

2011年7月1日

# 机械行业研究

## 寻找确定性的细分行业

A 增持

H 增持

2011年上半年机械板块演绎了先涨后跌的行情，一季度在“十二五”规划和高端装备制造业，特别是高铁的带动下，走出了一波上涨行情。二季度，随着宏观货币紧缩升级，机械行业下游需求增速放缓，而原材料和人工成本同比上涨，企业盈利受到影响，机械板块出现了下跌。我们预计三季度机械行业成本上升和需求下降这两方面的负面影响都将有所缓解，但企业盈利能否回升仍然取决于宏观货币紧缩程度。我们看好基本面较为确定或者受到政策扶持细分行业，我们推荐水利设备和煤炭机械细分行业。

### 支撑评级的要点

- 上半年特别是二季度以来，在宏观持续紧缩的环境下，机械行业受到了成本上升和需求下降的双重影响，作为中游行业整体难以有较好的表现。
- 当前，我们也看到一些积极的因素。从成本看，3季度PPI下行是大概率事件，机械行业成本压力有所缓解。从需求端看，我们预计3季度保障房建设加快以及水利投资开始后，机械设备需求将有所回升，特别是工程机械销量将有所改善，板块在经历下跌后有估值修复的机会。
- 在目前的宏观经济状态下，我们根据对下游行业的判断，推荐水利设备、煤炭机械等基本面较为确定或者受到政策扶持的细分行业。

### 评级风险因素

- 信贷紧缩情况下，公司下游需求放缓超过预期。

### 首选买入

- 我们本期重点关注的个股包括利欧股份、新界泵业、郑煤机和天地科技。
- 对于工程机械的估值修复带来的机会，我们推荐柳工、中联重科A/H和中国龙工。

许民乐, CFA

(8621) 2032 8589

qi.shi@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090247

史祺, CFA

(8621) 2032 8368

qi.shi@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206080227

胡文洲, CFA

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

以2011年7月1日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

# 目录

行业展望及投资建议.....	3
行业景气度观察及上下游概览.....	13
工程机械行业最新情况更新.....	16
造船及海工行业最新情况更新.....	20
附录一、机械板块市场表现回顾.....	22
附录二、机械行业近期动态.....	23
研究报告中所提及的有关上市公司.....	26

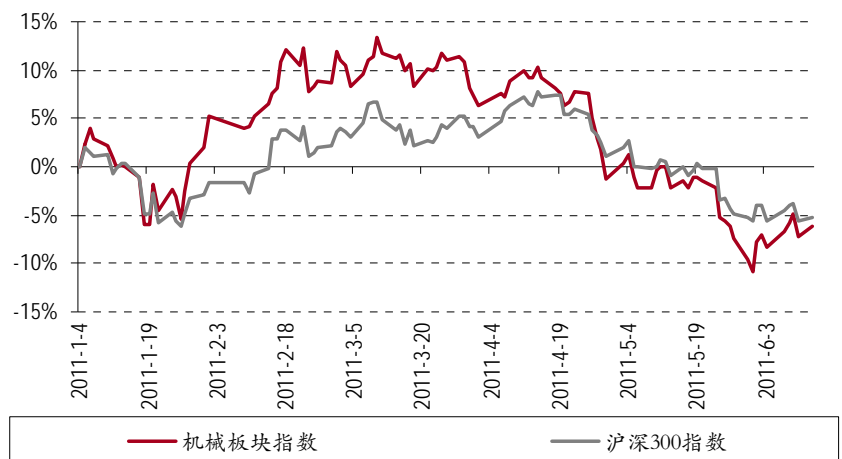
## 行业展望及投资建议

2011年上半年机械板块演绎了过山车的行情，1季度在“十二五”规划和高端装备制造业，特别是高铁的带动下，走出了一波上涨行情，但随着铁道部反腐以及宏观调控影响了下游需求，加之成本上升，企业盈利受到影响，板块出现了下跌。

上半年细分子行业中造船和金属制品获得了正收益，工程机械基本持平，三个子行业跑赢沪深300指数，其他子行业都出现了不同幅度的下跌。锅炉设备跌幅最大，超过30%。

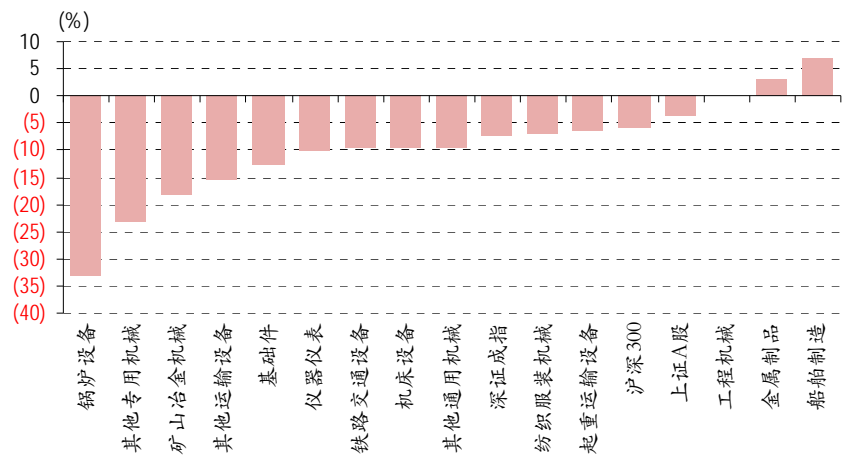
6月底，机械行业整体2011年预期市盈率在19倍，各子行业估值差距比较大，其中工程机械、起重运输设备等子行业估值在15倍以下，仪器仪表和金属制品估值超过30倍。

图表 1.上半年机械板块相对走势



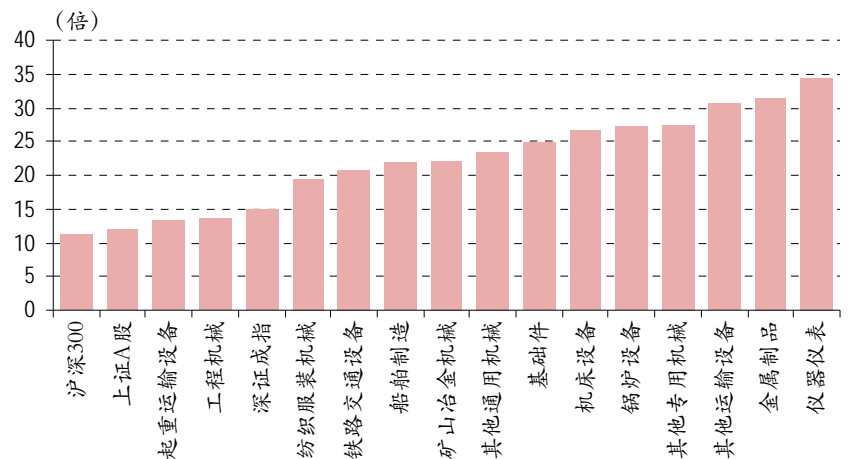
资料来源：万得资讯,中银国际研究

图表 2.机械各子行业上半年涨跌幅



资料来源：万得资讯,中银国际研究

图表 3.机械各子行业 PE(2011E)比较



资料来源：万得资讯,中银国际研究

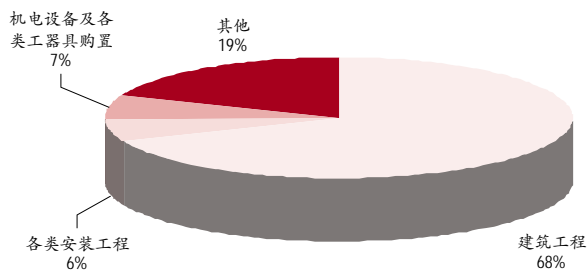
我们认为，在宏观持续紧缩的环境下，作为中游的机械行业整体将难以有较好的表现。但是我们同时看到一些积极的因素。从成本看，3季度PPI下行是大概率事件，机械行业成本压力有所缓解。从需求端看，我们预计3季度保障房建设加快以及水利投资开始后，机械设备需求将有所回升，特别是工程机械销量将有所改善，板块在经历下跌后有估值修复的机会。

根据对下游行业的判断，我们推荐水利设备、煤炭机械等基本面对较为确定或者受到政策扶持的细分行业。

## 政府大力扶持水利发展，水利用泵需求增长可期

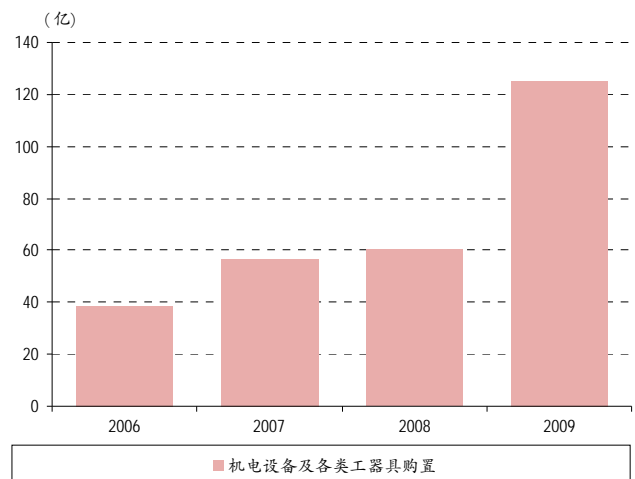
按照 2011 年 1 号文件《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》（以下称 1 号文）的规定，今后十年全社会水利年平均投入比 2010 年高出一倍，将水利作为公共财政投入的重点领域，同时每年从土地出让收益中提取 10% 用于农田水利建设。若以 2010 年全社会水利投资 2,000 亿计算，高出一倍就意味着未来十年水利年平均投资额将达到 4,000 亿以上。2010 年预计投资完成额为 2,400 亿，则 2011 年从 2,400 亿到 4,000 亿均值尚需增长 67%。政府公共财政的大力支持和土地出让收益的规定将保证资金来源。巨大的投资也将推动与水利相关的机械子行业，尤其是水利投资基础建设带来的机械设备及各类工器具的采购需求，这一点可以从水利建设投资构成看出。投资于机电设备及各类工器具购置的金额呈现出上升态势，从 2006 年 38.4 亿元上涨至 2009 年的 125 亿元，占总投资额的比例也相应地从 5% 上涨至 7%。若假设机电设备及各类工器具购置占总投资额维持 7% 的水平，则 2011 年将达到 280 亿元，复合年增长率达到 50%。

图表 4. 水利投资构成 (2009 年)



资料来源：中国联合钢铁网

图表 5. 机电设备及各类工器具购置



资料来源：中国联合钢铁网

6 月 3 日，中国科学院院士、清华大学水沙科学与水利水电工程国家重点实验室主任王光谦透露，国家有关部门已经开始考虑西线调水思路。新思路主要包括放弃引长江水入黄河，改从西藏的雅鲁藏布江调水，顺着青藏铁路到青海省格尔木，再到河西走廊，最终到达新疆，以解决西北地区缺水情况。无论是正在施行中的南水北调工程还是这里提出的西线工程，都与水利建设紧密相连，都将拉动水利用泵的需求增长。

**图表 6.南水北调投资额和投资进度**

	累计完成量 (亿元)	占规划比重 (%)
东线工程投资	147	55
中线工程投资	795.9	43
南水北调工程总投资	942.9	44

资料来源：南水北调办公室、中银国际研究

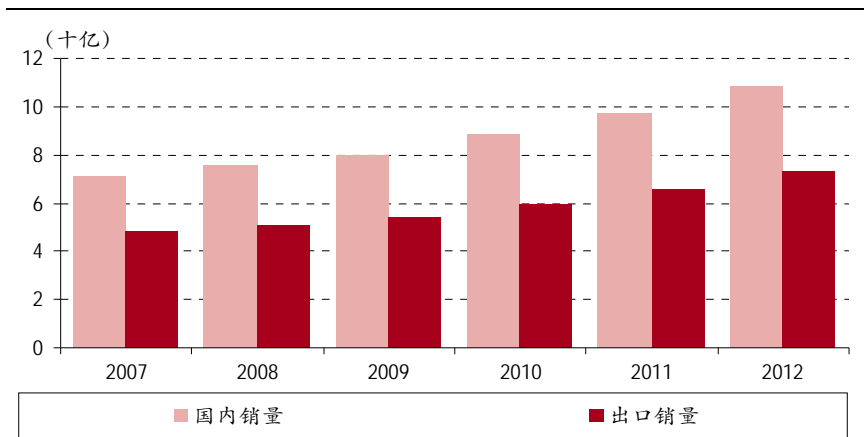
**图表 7.南水北调对设备的需求**

	工程特点	水泵需求
东线	东线的地形以黄河为脊背向南北倾斜，引水口比黄河处地面低 40 余米。从长江调水到黄河南岸需设 13 个梯级抽水站，总扬程 65m，穿过黄河处可自流到天津。	黄河以南输水干线上设泵站 30 处；设计抽水量 10,200m <sup>3</sup> /s，装机容量 101.77 万千瓦，一期工程泵站 23 处，装机容量 45.37 万千瓦。黄河以北各蓄水洼淀进出口设 5 处抽水站，设计抽水量共 326m <sup>3</sup> /s，装机容量 1.46 万千瓦。
中线	工程总体南高北低，可以部分依靠自流	泵站需求强度稍低于东线
西线	具体方案未定，但工程环境恶劣，施工难度大	无论是小西线还是大西线，复杂的地理形势对泵站的需求较大

资料来源：南水北调办公室、中银国际研究

## 农业用泵行业高速发展，国内外需求强劲

我国农业用泵行业继续保持整体增长态势，我们预计，行业 2010-2012 年均增长率将达到 10%，2012 年销售额将达到 181.9 亿元，其中出口额将达到 73.5 元。

**图表 8.农用水泵销量及出口量**


资料来源：中国农业机械工业协会排灌机械分会、中银国际研究

细分来看，各类泵的历年销量都有所增长，其中喷灌泵、漩涡泵、污水泵增长明显，可见农业灌溉、环保等行业的需求量增加带来的影响。另外，根据农机协会排灌分会数据，2009年全球农用水泵市场需求约46亿美元，预计该需求量将以每年5%速度递增，2011年全球农用水泵需求将超过50亿美元，到2015年则超过60亿美元。随着受2008年国际金融危机影响的减弱，全球经济复苏带来的消费复苏，北美欧洲农用水泵进口需求也将随之增长。

1号文不仅对投资额度与资金来源做出了具体规定，并且对需要达到的目标也有明确的要求，可简单归纳为“三条红线”：用水总量红线，即到2020年全国年用水总量力争控制在6,700亿立方米以内；用水效率红线，即到2020年万元国内生产总值和万元工业增加值用水量明显降低，农田灌溉水有效利用系数提高到0.55以上；水功能区限制纳污红线，即到2020年主要江河湖泊水功能区水质明显改善，城镇供水水源地水质全面达标。现阶段，我国农业用水占比超过60%，与北美的50%以下以及欧洲的40%以下还有差距。虽然经过多年努力农田灌溉水有效利用率已超过0.4，但与要求的0.55还有一定距离。为达到《决定》要求，我们预计水利建设投资将着重于农村节水灌溉的基础建设，灌溉中最核心的“泵”设备需求将因此大大增加。

**图表 9. 针对水利的扶持政策最近两年政策密集出台**

发布时间	政策名称	对农业灌溉机械的描述
1993年7月2日	中华人民共和国农业技术推广法	从法律上为农业技术包括灌溉供水等的推广铺平了道路
2007年5月31日	水利发展“十一五”规划	规划到2020年农业节水灌溉面积进一步扩大,工业新建项目节水指标全部达到国家标准
2009年5月	装备制造业调整和振兴规划	将农产品精深加工成套设备、灌溉和排涝设备、沼气除料设备、农村安全饮水净化设备等列入重点发展范围。
2010年7月9日	国务院关于促进农业机械化和农机工业又好又快发展的意见	(1) 到2015年,农机总动力达到10亿千瓦,其中灌排机械动力达到1亿千瓦。(2) 在适宜地区实施保护性耕作、节水灌溉、深松整地、秸秆还田、高效植保等农机作业补贴试点。(3) 继续免征农机机耕和排灌服务营业税、农机作业和维修服务项目的企业所得税。(4) 进一步落实关于企业研发投入税前扣除政策。
2011年1月29日	中共中央 国务院关于加快水利改革发展的决定	支出今后10年全社会水利年平均投入比2010年高出一倍。将水利作为公共财政投入的重点领域。从土地出让收益中提取10%用于农田水利建设。
2011年3月	水利部部长陈雷:在2011年全国农村水利工作会议上的讲话	确保5年内新增节水灌溉工程面积1.5亿亩,其中新增高效节水灌溉面积1亿亩,灌溉用水有效利用系数达到0.53以上,
2011年3月27日	产业结构调整指导目录(2011年本)	将城乡供水水源工程、农村饮水安全工程、灌区改造及配套基础设施建设、灌溉排水泵站更新改造工程、农田水利设施建设工程(灌排渠道、涵闸、泵站建设等)、水力发电、海水淡化设备、节水灌溉设备:各种大中型喷灌机、各种类型微滴灌设备等列入鼓励发展品类

资料来源:中银国际研究

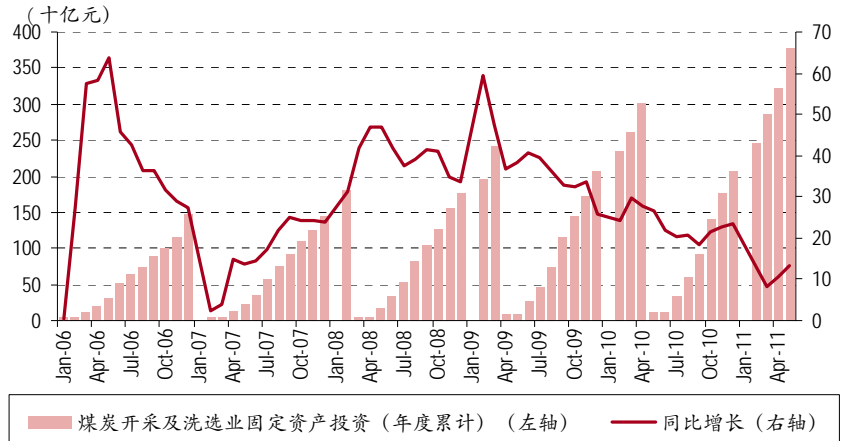
我们认为中央将出台落实1号文的具体实施措施,政府对水利建设的投资力度加大,在南方汛期结束后水利基础建设将全面展开,农村水利机械和农田灌溉用泵将不受货币紧缩影响,而获得资金支持。在未来几年内需和出口市场需求都非常强劲的背景下,水利设备行业将保持高速增长。

### 煤炭开采保持快速增长,煤炭设备需求持续向好

我国原煤产量自2001年的13.8亿吨增长至2010年的32.4亿吨,年平均增速达到8.9%;2011年第一季度的原煤产量已经达到8.4亿吨,同比增长达到12%。我们估计,全年原煤产量有望超过35亿吨,创造历史新高。与原煤产量的高增长相比,煤炭行业固定资产投资增速虽然同比有所下降,1季度同比仅增长了8.4%,但4、5月份的增速有明显的回升,1-5月份,增速回升到13.4%。随着夏季用电高峰到来,电力紧张将导致煤炭需求旺盛,企业维持较高的产量,煤炭的产量增长将推动下半年煤炭固定资产投资增长。无论是从原煤产量还是煤炭采洗行业的固定投资来看,我们预计将带动煤炭机械设备的 demand 保持高速增长。我国煤机行业从2001年开始快速增长,煤炭综采设备产值2001年仅18亿元,到2010年这一数字已经达到351.3亿元,年均增速达39%。依此,我们预计2011年煤炭设备投资将达到660亿元,综采设备产值将达到429亿元,较2010年增长22%。

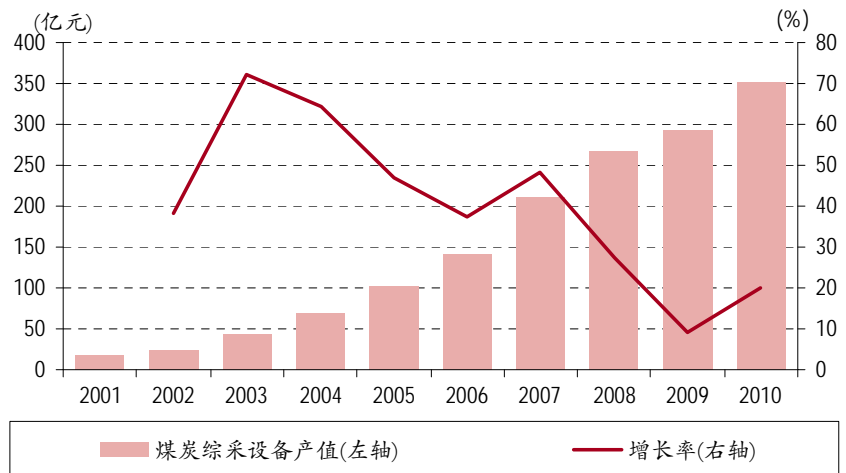


图表 10. 国内煤炭固定资产投资及增速



资料来源：中国煤炭机械工业协会、中银国际研究

图表 11. 国内煤炭综采设备产值及增幅



资料来源：中国煤炭机械工业协会、中银国际研究

图表 12. “十二五”期间国内煤炭综采设备产值预测

(单位:亿元)	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
煤炭设备投资	660	800	980	1,208	1,499
综采设备	429	520	637	785	974

资料来源：中银国际研究

## 煤炭行业整合加速，促进行业机械化率进一步提升

煤炭工业发展“十二五”规划征求意见稿在今年5月份已经出炉，而近期则开始向各个部委征询意见。根据这个《征求意见稿》，“十二五”期间，全国“煤炭产量37.9亿吨，形成10个亿吨，10个5,000万吨特大型煤炭企业，煤炭产量占60%以上”，“坚持培育大型煤炭集团，鼓励兼并重组”亦成为煤炭工业“十二五”规划的关键内容。根据草案规划，在“十二五”期间，将增加国家专项资金，支持煤炭工业科技基础理论研究，支持共性和关键技术研发，鼓励企业与科研院所加强协作，开展技术创新，建立煤矿重大技术装备引进、消化、吸收和再创新机制，加快推进国产化。另外，国家发改委要求各地在6月底前上报煤炭资源整合方案，除了山西、河南等省份外，包括内蒙古、陕西、贵州等省份也在积极推动资源整合。内蒙古在2005年就已经推动一轮煤炭行业整合，而近期内蒙古政府要求启动第二轮行业整合，若其他省市效仿内蒙古对煤炭行业的整合力度，未来煤炭行业必将在全国掀起新一轮整合高潮。

通过整合，未来我国煤炭行业将重点建设发展大中型煤矿，并通过实施资源整合与关闭淘汰，将小型煤矿整合改造为大中型煤矿。国内大型国有煤矿的机械化率远远高于小型煤矿。由于我国小型煤矿数量众多，目前行业整体机械化率相比发达国家还有较大的差距，至2010年末国内煤炭综采率只有60%，远低于英国、澳大利亚等的近100%。随着煤炭行业整合的加速，将促进行业整体机械化率的进一步提升。同时，我国煤炭开采百万吨的死亡率一直居高不下，是美国等发达国家的30-50倍。若能广泛使用煤炭综采设备，将有效保护煤炭开采的安全性和矿工的人生安全。另外，我国煤炭开采效率较低，平均煤炭回采率不及美国、澳大利亚等先进国家的一半，煤炭资源浪费严重。若能通过提高煤炭综采机械的使用率，提高煤炭资源开采效率，是实现节能降耗、“绿色采煤”的有效途径。无论是从行业整合角度，还是提高安全性和资源有效利用的角度，都将促使煤炭开采更多的依赖于机械设备，增加煤机设备的需求。

## 投资机会

我们认为，在宏观持续紧缩的环境下，作为中游的机械行业整体将难以有较好的表现。但是我们预计，3季度保障房建设加快以及水利投资开始后，机械设备需求将有所回升，特别是工程机械，在当前不到15倍的估值下，子板块将有估值修复的机会。

在目前的宏观经济状态下，我们根据对下游行业的判断，推荐水利设备、煤炭机械等基本面确定性较高或者受到政策的扶持细分行业。

水利设备中我们重点关注新进水利泵行业的**利欧股份**和农业水泵龙头企业**新界泵业**。

煤炭机械中我们重点推荐煤炭综采设备“三机一架”中液压支架子行业龙头**郑煤机**和未来将受益中小煤矿整合重建、在矿井设计服务领域具有垄断地位的**天地科技**。

对于工程机械的估值修复带来的机会，我们推荐**柳工**、**中联重科 A/H**和**中国龙工**。

**图表 13. 估值比较 (香港上市公司收盘价和市值以港币计价)**

公司名称	股票代码	评级	市值	收盘价	每股收益 (元)			市盈率(倍)		每股收益增长 (%)		净资产收益率 (%)		
					2010	2011E	2012E	2011E	2012E	2011	2012	2011E	2012E	
			(人民币, 港币(人民币, 港币), 亿元)											
<b>工程机械</b>														
三一重工	600031.SS	买入	1,374	18.09	0.75	1.21	1.69	15.0	10.7	61.3	39.7	54.4	52.0	
中联重科	000157.SZ	买入	747	15.48	0.80	1.18	1.59	13.1	9.7	47.5	34.7	22.4	24.1	
中联重科-H	1157.HK	买入	163	14.82	0.80	1.18	1.59	10.4	7.7	47.5	34.7	28.4	31.2	
柳工	000528.SZ	买入	254	22.6	1.58	2.01	2.60	11.2	8.7	27.2	29.4	23.5	26.2	
山推股份	000680.SZ	买入	132	17.39	1.11	1.38	1.84	12.6	9.5	24.3	33.3	22.2	23.8	
徐工机械	000425.SZ	买入	521	25.28	1.61	1.99	2.36	12.7	10.7	23.7	18.3	29.3	27.7	
安徽合力	600761.SS	买入	63	14.76	0.84	1.11	1.17	13.3	12.6	31.8	5.5	17.0	15.7	
中国龙工	3339.HK	买入	182	4.25	0.41	0.56	0.68	6.3	5.2	36.3	21.7	41.0	40.5	
<b>平均</b>					<b>0.99</b>	<b>1.33</b>	<b>1.69</b>	<b>11.8</b>	<b>9.6</b>	<b>37.5</b>	<b>27.2</b>	<b>29.8</b>	<b>30.2</b>	
<b>造船及海工</b>														
中国船舶	600150.SS	买入	484	73	3.94	4.01	4.10	18.2	17.8	1.8	2.2	15.0	13.4	
中国重工	601989.SS	买入	1,235	13.47	0.24	0.52	0.61	25.9	22.3	116.7	16.3	11.6	11.7	
广船国际	600685.SS	买入	102	29.44	1.43	1.59	1.68	18.5	17.5	11.1	5.7	20.8	19.8	
广船国际-H	0317.HK	买入	19	13.06	1.43	1.59	1.68	6.8	6.5	11.1	5.7	20.0	18.4	
中集集团	000039.SZ	买入	420	21.77	1.13	1.61	1.92	13.5	11.4	42.5	18.9	22.6	23.0	
<b>平均</b>					<b>1.63</b>	<b>1.86</b>	<b>2.00</b>	<b>16.6</b>	<b>15.1</b>	<b>36.6</b>	<b>9.8</b>	<b>18.0</b>	<b>17.3</b>	
<b>铁路设备</b>														
中国南车	601766.SS	买入	690	7.03	0.21	0.32	0.40	22.0	17.6	49.5	25.0	18.1	19.2	
中国南车-H	1766.HK	买入	148	7.31	0.21	0.32	0.40	19.0	15.2	49.5	25.0	17.5	18.2	
中国北车	601299.SS	买入	551	6.64	0.23	0.36	0.48	18.3	13.9	57.8	31.1	12.6	14.8	
时代新材	600458.SS	买入	98	18.98	0.41	0.63	0.93	30.1	20.5	54.0	47.3	19.8	25.0	
天马股份	002122.SZ	买入	151	12.75	0.55	0.64	0.74	19.9	17.2	16.4	15.6	15.6	15.4	
<b>平均</b>					<b>0.32</b>	<b>0.45</b>	<b>0.59</b>	<b>21.8</b>	<b>16.8</b>	<b>45.4</b>	<b>28.8</b>	<b>16.7</b>	<b>18.5</b>	
<b>重型机械</b>														
太原重工	600169.SS	持有	163	10.1	0.46	0.43	0.66	23.5	15.3	-5.7	53.5	11.7	15.2	
中国一重	601106.SS	买入	314	4.81	0.13	0.17	0.23	28.3	20.9	30.8	35.3	6.5	8.0	
<b>平均</b>					<b>0.29</b>	<b>0.30</b>	<b>0.45</b>	<b>25.9</b>	<b>18.1</b>	<b>12.5</b>	<b>44.4</b>	<b>9.1</b>	<b>11.6</b>	
<b>能源装备</b>														
郑煤机	601717.SS	买入	252	35.96	1.43	1.78	2.31	20.2	15.6	24.5	29.5	22.3	23.0	
天地科技	600582.SS	买入	224	22.1	0.84	1.05	1.25	21.1	17.7	24.8	19.2	24.0	20.7	
杰瑞股份	002353.SZ	持有	153	66.5	1.26	1.76	2.41	37.7	27.6	40.6	36.4	16.9	20.2	
<b>平均</b>					<b>1.18</b>	<b>1.53</b>	<b>1.99</b>	<b>26.3</b>	<b>20.3</b>	<b>29.9</b>	<b>28.4</b>	<b>21.1</b>	<b>21.3</b>	
<b>机床</b>														
昆明机床	600806.SS	买入	46	11.51	0.34	0.41	0.51	28.1	22.6	22.0	24.4	14.8	15.8	
昆明机床-H	0300.HK	买入	5.4	3.99	0.34	0.41	0.51	8.1	6.5	22.0	24.4	13.6	13.7	
沈阳机床	000410.SZ	持有	60	11.09	0.26	0.29	0.41	38.2	27.0	11.7	41.4	9.9	12.1	
秦川发展	000837.SZ	买入	47	13.43	0.31	0.35	0.42	38.8	32.2	13.3	20.5	11.0	11.7	
<b>平均</b>					<b>0.31</b>	<b>0.36</b>	<b>0.46</b>	<b>28.3</b>	<b>22.1</b>	<b>17.2</b>	<b>27.7</b>	<b>12.3</b>	<b>13.3</b>	
<b>其他</b>														
杭氧股份	002430.SZ	买入	136	22.53	0.65	0.84	1.03	26.8	21.9	29.9	22.6	16.6	16.5	
利欧股份	002131.SZ	买入	54	17.8	0.37	0.56	0.78	31.8	22.8	51.4	39.3	20.3	21.0	
盾安环境	002011.SZ	买入	105	14.16	0.29	0.45	0.65	31.6	21.8	52.9	45.1	14.1	15.8	
新界泵业	002532.SZ	未有评级	31	19.4	0.50	0.53	0.66	36.6	29.4	7.1	24.5	10.6	12.4	
<b>平均</b>					<b>0.45</b>	<b>0.59</b>	<b>0.78</b>	<b>31.7</b>	<b>23.9</b>	<b>35.3</b>	<b>32.8</b>	<b>15.4</b>	<b>16.4</b>	

资料来源: 彭博, 万德, 中银国际研究

## 行业景气度观察及上下游概览

### 细分子行业景气度分化

5月份机械工业产值达到13,883亿元，同比增长24%，增幅和4月份基本持平。1-5月累计机械工业产值63,016亿元，同比增长27%，相比2011年1季度的增幅有所放缓。细分行业中，工程机械行业、机床工具行业、仪器仪表、电工电器、农业机械、食品包装以及石化通用行业5月产值同比增长超过30%，其中工程机械行业产值达到569亿元，同比增长39%，但比1季度的同比增速有所下滑。

图表 14.机械工业产值增长表

		单位	2008	2009	2010	2010年 4季度	2011年 1季度	11年 4月	11年 5月	2011年 1-5月
工程机械行业	产值	亿元	2,131	2,892	4,390	1,151	1,376	616	569	2,560
	同比变化	%	39	36	52	45	59	40	39	49
重型矿山行业	产值	亿元	4,896	5,765	7,216	2,017	1,735	699	717	3,151
	同比变化	%	32	18	25	31	28	26	26	27
机床工具行业	产值	亿元	3,912	4,552	6,287	1,827	1,458	568	624	2,650
	同比变化	%	28	16	38	26	39	32	39	37
仪器仪表行业	产值	亿元	3,559	3,816	5,043	1,524	1,160	458	487	2,105
	同比变化	%	25	7	32	34	30	28	30	29
电工电器行业	产值	亿元	24,934	28,330	37,422	11,039	8,820	3,543	3,717	16,081
	同比变化	%	26	14	32	32	33	29	30	31
基础件行业	产值	亿元	7,523	9,427	12,872	3,632	2,898	1,170	1,201	5,269
	同比变化	%	32	25	37	37	34	30	29	32
农业机械行业	产值	亿元	1,996	2,265	2,838	769	664	239	239	1,142
	同比变化	%	34	13	25	33	30	56	34	34
石化通用行业	产值	亿元	8,241	9,648	12,494	3,636	2,909	1,179	1,284	5,372
	同比变化	%	29	17	29	32	33	29	30	31
食品包装行业	产值	亿元	435	455	562	172	114	49	51	214
	同比变化	%	20	5	24	31	29	38	32	31
全国总计	产值	亿元	90,740	107,484	143,847	41,016	35,422	13,711	13,883	63,016
	同比变化	%	24	18	34	31	29	24	24	27

资料来源：机经网

### 上游观察：

#### 原材料成本6月基本持平

2010年7月份以来，机械行业的主要原材料成本不断上升。2011年1-5月中厚板同比上涨13.1%，造船板价格同比上涨12.6%。国内铝价1-5月份同比上涨5%，铜价同比上涨20%。从5月份的情况来看，中厚板价格环比上涨0.87%，造船板价格环比上涨0.32%，铝价环比下跌0.38%，铜价环比下跌4.53%。我们预计，随着国内宏观紧缩政策的积累效应，原材料涨幅将有所放缓。



机械的另一重要下游行业汽车行业出现下滑，5月汽车产量继续下滑，同比下跌1.9%，跌幅较4月进一步扩大。发电设备5月份同比下降达到8.2%。

图表 19. 主要下游行业变动

同比变动 (%)	2010 年						2011 年					
	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月
城镇固定资产投资	24.9	26.2	20.1	41.9	23.7	29.1	20.4	-	24.9	31.2	37.2	33.6
工业增加值	13.7	13.4	13.9	13.3	13.1	13.3	13.5	-	14.9	14.8	13.4	13.3
汽车产量	18.4	17.1	13.1	17.8	23.0	27.6			6.2	9.9	(1.6)	(1.9)
发电设备	(8.9)	5.9	2.5	(2.0)	6.2	11.9			84.9	15.4	8.1	(8.2)
房地产开发投资额 (累计)	38.1	37.2	36.7	36.4	36.5	36.5	33.2	-	35.2	34.1	34.3	34.6
商品房销售面积 (累计)	15.5	9.7	6.6	8.3	9.1	9.7	10.1	-	13.8	14.9	6.3	9.1
商品房施工面积 (累计)	28.7	29.3	29.0	28.1	28.3	28.6	26.6	-	39.0	35.2	33.2	32.4
新开工面积 (累计)	68.0	67.7	66.1	63.1	62.0	48.7	40.7	-	27.9	23.4	24.4	23.8

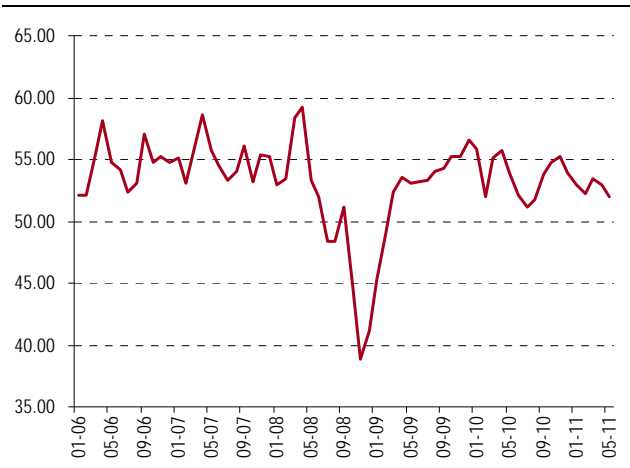
资料来源：国家统计局，万德

### 先行指标连续回落：PMI 和工业增加值均连续下降

PMI 在经历了 3 月的短暂回弹之后并没有一路向上，反而在 4、5 两月之内连续下行，5 月 PMI 下滑至 52，是自 2010 年第四季度以来的最低点。作为经济的先行指标，PMI 的下滑预示着经济可能存在下行风险。如若 PMI 持续下滑，宏观经济前景令人担忧。

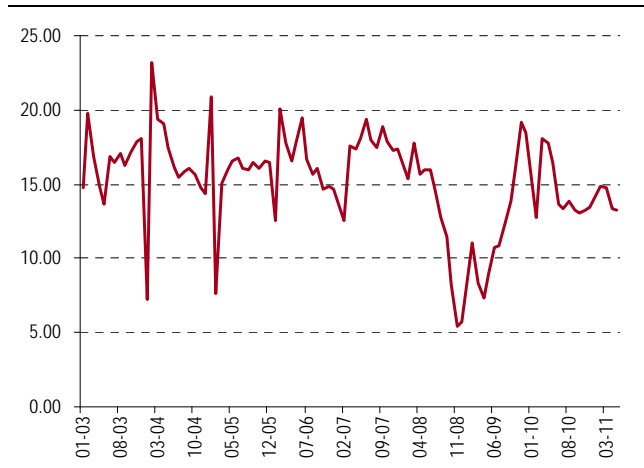
另外，作为制造业的另一监控指标工业增加值的表现也较为弱势，5 月规模以上工业增加值同比增长 13.3%，连续第三个月增速放缓，成为今年以来同比增长最低的月份。

图表 20. PMI



资料来源：中国联合钢铁网

图表 21. 工业增加值



资料来源：中国联合钢铁网

## 工程机械行业最新情况更新

### 2011年1-5月工程机械行业产值同比大幅上升

2011年1-5月工程机械工业产值同比增速达到49%，但是4月以来，受到整个信贷紧缩政策的影响，工程机械行业的产值增速有所下滑，同比增速从1季度的59%下滑到5月份的39%。

### 2011年1季度工程机械进出口情况

据海关总署统计，2011年1季度，我国工程机械进出口贸易额为57.7亿美元，同比增长53.6%。工程机械进出口贸易额其中，进口金额27.07亿美元，同比增长56.6%；出口金额29.95亿美元，同比增长50.9%；贸易顺差2.25亿美元。

图表 22. 工程机械行业进出口水平

	单位	2008年	2009年	2010年	2011年1-3月
出口额	亿美元	134	77	104	30
同比变化	%	54	(43)	35	51
进口额	亿美元	60	52	84	2,707
同比变化	%	22	(14)	62	57

资料来源：工程机械网

### 挖掘机5月销量小幅下滑12%

2011年1-5月挖掘机销量同比上升35%，本轮经济增长，挖掘机增速非常快，因为挖掘机和基建投资关联比较大，且挖掘机具备替代其他产品的功能。但是5月份受到宏观经济紧缩的影响，挖掘机销量出现了12%的下滑。

11年1-5月国产品牌如三一和柳工的销量继续保持了快速上升，而韩系品牌的挖掘机受到国产品牌的冲击非常大，之前市场占有率第一的斗山在今年1-5月份出现5%的下滑，而三一已经实现挖掘机市场排名第二的位置。

### 装载机5月销量同比持平

2011年1-5月装载机销量同比上升21%。由于受到西部大开发以及基建投资的拉动，2011年1-5月装载机销量同比继续维持了高增长。但是4月份和5月份受到宏观经济紧缩的影响，装载机销量分别下滑3%和增长2%。



2011年1-5月的出口同比增长仅为59%。在工程机械主要产品中,装载机的海外市场需求复苏最快,2010年出口总量已经恢复到了2008年的高峰水平。长远而言,装载机出口市场的潜力非常大。

### 推土机5月销量大幅下滑34%

2011年1-5月推土机销量同比上升21%,推土机是工程机械中水利投资最直接的受益者。但是5月份受到宏观经济紧缩的影响,推土机销量下滑34%,是所有工程机械产品中下滑幅度最大的。下半年我们认为受到国家有关水利投资政策的影响,推土机将重新恢复增长。

2011年1-5月的出口销量同比增长88%。我们认为国内的推土机厂商在海外已经拥有一定的竞争能力,目前出口产品的比重已经占到整个销量的19%左右。目前海外市场需求复苏稳定,预计推土机出口将会在10年的基础上快速增长。

### 汽车起重机2011年5月销量下滑10%

2011年1-5月汽车起重机销量同比上升24%。由于受到西部大开发以及基建投资的拉动,2011年1-5月汽车起重机销量同比继续维持了高增长,但是5月份受到宏观经济紧缩的影响,汽车起重机销量下滑10%。徐工和中联依然排在行业的前两位,我们预计汽车起重机2011年全年增速有望保持20%的水平。

### 叉车2011年5月销量同比上升34%

2011年1-5月叉车销量同比上升36%。叉车行业从2010年1季度已经走出了销量下滑的困境,在人工成本上升、机械化搬运普及率提高以及物流行业逐步恢复的背景下,我们预计2011年国内叉车销量将继续保持回升。同时,全球叉车市场最近也出现转暖的趋势,叉车出口情况正在逐渐改善。

### 混凝土机械2011年1-5月销量同比上升

2011年1-5月混凝土机械销量同比上升32%,但是我们估计高端的混凝土机械产品比如泵车的销量增速要远高于混凝土机械的行业增速,预计同比增长超过40%,我们预计2011年混凝土机械销量将会保持持续增长势头。长远而言,随着保障性住房建设逐渐开工,城市化进程的不断推进和商品混凝土的推广,混凝土机械的应用将不断推广,我们预计混凝土机械需求仍较强劲。

**图表 23. 工程机械产品销量**

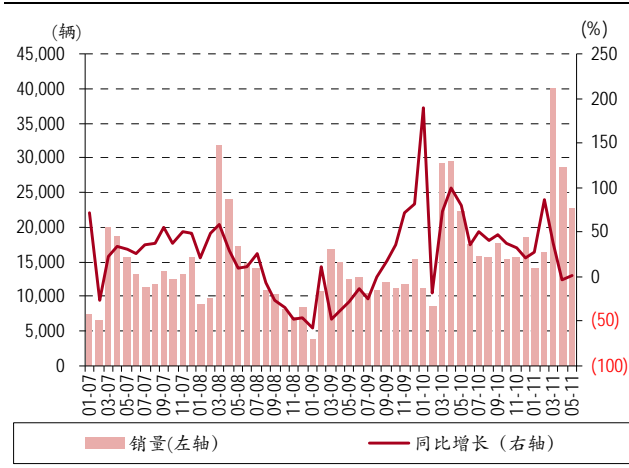
		单位	2008	2009	2010	4Q10	1Q11	2011年4月	2011年5月	2011年1-5月
装载机	销量	辆	165,094	143,292	216,597	49,281	70,421	29,530	22,805	121,911
	出口数量	辆	15,208	10,397	16,182	4,552	5,461	2,230	2,320	10,011
挖掘机	销量	辆	77,173	95,477	166,677	40,570	74,214	26,445	14,288	114,947
	出口数量	辆	4,886	1,974	2,963	954	901	360	332	1,593
推土机	销量	辆	8,653	6,997	13,918	2,883	4,984	1,618	1,194	7,796
	出口数量	辆	3,190	1,260	2,232	565	830	298	320	1,448
叉车	销量	辆	167,401	103,913	168,461	42,736	51,981	10,131	23,194	90,376
混凝土机械	销量	辆	251,956	323,744	37,015	84,179	81,553	23,911	23,533	167,545
起重机	销量	辆	21,908	27,362	35,423	7,569	12,165	4,776	3,707	20,648

资料来源：工程机械网和机经网

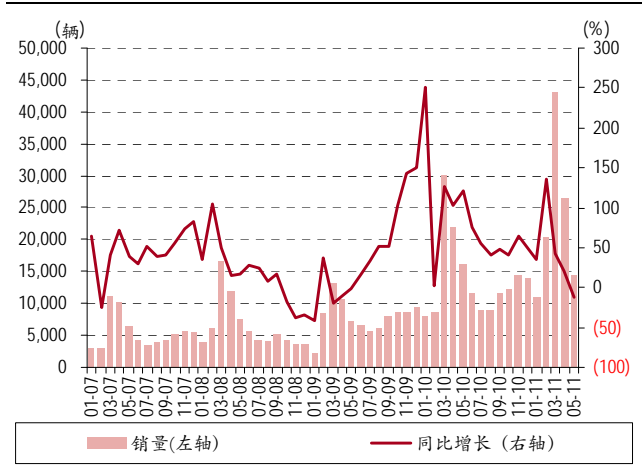
**图表 24. 工程机械产品销量同比变化**

		单位	2008	2009	2010	4Q10	1Q11	2011年4月	2011年5月	2011年1-5月
装载机	销量同比变化	%	4	(13)	54	29	44	(3)	2	21
	出口数量同比变化	%	77	(35)	56	28	46	62	95	59
挖掘机	销量同比变化	%	16	24	75	52	59	21	(12)	35
	出口数量同比变化	%	3	(62)	50	20	101	27	3	51
推土机	销量同比变化	%	17	(2)	63	27	66	7	(34)	21
	出口数量同比变化	%	52	(51)	42	25	54	74	103	88
叉车	销量同比变化	%	(15)	(38)	65	43	35	40	34	36
混凝土机械	销量同比变化	%	27	29	7	2	26	29	45	32
起重机	销量同比变化	%	12	25	29	9	46	15	(10)	24

资料来源：工程机械网和机经网

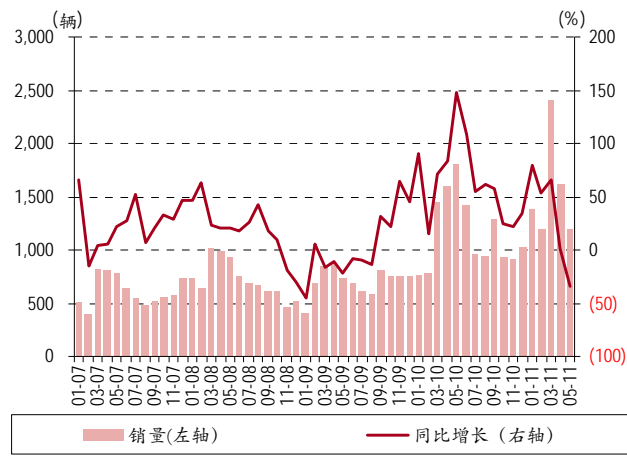
**图表 25. 装载机销量**


资料来源：工程机械网和机经网

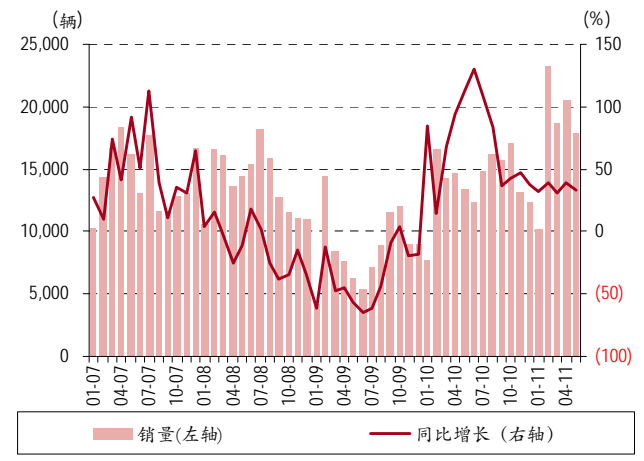
**图表 26. 挖掘机销量**


资料来源：工程机械网和机经网

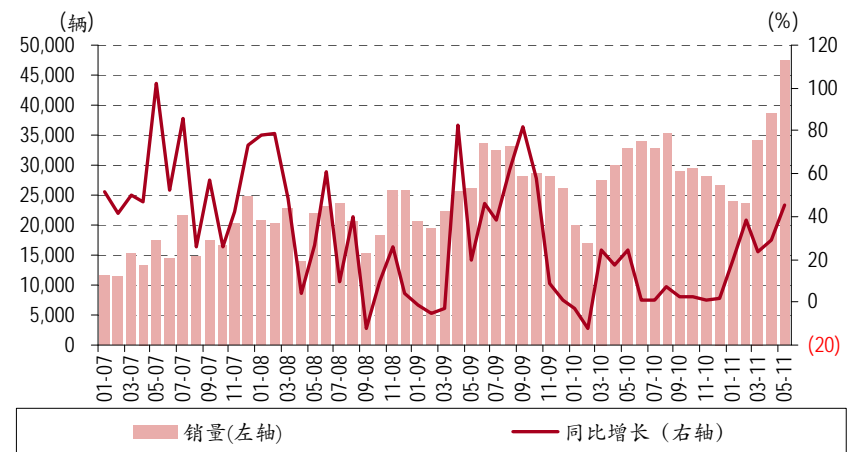
图表 27.推土机销量



图表 28.叉车销量



图表 29.混凝土机械销量



## 造船及海工行业最新情况更新

### 上半年二手集装箱船价格上涨明显

2011年6月，克拉克松新船价格指数小幅上涨，与年初持平；二手船价格指数较上月小幅回调，但与年初相比总体保持上升趋势。三大主力船型新船价格指数均连续四个月稳定不变。6月份二手船价格指数分化明显，散货船同比下降18.3%，油船下降4.3%，集装箱船上升18.2%；环比方面散货船和油船分别微降0.5%和0.7%，集装箱船保持不变，第二季度集装箱船更是增长27.6%，增速领先其他两大主力船型。集装箱运输以其方便、快捷的优势在航运业中最先复苏。

### 新船订单大幅下降

根据克拉克松的数据，全球新接订单在2010年快速反弹后2011年再次陷入低谷，2011年5月全球新船订单505.2万载重吨，较去年下降906.7万载重吨，较上月下降26.3%。受全球市场影响，中国船企新接订单在4月份短暂上升后环比下降56.8%，同比下降76.1%，达到120.4万载重吨，占全球市场的23.8%。韩国接单288.5万载重吨，同比下降39.8%，但市场占有率上升至57.1%。

### 造船板价格持续回落

由于铁矿石市场和钢铁市场的低迷，带动造船板价格打破了连续3个月的高位，从6月初的5,280元/吨到月中的5,250再到月末的5,200元/吨，一直回到年初的水平。由于全国大范围雨水天气到来，终端需求清淡，钢材市场趋弱，我们预计未来造船板价格还将持续下跌。在货币政策紧缩等宏观政策影响下，现金流充裕的船企将受益于钢材成本的降低。

**图表 30. 细分船型价格指数情况**

		2007年	2008年	2009年	2010年	10年 2季度	10年 3季度	10年 4季度	11年 1季度	2011年 5月	2011年 6月
新船	散货船	232	229	159	149	151	152	150	149	147	147
	油船	226	233	178	161	161	166	166	161	159	159
	集装箱船	124	124	81	87	86	90	94	95	95	95
二手船	散货船	462	419	176	214	225	216	211	197	189	188
	油船	254	239	133	132	137	137	130	131	135	134
	集装箱船	137	126	58	74	69	83	86	91	91	91

资料来源: 克拉克松

**图表 31. 细分船型价格指数同比变动 (%)**

		2007年	2008年	2009年	2010年	10年 2季度	10年 3季度	10年 4季度	11年 1季度	11年 2季度	11年 5月	11年 6月	11年6月/ 11年5月
新船	散货船	31.1	(1.3)	(30.6)	(6.1)	(9.0)	1.6	3.7	2.8	(2.9)	(2.6)	(3.9)	0.0
	油船	11.9	2.9	(23.6)	(9.4)	(15.4)	0.8	6.7	6.9	(1.2)	(1.9)	(3.6)	0.0
	集装箱船	6.9	0.1	(34.6)	7.5	8.4	13.5	19.5	19.8	10.0	10.5	8.0	0.0
二手船	散货船	79.1	(13.8)	(55.7)	21.7	30.3	15.5	16.4	(4.2)	(16.4)	(16.4)	(18.3)	(0.5)
	油船	8.5	(5.2)	(44.8)	(0.6)	1.5	11.4	13.0	5.9	(2.2)	(2.2)	(4.3)	(0.7)
	集装箱船	13.2	(7.5)	(54.6)	28.6	19.5	54.7	77.9	64.5	27.6	28.2	18.2	0.0

资料来源: 克拉克松

**图表 32. 新接订单量**

		2007	2008	2009	2010	2010年4季度	2011年1季度	2011年4月	2011年5月
全球	DWT	273,380,267	186,361,830	53,831,969	130,471,487	27,951,800	14,994,983	6,853,956	5,052,000
日本	DWT	46,505,910	33,741,549	4,197,783	7,776,524	2,627,200	557,500	169,360	0
中国	DWT	105,719,884	69,656,579	26,672,790	65,207,352	16,013,796	6,329,493	2,996,496	1,204,400
南韩	DWT	95,379,248	70,272,450	19,642,910	48,673,910	8,438,774	7,736,910	2,705,000	2,884,700

资料来源: 克拉克松

**图表 33. 新接订单量同比变化 (%)**

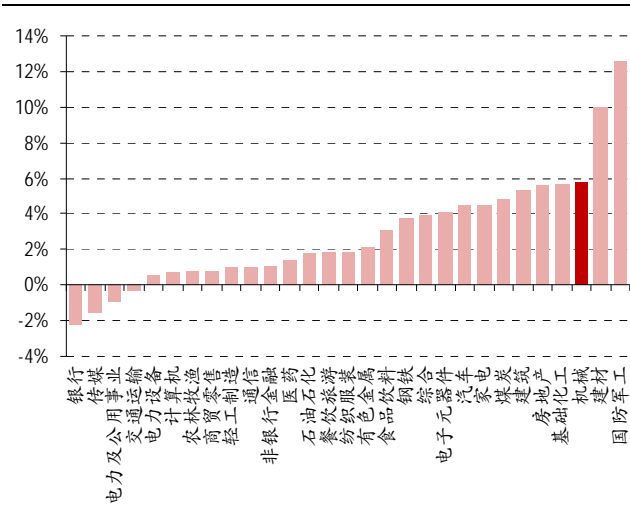
		2007	2008	2009	2010	2010年4季度	2011年1季度	2011年4月	2011年5月	2011年1-5月
全球		46.87	(31.83)	(71.11)	142.37	38.34	(35.57)	(49.55)	(64.22)	(47.23)
日本		(8.98)	(27.45)	(87.56)	85.25	298.65	(40.34)	(56.57)	(100.00)	(78.87)
中国		76.18	(34.11)	(61.71)	144.47	106.42	(23.20)	(55.54)	(76.14)	(47.42)
南韩		56.52	(26.32)	(72.05)	147.79	(26.31)	(30.95)	(47.27)	(39.78)	(36.92)

资料来源: 克拉克松

## 附录一、机械板块市场表现回顾

2011年6月，机械板块涨幅居各版块前列。机械指数上涨5.81%，同期上证A股指数上涨0.58%，深证成指上涨3.1%。

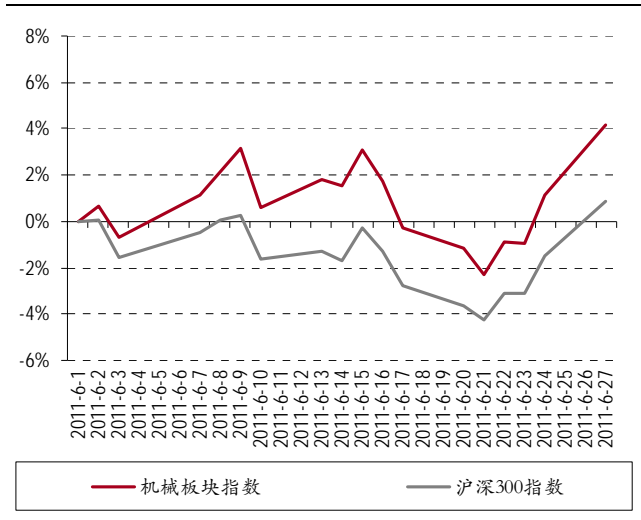
图表 34. 2011年6月板块走势对比



资料来源：万得资讯、中银国际研究

注：板块行业按中信分类划分，板块走势计算为算术平均

图表 35. 2011年6月机械板块相对走势

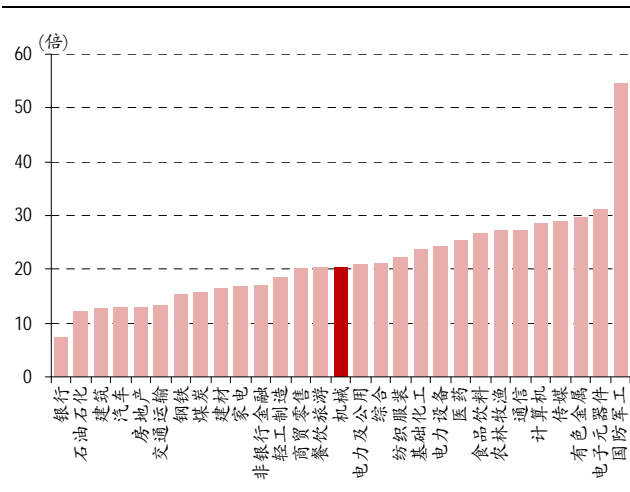


资料来源：万得资讯、中银国际研究

注：板块行业按中信分类划分，板块走势计算为算术平均

据万得资讯预测，以2011年6月27日收盘价为基准，机械板块的2011年动态市盈率为20.35倍，同期沪深300指数的2011年动态市盈率为11.52倍，机械板块估值在各版块中处于中等水平。从机械细分子行业来看，子行业估值均高于沪深300，最低的起重运输设备2011年动态市盈率为13.86倍，最高的仪器仪表为35.01倍。

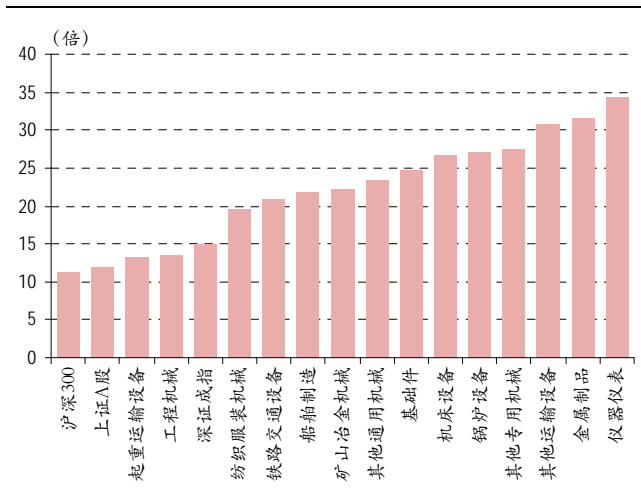
图表 36. 各板块市盈率(2011E)比较



资料来源：万得资讯、中银国际研究

注：板块行业按中信分类划分，整体法预测市盈率，剔除负值

图表 37. 机械各子行业市盈率(2011E)比较



资料来源：万得资讯、中银国际研究

注：板块行业按中信分类划分，整体法预测市盈率，剔除负值

## 附录二、机械行业近期动态

1. **工程机械“十二五”规划已上报。**据中国工程机械工业协会透露，工程机械行业的“十二五”规划目前已经上报国家主管部门，有望即将出台。在未来五年中，我国工程机械行业的年平均增速将达 17%，龙头公司的增速则在 25%-30%之间。
2. **我国机床行业总产值跃居世界第一。**据将于 6 月 28 日在上海开幕的第十三届中国国际机床展览会组委会最新披露，2010 年，我国机床工具行业累计完成工业总产值 5,536.8 亿元，同比增速达到 40.6%，中国机床行业的总产值跃居世界第一。计划到“十二五”末，中国机床行业将实现工业总产值 7,000 亿元，中高档数控机床将成为“十二五”发展重点。
3. **我国暂不审批新建核电项目。**国家能源局副局长钱智民称，在核电安全规划出台之前，不会重新审批新建核电站项目。能源局将调整核电中长期发展规划。针对 8 月份出台核电安全规划的猜测，钱智民表示目前还不能给出具体时间表，因为规划需要上报审批，这个时间无法预测。
4. **中航发动机资产大整合，控股公司成整合平台。**6 月 22 日，中航工业集团下发《关于将西安航空动力（600893）控制有限责任公司等 4 家企业股权无偿划转至中航发动机控股有限公司的批复》，同意将中航工业集团持有的西航集团公司 83.47% 股权、成发集团公司 52.85% 股权、西控公司 100% 股权、北京长空 100% 股权无偿划转至中航发动机控股公司。
5. **产业转移大潮带动新疆装备制造业发展。**陕汽集团、三一重工、东风汽车先后入驻乌鲁木齐经济技术开发区，一个机械制造产业基地也呼之欲出。新疆机电行办党委书记、主任高建军表示：相信“十二五”期间新疆装备制造业会呈现出快速、有序的发展，按照规划目标，到“十二五”末，新疆装备制造业的规模要达到 1,000 亿以上。
6. **国家科技支撑计划“大型船用曲轴热装及关键冷加工技术开发”项目通过验收。**2011 年 6 月 16 日，科技部组织专家在大连召开了国家科技支撑计划“大型船用曲轴热装及关键冷加工技术开发”项目验收会议。该项目的研制成功打破了国外垄断，有效缓解了“船等机、机等轴”的瓶颈，为我国造船业振兴发展做出了积极贡献。

7. **发改委公布《产业结构调整指导目录（2011年本）》。**目录在2005年版本的基础上修改，涉及电力、新能源、核能、机械、汽车等领域，于6月1日起正式实施。
8. **中航工业贵州资产经营管理有限公司揭牌。**中航贵州资产公司是按照中航工业集团公司党组《关于全面加快专业化整合、资本化运作、促进集团跨越式发展的决定》精神，依托中航工业贵航集团公司而设立的有限公司，由中航工业资产管理事业部代表中航工业集团公司行使出资人权利。
9. **中国航空工业集团公司首次召开标准化工作会议。**会上，工业和信息化部装备司副巡视员李本建强调，要采取切实有效的措施推进标准化工作，加快推进民机领域的行业标准建设。同时，要做好分类管理，加强贯彻执行。
10. **美国初步认定中国输美钢质高压气瓶对美产业造成损害。**2011年6月24日，美国国际贸易委员会就对华钢质高压气瓶反倾销反补贴调查（简称双反调查）做出损害初裁，认定中国输美钢质高压气瓶产品对美国内产业造成实质损害。美商务部将继续就本案补贴和倾销问题进行调查，预计将分别于8月4日和10月18日做出补贴和倾销初裁。2011年5月31日，美商务部对中国输美钢质高压气瓶启动双反调查。
11. **我国首台300吨电动轮自卸车下线。**近日，我国第一台SF35100型300吨交流传动电动轮自卸车在湖南湘电集团下线，标志着我国摆脱了大型电动轮自卸车装备长期依赖进口的局面。
12. **我国工程机械行业史上最大海外订单在徐工集团发车。**徐工集团与委内瑞拉的订单总价值48.42亿元，总计6025台工程机械设备，20号发车的是首批790台。这些机械设备涵盖了工程机械领域的各种门类。
13. **中联重科买断先进塔机技术。**6月21日，中联重科与德国JOST起重机有限公司在德国法兰克福签署技术转让协议，买断国际社会公认的塔机高端专家德国JOST平头塔系列产品的全套技术。
14. **山推股份海外两家公司成立。**2011年5月、6月，山东山推（南非）有限公司、山推俄罗斯公司相继成立，标着山推股份国际地位不断提高，国际市场竞争力不断增强，国际化的步伐不断加快。



15. **大飞机发动机供应商敲定CFM战胜美国普惠。**6月20日，中国商用飞机有限公司与CFM国际公司签署C919大型客机项目推进系统合同，至此，大飞机发动机供应商也正式敲定。
16. **三一重工德国产业园开业，总投资1亿欧元。**该投资项目是迄今为止中国在欧洲最大的一笔投资项目。产业园占地24.8公顷，建成后包括一家工程设备制造工厂、一个研发中心和一個培训基地。项目达产后，年产工程机械产品3,000台，预计将实现年销售收入3.5亿欧元。
17. **中国重工资产收购已获国资委备案。**中国重工公告称，公司接到控股股东中国船舶重工集团公司通知，公司非公开发行股票募集资金拟收购的中船重工集团在7家目标企业持有的股权的资产评估结果已经国务院国有资产监督管理委员会备案，并已取得《国有资产评估项目备案表》。资料显示，公司此次发行股票数量不超过9.62亿股，控股股东中国船舶重工集团公司认购数量为非公开发行总量的10%；发行价格不低于11.96元/股；募集资金不超过115亿元，拟以36.31亿元的募集资金购买重工集团在其下属7家子公司所拥有的股权。
18. **中国南车获6亿长沙地铁订单。**从中国南车获悉，中国南车近日成功中标长沙地铁2号线，该线路地铁首批价值近6亿元订单。其中，中国南车株机公司拿到整车订单价值4亿多元，其余为中国南车株洲所中标的车辆网络控制、牵引系统订单。
19. **中国北车铁路货车首次出口欧洲。**中国北车济南轨道交通装备有限责任公司近日与法国货车租赁公司ATIR RAIL签署了20辆氨气罐车、20辆液化气罐车的采购合同。这将是欧洲发达国家首次迎来欧美以外的铁路装备产品，中国北车也成为中国第一家拿到欧洲货车采购合同的轨道交通装备制造企业。

## 研究报告中所提及的有关上市公司

三一重工 (600031.SS/人民币 18.09, 买入)  
中联重科 (000157.SZ/人民币 15.48; 1157.HK/港币 14.82 买入)  
柳工 (000528.SZ/人民币 22.60, 买入)  
山推股份 (000680.SZ/人民币 17.39, 买入)  
安徽合力 (600761.SS/人民币 14.76, 持有)  
徐工机械 (000425.SZ/人民币 25.28, 买入)  
山河智能 (002097.SZ/人民币 13.87, 持有)  
中国龙工 (3339.HK/港币 4.22, 买入)  
太原重工 (600169.SS/人民币 10.10, 持有)  
晋西车轴 (600495.SS/人民币 16.42, 买入)  
时代新材 (600458.SS/人民币 18.98, 买入)  
秦川发展 (000837.SZ/人民币 13.43, 持有)  
昆明机床 (600806.SS/人民币 11.51; 0300.HK/港币 3.99 买入)  
天地科技 (600582.SS/人民币 22.10, 买入)  
天马股份 (002122.SZ/人民币 12.75, 买入)  
中国南车 (601766.SS/人民币 7.03; 1766.HK/港币 9.30, 买入)  
华锐铸钢 (002204.SZ/人民币 32.00, 买入)  
中国一重 (601106.SS/人民币 4.81, 买入)  
中国船舶 (600150.SS/人民币 73.00, 买入)  
中国重工 (601989.SS/人民币 13.47, 买入)  
广船国际 (600685.SS/人民币 29.44; 0317.HK/港币 13.06, 买入)  
中集集团 (000039.SZ/人民币 21.77, 买入)  
中国北车 (601299.SS/人民币 6.64, 买入)  
郑煤机 (601717.SS/人民币 35.96, 买入)  
杭氧股份 (002353.SZ/人民币 22.53, 买入)  
盾安环境 (002353.SZ/人民币 14.16, 买入)  
利欧股份 (002353.SZ/人民币 17.80, 买入)  
新界泵业 (002532.SZ/人民币 19.40, 未有评级)

以 2011 年 7 月 1 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%;  
卖出指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未  
有评级 (NR)。持有则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371