极性，有意识的向经销商压货，要求代理商实行买断策略。2011 年底为了完成全年的销售任务，收到整机厂的返利，经销商多数进行被动买断的方式，加之客户恶意逾期造成的拖机率上升，导致流通环节库存量较大。截至目前，多数经销商库存需 2.5 个月-3 个月的消化，个别经销商的库存需要 3-4 个月消化。四川某品牌经销商年前库存 60-70 台，节后主动备货 100 台左右，相当于 2 个月的销量。
- 外资品牌的经销商库存压力较小，外资厂商一般采取低库存甚至零库存政策，经销商处的库存挖机在 3-6 个月的期限内属于厂商的库存。某外资品牌经销商处停放着约 45 台挖机，相当于 1 个月的销量，基本属于合理水平。某外资品牌武汉经销商 2011 年底库存基本清零，目前库存在 1 个月的销量正常水平上，而同地域的国产品牌库存在 3 个月左右。
- 某外资品牌经销商 2011 年销售指标为 4000 台左右，实际完成不足 3000 台，2012 年销售指标降为 3000 台，同比下降 25%左右。某省国产品牌经销商 2009 年销售 390 台，11 年销售 500 台，12 年指标定为 1000 台，相关负责人表示完成有难度，但他们有充足的信心。
- 总体而言，国产品牌经销商库存压力远大于外资品牌，外资经销商及厂商预判及适应市场需求的变化，主动采取收缩对策，避免了库存压货量大的情况。

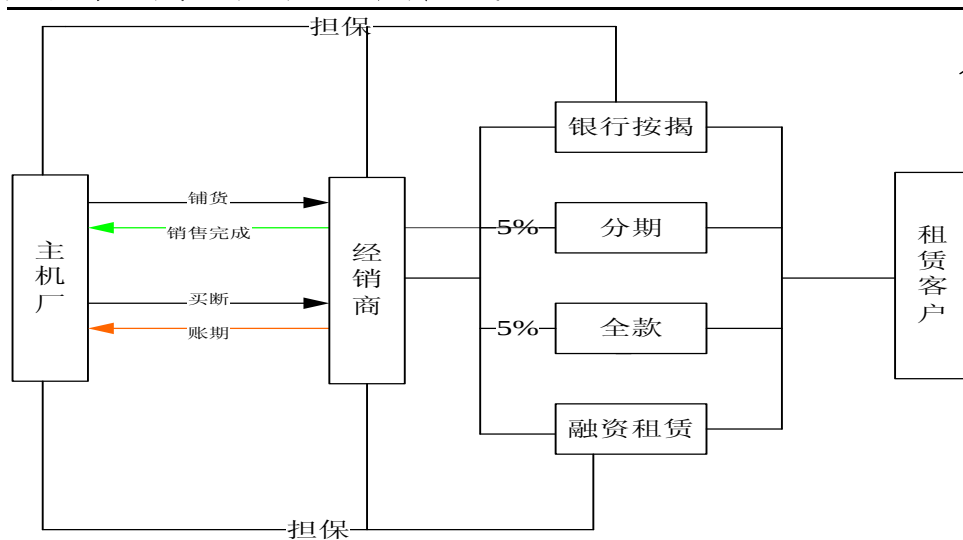
5. 展会促销预收订单量同比下降，预示着 2、3 月需求难言乐观

- 元旦过后为了回笼资金，降低被动买断带来的较大库存，部分经销商采取了支付现金抵扣总价款的方式进行促销，多支付 1 万抵扣 2 万，多支付 5 万抵扣 10 万，刺激了部分潜在客户的购机需求。
- 为了降低库存、回笼资金，各地经销商也举办了几场展会促销。从展会所获得订单量来看，同比去年下降明显。安徽某外资品牌代理商下属 4 家分公司展会订单总计为 270 台左右，同比去年下降 30%左右。四川某经销商节后初十举办规模 300 人的展会，最终参加人数仅有 100 多人，收获订单 3、4 台，去年 2 月中旬展会收到 20、30 个订单，同比去年同期差很多。湖北武汉的一些经销商展会促销效果并不理想。
- 由于去年各地展会促销及各种降低首付、送配件等方式的促销方式，下游客户及经销商似乎兴趣不大，下游项目开工量不足，客户无工程可做是主要原因，另外频率高也使得促销的边际效应减少。对于经销商而言，费用过高、效果不佳也降低了其促销的积极性。
- 从目前新增订单的客户结构来看，外资及部分国产品牌展会订单三分之二是来自于原有客户出于设备更新及扩大规模的订单，新进入者的订单较少。四川某经销商目前 80%的订单来自于老客户的更新需求及规模扩大。湖北某经销商举办 300 多人的展会收获订单 60 台左右，但以新客户的购机订单占比较大。新入行的客户相对风险较大，需要控制相关坏账风险。
- 整体而言，从部分经销商的展会促销的订单情况而言，未来 2 个月行业销售仍不容乐观。由于目前经济形势不好，去年设备租赁款难以回收，下游客户多数信心不足，处于观望中。
- 从经销商的发货量来看，四川某外资品牌经销商目前销售只有 30 台左右，而去年同期已经发货 100 台，另一家国产品牌经销商预计 2 月发货量也就 50 台（去年 2 月销售 150 台）。某国产品牌经销商乐观预计四川 2 月挖掘机销售 700 台，有可能仅为 500 台，去年 2 月销售 1200 多台，下降幅度较大。

6. 经销商营销策略多元化，经营现金流趋紧

- 目前行业的销售方式包括银行按揭、融资租赁、分期付款和全款支付，其中，银行按揭、融资租赁、分期付款成为信用销售，是行业主要的销售模式，全款支付的比例较低，一般在 5%以内。

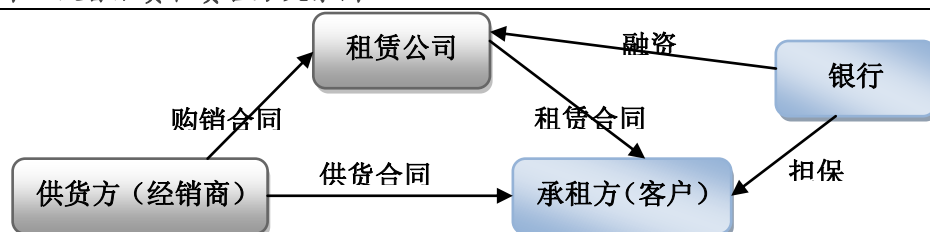
图 1 厂商经销商间的关系及各种销售方式



数据来源：安信证券研究中心

- 银行按揭首付比例一般不低于 20%，由于受到银行信用记录的制约，这种方式的回款压力相对较小，但容易受到银行信贷控制的限制。融资租赁的销售模式中各方关系如下图，目前租赁公司一般分为银行系的、厂商下属的、经销商下属的以及独立第三方的。融资租赁销售的首付比例比银行按揭要低，一般在 10%-20%的水平，两种销售模式最终经销商都要为客户提供担保。

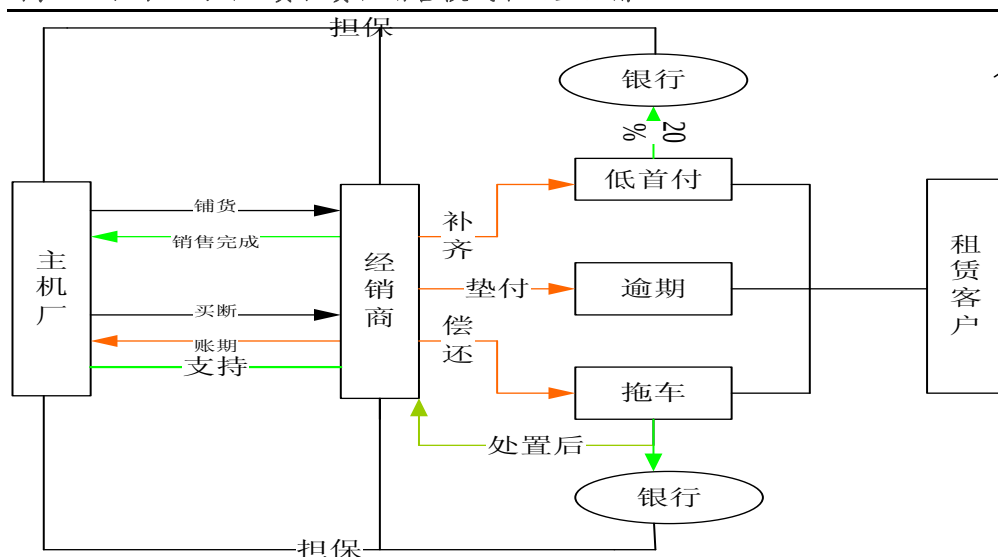
图 2 设备融资租赁各方关系图



数据来源：安信证券研究中心

- 在实际销售操作过程中，经销商为了提高销售量和市场占有率，多数采用降低首付比例进行促销，因此经销商往往会为客户进行补齐首付比例。在一些重点客户出现逾期时经销商也会为其垫付款项，客户逾期三期后进行强制拖车，因此经销商的现金流情况十分紧张。

图表 3 银行按揭（融资租赁）销售模式下现金流情况



数据来源：安信证券研究中心

- 行业销售首付正常水平为 20% (5%订金+15%的首付)，目前行业销售中低首付屡见不鲜，江苏某外资品牌挖机的首付比例为 10% (5%订金+5%的首付款)。湖北武汉市某品牌经销商首付最低也做到 10%，部分品牌经销商的首付比例只有 5%，零首付提供给个别资信较好的老客户。一般国产品牌的首付略低于外资品牌。低首付也出现在混凝土机械销售中，去年四季度以来，最低的首付比例降至 10%左右。
- 首付比例过低一方面刺激销量的激增，但另一方面导致客户的月供贷款或租金金额提高，在下游建设项目不足，设备利用效率下降时，回款风险加大，逾期率有所上升，强制拖机率也随之上升，这一切首先受损失的是经销商。
- 湖北某经销商今年 1 月份客户还款比较差，去年 8 月以来逾期率开始上升，年底收账情况比去年要差。
- 据我们了解，经销商在客户出现三期逾期就要强制拖机，目前安徽有经销商去年拖机率达到 8-10% (拖机数量占当年销量的比例)，甚至个别的会达到 15%的水平。在客户出现 1 期逾期时，经销商也会暂时为客户垫资，安徽某经销商垫资金额达到当年净利润的一倍多。经销商出现资金紧张，一般厂商会给予信贷支持，或向银行申请贷款。
- 多数经销商的毛利率在 10-15%之间，扣除各项费用及税金，净利率维持在 5%左右。
- 经销商目前的经营现金流普遍较为紧张，四川、安徽出现个别经销商由于资金链断裂被并购的现象，若目前这种情况再延续半年时间，会有大批经销商资金链面临断裂的风险。

7. 终端用户设备租赁经营处于盈亏平衡点

- 随着设备保有量的增加，项目开工量不足，每台设备的租金费呈下降趋势，设备的回本期被延长。一般一个月设备运行 160-180 个小时记为开工，据了解，四川设备开工率仅为 60-80%左右，处于历史较低水平，设备闲置率是存量的 20%左右。以 20T 的挖机为例，目前设备的会本期为 3-4 年，因此终端用户设备租赁风险较大。
- 以 20T 的挖掘机为例，假设每月设备使用 240 个小时，设备租赁台班费 300 元/小时，一小时燃油约 20 升，按 7.5 元/升计算，燃油费为 150 元/小时，扣除驾驶员工资及必要的保养费、配件维修等项目后，每月租赁收入仅满足月供，基本处于盈亏平衡状态，客户所得为 3、4 年后的设备净残值。
- 在客户经营处于盈亏平衡的情况下，土方基建项目无法连续开工时极易导致客户断供或逾期出现，回款风险可能上升。

8. 2012 年工程机械行业“谨慎乐观”

8.1. 行业终端需求不乐观，短期难有转好迹象

- 一季度挖掘机行业销售并不乐观，1 月销售数据已发布，从各省统计数据来看，同比下降 60%左右，展望 2、3 月形势仍不容乐观，预计分别下降 30%左右、50%左右，多数经销商预期二季度后会有一定的好转，理由主要是对信贷及各项政策放松预期向好，预计挖掘机全年销售在 $\pm 5\%$ ；有较为乐观的看法，预期 10%左右的增长
- 2011 年四川总计销售挖机 1.1 万台，预计 12 年销售在 9000-9500 台左右，同比下降 14-18%；湖北销售预计同比持平。
- 挖掘机需求结构，小挖、大挖需求相对较好，中挖需求增长较差。主要是因为目前项目以水利、农村及城区改造为主，大型矿山开采也有一定的项目增量，而与中挖需求直接相关的房地产、铁路等基建项目仍显不足，这将可能是今年需求的一大特点。
- 装载机需求要好于挖掘机。由于行业相对稳定的竞争形势以及下游用户 80%以矿山开采、资源开发等企业为主，所以装载机的需求每年相对保持稳定。
- 中西部省区混凝土机械期待向二三线城市渗透。以四川为例，成都占到混凝土机械保有量的近一半左右，像成都等一线城市相对饱和，但地级市及以下布局还不

发达，藏区阿坝州商混站只有 4 座，无法满足市场要求。成都地区以 46 米泵车为例，泵送 1 方混凝土价格为 22 元左右，1 个月 4000-5000 方计算，3 年可以回收成本，每月的现金流基本上只能覆盖月供或设备租赁款。

8.2. 维持工程机械“同步大市-A”评级

- 行业基本面处于底部徘徊过程中，终端实际需求形势难言乐观，由于目前施工项目量不足，项目承包款回收难度加大，因此下游客户多处于观望中。
- 总体判断，目前资金紧张，下游项目开工量不足是影响工程机械销售的关键因素，在现有的政策调控主基调下，预计 2 月、3 月挖掘机行业销售仍不容乐观。装载机由于客户结构、下游应用领域的宽泛，因此市场需求相对较为稳定。
- 宏观政策及信贷放松预期支撑工程机械板块经历了大幅反弹，未来静待政策预期落实，大型项目资金陆续下拨到位拉动行业最终需求持续好转，我们对 2012 年的工程机械行业“谨慎乐观”，挖掘机行业增长在 $\pm 5\%$ 之内，我们维持行业“同步大市-A”评级。

9. 风险提示

- 1) 宏观调控政策放松预期落空，资金紧张局面未有改观，下游投资增速回落超预期
- 2) 下游基建、水利项目开工率不足，信用销售应收款回收风险加大
- 3) 行业产能相对过剩，经销商继续采取过度促销，导致行业竞争秩序混乱
- 4) 原材料价格大幅上涨，关键零部件供应短缺。

行业重点公司财务和估值汇总表

日期: 2012-02-11

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价	首次推 荐日期	自推荐 来涨幅
				2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E				
000157	中联重科	买入-A	买入-A	1.00	1.12	1.40	9	8	7	21.0%	20.0%	20.0%	9.31	13.00	2010-02-22	42%
000425	徐工机械	买入-A	增持-A	1.53	1.68	1.92	11	10	8	20.0%	18.0%	18.0%	16.11	15.30	2011-12-29	17%
000528	柳工	买入-A	买入-A	1.44	1.65	1.82	10	8	8	16.0%	16.0%	15.0%	13.85	21.60	2011-12-30	3%
000680	山推股份	买入-A	买入-A	1.28	1.35	1.52	7	6	5	23.0%	24.0%	23.0%	9.67	20.55	2011-03-02	-55%
300123	太阳鸟		买入-A	0.32	0.47	0.75	39	27	17	5.0%	7.0%	10.0%	12.50	16.45	2012-02-10	9%
300159	新研股份	买入-A	买入-A	0.81	1.09	1.55	34	26	18	8.0%	10.0%	12.0%	27.88	38.15	2011-05-16	-21%
300210	森远股份	无-	增持-B	0.94	1.30	1.84	28	20	14	29.0%	30.0%	30.0%	26.49	28.20	2011-12-29	-8%
600031	三一重工	买入-B	买入-B	1.16	1.34	1.63	12	10	9	41.0%	34.0%	31.0%	13.88	17.42	2011-03-04	-17%
600761	安徽合力	增持-A	增持-A	0.92	1.08	1.29	12	10	8	15.0%	16.0%	16.0%	10.80	13.80	2011-12-30	-2%
600815	厦工股份	增持-A	增持-A	0.79	0.9	1.0	11	9	8	19.2%	24.3%	24.1%	8.95	17.55	2009-11-17	25%
601299	中国北车	买入-B	买入-B	0.33	0.42	0.48	14	11	9	9.0%	10.0%	10.0%	4.50	6.20	2011-03-23	-45%
601766	中国南车	买入-B	买入-B	0.33	0.41	0.48	14	12	10	18.0%	14.0%	15.0%	4.73	6.30	2011-03-30	-42%

分析师简介

王书伟，机械行业分析师，主要负责工程机械、基础件、及工业制冷与空调设备等行业的分析研究；华东师范大学经济学硕士，3年证券行业研究经验，2011年加入安信证券研究中心。

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获2008年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9年机械行业工作经验，10年证券从业经历，2009年8月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

王书伟、张仲杰分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	马正南	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034