

三一重工 (600031.SH)

经营更加稳健，海外业务大有看点

核心观点:

公司公告了回复交易所关于 2018 年中报的问询函，针对回复内容，我们对其经营情况做如下几方面的专题探讨：

起重机毛利率波动的原因在于市场和产品结构影响。公司 2018 年中报起重机毛利率下滑 8.54 个百分点，主要原因是：（1）国内、国际市场结构变化，毛利率偏低的国内销售占比提升；（2）吨位结构变化，50 吨以下的起重机业务占比提升，而毛利率更高的 50 吨以上的起重机占比下降。除起重机外，其他产品毛利率逐步修复提升。

信用销售结构显示：风险正在逐步出清，风险计提充分。2018 年上半年公司采用信用销售的比例占营收比重为 31.52%，主要系公司加大融资租赁销售模式（占比提升了 10 个百分点）。公司信用销售产生的逾期款为 35.39 亿元，占应收账款的比例为 15.59%，相比于 2015 年显著下滑，同时坏账准备为 10.35 亿元，坏账计提率达到了 29.23%，显著高于公司其他销售模式下的计提比例。

海外业务逐步夯实，迈向全球化经营时代。公司海外业务逐步扩大，2018 年上半年海外业务实现 60 亿销售规模。其中三一印度大区实现了超过 10 亿元收入目标，印度公司实现 5.7 亿收入，普茨迈斯特 29 亿收入规模，净利润贡献 0.96 亿元。公司挖掘机等核心产品逐步走向全球，提升全球范围内的市场份额。

投资建议：结合当前行业需求状况，我们预测公司 2018-2020 年分别实现营业收入 514/599/623 亿元，EPS 分别是 0.66/0.92/1.01 元/股，对应当前股价的 PE 为 13.2x/9.5x/8.6。公司综合实力突出，历史包袱逐步得到清理，盈利能力处在回升通道中，我们继续维持公司“买入”的评级。

风险提示：基建和地产投资等具有不确定性，资产负债表修复不及预期；原材料价格波动影响企业利润率。

盈利预测:

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	23,280.1	38,335.1	51,401.5	59,918.2	62,257.1
增长率(%)	-0.81%	64.67%	34.08%	16.57%	3.90%
EBITDA(百万元)	2,550.7	5,681.7	11,018.1	14,223.4	14,992.6
净利润(百万元)	203.46	2,092.25	5,128.12	7,137.41	7,839.17
增长率(%)	4,001.13%	928.35%	145.10%	39.18%	9.83%
EPS (元/股)	0.027	0.273	0.659	0.917	1.008
市盈率 (P/E)	229.60	33.24	13.17	9.46	8.61
市净率 (P/B)	2.06	2.73	2.22	1.85	1.52
EV/EBITDA	45.66	16.03	8.46	6.12	5.31

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

8.68 元

前次评级

买入

报告日期

2018-09-21

相对市场表现



分析师：罗立波 S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

分析师：代川 S0260517080007



021-60750615



daichuan@gf.com.cn

相关研究:

三一重工点评报告：聚焦核心主业，加强智能制造技术储备 2018-09-13

三一重工 (600031.SH)：盈利大幅度提升，龙头地位持续巩固 2018-08-26

三一重工 (600031.SH)：中报业绩大幅度预增，盈利能力继续提升 2018-07-30

目录索引

一、起重机毛利率波动，市场和产品结构的影响	4
二、信用销售结构和风险计提问题	5
三、海外业务经营情况梳理	8
四、投资建议与风险提示	10

图表索引

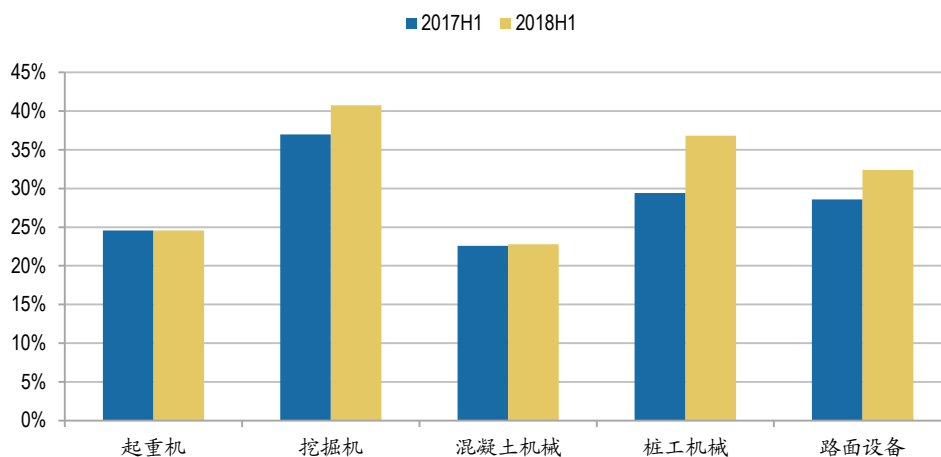
图 1: 三一重工各项业务毛利率变化情况.....	4
图 2: 三一重工汽车起重机业务结构（按类别）.....	5
图 3: 三一重工起重机业务结构（按吨位）.....	5
图 4: 三一重工海外业务收入规模及占比.....	8
图 5: 三一重工海外挖掘机销售及占比.....	9
图 6: 全球挖掘机企业销售情况.....	10
图 7: 重要挖机企业市场份额.....	10
表 1: 三一重工信用销售结构（单位：千元）.....	5
表 2: 三一重工信用销售形成的逾期结构（单位：千元）.....	6
表 3: 三一重工信用销售形成的逾期坏账计提率（单位：千元）.....	7
表 4: 三一重工逾期回购款账龄结构分布（单位：%）.....	7
表 5: 三一海外子公司经营情况.....	9

公司收到上海证券交易所上市监管部门对半年报的《问询函》，分别对公司起重机毛利率问题、信用销售结构和风险计提、海外子公司业务发展和关联交易等专题进行了专题问询。我们针对公司的反馈和回复内容，结合此前的经营情况，对公司经营做专题梳理。

一、起重机毛利率波动，市场和产品结构的影响

公司2018年半年报披露，起重机产品实现营业收入41.02亿元，同比增长78.47%，毛利率为24.56%，相比于上年同期减少了8.54个百分点。公司其他业务中，相对于起重机毛利率同比下降，其他产品毛利率有所上升，其中混凝土机械上升1.19%、挖掘机械上升3.76%、桩工机械上升7.43%、路面机械上升3.79%。

图 1：三一重工各项业务毛利率变化情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

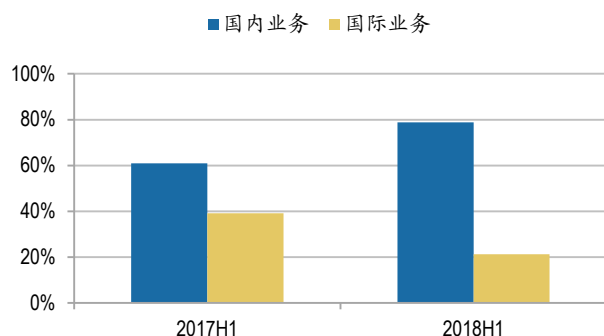
公司起重机产品毛利率变化的核心原因：

(1) 国内、国际市场结构变化，毛利率偏低的国内销售（低毛利的中小吨位汽车起重机产品需求旺盛）比重从60.9%上升到78.8%，毛利率偏高的国际销售（高毛利的越野吊、大吨位起重机、履带吊产品）比重从39.1%下降至21.2%。

(2) 国内产品销售结构变化，公司全面拓展产品型谱，提升国内市场占有率，汽车起重机中毛利率偏低的中小吨位产品（50T及以下）占比从上年同期的46%上升到58%（销售额）。

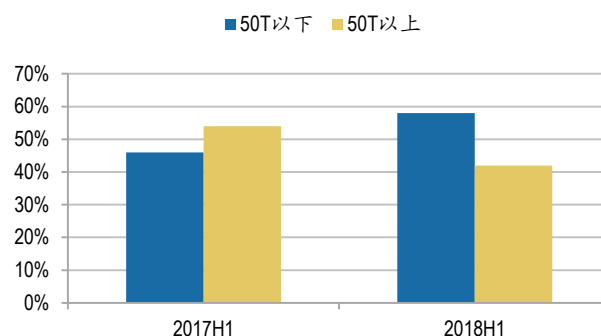
此外，我们根据工程机械行业协会的数据口径测算，公司2017年上半年50T以内的汽车起重机销量1317台，占比71.50%。50T以上的比例为28.5%。2018年上半年50T以内的销量为2591台，占比为79.92%。从结构上看，公司50T以内的汽车起重机销量占比提升较快，对公司该项业务毛利率形成影响。

图2：三一重工汽车起重机业务结构（按类别）



数据来源：反馈意见公告，广发证券发展研究中心

图3：三一一起重机业务结构（按吨位）



数据来源：反馈意见公告，广发证券发展研究中心

反观公司其他产品，毛利率提升的原因则是多方位的：

- （1）产品结构变化，毛利率相对较高的产品如泵车、中大吨位旋挖钻机、摊铺机销售占比上升。
- （2）销售强劲增长，销售结算价格有所上升，如挖掘机械。
- （3）规模效应进一步提升，单位生产成本有所下降。

二、信用销售结构和风险计提问题

1. 公司信用销售结构

公司各大类主要产品如混凝土机械、挖掘机械、起重机械、桩工机械、路面机械等均使用了按揭及融资租赁销售，公司2014-2018年上半年的信用销售结构如下：（1）按揭销售收入规模24.93亿元，占营业收入的比例为8.86%；（2）融资租赁和第三方融资租赁的销售收入规模为63.71亿元，同比增长22.65%。公司总体信用销售合计88.64亿元，占营业收入的比例达到31.52%。主要系公司了融资租赁的销售方式，2018年上半年公司融资租赁销售比例相比2017年底提升了10个百分点。

表1：三一重工信用销售结构（单位：千元）

项目	2014	2015	2016	2017	2018 H1
按揭销售收入	4,594,327	1,667,724	1,574,002	2,931,617	2,493,019
营业收入	30,364,721	23,366,869	23,280,072	38,335,087	28,123,823
占比	15.13%	7.14%	6.76%	7.65%	8.86%
项目	2014	2015	2016	2017	2018 H1
融资租赁销售收入	4,358,573	2,367,933	2,329,952	4,492,550	6,371,004
第三方融资租赁销售收入					
营业收入	30,364,721	23,366,869	23,280,072	38,335,087	28,123,823
占比	14.35%	10.13%	10.01%	11.72%	22.65%

项目	2014	2015	2016	2017	2018 H1
信用销售合计	8,952,900	4,035,657	3,903,954	7,424,167	8,864,023
营业收入	30,364,721	23,366,869	23,280,072	38,335,087	28,123,823
占比	29.48%	17.27%	16.77%	19.37%	31.52%

数据来源：反馈意见公告，广发证券发展研究中心

公司为何增加融资租赁等信用销售比例，以及会产生何种风险？

信用销售产生的原因：按揭及融资租赁销售方式在工程机械行业较为普遍，主要原因是工程机械属于生产资料、单价较高，不同客户支付能力存在区别，客户可根据自身的还款能力与意愿申请选择不同的销售方式。客户在承揽工程、租赁设备等经营过程中，受其经营业绩的影响可能存在暂时性的还款压力，公司根据融资机构提供的明细清单、融资合同等文件承担相应的回购担保义务及垫付责任。

为何比例大幅度增加？相对于按揭或者分期付款而言，融资租赁的业务模式，将客户的偿付风险与第三方融资租赁公司（或者自有融资租赁企业）共同分担，同时，从现金流回收的角度来看，融资租赁模式会大幅度提升公司经营现金，采用融资租赁模式，三一重工可以一次性全款回收。但是需要承担相应的回购义务，所以形成了潜在的或有负债。这便是公司表外或有负债的核心来源之一。这部分负有回购义务的款项并非应收账款，只有当这部分款项真实发生违约时，才会形成应收，从表外向表内转移。

2. 公司信用销售形成的风险评估

公司2018年上半年应收账款账面余额为226.92亿元，同比增长9.22%。因为公司信用销售而形成的逾期款项合计为35.39亿元，占应收账款账面余额的比例为15.59%。

逾期款的结构：垫付的逾期按揭款为17.89亿元，占应收账款账面余额的比例为7.88%；垫付的逾期融资租赁款为17.50亿元，占应收账款比例为7.71%。

从趋势来看，预期垫付及回购义务款占应收账款账面余额的比例，从2015年开始以后，逐步下降，具体而言，2015年合计的逾期垫付款为68亿元，占应收账款账面余额的比例达到了30%，目前下降到35.39亿元，占应收账款账面余额比例仅为15.59%。充分说明了，公司的资产质量和销售质量正在逐步夯实，销售中形成的逾期风险已经大幅度降低。也跟公司良好的现金流形成了对应。

表2：三一重工信用销售形成的逾期结构（单位：千元）

项目	2014	2015	2016	2017	2018 H1
垫付逾期按揭款余额	3,871,054	4,441,296	2,582,463	2,227,143	1,789,167
占应收账款比重	18.22%	19.48%	13.00%	10.70%	7.88%
垫付融资租赁款余额	1,017,806	2,380,762	2,134,996	1,933,627	1,749,519
占应收账款比重	4.79%	10.44%	10.75%	9.29%	7.71%
逾期垫付及回购款总额	4,888,860	6,822,058	4,717,459	4,160,770	3,538,686
合计占应收账款比重	23.01%	29.92%	23.75%	19.99%	15.59%

数据来源：反馈意见公告，广发证券发展研究中心

根据账龄和坏账准备率看风险计提是否充足：2018年上半年公司形成的逾期贷款为35.39亿元，其中坏账准备为10.35亿元，坏账计提率达到了29.23%。而公司2018年上半年的整体计提率为11.55%，逾期贷款的计提比例比整体计提比例高出17.68个百分点。逾期信用销售款的计提比例从时间维度上看，从2015年的18.53%，逐步提升到了29.23%，计提的力度在强化。分结构来看，主要是由于按揭贷款逾期计提比例大幅度攀升，尤其是从2017年开始比较明显。按揭贷款的坏账计提比例从2015年的23.64%提升到了40.81%，按揭贷款计提比例提升反映的是其账龄结构变化。

从账龄看。2017年期，三一的按揭逾期账龄3年期以上的账龄占比大幅提升，达到46.34%，而到了2018年上半年这一比例继续保持较高水平达到47.84%。融资租赁逾期账龄结构中，长账龄（3年以上）占比也达到14%，从年初10%左右逐步提升。从总金额来看，从2016年起，融租租赁逾期贷款长账龄基本保持在2亿左右，相比2015年的8亿元降幅明显，按揭逾期款中，2018年相比于2017年绝对金额也下降明显。

表3：三一重工信用销售形成的逾期坏账计提率（单位：千元）

分类		2015		2016		2017		2018H1	
		账面余额	坏账准备	账面余额	坏账准备	账面余额	坏账准备	账面余额	坏账准备
按揭逾期	账龄组合	4,091,624	774,358	2,342,799	353,565	1,964,517	513,977	1,562,481	546,641
	单项计提	349,672	275,747	239,664	177,406	262,626	205,425	226,686	183,463
	合计	4,441,296	1,050,105	2,582,463	530,971	2,227,143	719,402	1,789,167	730,104
	坏账计提率		23.64%		20.56%		32.30%		40.81%
融资租赁逾期	账龄组合	2,279,733	133,670	2,044,695	229,185	1,784,006	166,615	1,637,314	195,471
	单项计提	101,029	80,295	90,301	71,507	149,621	143,750	112,205	108,945
	合计	2,380,762	213,965	2,134,996	300,692	1,933,627	310,365	1,749,519	304,416
	坏账计提率		8.99%		14.08%		16.05%		17.40%
合计	账龄组合	6,371,357	908,028	4,387,494	582,750	3,748,523	680,592	3,199,795	742,112
	单项计提	450,701	356,042	329,965	248,913	412,247	349,175	338,891	292,408
	合计	6,822,058	1,264,070	4,717,459	831,663	4,160,770	1,029,767	3,538,686	1,034,520
	坏账计提率		18.53%		17.63%		24.75%		29.23%

数据来源：反馈意见公告，广发证券发展研究中心

表4：三一重工逾期回购款账龄结构分布（单位：%）

账龄	逾期按揭款账龄结构				逾期融资租赁款账龄结构			
	2015	2016	2017	2018H1	2015	2016	2017	2018H1
1 年以内	29.42%	16.91%	19.61%	15.76%	64.09%	41.49%	46.25%	36.65%
1-2 年	27.74%	27.50%	13.56%	19.20%	21.03%	32.93%	26.67%	29.86%
2-3 年	25.14%	43.22%	20.48%	17.20%	11.21%	15.67%	17.53%	19.46%
3-4 年	5.73%	8.63%	37.49%	17.35%	1.89%	5.37%	6.96%	10.13%
4-5 年	3.55%	1.36%	5.90%	21.13%	0.83%	0.74%	2.45%	3.66%

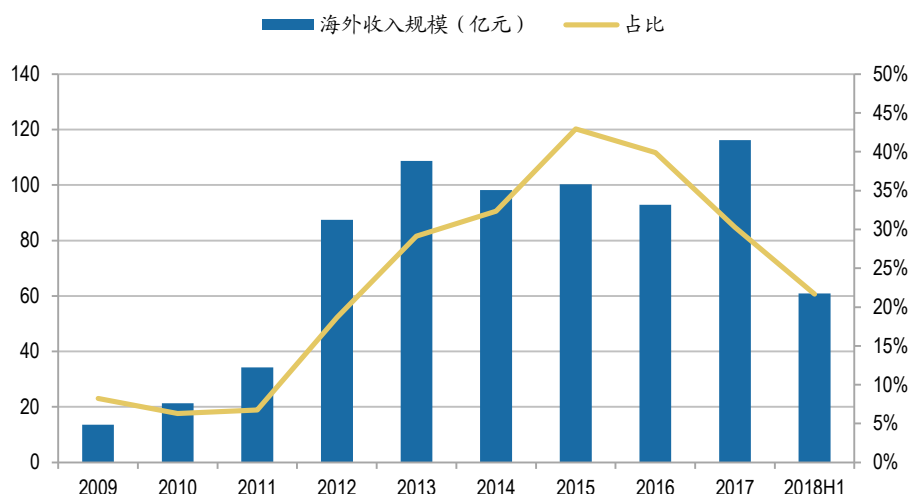
5 年以上	8.42%	2.38%	2.96%	9.37%	0.94%	3.80%	0.15%	0.25%
-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

数据来源：反馈意见公告，广发证券发展研究中心

三、海外业务经营情况梳理

三一海外业务从2011年开始进入快速发展阶段，2015年海外业务占比达到了40%，随着国内销售规模逐步提高，海外收入占比略有下滑。但从海外出口绝对金额来看，公司2017年海外出口业务达到了历史最佳水平。从公司各项出口产品销量来看，当前公司国际化业务正在逐步开拓过程中。

图 4：三一重工海外业务收入规模及占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

在推进海外业务过程中，公司加大力度进行海外建厂。印度三一私人有限公司销售挖机、混凝土机械、桩工机械、起重机等工程机械产品，积极推进海外人才本地化和制造本地化，是公司重要的海外生产和销售基地。2018年半年度实现销售收入5.7亿元，实现净利润0.44亿元。考虑三一重工及其他附属子公司在印度区域的销售后，半年度销售规模超过10亿元。

SANY AMERICA INC.销售挖机、起重机等工程机械产品，2018年半年度实现销售收入2.6亿元，亏损0.02亿元。Putzmeister Holding GmbH开发、生产和销售各类混凝土机械产品，2018年半年度实现销售收入29.0亿元，实现净利润0.96亿。

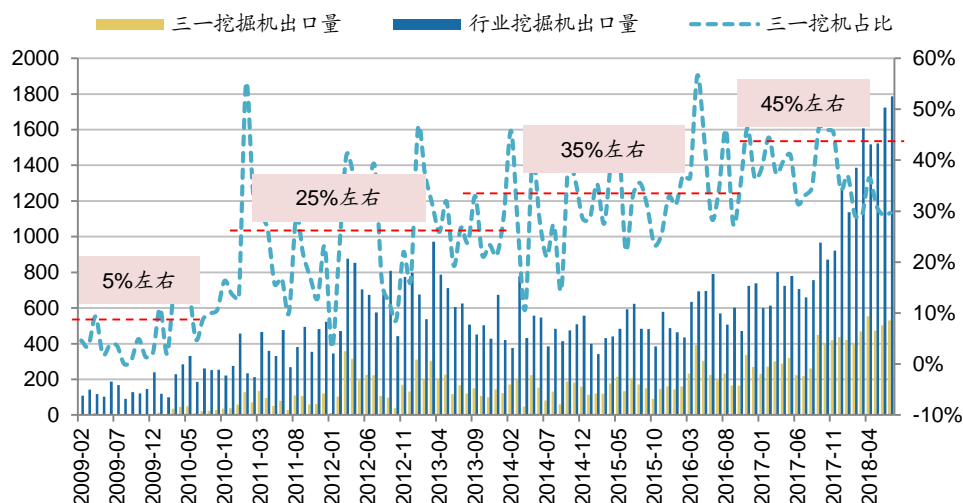
表5: 三一海外子公司经营情况

	2018 年上半年收入 (亿元)	净利润 (亿元)	利润率
三一印度私人公司	5.7	0.44	7.72%
印度大区域	超过 10 亿		
三一美国	2.6	-0.02	-0.77%
普茨迈斯特	29	0.96	3.31%

数据来源: 反馈意见公告, 广发证券发展研究中心

三一重工在挖掘机领域保持龙头地位, 出口占比呈上升趋势, 稳定在30%以上。中国工程机械工业年鉴数据显示, 2016年三一重机共出口2823台挖掘机, 占总出口量的38.5%, 居于出口量首位, 远超其他企业。并且挖掘机的出口量占企业总销量的20.1%。从三一挖机出口量占总出口量的比例来看, 公司的出口占比逐年提升。

图 5: 三一重工海外挖掘机销售及占比



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

积极推进全球化业务, 公司全球业务通过“三化”来实现:

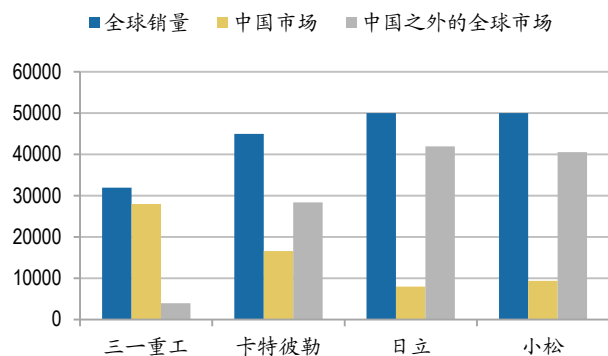
第一步: 销售全球化。2011年设立三一全球, 在德国建厂投资, 将公司产品延伸至欧洲市场; 2012年完成亚太、俄罗斯、中东、北美市场布局; 2013年继续向中亚、拉美、北非等大区迈进。

第二步: 生产全球化。2009年开始, 三一在德国设立生产基地和研发中心, 同年成立印度产业园。同时, 海外工厂也在进行团队本土化的过程。一方面, 在发达国家吸收当地高水平人才, 组建研发团队; 另一方面, 在发展中国家挖掘当地劳动力, 减低生产成本。

第三步: 资本全球化。2012年启动对普茨迈斯特的收购, 夯实了三一在混凝土机械领

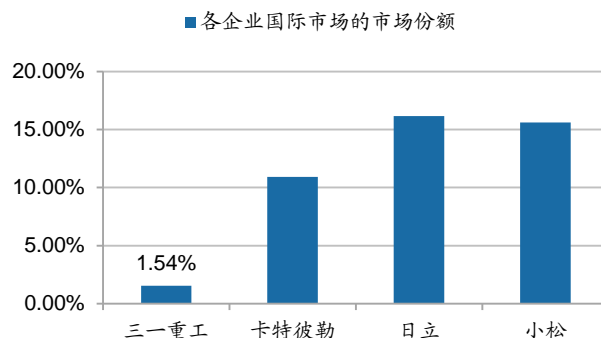
域的市场份额和市场地位。2013年对帕尔菲格实现双向合资，共享营销网络，两种不同的合作方式反应出三一在海外市场多元化方面的尝试，最终目标是组建产业园，打造完整的本土化研发、制造和销售基地。

图6：2017年全球挖掘机企业销售情况（台）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图7：2017年重要挖机企业市场份额（%）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

从市场份额角度来看，三一在国际市场中的份额仅1.5%，提升空间巨大。三一重工目前在印度、北美、拉丁美洲、东南亚区域的市场份额目前还没有进入前三名。随着海外体系不断成熟，品牌知名度提升，市场份额有望进一步提升。2017年我们预计全球市场挖掘机销量40万台，其中中国市场14万台，中国以外的市场26万台，三一的海外销量仅为4000台，加上海外生产基地生产量约为5000台，海外市场的占比仅为1.5%的比例。

反观其他的几个工程机械巨头，国际化市场份额在10%以上。根据我们的测算，以台份数计算，卡特彼勒、日立建机和小松在全球的销量份额都超过了10%，其中日立和小松达到了15%左右，未来三一在全球范围内的挖机市场份额提升仍有较大空间。

四、投资建议与风险提示

投资建议：合当前行业需求状况，我们预测公司2018-2020年分别实现营业收入514/599/623亿元，EPS分别是0.66/0.92/1.01元/股，对应当前股价的PE为13.2x/9.5x/8.6。公司综合实力突出，历史包袱逐步得到清理，盈利能力处在回升通道中，我们继续维持公司“买入”的评级。

风险提示：基建和地产投资等具有不确定性，资产负债表修复不及预期；原材料价格波动影响企业利润率。

资产负债表	单位: 百万元				
至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	37992	36207	43559	52296	62185
货币资金	7442	4104	2577	5963	13846
应收及预付	23487	21721	29857	34803	36391
存货	6220	7642	8585	9990	10408
其他流动资产	843	2741	2540	1540	1540
非流动资产	23563	22030	23785	23927	23779
长期股权投资	1528	1404	1404	1404	1404
固定资产	14131	12878	16209	17012	17469
在建工程	966	761	587	429	250
无形资产	4749	4457	4112	3610	3184
其他长期资产	2189	2530	1472	1472	1472
资产总计	61555	58238	67344	76223	85964
流动负债	23800	22983	27746	30909	31675
短期借款	8908	2257	1757	1657	2057
应付及预收	11663	15721	20989	24252	24618
其他流动负债	3229	5004	5000	5000	5000
非流动负债	14302	8882	7877	6877	7377
长期借款	9413	3367	2367	1367	1867
应付债券	4184	4210	4210	4210	4210
其他非流动负债	705	1305	1300	1300	1300
负债合计	38102	31865	35622	37785	39052
股本	7658	7668	7780	7780	7780
资本公积	595	1050	1050	1050	1050
留存收益	16229	18092	23220	30357	38196
归属母公司股东权益	22717	25498	30430	36568	44407
少数股东权益	735	876	1291	1870	2506
负债和股东权益	61555	58238	67344	76223	85964

利润表	单位: 百万元				
至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	23280	38335	51402	59918	62257
营业成本	17179	26806	34816	40514	42209
营业税金及附加	220	279	375	479	374
销售费用	2359	3832	4112	4194	4358
管理费用	2121	2533	3084	2996	3113
财务费用	875	1319	1147	893	1003
资产减值损失	948	1189	958	717	355
公允价值变动收益	-563	403	0	0	0
投资净收益	2181	-19	20	20	20
营业利润	1247	2876	6930	10145	10865
营业外收入	312	98	267	226	197
营业外支出	1496	106	689	764	519
利润总额	63	2869	6930	9645	10593
所得税	-101	642	1386	1929	2119
净利润	164	2227	5544	7716	8475
少数股东损益	-40	135	416	579	636
归属母公司净利润	203	2092	5128	7137	7839
EBITDA	2551	5682	11018	14223	14993
EPS (元)	0.03	0.27	0.66	0.92	1.01

现金流量表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	3249	8565	5061	7741	10013
净利润	164	2227	5544	7716	8475
折旧摊销	2098	1913	2004	2489	2789
营运资金变动	941	2450	-4683	-3805	-1994
其它	47	1974	2196	1341	744
投资活动现金流	2262	1218	-4790	-3110	-2893
资本支出	-225	-34	-4810	-3130	-2913
投资变动	2315	1238	20	20	20
其他	172	14	0	0	0
筹资活动现金流	-4661	-13085	-1798	-1245	763
银行借款	-24398	-18656	-1500	-1100	900
股权融资	133	43	0	0	0
其他	19604	5528	-289	-145	-137
现金净增加额	851	-3302	-1527	3386	7884
期初现金余额	6871	7442	4104	2577	5963
期末现金余额	7614	4118	2577	5963	13846

主要财务比率

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力(%)					
营业收入增长	-0.8	64.7	34.1	16.6	3.9
营业利润增长	2,632.7	130.6	141.0	46.4	7.1
归属母公司净利润增长	4,001.1	928.4	145.1	39.2	9.8
获利能力(%)					
毛利率	26.2	30.1	32.3	32.4	32.2
净利率	0.7	5.8	10.8	12.9	13.6
ROE	0.9	8.2	16.9	19.5	17.7
ROIC	3.1	8.8	18.6	22.9	23.0
偿债能力					
资产负债率(%)	61.9	54.7	52.9	49.6	45.4
净负债比率	0.7	0.3	0.3	0.1	-0.1
流动比率	1.60	1.58	1.57	1.69	1.96
速动比率	1.32	1.21	1.24	1.34	1.60
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.64	0.82	0.83	0.77
应收账款周转率	1.19	2.10	2.15	2.15	2.15
存货周转率	2.90	3.87	4.06	4.06	4.06
每股指标(元)					
每股收益	0.03	0.27	0.66	0.92	1.01
每股经营现金流	0.42	1.12	0.65	0.99	1.29
每股净资产	2.97	3.33	3.91	4.70	5.71
估值比率					
P/E	229.6	33.2	13.2	9.5	8.6
P/B	2.1	2.7	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	45.7	16.0	8.5	6.1	5.3

广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，6 年证券从业经历，2013 年进入广发证券发展研究中心。
- 刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 代川：分析师，中山大学数量经济学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。
- 王珂：分析师，厦门大学核物理学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。
- 周静：上海财经大学会计学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 孙柏阳：南京大学金融工程硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。