

工程机械行业2023中期策略： 行业触底，龙头业绩拐点向上

行业评级：看好

2023年6月5日

分析师 邱世梁
邮箱 qiushiliang@stocke.com.cn
电话 18516256639
证书编号 S1230520050001

分析师 王华君
邮箱 wanghuajun@stocke.com.cn
电话 18610723118
证书编号 S1230520080005

研究助理 胡飘
邮箱 hupiao@stocke.com.cn
电话 13886125652

1、工程机械：2023年行业渐行触底，龙头公司盈利有望拐点向上

需求边际改善：房地产预期改善，基建投资力度加大，出口维持较高增长；国内更换需求触底，龙头公司业绩有望拐点向上。

- 1) 挖掘机：国内新增需求放缓，更新需求占据主导，预计2023年逐步触底。出口市场持续高增长，对挖机销量贡献由2021年的20%提升至2022年的42%，随着产品结构优化、出口占比继续提升，盈利能力上行，龙头公司业绩有望拐点向上。
- 2) 起重机销量与挖机销量强相关性，随着出口比重提升，更新需求凸显，预计2023年销量见底。
- 3) 泵车与搅拌车周期性相近，2021年为更新需求高点，随着出口需求提升，预计2022年为泵车销量低点，2023年逐渐回升。
- 4) 行业逐步筑底，长期看好行业国际化、电动化、数字化发展。持续推荐龙头三一重工、徐工机械、中联重科、恒立液压。

2、叉车：国内需求改善+电动化+出口带来持续驱动力

国内随着疫情缓解，复工复产提速，制造业、物流业需求边际改善；海外需求持续旺盛，2023年有望维持较快增长；电动叉车替代内燃叉车逻辑性强，趋势较确定，有望显著增厚行业收入与业绩。预计叉车需求量2022-2025年CAGR为10%，2025年规模约687亿。国内双寡头竞争格局，持续推荐杭叉集团、安徽合力。

3、高机：集中度有望进一步提升，租赁服务商>制造商

2022-2025年国内制造商销量CAGR25%，租赁收入规模CAGR26%；对标欧美国家，国内保有量空间大，经济性与安全性优势推动高机板块长期成长；国内租赁服务商竞争环境好于制造商，租赁服务商推荐华铁应急，制造商推荐浙江鼎力。

4、三一重工等公司有望凭借国际化、数字化、电动化从中国龙头走向全球龙头

工程机械为中国当下优势产业，中国公司能依赖规模经济、产业链优势、运营效率优势取得全球龙头地位。三一重工等行业龙头将在完成国内的进口替代后凭借国际化、数字化、电动化取得相当的市场份额，从中国龙头走向全球龙头。

投资建议：持续聚焦强阿尔法龙头。重点推荐三一重工、徐工机械、中联重科、恒立液压、杭叉集团、安徽合力；持续看好华铁应急、浙江鼎力、中铁工业。

风险提示：基建、地产投资不及预期；制造业、物流业恢复不及预期，海外出口增速不及预期

目录

CONTENTS

01

挖掘机等三大产品逐步筑底；挖掘机销量2023年有望见底

02

叉车：国内需求边际改善+电动化+国际化带来持续驱动力

03

高机：集中度有望进一步提升，租赁服务商>制造商

04

投资建议：持续聚焦强阿尔法属性龙头

01

**挖掘机、起重机、混凝土
机械筑底；挖掘机销
量2023年有望见底**

主要工程机械产品市场规模：土方机械（1500-2000亿）、起重机械（700-1000亿）和混凝土机械（600-1000亿）

主要工程机械产品	2021年销量(台)	同比增速	出口占比	主流产品单价(万元/台)	市场规模(亿元)	主要生产企业(家)	产品主要下游
挖掘机	342784	4.6%	20.0%	大挖平均:110-120;中挖平均50-55;小挖平均20;微挖10	1300-1500	26	基建、房地产、矿山、农田水利
汽车吊	49764	-8.1%	6.4%	70-90	350-450	7	基建、房地产、工业、能源化工
履带吊	3991	21.6%	23.6%	300-400	120-160	8	电力、水利、能源化工
随车吊	25563	31.4%	6.3%	20-30	50-80	16	建筑工地、港口、电力抢修
塔吊	50000			40-70	200-350	25	房地产
混凝土泵车	11917			180-220	200-260	5	房地产、城市基建、水利、交通
搅拌车	105234			30-50	300-500	19	房地产、城市基建、水利、交通
搅拌站	12200			120-180HZS180	100-200	11	房地产、城市基建、水利、交通
装载机	140509	7.6%	24.2%	20-30	300-400	22	路基工程、港口、矿山、水利
推土机	6914	17.0%	43.0%	30-50	20-35	11	路基工程
平地机	6990	55.9%	76.6%	30-50	20-35	10	路基工程、机场
压路机	19519	0.2%	68.3%	25-30	50-60	19	路基工程
摊铺机	2377	-8.8%	28.0%	110-130	25-30	13	路基工程
叉车	1099382	37.4%	53.7%	5-6	500-600	33	厂矿、仓库、车站、港口、机场、货场、流通中心和配送中心
盾构机/TBM	400-500			3000-4000	100-200	7	地铁、抽水蓄能、铁路、矿山等
旋挖钻机	5925	-2.4%		160-180	90-100	7	房地产、城市基建、公路桥梁
高空作业平台	160102	54.6%	25.6%	9-10	150-160	11	房建市场、厂房和城市基建
合计	2043171				3875-5120		

A股上市公司主要涉及土方、起重、混凝、路面、桩工机械和工业车辆、掘进装备、高空作业、矿用车辆9大类产品

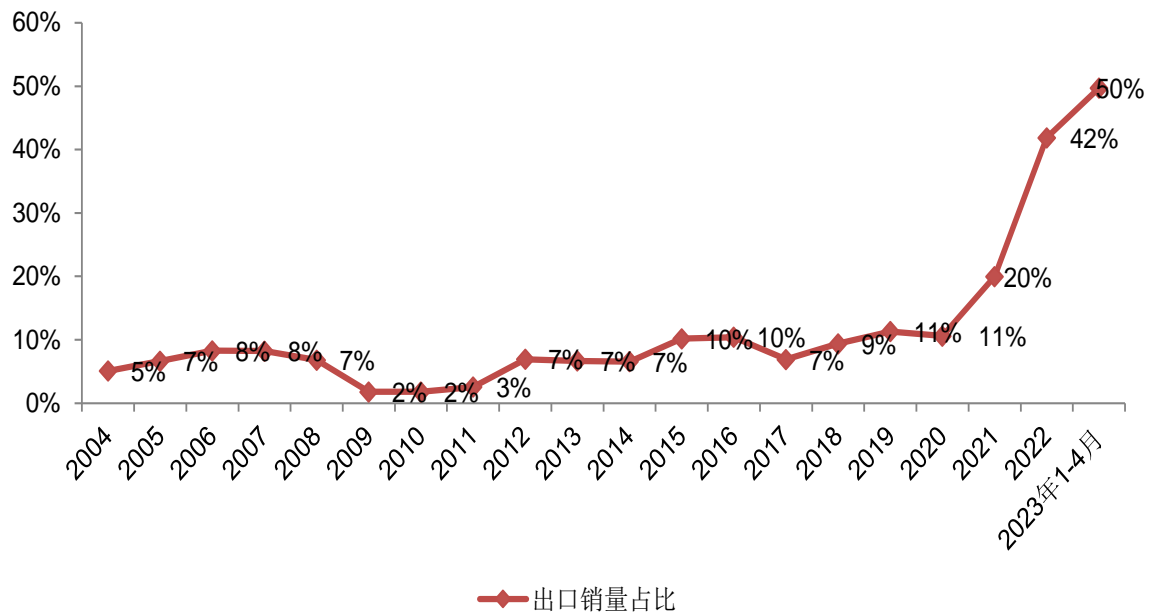
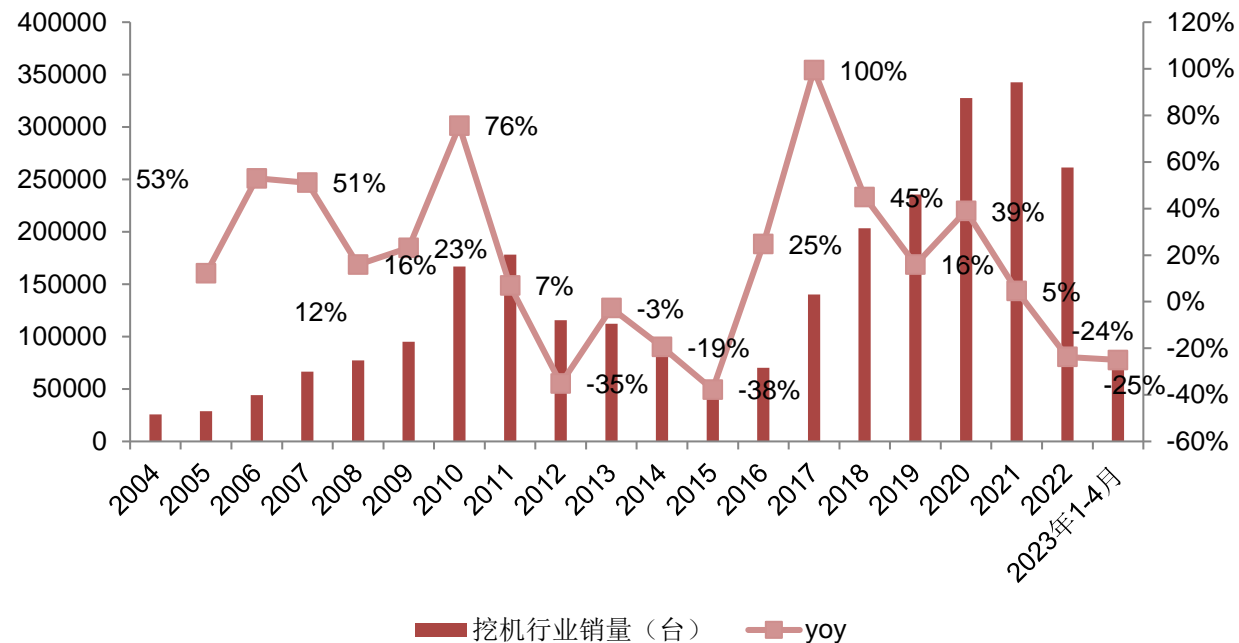
产品分类	主要工程机械产品	细分类别	周期/成长	建筑工地入场顺序
土方机械	挖掘机	微挖(6t以下)、小挖(6-20t)、中挖(20-30t)、大挖(30t以上)	周期	A
	装载机	小型(74kw以下)、中型(74-147kw)、大型(147-515kw)、特大型(515kw以上)	周期	
	推土机	小型(37kw以下)、中型(37-250kw)、大型(250kw以上)	周期	
起重机械	汽车吊	轻型(5t以下)、中型(5-15t)、重型(15-50t)、超重型(50t以上)	周期	B
	随车吊	小吨位(15t以下)、中吨位(16-45t)、大吨位(26t以上)	周期	
	履带吊	小吨位(50t)、中吨位(100-2000t)、大吨位(3200t)	周期	
	塔吊	小吨位(8-100t)、大吨位(160-1600t)	周期	D
混凝土机械	泵车	小型(44-87m ³ /时)、中型(490-130m ³ /时)、大型(150-204m ³ /时)	周期	C
	搅拌车	小型(3-8立方)、大型(12-15立方)	周期	
	搅拌站	小型(90-150方/时)、中型(90-150方/时)、大型(180方/时以上)	周期	
路面机械	平地机	轻型(44-66kw)、中型(66-110kw)、重型(110-220kw)	周期	
	压路机	微型(1t以下)、小型(1-6t)、中型(6-10t)、重型(10-14t)、超重型(16t以上)	周期	
	摊铺机	小型(3600mm以下)、中型(4000-6000mm)、大型(7000-9000mm)、超大型(12000mm以上)	周期	
桩工机械	旋挖钻机	小型(100kw)、中型(200kw)、大型(300kw)	周期	A
工业车辆	叉车/牵引车	内燃叉车、电动叉车、仓储叉车等	周期	
掘进装备	盾构机/TBM	微型(直径0.2-2m)、小型(2-4.2m)、中型(4.2-7m)、大型(7-12m)、超大型(12m以上)	周期	A
高空作业	高空作业平台	剪叉式、臂式、桅柱式、蜘蛛车等	成长	E
矿用车辆	矿卡	微型(1.8t以下)、轻型(1.8-6t)、中型(6-14t)、重型(14-100t)、超重型(100t)	周期	

资料来源：中国工程机械协会、浙商证券研究所

分类	股票代码	股票名称	2022年主营业务构成
狭义工程机械	600031	三一重工	挖掘机械:44%;混凝土机械:19%;起重机械:16%;其他:10%;路面机械:4%;桩工机械类:4%
	000157	中联重科	起重机械:46%;混凝土机械:20%;高空机械:11%;土方机械:8%;其他机械及产品:8%;农业机械:5%
	000425	徐工机械	起重机械:25%;土方机械:25%;工程机械备件及其他:14%;混凝土机械:10%;桩工机械:8%;消防机械:7%;矿业机械:5%;道路机械:4%
	000528	柳工	土石方铲运机械:59%;其他工程机械及零部件等:30%;预应力机械:8%;其他业务:2%
	002097	山河智能	挖掘机械:39%;特种装备及其他机械:30%;地下工程机械:14%;航空业务:10%;配件及阀门:6%;基建收入:2%
	000680	山推股份	工程机械主机:62%;配件:27%;其他业务:11%
	600815	厦工股份	土石方机械:57%;其他工程机械:10%;材料及其他:9%;其他业务:7%;隧道掘进机械:6%;装备租赁:6%;配件:4%
零部件	601100	恒立液压	液压油缸:56%;液压泵阀:34%;油缸配件:7%;液压系统:3%
	603638	艾迪精密	液压件:53%;液压破碎锤:45%;其他业务:2%
	605389	长龄液压	张紧装置:44%;中央回转接头:29%;压缩机零部件:16%;其他:10%
叉车	600761	安徽合力	叉车等及配件:99%;其他业务:1%
	603298	杭叉集团	叉车、配件及其他:95%;其他业务:5%
隧道掘进装备	600528	中铁工业	交通运输装备及相关服务:64%;专用工程机械装备及相关服务:31%;其他:4%;其他业务:1%
	688425	铁建重工	智能型及超大型盾构机:13%;租赁业务:9%;竖井斜井掘进机与硬岩TBM:8%;道岔:7%;弹条扣件:5%;隧道施工机器人:3%;高端农业机械:2%
高空作业平台	603338	浙江鼎力	剪叉式高空作业平台:61%;臂式高空作业平台:27%;桅柱式高空作业平台:9%;其他业务:4%
租赁商	600984	建设机械	建筑及施工机械租赁:90%;筑路设备及起重机械销售:22%;钢结构产品:4%;路面工程:3%
	H01626.HK	宏信建设	租赁服务:66%;工程技术服务:27%;平台服务:7%
	603300	华铁应急	高空作业平台:56%;建筑安全支护设备租赁服务:36%;地下维修维护工程:7%

04 挖掘机：销量逐步筑底，出口销量占比快速提升

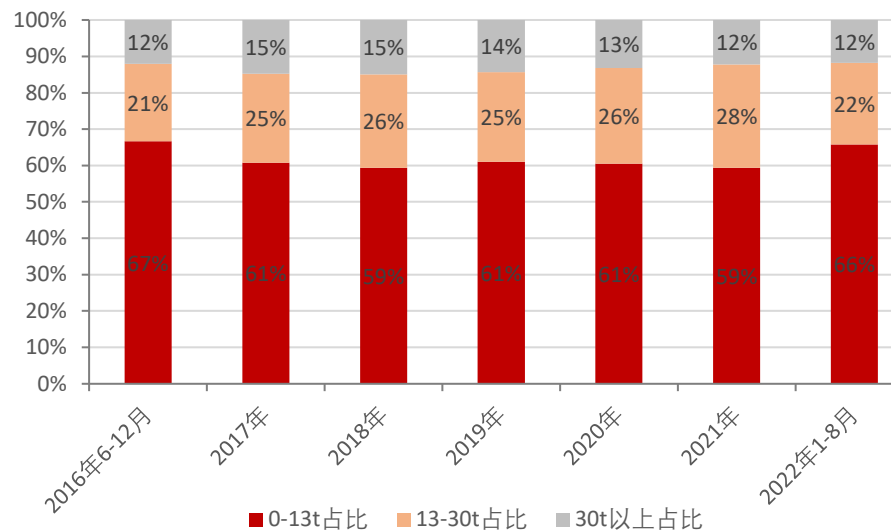
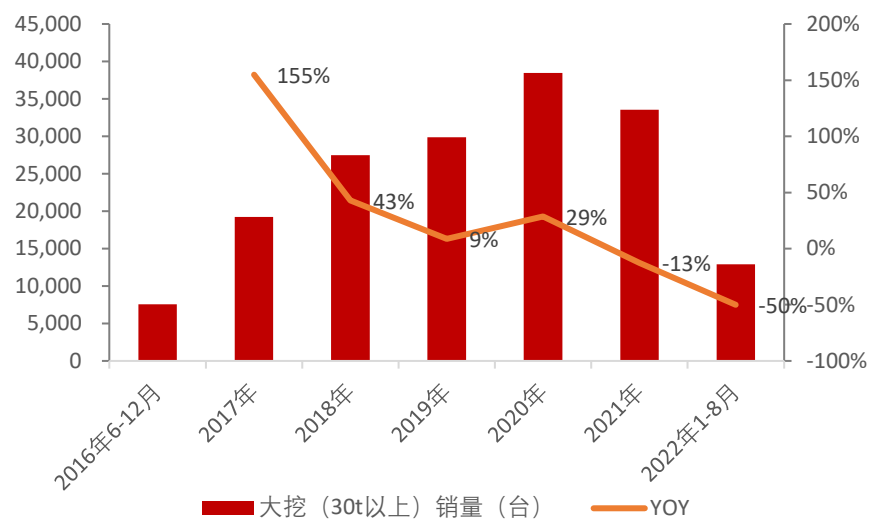
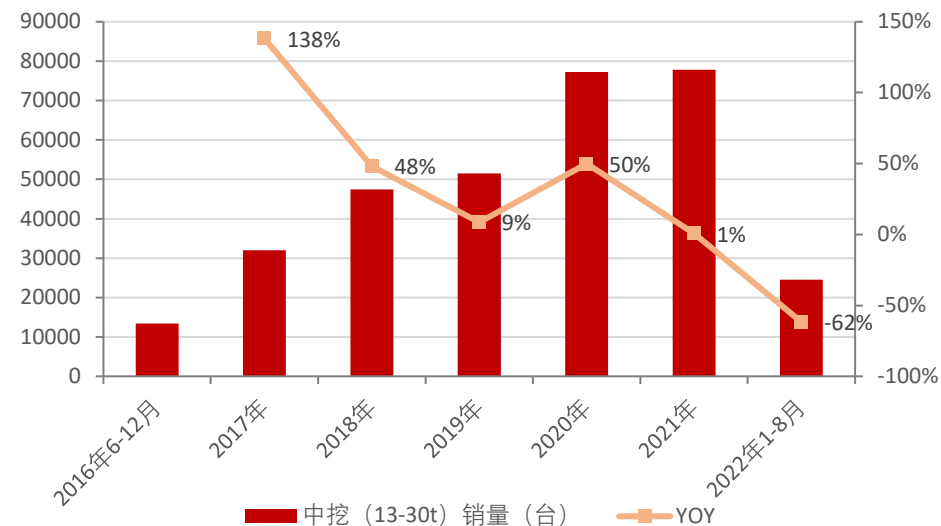
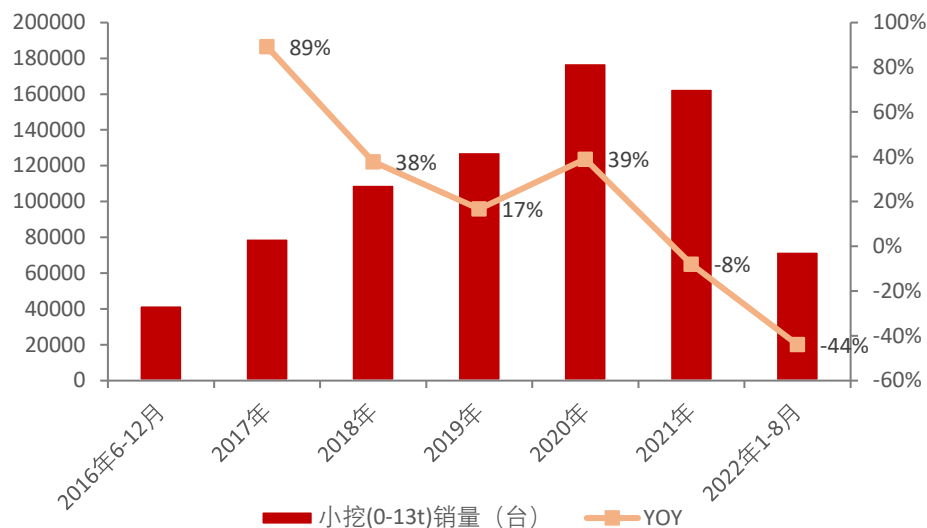
- 1、挖掘机历史上经历了两轮上升周期（2005-2011年、2016-2021年）和一轮下降周期（2011-2016年），目前行业筑底（2021年-？）
- 2、2023年4月挖机行业销量下滑24%，其中出口销量增长9%，国内销量下滑41%；1-4月挖机行业销量下滑25%，其中出口增长12%，国内销量下滑44%。
- 3、2018年开始至今，出口比例呈明显上升趋势，2023年1-4月挖机出口比例已高达50%。



资料来源：中国工程机械协会、浙商证券研究所

资料来源：中国工程机械协会、浙商证券研究所

挖掘机：小挖恢复较好、大挖次之、中挖恢复较慢

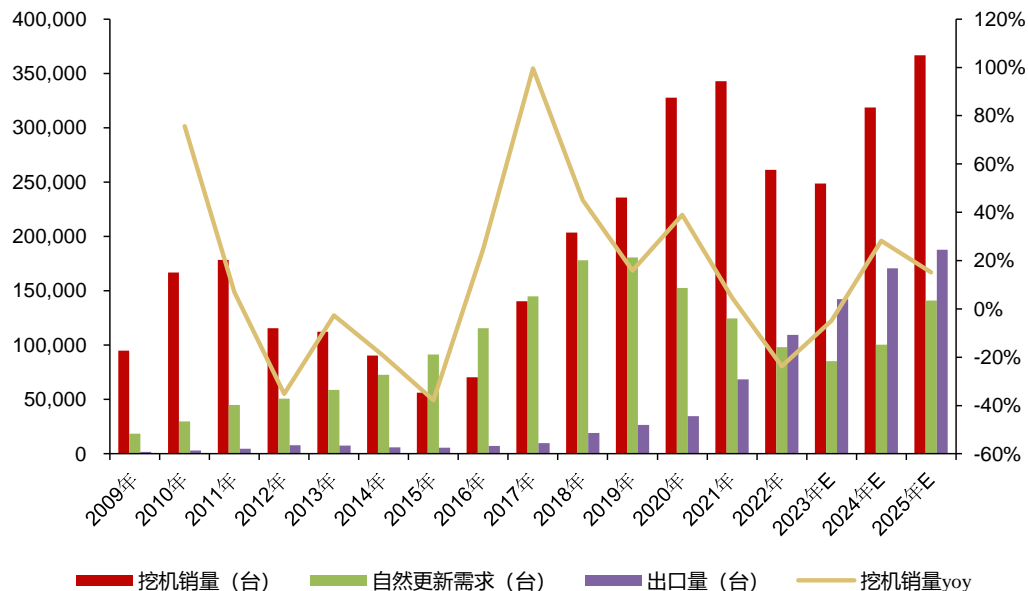


假设：

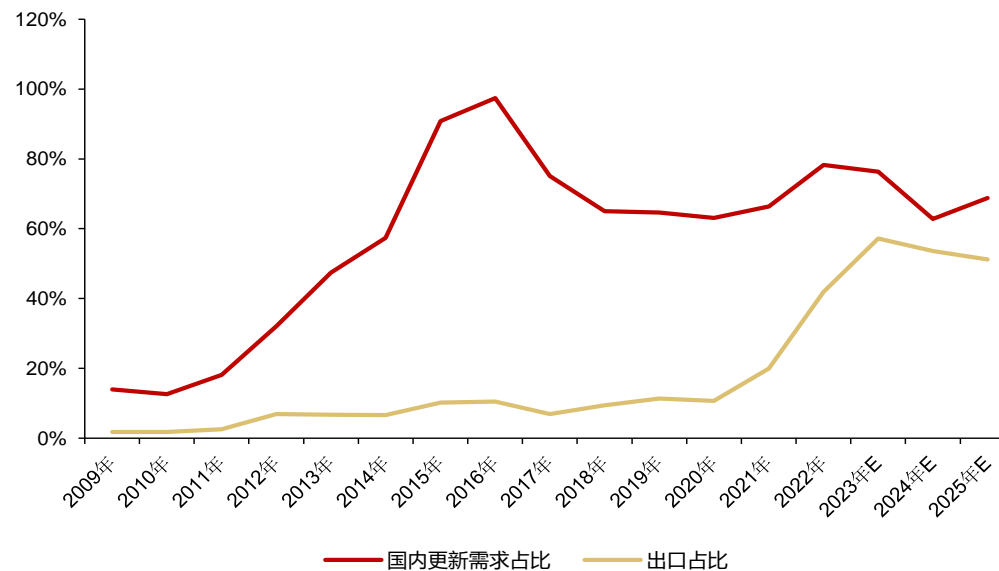
- 1、按挖掘机10年寿命计算国内保有量，当年国内保有量为前10年需求量之和；设备从第6年更新，第6-10年更新比例分别为10%、20%、40%、20%和10%，
- 2、2023-2025年房地产新开工面积增速分别为-15%、-10%、-8%，采矿业投资分别为-5%、-4%、-4%，出口销量增速为30%、20%、10%，国三机型在未来5年集中更新，每年新增3万台更新需求。
- 3、根据2023年1-4月国内挖机行业销量修正国内全年挖机销量，2024年-2025年做平滑修正

预计：

- 1、2023年-2025年挖机销量分别为248614、318539台、366650台，增速分别为-5%、28%、15%，2022年-2025年CAGR11.9%
- 2、2023年-2025年国内更新需求占比分别为91%、76%、76%，出口占比分别为57%、54%、51%



数据来源：中国工程机械协会、浙商证券研究所



数据来源：中国工程机械协会、浙商证券研究所

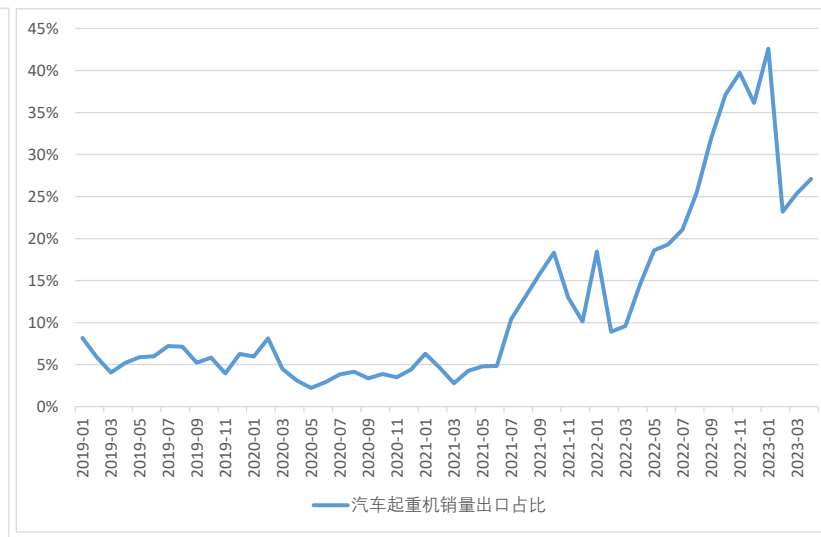
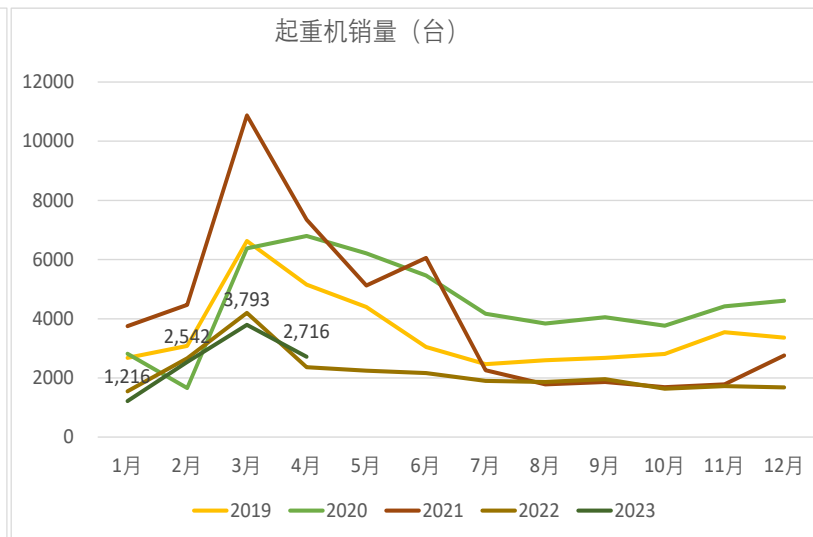
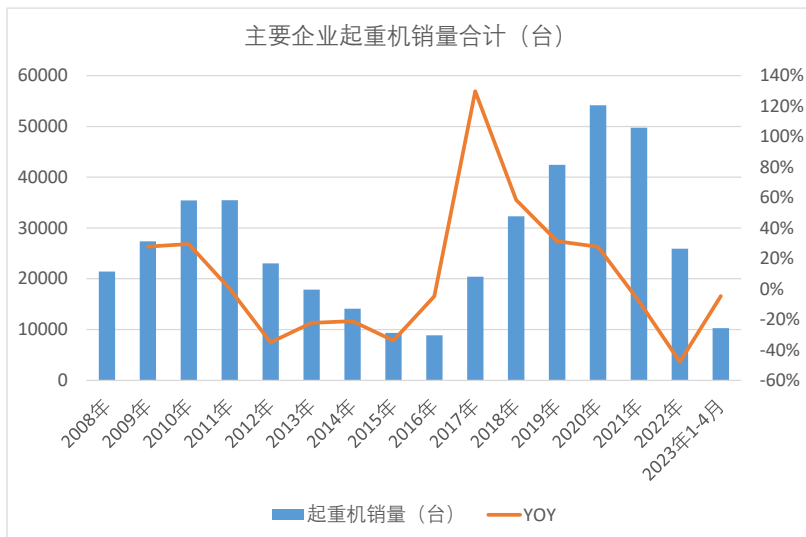
07

挖掘机：预计2023年挖机销量见底，更新需求占比91%

数据来源：中国工程机械协会、浙商证券研究所测算

年份	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
挖机保有量 (台)	1262911	1397200	1478558	1546003	1557510	1561236	1621431	1741213	1864960	1976465	2055351	2089355	2102831	2155230	2221775
yoy	25.3%	10.6%	5.8%	4.6%	0.7%	0.2%	3.9%	7.4%	7.1%	6.0%	4.0%	1.7%	0.6%	2.5%	3.1%
新增需求 (台)	203750	107431	65086	53956	9206	2981	48156	95825	98998	89204	63109	27203	10781	41919	53236
自然更新需求 (台)	44927	50653	58761	72635	91242	115668	144931	177968	180810	152482	124535	98135	85155	100278	141086
环保更新需求 (台)													29852	29852	29852
理论需求量 (台)	248677	158084	123847	126591	100448	118649	193087	273793	279808	241686	187644	125338	125788	172049	224174
yoy	5.1%	-36.4%	-21.7%	2.2%	-20.7%	18.1%	62.7%	41.8%	2.2%	-13.6%	-22.4%	-33.2%	0.4%	36.8%	30.3%
理论需求量-不含环保因素 (台)	248677	158084	123847	126591	100448	118649	193087	273793	279808	241686	187644	125338	95936	142197	194322
yoy	5.1%	-36.4%	-21.7%	2.2%	-20.7%	18.1%	62.7%	41.8%	2.2%	-13.6%	-22.4%	-33.2%	-23.5%	48.2%	36.7%
进口量 (台)	31784	14005	13494	11051	10132	13511	18780	0	0	12236	5977	5000	4000	3000	2000
国内销售 (台)	173787	107582	104925	84573	50618	62993	130632	184320	209069	292864	274333	151893	106325	147792	178828
出口量 (台)	4565	8001	7479	5934	5731	7327	9672	19100	26624	34741	68427	109453	142289	170747	187821
yoy	53.6%	75.3%	-6.5%	-20.7%	-3.4%	27.8%	32.0%	97.5%	39.4%	30.5%	97.0%	65%	30%	20%	10%
挖机销量 (台)	178352	115583	112404	90507	56349	70320	140304	203420	235693	327605	342784	261346	248614	318539	366650
yoy	7%	-35%	-3%	-19%	-38%	25%	100%	45%	16%	39%	5%	-24%	-5%	28%	15%
国内更新需求占比	18.1%	32.0%	47.4%	57.4%	90.8%	97.5%	75.1%	65.0%	64.6%	63.1%	66.4%	78.3%	91.4%	75.6%	76.3%

- 1、汽车起重机销量通常占到全部工程起重机销量的大约 70%，其景气度往往反映整个工程起重机的市场情况，因此汽车起重机通常能够反映整个工程起重机市场的需求。
- 2、汽车起重机与挖掘机销量变化较同步，2011年为上轮景气高点、2016年为上轮低点，2020年为本轮景气高点。
- 3、2023年4月汽车起重机销量增长15%，1-4月累计销量下滑3%，修复趋势明显，4月出口销量比例27%，维持较高水平。



数据来源：中国工程机械协会、浙商证券研究所

假设：

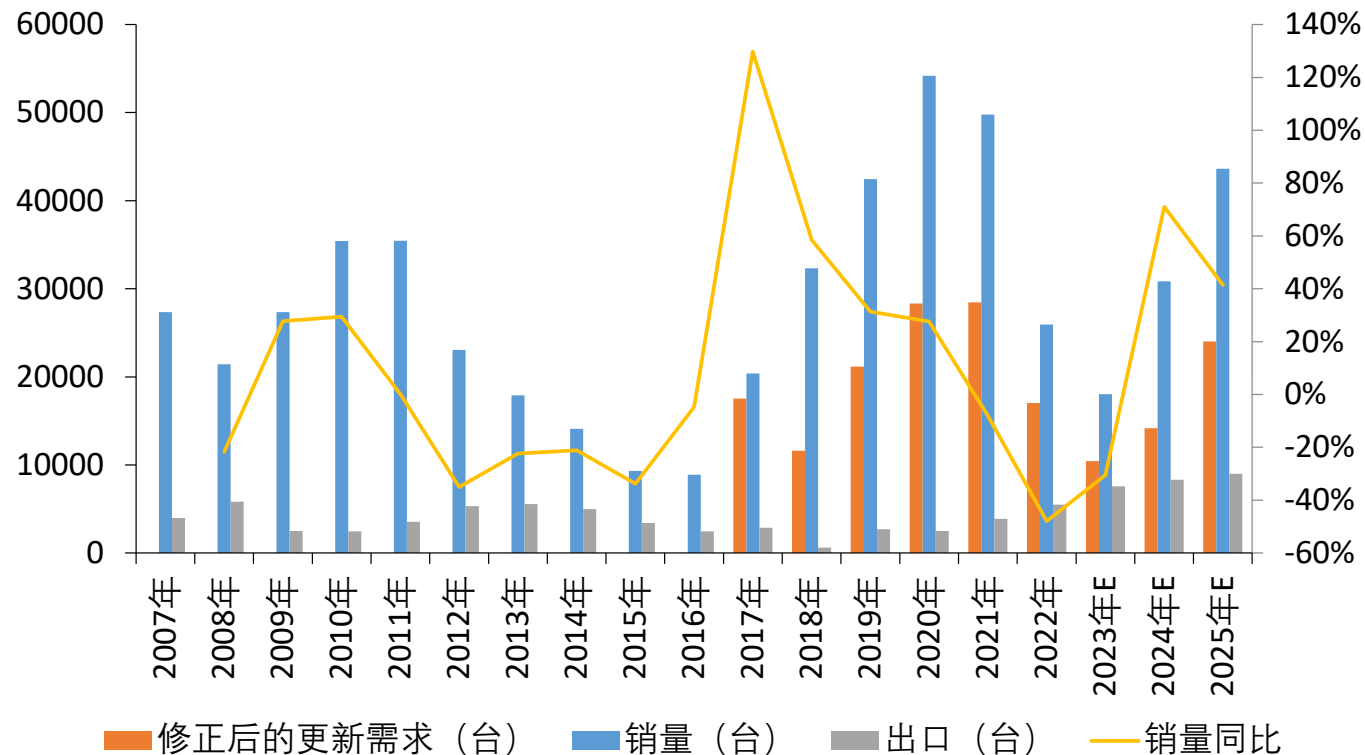
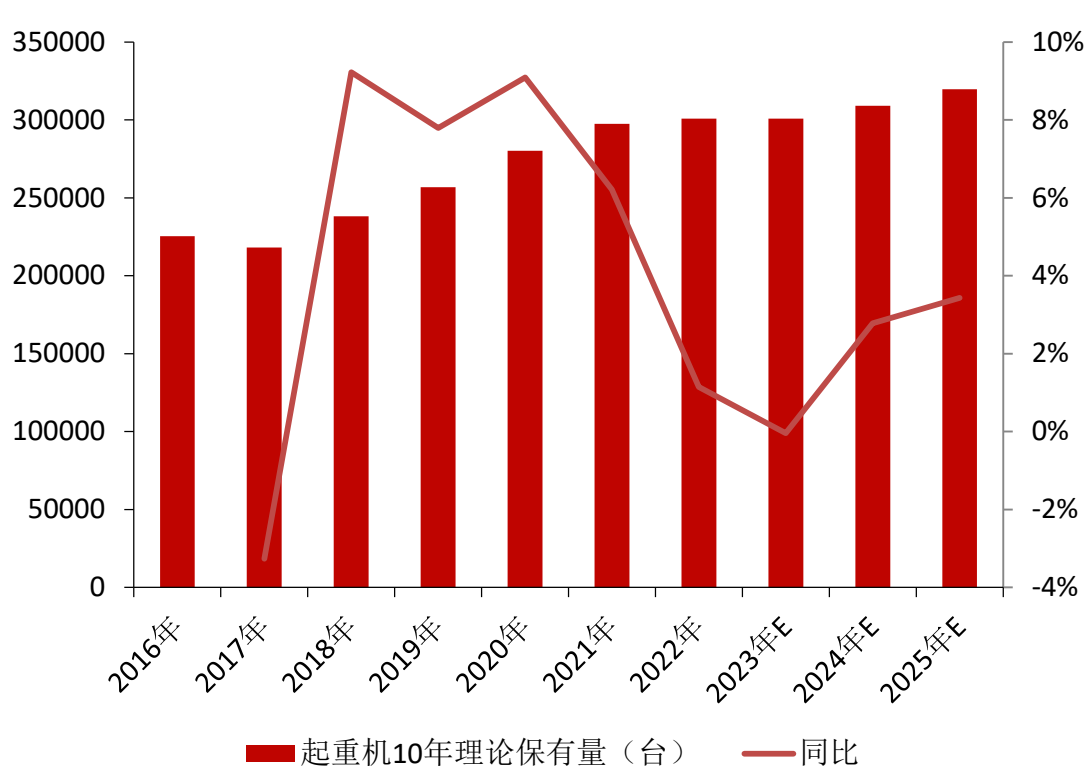
- 1、2023-2025年进口起重机台量忽略不计，出口增速分别为38%，9%，8%。
- 2、起重机保有量与挖掘机保有量线性关系显著，2023-2025年起重机10年保有量为30.1万台、30.9万台、32.0万台
- 3、由于销量统计并未完全反映当年全部销量，当年理论需求量=（当年销量+当年进口-当年出口）*1.25
- 4、10年寿命。设备从第6年更新，第6-10年更新比例分别为10%、20%、40%、20%和10%

预计：

- 1、2023-2025年起重机销量为18031台、30834台、43612台，同比-30%、71%、41%。2023年销量见底
- 2、2023年更新需求占比58%，处于历史较高水平；出口需求占比42%，处于历史高位

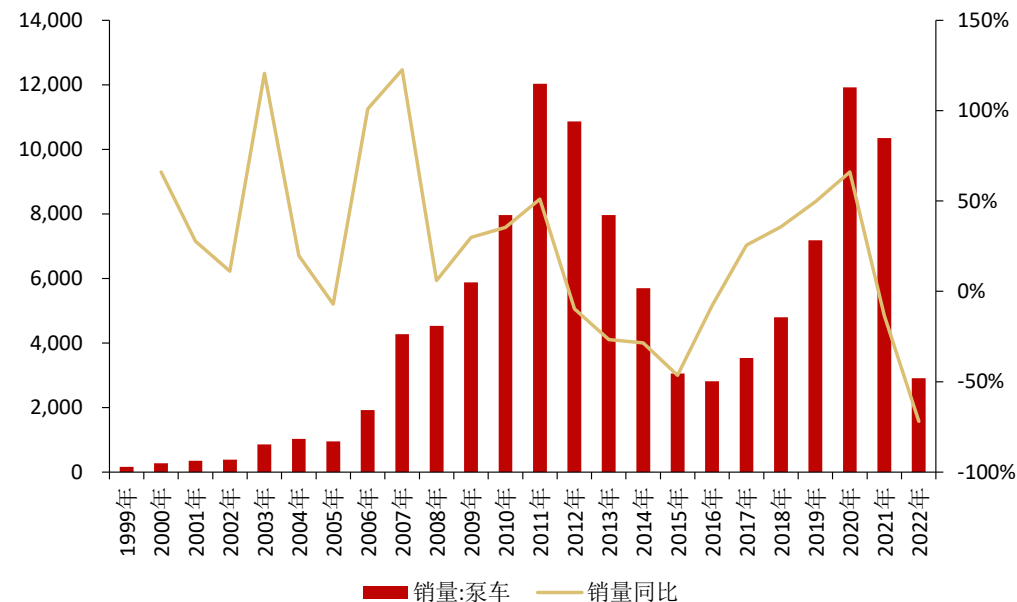
	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年E	2024年E	2025年E
销量（台）	20,393	32,318	42,445	54,176	49,764	25,942	18,031	30,834	43,612
同比	130%	58%	31%	28%	-8%	-48%	-30%	71%	41%
进口（台）	3	0	3	0	1	0	0	0	0
出口（台）	2,879	601	2,710	2,511	3,887	5,504	7,580	8,300	9,000
同比	18%	-79%	351%	-7%	55%	42%	38%	9%	8%
理论需求量（台）	21,896	39,646	49,673	64,581	57,348	25,548	13,063	28,167	43,265
10年理论保有量（台）	218,113	238,233	256,794	280,131	297,539	300,944	300,811	309,162	319,768
修正新增需求（台）	0	20,120	18,561	23,338	17,408	3,405	0	8,351	10,606
修正更新需求（台）	17,517	11,597	21,177	28,328	28,471	17,033	10,451	14,183	24,006
更新需求占比	86%	36%	50%	52%	57%	66%	58%	46%	55%
出口需求占比	14%	2%	6%	5%	8%	21%	42%	27%	21%

- 1、2023-2025年保有量增速分别为-0.04%、2.78%、3.43%。2022-2025年CAGR为2%。
- 2、2023年更新需求台量10451台，同比下滑-39%，为本轮下行低点。

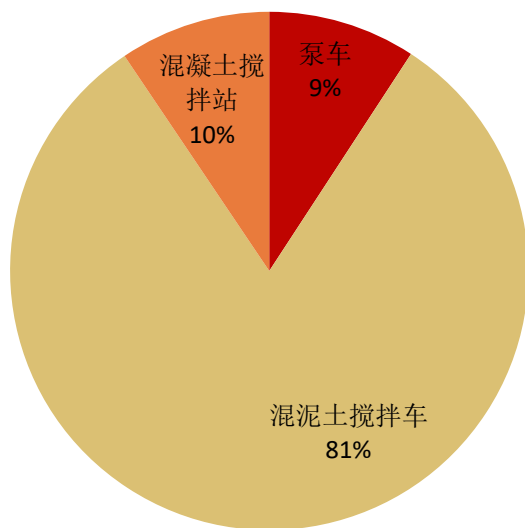


1、泵车、搅拌车与挖掘机景气度较同步，泵车经过2011-2016年回调后，2016-2020年处于上升期，2021年开始再度回调，2022年下滑幅度达72%，逐渐见底。

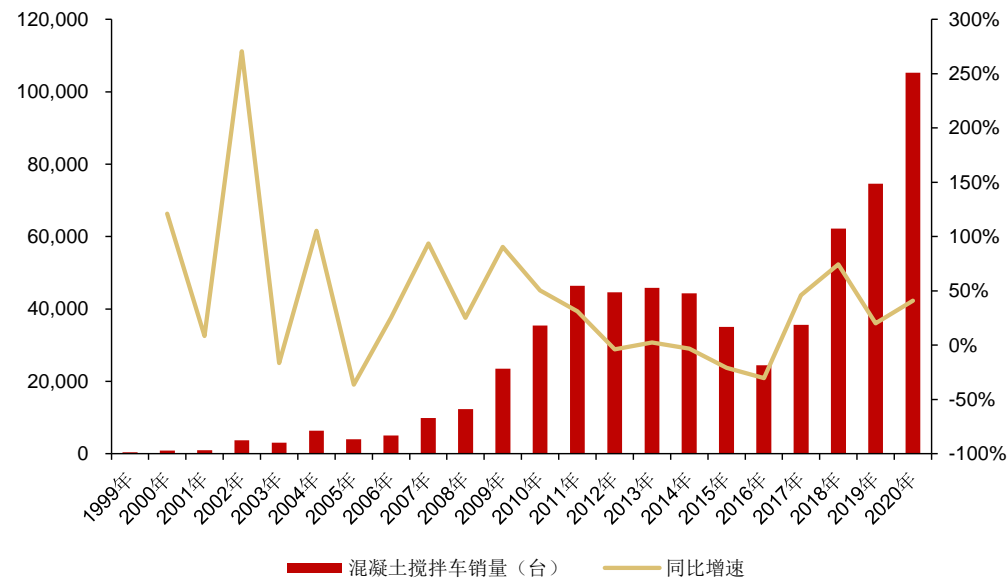
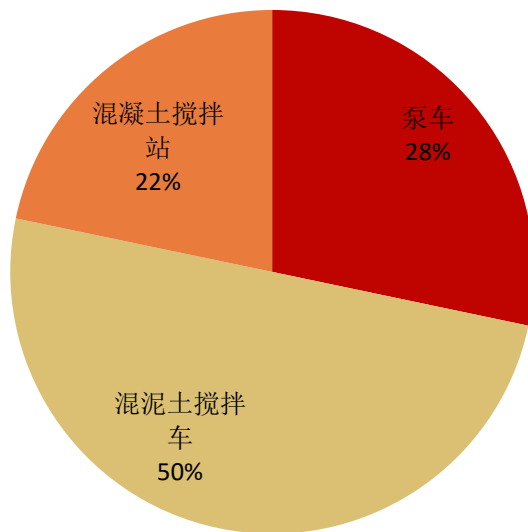
2、搅拌车与泵车台量占比90%，收入占比约78%，合计权重最高，泵车的周期性与行业周期性高度相关。



2020年混凝土机械台量（台）



2020年混凝土机械收入规模（万元）



数据来源：中国工程机械协会、浙商证券研究所

数据来源：中国工程机械协会、浙商证券研究所

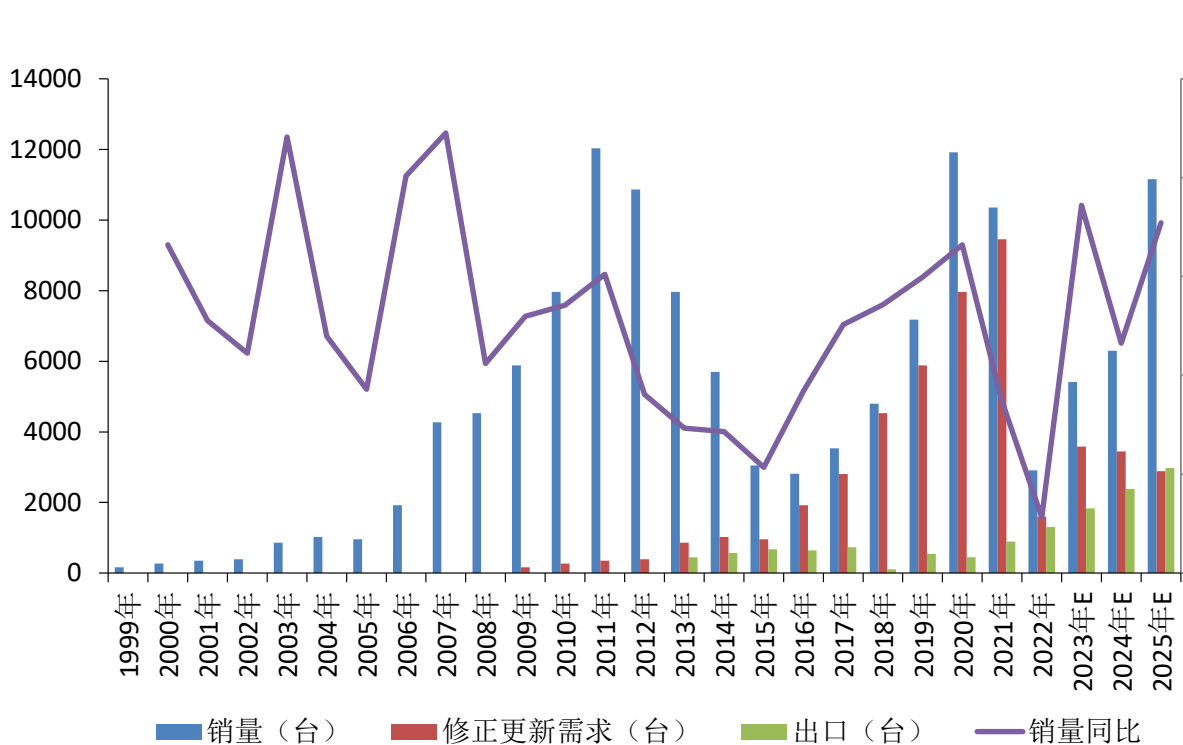
假设：

- 1、2023-2025年进口泵车台量忽略不计，出口增速分别为40%、30%、25%，房屋施工面积增速分别为0%、2.5%、8%。
- 2、泵车销量与房屋施工面积高度相关，存在线性关系，2023-2025年泵车保有量5.21万台、5.26万台、5.79万台
- 3、设备从8-12年开始更新，更新比例分别为10%、20%、40%、20%和10%

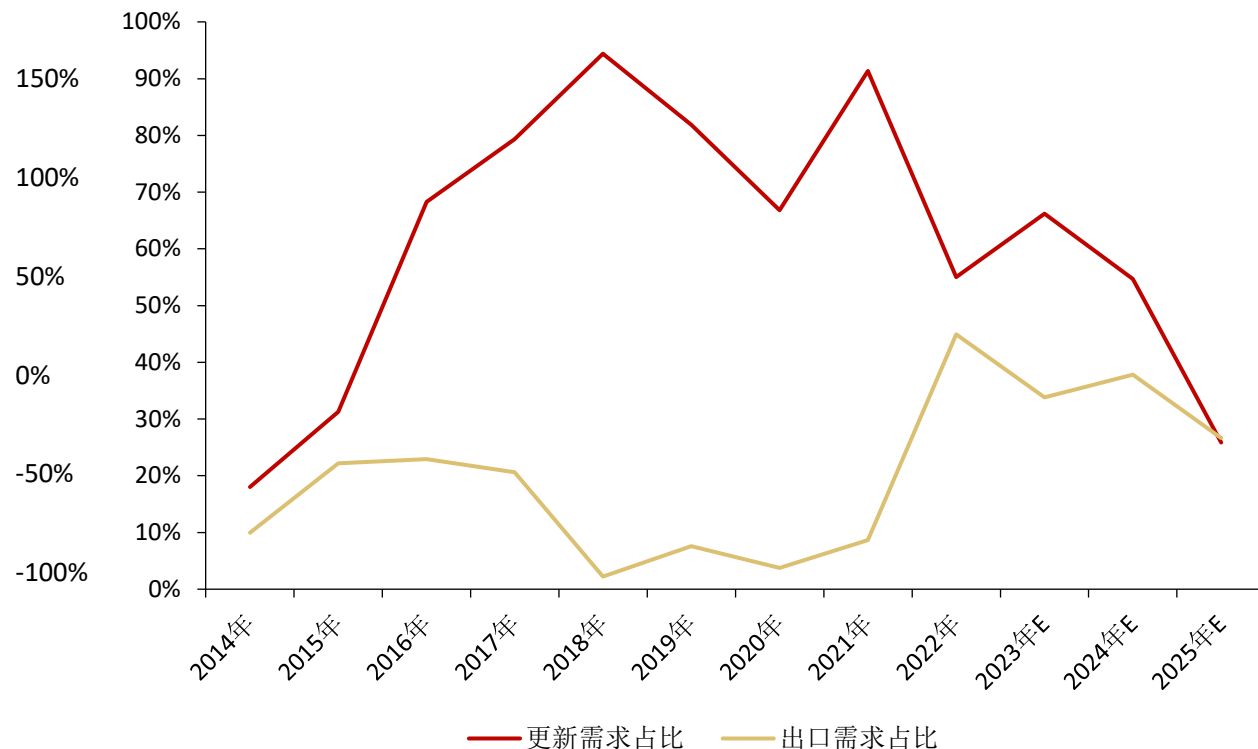
	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年E	2024年E	2025年E
销量 (台)	5,700	3,052	2,811	3,532	4,795	7,179	11,917	10,351	2,910	5,414	6,298	11,158
同比	-28%	-46%	-8%	26%	36%	50%	66%	-13%	-72%	86%	16%	77%
进口 (台)	2	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
出口 (台)	567	677	644	729	107	543	446	896	1,308	1,831	2,381	2,976
同比	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	46%	40%	30%	25%
实际需求 量 (台)	5,135	2,379	2,167	2,803	4,688	6,636	11,471	9,455	1,602	3,583	3,918	8,182
10年理论保有 量 (台)	61,067	62,491	62,739	61,271	61,432	62,188	65,695	63,120	53,856	52,101	52,575	57,871
同比	7.21%	2.33%	0.40%	-2.34%	0.26%	1.23%	5.64%	-3.92%	-14.68%	-3.26%	0.91%	10.07%
修正新增需求 (台)	4,108	1,424	248	0	161	756	3,507	0	0	0	473	5,297
修正更新需求 (台)	1,027	955	1,919	2,803	4,527	5,880	7,964	9,455	1,602	3,583	3,444	2,886
更新需求占比	18%	31%	68%	79%	94%	82%	67%	91%	55%	66%	55%	26%
出口需求占比	10%	22%	23%	21%	2%	8%	4%	9%	45%	34%	38%	27%

预计：

- 1、2023-2025年泵车销量为5414台、6298台、11158台、同比86%、16%、77%。2022年销量见底。
- 2、2023年更新需求占比66%，出口需求34%，均处于历史较高水平、保有量出现萎缩，无新增需求。



数据来源：中国工程机械协会、浙商证券研究所



数据来源：中国工程机械协会、浙商证券研究所

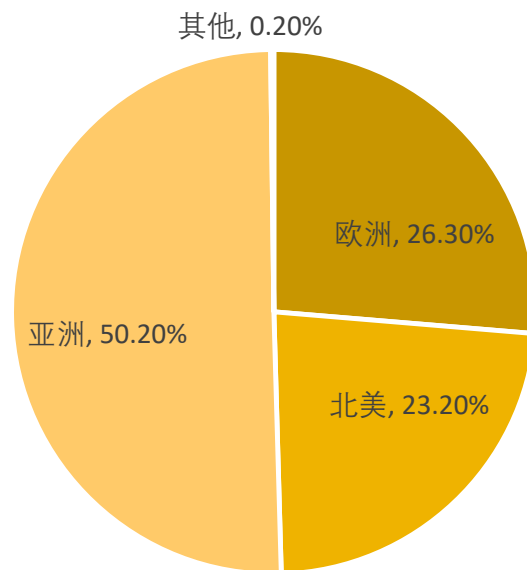
14 国际化：中美日三足鼎立，徐工、三一、中联齐进10强

- 1、2021年全球工程机械制造商50强销售额2327亿美元，同比20.8%。其中中国企业占比24.2%；美国占比22.9%；日本占比21.2%；
- 2、2020年至2021年，亚洲企业的收入占比由52.1%下降至50.2%，欧洲企业收入占比由25.2%上升至26.3%，北美企业收入占比由22.3%增长至23.2%。

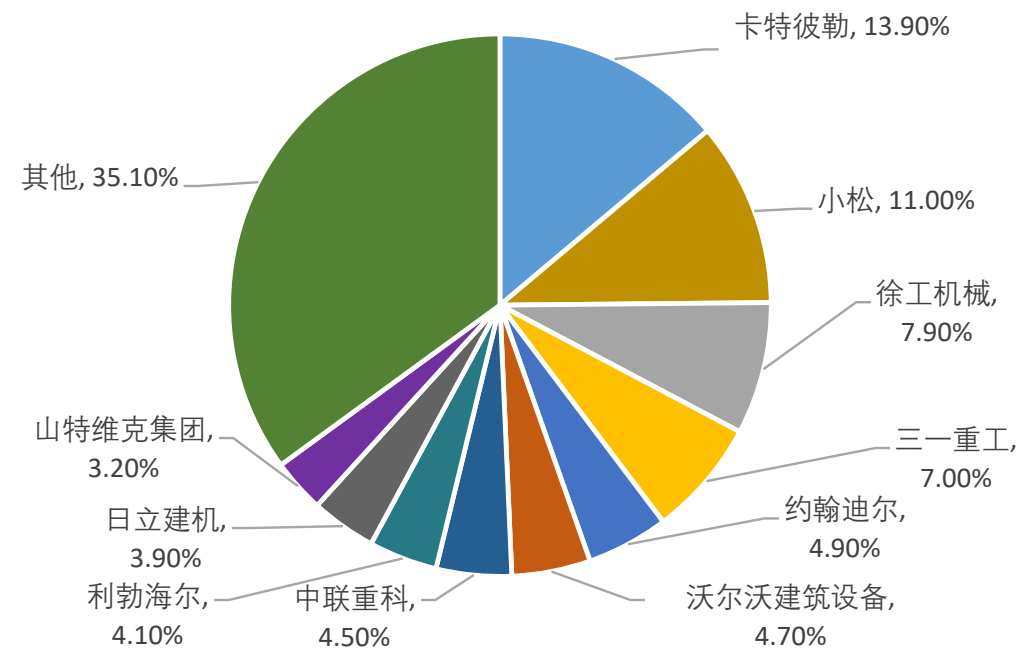
收入占比（分国家）

	2020年	2021年
中国	25.0%	24.2%
美国	21.9%	22.9%
日本	22.0%	21.2%
瑞典	9.7%	10.0%
德国	5.6%	5.7%
韩国	4.9%	4.6%
芬兰	3.0%	3.2%
英国	2.1%	2.6%
法国	2.0%	2.0%
意大利	1.3%	1.6%
奥地利	0.9%	0.9%

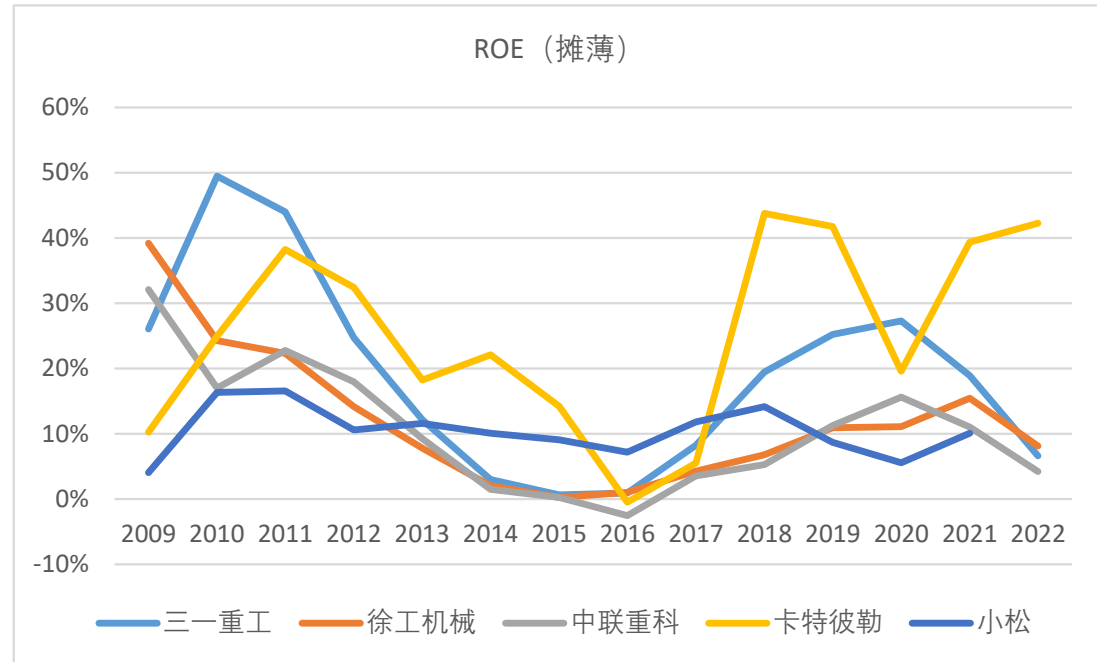
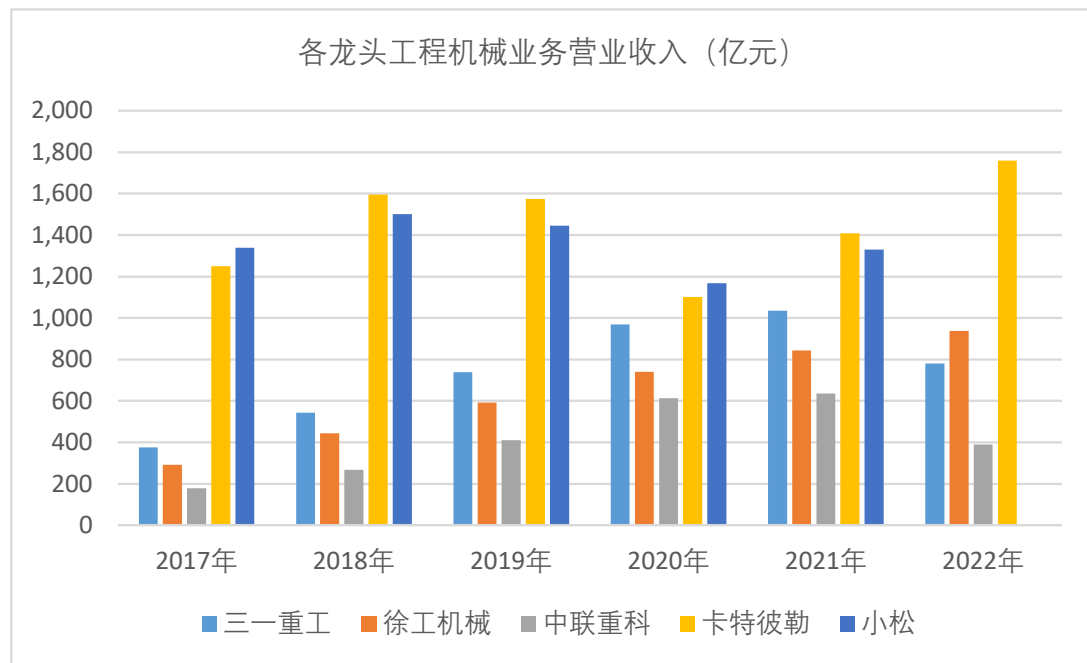
2021年全球收入占比（分地区）



2021年全球前十大公司份额



- 1、2017-2021年三一重工工程机械业务营业收入逐年稳步提升，显著高于徐工机械、中联重科，但与全球龙头卡特彼勒、小松集团相比仍存在明显差距。
- 2、2021年是国内行业景气高点，三一工程机械业务实现营业收入1035.61亿元，分别为卡特彼勒的73%，小松集团的78%，仍具有较大上升空间。
- 3、2022年国内行业景气下行，国产龙头ROE下行筑底，全球龙头卡特彼勒ROE达到历史高位。

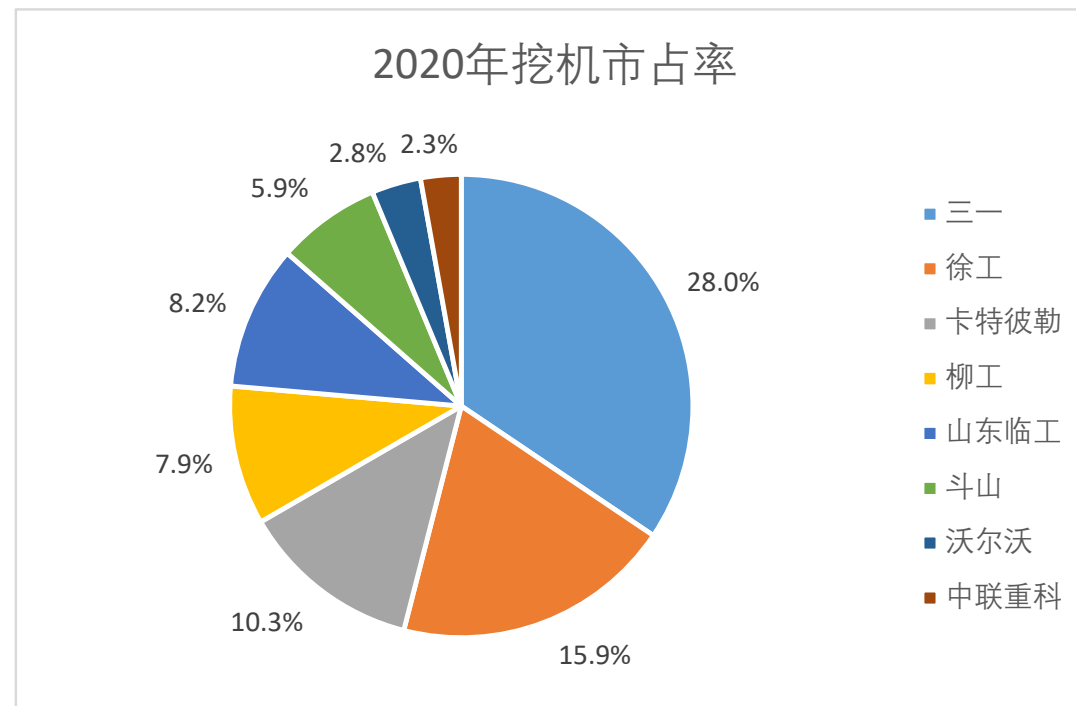
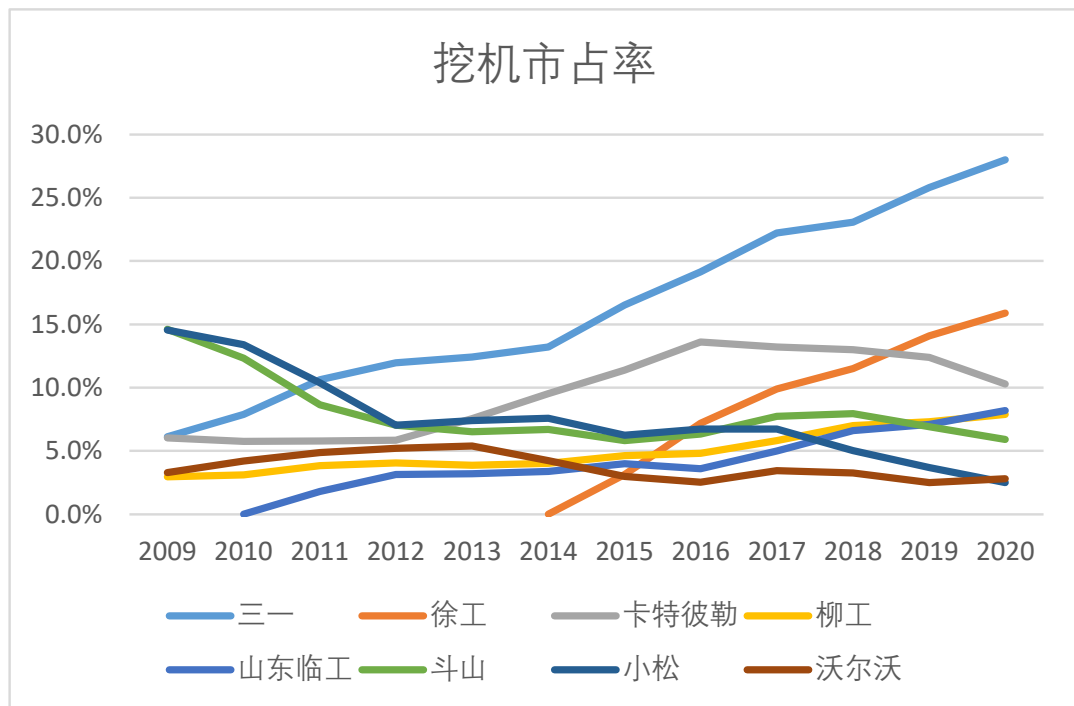


数据来源：Wind、浙商证券研究所

国产挖机：三一、徐工市占率大幅提升，三一提升近20pct，徐工提升近15pct；中联2020年重新进入挖机市场，当年市占率2.3%

外资挖机：2009-2020年，卡特是外资品牌中唯一市场份额提升的，提升4pct；小松、日立、斗山、神钢是市场份额下滑最多的四家外资品牌

挖机行业集中度在提升：CR2由2010年28%提升至2020年44%，提升16pct；CR5由2010年56%提升至2020年70%，提升14pct



- 技术路径：**首先是用电驱动代替常规的柴油发动机驱动，能量利用率由10%提高到22%；其次是液压执行装置被电动执行装置取代，目前能耗最大的是液压传动系统，效率只有50%左右；（注：三一电动科技有限公司评估）
- 应用场景：**1) 轮带式车辆比履带式车辆要更快实现电动化；2) 作业环境在相对封闭无烟及固定场景更容易实现电动化
- 产品类别：**搅拌车、渣土车和挖掘机、装载机、起重机预计将是最快规模化实现电动化的工程机械产品。



车辆类型 实现电动化的有利条件

自卸车（渣有轮子，充电方便；钢厂、煤矿这些国有高污染、高能耗企业率先切换牵引车、渣土车）

港口牵引车有轮子，短途场景适配与环保节能需求

搅拌车 有轮子，充电方便；城市对高污染、高排放车辆限制/禁止运行

叉车 封闭作业环境、短途运输、充能方便

高空作业平台 固定工作场景；无排放无噪音

装载机 以短途运输为主，包括煤矿转运场、化工厂、钢铁厂、物流、港口等，充能方便

起重机 适配短途场景但在极限承重上仍有提升空间

挖掘机 小挖和迷你挖在工作范围固定且用电量适中

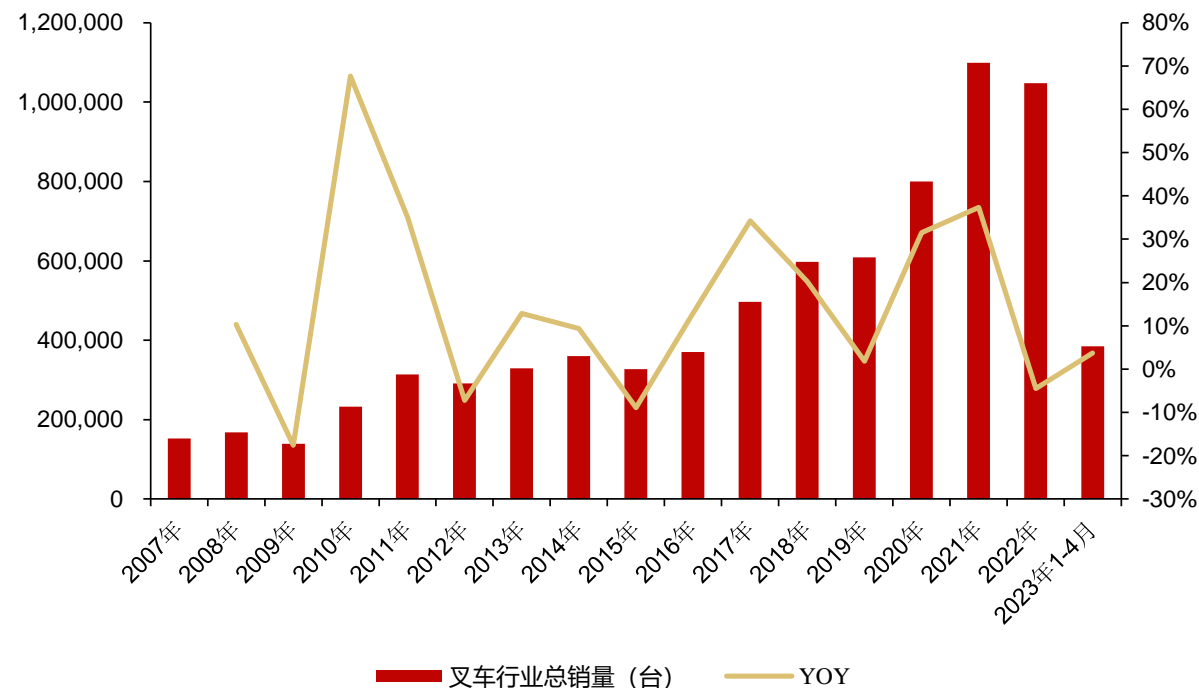
混凝土泵车 底盘电动化，而上装泵送则有柴油发动机进行工作中的传动

02

**叉车：国内需求边际改善+电
动化+国际化带来持续驱动力**

1、叉车主要类型包括：内燃平衡重式叉车、电动平衡重叉车、电动乘驾式仓储叉车、电动步行式仓储叉车，分别对应欧美分类标准的IV/V、I、II、III类叉车，叉车下游应用广泛，主要应用于港口、车站、机场、货场、工厂车间、仓库、流通中心和配送中心等。

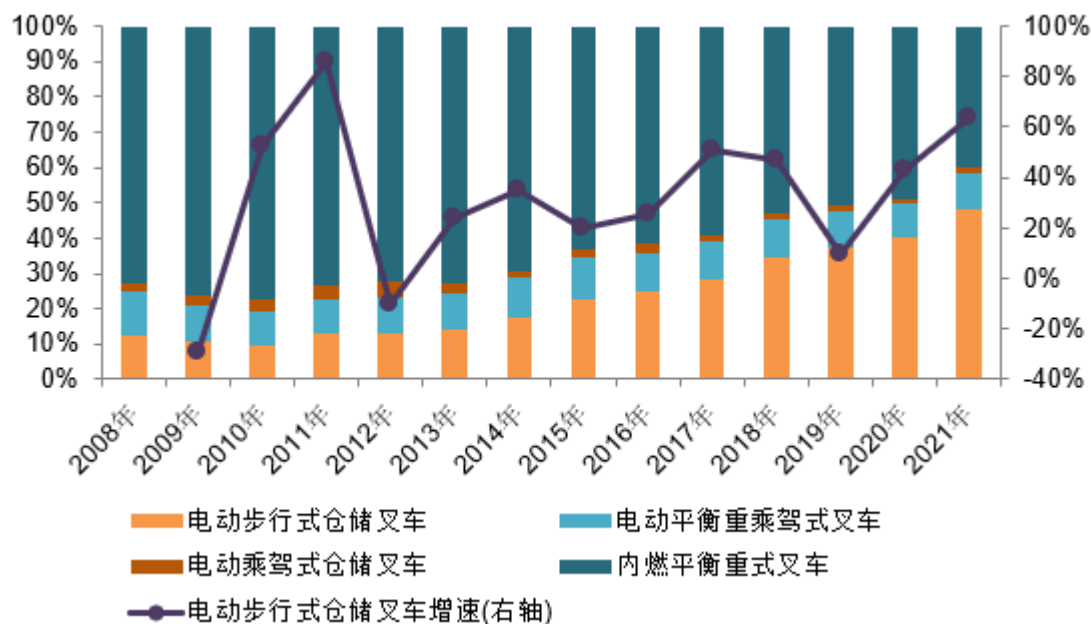
2、2016-2022年行业销量CAGR18.9%，表现出3-4年的周期性，景气度上行周期约为2-3年，本轮周期于2019年到达拐点，2020年增速回暖，2022年由于国内疫情反复，行业需求短期压制，2023年叉车行业景气度有望持续修复向上。



1、电动步行车仓储叉车销量占比快速提升，挤压了内燃平衡重叉车销量占比。电动步行车仓储叉车销量2015年-2021年CAGR为19%，销量占比由2015年的23%提升至2021年的48%，内燃平衡重叉车销量占比由2015年的63%降低至2021年的40%。

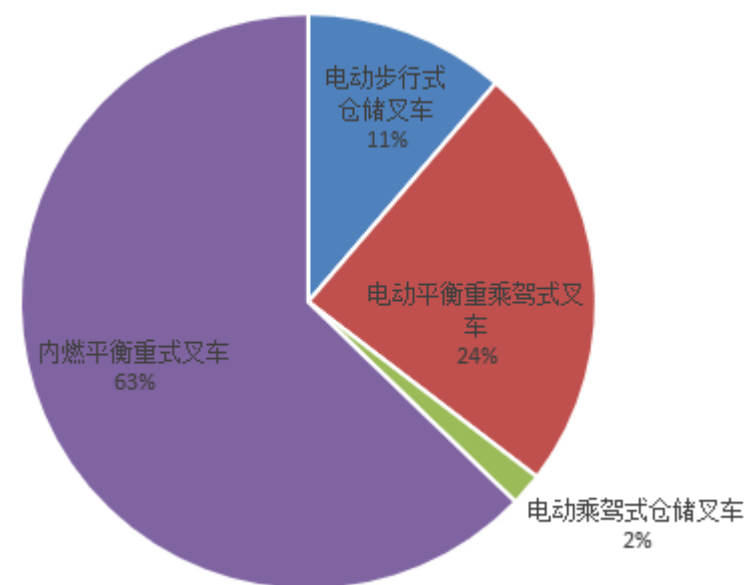
2、内燃平衡重叉车以40%销量占比，贡献了63%收入。2021年内燃平衡重叉车收入规模占比63%，其次是电动平衡重乘驾式叉车为24%，平衡重式叉车合计占比87%。

电动步行仓储叉车销量占比逐年提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2021年内燃平衡重叉车收入占比达63%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

销量假设：

1、2019-2021年,叉车销量/制造业GDP从1.4台/亿元逐步上升至1.8台/亿元, 2022年制造业景气下滑, 下降到1.5台/亿元。基于市场竞争及制造业升级, 人工替代刺激下平衡重式叉车渗透率提升, 2023-2025年该比例为1.8台/亿元

2、2019-2022年制造业GDP复合增速为8.3%, 我们假设2023年-2025年制造业GDP增速均按7%计算

3、电动乘驾式仓储叉车所占比例较小, 2019年销量下滑后, 2020-2022年连续3年增长, 2019-2022年复合增速为23.6%, 假设2023-2025年该类叉车销量增速总体略有放缓, 分别为15%、10%、10%

4、电动步行式仓储叉车销量增长来源于对人力板车的替代以及下游行业对步行式叉车需求的增长。2019-2022年, 电动步行式仓储叉车销量年平均增速为32.5%, 且2022年出现负增长, 基于此我们假设2023-2025年该类叉车销量增速分别为4%、6%、10%

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
制造业GDP (亿元)	264,137	266,418	316,582	335,215	358,680	383,788	410,653
YOY	3.20%	0.86%	18.83%	5.89%	7.00%	7.00%	7.00%
平衡重式叉车销量 (台)	373,166	466,230	554,588	505,300	645,624	690,818	739,175
YOY	-1.60%	24.90%	8.30%	-8.89%	27.77%	7.00%	7.00%
销售密度 (台/亿元)	1.4	1.7	1.8	1.5	1.8	1.8	1.8
电动乘驾式仓储叉车销量 (台)	9,323	11,077	15,573	17,600	20,240	22,264	24,490
YOY	-22.90%	18.81%	40.59%	13.02%	15.00%	10.00%	10.00%
电动步行式仓储叉车销量 (台)	225,852	322,932	529,221	525,100	546,104	578,870	636,757
YOY	9.70%	42.98%	63.88%	-0.78%	4.00%	6.00%	10.00%
叉车销量合计 (台)	608,341	800,239	1,099,382	1,048,000	1,211,968	1,291,952	1,400,423
YOY	1.90%	31.50%	37.38%	-4.67%	15.65%	6.60%	8.40%

资料来源：wind，浙商证券研究所测算

受平衡重叉车电动化、人工板车替代、宏观经济周期波动等因素驱动，预计2023年叉车行业有望维持较高速度增长，2025年国产叉车整车市场规模有望达到近687亿元。

单台价格假设：

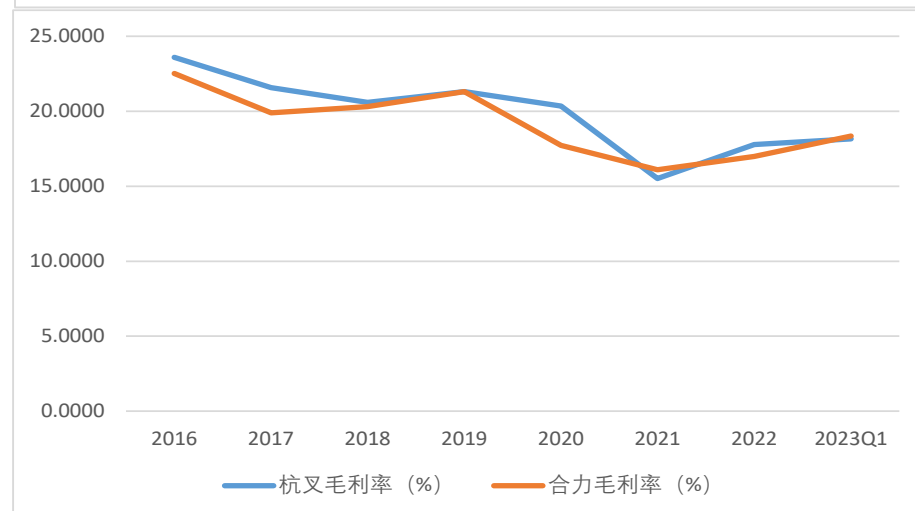
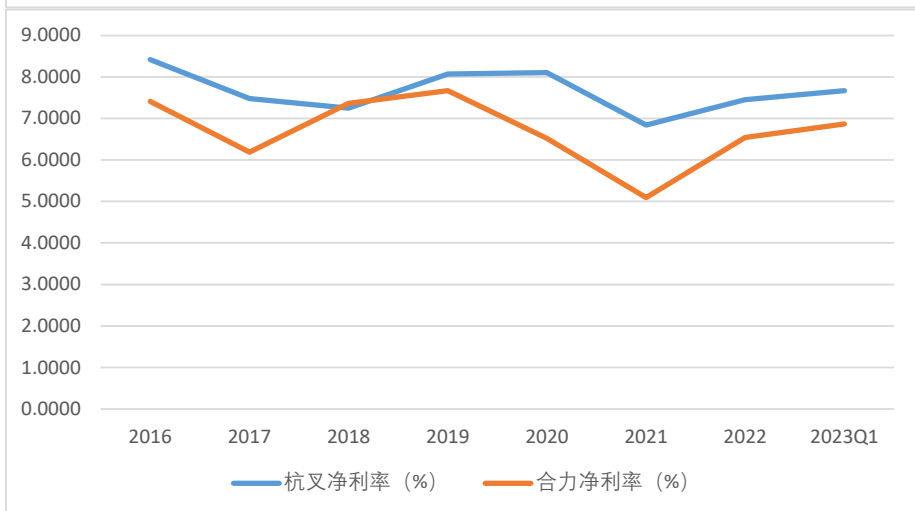
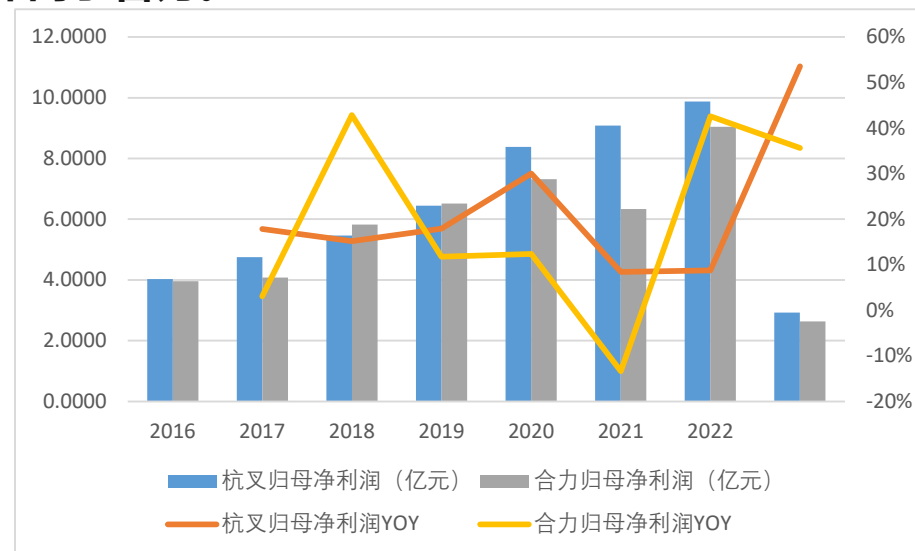
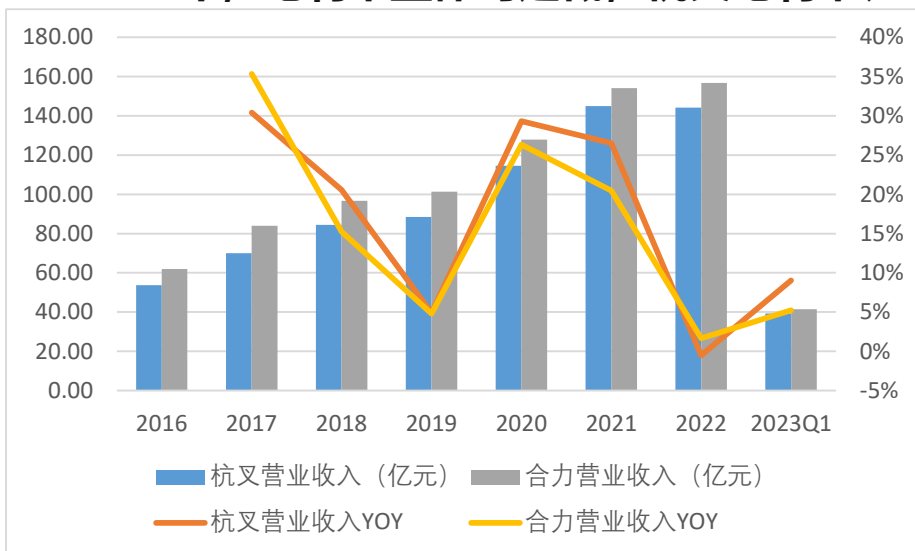
- 1) 叉车各品类型号众多，同类型号不同品牌价格不一，在此选用各品类畅销款的市场均价。
- 2) 内燃叉车在国四标准实施后，假设标准车均价提升17-20%至6.4-6.6万元，我们取中间数6.5万元，同时由于平衡重式叉车电动化渗透提升明显加快，假设内燃叉车占比由2022年的74%，降低到2025年的65%。
- 3) 电动平衡重叉车中，锂电池占比提升（铅酸电池价格便宜但实用效率较低），2025年均价将提高到11万元。
- 4) 受制造业人工成本上升影响，电动乘驾式仓储车和电动步行式仓储叉车均价分别提高到5.5万元和1.2万元。

	现价	现有销量	现有规模	预计价格	预计销量	预计规模
	(万元, 2022)	(万台, 2022)	(亿元, 2022)	(万元, 2025E)	(万台, 2025E)	(亿元, 2025E)
内燃平衡重叉车	5.5	37.32	205.3	6.5	48	312.3
电动平衡重叉车	9	13.21	118.9	11	26	284.6
电动乘驾式仓储叉车	5	1.76	8.8	5.5	2	13.5
电动步行式仓储叉车	1	52.51	52.5	1.2	64	76.4
合计		105	385		140	687

资料来源：安徽合力2022年年报，浙商证券研究所测算

2016-2022年杭叉收入CAGR18%、毛利率、净利率整体高于合力

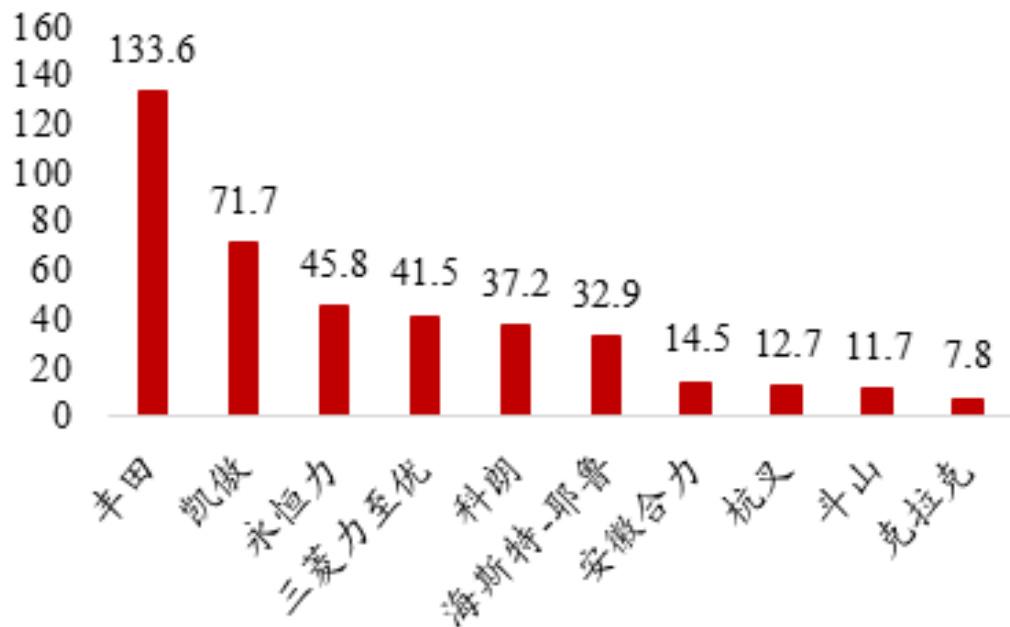
- 1、2016-2022年，合力收入年均CAGR17%，归母净利CAGR15%；杭叉收入CAGR18%，归母净利CAGR16%。
- 2、2016-2022年，毛利率整体均走低，杭叉毛利率、净利率整体高于合力。



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

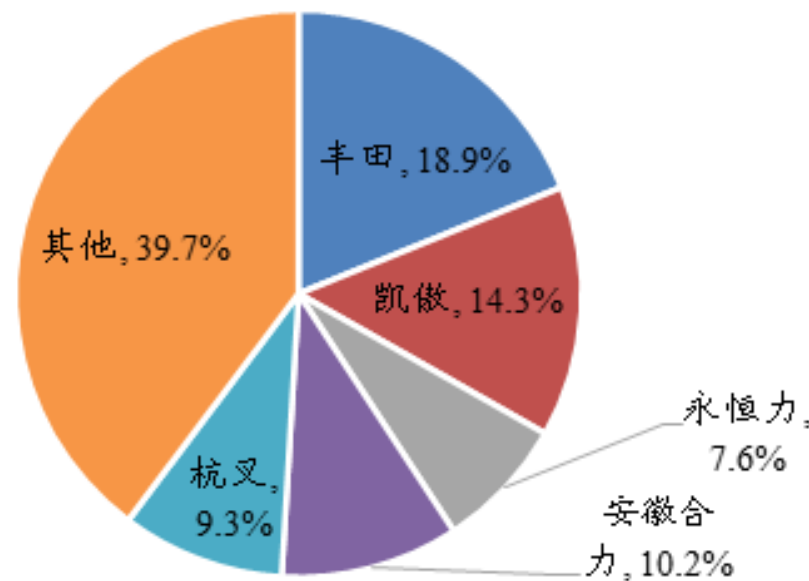
- 1、国内叉车龙头规模仅为国际龙头10%左右，提升空间巨大。根据2020年美国《现代物料搬运》杂志发布数据，日本丰田叉车在2019年共销售28.2万台叉车，占到全球销量比重为18.9%，实现收入133.6亿美元，稳居世界第一。
- 2、国内叉车企业安徽合力、杭叉集团营收分列第7、第8，仅为丰田10%左右。从销量来看，2019年全球销量前五企业占比超过60%，行业集中度较高。合力、杭叉2019年分别销售叉车15.2万台、13.9万台，位居世界第3、第4。中国叉车单价较低，后市场尚未充分开发，加之国内叉车市场需求持续旺盛，国内叉车企业规模提升空间巨大。

2019年国际叉车企业收入规模（亿元）



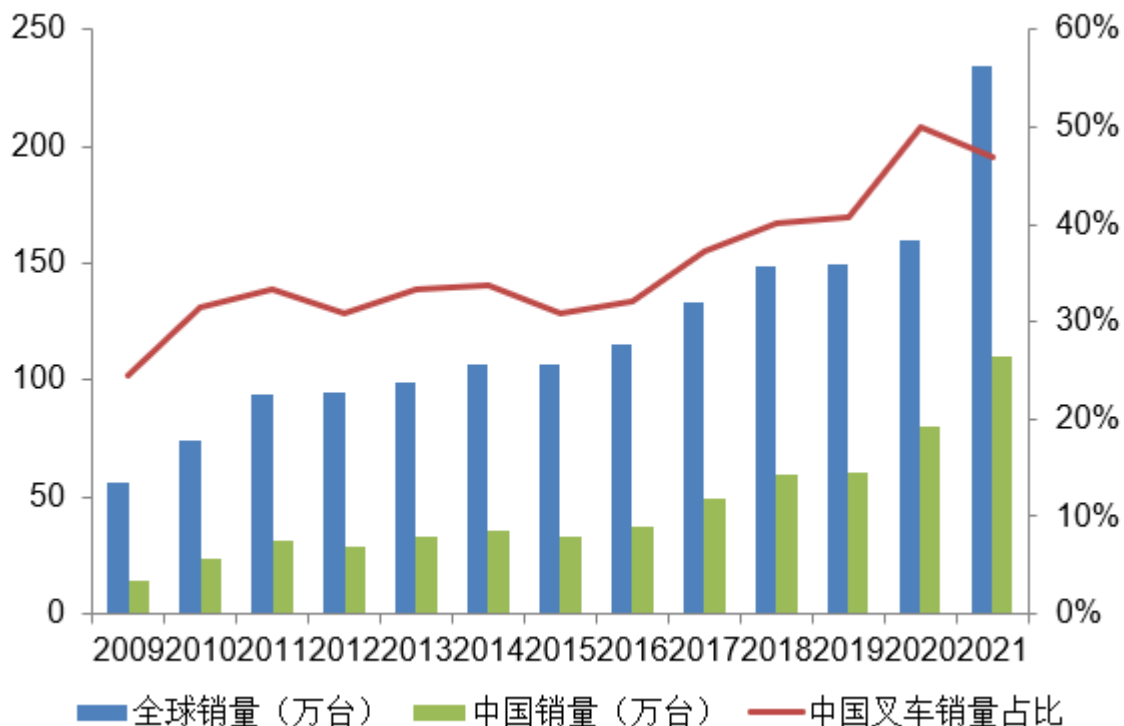
资料来源：现代物料搬运、浙商证券研究所

2019年国际叉车企业销售销售台量占比

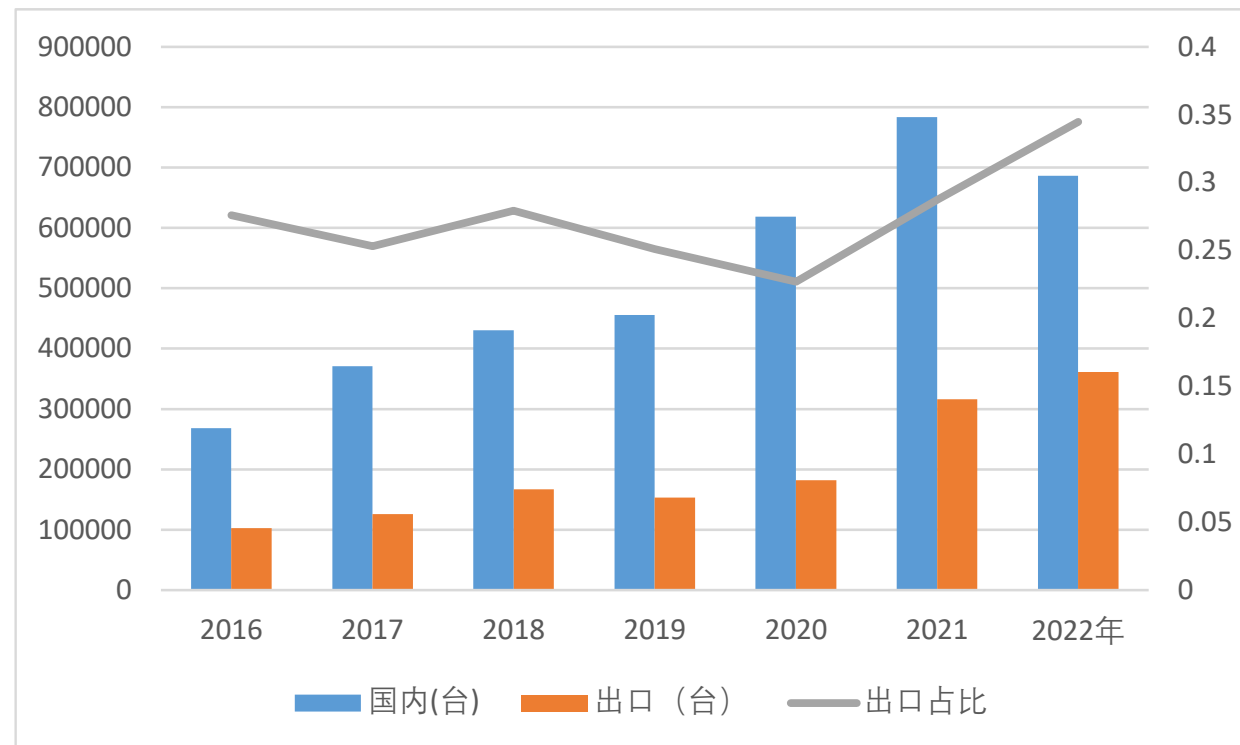


资料来源：现代物料搬运、浙商证券研究所

- 1、2009-2021年中国叉车销量全球占比提升22pct，2021年占比达到47%。
- 2、2016-2022年我国出口叉车数量由10万台增至36万台，年均复合增速为23%，2022年出口销量占比达34.5%。



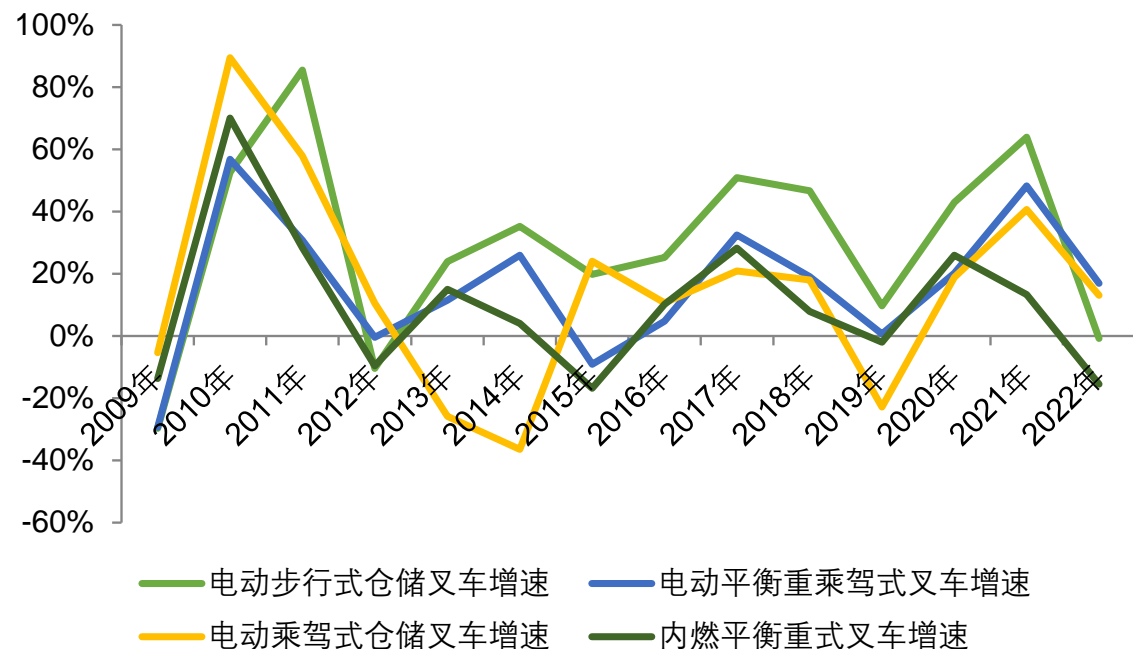
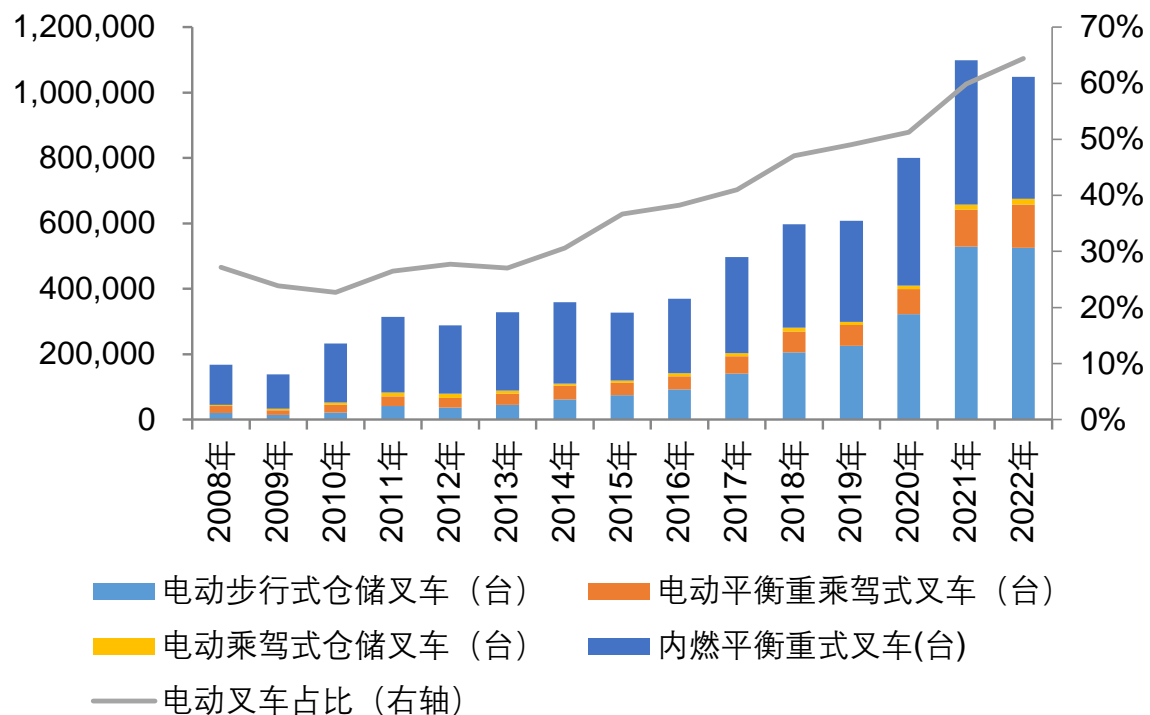
资料来源：Wind, CITA和海关总署、浙商证券研究所



资料来源：中国工程机械工业协会、浙商证券研究所

1、电动叉车占比呈上升趋势，受环保政策及室内作业环境要求驱动，电动叉车需求持续增长，2013-2022年电动叉车销量占比由27.1%逐年递增至64%。

2、Ⅲ类车主要替代传统手动板车，技术壁垒低，能够大幅降低人工劳动强度，2011-2021年Ⅲ类车销量增速整体领先于其他品类叉车。2022年电动平衡重叉车增长显著，Ⅲ类车10年来首次负增长。

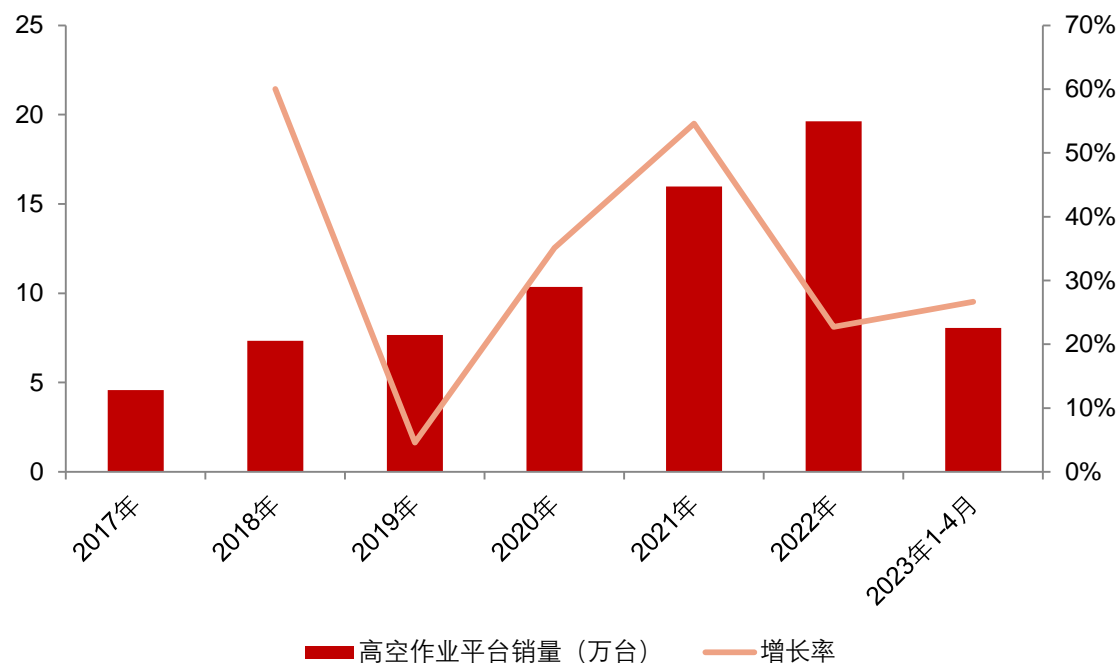


03

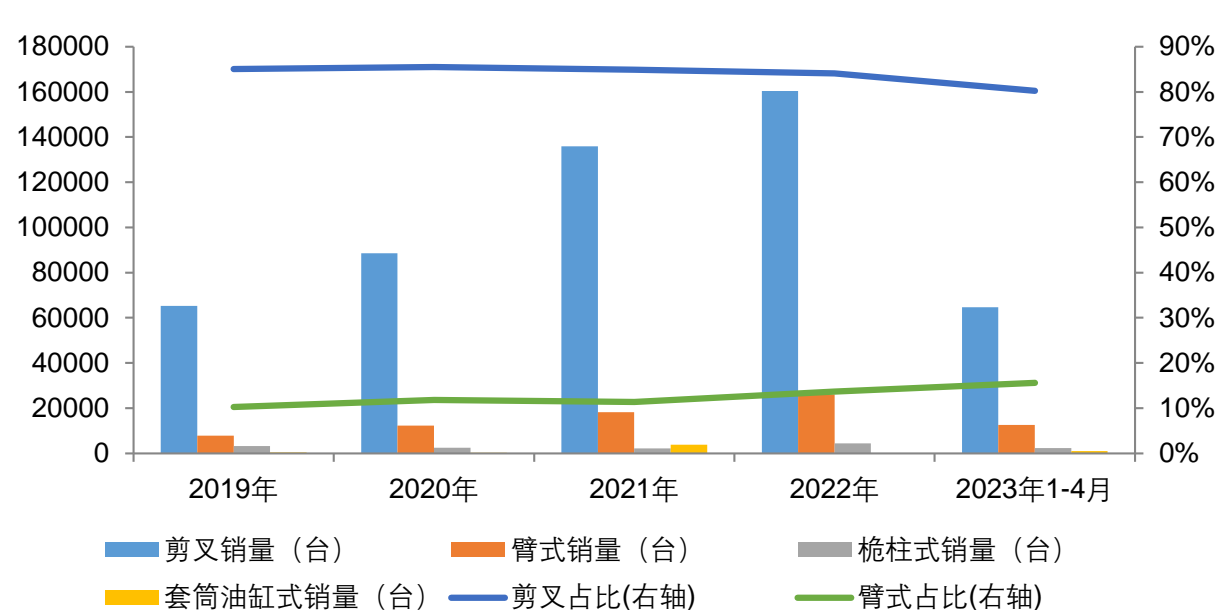
高机：集中度有望进一步提升，租赁服务商>制造商

1、2019-2022年，我国高空作业平台销量分别为7.7/10.4/16/19.6万台，同比增长5%/35%/55%/23%，CAGR约为37%。

2、2019-2022年剪叉式年度销量占比较稳定，其次是臂式，臂式销量占比逐渐提升，2022年占比约13.6%，较2019年提升3.4个百分点。



资料来源：中国工程机械协会、华经产业研究院、浙商证券研究所



资料来源：中国工程机械协会、WIND、浙商证券研究所

根据中国工程机械工业协会的数据，2021年我国高空作业平台的设备保有量为38万台，其中租赁市场占比83%，对应租赁市场设备保有量32万台。根据宏信建设招股书的预测，2021-2025年设备保有量的年复合增速将达到24.6%，2025年设备保有量将达到93万台。未来高空作业平台的租赁渗透率仍将持续提升，我们预计2025年达到87%，对应2025年国内高空作业平台租赁市场保有量81万台。

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
中国高空作业平台设备市场保有量(万台)	38.4	47.8	59.6	74.3	92.6
国内新增销量 (万台)	11.6	9.4	11.8	14.7	18.3
国内销量增长率	36%	-19%	26%	25%	24%
租赁市场占比	83%	84%	85%	86%	87%
中国高空作业平台租赁市场保有量(万台)	31.9	40.2	50.7	63.9	80.5
全球高空作业平台市场价格(万美元/台)	3.02	2.91	2.81	2.71	2.62
中国高空作业平台市场价格(万人民币/台)	17.3	16.7	16.1	15.5	15
中国高空作业平台设备市场规模(亿元)	664.2	798.7	960.3	1154.6	1388.3
出租率	85%	85%	85%	85%	85%
租售比	30%	31%	32%	34%	35%
中国高空作业平台租赁市场收入规模(亿元)	140.6	177.8	224.8	284.3	359.3

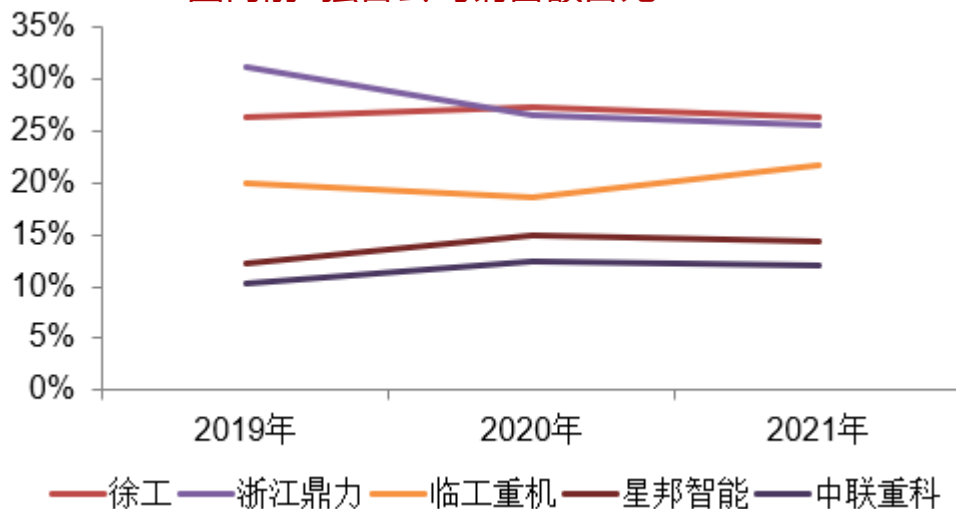
基本假设

- **预测思路：**以高空作业平台保有量、设备平均价格、出租率、租售比测算国内高空作业平台租赁市场规模。
- **高空作业平台保有量：**2021年中国高空作业平台设备市场保有量为38.4万台，根据宏信建设招股书的预测，2021-2025年设备保有量的年复合增速将达到24.6%，2025年设备保有量将达到93万台。目前国内高空作业平台租赁渗透率已高达83%，预计未来逐渐提升，假设2025年租赁渗透率达到87%，则2025年中国高空作业平台租赁市场保有量为81万台。
- **高空作业平台平均价格：**全球高空作业平台价格在各地区之间存在一定差异，中国本土品牌市场发展迅速，一定程度上替代了高价的进口产品从而有效降低了国内高空作业平台市场均价。总体而言，近几年全球高空作业平台市场价格以年均3%-4%左右的幅度下降，按此测算，2025年高空作业平台平均价格为2.62万美元/台。我们假设国内高空作业平台价格比全球平均价格低10%，即假设2025年国内高空作业平台的平均价格为15万元人民币/台。
- **出租率：**假设高空作业平台的年均出租率为85%，未来出租率保持稳定。
- **租售比：**目前高空作业平台的租售比约为30%，即价值1亿元的设备每年可实现收入3000万元。预计未来高空作业平台租赁需求持续景气，租金价格将长期保持相对稳定，由于设备采购单价下降，租售比预计会有小幅提升。我们假设2025年高空作业平台租售比将达到35%，年复合增速为4%。
- **国内新增销量：**假设全部自来保有量新增需求。

1、2021年全球高空作业平台制造企业10强（全球销售额排名）中，美国捷尔杰、吉尼合计份额达51%，徐工机械、浙江鼎力、临工重机、星邦智能、中联重科排名第5、6、7、8、9名，合计份额27%，仍有较大的提升空间。

2、国内来看，浙江鼎力以高市占率，较高业务收入权重占据国内高空作业平台制造商龙头。在前5强公司中，2021年浙江鼎力销售额占比26%，与徐工机械共处第一梯队，高空作业平台在公司收入占比达96%，远高于徐工、中联。

国内前5强各公司销售额占比

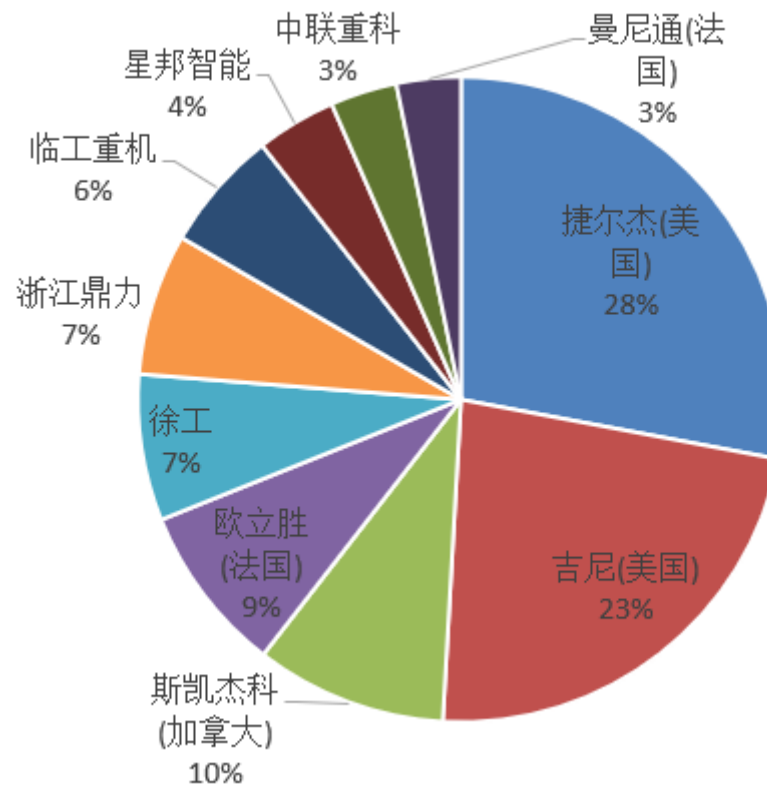


资料来源：AccessInternational、浙商证券研究所

各上市公司高空作业平台在公司收入中占比

	2021年	2020年	2019年
徐工机械	4%	5%	6%
浙江鼎力	96%	95%	94%
中联重科	5%	1%	--

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

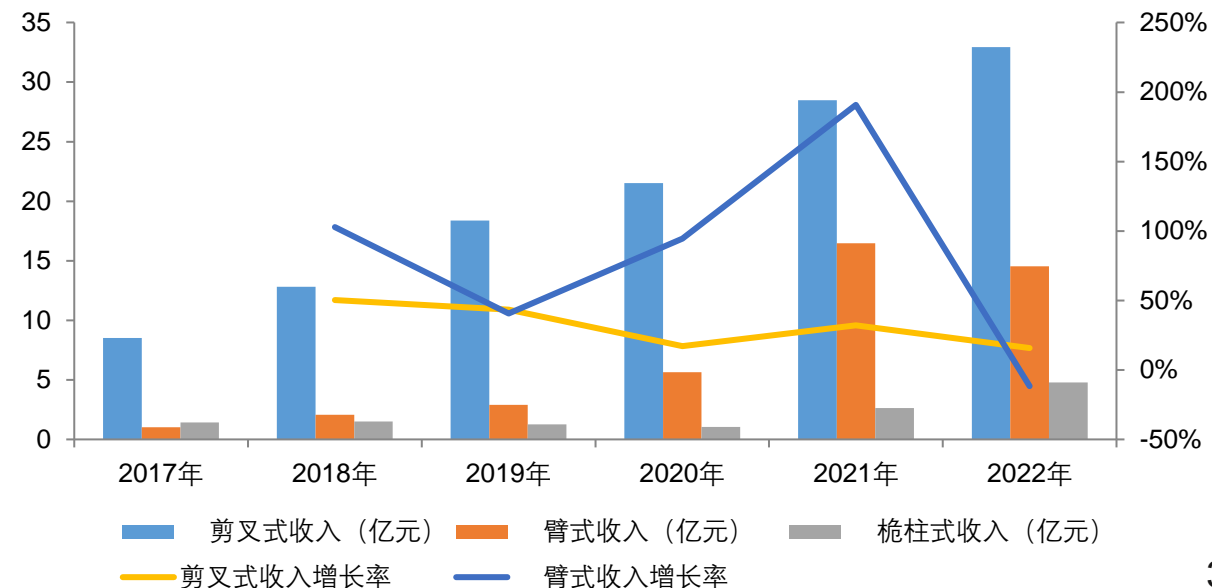
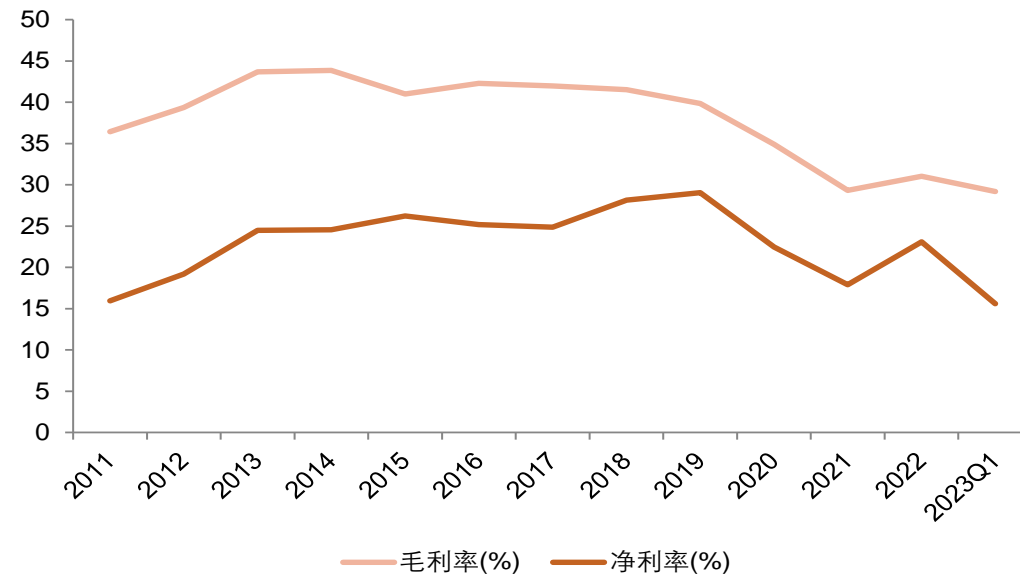
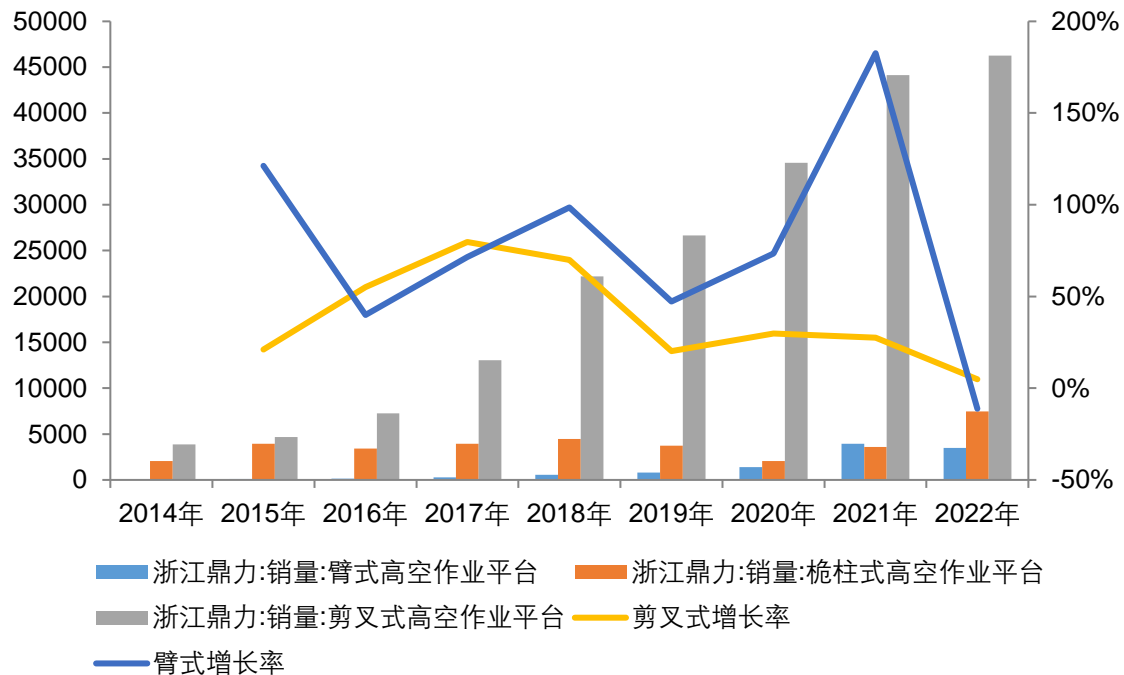


资料来源：AccessInternational、浙商证券研究所

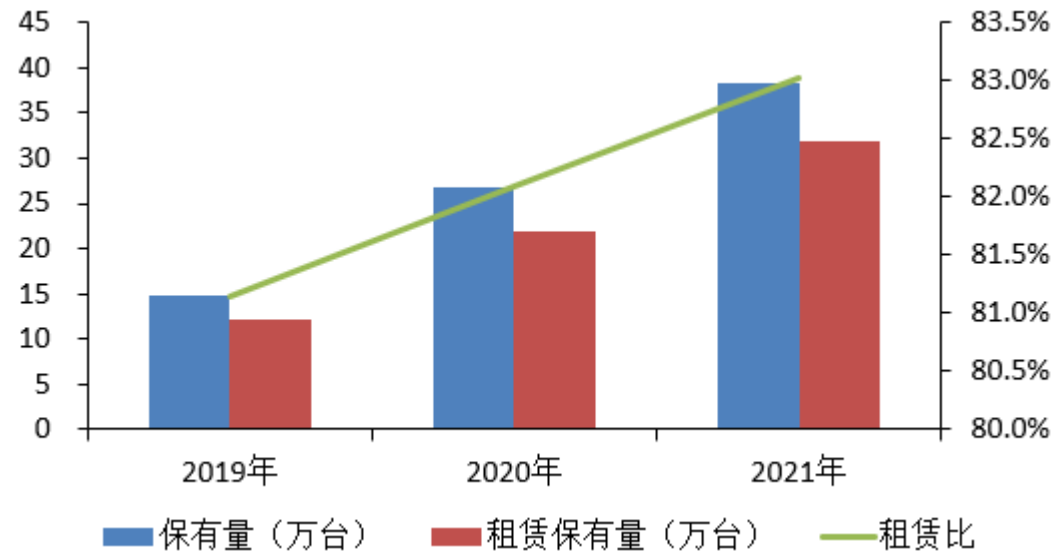
1、2017-2022年，臂式收入CAGR为70%，剪叉式收入CAGR为31%，臂式收入增长强劲。

2、2022年臂式销量占比6%，收入占比27%，剪叉式销量占比81%，收入占比61%；剪叉式毛利率比臂式12pct。

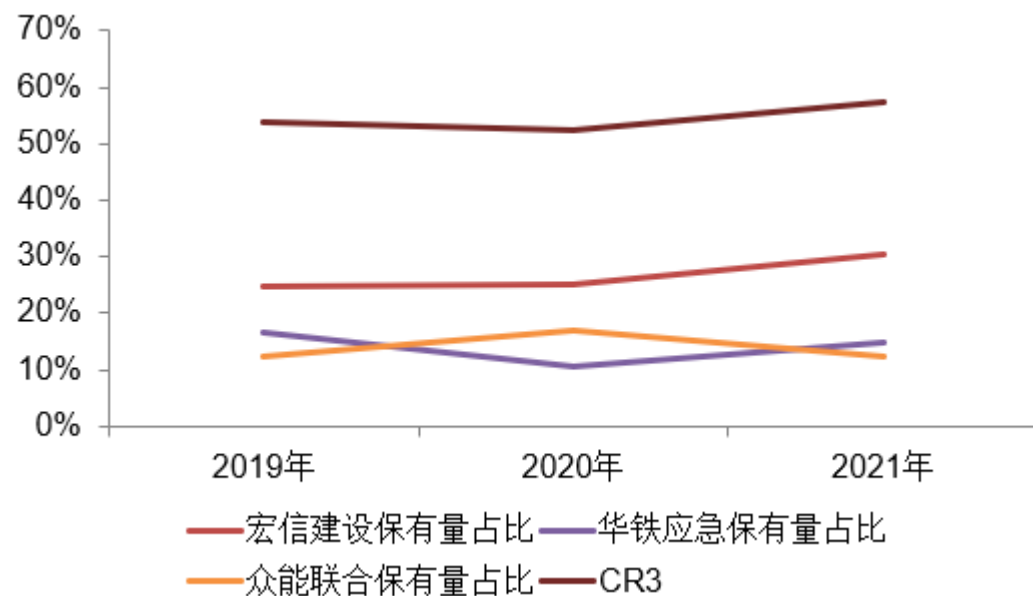
3、2017-2022年毛利率、净利率整体走弱



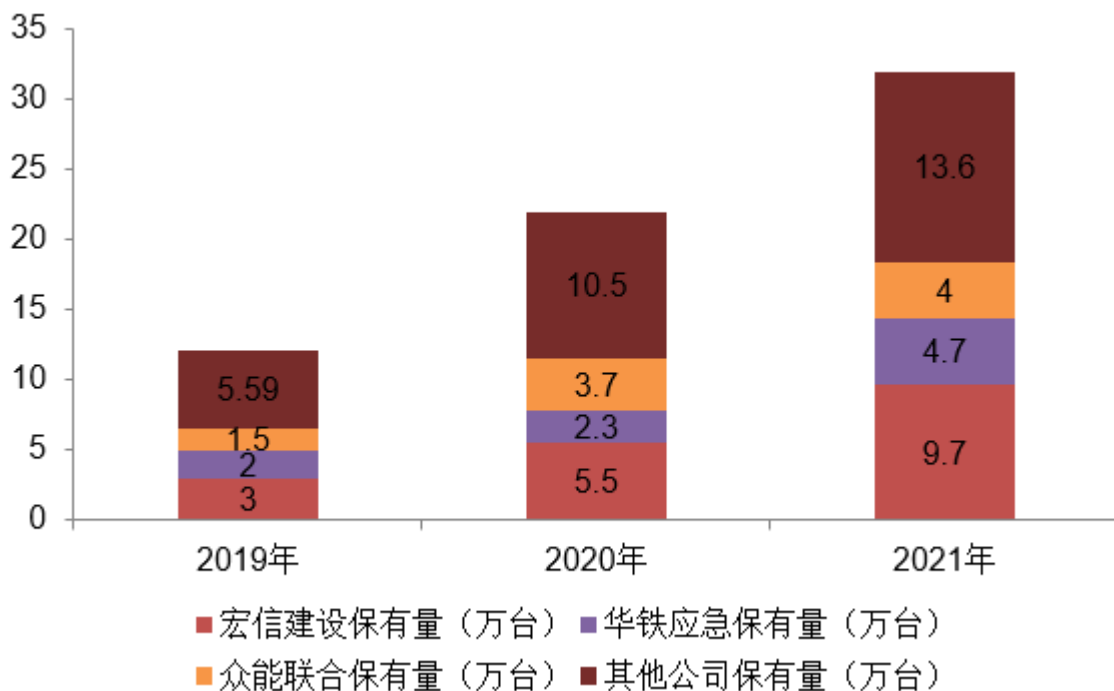
- 1、2019-2021年，租赁市场保有量CAGR为62%，租赁比由2019年的81%提升至2021年的83%。
- 2、2019-2021年头部租赁商宏信建设、华铁应急、众能联合大幅提高设备保有量，2021年分别占比30%，15%，13%。
- 3、2021年CR3为58%，相比2019年提升3.7pct。



资料来源：公司官网、公司公告、公开资料、浙商证券研究所



资料来源：公司官网、公司公告、浙商证券研究所



资料来源：公司官网、公司公告、浙商证券研究所

04

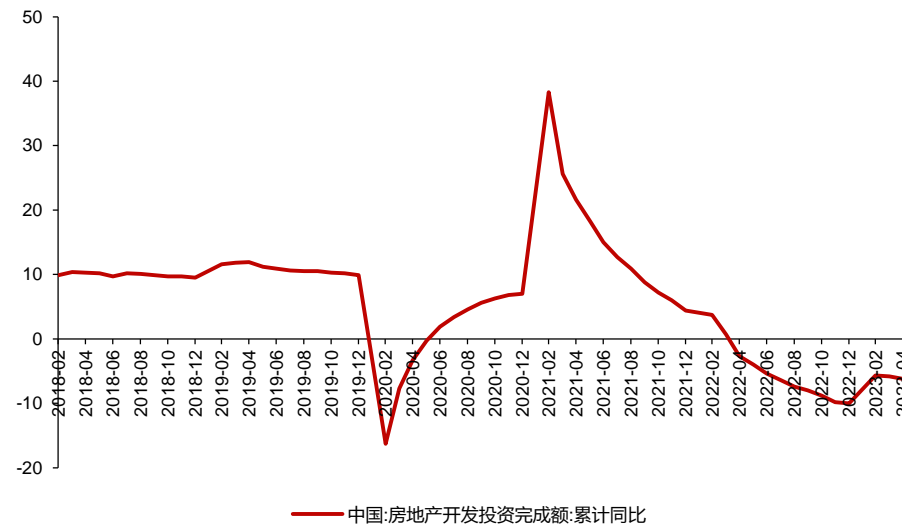
投资建议：持续聚焦强

阿尔法属性龙头

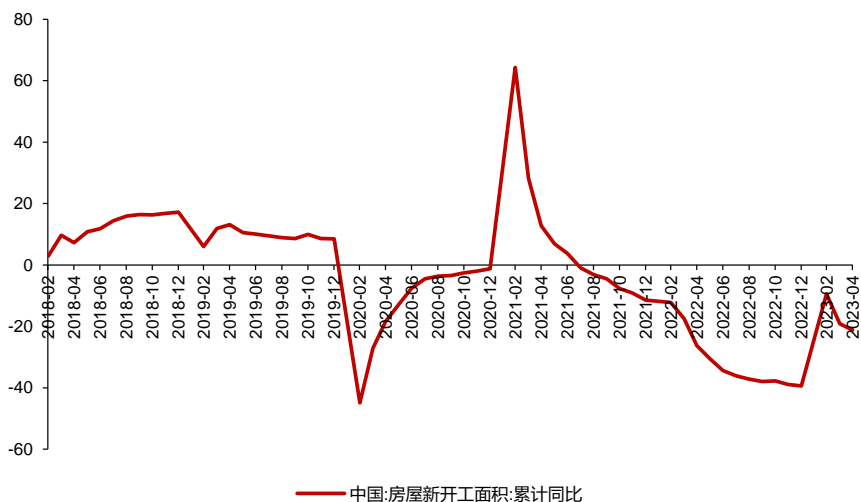
1-4月基建投资完成额累计同比增长9.8%，维持高位



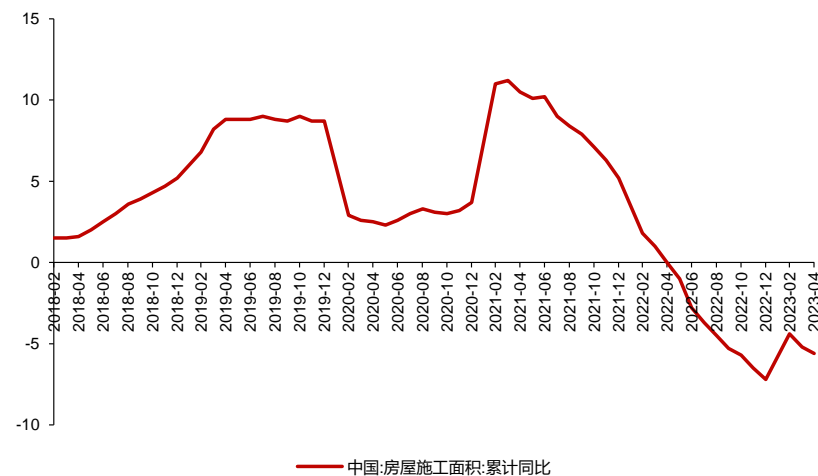
1-4月地产开发投资完成额累计同比下滑6.2%，降幅环比略有扩大



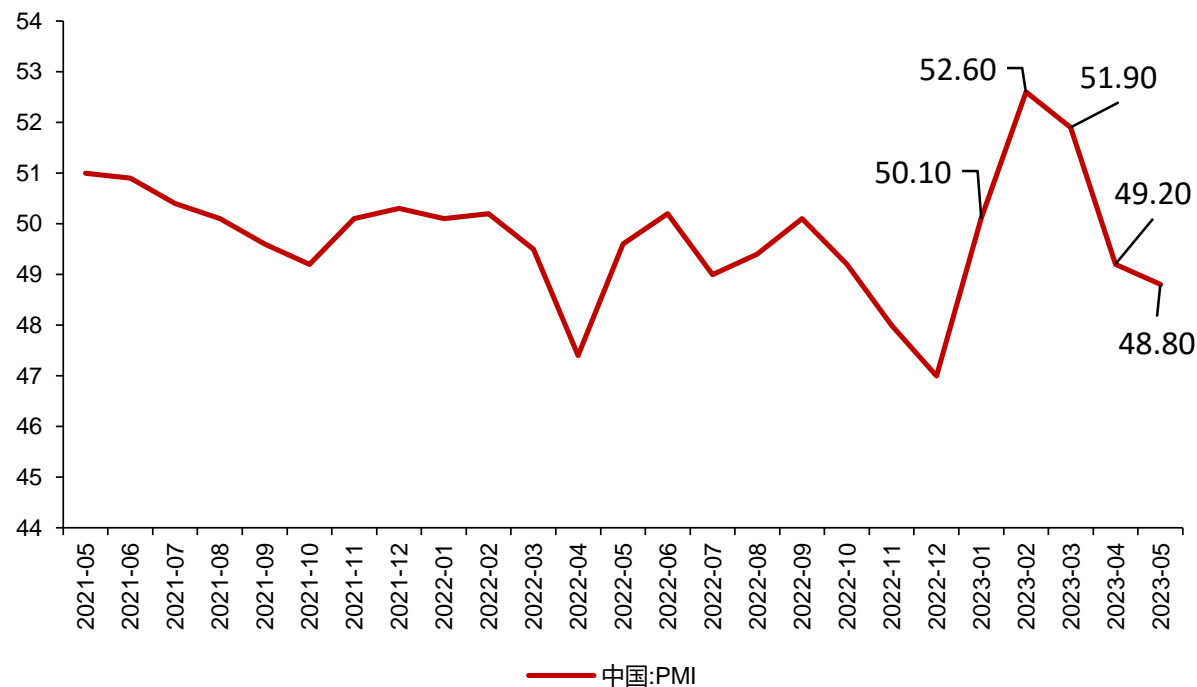
1-4月房屋新开工面积累计同比下滑21.2%，降幅环比略有扩大



1-4月房屋施工面积累计同比下滑5.6%，降幅环比略有扩大



PMI指数2023年1-5月先走高，再回落。1-3月份保持荣枯线以上，4-5月连续下探在荣枯线以下。随着基数效应弱化，稳增长预期逐渐增强，重大项目陆续开工，基建投资提速，房地产支持政策力度加大。工程机械行业边际需求逐渐改善。



推荐强阿尔法龙头；PB估值—传统工程机械/零部件/叉车/掘进装备/高机/租赁商分别为1.6/4.1/2.2/1.4/3.2/1.6

持续聚焦强阿尔法属性龙头。持续聚焦强阿尔法龙头。重点推荐三一重工、恒立液压、中联重科、徐工机械、杭叉集团、安徽合力；持续推荐华铁应急、浙江鼎力、中铁工业。

分类	股票代码	股票名称	市值	2022年	2023年	2024年	2025年	2022年	2023年	2024年	2025年	PB(MQR)	ROE
			(亿元)	EPS(A)	EPS(E)	EPS(E)	EPS(E)	PE(A)	PE(E)	PE(E)	PE(E)		2022年
传统工程机械	600031	*三一重工	1,284.9	0.50	0.71	0.93	1.19	30	22	16	13	1.9	6.6%
	000157	*中联重科	561.5	0.27	0.39	0.55	0.73	24	17	12	9	1.0	4.2%
	000425	*徐工机械	716.1	0.36	0.49	0.64	0.82	17	13	10	8	1.3	8.1%
	000528	柳工	144.8	0.31	0.51	0.76	1.02	24	14	10	7	1.0	3.8%
	002097	山河智能	69.8	-1.05	-	-	-	-6	-	-	-	1.5	-25.0%
	000680	山推股份	82.7	0.42	-	-	-	12	-	-	-	1.5	12.9%
	600815	厦工股份	47.7	0.15	-	-	-	18	-	-	-	3.2	17.2%
PE/PB均值								17	16	12	9	1.6	
零部件	601100	*恒立液压	746.7	1.75	2.07	2.53	3.25	32	27	22	17	5.5	18.5%
	603638	艾迪精密	144.2	0.30	0.36	0.42	0.61	60	50	42	29	4.9	8.0%
	605389	长龄液压	35.3	0.93	1.28	1.74	2.22	28	20	15	12	1.9	6.9%
PE/PB均值								40	33	26	19	4.1	
叉车	600761	*安徽合力	125.3	1.22	1.58	1.91	2.30	14	11	9	7	1.9	13.3%
	603298	*杭叉集团	184.4	1.14	1.27	1.56	1.92	17	16	13	10	2.5	15.7%
PE/PB均值								16	13	11	9	2.2	
隧道掘进装备	600528	*中铁工业	219.3	0.84	0.95	1.05	1.17	12	11	10	9	1.0	7.8%
	688425	铁建重工	280.0	0.35	0.45	0.55	-	16	12	10	-	1.8	11.9%
PE/PB均值								14	11	10	9	1.4	
高空作业平台	603338	*浙江鼎力	242.5	2.48	2.94	3.44	3.77	19	16	14	13	3.2	17.8%
租赁商	600984	建设机械	56.9	-0.04	0.19	0.42	0.63	-130	25	11	7	1.0	-0.7%
	603300	华铁应急	106.4	0.46	0.45	0.59	0.77	12	12	9	7	2.2	14.0%
PE/PB均值								-59	18	10	7	1.6	

资料来源：Wind，公司年报、浙商证券研究所（带*盈利预测采用浙商预测，其余采用wind一致预期，以6月5日收盘价为计算基础）

1、盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2023-2025 年归母净利润为 61 亿、79 亿、101 亿元，同比增长42%、31%、27%，对应 PE 为 22、16、13 倍。维持买入评级。

2、关键假设、驱动因素

- 1) 稳增长基建投资力度加强，形成实物工作量，房地产调控边际改善；
- 2) 海外需求旺盛，三一重工海外市场份额持续提升；
- 3) 电动化产品逐步推向市场，市场份额持续领先

3、我们与市场不同观点

市场认为：1) 对2023年挖机行业拐点存在疑虑，原因在于：历史复盘看，挖机行业上行及下行期各约5年，目前下行约2年；2) 对国内需求复苏确定性及公司海外收入高增长信心不足，原因在于：房地产需求预期不足，同时担心基建支持政策阶段性退出，海外预期衰退对出口高增长形成压力。

我们认为：1) 基于挖机8年更新高峰期，2023年国内挖机更新需求见底，且以更新需求为主，叠加海外较高增速，挖机行业销量见底；2) 国内开工率修复初见端倪，且有逐渐上行趋势，随着国家稳增长预期增强，加快形成实物工作量，叠加去年同期低基数，我们对国内行业需求逐渐上行更加乐观。公司海外挖机市占率总体偏低。2023年在前期大力布局的基础上，具备海外实现高增长的条件。

4、股价催化剂：1) 挖机国内、出口销量超预期；2) 国内房地产、基建投资，新开工向上，政策利好；3) 挖机开工景气度持续上行；4) 公司成本费用管控见成效；5) 电动化产品快速渗透

5、风险提示：1) 地产基建投资不及预期；2) 海外市场拓展不及预期；3) 电动化进程低于预期

1、盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2023-2025 年归母净利润为 58、76、97 亿元，同比增长 34%、31%、28%，当前股价对应 PE 为 13、10、8 倍。维持买入评级。

2、关键假设、驱动因素

1) 徐工有限整体上市完成，公司混改红利逐步释放；2) 稳增长基建投资力度加强，房地产调控边际改善；3) 海外需求旺盛，国际化战略稳步推进；

3、我们与市场不同观点

市场认为：国内工程机械进入下行筑底周期，需求端仍不强，公司盈利能力较同行低，投资吸引力不强。

我们认为：公司股价已经充分反应国内下行筑底的预期，工程机械行业筑底，公司核心产品市占率提升、国际化快速推进，叠加经营活力逐步释放，盈利能力提升，驱动公司业绩上行；

1) **混改+重组+股权激励**：徐工机械内部活力释放，“新徐工”盈利能力将持续提升，预计整体长期净利率由 2020 年的 4.4% 有望提升至 10% 以上。

2) **行业筑底上行**：挖机、汽车起重机更新需求见底，叠加出口维持较高增速，2023 年挖机、汽车起重机销量见底；泵车更新需求修复，2023 年泵车销量有望上行。工程机械行业筑底向上。

3) **市占率持续突破**：2022 年挖掘机市场占有率持续提升；装载机凭借出口优势跃升至行业第一；起重机械稳居全球第一，轮式、履带式、塔机、升降机、随车起重机占有率分别提升 1.64pct、4.95pct、3.84pct、3.05pct、3.35pct。

4) **国际化快速推进**：2022 年公司出口同比增长 50%，出口占比提升至 30%，出口市占率提升 2.4pct，八个大区全面增长，亚太区、中亚区、非洲区、美洲区、欧洲区、西亚北非区、大洋洲区、南美八国分别增长 60.2%、68.82%、35.97%、217.94%、195.11%、27.19%、19.10%、99.29%。挖掘机械、中大装载机、轮式起重机、矿山机械、路面机械收入分别增长 48.56%、31.45%、74.05%、256.2%、24.87%。

4、**股价催化剂**：1) 工程机械月度销量增幅边际扩大；2) 海外收入增长超预期；3) 净利率持续提升

5、**风险提示**：1) 地产基建投资下滑；2) 海外市场拓展进度低于预期；

1、盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2023-2025 年归母净利润为 27.8 亿、34 亿、43.6 亿元，同比增长 19%、22%、28%，对应 PE 分别为 27、22、17 倍。维持买入评级。

2、关键假设、驱动因素

1) 非挖应用领域收入占比提升；2) 泵、阀、马达等非油缸产品收入占比提升；3) 海外市场份额持续提升；

3、我们与市场不同观点

市场认为：国内工程机械进入下降周期，公司来自挖机收入占比较高，未来业绩不确定性增强；

我们认为：公司股价已经充分反应挖机下降周期的预期，后续随着非挖收入占比、非油缸产品收入占比和海外收入占比提升，公司收入更加多元化，抵御风险能力增强；目前PB估值5.5倍左右，处于较低位置：

1) 品类拓展：（1）应用领域拓展：从挖机向非挖工程机械、海工装备、新能源和通用领域等拓展；（2）产品品类拓展：从油缸向泵阀、马达、液压系统、辅件、电动缸和线性驱动器、工业泵阀等领域拓展。

2) 进口替代：2023-2025年挖机油缸市占率保持稳定，挖机泵阀由于中大挖市占率有所提升，总体稳中有升，挖机马达总体市占率上行。

3) 海外出口：墨西哥工厂开建，服务国内主机厂出口业务以及北美主要工程机械客户。2022年海外收入占比22%。

4、股价催化剂：1) 非挖和非油缸收入占比提升；2) 海外收入增长超预期；

5、风险提示：1) 地产基建投资不及预期；2) 原材料价格上涨超预期

1、基建、地产投资不及预期

若国内房地产行业持续低迷，甚至下行，基建投资大幅放缓、转化的实物工作量不足，则工程机械行业可能会面临下游持续低迷的风险。

2、制造业、物流业恢复不及预期

受宏观经济和疫情反复的影响，制造业、物流业恢复阻力较大，则叉车行业可能会面临下游需求不足，销售不振的风险

3、海外出口增速不及预期

若海外需求放缓，国外品牌供应链受海外疫情管制放松影响恢复较快，则工程机械行业将面临出口需求萎缩，海外市场竞争加剧、出口增速大幅放缓的风险

股票评级、行业评级与免责声明

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现 + 20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>