

➤ **本周关注：巨星科技、纽威股份、杰瑞股份**

➤ **海外工程机械厂商主要聚集地为欧、美、日、中、韩，卡特、小松是全球龙头。**根据 Yellow Table 2024 榜单，全球工程机械 50 强总销售额 2419.22 亿美元，同比增长 8.09%。分厂商所在地来看，美国工程机械企业占总销售额 28.6%，同比+1.8pct，仍是占比最高的国家；日本工程机械市场占总销售额 19.9%，同比-1.3pct；中国工程机械企业销售额占总销售额 17.2%，同比-1.0pct；欧洲工程机械企业占总销售额 27.6%，同比+0.1pct；韩国工程机械企业占总销售额 5.7%，同比+0.1pct。分厂商来看，卡特、小松是全球工程机械龙头，2023 年市场份额分别为 16.8%与 10.4%，同比+0.5pct、-0.3pct。此外，排名前 10 的企业还有：约翰迪尔、徐工、利勃海尔、三一重工、沃尔沃建筑、日立建机、杰西博、斗山山猫，市场份额分别为 6.1%、5.3%、4.2%、4.2%、4.1%、3.7%、3.3%、3.1%。

➤ **海外龙头 24Q2 收入普遍降低。**整体来看，海外三大工程机械龙头中，除小松受益于汇兑收益公司收入、利润仍有提升外，卡特彼勒与约翰迪尔收入、利润均下降明显。**卡特**：24Q2 公司营收约 166.9 亿美元，同比-3.6%，公司净利润约 26.8 亿美元，同比-8.2%。**小松**：24Q2 公司营收约 0.96 万亿日元，同比+6.7%，营业利润约 0.15 万亿日元，同比+5.7%。若剔除汇兑影响，24Q2 公司收入分别为 0.80 万亿日元，同比下降 5.7%。**约翰迪尔**：约翰迪尔除了是全球工程机械龙头外，还是全球农业机械龙头。为剔除农业机械影响，我们仅考虑公司建筑林业机械业务。24M5-M7 公司建筑林业机械营收约 32.4 亿美元，同比-13.5%，营业利润约 4.5 亿美元，同比-37.4%。

➤ **价格提升缓和了销量下降的影响。**整体来看，海外几大厂商 24 年上半年销量均明显有所下滑，但价格的提升缓和了这一不利因素的影响。分公司来看，24H1 卡特营收共减少 6.9 亿元，其中销量下降造成了公司收入降低 18.90 亿美元，而产品价格上涨造成公司收入增加 11.53 亿美元。24H1 小松建筑机械、车辆业务营收共增加 0.16 万亿日元，其中销量下降造成了收入降低 0.19 万亿日元，而产品价格上涨使得收入增加 0.08 万亿日元，汇兑收益使得收入 0.27 万亿日元。24M2-M7 约翰迪尔建筑林业业务营业利润共下降 4.4 亿美元，其中销量下降造成了营业利润降低 3.4 亿美元，而产品价格下降也使得公司营业利润降低 0.2 亿美元，汇兑影响使得公司建筑林业营业利润增长了 0.1 亿美元，而生产成本提升使得公司建筑林业营业利润减少了 0.29 亿美元。

➤ **欧美市场较弱，新兴市场有望维持增长。**各公司分区域情况不完全相同，但整体来看，北美、欧洲市场需求同比走弱，拉美、中东等新兴市场仍保持一个较好的增长。**卡特**：24H1 拉美地区表现较好，北美地区虽然仍有所增长，但增速呈现下行趋势，其余地区收入整体有所下降；**小松**：24H1 拉美、中东、非洲、大洋洲地区表现较好，营收同比增速均超 10%，欧洲、中亚及亚洲地区（除中国）表现不佳，营收同比减少超 10%；**约翰迪尔**：24M2-M7 公司建筑林业机械业务除中欧&独联体国家表现较好外，其他地区营收均有所下降；**沃尔沃集团**：24H1 公司建筑机械业务亚洲地区表现较好，南美营收基本持平，北美、欧洲、非洲与太平洋州表现较差。

➤ **风险提示**：宏观经济波动风险，原材料价格波动、行业竞争加剧。

## 推荐

## 维持评级



## 分析师 李哲

执业证书：S0100521110006

邮箱：lizhe\_yj@mszq.com

## 分析师 罗松

执业证书：S0100521110010

邮箱：luosong@mszq.com

## 相关研究

1. 扬帆系列：船舶需求分析（一）：油船&LNG 船需求与测算-2024/09/03
2. 一周解一惑系列：下游需求韧性十足，运输机械行业稳步增长-2024/08/18
3. 一周解一惑系列：半导体零部件国产化程度低，蕴含巨大投资机会-2024/08/11
4. 一周解一惑系列：上一轮中美贸易摩擦的启示-2024/08/04
5. 一周解一惑系列：低矿石品位+高勘探成本，磨机大型化趋势明显-2024/07/28

# 目录

<b>1 工程机械价格提升降低了销量影响 .....</b>	<b>3</b>
1.1 卡特、小松无疑是全球工程机械龙头 .....	3
1.2 海外龙头 24Q2 收入增速有所下滑 .....	3
<b>2 欧美市场较弱，新兴市场有望维持增长 .....</b>	<b>9</b>
2.1 卡特彼勒 .....	9
2.2 小松 .....	9
2.3 约翰迪尔 .....	11
2.4 沃尔沃集团 .....	12
<b>3 风险提示 .....</b>	<b>13</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>14</b>

# 1 工程机械价格提升降低了销量影响

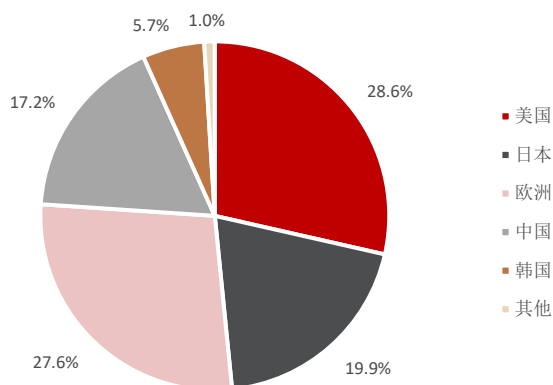
## 1.1 卡特、小松无疑是全球工程机械龙头

工程机械是装备工业的重要组成部分。概括地说，凡土石方施工工程、路面建设与养护、流动式起重装卸作业和各种建筑工程所需的综合性机械化施工工程所必需的机械装备，称为工程机械。

**欧、美、日、中、韩为全球工程机械企业主要聚集地。**根据 Yellow Table 2024 榜单，全球工程机械 50 强总销售额 2419.22 亿美元，同比增长 8.09%。从地区分布来看，欧、美、日、中、韩工程机械企业主要聚集地，占总销售额的 99.0%。其中，美国工程机械企业占总销售额 28.6%，同比+1.8pct，仍是占比最高的国家；日本工程机械市场占总销售额 19.9%，同比-1.3pct；中国工程机械企业销售额占总销售额 17.2%，同比-1.0pct；欧洲工程机械企业占总销售额 27.6%，同比+0.1pct；韩国工程机械企业占总销售额 5.7%，同比+0.1pct。

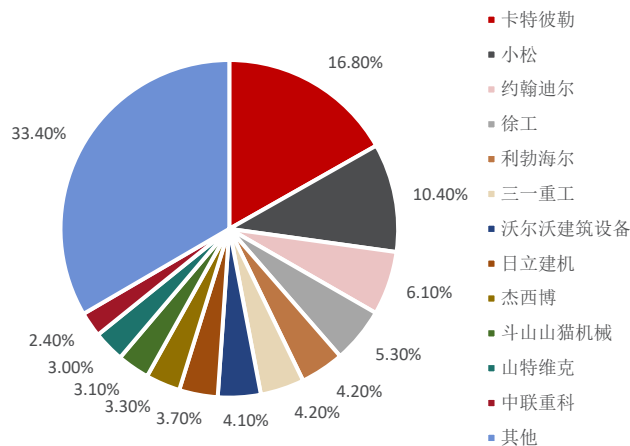
**卡特、小松是全球工程机械龙头，合计占比达 27.2%。**分产商来看，卡特、小松是全球工程机械龙头，2023 年市场份额分别为 16.8%与 10.4%，同比+0.5pct、-0.3pct。此外，排名前 10 的企业还有：约翰迪尔、徐工、利勃海尔、三一重工、沃尔沃建筑、日立建机、杰西博、斗山山猫，市场份额分别为 6.1%、5.3%、4.2%、4.2%、4.1%、3.7%、3.3%、3.1%。

图1：2023 年全球工程机械产商主要地域分布



资料来源：我的钢铁网，Yellow Table，民生证券研究院

图2：2023 年全球工程机械产商市场份额



资料来源：我的钢铁网，Yellow Table，民生证券研究院

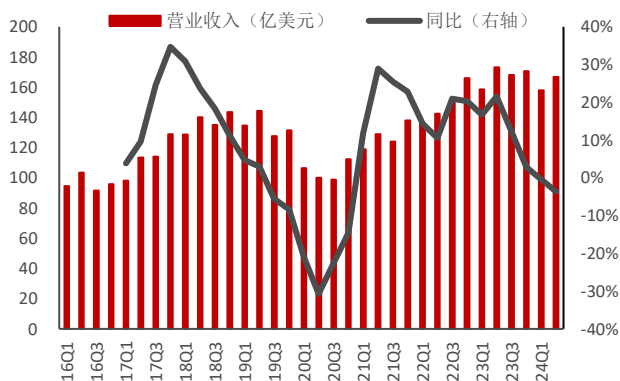
## 1.2 海外龙头 24Q2 收入增速有所下滑

整体来看，海外三大工程机械龙头 24 年 Q2 收入利润都呈现下滑趋势。除小松受益于汇兑收益公司二季报收入、利润仍有提升外，卡特彼勒与约翰迪尔二季报收入、利润均下降明显。

## 1.2.1 卡特彼勒

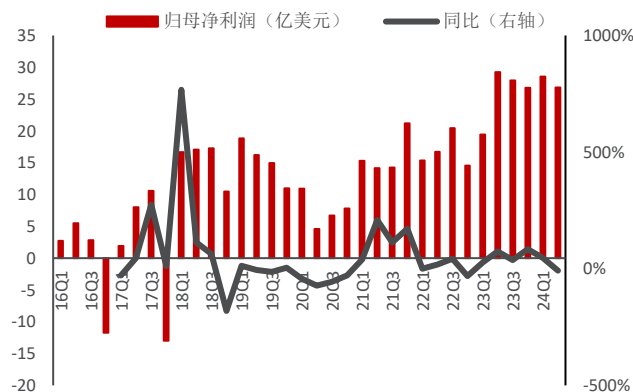
卡特彼勒 24Q2 收入、利润均有所下滑。2024H1 公司营收 324.9 亿美元，同比-2.1%，增速较 23 年降低 14.9pct。其中 24Q2 公司营收约 166.9 亿美元，同比-3.6%。24H1 公司净利润约 55.37 亿美元，同比+13.8%，增速较 23 年降低 40.3pct，其中 24Q2 公司净利润约 26.8 亿美元，同比-8.2%。

图3：卡特彼勒分季度营业收入及同比



资料来源：卡特彼勒官网，民生证券研究院

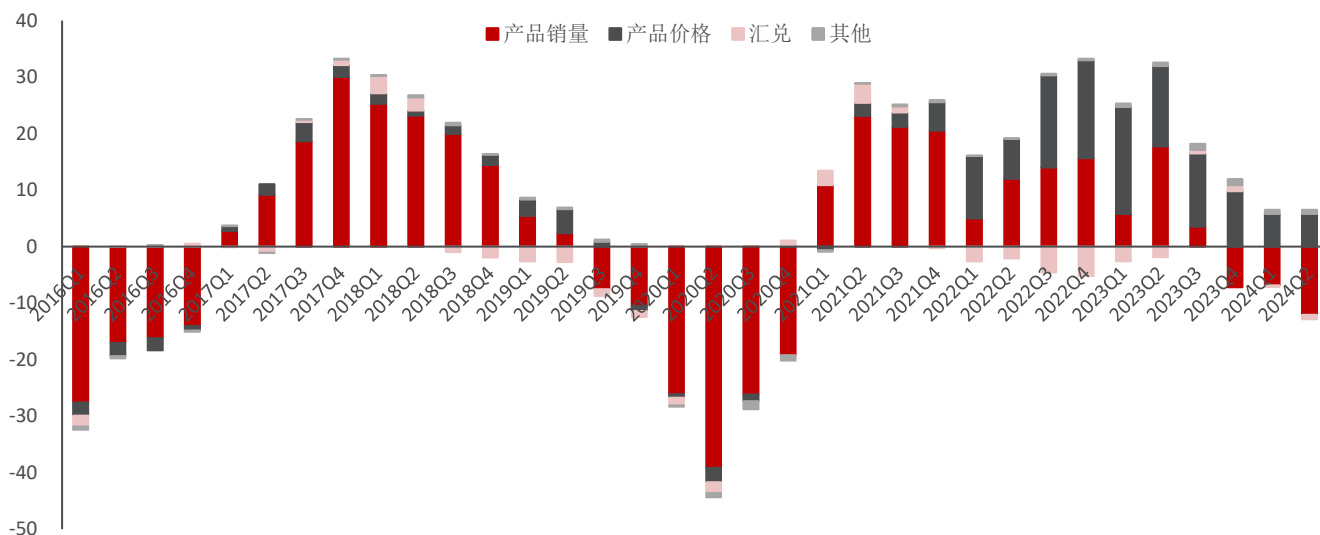
图4：卡特彼勒分季度归母净利润及同比



资料来源：卡特彼勒官网，民生证券研究院

公司产品价格持续上涨，但销量下降导致公司 24H1 收入减少。公司营收减少受多种因素影响。分来源来看，24H1 公司营收同比减少 6.92 亿美元，其中销量下降造成了公司收入降低 18.90 亿美元，而产品价格上涨造成公司收入增加 11.53 亿美元，汇兑影响使得公司收入降低了 1.07 亿美元。

图5：公司营收变动原因拆分（亿美元）

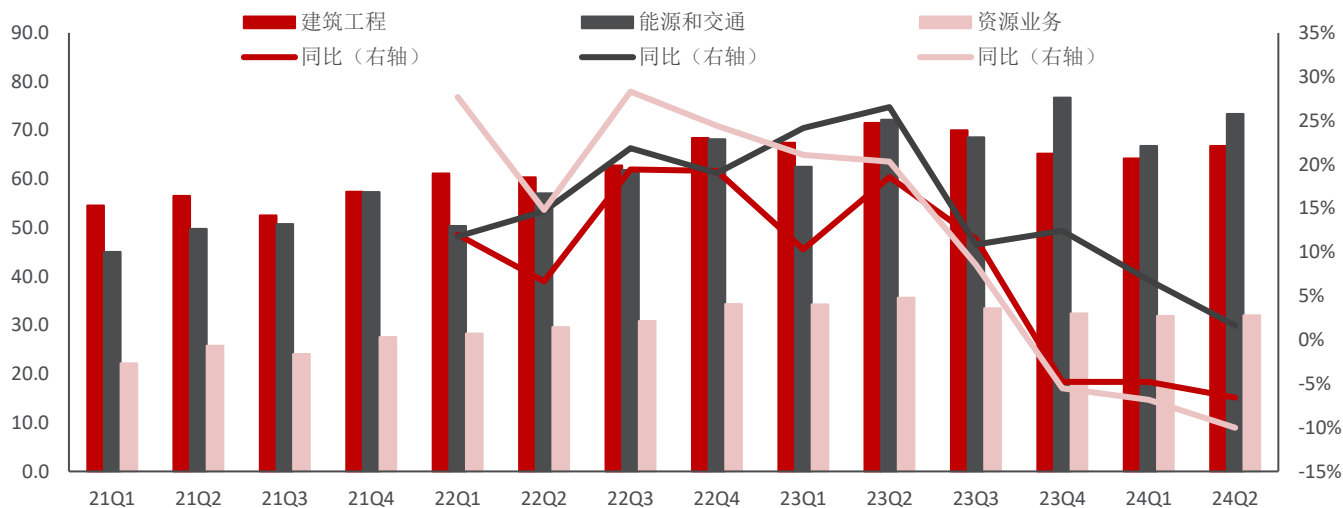


资料来源：卡特彼勒官网，民生证券研究院

分业务来看，除能源和交通业务外，建筑工程业务与资源业务上半年收入有所下降。24H1 公司建筑工程业务营收 131.1 亿美元，同比降低 5.7%；能源和交通业务营收 140.2 亿美元，同比增长 4.0%；资源业务营收 64.0 亿美元，同比减少

8.5%。其中 24Q2 公司建筑工程业务营收 66.8 亿美元，同比降低 6.6%；能源和交通业务营收 73.4 亿美元，同比增长 1.6%；资源业务营收 32.1 亿美元，同比减少 10.0%。

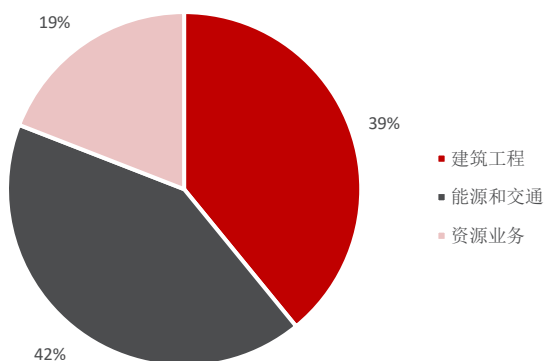
图6：卡特彼勒分业务(亿美元)



资料来源：卡特彼勒官网，民生证券研究院

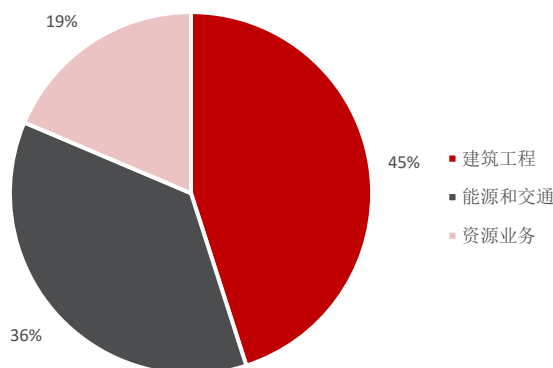
**建筑机械与能源交通业务是公司主要收入与利润来源。**卡特彼勒业务可分为金融产品与机械、能源和运输项目，24 年 H1 机械、能源和运输项目收入占比超 94.8%，为公司主要收入与利润来源。机械、能源和运输业务可进一步划分建筑工程、能源和交通、资源业务三类，建筑工程贡献 39%的收入与 45%的业务利润，能源和交通业务贡献 42%的收入与 36%的业务利润，资源业务贡献 19%的收入与业务利润。

图7：2024H1 卡特彼勒三大业务收入之比



资料来源：卡特彼勒官网，民生证券研究院

图8：2024H1 卡特彼勒三大业务利润之比

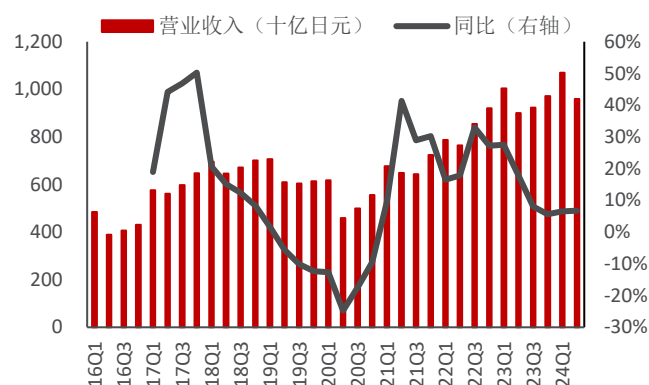


资料来源：卡特彼勒官网，民生证券研究院

## 1.2.2 小松

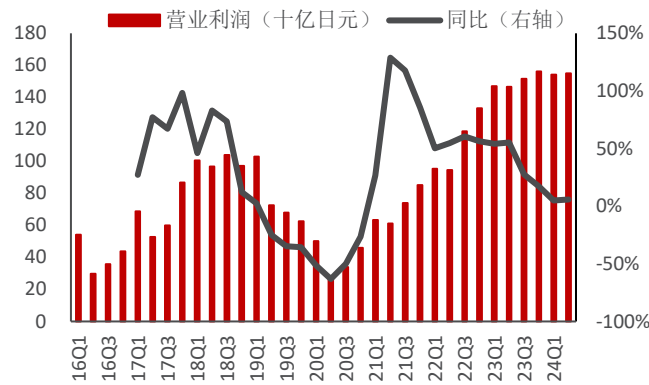
**小松 24Q2 收入、利润增速明显放缓。**2024H1 公司营收 2.03 万亿日元，同比+6.6%，增速较 23 年降低 7.6pct。其中 24Q2 公司营收约 0.96 万亿日元，同比+6.7%。24H1 公司营业利润约 0.31 万亿日元，同比+5.3%，增速较 23 年降低 30.8pct，其中 24Q2 公司营业利润约 0.15 万亿日元，同比+5.7%。

图9：小松分季度营业收入及同比



资料来源：小松官网，民生证券研究院

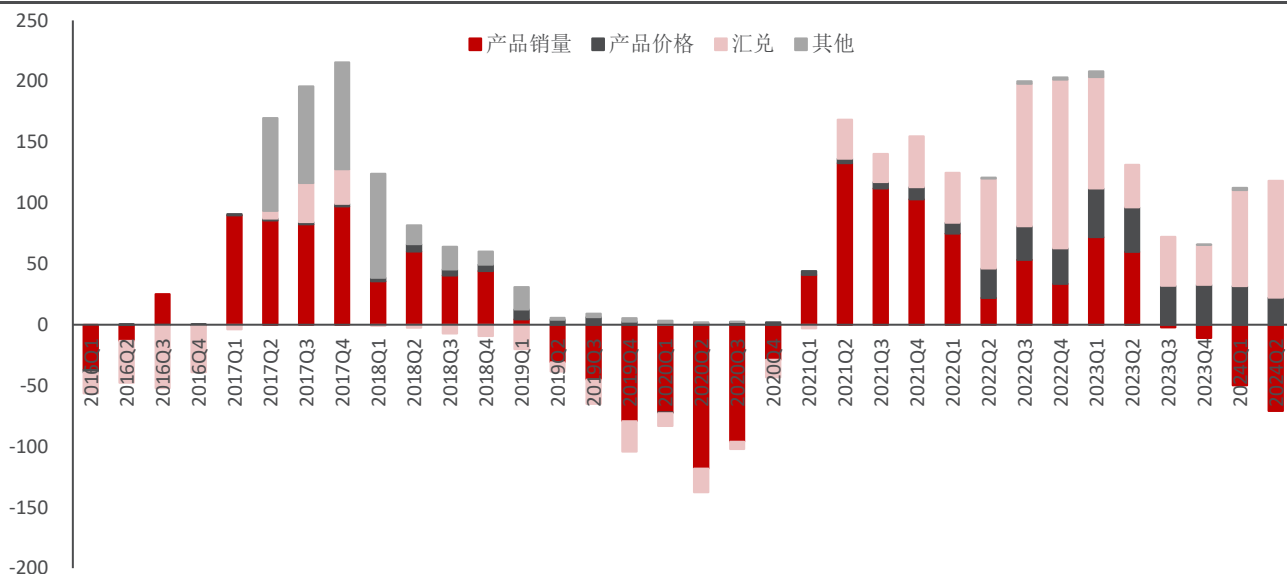
图10：小松分季度归母净利润及同比



资料来源：小松官网，民生证券研究院

**公司产品价格持续上涨，汇兑收益抵消销量下降影响。**公司营收增速放缓受多种因素影响。分来源来看，24H1 销量下降造成了公司收入降低 1207 亿日元，而产品价格上涨造成公司收入增加 538 亿日元，汇兑影响使得公司收入增长了 1750 亿日。若剔除汇兑影响，24H1 及 24Q2 公司收入分别为 1.71 万亿、0.80 万亿日元，同比下降 3.7%、5.7%。

图11：小松建筑机械、车辆营收变动原因拆分（十亿日元）

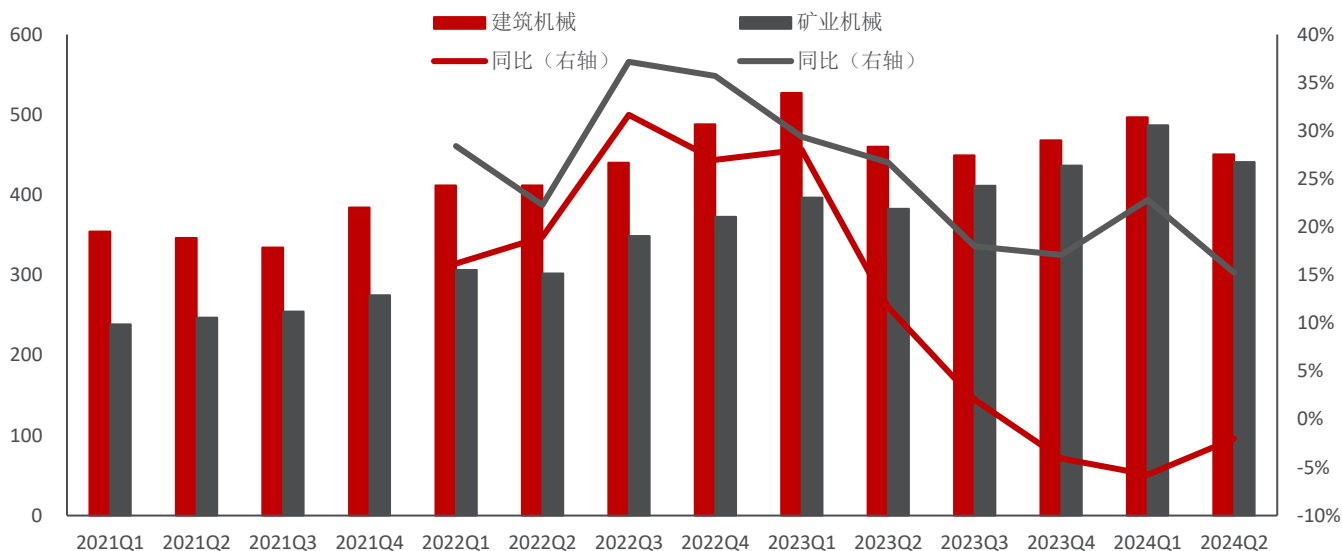


资料来源：小松官网，民生证券研究院

**分业务来看，24H1 公司矿业机械业务营收同比+19.1%，建筑机械业务营收同比-4.0%。**24H1 公司矿业机械业务营收 0.93 万亿日元，同比增加 19.1%；建

筑机械业务营收 0.95 万亿日元，同比减少 4.0%。其中 24Q2 矿业机械业务营收 0.44 万亿日元，同比增加 15.2%；建筑机械业务营收 0.45 万亿日元，同比减少 2.0%。

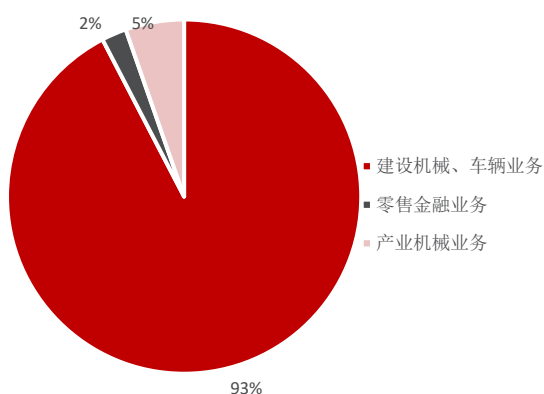
图12：小松分业务(十亿日元)



资料来源：小松官网，民生证券研究院

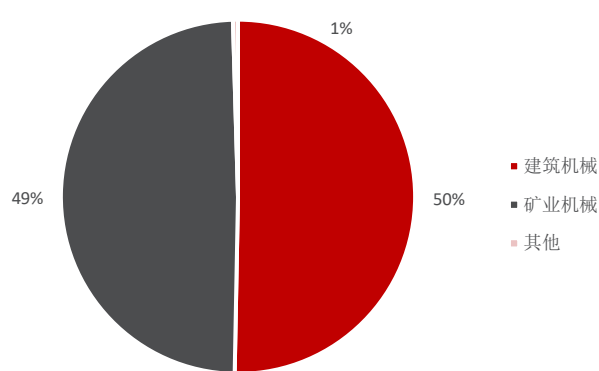
建设机械、车辆业务是公司主要收入来源。小松业务可分为建设机械、车辆业务、零售金融业务、产业机械业务,24年H1建设机械、车辆业务营收占比约92.8%，为公司主要收入来源。建设机械、车辆业务可进一步划分矿山机械、建筑机械与其他三类，建筑机械与矿业机械贡献50%、49%的收入。

图13：2024H1 小松收入拆分



资料来源：小松官网，民生证券研究院

图14：2024H1 小松建设机械、车辆业务收入拆分

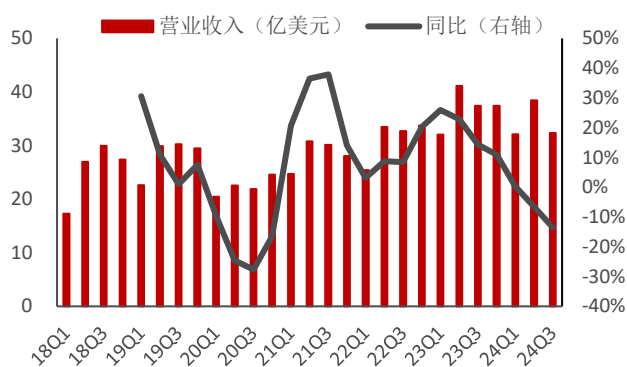


资料来源：小松官网，民生证券研究院

### 1.2.3 约翰迪尔

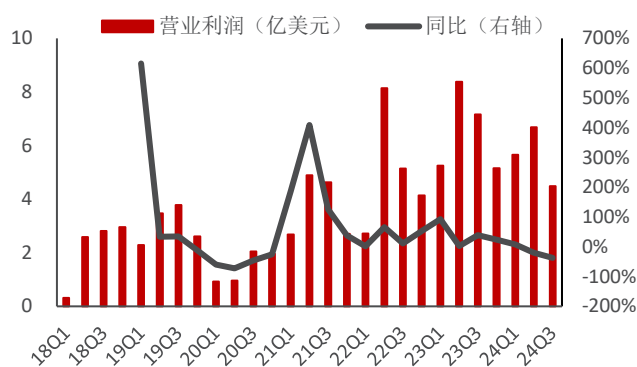
约翰迪尔 24M2-M7 建筑林业机械业务收入、利润均有所下滑。24M2-M7 公司建筑林业机械营收 70.79 亿美元，同比-9.8%。其中 24M5-M7 公司建筑林业机械营收约 32.4 亿美元，同比-13.5%，降幅明显扩大。24M2-M7 公司建筑林业机械营业利润约 11.2 亿美元，同比-28.2%，其中 24 M5-M7 公司建筑林业机械营业利润约 4.5 亿美元，同比-37.4%。

图15：约翰迪尔建筑林业机械分季度营业收入及同比



资料来源：约翰迪尔官网，民生证券研究院(注：约翰迪尔 Q3 为 5-7 月)

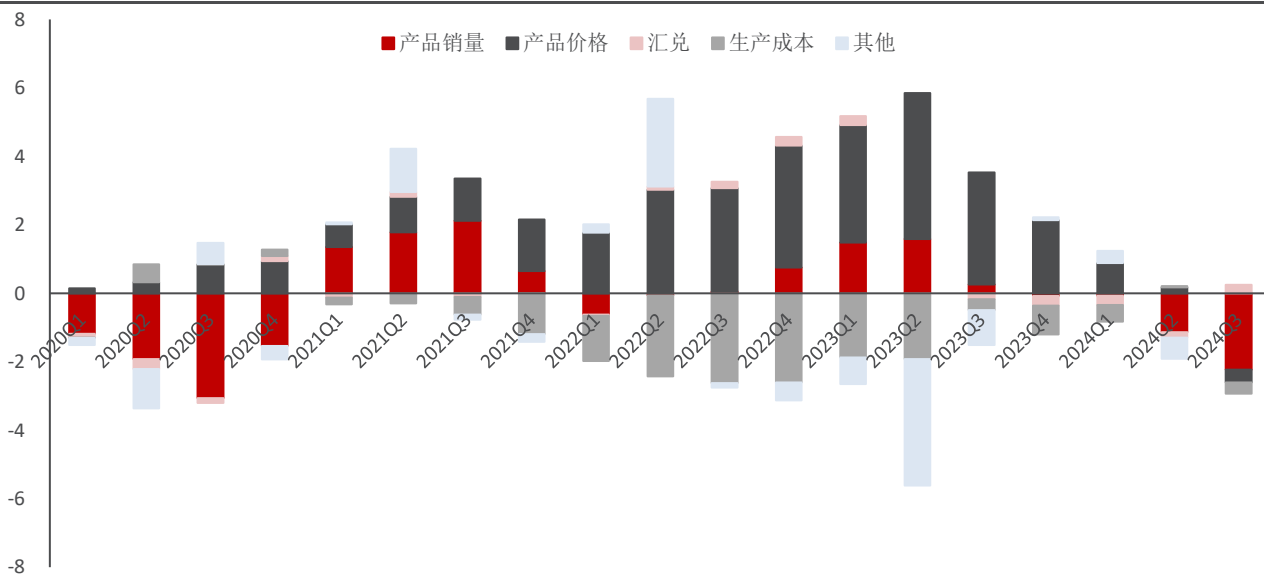
图16：约翰迪尔建筑林业机械分季度营业利润及同比



资料来源：约翰迪尔官网，民生证券研究院(注：约翰迪尔 Q3 为 5-7 月)

公司产品销量减少为建筑林业机械营业利润下降主要原因。公司建筑林业营业利润下降受多种因素影响。分来源来看，24M2-M7 销量下降造成了公司建筑林业营业利润降低 3.4 亿美元，而产品价格下降也使得公司建筑林业营业利润降低 0.2 亿美元，汇兑影响使得公司建筑林业营业利润增长了 0.1 亿美元，而生产成本提升使得公司建筑林业营业利润减少了 0.29 亿美元。

图17：约翰迪尔建筑林业机械营业利润变动原因拆分 (亿美元)



资料来源：约翰迪尔官网，民生证券研究院(注：约翰迪尔 Q3 为 5-7 月)



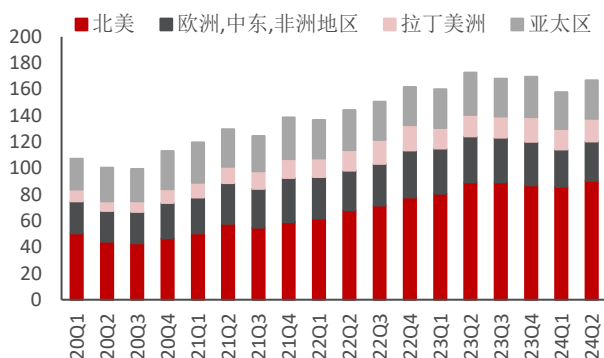
## 2 欧美市场较弱，新兴市场有望维持增长

### 2.1 卡特彼勒

24H1 卡特彼勒拉美地区表现较好，收入占比最大的北美地区增速呈现下行趋势，其余地区收入均有所下降。24H1 公司拉美地区收入约 32.78 亿美元，同比 +3.0%，呈现增速逐月提高的趋势；北美地区收入约 176.16 亿美元，同比 +3.7%，但增速呈现逐季走弱趋势，24Q2 收入同比 +1.4%，增速环比 -5.0pct；欧洲、中东、非洲地区与亚太地区均表现较差，24H1 收入分别为 58.49 亿美元与 57.45 亿美元，同比 -15.9% 与 -7.0%。

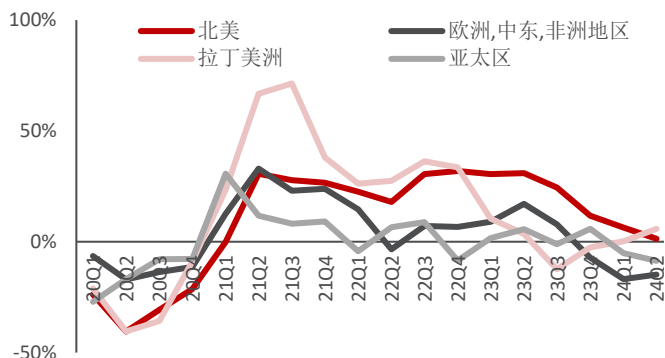
从原因来看，北美终端用户的销量有所下降，但得益于增高的价格，24H1 北美地区仍表现较好；中南美地区销量的增长带动了当地的温和增长，但当地经销商库存有所增长。欧洲、中东和非洲地区以及亚太地区收入下降主要因为销量下降，此外，当地经销商库存均有所下降。

图18：卡特分地区营收情况（亿美元）



资料来源：卡特彼勒官网，民生证券研究院

图19：卡特分地区营收同比情况



资料来源：卡特彼勒官网，民生证券研究院

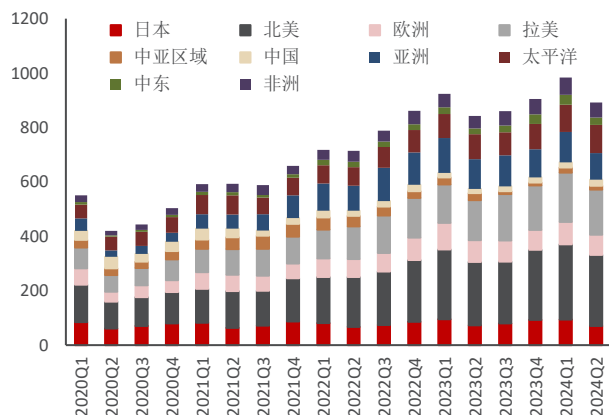
根据卡特彼勒的预期，建筑工程与资源业务下半年终端销量均降略有下滑。分地区来看，北美地区政府相关的基础设施项目预计将保持健康。亚太地区（不含中国），经济状况将继续疲软。EAME 地区中，欧洲市场的疲软经济将持续，而中东将维持健康的建筑业需求。拉丁美洲地区全年则是有望维持温和增长。

### 2.2 小松

24H1 小松拉美、中东、非洲、大洋洲地区表现较好，营收同比增速均超 10%，欧洲、中亚及亚洲地区（除中国）表现不佳，营收同比减少超 10%。分地区来看，24H1 公司日本地区收入约 0.17 万亿日元，同比 -1.8%，呈现同比逐月降低的趋势；北美地区收入约 0.54 万亿日元，同比 +9.8%，主要系受益于日元贬值带来的汇兑收益；欧洲地区收入 0.16 万亿日元，同比 -12.2%；拉美地区收入 0.35 万亿日元，同比 +20.1%；中亚地区收入 0.03 万亿日元，同比 -34.5%；亚洲地区（除

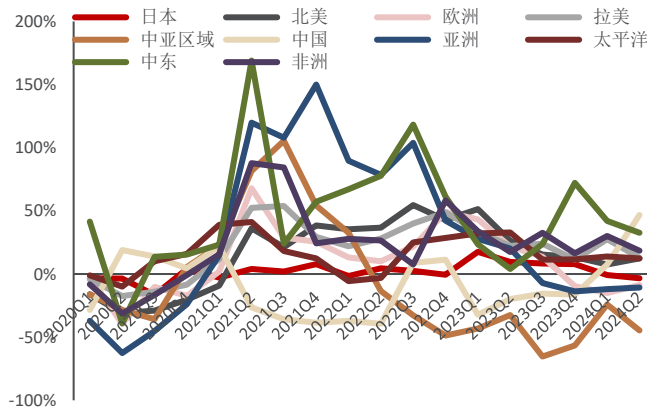
中国) 实现收入 0.21 万亿日元, 同比-11.5%, 降幅有所收窄; 太平洋地区实现收入 0.20 万亿日元, 同比+13.2%, 增速较为稳定; 中东地区实现收入 0.06 万亿日元, 同比+37.7%, 维持较高增速; 非洲地区实现收入 0.12 万亿日元, 同比+24.6%。

图20: 小松分地区营收情况 (十亿日元)



资料来源: 小松官网, 民生证券研究院

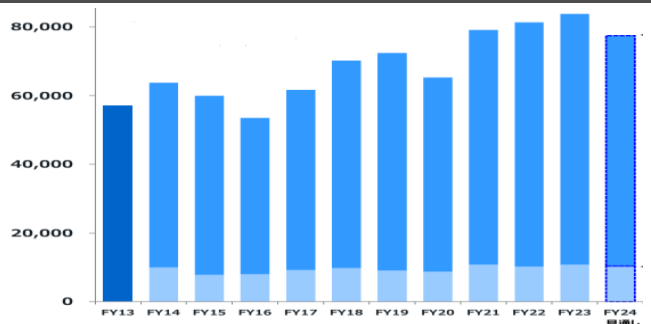
图21: 小松分地区营收同比情况



资料来源: 小松官网, 民生证券研究院

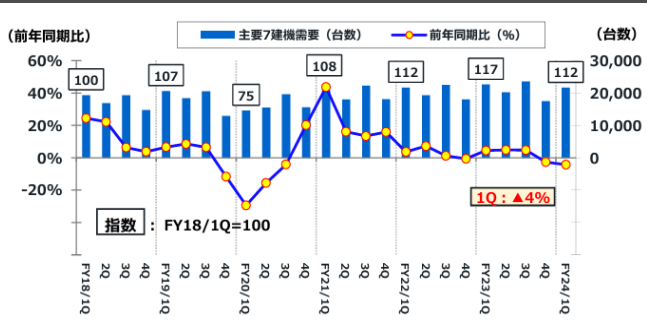
分地区来看, 24Q2 北美建筑机械需求同比-4%, 但 24Q2-25Q1 期间北美建筑机械需求预计将同比下降 5-10%。

图22: 小松北美年度需求预期



资料来源: 小松官网, 民生证券研究院

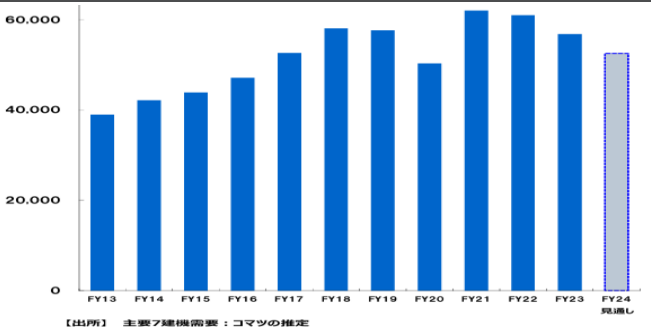
图23: 小松北美季度需求预期



资料来源: 小松官网, 民生证券研究院

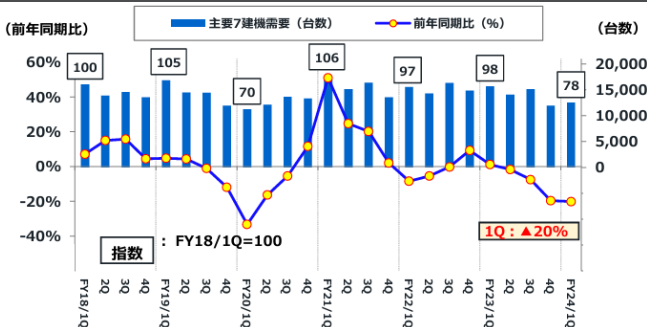
欧洲建筑机械市场虽然 24Q2 市场需求同比-20%, 但 24Q2-25Q1 期间欧洲市场需求预计仅同比下降 5-10%。

图24: 小松欧洲年度需求预期



资料来源: 小松官网, 民生证券研究院

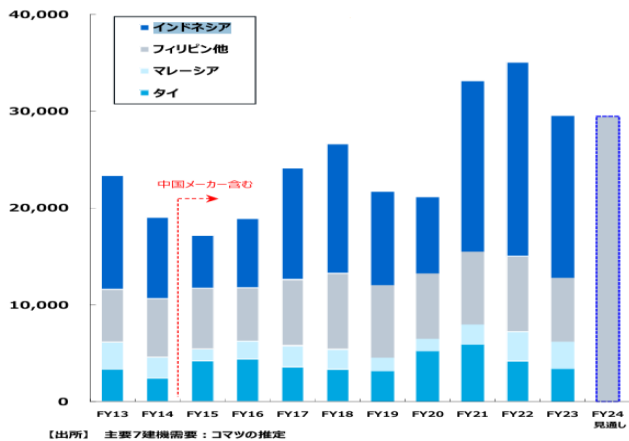
图25: 小松欧洲季度需求预期



资料来源: 小松官网, 民生证券研究院

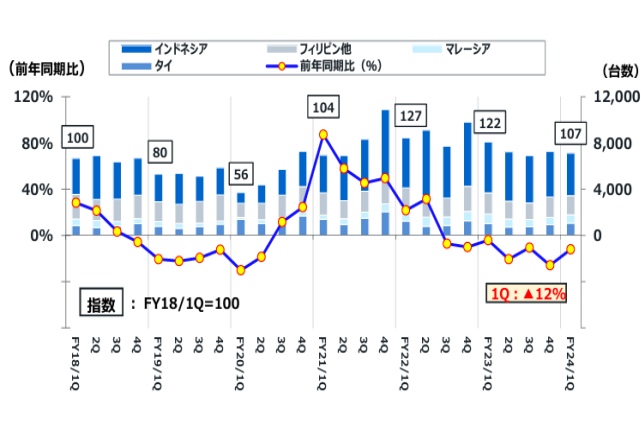
东南亚建筑机械市场 24Q2 同比-12%，但 24Q2-25Q1 期间东南亚市场需求预计同比降持平。

图26：小松东南亚年度需求预期



资料来源：小松官网，民生证券研究院

图27：小松东南亚季度需求预期

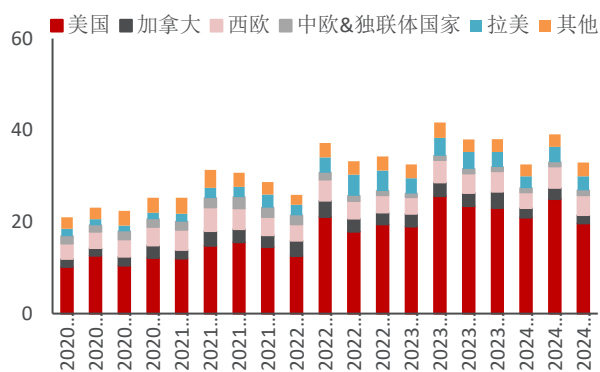


资料来源：小松官网，民生证券研究院

## 2.3 约翰迪尔

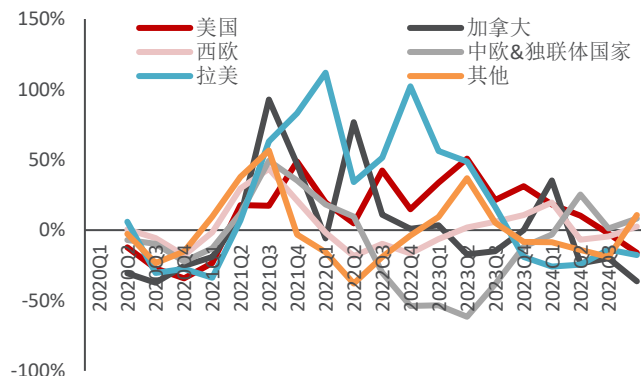
24年 M2-M7 约翰迪尔除中欧&独联体国家表现较好外，其他地区营收均有所下降。24年 M2-M7 公司美国地区收入约 44.67 亿美元，同比-9.0%；加拿大地区收入约 4.25 亿美元，同比-27.97%；西欧、拉美营收均有所下降，24年 M2-M7 收入分别为 9.02、6.39 亿美元，同比-1.2%与 15.8%；中欧&独联体营收 1.97 亿美元，同比+4.78%。

图28：约翰迪尔建筑林业机械分地区营收 (亿美元)



资料来源：约翰迪尔官网，民生证券研究院

图29：约翰迪尔建筑林业机械分地区营收同比



资料来源：约翰迪尔官网，民生证券研究院

根据约翰迪尔的预期，23M11-24M10 建筑设备行业的销售额同比预计有所下降。从区域来看，公司营收占比最大的北美市场中，美国+加拿大地区建筑机械预计销售降下滑 5-10%。

## 2.4 沃尔沃集团

24H1 沃尔沃集团建筑机械业务亚洲地区表现较好,南美营收基本持平,北美、欧洲、非洲与大洋州表现较差。24H1 公司欧洲地区收入约 46.94 亿瑞典克郎,同比-15%;北美地区收入约 28.52 亿瑞典克郎,同比-22%;南美地区收入约 11.17 亿瑞典克郎,同比基本持平;亚洲地区收入约 173.11 亿瑞典克郎,同比+25%;非洲与大洋洲地区收入约 13.99 亿瑞典克郎,同比-17%。

**图30: 沃尔沃建筑分地区营收预测**

Total market development	Year-to-date May	Forecast	Previous forecast
Change in % measured in units	2024	2024	2024
Europe	-23	-25% to -15%	-20% to -10%
North America	-6	-10% to 0%	-10% to 0%
South America	5	-5% to +5%	0% to +10%
Asia excl. China	-2	-15% to -5%	-15% to -5%
China	-2	-10% to 0%	-10% to 0%

资料来源: 沃尔沃集团官网, 民生证券研究院

### 3 风险提示

**1) 宏观经济波动风险。**工程机械行业下游最主要需求为采矿业、基建、房地产等行业，若宏观经济波动将影响基建投资、房地产开发、采矿业资本支出下滑，或将对工程机械行业景气度造成不利影响。

**2) 原材料价格波动。**工程机械主要原材料为钢铁，若原材料价格波动，或将对行业盈利能力造成不利影响。

**3) 行业竞争加剧。**国内外工程机械行业参与者众多，近年来由于国内进入下行周期，各国内厂商纷纷出海，若后续竞争加剧，或对整个行业利润造成不利影响。

## 插图目录

图 1: 2023 年全球工程机械产商主要地域分布.....	3
图 2: 2023 年全球工程机械产商市场份额.....	3
图 3: 卡特彼勒分季度营业收入及同比.....	4
图 4: 卡特彼勒分季度归母净利润及同比.....	4
图 5: 公司营收变动原因拆分 (亿美元).....	4
图 6: 卡特彼勒分业务(亿美元).....	5
图 7: 2024H1 卡特彼勒三大业务收入之比.....	5
图 8: 2024H1 卡特彼勒三大业务利润之比.....	5
图 9: 小松分季度营业收入及同比.....	6
图 10: 小松分季度归母净利润及同比.....	6
图 11: 小松建筑机械、车辆营收变动原因拆分 (十亿日元).....	6
图 12: 小松分业务(十亿日元).....	7
图 13: 2024H1 小松收入拆分.....	7
图 14: 2024H1 小松建设机械、车辆业务收入拆分.....	7
图 15: 约翰迪尔建筑林业机械分季度营业收入及同比.....	8
图 16: 约翰迪尔建筑林业机械分季度营业利润及同比.....	8
图 17: 约翰迪尔建筑林业机械营业利润变动原因拆分 (亿美元).....	8
图 18: 卡特分地区营收情况 (亿美元).....	9
图 19: 卡特分地区营收同比情况.....	9
图 20: 小松分地区营收情况 (十亿日元).....	10
图 21: 小松分地区营收同比情况.....	10
图 22: 小松北美年度需求预期.....	10
图 23: 小松北美季度需求预期.....	10
图 24: 小松欧洲年度需求预期.....	10
图 25: 小松欧洲季度需求预期.....	10
图 26: 小松东南亚年度需求预期.....	11
图 27: 小松东南亚季度需求预期.....	11
图 28: 约翰迪尔建筑林业机械分地区营收 (亿美元).....	11
图 29: 约翰迪尔建筑林业机械分地区营收同比.....	11
图 30: 沃尔沃建筑分地区营收预测.....	12

## 分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026