

## 景气筑底拐点可期

### ——机械行业 2023 年中期策略报告

#### 核心观点

- **2023 年，景气度有望由弱变强：**在疫情期间，制造业景气度曾先后经历了复苏和承压阶段，2014 年以来，我国制造业 PMI 经历过多次波动，而 PMI 变化具有一定的时间相似性，我们摘取自 14 年以来的三段变化，14 年 07 月-16 年 07 月、17 年 09 月-19 年 10 月、20 年 11 月以来，从时间跨度上看，前两轮的跨度非常接近，本轮 PMI 下行的时间更长，也预示着目前处于底部水平。从历史规律看，经济景气度存在波动性，随着底部区间经济修复，机械装备景气度也有望逐步复苏。
- **板块收入增速逐渐企稳，看好板块龙头：**从上市公司微观层面看，目前机械板块存货增速持平而收入增速下降，我们认为存货的增长或将在短期压制收入增长，但随着库存的消耗，收入增速将再次回升。通过复盘行业复苏，我们认为在行业复苏期间龙头公司的份额往往容易提升。从细分领域看，目前仪器仪表行业的产成品存货增速较快，而金属制品、通用设备、交运设备的产成品库存增速处于较低水平。
- **重视一带一路新机会。**在地缘事件、高通胀的影响下，海外经济体制造业 PMI 回落，也带来我国机械工业出口增速的放缓。但在年初以来，发达国家小松利用小时数降幅修复，一带一路国家 PMI 处于景气度较高水平，我国 1-4 月机械出口增速仍处于增长区间。从历史的海外的衰退期机械需求的表现看，由于市场需求分散、工业成熟度高，除了极端情况外，衰退期的增速的降幅较低。从国内外比较看，由于海外能源价格高企，我国机械行业竞争力仍将继续保持。

#### 投资建议与投资标的

在疫情、地缘政治影响下，2022 年机械板块收入与利润出现波动。但在国家政策支持下，22Q4 以来行业景气度已经呈现复苏状态，23H1 继续弱复苏，从历史复盘看，我们认为机械板块景气度有望继续复苏。从复苏的路径看，设备企业的收入增速将继续回升，其中龙头和国产化产品的市场地位也将进一步提升。除此之外，尽管海外经济体增速下降，但在我国制造业成本优势下，我们依然看好国内机械设备的出海机会，建议重视一带一路的新机会。**建议关注：**（1）逆周期板块：受益政策发力，景气边际改善：三一重工、恒立液压、中联重科、浙江鼎力、中集车辆，中国中车、中铁工业、华铁股份、鼎汉技术、众合科技；（2）工业装备：景气短期承压，看好增速回暖：法兰泰克、伊之密、海天国际、国茂股份、海天精工、创世纪、秦川机床、国盛智科、科德数控、埃斯顿、汇川技术、绿的谐波、快克股份、矩子科技、安徽合力、杭叉集团、诺力股份、音飞储存；（3）出口产业链：捷昌驱动、凯迪股份、巨星科技；（4）弱周期板块：需求韧性依然较强：华测检测、安车检测、苏试试验、杰克股份、永创智能、爱科科技、弘亚数控；（5）能源装备：郑煤机、天地科技、迈为股份、捷佳伟创、金辰股份、先导智能、利元亨、杭可科技、海目星、杰瑞股份、迪威尔、通源石油。

#### 风险提示

宏观经济变化不及预期、基建等固定资产投资不及预期、全球贸易冲突风险、原材料价格处于高位、能源电力供应不足影响生产经营。

行业评级 **看好（维持）**

国家/地区 中国  
行业 机械设备行业  
报告发布日期 2023 年 06 月 19 日



#### 证券分析师

证券分析师 杨震  
021-63325888\*6090  
yangzhen@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520060002  
香港证监会牌照：BSW113

#### 联系人

联系人 刘嘉倩  
liujiaqian@orientsec.com.cn

#### 相关报告

政策持续支持，装备行业景气度继续回暖：——机械行业周报 2023-06-18  
5 月挖机销量点评：内销仍冷淡，出口超预期：——工程机械行业跟踪 2023-06-13  
出行恢复确定性强，动车组单次招标量大 2023-06-08  
幅提升：——2023 年 6 月国铁集团动车组招标动态跟踪

# 目录

一、板块回顾：盈利增速改善，估值波动修复 .....	5
1.1 2022&23Q1 机械行业主要财务指标回顾 .....	5
1.1.1 2022 年机械行业主要财务指标回顾 .....	5
1.1.2 2023Q1 机械行业主要财务指标回顾 .....	5
1.2 2022&23Q1 机械行业估值回顾 .....	6
二、2023，景气有望由弱变强 .....	7
2.1 复盘历史变化，2023 有望逐步复苏 .....	7
2.2 复盘复苏路径，国产化率有望提升 .....	9
2.3 从细分领域看复苏路径 .....	10
三、出口产业链：重视一带一路新机会 .....	12
3.1 Q1 出口边际回升，机械出口表现亮眼 .....	12
3.2 中西部省份出口表现亮眼，重视一带一路机遇 .....	14
3.3 从美股机械公司财报看，拓展海外市场有助提升盈利稳定性 .....	18
四、投资建议 .....	20
五、风险提示 .....	21

## 图表目录

图 1: 上证所、深交所平均市盈率 (倍) (截止 5 月底)	6
图 2: 申万机械相关指数市盈率 (倍) (截止 5 月底)	6
图 3: 2022-2023.05 SW 机械板块市盈率	7
图 4: 2022-2023.05 SW 机械板块市净率	7
图 5: 我国制造业 PMI	7
图 6: 三阶段 PMI 复盘比较	7
图 7: 我国制造业投资增速	8
图 8: 三阶段制造业投资复盘比较	8
图 9: 板材价格指数情况	8
图 10: 三阶段板材价格指数复盘比较	8
图 11: 制造业毛利率企稳	9
图 12: 机械行业毛利率中枢上升	9
图 13: 机械上市公司存货和收入增速	9
图 14: 机械上市公司单季度盈利情况	9
图 15: 叉车行业龙头市占率与行业销量增速	10
图 16: 一般制造业的投资拐点	10
图 17: 挖掘机的行业增速和国产化率提升速度	10
图 18: 机器人的行业增速和国产化率提升速度	10
图 19: 细分领域收入增速 (%)	11
图 20: 细分领域产成品存货增速 (%)	11
图 21: 锂电产业链复苏拐点	11
图 22: 光伏产业链复苏拐点	11
图 23: 纺织服装产业链复苏拐点	11
图 24: 油气石化产业链复苏拐点	11
图 25: 部分海外国家 PMI (%)	12
图 26: 欧盟制造业产能利用率	12
图 27: 日本机械订单增速	12
图 28: 日本机械出口金额增速	12
图 29: 海外市场小松利用小时数 (小时)	13
图 30: 海外市场小松利用小时数同比增速 (%)	13
图 31: 通用机械收入增速与出口交货值增速	13
图 32: 专用机械收入增速与出口交货值增速	13
图 33: 铁路、船舶等运输设备收入增速与出口交货值增速	14
图 34: 仪器仪表收入增速与出口交货值增速	14

图 35: 23 年 1-4 月机械产品出口额 (亿元) .....	14
图 36: 23 年 1-4 月机械产品出口增速 .....	14
图 37: 2022 年部分省份出口金额增速 .....	15
图 38: 23Q1 部分省份出口金额增速 .....	15
图 39: 东盟制造业 PMI (%) .....	15
图 40: 一带一路部分国家 PMI (%) .....	15
图 41: 全球扣除中国市场后的工业机器人增速 .....	16
图 42: 全球扣除中国市场后的叉车增速 .....	16
图 43: 中国欧洲天然气价格对比 .....	16
图 44: 不同国家 PPI 同比增速对比 (%) .....	16
图 45: 国内市场挖机国产品牌占比 .....	17
图 46: 机械及运输设备出口金额 (亿美元) .....	17
图 47: 中国新能源汽车出口数量 (包括底盘) .....	17
图 48: 中国新能源出口汽车金额 (包括底盘) .....	17
图 49: 欧盟出口结构 (2022 年 6 月) .....	18
图 50: 中国出口结构 (2021 年) .....	18
图 51: 美股机械制造公司分季度营收同比增速 .....	18
图 52: 美股机械制造公司分季度净利润同比增速 .....	18
图 53: 美股机械制造公司分季度毛利率中位数 (%) .....	19
图 54: 美股机械制造公司分季度净利率中位数 (%) .....	19
图 55: 中美机械设备公司分季度营收同比增速对比 (%) .....	19
图 56: 中美机械设备公司分季度净利润同比增速对比 (%) .....	19
图 57: 中美机械设备公司分季度毛利率对比 (%) .....	20
图 58: 中美机械设备公司分季度净利率对比 (%) .....	20
表 1: 2022&23Q1 机械行业子行业主要财务指标一览 (整体法) .....	5

## 一、板块回顾：盈利增速改善，估值波动修复

### 1.1 2022&23Q1 机械行业主要财务指标回顾

#### 1.1.1 2022 年机械行业主要财务指标回顾

**2022 年机械行业收入利润保持增长。**据我们统计长江机械二级行业的样本，取整体法度量结果的中位数，总体来说，2022 年机械行业收入及归母净利润增速分别为 7.59%、14.84%。全行业毛利率 22.13% (+0.10pct)，资产周转率 0.54 (-0.03 次)。

(1) **从收入增速上看**，光伏设备、磨具磨料、锂电设备、制冷空调设备、农用机械 5 个子行业同比增长最快，分别增长 60.5% / 55.5% / 46.4% / 38.7% / 16.4%；(2) **从归母净利润上看**，机床工具、磨具磨料、油气服务Ⅲ、环保设备、纺织服装设备 5 个子行业同比增长最快，分别增长 1060.4% / 307.7% / 168.4% / 163.5% / 116.3%；(3) **从毛利率上看**，印刷包装机械、机床工具、纺织服装设备、半导体及 3C 设备、环保设备 5 个子行业毛利率提升最多，分别提升 9.4pct / 4.4pct / 2.0pct / 1.9pct / 1.9pct；(4) **从资产周转率上看**，农用机械、磨具磨料、油气服务Ⅲ、制冷空调设备、重型机械 5 个子行业提升最多，分别提升 0.20 次/0.16 次/ 0.07 次/ 0.05 次/ 0.03 次。

#### 1.1.2 2023Q1 机械行业主要财务指标回顾

**23Q1 机械行业业绩同比环比均改善。**根据统计样本，2023Q1 机械行业收入及归母净利润同比增速分别为 6.09%、10.83%，环比增速分别为-16.69%、57.87%，我们认为收入环比下滑有一定的季节周期因素；总体来说多数板块同比改善明显。23Q1 全行业毛利率 23.29% (同比+0.85pct, 环比+0.67pct)。

(1) **从收入增速上看**，制冷空调设备、油气设备、半导体及 3C 设备、锂电设备、重型机械 5 个子行业同比增长最快，分别增长 50.3% / 19.8% / 18.7% / 17.7% / 17.5%；(2) **从归母净利润上看**，油气服务Ⅲ、制冷空调设备、光伏设备、锂电设备、铁路设备 5 个子行业同比增长最快，分别增长 111.5% / 84.0% / 48.1% / 40.1% / 27.7%；(3) **从毛利率上看**，印刷包装机械、锂电设备、工程机械、磨具磨料、光伏设备 5 个子行业毛利率同比提升最多，分别提升 12.6pct / 7.4pct / 5.0pct / 4.1pct / 3.1pct。

表 1：2022&23Q1 机械行业子行业主要财务指标一览（整体法）

	22 年收 入同比 (%)	22 年归母 净利润同比 (%)	22 年毛 利率 (%)	同比提升 (pct)	23Q1 收入 同比 (%)	23Q1 归母净 利润同比 (%)	23Q1 毛利 率 (%)	同比提 升 (pct)
光伏设备	60.54	72.31	29.24	0.37	16.65	48.05	29.63	3.07
磨具磨料	55.46	307.66	16.73	1.14	4.85	23.35	17.77	4.13
锂电设备	46.44	36.61	31.66	1.73	17.68	40.05	34.98	7.43
制冷空调设备	38.66	66.45	20.91	-1.52	50.31	83.97	20.06	-0.66
农用机械	30.69	96.36	15.39	-0.14	-0.56	3.54	15.76	-0.40
环保设备	16.39	163.53	28.36	1.88	13.00	-36.15	29.31	2.42
油气服务Ⅲ	14.02	168.35	9.81	-0.24	9.96	111.49	10.15	1.27
煤炭设备Ⅲ	13.71	39.16	25.27	-0.03	11.18	26.58	25.75	0.59
重型机械	11.16	-2.85	18.53	0.23	17.51	27.03	17.71	-1.44

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

半导体及 3C 设备	9.52	57.32	39.70	1.93	18.75	19.10	39.39	-0.77
冶金化工设备	8.44	5.95	16.74	1.45	10.50	-8.41	19.24	2.31
其它通用机械	7.82	-41.35	22.42	-2.81	-6.44	-31.78	23.43	-1.88
仪器仪表Ⅲ	7.35	13.27	34.01	-0.70	11.11	4.94	31.77	-0.15
船舶制造	5.11	-11.54	10.89	-1.71	-7.21	1.64	11.25	1.82
印刷包装机械	2.95	16.41	37.07	9.42	6.39	20.67	38.06	12.60
机械基础件	2.10	13.04	25.27	-1.21	3.08	13.30	26.20	1.13
铁路设备	0.56	3.30	22.55	0.40	5.79	27.67	22.43	0.26
楼宇设备	0.00	-17.23	17.52	-1.28	0.15	-7.50	17.66	-0.76
油气设备	-0.04	-24.18	23.74	1.13	19.76	23.01	24.47	0.13
其它专用机械	-4.67	-19.15	20.74	-1.15	-11.24	-48.88	21.03	0.87
纺织服装设备	-7.30	116.31	21.84	2.01	-10.79	-70.39	23.15	1.23
内燃机	-16.16	-44.60	12.51	-0.69	-9.48	8.36	11.29	-0.31
机床工具	-20.59	1060.41	25.24	4.38	-2.98	-7.23	25.14	0.82
工程机械	-20.66	-51.78	21.02	-0.34	-3.38	-9.67	23.55	5.00
中位数	7.59	14.84	22.13	+0.10	6.09	10.83	23.29	0.85

数据来源：wind，东方证券研究所

## 1.2 2022&23Q1 机械行业估值回顾

根据 Wind 数据，上证所、深交所平均市盈率（TTM）总体处于震荡态势。从申万机械设备行业指数的市盈率走势来看，近期估值处于震荡态势。

图 1：上证所、深交所平均市盈率（倍）（截止 5 月底）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：申万机械相关指数市盈率（倍）（截止 5 月底）



数据来源：Wind，东方证券研究所

从 2022 年的表现看，机械板块的估值水平出现了较大的波动。22 年初至二季度，受疫情和地缘冲突等因素影响，板块的市盈率和市净率出现明显的下降，而随着疫情得到控制，行业景气度出现回升，机械板块的估值水平出现修复，但在海外加息等因素作用下，板块估值在三季度出现震荡。自 22 年 10 月以来，国家持续加码支持制造业，机械板块估值水平得到进一步修复。22 年末至 23 年初，受疫情影响，板块的市盈率和市净率出现下降，随着经济复苏板块估值水平逐渐修复；23 年 4 月由于制造业景气恢复较弱板块估值小幅下行，5 月逐渐修复。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 3：2022-2023.05 SW 机械板块市盈率



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：2022-2023.05 SW 机械板块市净率



数据来源：Wind，东方证券研究所

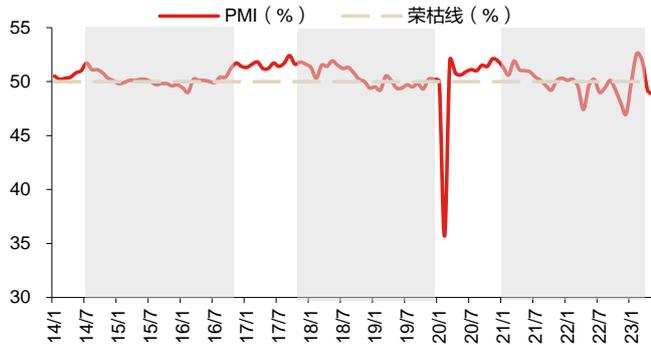
## 二、2023，景气有望由弱变强

### 2.1 复盘历史变化，2023 有望逐步复苏

**PMI 震荡筑底。**在 2020 年初，受疫情影响，制造业普遍承压，但在国内有效的管控之下，我国制造业率先复苏，带来了设备需求的景气度上升。在 2021 年，受原材料价格上升、库存增加等压力影响，制造业景气度逐渐回落，PMI 同期走弱，反映制造业短期承压。2022 年 PMI 仍处于触底震荡状态。2023 年初 PMI 恢复至荣枯线以上，一季度我国经济运行好转主要是由于积压订单释放、生产端恢复；4 月、5 月景气度重回收缩区间，我们认为经济复苏动力发生切换，景气度修复动力正在向内生动力转变。5 月制造业还在筑底，但与 4 月下滑幅度相比出现收窄。

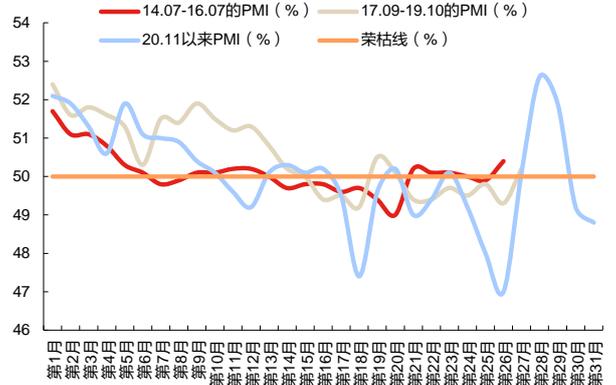
**复盘历史的 PMI 变化，目前处于景气底部。**从 14 年以来，我国制造业 PMI 经历过多次波动，但总归会恢复到正常的水平，反映经济具有较强的内生韧性。而 PMI 变化具有一定的时间相似性，我们摘取自 14 年以来的三段变化，14 年 07 月-16 年 07 月、17 年 09 月-19 年 10 月、20 年 11 月以来，每次都是从一个阶段最高 PMI 开始，并以 PMI 最后一次小于 50% 为止，后续 PMI 将在一段时间内持续位于荣枯线上。从时间跨度上看，前两轮的跨度非常接近，本轮 PMI 下行的时间更长，也预示着目前处于底部水平。从历史规律看，经济景气度存在波动性，随着底部区间经济修复，机械装备景气度也有望逐步复苏。

图 5：我国制造业 PMI



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：三阶段 PMI 复盘比较

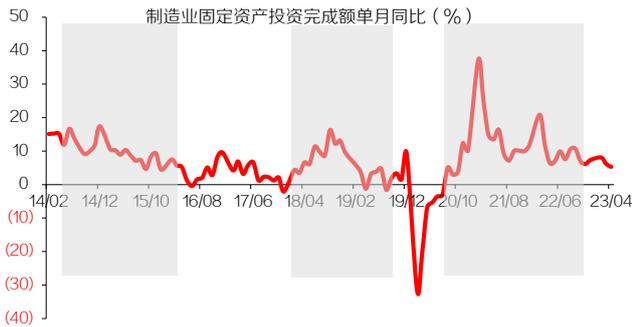


数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

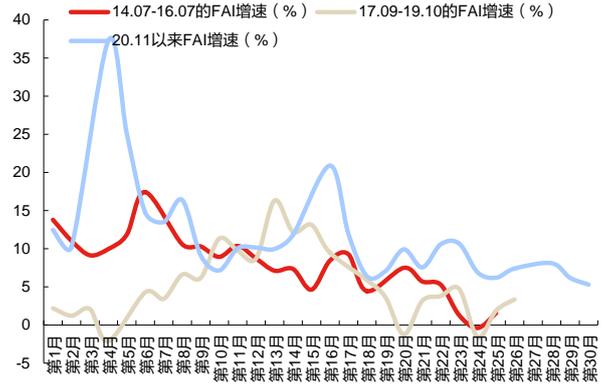
**复盘历史的制造业投资变化，指向景气触底复苏。**我们进一步选取并计算相应时期的制造业固定资产投资增速，14年07月-16年07月、17年09月-19年10月、20年11月以来，制造业固定资产投资增速均出现上升和回落，并且在接近尾声的阶段出现了投资增速的率先触底。从目前的投资状态看，尽管投资增速仍在放缓，但已经处于底部区间。

图 7：我国制造业投资增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 8：三阶段制造业投资复盘比较



数据来源：Wind，东方证券研究所

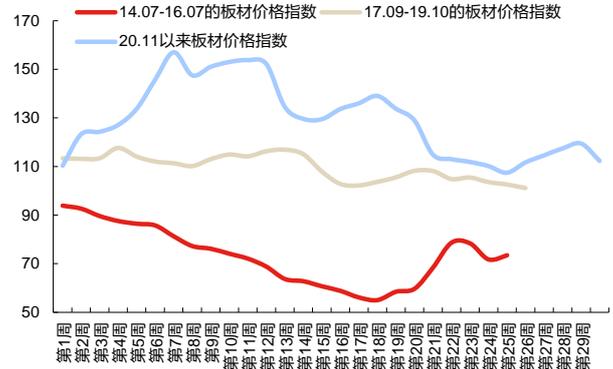
**复盘历史的原材料价格变化，企业盈利持续恢复。**从时间维度上看，我们认为景气度有望逐渐触底、见底，但从幅度上看我们认为原材料端的压力或将压低景气度弹性。我们继续选取与 PMI 变化相同的三段时间 14年07月-16年07月、17年09月-19年10月、20年11月以来，每段时间内，原材料价格均出现一定回落，但三段时间的原材料价格中枢在抬升。钢材是制造业尤其是机械制造业的重要原材料，其价格的变化对企业毛利率有较大影响，但企业仍有机会通过升级迭代、降本增效等方式提振盈利水平。因此尽管钢材价格并未出现明显低价且短期出现震荡，但我们认为 23H2 机械板块的毛利率或逐季度出现改善。

图 9：板材价格指数情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 10：三阶段板材价格指数复盘比较



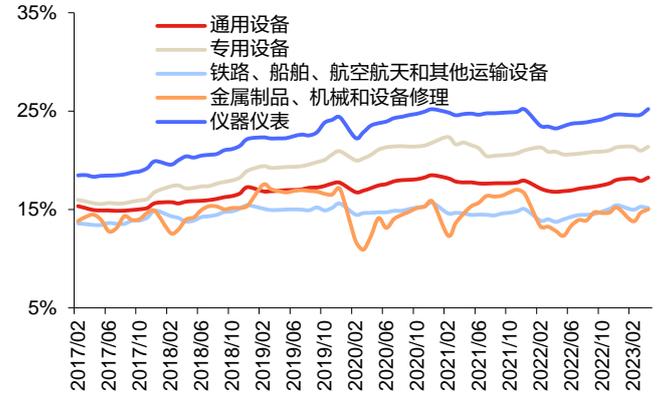
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 11: 制造业毛利率企稳



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 12: 机械行业毛利率中枢上升

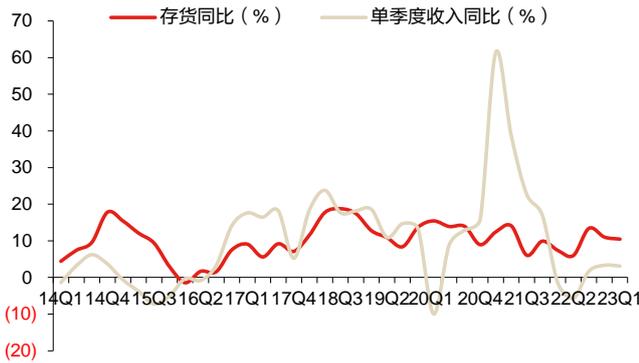


数据来源: Wind, 东方证券研究所

## 2.2 复盘复苏路径，国产化率有望提升

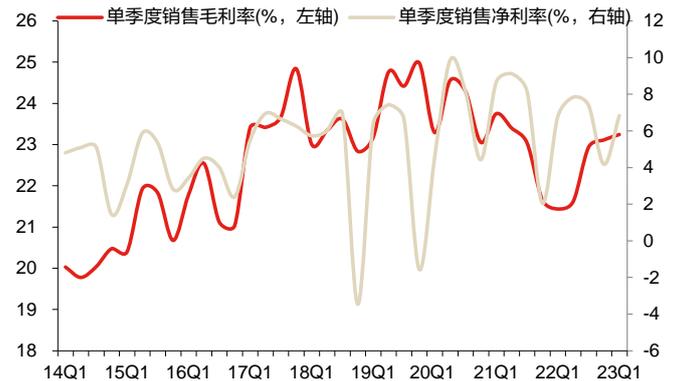
**微观层面看复苏路径：去存货-修复盈利-收入增速提升。**在 PMI 波动区间，机械板块收入增速也出现相近的变化，其存货和收入的增速也随着经济发生起落，但收入增速略领先于存货。如 14 年行业收入增速下行，而存货增速仍在上升，18 年期间存货和收入增速同步下行，而在 19 年中旬收入增速领先好转。22Q1 板块收入增速出现明显下降，22Q2 增速受疫情影响而下降，随着疫情缓解 22Q3 增速回升，22Q4、23Q1 增速仍保持较高水平。从盈利角度看，板块的毛利率与净利率几乎是同时发生变化，22 年以来毛利率持续回升，净利率整体呈现回升态势。从微观层面看，我们认为存货的增长或将在短期压制收入增长，但随着库存的消耗，收入增速将再次回升。

图 13: 机械上市公司存货和收入增速



数据来源: Wind, 东方证券研究所

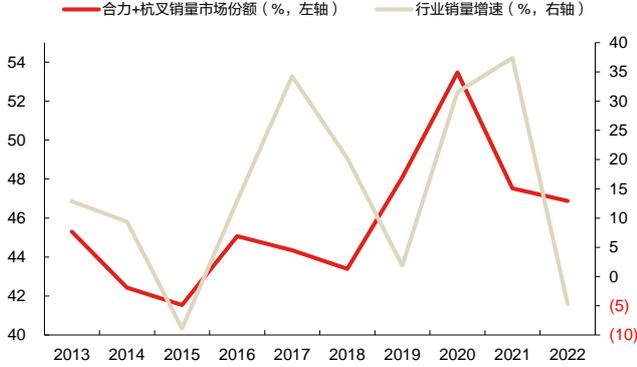
图 14: 机械上市公司单季度盈利情况



数据来源: Wind, 东方证券研究所

**中观层面看竞争格局。**我们认为在行业不同发展阶段里，龙头所面临的竞争环境存在差别，在行业复苏期间龙头公司的份额往往容易提升，而在行业进入景气度较高的阶段，如果跟随者较容易提升产能，则龙头的份额将承压。我们复盘 2012-2022 年叉车行业增长和市场格局，其中龙头安徽合力和杭叉集团两家公司的市场份额较高，但市场份额在不同年限期间也存在波动，尤其是当行业销量增速处于较低水平并开始加速的时候，两家龙头的市场份额也开始提升。我们认为随着工艺等生产效率提升，龙头公司将在行业复苏期进一步提升市场地位。

图 15: 叉车行业龙头市占率与行业销量增速



数据来源: Wind, 东方证券研究所

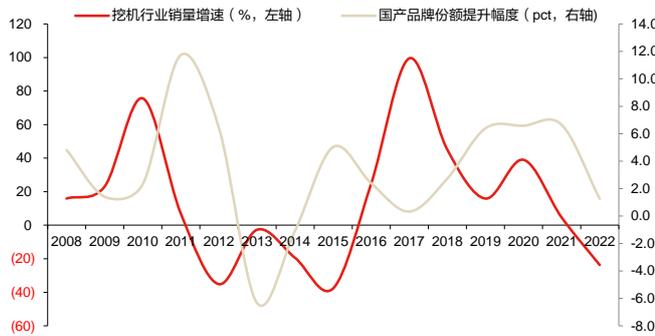
图 16: 一般制造业的投资拐点



数据来源: Wind, 东方证券研究所

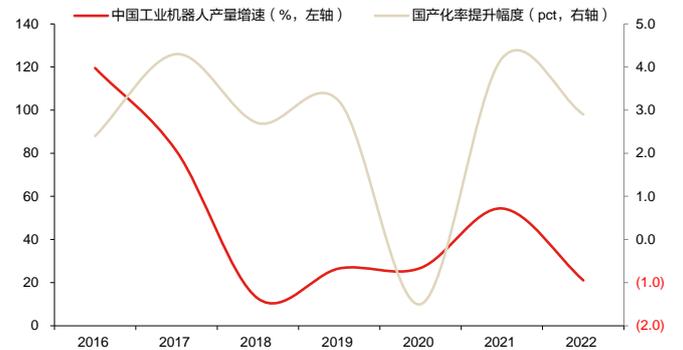
**国产化率持续提升。**随着技术和经验的持续积累,我国机械设备的竞争力不断提升,国产化率/本土化率也在持续提高。我们认为国产设备在产能提升、产业链供应、服务意识上更具优势,往往可以把握住行业发展的机遇,因此在行业复苏初期,国产化率提升往往缓慢,但是随着行业增速持续上行,国产化率有望加速提升。从挖掘机行业看,2011-2012年行业增速下降,但国产化率快速提升,18-22年行业增速下降,国产化率也出现快速提升。从机器人行业看,国产品牌的市占率提升也滞后于行业增速的拐点。从国产化率看,我们认为随着国产品牌竞争力加强,国产化率仍有望进一步提升。

图 17: 挖掘机的行业增速和国产化率提升速度



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 18: 机器人的行业增速和国产化率提升速度



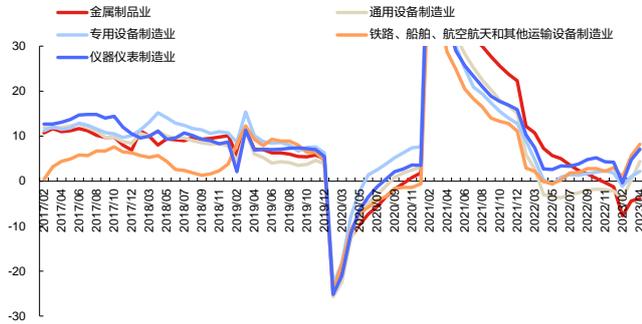
数据来源: Wind, 东方证券研究所

### 2.3 从细分领域看复苏路径

复盘 2021-2022 年,细分行业的收入增速先后高低,2023 年细分领域的增速分别企稳回升。从产成品存货增速看,企业产成品库存在 2020 年快速上升,我们认为主要是由于收入下降影响库存去化,而 2022 年企业产成品存货继续上升,我们认为主要是由于收入增速放缓导致。类比 2015-2016 年、2019 年,下游行业同样经历了库存去化的阶段,而随后收入、产成品存货也呈现复苏。从细分领域看,目前仪器仪表行业的产成品存货增速较快,而金属制品、通用设备、交运设备的产成品库存增速处于较低水平。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 19: 细分领域收入增速 (%)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

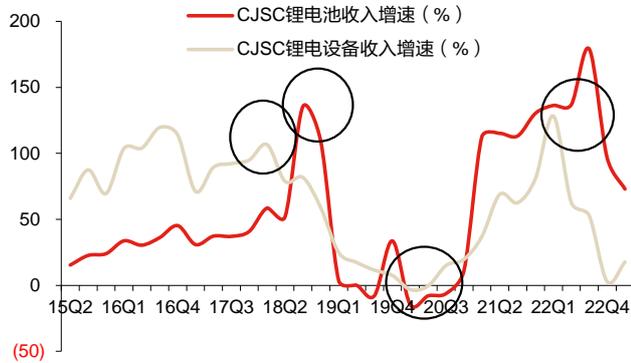
图 20: 细分领域产成品存货增速 (%)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

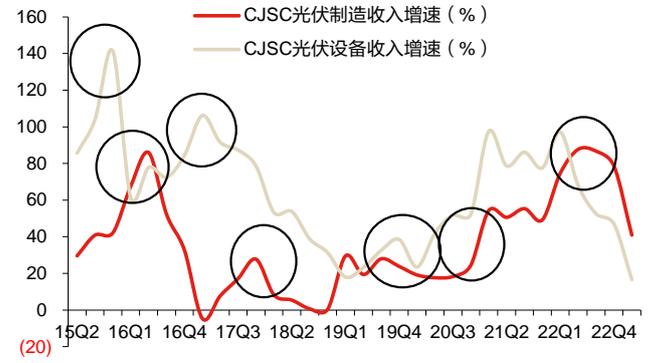
**从产业链拐点角度看复苏路径。**机械设备是下游重要资本开支，反映了下游的盈利情况和投资意愿。从一般制造业角度看，制造业营业收入的拐点与其投资增速的拐点往往同时发生。从具体的制造业看，为了体现不同下游需求的异同，我们选取了锂电设备、光伏设备、纺织服装设备、油气设备四个领域，其中锂电和光伏设备的收入增速拐点略领先于下游，纺织服装设备有时领先下游有时是同步的，而油气装备的收入增速则略滞后于下游收入拐点。我们认为拐点的差别与行业格局及资本品的定位有关。从产业链拐点角度看，我们认为通用设备有望跟随下游景气出现同步回升。

图 21: 锂电产业链复苏拐点



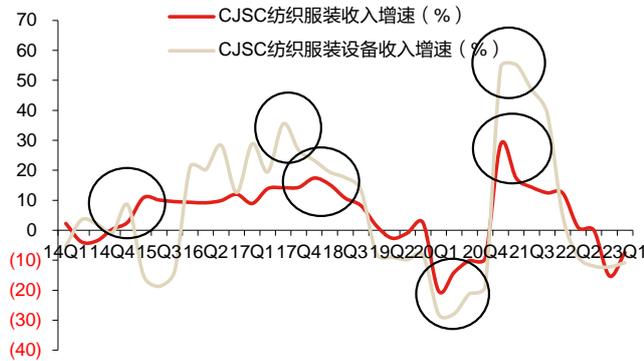
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 22: 光伏产业链复苏拐点



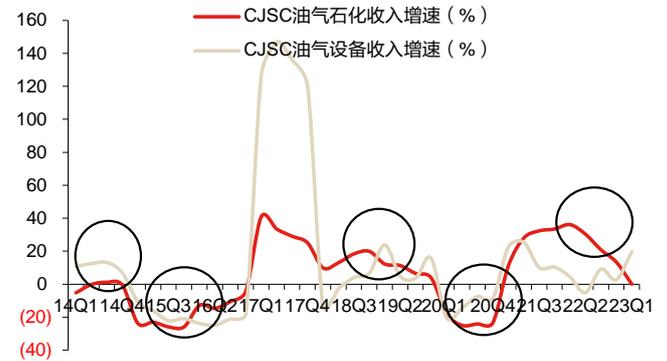
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 23: 纺织服装产业链复苏拐点



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 24: 油气石化产业链复苏拐点



数据来源: Wind, 东方证券研究所

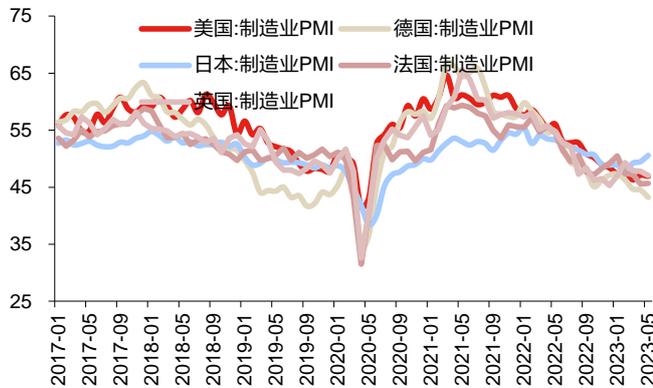
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 三、出口产业链：重视一带一路新机会

#### 3.1 Q1 出口边际回升，机械出口表现亮眼

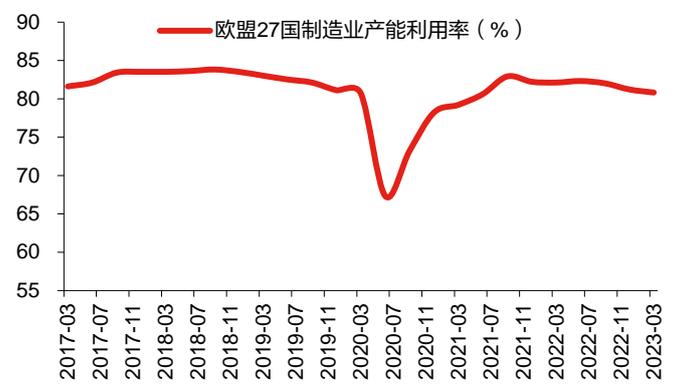
**海外经济体衰退担忧加剧，制造业持续承压。**在 2022 年地缘事件影响下，欧能能源供应紧张，美国持续高通胀，海外经济体自 2021 年以来的恢复逐渐停滞，衰退担忧加剧。美国、日本、德国、英国、法国等国家的制造业 PMI 在 22 年 7 月以来持续回落，长期处于 50%荣枯线以下；欧盟 27 国制造业产能利用率持续下滑；日本机械订单增速自 22 年 6 月以来明显放缓，Q4 以来订单同比持续减少；日本机械出口金额自 22 年 Q2 以来同比始终减少。

图 25：部分海外国家 PMI (%)



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 26：欧盟制造业产能利用率



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 27：日本机械订单增速



数据来源：wind，东方证券研究所

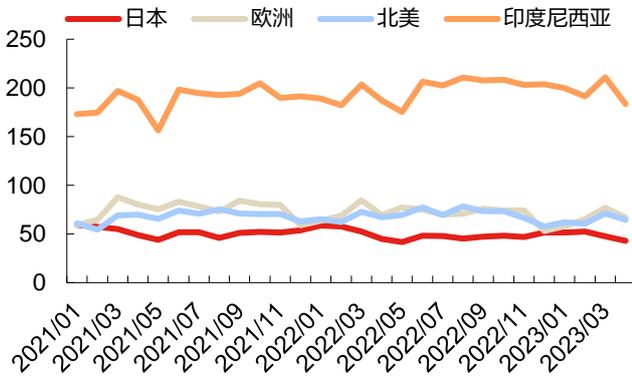
图 28：日本机械出口金额增速



数据来源：wind，东方证券研究所

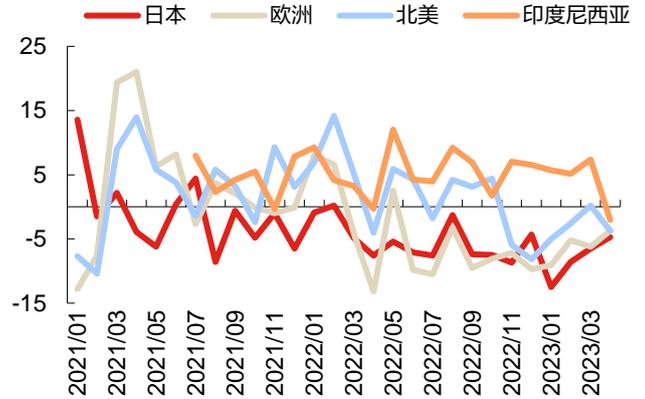
**开工端，东南亚景气度维持较高水平，发达国家 23 年以来呈现降幅修复。**根据小松集团公布的开机小时数，2021 年以来，以印尼为代表的东南亚市场挖机开机小时数均维持在较高水平（> 150 h），且整体保持正增长；北美市场挖机开工小时数在经历了 21Q2-22Q3 的正增长后，自 22M11 开始出现下滑；欧洲和日本市场的开工小时数则在震荡中逐渐下滑。整体来看，新兴市场（如东南亚）工程机械开工状况持续火热，发达国家（如北美、欧洲、日本）23 年以来降幅呈现修复趋势。

图 29: 海外市场小松利用小时数 (小时)



数据来源: 小松官网, 东方证券研究所

图 30: 海外市场小松利用小时数同比增速 (%)



数据来源: 小松官网, 东方证券研究所

**我国机械行业 1-4 月出口增速边际回升。**20 年初, 我国机械工业行业收入和出口交货值均出现明显下降, 而随着疫情得到控制, 我国机械工业行业景气度整体上升, 21 年来机械行业出口受益海外经济复苏, 22 年出口增速逐渐放缓, 21 年高基数对出口增速有一定影响。2022 年通用设备/专用设备/铁路、船舶、航空航天和其他运输设备/仪器仪表出口交货值分别同比增长 6.0%/13.8%/8.6%/6.2%, 出口增速逐渐下滑。23 年以来, 机械制造出口增速呈现回升态势, 通用设备/专用设备/铁路、船舶、航空航天和其他运输设备/仪器仪表出口交货值同比增速均出现回升。同时, 除运输设备之外, 其他机械制造出口增速低于相应的制造业增加值增速, 从侧面也反映出国内机械制造景气在逐步复苏。

图 31: 通用机械收入增速与出口交货值增速



资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 32: 专用机械收入增速与出口交货值增速



资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 33：铁路、船舶等运输设备收入增速与出口交货值增速



资料来源：Wind，东方证券研究所

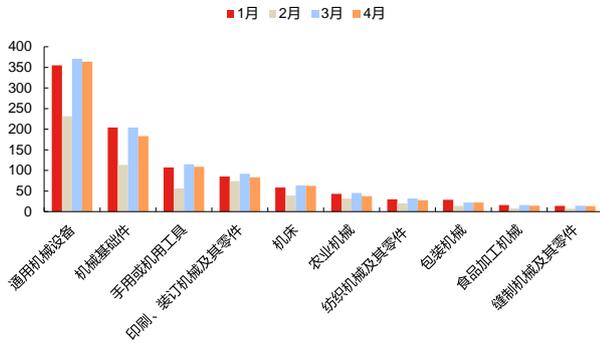
图 34：仪器仪表收入增速与出口交货值增速



资料来源：Wind，东方证券研究所

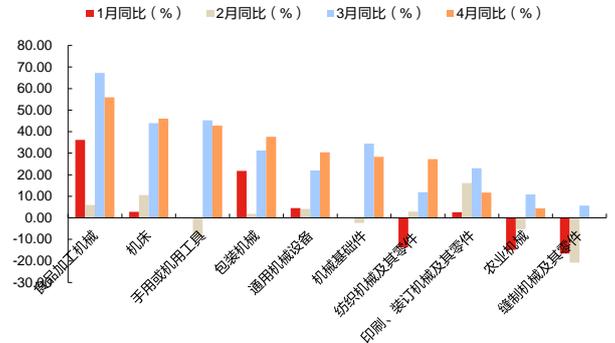
**4 月出口维持高增长。**2023 年 4 月机电产品出口额同比增长 19.6%，增速维持较高水平。从出口金额绝对值来看，通用机械、机械基础件、手用或机用工具、印刷装订机械、机床出口额较大；从出口增速来看，食品加工机械、机床、手用或机用工具、包装机械、通用机械出口增速均高于 30%；机械基础件、纺织机械出口增速高于 20%；大部分机械设备出口在 4 月维持高增速。

图 35：23 年 1-4 月机械产品出口额（亿元）



数据来源：海关总署，东方证券研究所

图 36：23 年 1-4 月机械产品出口增速

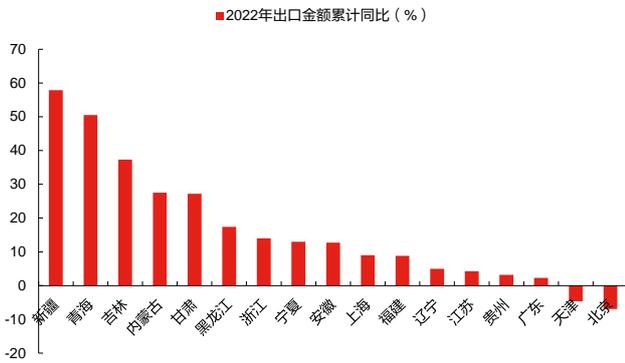


数据来源：海关总署，东方证券研究所

### 3.2 中西部省份出口表现亮眼，重视一带一路机遇

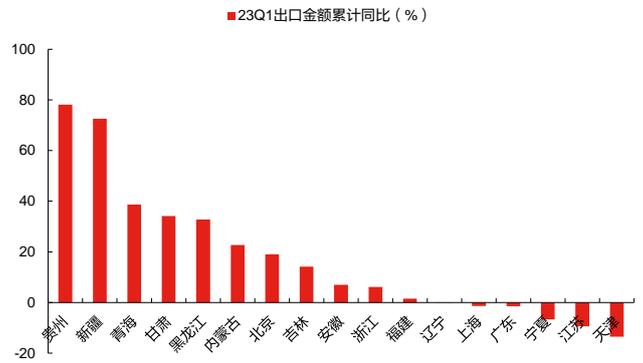
**中西部省份出口表现亮眼。**分地区来看，中西部省份出口增速 22 年及 23Q1 表现亮眼，新疆、青海、黑龙江等省份出口持续高增长；上海、广东、浙江、江苏、福建等沿海省份出口增速相对较弱，23Q1 上海、广东、江苏出口同比出现下滑。我们认为这种现象与欧美经济状况有关，需求相对较弱；同时东盟、一带一路等发展中国家经济复苏态势较好，为中西部出口起到拉动作用。

图 37：2022 年部分省份出口金额增速



数据来源：wind，东方证券研究所

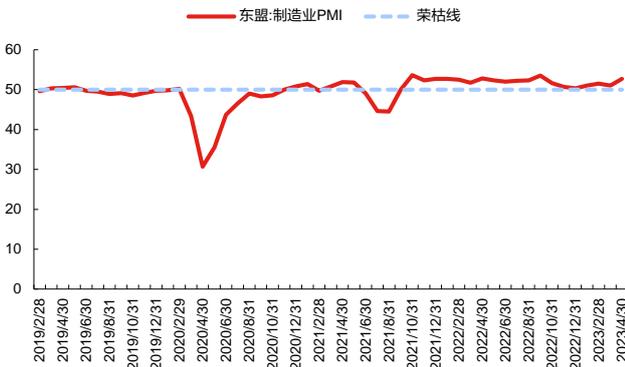
图 38：23Q1 部分省份出口金额增速



数据来源：wind，东方证券研究所

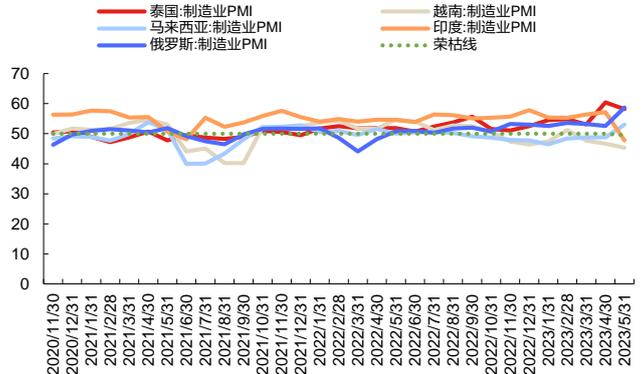
**东盟、一带一路国家制造业景气度较高。**从制造业 PMI 来看，东盟国家 22 年以来一直处于荣枯线以上；俄罗斯、印度、泰国等一带一路国家 22 年以来基本处于荣枯线以上，泰国制造业 PMI 自 2023 年以来持续提升，5 月略有下滑，但景气度依然较高。展望后续，我们认为未来东盟、一带一路等发展中国家经济增长潜力较好，有望持续为我国制造业出口提供动力。

图 39：东盟制造业 PMI (%)



数据来源：wind，东方证券研究所

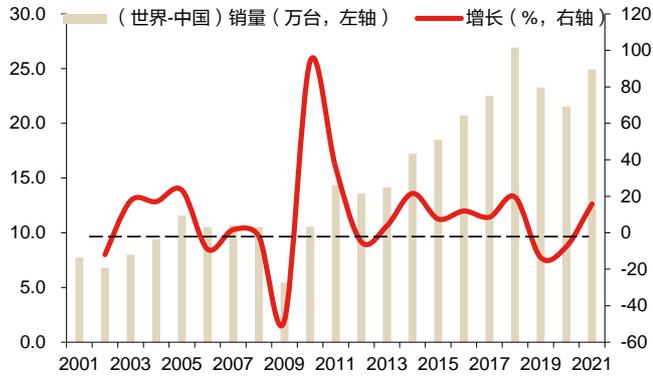
图 40：一带一路部分国家 PMI (%)



数据来源：wind，东方证券研究所

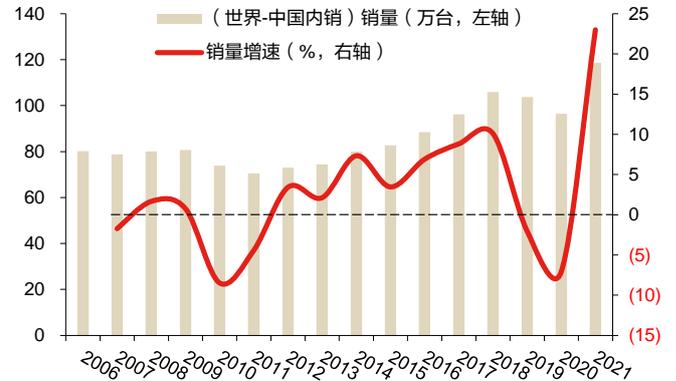
**海外需求具有稳定性。**由于海外国家较为分散，需求的周期此起彼伏相互抵消，海外市场的需求的周期性较弱。另外，由于发达国家的工业成熟度较高，工业装备更换占比较高，市场需求更为稳定。从工业机器人和叉车的增速来看，在极端情况（如金融危机、疫情）中需求出现显著的负增长，在其他情况中的降幅较低。

图 41: 全球扣除中国市场后的工业机器人增速



资料来源: Wind, 东方证券研究所

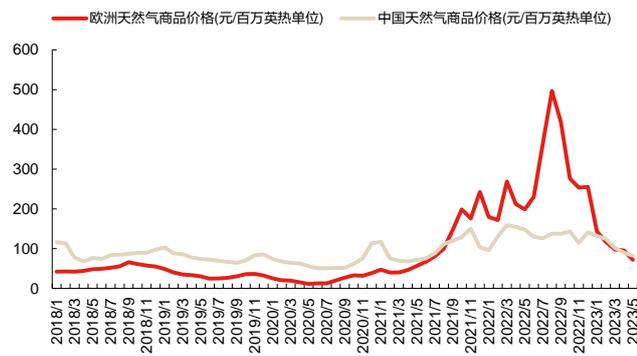
图 42: 全球扣除中国市场后的叉车增速



资料来源: Wind, 东方证券研究所

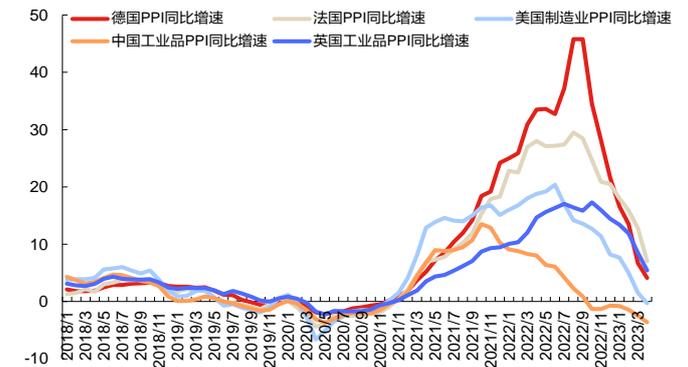
**中国制造业成本优势明显。**自 2022 年 6 月以来，由于地缘政治影响，俄罗斯供给欧洲的天然气大幅减少，欧洲能源供应紧张，形势严峻，工业生产面临巨大压力。我国能源虽然对外依赖度较高，但能源价格相对平稳，以天然气为例，2022 年以来天然气价格一改长期高于欧洲的状况。同时，全球通胀水平显著提升，购买力持续减弱，目前德国出口行业因能源成本大幅上涨以及由通货膨胀导致的全球购买力减弱而负担沉重。与日本、欧盟、韩国等其他制造业大国对比，我国工业生产成本上升相对缓和，2022 年以来，我国 PPI 价格指数增速明显低于欧美国家，制造业成本优势更加明显。

图 43: 中国欧洲天然气价格对比



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 44: 不同国家 PPI 同比增速对比 (%)

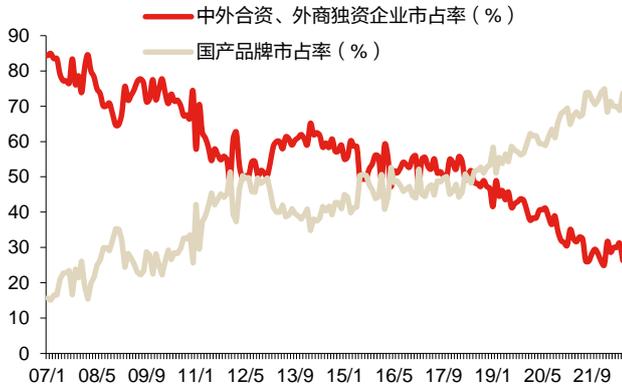


数据来源: Wind, 东方证券研究所

**机械竞争力加强，助力企业出海。**近年来，随着技术实力的进步，我国机械产品竞争力不断加强，以挖掘机为例，国产品牌的市场占有率从十年前的不到 40% 提升到目前的 70%。从全球角度看，自 2000 年以来，我国机械及运输设备的出口金额也在持续扩大优势。从中长期看，我们认为我国机械公司的市场竞争力仍将提升，并带来海外市场份额的进一步拓展。首先，从技术上看，近年来行业持续研发投入，我们国产设备的技术在持续进步。第二，疫情期间，国内机械产品出口较好，有望继续在海外市场形成先发市场优势。第三，国内制造业存在升级，将为设备类供应链提供更多国产替代和产业化的机遇，进一步提升机械行业综合竞争力。

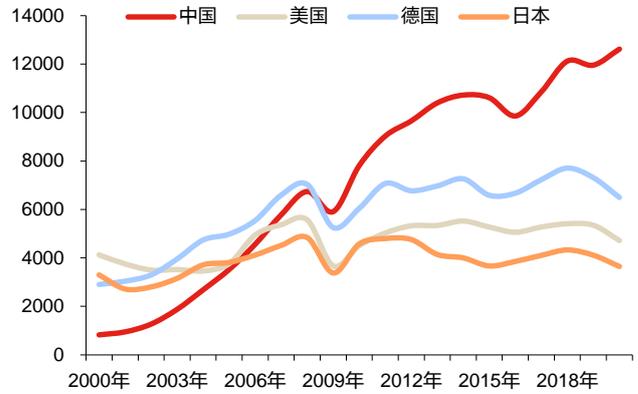
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 45: 国内市场挖机国产品牌占比



资料来源: Wind, 东方证券研究所

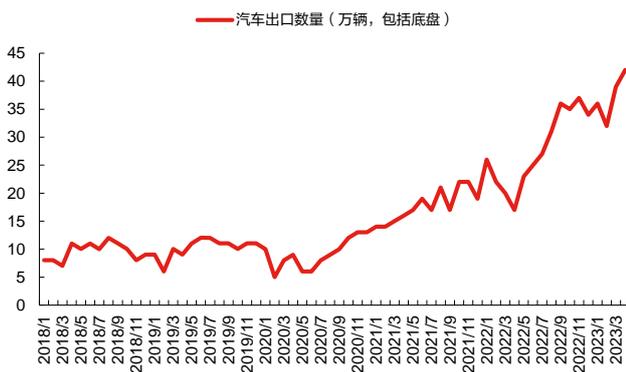
图 46: 机械及运输设备出口金额 (亿美元)



资料来源: Wind, 东方证券研究所

展望后续, 我们认为机械设备出口景气度有望回升。虽然海外经济体存在衰退风险, 全球总需求可能受到负面冲击, 但从 22 年以来欧洲工业逐渐向外转移, 欧盟原本是全球重要的制造业出口地, 与我国出口产品存在较多重叠, 我国出口产品中, 电机电气产品占比达到第一, 欧盟出口产品中电机产品占比也达到了第一。欧洲工业面临的危机有望为我国出口带来机遇, 短期经济低迷可能对机械设备出口造成负面影响, 长期来看机械设备出口有望迎来新的发展机遇。另外, 一带一路带来的新机遇下, 发展中国家经济增长潜力良好; 我国制造业高端化发展已有一定成效, 且相比欧美、日本等地区, 成本优势明显; 同时疫情防控政策调整之后, 我国机械设备企业积极拓展海外市场; 我们维持 2023 年度投资策略报告对机械设备出口的看法, 未来机械设备出口景气度有望回升。

图 47: 中国新能源汽车出口数量 (包括底盘)



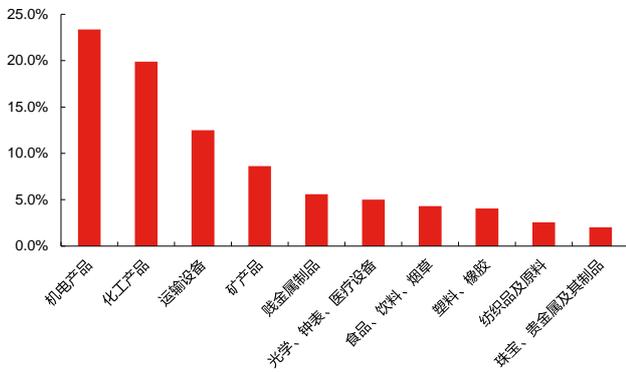
数据来源: wind, 东方证券研究所

图 48: 中国新能源出口汽车金额 (包括底盘)



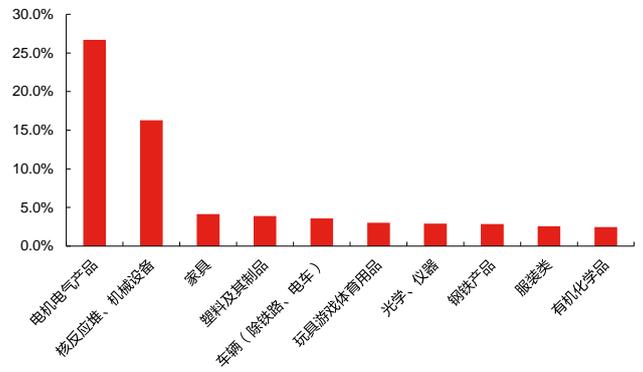
数据来源: wind, 东方证券研究所

图 49: 欧盟出口结构 (2022 年 6 月)



数据来源: 海关总署, 东方证券研究所

图 50: 中国出口结构 (2021 年)

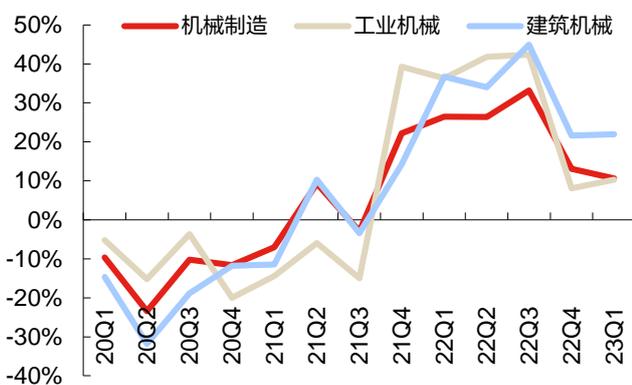


数据来源: 海关总署, 东方证券研究所

### 3.3 从美股机械公司财报看, 拓展海外市场有助提升盈利稳定性

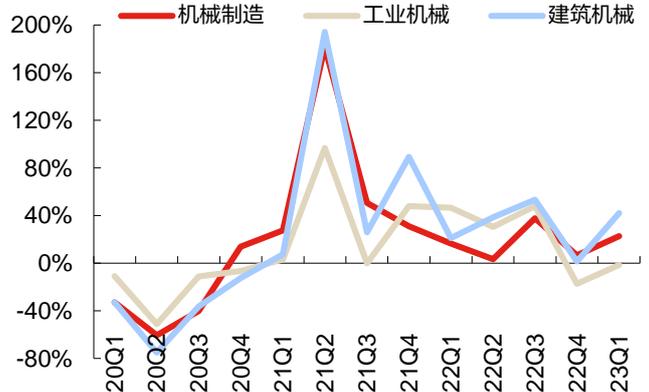
**美股机械公司收入盈利修复。**随着我国机械设备出海, 业务的收入和盈利将与全球更加挂钩。我们以美股机械公司为例, 观察海外近期的状态水平。我们统计了美股上市公司中, 全球行业分类系统 (GICS) 下机械制造类企业的分季度业绩。筛选标准为 GICS 三级分类“机械制造”中活跃交易的且有分季度业绩数据的企业, 按照此标准筛选出的企业共有 125 家。从 GICS 四级行业分类看, 工业机械企业和建筑机械与重型卡车 (为方便表述, 以下简称“建筑机械”) 企业数量最多, 分别为 63 家和 23 家。营收方面, 21Q4-22Q3 美股机械制造企业营收同比增速均维持在较高水平, 22Q4 增速有所回落, 23Q1 继续小幅回落; 不同细分行业的营收增速存在差异, 工业机械企业 20Q4-21Q3 营收增速跑输行业, 其后一年 (21Q4-22Q3) 营收则实现了较好增长, 建筑机械企业营收增速的变化规律与行业整体基本一致, 但也在 22Q1-23Q1 出现了跑赢行业的表现。净利润方面, 美股机械制造企业自 20Q4 起已连续 10 个季度净利润实现正增长; 不同细分行业的分化依旧存在, 工业机械企业 22Q4 净利润出现了一定的负增长, 23Q1 恢复到同比略降水平, 而建筑机械企业净利润 2021 年以来几乎都处在增长区间, 且 23Q1 增幅有所扩大。

图 51: 美股机械制造公司分季度营收同比增速



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 52: 美股机械制造公司分季度净利润同比增速

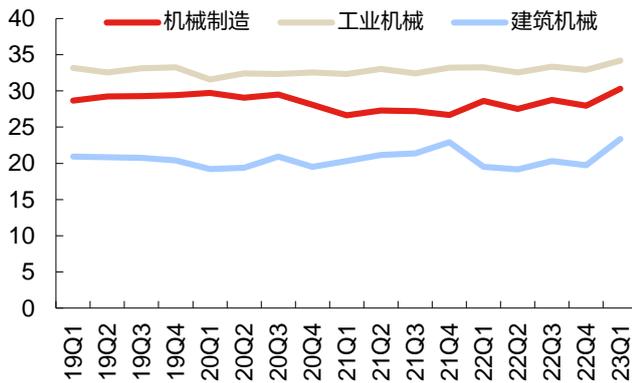


数据来源: Wind, 东方证券研究所

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

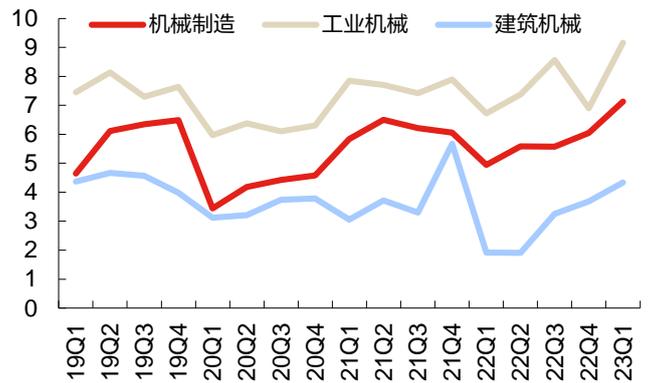
**美股机械公司 22 年以来净利率呈提升趋势，23Q1 提升加速。**从盈利能力来看，美股机械制造企业中，工业机械类企业盈利能力强于建筑机械类企业。2022 年，美股机械制造企业毛利率维持相对平稳，但与此同时净利率在逐季稳步提升，23Q1 净利率提升速度显著加快。23Q1 美股机械制造/工业机械/建筑机械企业毛利率中位数分别为 30.3%/34.2%/23.4%，环比 22Q4 分别提升 2.3/1.3/3.7pct；净利率中位数分别为 7.1%/9.2%/4.3%，环比 22Q4 分别提升 1.1/2.3/0.7pct。盈利能力的提升呈现出了与制造业产能利用率分化的特征。

图 53：美股机械制造公司分季度毛利率中位数（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 54：美股机械制造公司分季度净利率中位数（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

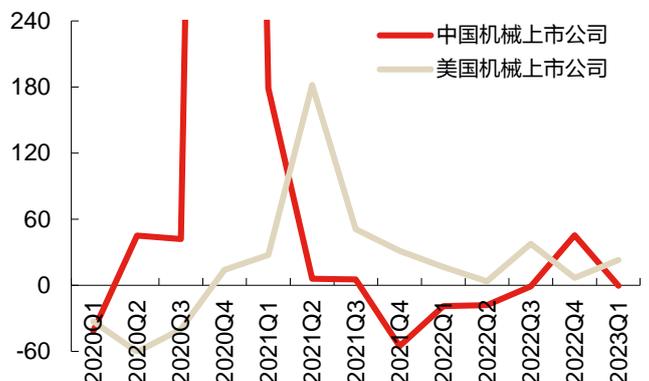
**与美股机械制造公司对比，国内机械设备公司营收增速表现较弱，净利润增速波动较大。**我们以申万行业分类中机械设备板块为样本，统计其分季度的总营收、净利润、毛利率和净利率的变化。收入端，国内机械公司自 21Q4 开始增速跑输美股机械公司，22H1 增速转负，22Q3 起营收重回正增长，但增速均维持在 1-3%，仅为持平略增状态。利润端，趋势与收入端类似，国内机械公司自 21Q2 开始净利润增速跑输美股机械公司，国内机械公司 21Q4-22Q3 经历了 4 个季度的净利润同比下滑后，22Q4 净利润同比高增 45%，23Q1 净利润同比增速再度小幅转负；美股机械公司则自 20Q4 以来净利润均实现同比增长。通过比较中美机械个股的盈利状态，我们认为海外市场的拓展将有利于提升盈利的稳定性。

图 55：中美机械设备公司分季度营收同比增速对比（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

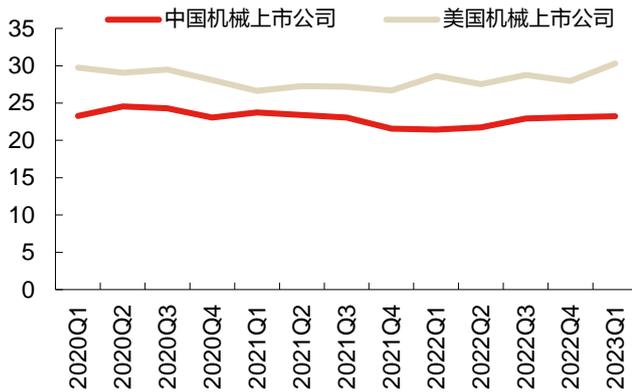
图 56：中美机械设备公司分季度净利润同比增速对比（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

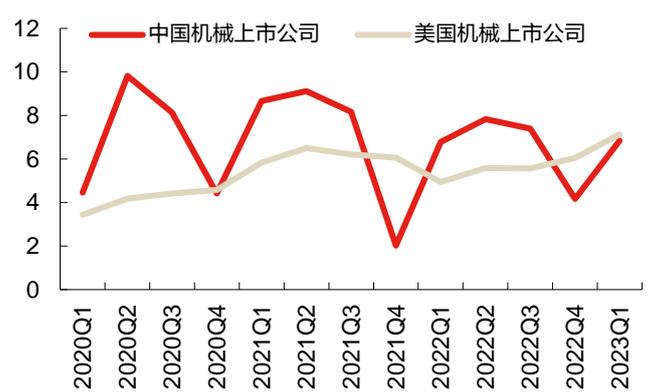
美股机械上市公司毛利率较高，中国机械上市公司净利率呈现显著的季节特征。盈利能力方面，美股机械公司毛利率整体高于 A 股机械公司 3-7pct 左右，23Q1 美股机械公司毛利率有所提升，国内机械公司毛利率维持相对稳定；国内机械公司净利率呈现显著的季节特征，从近三年的情况看来，每年四季度均为中国机械上市公司净利率的阶段性低点。通过比较中美机械个股的盈利状态，我们认为海外市场的拓展将有助于熨平季节波动。

图 57：中美机械设备公司分季度毛利率对比（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 58：中美机械设备公司分季度净利率对比（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 四、投资建议

在疫情、地缘政治影响下，2022 年机械板块收入与利润出现波动。但在国家政策支持下，22Q4 以来行业景气度已经呈现复苏状态，23H1 继续弱复苏，从历史复盘看，我们认为机械板块景气度有望继续复苏。从复苏的路径看，设备企业的收入增速将继续回升，其中龙头和国产化产品的市场地位也将进一步提升。除此之外，尽管海外经济体增速下降，但在我国制造业成本优势下，我们依然看好国内机械设备的出海机会，建议重视一带一路的新机会。

**（1）逆周期板块：**展望未来几个月，我们认为在经济稳增长的背景下，基建投资作为经济增长的重要推手，有望带动工程机械设备投资回升，需求仍有望回升至较强的水平，2023 年整体回升。建议关注国家宏观调控对工程机械设备需求的拉动。建议关注：三一重工(600031, 未评级)、恒立液压(601100, 未评级)、中联重科(000157, 买入)、浙江鼎力(603338, 未评级)、中集车辆(301039, 未评级)、中国中车(601766, 未评级)、中铁工业(600528, 未评级)、华铁股份(000976, 未评级)、鼎汉技术(300011, 未评级)、众合科技(000925, 未评级)。

### （2）工业装备：

从短期看，我们认为工业景气度将持续回升，也将拉动工业装备需求。从中长期看，我国高档数控机床国产化率仍然较低，国产化空间较大。随着智能制造的稳步推进和国家政策的大力扶持，行业龙头公司有望快速增长，进一步发挥规模效应，未来行业龙头公司毛利率有望改善。建议关注：海天精工(601882, 增持)、科德数控(688305, 未评级)、秦川机床(000837, 未评级)、创世纪(300083, 未评级)、国盛智科(688558, 未评级)、伊之密(300415, 未评级)、海天国际(01882, 未评级)。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

对于自动化和物流装备，随着人口老龄化及人口红利消失，我国人工劳动力成本将持续增长，我国制造业将持续提升生产效率以应对成本压力，智能制造/自动化将长期受益于我国制造业的升级。建议关注：埃斯顿(002747，未评级)、汇川技术(300124，未评级)、绿的谐波(688017，未评级)、快克股份(603203，未评级)、矩子科技(300802，未评级)、国茂股份(603915，未评级)、法兰泰克(603966，买入)、安徽合力(600761，买入)、杭叉集团(603298，未评级)、诺力股份(603611，未评级)、音飞储存(603066，未评级)。

**(3) 出口产业链：**机电产品出口韧性较强，在一带一路等国家需求拉动下，机械设备出口有望迎来新的发展机遇，景气度有望回升。建议关注：捷昌驱动(603583，未评级)、凯迪股份(605288，未评级)、巨星科技(002444，未评级)等。

**(4) 弱周期板块：**弱周期业务如检测和食品饮料设备往往与下游消费相关，在经济逐渐企稳的过程中，也将出现逐渐复苏。建议关注：华测检测(300012，未评级)、安车检测(300572，未评级)、苏试试验(300416，未评级)、永创智能(603901，买入)、杰克股份(603337，未评级)、爱科科技(688092，买入)、弘亚数控(002833，未评级)。

**(5) 能源装备：**在能源革命的背景下，光伏和锂电下游保持景气，下游扩产仍将持续拉动设备需求。在能源自主可控和下游企业盈利回升的背景下，油服及煤机需求也将持续上升。建议关注：迈为股份(300751，未评级)、捷佳伟创(300724，未评级)、金辰股份(603396，未评级)、先导智能(300450，未评级)、利元亨(688499，未评级)、杭可科技(688006，未评级)、海目星(688559，未评级)、杰瑞股份(002353，买入)、迪威尔(688377，未评级)、通源石油(300164，未评级)，以及郑煤机(601717，买入)、天地科技(600582，未评级)。

## 五、风险提示

**宏观经济变化不及预期：**宏观经济波动对机械行业公司影响较为直接，宏观经济变化如果向悲观方向发展，将导致诸多下游企业资本开支意愿降低，影响中游设备企业收入及利润。

**基建等固定资产投资不及预期：**由于逆周期板块如工程机械等，其下游开工或工作量与基建等固定资产投资息息相关；如果基建等领域固定资产投资额或增速有所波动，将影响上述板块公司的收入和利润；

**全球贸易冲突风险：**贸易全球化对机械出口公司有利，而贸易冲突，如关税提高，将直接影响设备出口占比较多的企业利润，也将影响设备企业下游企业的利润，从而影响企业对设备的投资需求；

**原材料价格仍处于高位：**近期原材料价格震荡，若原材料价格上涨，机械设备盈利或将受损；

**能源、电力供应风险：**国际能源形势严峻，国内电力供应不足，影响企业生产经营。

## 信息披露

---

**依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：**

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

**就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：**

截止本报告发布之日，资产管理、私募业务仍持有迪威尔（688377）、杭叉集团（603298）、杰克股份（603337）、恒立液压(601100)、苏试试验（300416）、国盛智科（688588）、海天精工（601882）、伊之密(300415)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 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。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 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

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。