

内外需再平衡，关注超跌科技主线

——机械行业2025年投资策略

2024年11月4日



光大机械团队



证券研究报告

- 机械行业回顾与展望
- 外需：美国地产链复苏，新兴市场投资有望改善
- 内需：曙光将至，估值底部
- 科技：风险偏好回升
- 重点公司推荐
- 风险分析

- 机械行业回顾与展望
- 外需：美国地产链复苏，新兴市场投资有望改善
- 内需：曙光将至，估值底部
- 科技：风险偏好回升
- 重点公司推荐
- 风险分析

- ❑ 固定资产投资增速回落，制造业处于弱复苏过程中
- ❑ 机械行业利润小幅下滑，子行业持续分化
- ❑ 机械行业股价分化，估值位列中上游



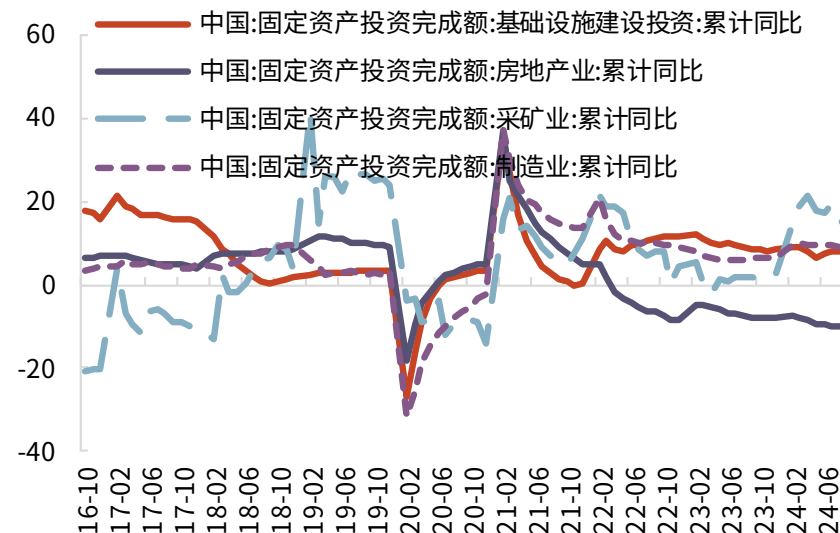
采矿业投资、制造业投资维持高景气

2024年1-9月国内固定资产投资累计同比增长3.4%；分项来看，采矿业投资、制造业投资增速较23年同期明显回升，基建投资累计增幅不及去年同期，房地产投资降幅较23年同期进一步扩大。具体来看，2024年1-9月基建投资完成额累计同比增长9.3%，采矿业投资累计同比增长13.2%，制造业投资累计同比增长9.2%，而房地产开发投资累计同比减少9.9%。

图1：中国固定资产投资累计同比（%）



图2：中国固定资产投资分项累计同比（%）



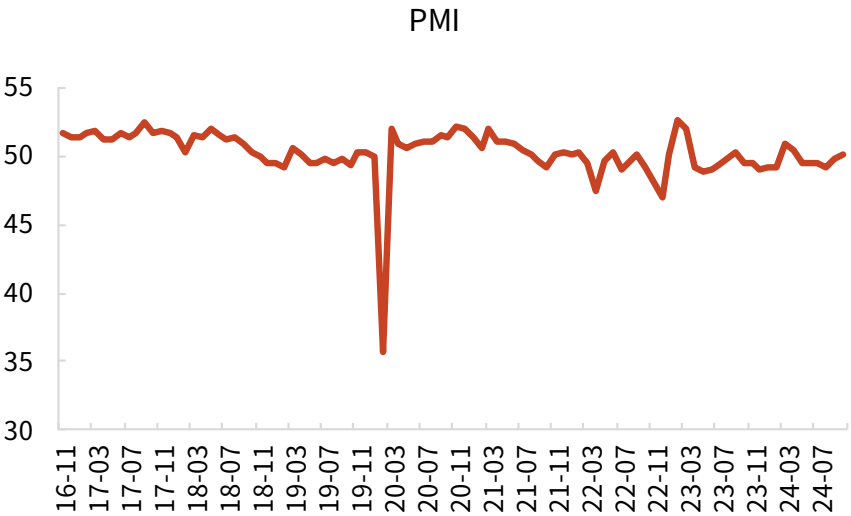
资料来源：Wind, 光大证券研究所，统计截至2024年9月

资料来源：Wind, 光大证券研究所，统计截至2024年9月

PMI指数再度超过荣枯线，底部反转节点或已到达

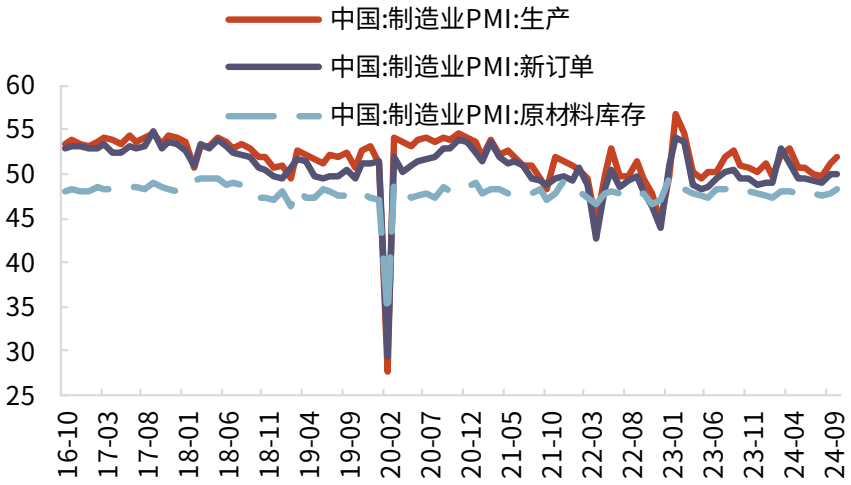
2024年10月制造业PMI指数为50.1%，前值49.8 %，环比上升0.3pct。10月产需两端的生 产指数和新订单指数分别为52.0%和50.0%，环比上升0.8/0.1pct，产成品库存指数环比下降1.5pct至46.9%，原材料库存指数环比上升0.5pct至48.2%，10月PMI逆季节性回升，超出市场预期，已升至扩张区间。

图3：PMI指数变化趋势（%）



资料来源：Wind, 光大证券研究所，统计截至2024年10月

图4：中国制造业PMI指数分类变化趋势（%）

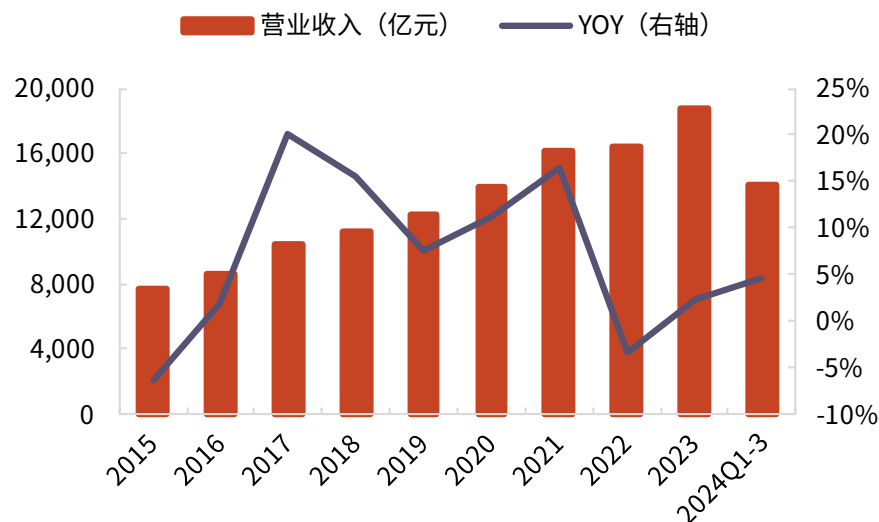


资料来源：Wind, 光大证券研究所，统计截至2024年10月

受下游需求疲弱影响，机械行业盈利小幅下滑

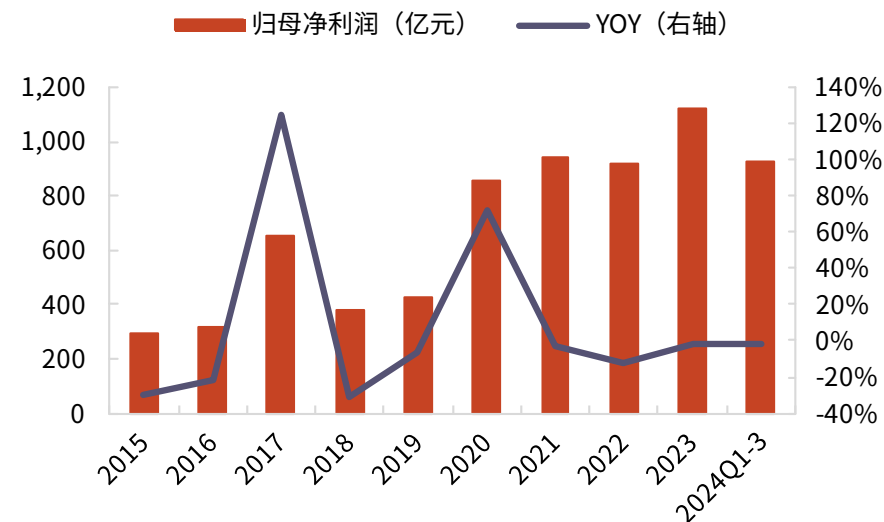
根据申银万国一级行业分类，2024Q1-3机械设备上市公司合计实现营业收入14101亿元，同比增加4.6%；实现归母净利润925亿元，同比减少1.4%。受下游需求疲弱影响，机械行业盈利小幅下滑。

图5：2015 – 2024年Q1-3机械行业营收情况



资料来源：Wind, 光大证券研究所

图6：2015 – 2024年Q1-3机械行业归母净利润情况



资料来源：Wind, 光大证券研究所

机械行业子行业持续分化，部分子行业增速明显

根据申银万国三级行业分类，2024Q1-3，金属制品、工控设备、工程机械器件、其他通用设备、激光设备营收增速相对较快；激光设备、纺织服装设备、工程机械整机、其他通用设备、能源及重型设备归母净利润增速相对较快。

图7：2024Q1-3机械子行业营收增速情况（%）

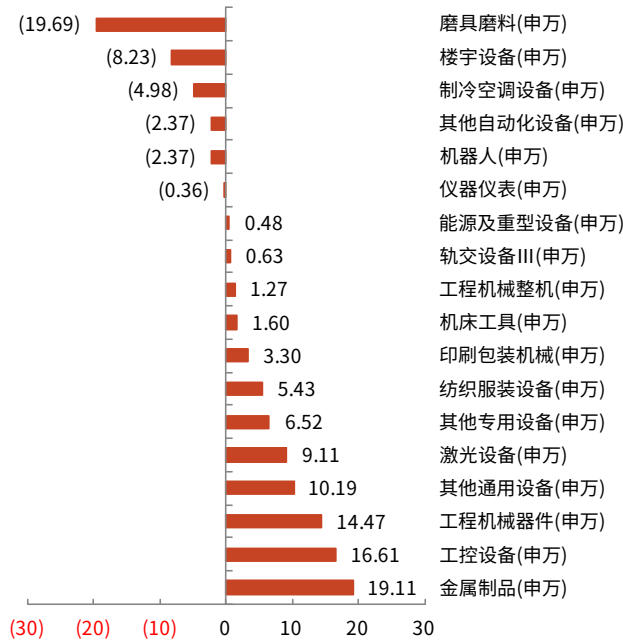
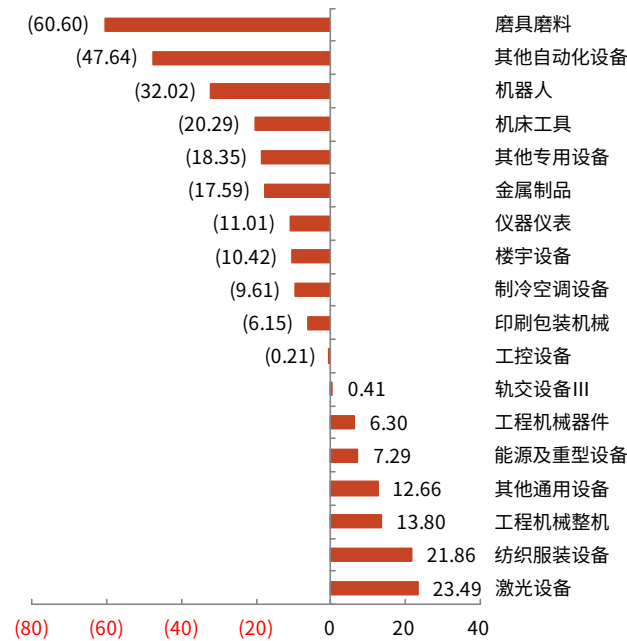


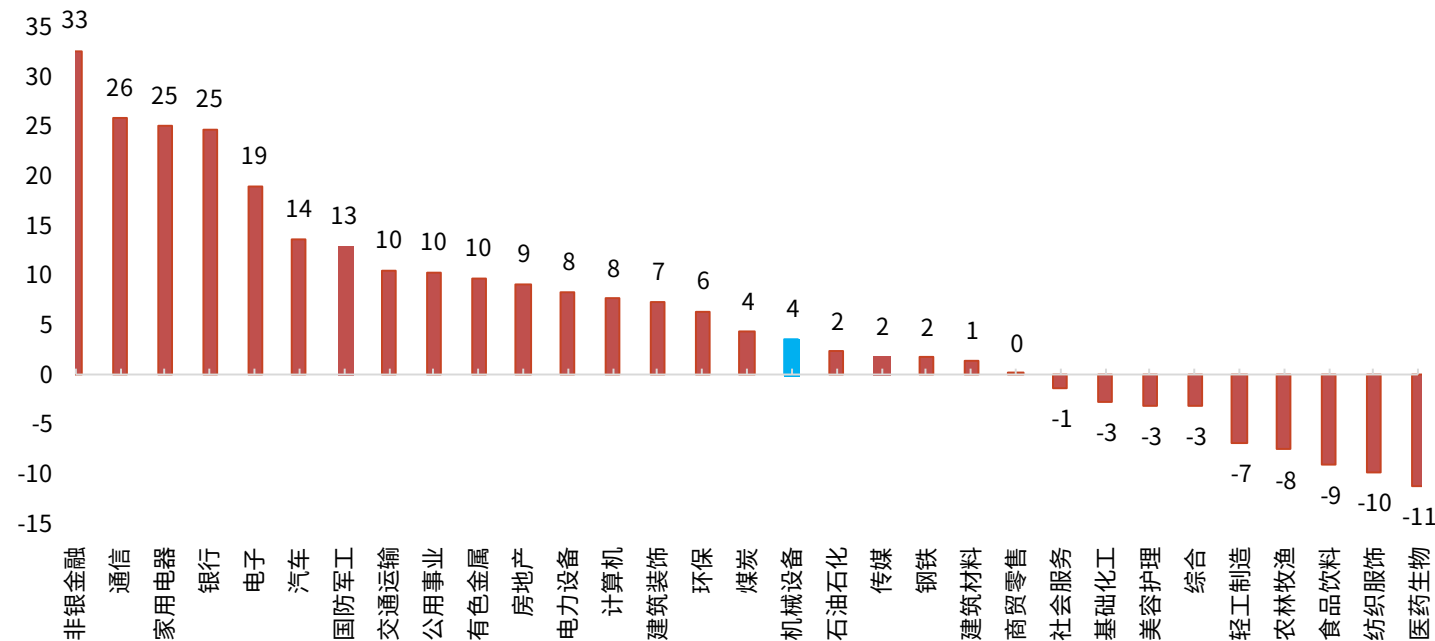
图8：2024Q1-3机械子行业归母净利润增速情况（%）



机械行业股价实现反弹，估值位列中上游

2024年以来，机械行业整体股价表现分化。根据申银万国一级行业分类，截至2024年6月30日，机械设备指数下跌13.0%，在31个行业排名第16位；截至2024年10月31日，机械设备指数上涨3.6%，排名第17位。

图9：2024年初至10月31日申银万国一级行业分类各行业涨幅（%）



资料来源：Wind, 光大证券研究所，统计截至2024年10月31日

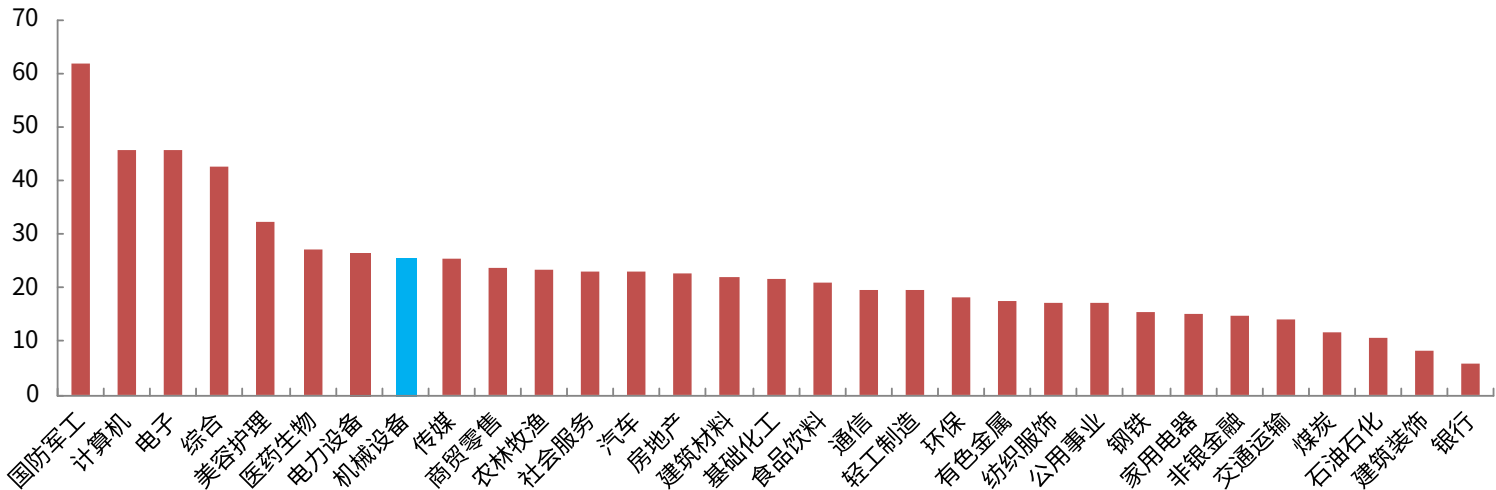
请务必参阅正文之后的重要声明



机械设备板块市盈率位列一级行业中上游

截至2024年10月31日，机械设备板块市盈率（TTM，剔除负值）为26倍，在31个行业中排名第8位。

图10：申银万国一级行业分类各行业动态市盈率（倍）



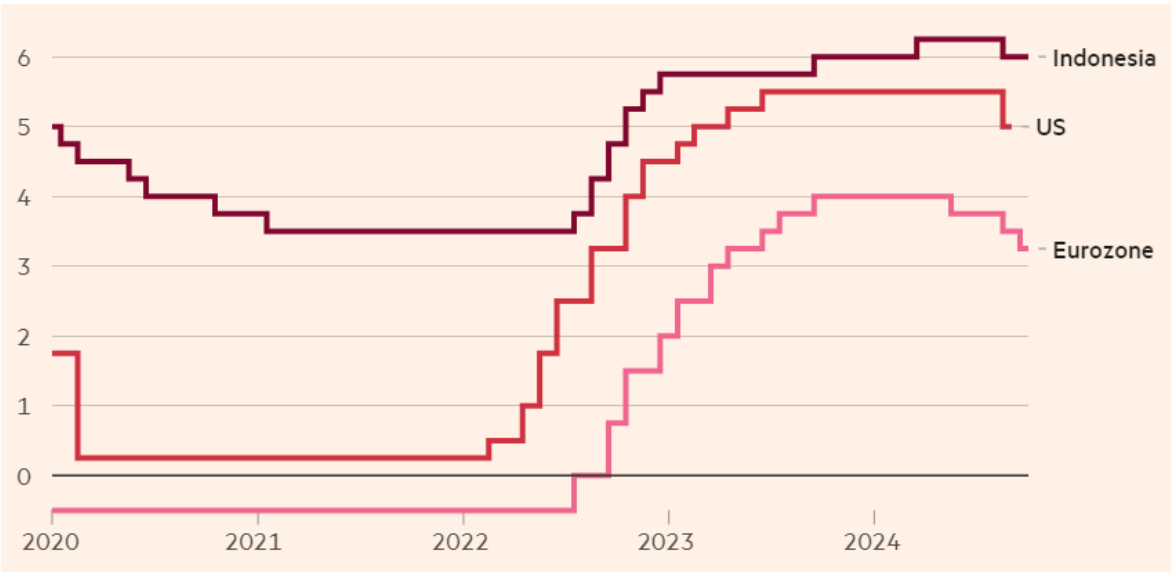
资料来源：Wind, 光大证券研究所，统计截至2024年10月31日

- 机械行业回顾与展望
- **外需：美国地产链复苏，新兴市场投资有望改善**
- 内需：曙光将至，估值底部
- 科技：风险偏好回升
- 重点公司推荐
- 风险分析



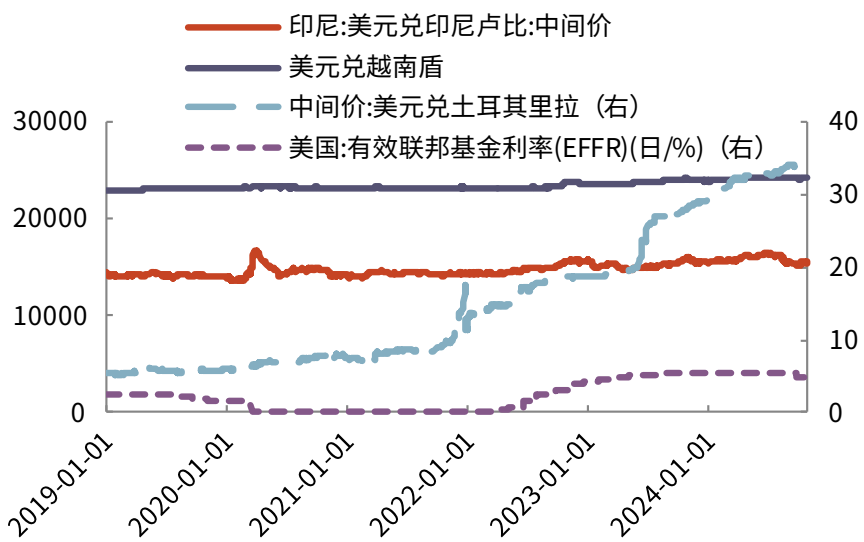
美东时间9月18日，美联储召开9月FOMC会议，联邦基金利率目标区间下调至4.75%-5.00%。美联储降息为全球其他经济体降息打开了空间。同时新兴市场汇率压力有望得到缓解。

图11：全球不同国家/地区基准利率（%）



资料来源：FINANCIAL TIMES, 光大证券研究所；截至2024年10月17日

图12：新兴市场汇率

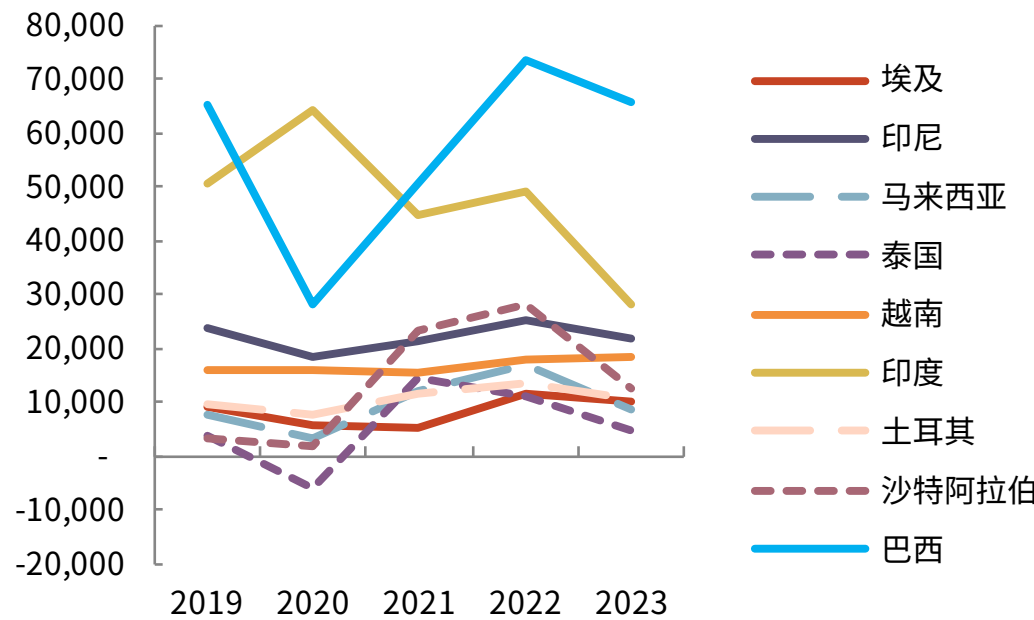


资料来源：Wind, 光大证券研究所；截至2024年10月25日



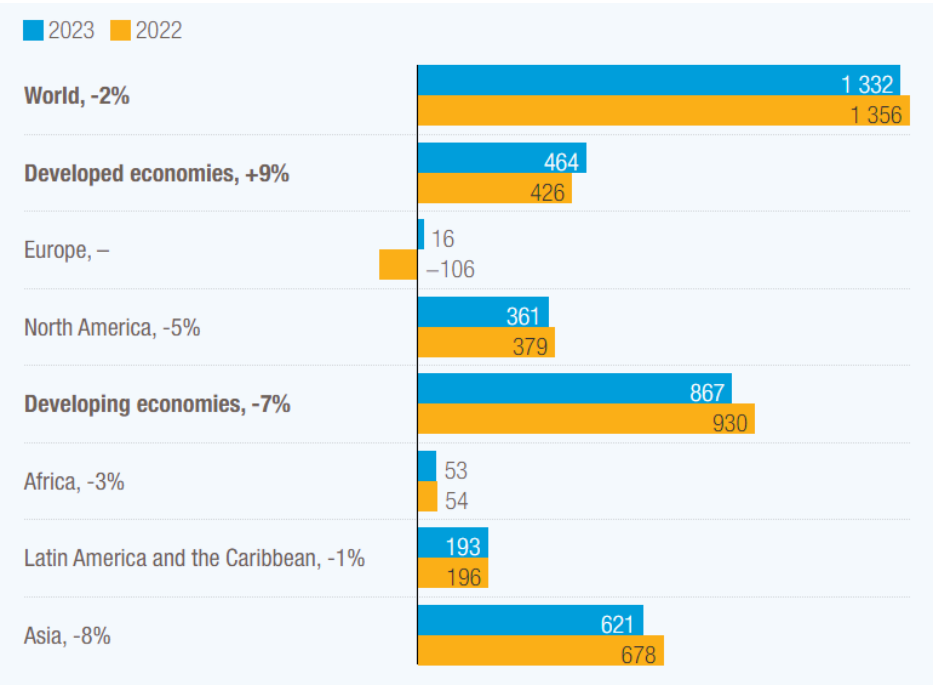
受到美元加息影响，2023年新兴市场FDI（国际直接投资）普遍下降。根据联合国《2024年世界投资报告》，2023年全球FDI流量下降2%至1.33万亿美元，其中发展中经济体FDI流量下降7%至0.87万亿美元。展望2025年，随着美元降息开启，新兴市场FDI流量有望重回升势。

图13：新兴市场FDI流量



资料来源：UNCTAD, 光大证券研究所；单位：百万美元

图14：2023年发展中经济体FDI下降7%



资料来源：UNCTAD, 光大证券研究所；单位：十亿美元

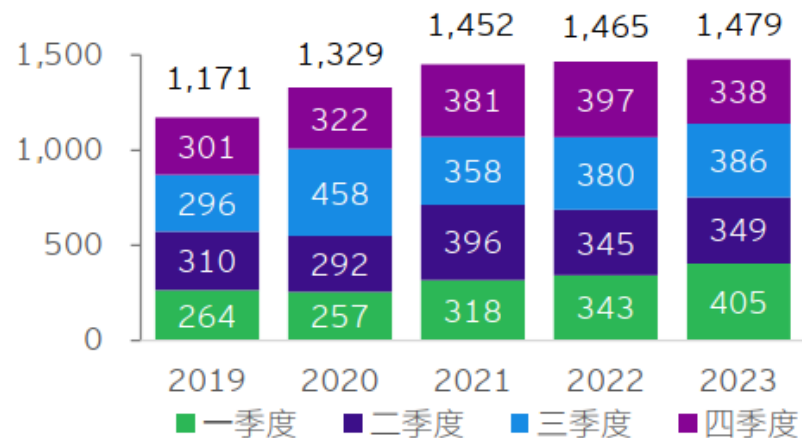


2023年，中国全行业对外直接投资1,478.5亿美元，同比增长0.9%。对“一带一路”共建国家非金融类直接投资318亿美元，同比增长22.6%。

2023年，中企对外承包工程新签合同额2,645.1亿美元，同比增长4.5%。在“一带一路”共建国家和地区，新签合同额2,271.6亿美元，同比增长5.7%，占同期总额的86%。

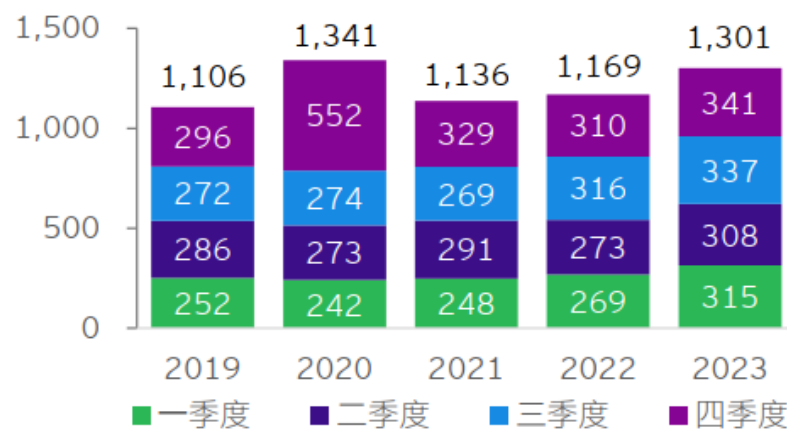
请务必参阅正文之后的重要声明

图15：中国全行业对外直接投资额（亿美元）



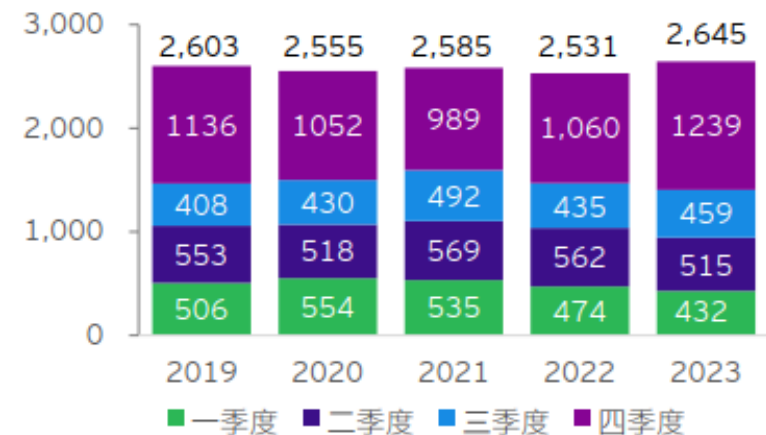
资料来源：安永, 光大证券研究所

图17：中国非金融类对外直接投资额（亿美元）



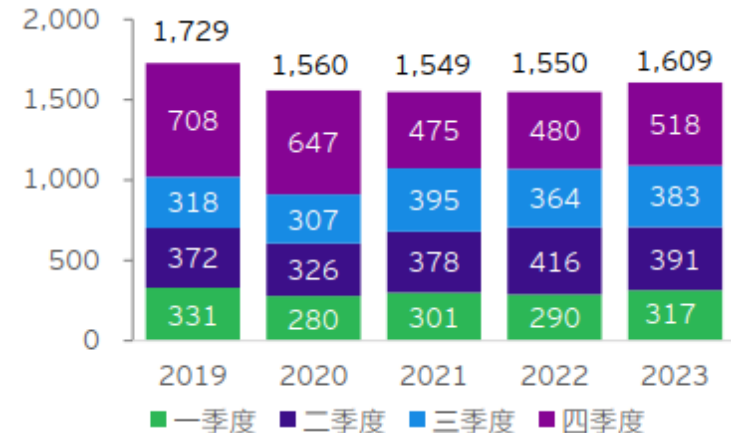
资料来源：安永, 光大证券研究所

图16：中国对外承包工程新签合同额（亿美元）



资料来源：安永, 光大证券研究所

图18：中国对外承包工程完成营业额（亿美元）



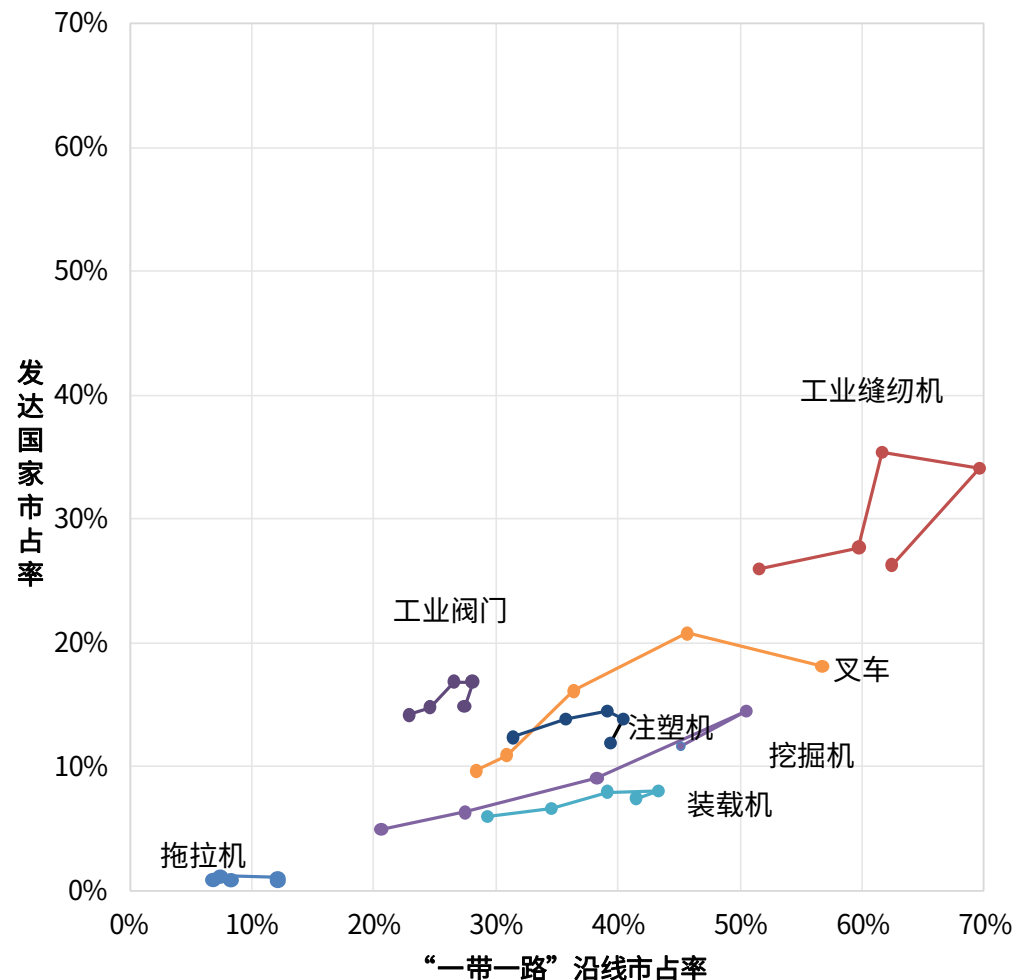
资料来源：安永, 光大证券研究所



美元投资的回撤，叠加中国对外直接投资、中企对外承包EPC规模持续增加，一定程度上助推了国内工业投资品、工程机械在全球特别是“一带一路”沿线的影响力。

中国产品在“一带一路”沿线的市占率快速提升。2019-2023年，中国在“一带一路”沿线国家挖掘机、装载机、拖拉机、叉车、工业缝纫机、注塑机、工业阀门进口金额市占率分别提升至24pct/45%、12pct/41%、5pct/12%、28pct/57%、11pct/62%、8pct/39%、5pct/27%。

图19：机械产品在“一带一路”沿线的市占率变迁（金额口径）





由于美元利率持续高位，美国耐用品消费增速持续回落，但仍表现出一定韧性。2024Q2，美国耐用品消费增速-0.37%，增速环比提升0.46pct。剔除机动车的耐用品消费增速2.72%，环比提升0.51pct。

表1：美国耐用品消费同比增速

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
耐用品消费	-0.15%	-3.09%	14.60%	16.01%	30.04%	40.26%	11.71%	14.87%	10.21%	3.13%	8.64%	2.84%	3.50%	3.33%	2.86%	3.44%	-0.83%	-0.37%
剔除机动车的耐用品消费	4.13%	1.23%	17.63%	19.12%	26.97%	33.56%	11.42%	13.91%	10.59%	6.37%	8.70%	2.98%	2.40%	1.72%	1.76%	3.48%	2.21%	2.72%
家具和耐用家居设备	4.48%	0.23%	16.05%	15.95%	24.76%	31.37%	9.57%	11.95%	7.39%	5.66%	7.90%	4.19%	2.59%	-0.68%	-0.69%	-0.47%	-1.61%	0.15%
家具及陈设	4.58%	-6.13%	15.44%	15.95%	26.65%	41.01%	10.93%	12.26%	6.81%	5.67%	7.52%	4.21%	3.49%	-0.81%	-0.84%	-1.07%	-2.79%	-0.57%
家用设备	2.35%	5.23%	15.70%	15.49%	25.20%	25.20%	9.43%	12.29%	7.46%	4.28%	6.46%	1.81%	-0.86%	-3.04%	-1.75%	0.02%	-0.74%	1.56%
玻璃器皿、餐具、家居用品	6.07%	4.92%	14.46%	13.67%	16.91%	19.69%	7.67%	10.52%	8.57%	7.14%	9.12%	6.13%	4.70%	3.41%	2.11%	2.16%	2.03%	1.54%
家庭园艺工具和设备	5.72%	18.33%	20.98%	18.82%	22.96%	13.33%	5.33%	11.30%	8.92%	6.34%	10.75%	5.80%	1.55%	-0.37%	-1.03%	-0.82%	-0.73%	0.17%



从整体出口情况来看，2024下半年由于基数原因，出口增速普遍回升。其中，工业资本品、工程机械类改善较为明显。

表2：中国机械产品出口同比增速

		202401	202402	202403	202404	202405	202406	202407	202408
消费品	电动工具	17.8%	40.1%	-6.7%	7.2%	20.5%	27.8%	31.2%	27.6%
	手动工具	13.7%	57.2%	-10.3%	-2.8%	11.5%	9.5%	1.7%	6.5%
	草坪割草机	1.9%	29.0%	7.7%	41.1%	72.6%	64.8%	71.0%	67.7%
	全地形车	0.8%	20.8%	9.2%	41.2%	42.4%	44.9%	35.8%	32.5%
	高尔夫车	42.1%	16.5%	2.2%	10.0%	36.9%	52.0%	45.0%	52.5%
工业资本品	注塑机	8.5%	40.0%	-5.1%	3.0%	8.2%	25.5%	15.9%	39.6%
	叉车	33.0%	29.6%	3.5%	10.3%	9.1%	8.9%	13.7%	12.5%
	机床	20.0%	32.9%	-6.2%	-7.6%	-5.9%	-12.8%	-6.2%	1.3%
	刀具	12.7%	25.4%	-10.4%	3.7%	12.6%	15.9%	11.1%	10.1%
	工业缝纫机	2.0%	22.1%	-18.9%	-4.6%	16.2%	30.3%	20.2%	23.2%
工程机械	工程机械	4.8%	-2.6%	-2.9%	4.8%	-0.1%	9.7%	7.0%	12.5%
	挖掘机	-25.6%	-15.5%	-19.7%	-17.0%	-11.3%	-4.5%	13.5%	4.9%
	装载机	5.1%	5.9%	-7.0%	-13.2%	0.6%	18.9%	-0.4%	18.4%
	拖拉机	-16.8%	-24.7%	-20.1%	-22.5%	-16.6%	-3.3%	-5.1%	26.5%
	推土机	-24.9%	48.4%	-7.3%	34.6%	59.5%	18.3%	14.0%	10.7%
航运装备	矿山机械	11.4%	21.8%	-13.1%	1.2%	-3.4%	3.9%	-7.1%	13.4%
	集装箱船	1003.0%	499.5%	99.1%	204.9%	79.3%	58.6%	25.8%	73.5%
	集装箱	65.5%	106.2%	19.2%	58.2%	100.5%	86.0%	78.3%	191.2%

外需三大影响因素：运费、汇率、关税

除了基本的供需因素外，机械产品出口利润受三大非供需因素影响：运费、汇率、关税。2024Q2，美国补库叠加红海危机，海运费快速上涨；2024Q3，美元开启降息后人民币汇率出现波动，可能对企业汇兑损益造成影响；展望2024Q4，在美国大选结果公布之前，关税风险仍存在不确定性。

图20：中国出口集装箱运价指数

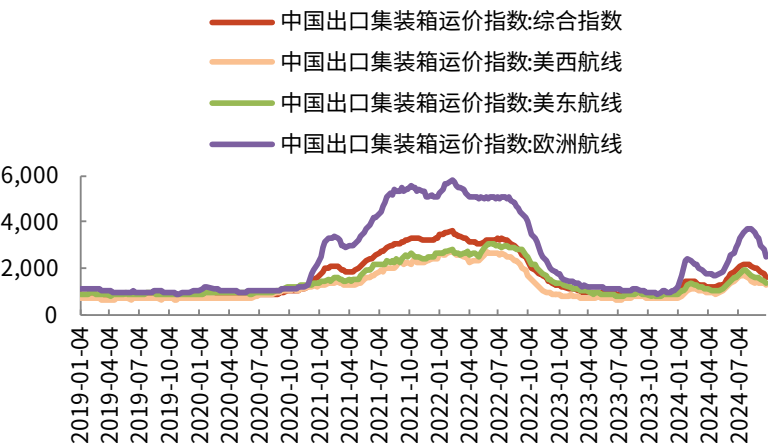
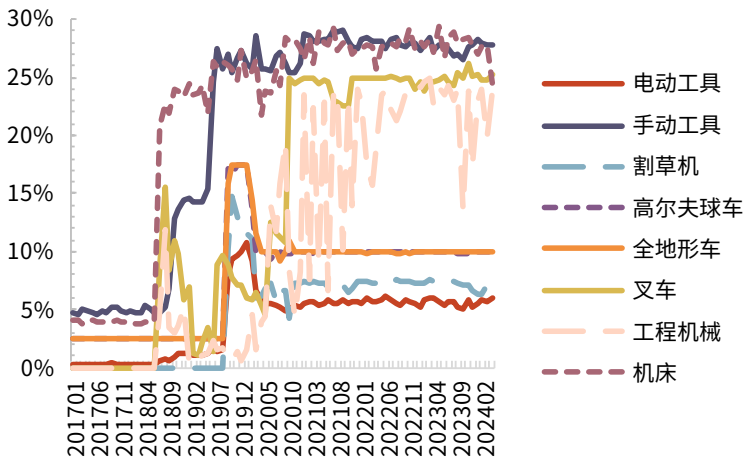


图21：美元兑人民币汇率



图22：中国出口美国关税变动



资料来源：Wind, 光大证券研究所，统计截至2024.10.18
请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：Wind, 光大证券研究所，统计截至2024.10.18

资料来源：census、光大证券研究所；截至2024.4

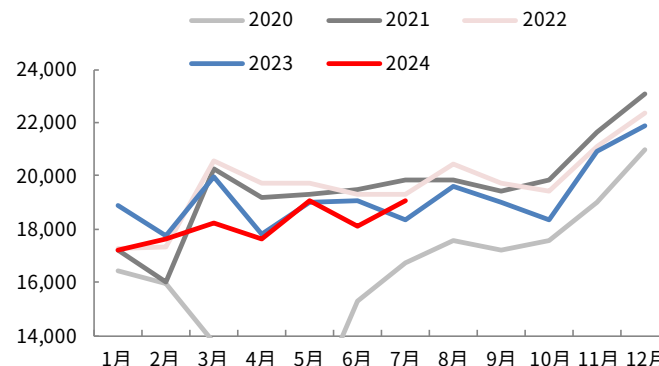
工具&OPE：有望进入主动补库



2023年底开始，随着美国零售库存恢复正常水平，工具&OPE出口增速回升。

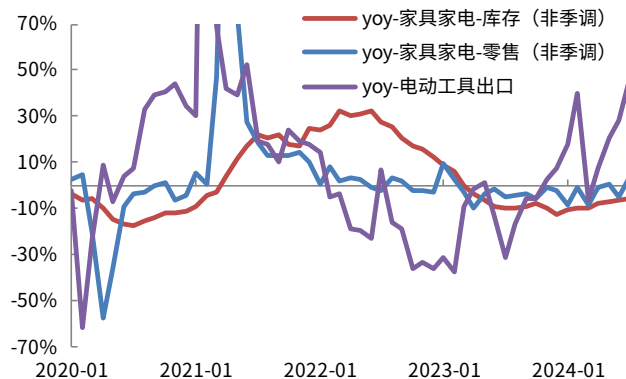
目前，从中期维度看，大规模主动补库尚未开启，库存水平处于低位稳定状态。短期维度看，家具家电类消费旺季（黑五+圣诞节）即将到来，旺季备库因素有望推动出口增速持续高增；建材园艺类消费旺季已过，低基数效应下出口增速仍将保持较高水平。

图23：家具家电类消费（单位：百万美元）



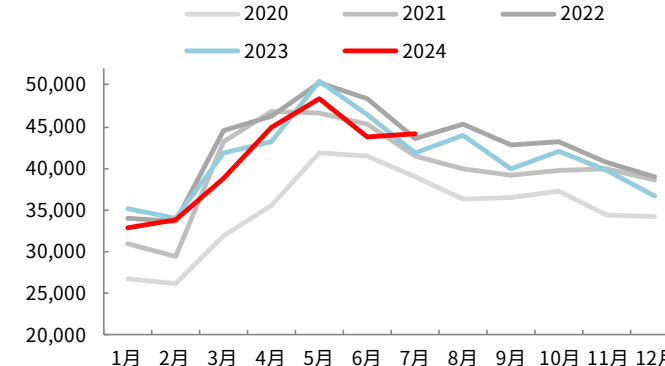
资料来源：FRED, 光大证券研究所，截至2024.7

图24：家具家电类库存变动



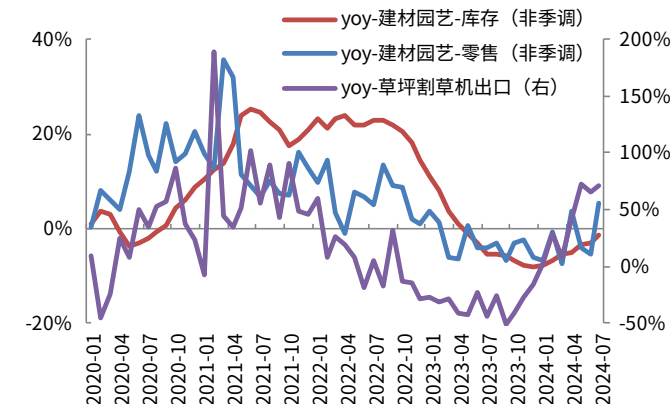
资料来源：FRED, 光大证券研究所，截至2024.7

图25：建材园艺类消费（单位：百万美元）



资料来源：FRED, 光大证券研究所，截至2024.7

图26：建材园艺类库存变动



资料来源：FRED, 光大证券研究所，截至2024.7

2024年上半年，美国库存见底，家得宝、劳氏库存（剔除通胀因素）已回落至2021年水平。商超开启正常补库节奏，出口增速显著回升。而相比之下，2023年上半年美国处于去库阶段，出口增速显著下滑，直接影响企业出货。因此，多数外向型企业营收增速显著好于2023年同期。

表3：美国耐用品消费增速

代码	简称	营收增速（2023）	营收增速（2024H1）	营收（2023）（亿元）	2023营收第一大来源	2023营收第一大来源（亿元）	2023美洲/美国营收占比	备注
002444.SZ	巨星科技	-13%	28%	109.30	美洲	69.69	64%	主营工具和存储箱柜，2023年美洲营收占比64%
301260.SZ	格力博	-11%	16%	46.17	境外	45.28	98%	主营新能源园林机械，外销欧美市场为主
301187.SZ	欧圣电气	-5%	55%	12.16	外销	12.05	99%	主营小型空压机和干湿两用吸尘器，主要销往北美
603583.SH	捷昌驱动	1%	21%	30.34	外销	21.33	70%	主营线性驱动产品，主要销往欧美地区
002884.SZ	凌霄泵业	-11%	24%	13.16	国外销售	6.63	50%	主营业务为水泵（暖通、卫浴、给排水等），欧美市场营收占比高
301345.SZ	涛涛车业	21%	77%	21.44	美国	15.29	71%	主营智能电动低速车和特种车，主要销往北美

资料来源：Wind, 光大证券研究所



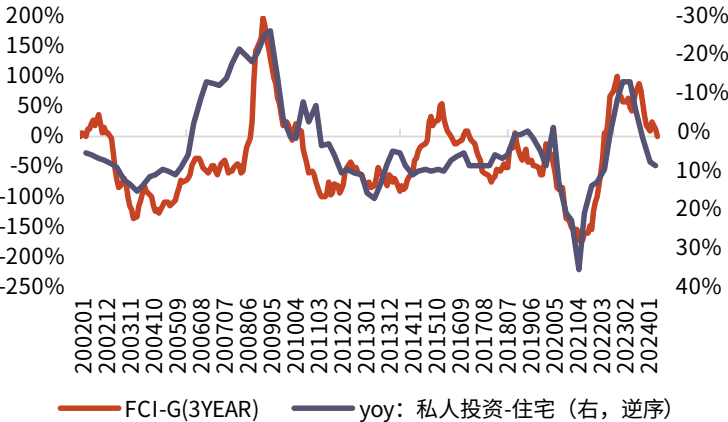
从美国海关进口数据来看，电动工具、手动工具需求受到美国私人住宅投资增速拉动。随着美元进入降息通道，金融条件的改善有望带动美国私人住宅投资增速持续回升，从而带动工具类需求端改善。工具类股价有望从“补库”驱动转向“需求提升”驱动，即行业进入主动补库阶段。建议关注巨星科技、创科实业、泉峰控股、格力博。

图27：住宅部门投资与利率变动



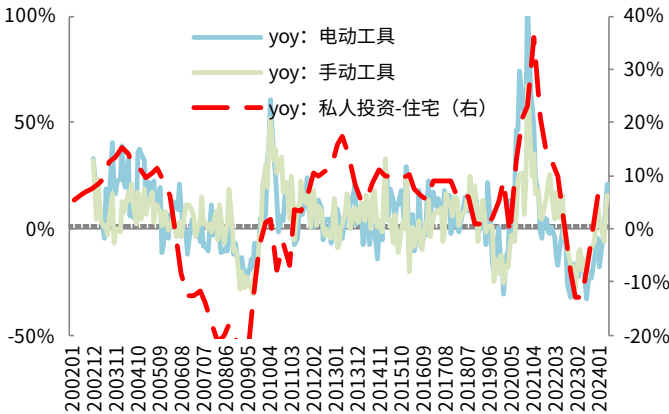
资料来源：FED、BEA、光大证券研究所，统计截至2024.7

图28：住宅投资增速与FCI金融条件



资料来源：FED、BEA、光大证券研究所，统计截至2024.7

图29：电动工具进口增速与住宅投资增速



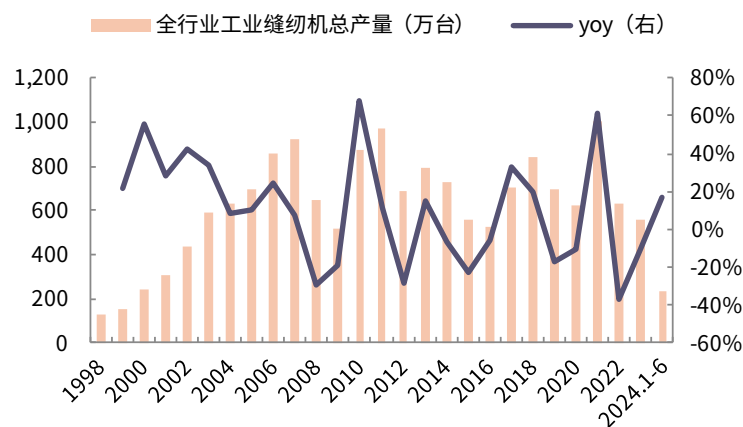
资料来源：中国海关总署、BEA、光大证券研究所，统计截至2024.7

纺服机械：库存低位，内外销同步改善



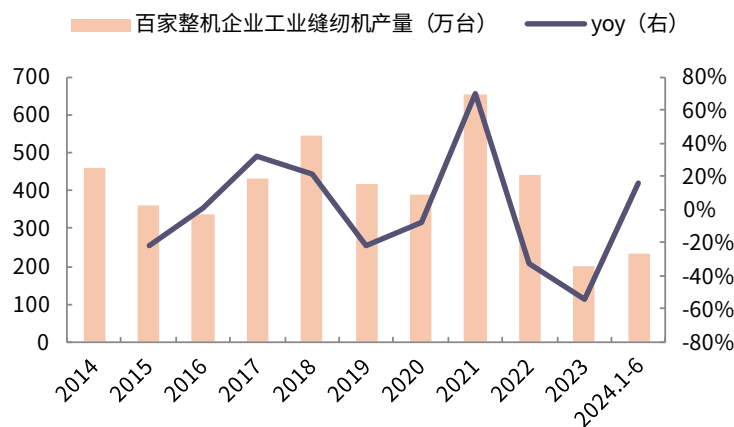
纺服机械行业呈现3-4年的小周期。2023年，全行业工业缝纫机总产量同比-11%至560万台。2023年全行业工业缝纫设备内销同比-20%至185万台，出口-14%至432万台。2024年上半年，内外销同步回暖。其中内销同比增速20%，出口同比增速1%。

图30：全行业工业缝纫机产量



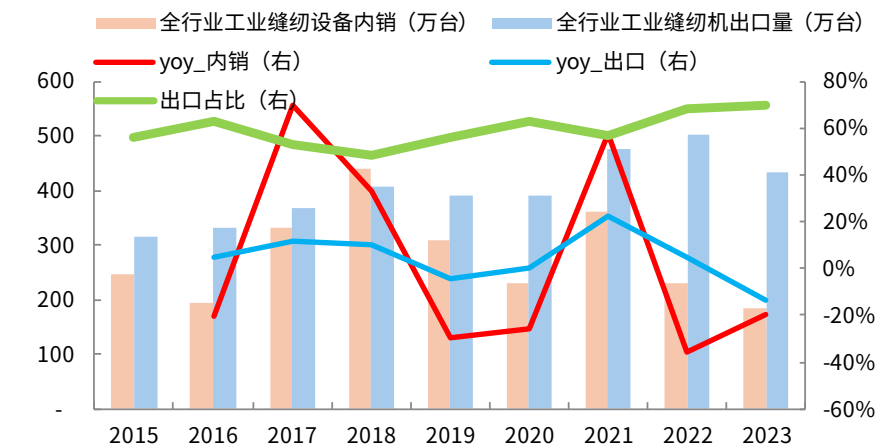
资料来源：中国缝制机械协会, 光大证券研究所

图31：百家整机企业工业缝纫机产量



资料来源：中国缝制机械协会, 光大证券研究所

图32：全行业工业缝纫机出口/内销情况



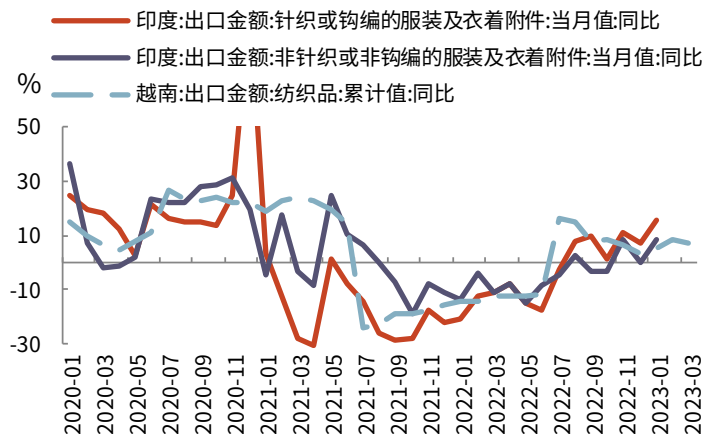
资料来源：中国缝制机械协会, 光大证券研究所

纺服机械：库存低位，内外销同步改善



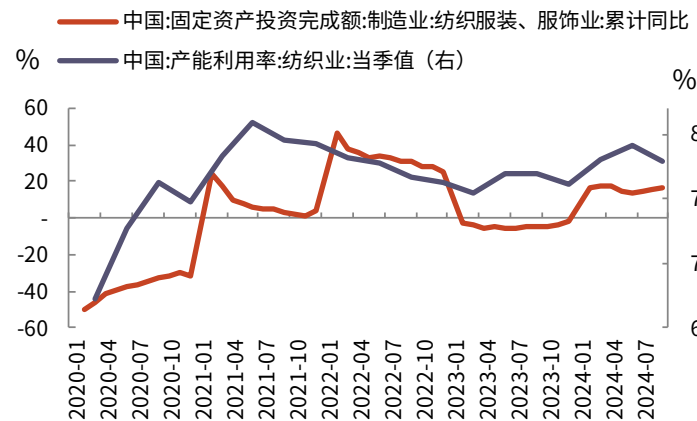
从内外需情况来看，2024年7月，印度针织或钩编的服装及衣着附件/非针织或非钩编的服装及衣着附件出口金额同比增长15.5%/8.2%，环比+8.4/+7.9pct。2024年1-9月，中国纺织业产能利用率呈上升趋势，固定资产投资完成额累计同比+16.3%。近期美国服装及服装面料库销比已回落至2022年初水平。

图33：印度、越南纺织服装品出口增速转正



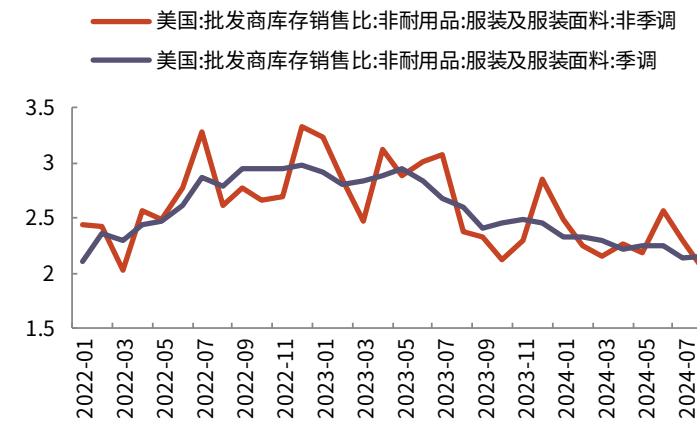
资料来源：Wind, 光大证券研究所；印度数据截至2024.7，其余截至2024.9

图34：中国纺织服装业产能利用率、固定资产投资



资料来源：Wind, 光大证券研究所；截至2024.9

图35：美国服装行业库销比



资料来源：Wind, 光大证券研究所；截至2024.8

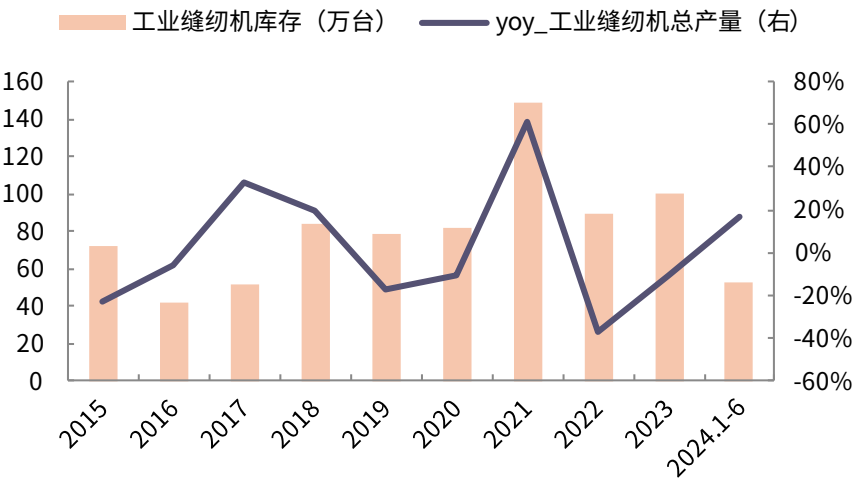
纺服机械：库存低位，内外销同步改善



2021年末，行业库存达到峰值。2022-2023年，需求转弱伴随主动去库同步进行。截至2024年6月底，工业缝纫机库存已降至53万台，较上年末近百万台的库存量呈现明显下滑态势，行业清库减存成效明显，为下半年增产预留了一定发展空间。

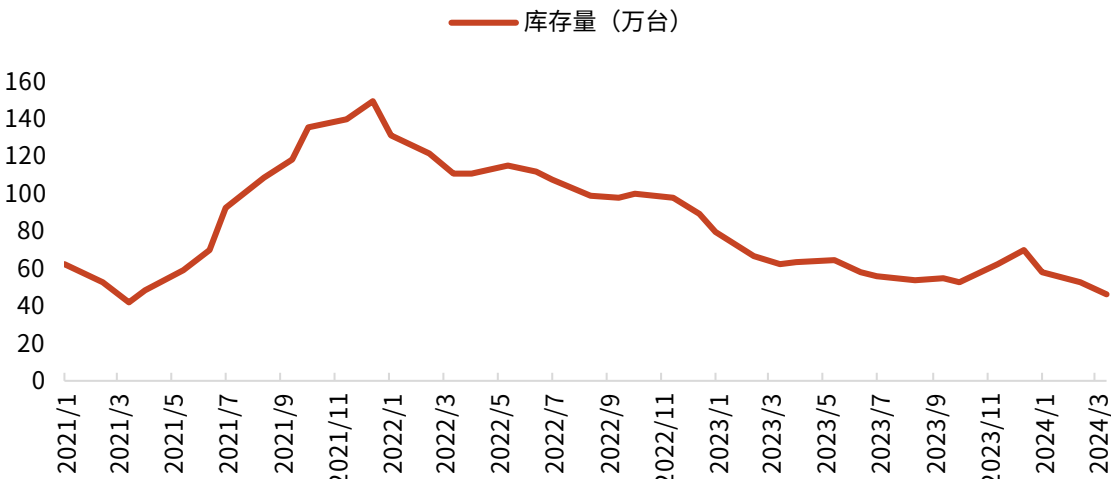
综上，纺服机械内外需持续向好，行业库存处于低位，展望2025年，行业景气度有望持续，建议关注杰克股份、宏华数科、大豪科技。

图36：工业缝纫机库存与行业产量增速



资料来源：中国缝制机械协会, 光大证券研究所

图37：行业百家企业工业缝纫机月库存量情况



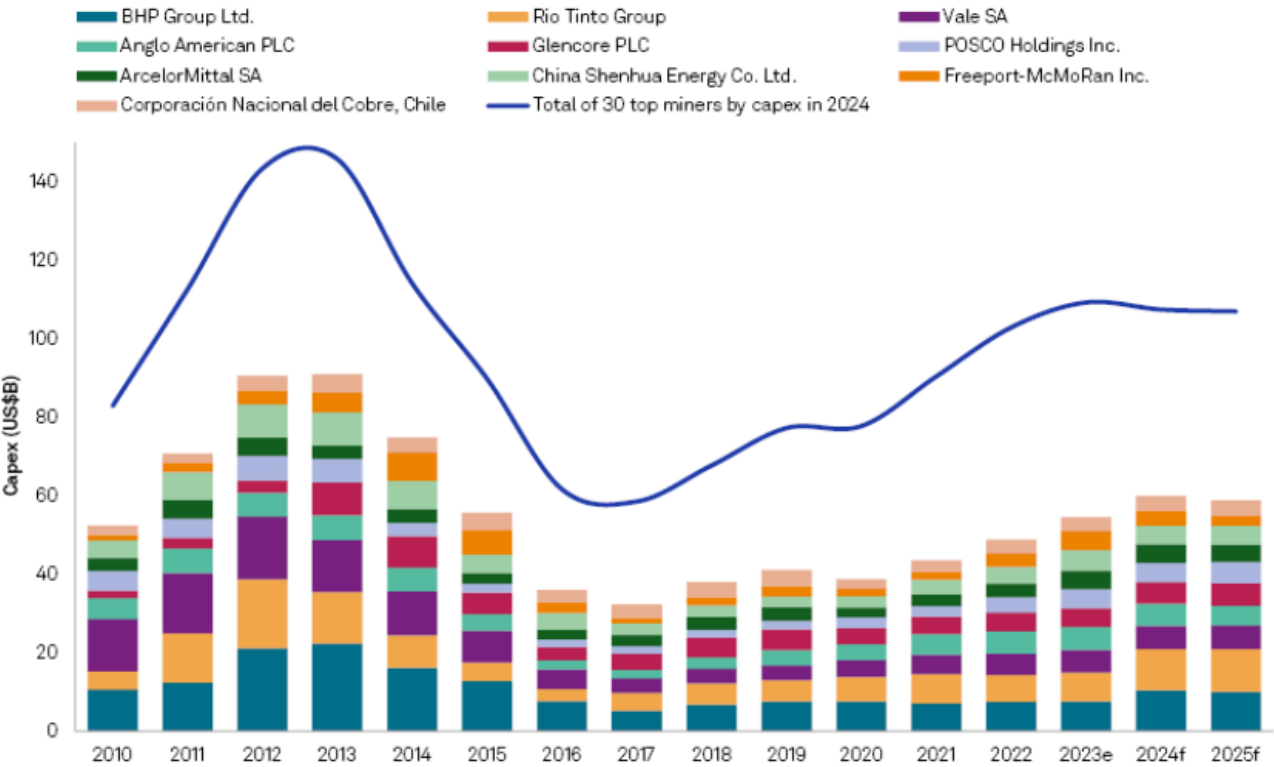
资料来源：中国缝制机械协会, 光大证券研究所；截至2024.3

矿山机械：设备与耗材双逻辑



全球采矿业投资与铜价呈现正相关关系。伴随着铜价的新一轮回升，前10大矿业公司的总资本支出、我国对外采矿业投资均处于上升趋势。

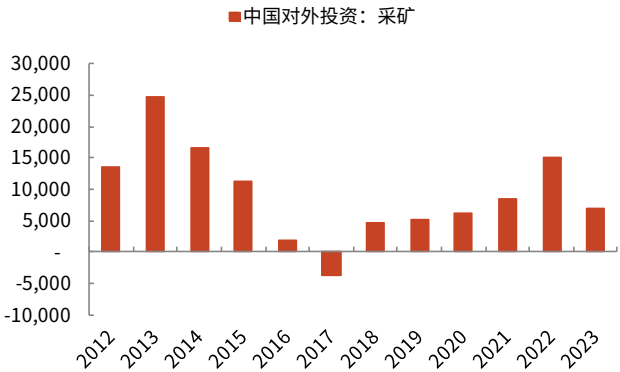
图38：前10大矿业公司的总资本支出



资料来源：S&P Global

请务必参阅正文之后的重要声明

图39：中国对外投资：采矿（百万美元）



资料来源：CEIC、光大证券研究所

图40：LME铜期货价格（美元/吨）



资料来源：Wind、光大证券研究所 统计时间截至2024/9/30

圣地亚哥研究机构铜和采矿研究中心(Cesco)通过分析数据，发现自2006年以来在智利生产一吨铜所需的投资已大幅增加。

资本支出成本不断上升的原因包括：

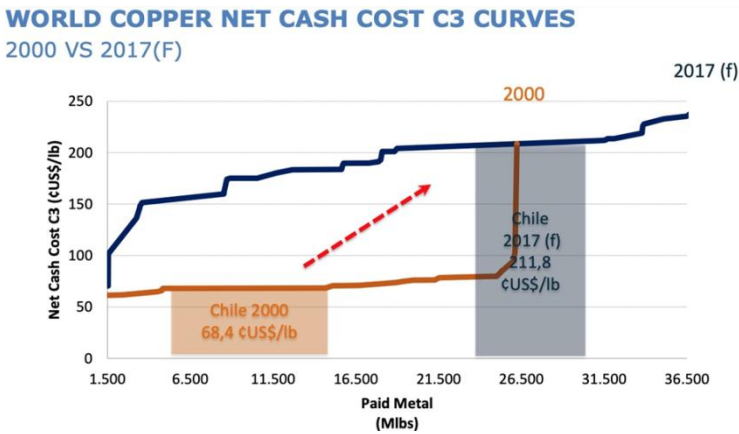
- 1) 铜矿石品位下降意味着所需采矿和选矿作业的相对规模要大得多；
- 2) 越来越多的采矿项目位于发展中经济体偏远地区，这些地区几乎没有必需的基础设施；
- 3) 随着40年来通货膨胀渗透到整个行业，矿山建设所需的许多投入成本越来越高。包括两项最大的成本：工资和用于运行采矿设备的柴油

图41：智利平均铜品位



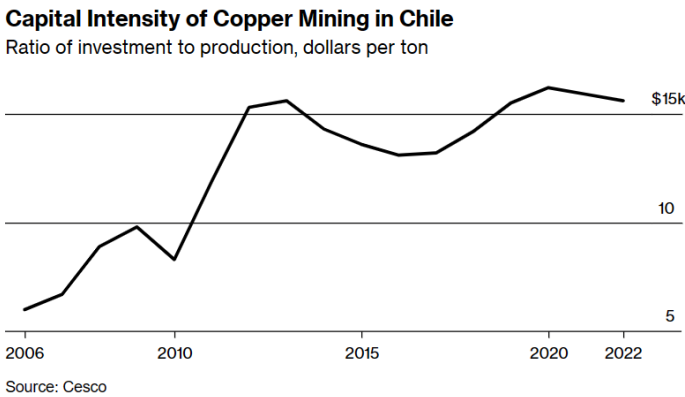
资料来源：aheadoftheherd

图42：智利的铜矿开采成本（2000 VS 2017）



资料来源：aheadoftheherd

图43：智利铜矿资本密度



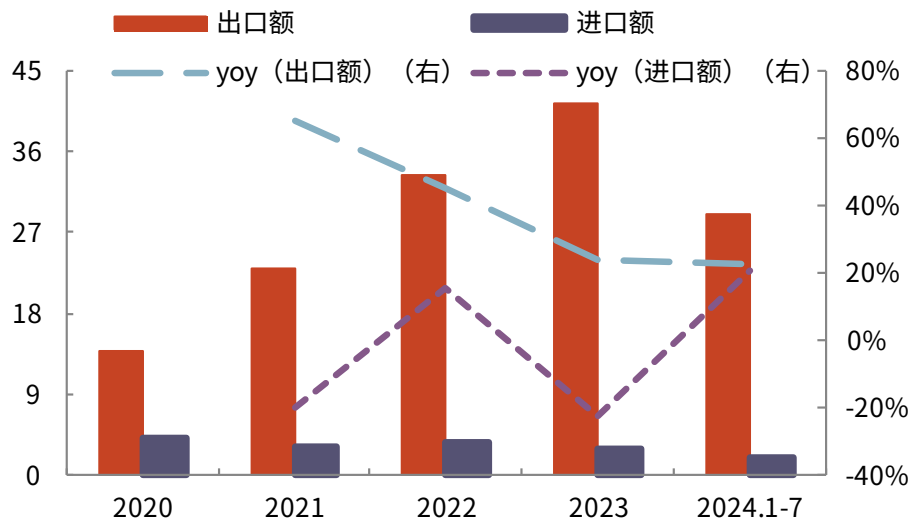
资料来源：Cesco



市场需要新的矿山供应，来抵消老旧矿山消耗、品位下降和需求增长。根据Wood Mackenzie测算，2030年初级矿山的供应缺口近300万吨，需要的资本支出约650亿美元，而到2033年，供应缺口和需要的资本支出分别达到500万吨左右和1200亿美元。

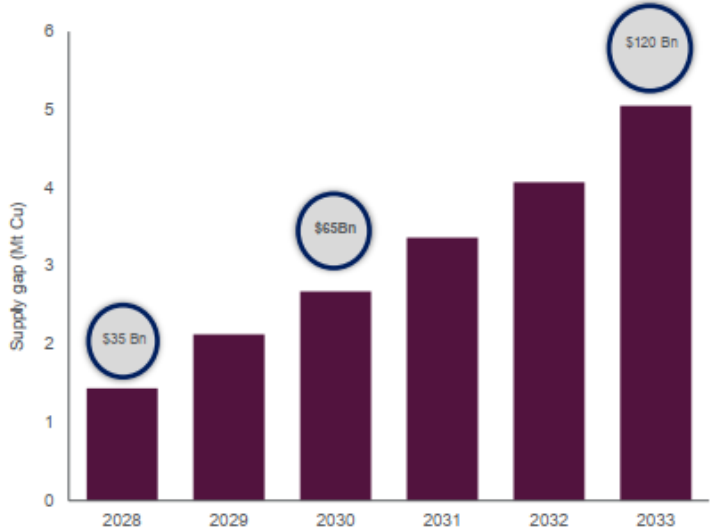
由于国内资源自给能力不足，中国加大了海外矿山拓展力度。我国矿山机械借此机遇，实现了出口额的高速增长。2023年，我国矿山机械出口额41.34亿美元，同比增长23.75%。2024年1-7月，中国矿山机械出口额29.0亿美元，同比增长22.7%。

图44：我国矿山机械进出口金额



资料来源：中国重型机械工业协会、光大证券研究所；单位：亿美元

图45：初级矿山的供应缺口和资本支出需求预测



资料来源：Wood Mackenzie

 表4：国内外矿山企业收入与订单情况

公司	项目	2023H1	2024H1	增速
伟尔	设备订单（亿英镑）	2.9	2.5	-13%
	后市场订单（亿英镑）	9.9	10.0	2%
	合计（亿英镑）	12.8	12.5	-2
	设备收入（亿英镑）	2.8	2.4	-12%
	后市场收入（亿英镑）	9.6	9.6	0%
	合计（亿英镑）	12.4	12.1	-3%
美卓-矿物部门	设备订单（亿欧元）	7.5	5.5	-26%
	后市场订单（亿欧元）	13.7	12.9	-6%
	合计（亿欧元）	21.2	18.4	-13%
	设备收入（亿欧元）	7.8	6.0	-24%
	后市场收入（亿欧元）	12.0	12.0	0%
	合计（亿欧元）	19.8	18.0	-9%
中信重工	设备收入（矿山及重型装备）（亿元）	28.4	28.6	1%
	耗材收入（特种材料）（亿元）	20.5	14.0	-32%
耐普矿机	设备收入（选矿设备）（亿元）	0.7	0.5	-27%
	耗材收入（橡胶耐磨备件）（亿元）	2.5	3.0	20%

资料来源：各公司公告、光大证券研究所整理

目前来看，相较于未来新能源引发的需求，铜矿供给仍存在较大缺口。在相关资本支出落地并实现有效产出前，耗材需求将不断提升。我们看好矿山设备出口及相关备件耗材需求提升，投资方面关注两条主线：1) 铜矿品味下降，耗材备件需求通胀，建议关注耐普矿机、新锐股份；2) 铜矿供给缺口下，资本支出有望提速，从而带动设备需求，建议关注中信重工、运机集团、山推股份、同力股份。

工程机械：内需逐步回暖，看好海外成长空间

工程机械行业景气度主要受到固定资产投资、更新换代、海外出口等因素影响。

(1) 投资面：基建投资稳健增长；地产投资下滑，等待政策进一步提振。2024年1-9月，国内基建投资同比增长9.3%，但地产投资持续低迷，同比下滑9.9%，影响国内工程机械需求。

(2) 更新换代：以挖掘机为代表，我国挖掘机销量自2016年开始进入高速增长期，考虑到挖掘机使用寿命通常为8-10年，我国挖掘机更新替代需求有望进入高速增长期；根据我们测算，2024-2026年我国挖掘机更新需求分别同比-17.5%/+23.2%/+54.8%，挖掘机更新替代需求的增长有望为挖掘机整体销量形成有力支撑。

(3) 海外出口：工程机械海外出口成长空间依旧广阔，国内产品具备明显性价比优势，未来出口有望维持增长趋势。

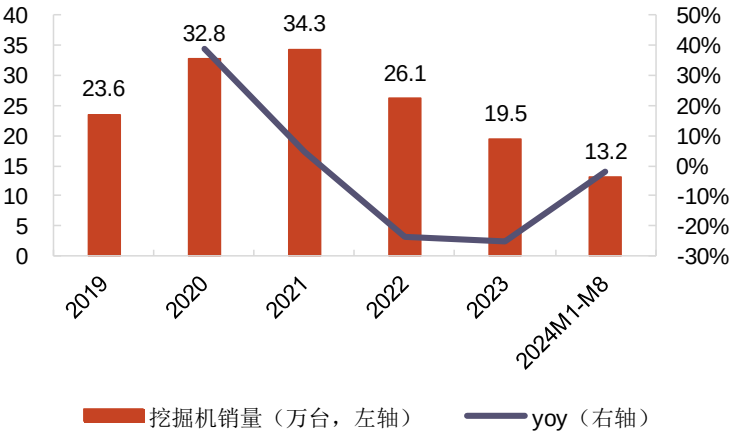
整体来看，在2024年1-8月，国内挖掘机等主要产品销量仍处于下滑区间，但降幅显著收窄；随着国内下游需求逐步回暖，挖掘机等主要产品的内销销量显著提升，对板块行情形成一定的支撑。同时由于原材料价格下跌，海外高毛利产品出口增加等原因，工程机械公司的中报业绩普遍出现底部反弹，净利润出现明显增长，显示上市公司已经走出最困难的时期，对提振市场信心具有帮助。后续海外拓展、电动化等行业趋势，有望带来持续的正面影响。

工程机械：内需逐步回暖，看好海外成长空间

2024年1-8月我国挖掘机销量13.2万台，同比下降2.2%；装载机销量7.4万台，同比增长5.6%。虽然挖掘机、装载机整体销量较历史水平仍处于底部阶段，但已呈现明显回暖趋势。

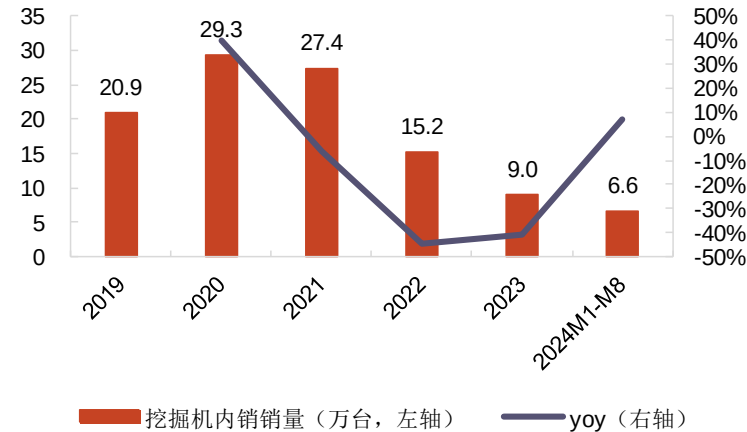
2024年1-8月我国挖掘机内销销量6.6万台，同比增长7.3%；装载机内销销量3.7万台，同比增长0.6%。单月份销量来看，2024年8月我国挖掘机内销销量0.7万台，同比增长18.1%；装载机内销销量0.4万台，同比增长9.0%，装载机、挖掘机内销销量增速持续提升。

图46：2019-2024M1-M8国内挖掘机销量（含出口）



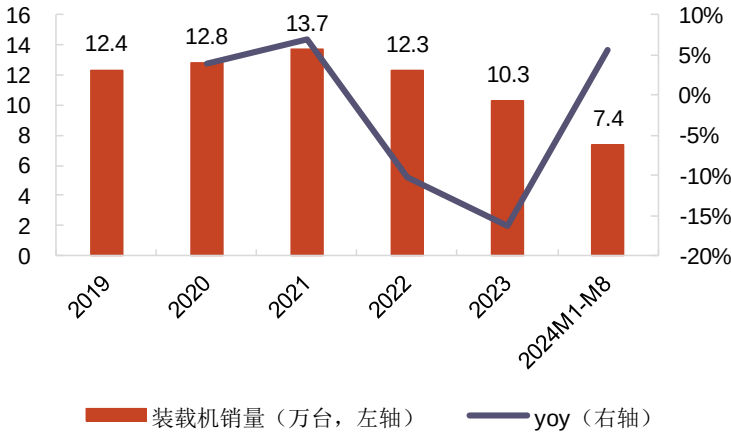
资料来源：Wind, 光大证券研究所

图48：2019-2024M1-M8挖掘机内销销量



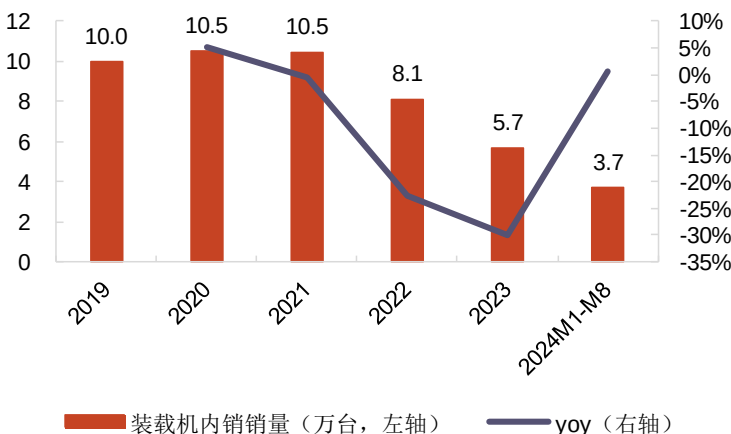
资料来源：Wind, 光大证券研究所

图47：2019-2024M1-M8国内装载机销量（含出口）



资料来源：Wind, 光大证券研究所

图49：2019-2024M1-M8装载机内销销量

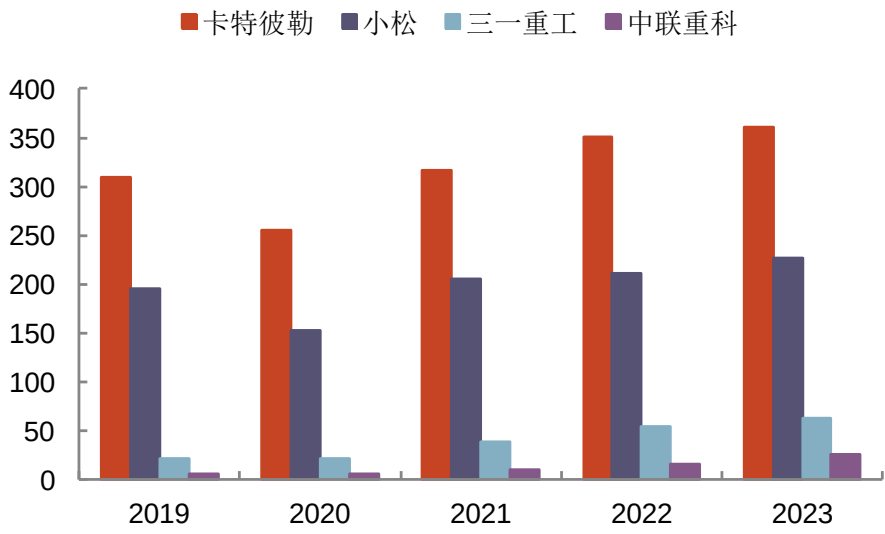


资料来源：Wind, 光大证券研究所

工程机械：内需逐步回暖，看好海外成长空间

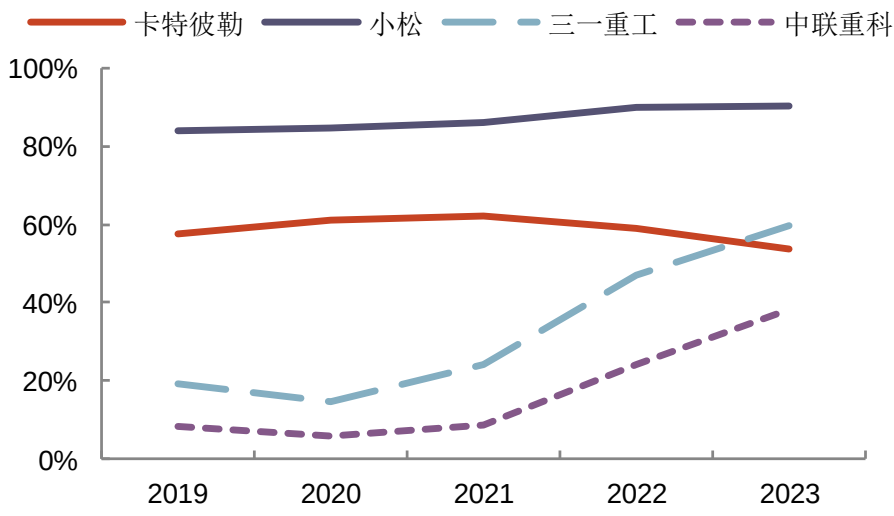
国内工程机械企业的出口占比在近几年有持续的显著提升，但在规模上距离海外龙头卡特彼勒、小松仍旧有较大差距；三一重工、中联重科、徐工机械等国内龙头的出口情况仍然向好，海外收入规模、占比依旧有巨大的提升空间，未来有望继续成长。

图50：2019 – 2023年工程机械龙头企业海外收入规模（单位：亿美元）



资料来源：Wind, 光大证券研究所

图51：国内工程机械企业海外收入占比有较大提升空间



资料来源：Wind, 光大证券研究所

工程机械：内需逐步回暖，看好海外成长空间

三季度伴随专项债放量发行，将对基建投资增速构成支撑。根据光大证券宏观组，8月及9月专项债发行已显著提速，将对后续基建投资带来支撑。7月30日政治局会议再度提及“要加快专项债发行使用进度”，8月新增专项债规模达到7965亿元，达到近年来的单月峰值，发行节奏已显著加速。9月来看，截至9月14日，月内新增专项债发行4593亿元，发行规模已经超过了1-7月的单月水平。9月14日，财政部发布《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》，提到要“加快地方政府专项债券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围，额度分配向项目准备充分、投资效率较高的地区倾斜”。考虑当前国内有效需求不足，经济运行出现分化，扩大基建投资对稳定经济主要指标的意义更为重要。向前看，随专项债资金和特别国债资金逐步转化为实物投资，将会对基建投资增速带来支撑。

随着专项债放量发行，我们预计2024年基建投资增速有望维持，边际上提升工程机械销量的预期，是支撑工程机械销量反弹的基础之一。

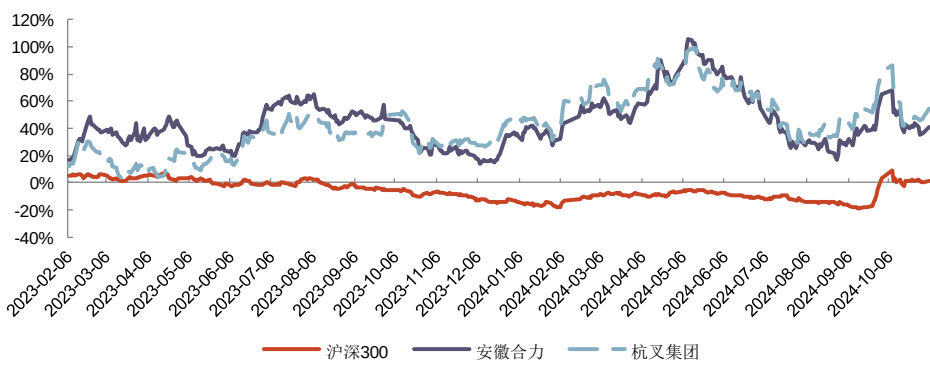
工程机械方面，建议关注整机龙头三一重工、徐工机械、中联重科，零部件龙头恒立液压，看好龙头公司的长期成长。

叉车：出口+电动化对板块行情形成有力支撑

2024H1叉车龙头业绩持续提升，盈利能力不断增强。2024H1安徽合力、杭叉集团营业收入分别同比增长4.6%/4.0%，营收增速不及行业销量增速主要由于行业销量增长主要受价值量较低的III类叉车带动。受原材料价格下降、产品结构不断优化、高毛利的海外营收占比不断提升影响，安徽合力、杭叉集团2024H1的毛利率、净利率均呈现不同程度提升。2024H1，安徽合力、杭叉集团归母净利润分别同比增长22.1%/28.7%，显著高于营收增速。

叉车出口销量快速增长、叉车电动化率持续提升对叉车龙头股价形成强有力支撑。年中受制造业景气度不及预期、航运费用上涨等因素影响，叉车龙头股价有所回调。未来随着制造业复苏带动叉车行业下游需求回暖、叉车锂电化进程持续推进、国产叉车海外渗透率不断提升，叉车板块有望得到持续正面影响。

图52：叉车龙头2023年至今股价走势复盘



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至2024年11月4日

表5：叉车龙头2023&2024H1业绩情况

		2023					2024H1				
证券代码	公司名称	营业收入 (亿元)	yoy (%)	归母净利 润(亿元)	yoy (%)	毛利 率(%)	营业收入 (亿元)	yoy (%)	归母净利 润(亿元)	yoy (%)	毛利 率(%)
600761.SH	安徽合力	174.7	11.5	12.8	41.4	20.6	90.1	4.6	8.0	22.1	21.6
603298.SH	杭叉集团	162.7	12.9	17.2	74.2	20.8	85.5	4.0	10.1	28.7	21.4

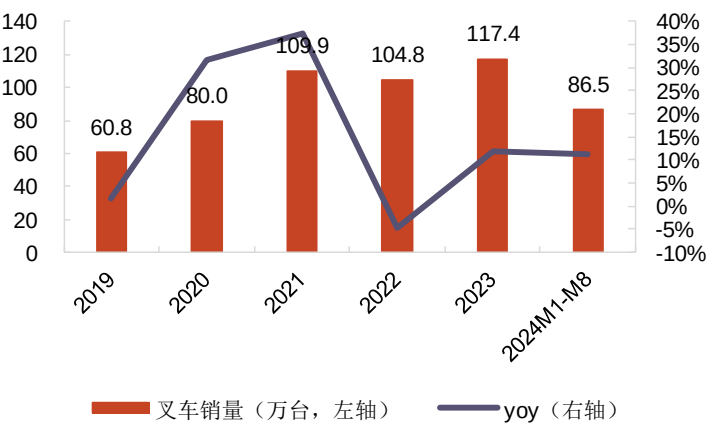
资料来源：Wind，光大证券研究所

叉车：出口+电动化对板块行情形成有力支撑

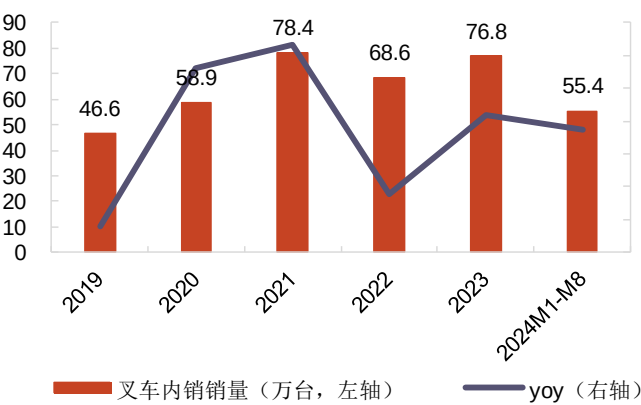
2024年1-8月，国内叉车销量86.5万台，同比增长11.4%；其中内销销量55.4万台，同比增长7.6%。从销量结构来看，2024H1国内I、II、III、IV&V类叉车销量分别为9.1/1.3/36.5/19.4万台，占比分别为13.7%/2.0%/55.1%/29.2%，销量分别同比+19.0%/+22.6%/+25.6%/-7.0%。因此我们认为今年以来国内叉车销量增长主要受价值量较低的III类叉车增长驱动，而价值量更高的I、II、IV&V类叉车受国内制造业景气度影响，销量增速均有不同程度的下滑。

叉车行业需求与制造业景气度具有较强关联性。10月制造业PMI为50.1%，较上月回升0.3个百分点，超出市场预期，各细分指数出现不同水平的回升。随着下游制造业生产经营活动加快，国内叉车行业需求有望逐步回暖。

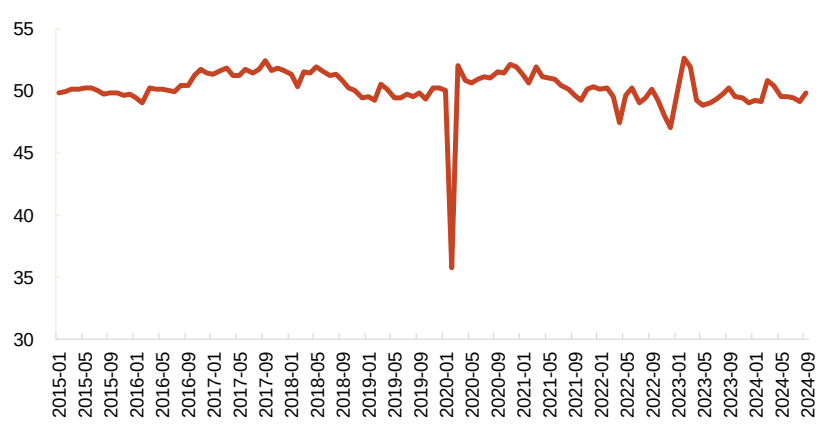
图53：2019-2024M1-M8国内叉车销量（含出口）图54：2019-2024M1-M8国内叉车内销销量 图55：中国制造业PMI指数变化（%）



资料来源：Wind, 光大证券研究所
请务必参阅正文之后的重要声明



资料来源：Wind, 光大证券研究所

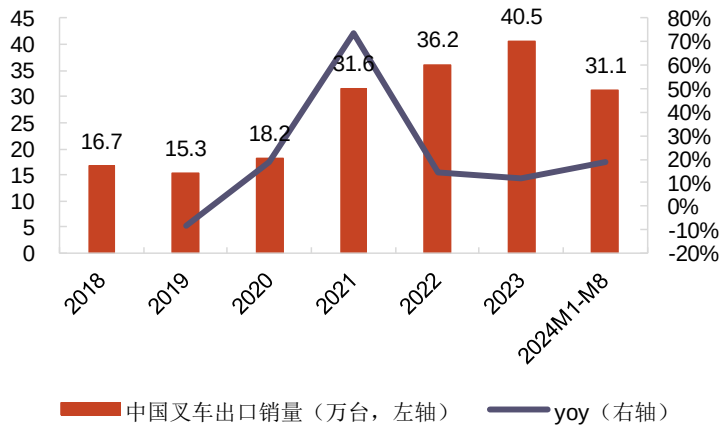


资料来源：Wind, 光大证券研究所，截至2024年10月

叉车：出口+电动化对板块行情形成有力支撑

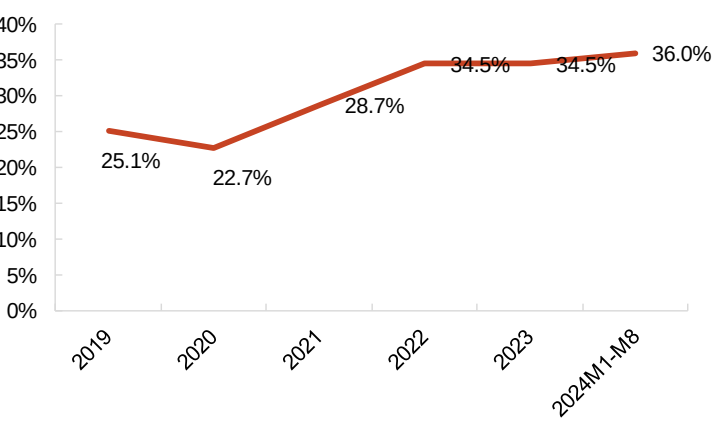
国产叉车出口销量及占比持续提升。2024年1-8月，我国叉车出口销量31.1万台，同比增长18.8%；出口销量占比达到36.0%，同比提升2.2个百分点。2024年1-8月，我国电动叉车销量62.2万台，电动化率达到了71.9%，同比提升了6.4个百分点。得益于产品的价格优势以及稳定的供应体系，我国叉车出口销量增长迅速。我们认为当前国产叉车在海外渗透率仍有较大提升空间，未来随着叉车锂电化进程的不断推进，国内叉车企业有望凭借其锂电叉车领域的技术优势不断提高市场份额。随着设备大规模更新政策的落地，叉车电动化符合政策的指引方向，国内叉车龙头有望深度受益。建议关注杭叉集团、安徽合力。

图56：2018-2024M1-M8叉车出口销量



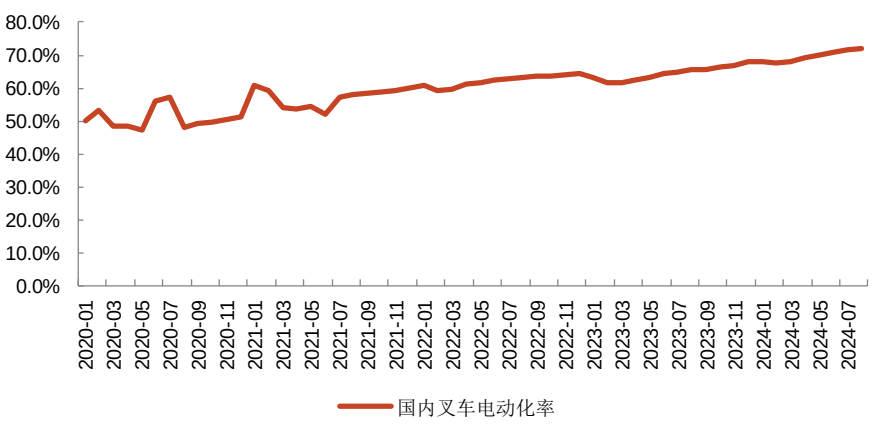
资料来源：Wind, 光大证券研究所

图57：2018-2024M1-M8叉车出口占比



资料来源：Wind, 光大证券研究所

图58：2020-2024M1-M8国内叉车电动化率



资料来源：Wind, 光大证券研究所

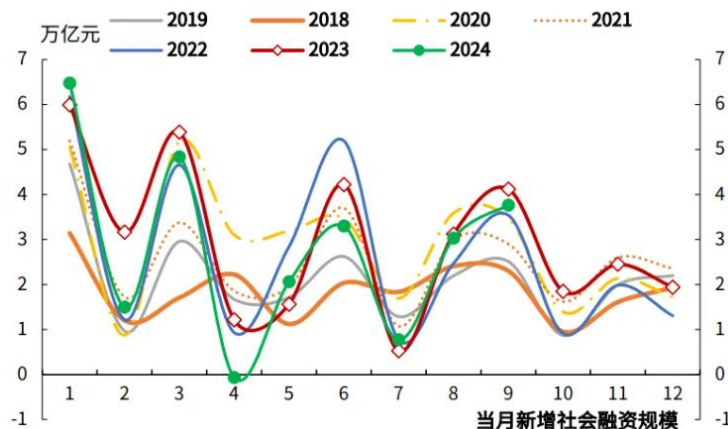
- 机械行业回顾与展望
- 外需：美国地产链复苏，新兴市场投资有望改善
- **内需：曙光将至，估值底部**
- 科技：风险偏好回升，关注超跌个股
- 重点公司推荐
- 风险分析



2024年9月新增社融37604亿元，同比少增3722亿元，表现强于市场预期。2024年9月核心CPI同比增速降至+0.1%，上月为+0.3%，已连续三个月回落。2024年10月制造业PMI录得50.1%，站上荣枯线，超出市场预期。

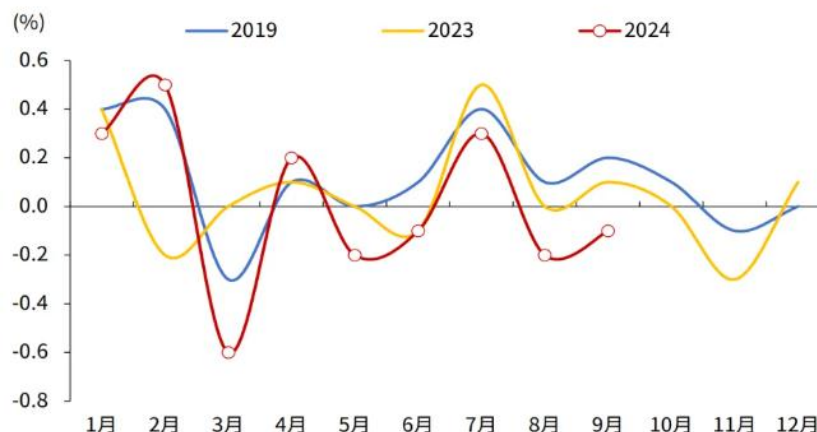
9月26日政治局会议明确发力稳增长，此后各部门围绕着财政、货币、消费、楼市、股市落实一系列逆周期政策。展望四季度，在较低基数的背景下，随着一揽子稳增长政策持续落地，GDP增速大概率上行，三季度或将确认本轮经济周期的底部。

图59：9月新增社融好于季节性表现



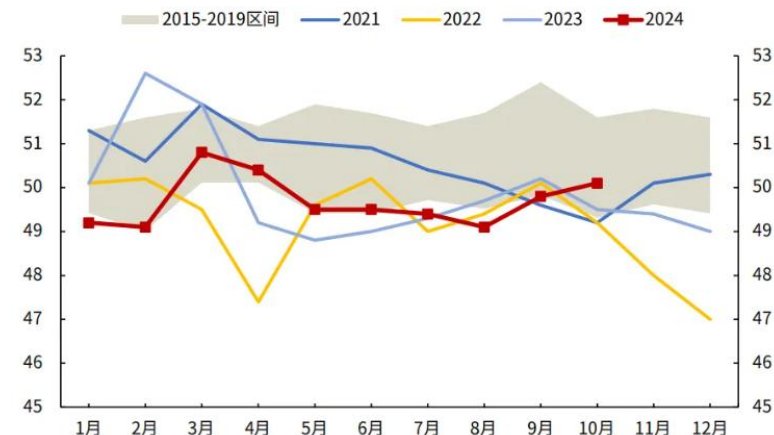
资料来源：Wind, 光大证券研究所

图60：9月核心CPI环比增速小幅回升



资料来源：Wind, 光大证券研究所

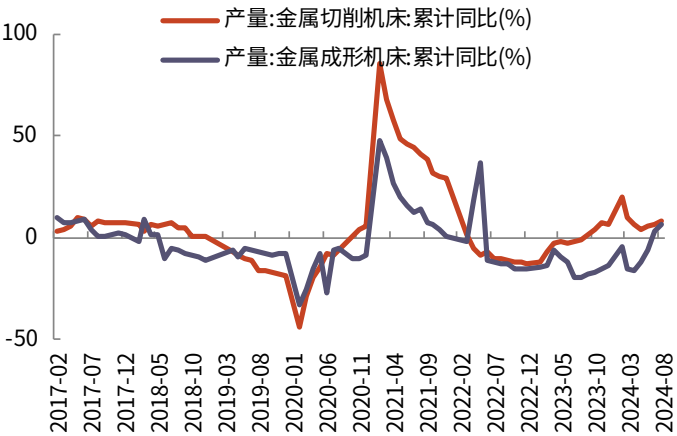
图61：2024年10月制造业PMI大幅回升



资料来源：Wind, 光大证券研究所；单位：%

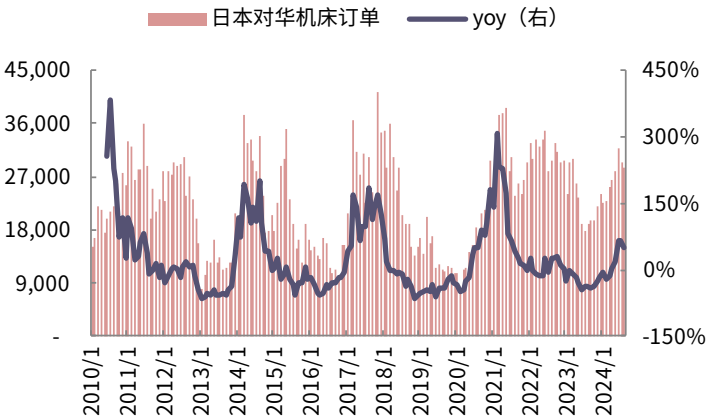
机床&刀具：行业复苏中，静待政策发力

图62：我国机床产量增速



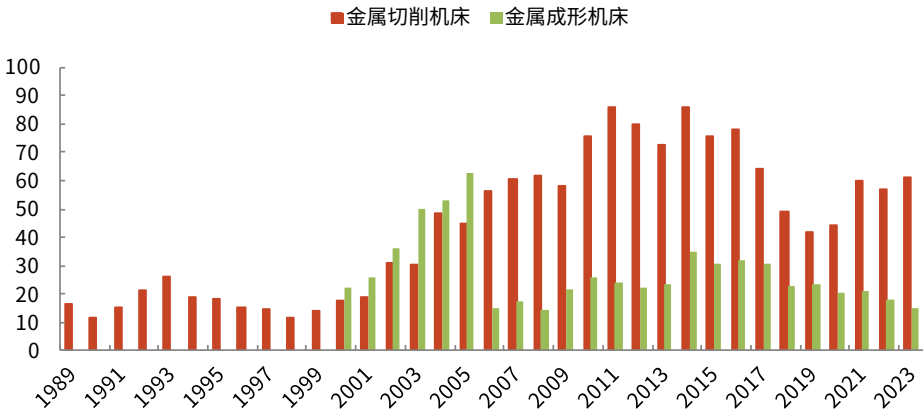
资料来源：Wind, 光大证券研究所；截至2024.8

图63：日本对华机床订单增速



资料来源：日本工作机械工业会，光大证券研究所，统计时间截至2024年8月；单位：百万日元

图64：我国金属加工机床产量



资料来源：Wind, 光大证券研究所；单位：万台

2024年1-8月,我国金属切削机床产量累计同比+7.7%，金属成形机床产量累计同比+6.7%，呈现底部回升态势。

日本8月份出口中国机床285.3亿日元，环比-3.3%，同比+50.1%。从8月份订单来看，中国需求占日本机床外需订单的36.3%。日本机床外需订单转暖，预示着包括中国在内的机床需求显著提升。从产业周期来看，机床呈现约10年的更换周期。2009年，“04专项”的实施为我国机床行业注入新的动力，我国金属切削机床在2011/2014年形成产量高峰。随着10年更换周期的到来，预计我国机床行业将迎来大规模替换需求。

建议关注科德数控、纽威数控、海天精工、华中数控。

机床&刀具：行业复苏中，静待政策发力



行业空间层面：

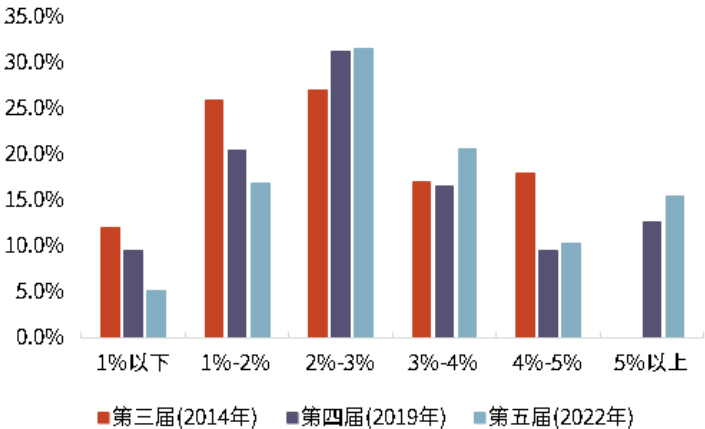
一方面，与发达国家相比，我国刀具消费占机床消费比例仍有较大提升空间；另一方面，刀具占制造业生产成本比例呈上升趋势，逐步向发达国家5%靠拢。

行业盈利水平方面：

2023年以来，受宏观经济影响，行业需求不振导致竞争加剧，刀具企业毛利率呈下行趋势。2024Q2，由于上游碳化钨价格上涨，刀具企业顺势涨价，毛利率有所恢复。

随着内需企稳，制造业复苏有望带动刀具需求回暖，建议关注欧科亿、华锐精密。

图65：中国企业刀具成本占比



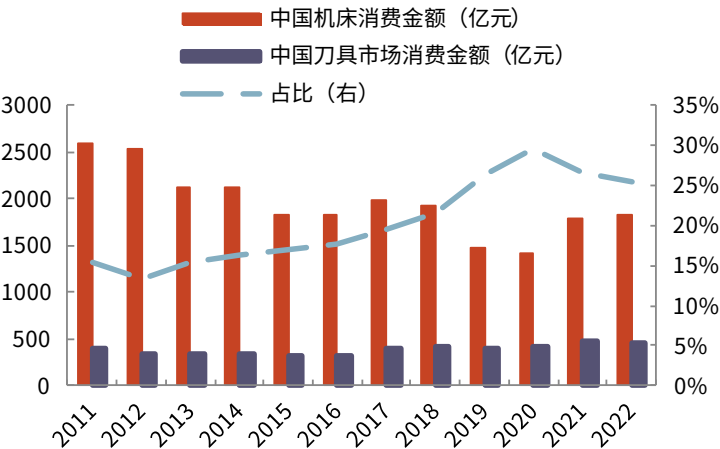
资料来源：头豹产业研究院，光大证券研究所

图67：碳化钨价格变动（单位：元/kg）



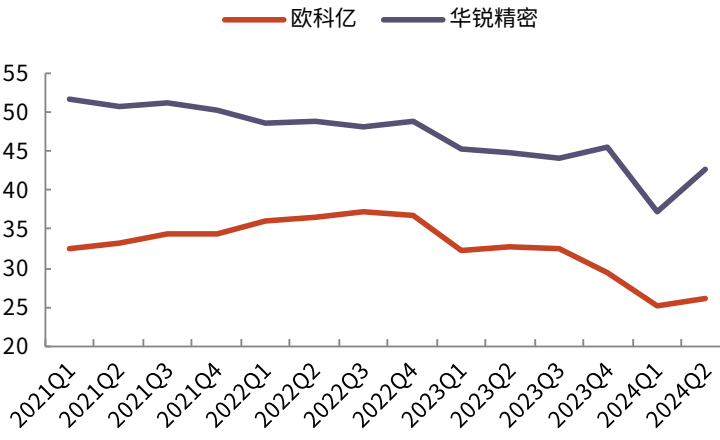
资料来源：Wind, 光大证券研究所；截至2024.9.30

图66：刀具消费占机床消费比例



资料来源：头豹产业研究院，光大证券研究所

图68：刀具企业毛利率变动（%）



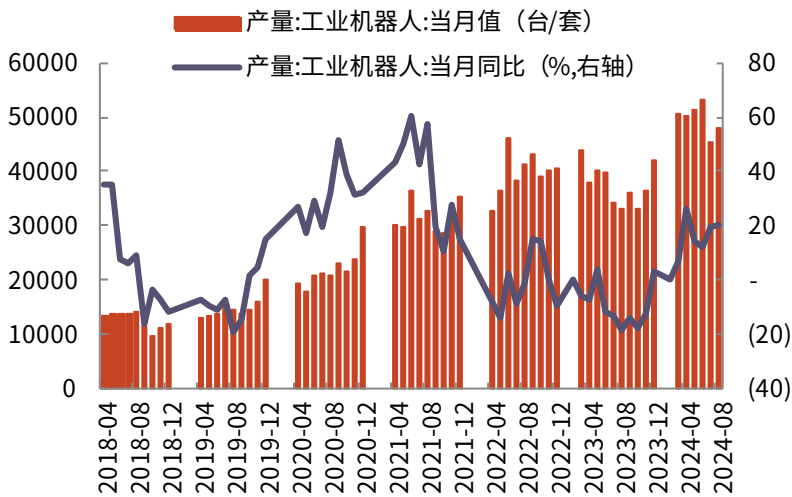
资料来源：Wind, 光大证券研究所



2024年8月,我国工业机器人产量4.8万台,同比+20%。根据MIR DATABANK最新数据统计,2024年第二季度中国工业机器人销量约7.1万台,同比增长5.4%。尽管2024年上半年市场需求低于预期,但仍保持一定韧性,2024年上半年工业机器人整体销量约为14万台,同比增长5%左右。

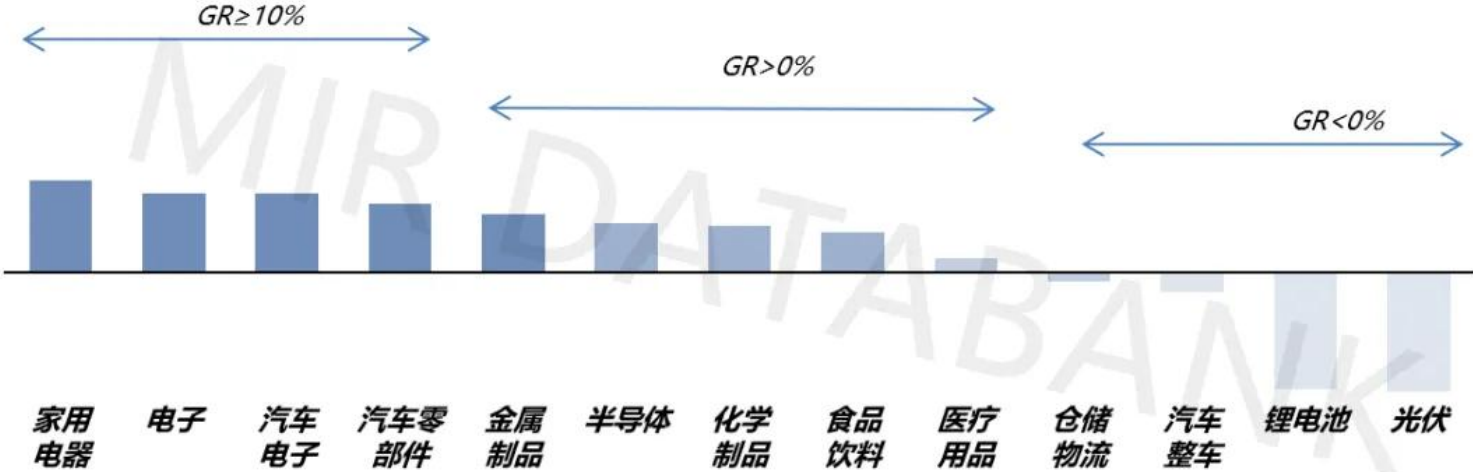
从下游需求来看,光伏、锂电拖累明显,但受到家用电器、汽车电子、汽车零部件等行业拉动。工业机器人整体价格持续下行,在制造业领域的渗透率进一步提升。

图69：我国工业机器人产量



资料来源：Wind, 光大证券研究所

图70：2024上半年工业机器人下游行业出货情况



资料来源：MIR睿工业

自动化：新能源拖累，国产替代加速

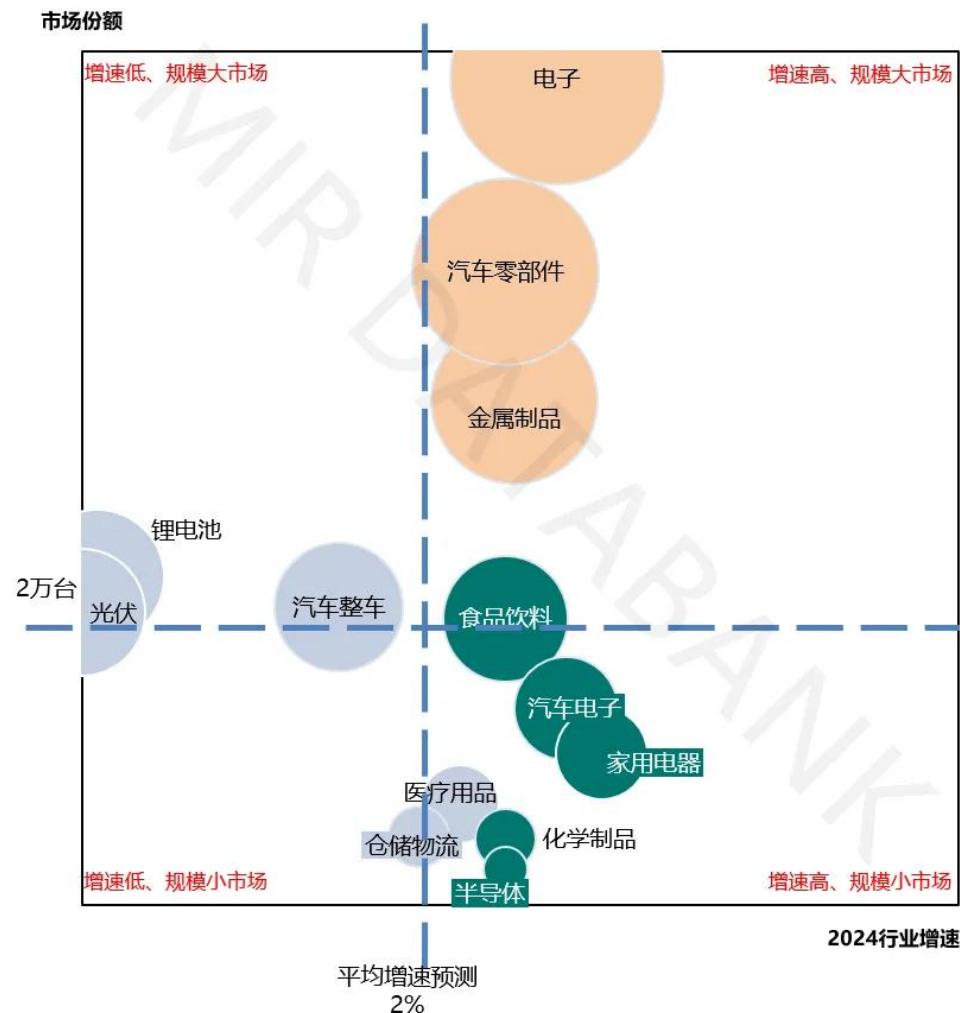
图72：2023H1及2024H1工业机器人市场内外资厂商占比情况



资料来源：MIR睿工业

国产头部厂商持续放量，规模化生产效应使成本优势进一步凸显，伴随新应用场景的拓展，国产替代进一步加速，2024年上半年内资品牌整体同比增长率达到21.3%，远高于上半年工业机器人整体市场增速，同时内资品牌份额迅速攀升至50.1%，二季度首次超过外资品牌。自动化领域“机器换人”的需求长期存在，随着国内经济复苏，行业景气度有望得到修复，同时国产替代持续进行，长期看好国内自动化厂商，建议关注汇川技术、禾川技术、怡合达。

图71：2024年工业机器人下游行业市场预期

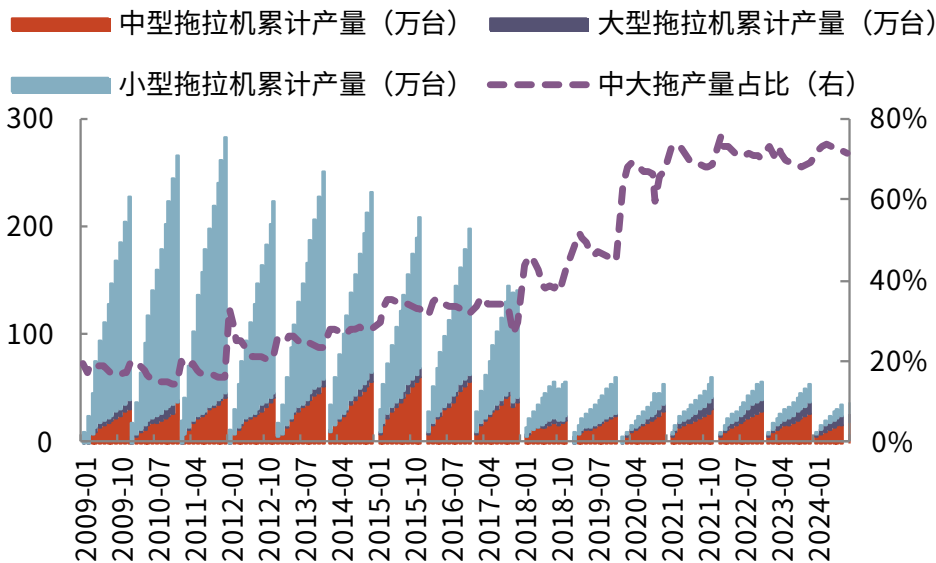


资料来源：MIR睿工业



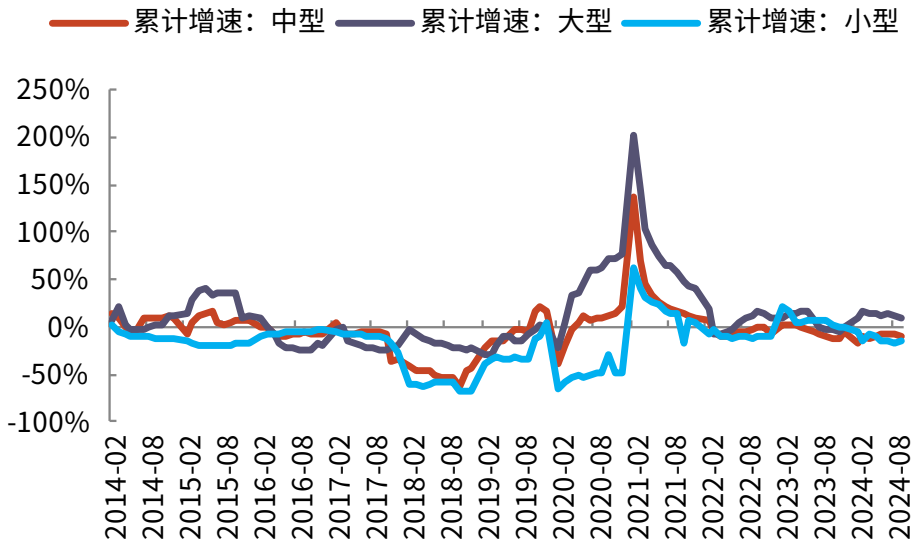
随着农机补贴向“大马力、高技术”倾斜，保有量较大的小马力拖拉机逐步退出市场，头部企业优势显现。从2009-2024H1，中大马力拖拉机产量占比从20%左右提升至70%以上，CR2（一拖、雷沃）的补贴销量市占率从2020年的21.7%提升至2023年的41.5%。

图73：我国拖拉机产量



资料来源：Wind, 光大证券研究所；截至2024.9

图74：不同类型拖拉机产量增速

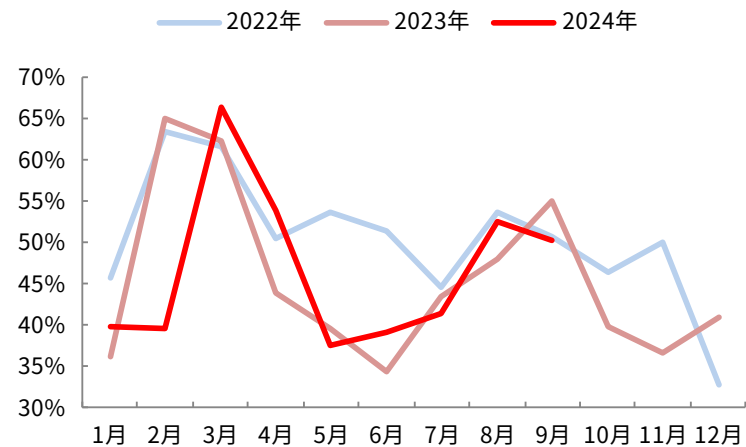


资料来源：Wind, 光大证券研究所；截至2024.9



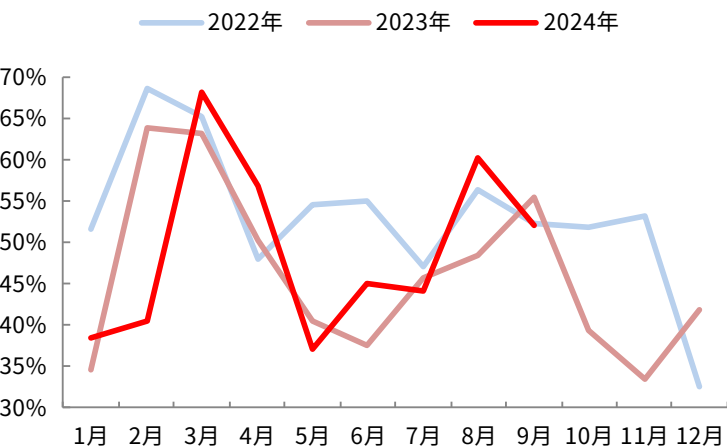
2024年9月，大型拖拉机市场表现亮眼，大型拖拉机指数52.1%，拖拉机指数、大型拖拉机指数均连续2个月位于景气区间。近年随着大型化、高端化趋势逐年强烈，以及“国四”切换的需求透支消退，大中拖市场持续高景气。建议关注一拖股份、威马农机。

图75：拖拉机景气指数



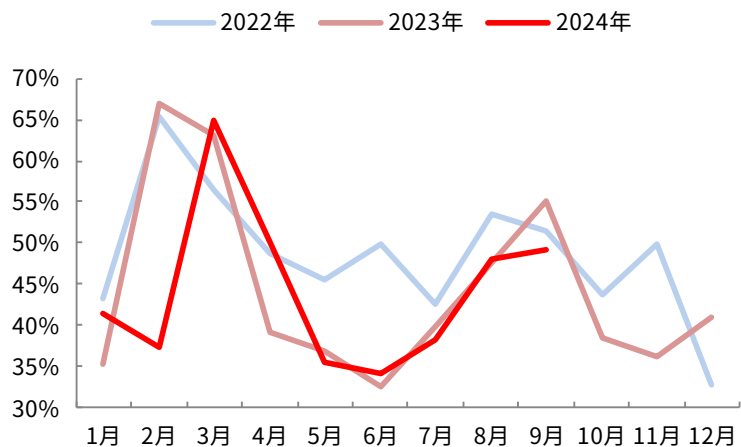
资料来源：中国农业机械流通协会, 光大证券研究所;
截至2024.9

图76：大型拖拉机景气指数



资料来源：中国农业机械流通协会, 光大证券研究所;
截至2024.9

图77：中型拖拉机景气指数



资料来源：中国农业机械流通协会, 光大证券研究所;
截至2024.9

- 机械行业回顾与展望
- 外需：美国地产链复苏，新兴市场投资有望改善
- 内需：曙光将至，估值底部
- **科技：风险偏好回升，关注超跌个股**
- 重点公司推荐
- 风险分析

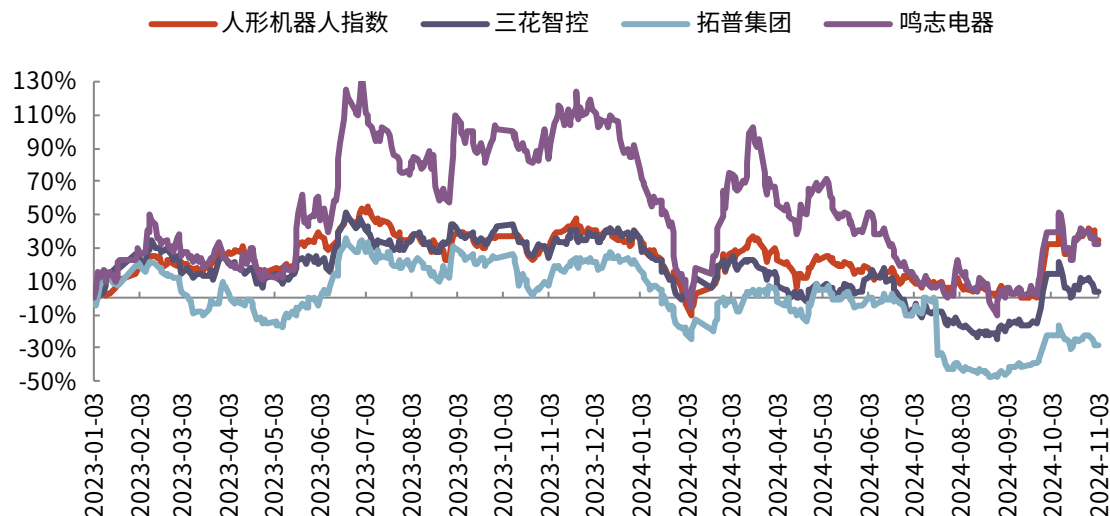
人形机器人：板块超跌，关注特斯拉催化



2024年6月13日，特斯拉召开2024年股东大会。主要信息如下：

- 1) 数量方面：预计未来人形机器人与人类的比例为2:1或者1:1，约100亿台；
- 2) 节奏方面：今年底明年初有一个重要的硬件升级；将会发布22DoF灵巧手；2025年进入有限生产（limited production），几千台Optimus机器人在特斯拉工厂工作；预计2026年实现泛化并成为通用型人形机器人；
- 3) 市场空间方面：预计量产后售价20000美元，成本10000美元，单台利润10000美元，全球每年量产10亿个，特斯拉市占率10%，以20倍PE计算，特斯拉人形机器人板块市值20万亿美元；
- 4) 两项决议获得通过，分别是将总部从特拉华州搬迁至得克萨斯州和通过了马斯克的薪酬方案。

图78：人形机器人行情复盘



人形机器人：板块超跌，关注特斯拉催化



北京时间10月11日，特斯拉举办“WE, ROBOT”活动。活动中有较大规模Optimus同时亮相，并与非工作人员进行互动。同时，本次首次展出了新一代灵巧手，视频显示为驱动器外置、腱绳驱动，我们推测采用了微型丝杠作为传动装置。

图79：特斯拉Optimus新一代灵巧手



驱动器由内置转为外置

电机数量、腱绳数量、腱绳长度**实现提升**

传动装置由蜗轮蜗杆转为微型丝杠

资料来源：社交媒体X, 光大证券研究所

人形机器人：板块超跌，关注特斯拉催化



目前人形机器人的平衡、运动能力普遍达到较为成熟的水平，制约行业进一步放量的核心因素在于训练，特别是实现进一步能力泛化的训练。根本原因在于，与文本、图片等海量资源不同，高质量的机器人运动素材较为稀缺。

2025年人形机器人能力将进一步成熟。目前我们仍将2025年定义为人形机器人的能力成熟之年，即通过大规模的场景部署实现训练素材的富集并进一步反馈至机器人能力端。在此期间，密切关注规模化部署的完成、训练方法的创新、节点性成果的取得，以及由此带来的行业催化。

我们坚定看好人形机器人产业，立足硬件技术路线与各厂商进展，建议关注：

- 1) 高复杂度灵巧手的功能实现：兆威机电、鸣志电器、丰立智能、安培龙；
- 2) 丝杠量产与降本：北特科技、贝斯特、五洲新春、浙海德曼。

- 机械行业回顾与展望
- 外需：美国地产链复苏，新兴市场投资有望改善
- 内需：曙光将至，估值底部
- 科技：风险偏好回升，关注超跌个股
- **重点公司推荐**
- 风险分析

- 24Q1-3净利润稳定增长，盈利能力持续提升。三一重工Q1-3实现营业收入578.9亿元，同比增长4.2%；归母净利润48.7亿元，同比增长19.7%。公司盈利能力持续提升，主要由于海外销售快速增长、降本增效措施推进等因素影响。
- 行业地位保持领先，设备更新需求有望打开成长空间。24H1公司挖掘机械收入152.1亿，同比上升0.4%，国内市场上连续第13年蝉联销量冠军。根据住建部2024年3月发布的《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》，在建筑施工设备领域，包括挖掘、起重、装载、混凝土搅拌、升降机、推土机等设备（车辆），要按照规范要求，更新淘汰使用超过10年以上、高污染、能耗高、老化磨损严重、技术落后的设备。随着设备更新政策的持续推进，工程机械老旧机型有望加速出清，从而刺激工程机械更新需求的增长。
- 坚定推进国际化战略，海外市场盈利稳步提升。公司坚定推进国际化战略，24H1实现海外收入235.4亿元，同比增长4.8%；海外收入占主营业务收入比重达62.2%。其中亚澳区域91.7亿元，同比增长2.6%；欧洲区域82.7亿元，同比增长1.1%；美洲区域37.9亿元，同比下降4.2%；非洲区域23.1亿元，同比增长66.7%。24H1公司海外市场盈利能力稳步提升，海外主营业务毛利率持续提升达31.6%，同比上升0.6个百分点。

- 

盈利预测与评级：公司净利润稳定增长，我们维持公司24-26年归母净利润预测63.3/84.8/110.2亿元，对应24-26年EPS分别为0.75/1.00/1.30元。公司盈利能力持续改善，海外业务仍有广阔成长空间，维持公司“买入”评级。
- 

风险提示：存在行业竞争加剧风险；下游行业景气度下行风险；海外市场扩展不顺风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	80,018	73,222	82,392	96,343	112,037
营业收入增长率	-24.6%	-8.5%	12.5%	16.9%	16.3%
净利润（百万元）	4,273	4,527	6,328	8,484	11,016
净利润增长率	-64.5%	6.0%	39.8%	34.1%	29.8%
EPS（元）	0.50	0.53	0.75	1.00	1.30
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.6%	6.7%	8.7%	10.8%	12.8%
P/E	37	35	25	19	14
P/B	2.4	2.3	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind, 光大证券研究所，股价时间为2024-11-1

-  **业绩稳健增长，净利率提升。**2024Q1-3，公司实现营业收入107.4亿元，同比+4.8%，归母净利润11.0亿元，同比+1.5%。主要由于国内“国四”切换影响消退，中大拖市场恢复增长。2024H1，公司拖拉机销售量5.1万辆，同比+4.3%，农业机械营收70.9亿元（对外交易），同比+9.6%，柴油机销售量8.2万辆，其中外销4.0万台，动力机械营收7.1亿元（对外交易），同比-7.6%。
-  **国内市占率持续提升，加快拓展海外市场。**一方面，公司作为国内拖拉机“双雄”之一，市占率持续提升，2023年补贴销量市占率20.4%，较2020年提升8.6pct；另一方面，公司持续拓展海外市场。2023年海外营收9.8亿元，同比+37.3%。2024年上半年，面对俄罗斯市场上调报废税等不利影响，公司加大中亚、外高加索市场开拓力度，积极弥补俄罗斯市场下滑的销量缺口。
-  **市场地位稳固，管理持续改善。**公司在日常运营中紧盯精细化管理，开展全流程全要素的成本管控，采用精细化管理策略控制费用支出，并通过处理无效低质资产和优化人员结构的方式降低了固定费用支出和人力成本占比，各项费用率持续走低。2019-2023年，公司期间费用率从19.0%下降至8.8%，销售净利率从2.2%提升至8.6%，ROE从1.5%提升至15.8%。

盈利预测与评级：我们维持公司2024-26年EPS预测分别为0.99/1.16/1.31元，当前股价对应2024-26年PE分别为16/13/12倍。公司作为拖拉机行业龙头，市场地位稳固，有望受益于新一轮国内行业复苏，长期来看出口空间广阔。维持“买入”评级。

风险提示：竞争格局恶化；原材料大幅上涨；设备性能未能满足行业需求。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	12,564	11,534	12,912	14,621	16,376
营业收入增长率	34.6%	-8.2%	11.9%	13.2%	12.0%
净利润（百万元）	681	997	1,107	1,302	1,477
净利润增长率	55.4%	46.4%	11.0%	17.6%	13.4%
EPS（元）	0.61	0.89	0.99	1.16	1.31
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.4%	14.9%	14.9%	15.3%	15.2%
P/E	25	17	16	13	12
P/B	2.9	2.6	2.3	2.0	1.8

资料来源：Wind, 光大证券研究所，股价时间为2024-11-1

机械行业回顾与展望

外需：美国地产链复苏，新兴市场投资有望改善

内需：曙光将至，估值底部

科技：风险偏好回升，关注超跌个股

重点公司推荐

风险分析

-  **行业投资增速波动的风险。**短期国内经济压力大，行业投资热情较低，如果未来行业投资增速继续下滑，可能导致机械行业的竞争激烈程度加剧，对行业的订单、业绩增长带来不利的影响。
-  **高端制造研发进展不及预期的风险。**高端制造的技术门槛高、设备投资大、研发投入周期长。国内优秀公司投入大量资金进行研发，若研发进程不及预期，不能有效建立技术门槛、推动进口替代进程，可能影响行业及公司的未来发展。
-  **海外扩张不及预期的风险。**国际市场格局复杂，不确定性因素较多。虽然海外市场替代外资品牌潜力巨大，但可能有暂时遇到阻碍，进展不及预期的风险。
-  **原材料价格上涨风险。**机械企业通常采取成本加毛利的方式定价，成本转移力度取决于行业竞争情况、行业产能利用率，以及企业的主动策略行为，原材料价格大幅上升，将进一步压制机械企业盈利能力。

衷心 感谢

光大证券研究所



机械研究团队

黄帅斌（首席分析师）

 执业证书编号：S0930520080005
 电话：0755-23915357
 邮件：huangshuaibin@ebsecn.com

李佳琦（分析师）

 执业证书编号：S0930524070006
 电话：021-52523853
 邮件：lijiaqi@ebsecn.com

陈佳宁（联席首席分析师）

 执业证书编号：S0930512120001
 电话：021-52523851
 邮件：chenjianing@ebsecn.com

夏天宇（联系人）

 邮件：xiatianyu@ebsecn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A股市场基准为沪深300指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普500指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于1996年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界500强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。