

中联重科 (000157.SZ)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

行业筑底、出口高增，行业巨头再启航

投资逻辑：

国内：国内工程机械板块正处于筑底阶段，部分领域拐点或已到。1) 起重机：23年M2-M6中国起重机国内市场销量连续四个月正增长，其中随车起重机销量连续4个月内销同比增速超30%，起重机板块部分品类或已进入上行期；2) 挖机、混凝土机械：两类产品与地产、基建相关性较高，目前仍处筑底阶段；但随着行业更换周期逐步启动后，挖机、混凝土机械等有望迎来新一轮复苏。公司核心主业为起重机械板块（22年收入占比超45%），有望在国内工程机械上行周期实现率先复苏。

出口：近两年公司海外业务高速发展，打开新增长点。公司近两年积极布局海外市场，执行“两纵两横”战略，发力“一带一路”国家，核心产品起重机、挖机、混凝土机等出口顺利，20-22年，海外业务收入从38.3亿元提升到99.9亿元，期间CAGR达61.5%，海外占比从6.3%提升到31.6%，1Q23海外收入同比+123%，保持高速增长，随着公司产品在海外认可度不断提升，公司海外收入有望保持高速增长。

品类多元化布局，高机、农机发展顺利。1) 高机：中国高空机械渗透率低，远期成长空间大，子公司中联高机22年实现收入、归母净利润分别为45.9/5.9亿元，同比+37%/156%；此外，23年2月公司发布分拆中联高机重组分拆上市预案，助力高机业务做大做强。2) 农机：率先发力“AI+农机”领域，引领行业智能化发展，此外，随着“国四”排放标准顺利推进，大型农机厂迎来机遇，预计23-25年农机业务实现收入33/40/48亿元。

成本下行、结构优化，盈利能力有望进入上升期。23年以来海运价格、钢材价格呈下降趋势，公司成本端压力趋缓；此外，22年公司在海外市场盈利能力更强，看好公司海外收入占比提升后带动毛利率提升，预计23-25年公司毛利率为25.7%/25.8%/26.6%。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司23-25实现营业收入为500.7/610.6/755.2亿元，归母净利润为40.4/56.5/78.7亿元，对应PE分别为15/11/8倍。给予公司23年16倍PE，对应目标价7.46元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

下游基建投资不及预期、海外市场竞争环境恶化、原材料价格上涨风险、人民币汇率波动风险。

机械组

分析师：满在朋（执业S1130522030002）

manzaipeng@gjzq.com.cn

市价（人民币）：6.87元

目标价（人民币）：7.46元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67,131	41,631	50,072	61,056	75,521
营业收入增长率	3.11%	-37.98%	20.27%	21.94%	23.69%
归母净利润(百万元)	6,270	2,306	4,043	5,645	7,869
归母净利润增长率	-13.88%	-63.22%	75.34%	39.60%	39.41%
摊薄每股收益(元)	0.722	0.266	0.466	0.650	0.907
每股经营性现金流净额	0.30	0.28	0.69	0.74	1.22
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.03%	4.21%	7.25%	9.55%	12.14%
P/E	9.92	20.47	14.74	10.56	7.58
P/B	1.09	0.86	1.07	1.01	0.92

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

1. 工程机械巨头，盈利能力有望迎来拐点.....	5
1.1 公司产品系列丰富，产品远销多个国家.....	5
1.2 受工程机械周期影响，公司营收规模呈现波动.....	5
1.3 费率管控良好，成本下行、出口顺利，盈利能力有望进入上行期.....	6
1.4 核心产品竞争优势强，起重机、混凝土机械盈利能力超可比公司.....	7
2. 国内：工程机械行业进入筑底阶段.....	8
2.1 宏观：房地产降幅或将收窄，基建投资有望进一步复苏.....	8
2.2 产品：起重机领域拐点或已到，搅拌车、挖机行业正处筑底阶段.....	9
3. 海外：工程机械出口持续高增长，海外市场打开第二成长曲线.....	11
3.1 国产品牌竞争力提升，多类工程机械产品出口顺利.....	11
3.2“一带一路”国家出口景气度高，公司积极布局海外.....	12
3.3 海外市场迅速发展，远期仍具有较大成长空间.....	13
4. 高空作业、农机业务蓄势待发，产品多元化.....	14
4.1 高空作业平台市场扩张，高机业务有望成为新增长点.....	14
4.2 农机产业加速转型，持续引领行业技术方向.....	16
5. 盈利预测与投资建议.....	18
5.1 收入、毛利率预测：.....	18
5.2 投资建议：.....	19
6. 风险提示.....	19

图表目录

图表 1：公司发展历程悠久.....	5
图表 2：公司产品结构丰富.....	5
图表 3：2017-2021 年营业收入稳步回升.....	6
图表 4：2017-2021 年归母净利润稳步回升.....	6
图表 5：1Q23 公司毛利率、净利率小幅提升.....	6
图表 6：20-22 年公司费用率维持稳定.....	6
图表 7：钢材约占工程机械成本的 30%.....	6
图表 8：工程机械行业毛利率与钢材价格存在一定负相关.....	6
图表 9：库存历史高位，钢材价格中枢下移.....	7
图表 10：海运价格回归正常.....	7
图表 11：2022 年海外收入占比大幅提升.....	7
图表 12：22 年海外市场毛利率超过国内市场.....	7

图表 13: 22 年起重机械和混凝土机械营收超过 250 亿.....	8
图表 14: 22 年起重机械和混凝土机械营收占比 66%.....	8
图表 15: 公司起重机械毛利率长期高于可比公司.....	8
图表 16: 公司混凝土机械毛利率超过 20%.....	8
图表 17: 国内挖机销量增速与基建投资存在一年滞后期.....	8
图表 18: 挖机销量与房地产新开工面积存在较高相关性.....	8
图表 19: 中国房地产投资金额.....	9
图表 20: 基建投资有望触底反弹.....	9
图表 21: 中国地区小松挖掘机开工小时数仍处低位（小时/月）.....	9
图表 22: 23M4 汽车起重机月度同比降幅收窄.....	10
图表 23: 23M3-M6 随车起重机同比恢复高增长.....	10
图表 24: 2021 年以来地产行业持续低迷.....	10
图表 25: 搅拌车国内销量仍处于下行周期.....	10
图表 26: 2024 年进入挖机新一轮更换周期.....	11
图表 27: 挖掘机销量与经济周期相关性较大，预计 24-25 年开始新一轮上行.....	11
图表 28: 起重机出口保持高增速.....	12
图表 29: 起重机出口占比持续提升，成为重要增长极.....	12
图表 30: 挖机月度出口销量连续超 5 年同比正增长.....	12
图表 31: 海外市场成为国内挖机厂商主要增长点.....	12
图表 32: “一带一路”对外承包工程新签订单维持高位（单位：亿美元）.....	13
图表 33: 公司与海外客户签约仪式.....	13
图表 34: 公司 ZAT8000H 全面起重机批量交付海外.....	13
图表 35: 公司海外收入 20-22 年 GAGR 达 61.5%.....	14
图表 36: 公司出海外业务占比迅速提升，22 年达 31.6%.....	14
图表 37: 公司挖掘机海外市占率仅 0.3%.....	14
图表 38: 公司起重机海外市占率远低于国内.....	14
图表 39: 中国高机人均保有量较低（台/万人）.....	15
图表 40: 近几年中国高机销量呈现稳步上升趋势.....	15
图表 41: 我国高空作业平台销量稳定增长.....	15
图表 42: 2027 年中国新增高空作业平台市场规模达 269.3 亿元.....	15
图表 43: 20-22 年高机营收保持高增长.....	16
图表 44: 20-22 年高机净利润保持高增长.....	16
图表 45: 公司高空作业平台国内市占率从 20 年 3.6%提升至 22 年的 18.6%.....	16
图表 46: 公司高空作业平台海外市占率仅为 2.1%.....	16
图表 47: 公司率先以 AI 打造智慧农业.....	17

图表 48: 公司智慧农业助力春耕	17
图表 49: 21 年农机 HC 排放占比近一半 (非道路排放源)	17
图表 50: 21 年农机 PM 排放占比排名第一 (非道路排放源)	17
图表 51: 公司在全国农机厂商中产品链最全	18
图表 52: 公司营业收入拆分及预测	19
图表 53: 可比公司估值	19

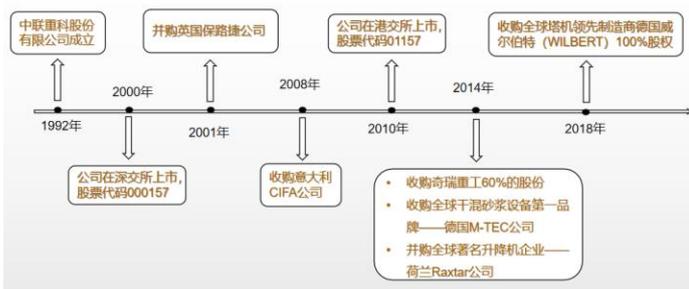
1. 工程机械巨头，盈利能力有望迎来拐点

1.1 公司产品系列丰富，产品远销多个国家

深耕行业 30 载，工程机械巨头全球化布局顺利。1992 年公司正式成立，2000 年在深交所上市，2010 年在港交所上市，成为业内首家 A+H 股上市的公司。截至目前，公司先后并购英国保路捷公司、意大利 CIFA 公司等，产品远销全球 100 余个国家和地区。

公司工程机械产品品类丰富，覆盖多个领域。公司核心产品为起重机、混凝土机械、挖掘机械，此外，公司积极布局高空作业平台、农业机械等多个领域，产品涵盖 18 大类别，累计具有 660 个品种。

图表1：公司发展历程悠久



图表2：公司产品结构丰富



来源：公司官网，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

1.2 受工程机械周期影响，公司营收规模呈现波动

作为工程机械头部企业，公司营收、归母净利润受行业周期影响较大。近两年受工程机械下行周期影响，公司收入有所下滑，随着新一轮工程机械周期开启，公司收入、业绩有望再次进入上行期。

- 08-12 年：受益于在城镇化进程中地产和基建投资增加，各类工程机械产品需求旺盛，公司业务规模迅速增长，营收、归母净利润分别从 08 年 135.5、15.7 亿元提升至 12 年 480.7、73.3 亿元，期间 CAGR 分别达到 37.2%、47.0%。
- 13-16 年：政策刺激使得需求提前释放，行业进入去库存周期，新机销量持续回落，设备利用率和销量均进入下行期；此外，基建、房地产投资降温，公司收入、净利润进入下行期，期间公司营收、归母净利润分别从 385.4、38.4 亿元下降至 200.2、-9.34 亿元。
- 17-21 年：受基建投资、国家加强保护政策力度、设备更新升级、人工替代、出口增长等多重因素驱动，工程机械板块高速成长，公司营收、归母净利润分别从 232.7、13.3 亿元提升至 671.3、62.7 亿元，期间 CAGR 分别为 30.3%、47.3%。
- 22 年至今：宏观经济增速放缓，基建投资乏力影响下游需求近两年公司营收、利润再次承压。1Q23 公司实现营业收入 104.26 亿元（同比+4.1%），归母净利润 8.1 亿元（同比-10.6%）。根据挖机等工程机械产品更换周期 7-8 年，随着新一轮工程机械周期开启，行业需求将再次回暖。

图表3: 2017-2021 年营业收入稳步回升



图表4: 2017-2021 年归母净利润稳步回升



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

1.3 费率管控良好, 成本下行、出口顺利, 盈利能力有望进入上行期

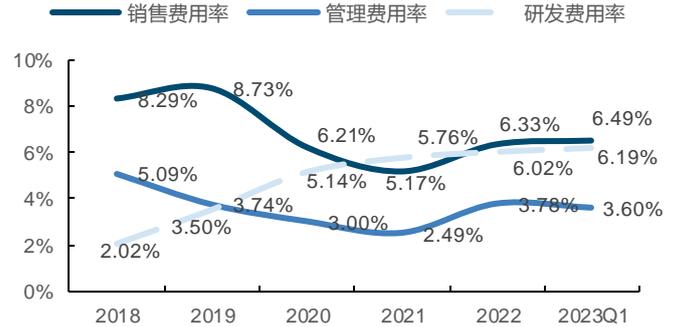
盈利端: 受行业周期、原材料价格波动影响, 近几年公司毛利率和净利率处于小幅波动状态。19-22 年, 随钢材等原材料价格增长和工程机械行业下游需求减少, 公司毛利率略有下滑。但随着行业需求逐渐回暖以及原材料价格下跌, 1Q23 毛利率提升至 26.39%。

费用端: 公司费用率维持稳定, 2020-2022 年的期间费用率分别为 14.6%/13.5%/15.5%, 维持稳定。随着行业进入上行周期, 收入规模不断提升, 公司整体费用率有望持续压缩。

图表5: 1Q23 公司毛利率、净利率小幅提升



图表6: 20-22 年公司费用率维持稳定



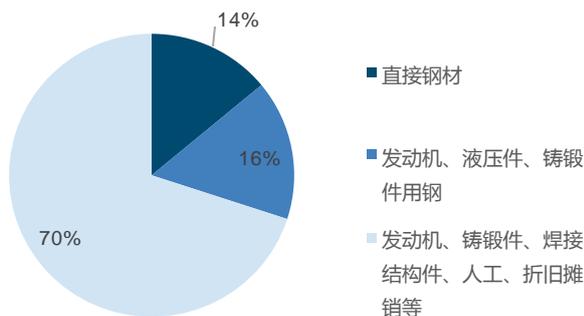
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

成本压缩、海外收入占比提升, 看好公司毛利率持续提升。

■ **成本端:** 钢材价格对工程机械毛利率存在明显的影响。根据中商产业研究院数据, 钢材是工程机械的主要原材料之一, 约占工程机械成本的 30%。同时, 我们通过对中联重科、三一重工等 5 家大型工程机械企业毛利率分析, 2020 年初至 2022 年末, 工程机械行业毛利率与钢材价格存在较强的负相关性。

图表7: 钢材约占工程机械成本的 30%



图表8: 工程机械行业毛利率与钢材价格存在一定负相关



来源: 中商情报网, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所 注: 平均毛利率选取中联重科、三一重工、柳工、徐工、山河智能季度毛利率取平均值

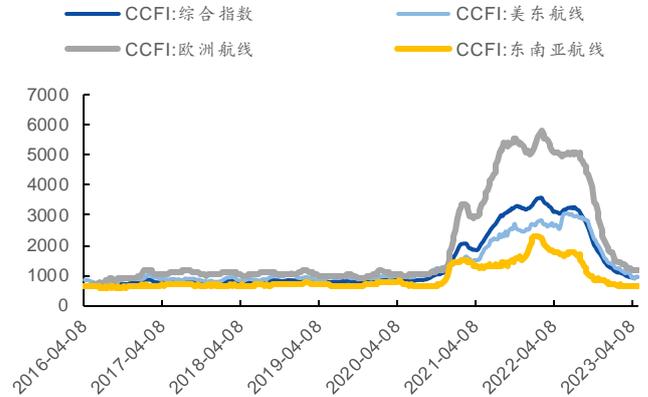
钢材、海运价格呈下行趋势，成本端压力缩小。2020-1H2022，由于疫情、俄乌战争影响，钢材价格持续维持高位，随着 22 年下半年不利因素影响减弱，价格开始下行，考虑到目前库存处于历史高位，23 年价格继续下行压力较大。同时海运价格基本恢复到疫情前水平，铁矿石海运成本降低，原材料压力将进一步缓解，盈利能力有望恢复。

图表9：库存历史高位，钢材价格中枢下移



来源：Wind，国金证券研究所

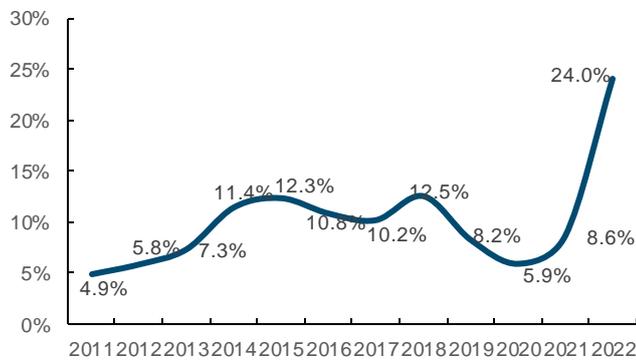
图表10：海运价格回归正常



来源：Wind，国金证券研究所

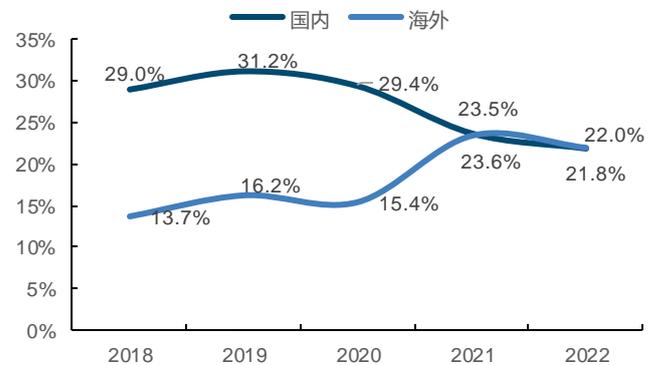
- 收入结构：海外收入占比提升有望带动整体盈利能力上升。公司 2022 年海外收入占比大幅提升，达到 24%。2018 年以来，随着海外市场收入规模不断提升，规模效应愈发明显，海外收入毛利率稳步提升，并在 21 年超过国内市场；此外，海外市场竞争格局相对较好，未来海外市场毛利率水平有望进一步提升，国产工程机械设备出口顺利，随着公司海外收入占比提升，整体毛利率水平有望持续优化。

图表11：2022 年海外收入占比大幅提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表12：22 年海外市场毛利率超过国内市场

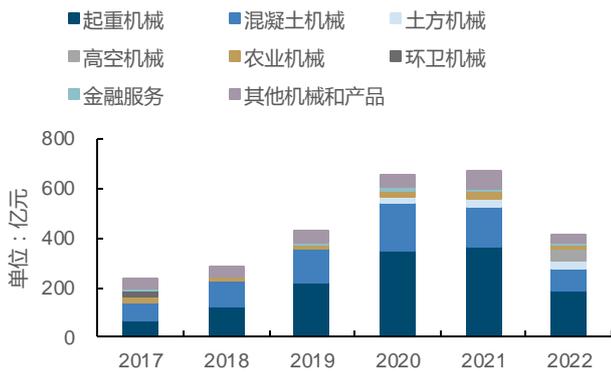


来源：Wind，国金证券研究所

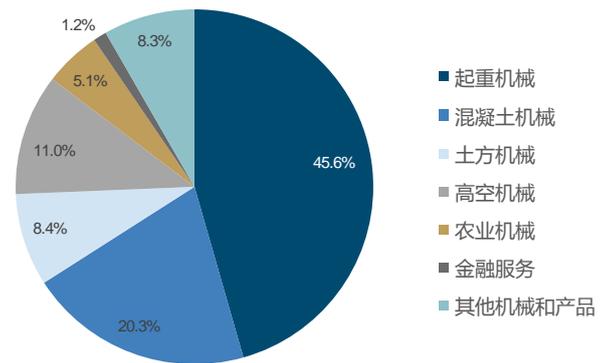
1.4 核心产品竞争优势强，起重机、混凝土机械盈利能力超可比公司

起重机械和混凝土机械贡献主要收入来源，且盈利能力强。根据公告，2022 年公司起重机械和混凝土机械的营业收入分别为 189.79、84.6 亿元，合计贡献占比超 65%。从盈利能力来看，公司在起重机、混凝土机两大细分领域竞争力强，毛利率水平常年超过竞争对手。

图表13: 22年起重机械和混凝土机械营收超过250亿



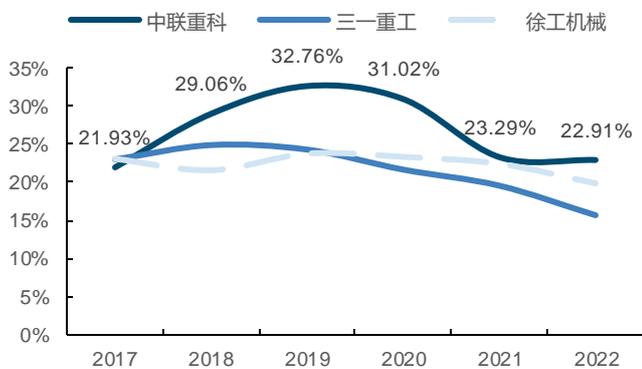
图表14: 22年起重机械和混凝土机械营收占比66%



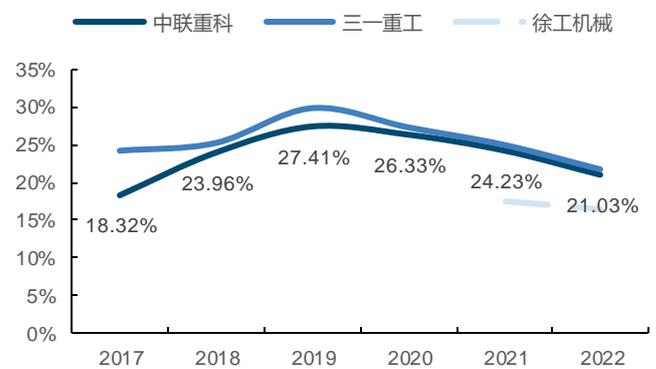
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表15: 公司起重机械毛利率长期高于可比公司



图表16: 公司混凝土机械毛利率超过20%



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

2. 国内：工程机械行业进入筑底阶段

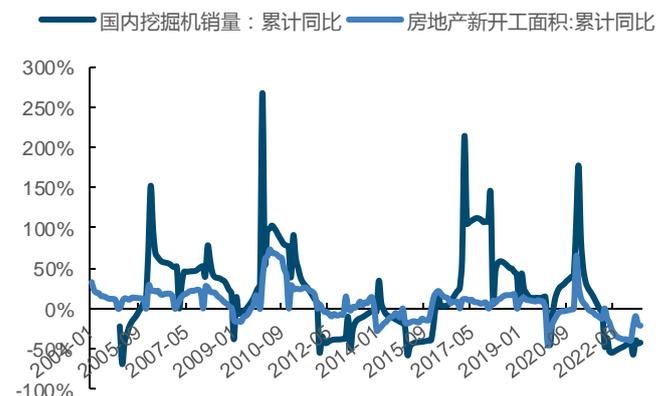
2.1 宏观：房地产降幅或将收窄，基建投资有望进一步复苏

基建投资、房地产景气度与国内挖机销量具有较强相关性。1) 基建投资：基建投资传导到开工需要 2-3 年，在 2016 年之前国内挖机销量与基建投资存在一年的滞后期，但 16 年后，挖机的更换需求高增使得两项指标的相关性出现背离，22 年以来房地产处于下行周期，随着基建投资筑底回升后，有望刺激新一轮挖机新增需求；2) 房地产新开工面积：挖机主要应用在地产开工领域，因此房地产开工情况能高频反应挖机需求。

图表17: 国内挖机销量增速与基建投资存在一年滞后期



图表18: 挖机销量与房地产新开工面积存在较高相关性



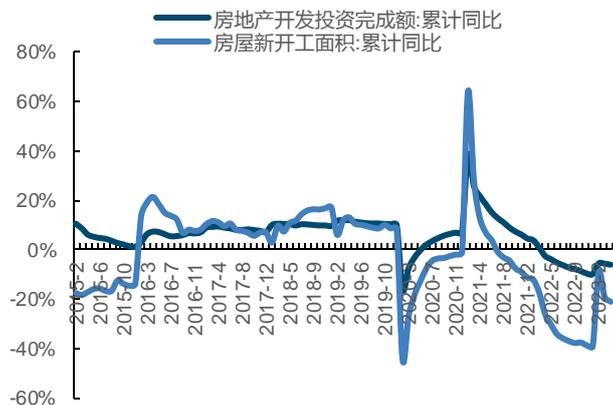
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

房地产：自 2021 年以来，房地产开发行业进入持续下行期，21 年 8 月开始迎来了为期 20 个月的负增长期。2023 年以来，中央、部委、地方三方都在对房地产政策持续松绑，1Q23 数据降幅略有收窄，预计随着松绑政策的增加与落地，房地产下行幅度有望相对 2022 年收窄。

基建：2022 年专项债发行力度加大，累计达 4 万亿元，因为 2022 年疫情扰动导致开工率不高，部分基建项目延至 2023 年开工，叠加经济逆周期调控或将进一步推进，随着基建投资落地后，工程机械行业有望进入复苏阶段。

图表19：中国房地产投资金额



图表20：基建投资有望触底反弹

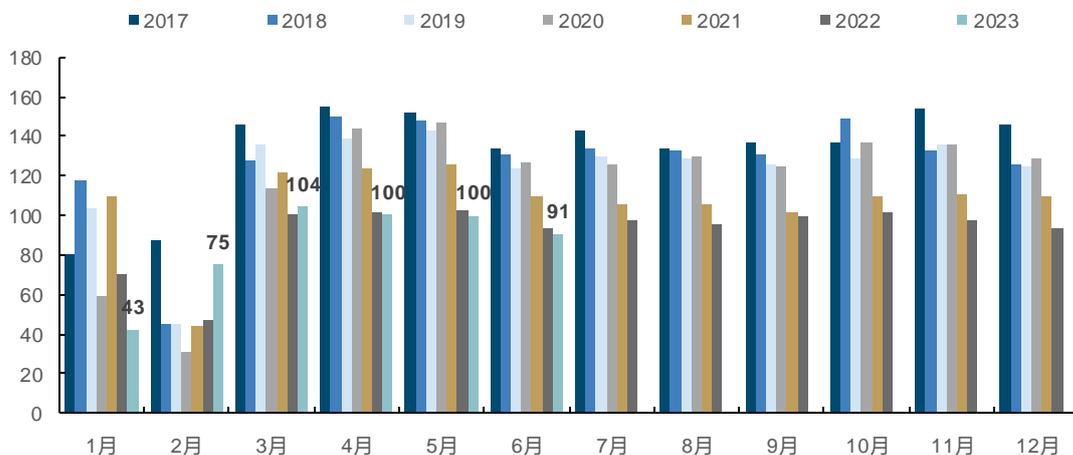


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

中国地区小松开工数据仍处低位，静待行业景气度转暖。根据小松官网数据，23 年 6 月小松挖掘机开工小时数为 90.8 小时，同比下降 3.1%，环比下降 9.29%。从下游景气度来看，国内市场仍处于筑底阶段。

图表21：中国地区小松挖掘机开工小时数仍处低位（小时/月）



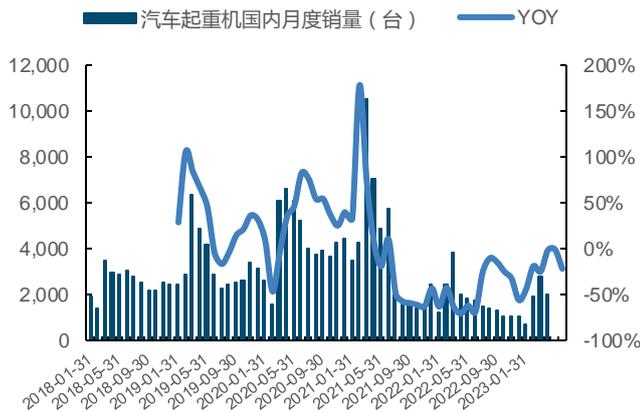
来源：Wind，国金证券研究所

2.2 产品：起重机领域拐点或已到，搅拌车、挖机行业正处筑底阶段

■ 起重机：行业冰点已过，23M6 起重机中国市场销量同比翻正

根据中国工程机械协会数据，23 年 6 月国内起重机的月度销量达到 3758 台，同比+0.5%，连续四个月实现正增长；此外，从细分品类来看，随车起重机销量连续四个月实现高速增长，起重机行业有望迎来工程机械领域率先复苏。

图表22: 23M6 汽车起重机月度同比降幅收窄



图表23: 23M3-M6 随车起重机同比恢复高增长



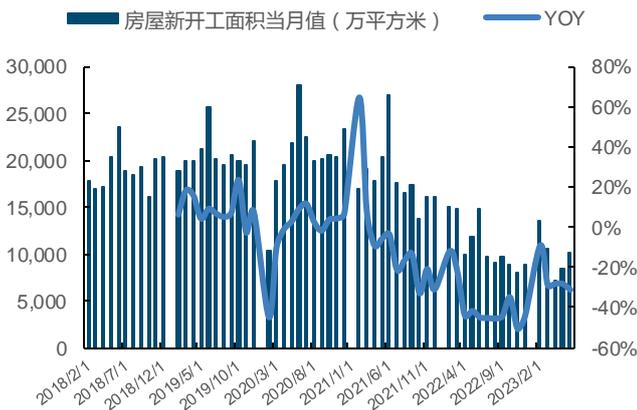
来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所 注: 数据截止于 23.06

来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所 注: 数据截止于 23.06

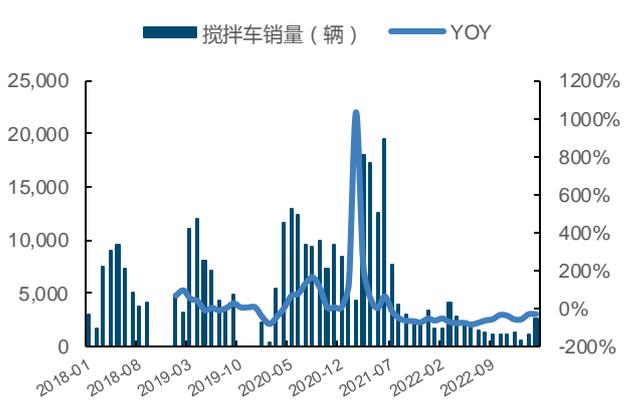
■ **混凝土机械: 混凝土机械仍处于筑底阶段, 地产宽松政策持续加码有望推动复苏**

混凝土机械尚处于销量下行周期, 但降幅持续收窄。根据 Auto Thinker 数据, 23 年 1-3 月中国混凝土搅拌车单月销量 576/1108/2604 台, 同比-63%/-36%/-36%, 降幅有所收窄, 受房地产行业低迷影响, 当前仍处于下行周期。

图表24: 2021 年以来房地产行业持续低迷



图表25: 搅拌车国内销量仍处于下行周期



来源: Wind, 国金证券研究所

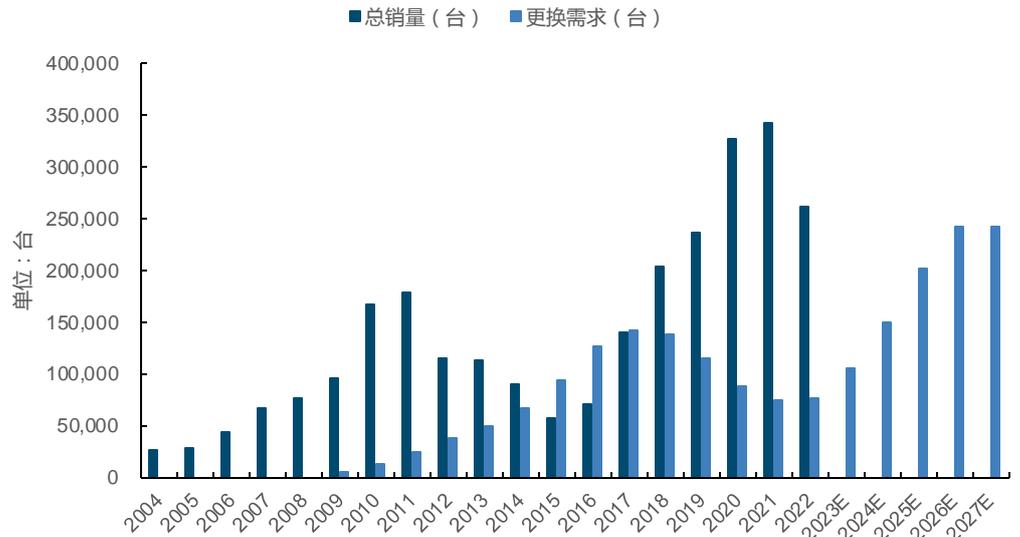
来源: Auto Thinker, 国金证券研究所

■ **挖机: 复盘历史挖掘机销量数据, 预计新一轮挖机上行周期有望在 23-24 年开启**

- 1) 2005-2008 年: 国家“十一五”进一步推进城镇化建设, 基建、铁路进入投资周期, 城市公共交通、水利等投资年均增长 30%左右。2009-2011 年, 四万亿投资政策驱动, 基建和房地产投资扩张, 挖掘机销量开始从 2008 年经济危机中走出, 开始维持 23 个月正增长。
- 2) 2012-2016 年: 刺激政策提前释放了下游需求, 同时带来了产能的过度扩张和信用扩张, 行业进入库存出清阶段。
- 3) 2016-2021 年: 行业竞争加剧, 盲目入行产能出清, 叠加宏观复苏和产品更换周期到达, 进入新一轮增长期。
- 4) 2021 年 5 月至今: 宏观增速放缓、房地产、基建等下游需求相对低迷, 行业连续 14 个月负增长。
- 5) 2023-2025 年: 23-24 年将进入上一轮新增挖掘机的更换周期, 行业复苏渐行渐近。

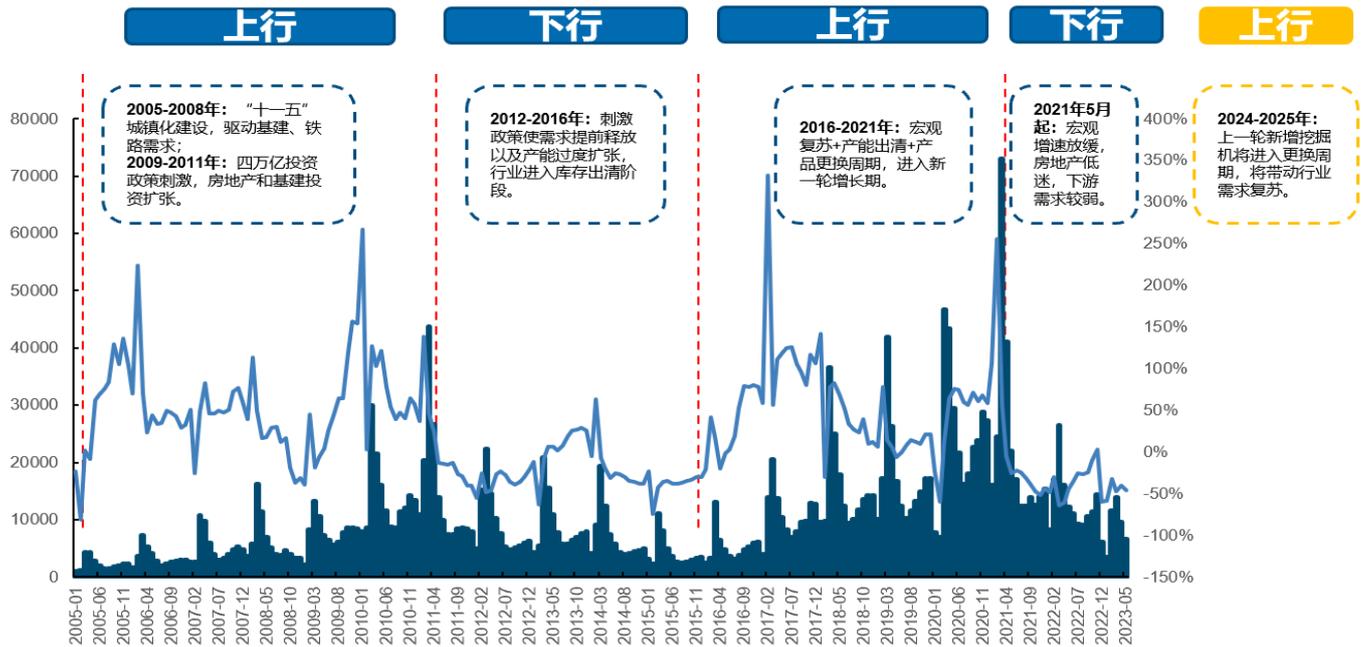
测算逻辑: 工程机械工况复杂、磨损大, 挖机的更换周期为 5-8 年, 假设挖机寿命为 8 年, 第 5 年开始更换, 第五到第八年的更换比例为 20%/30%/30%/20%, 并进行加权计算测算出 23-25 年挖机的更换需求为 10.5/14.9/20.3 万台, 进入新一轮更换周期。

图表26：2024年进入挖机新一轮更换周期



来源：Wind，国金证券研究所

图表27：挖掘机销量与经济周期相关性较大，预计24-25年开始新一轮上行



来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所 注：纵坐标左轴挖掘机月度销量、右轴为挖掘机月度销量同比增速

3. 海外：工程机械出口持续高增长，海外市场打开第二成长曲线

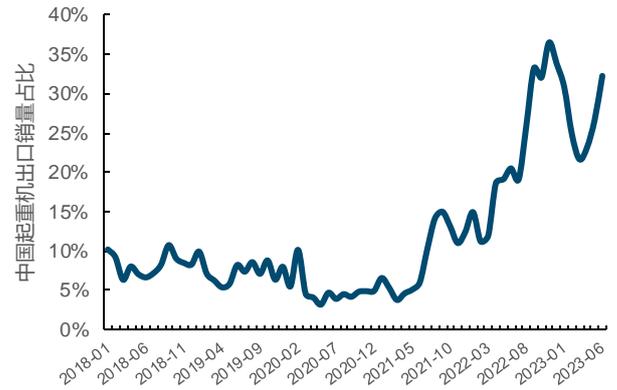
3.1 国产品牌竞争力提升，多类工程机械产品出口顺利

起重机：顺工程机械出口东风，起重机出口持续高增长。2021年1月开始，得益于国内产业链供应能力韧性及国产品牌在海外长期铺垫，起重机出口连续保持30个月同比正增长，月度出口数量屡破新高，从21年4月的522台增长至23年6月的1446台，出口占比从2021年4月3.7%增长至2023年6月的32.3%。

图表28: 起重机出口保持高增速



图表29: 起重机出口占比持续提升, 成为重要增长极

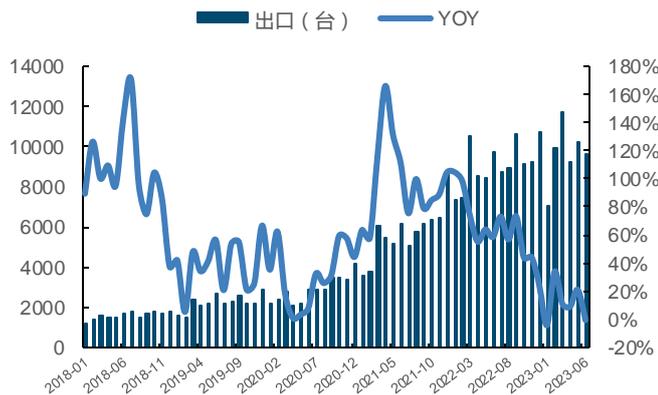


来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所

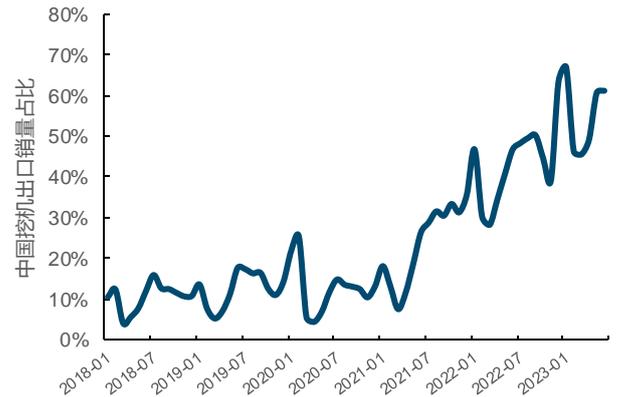
来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所

挖机: 国内挖机企业海外铺设较早, 连续多年同比正增长, 出口占比持续提升。经过多年发展我国国产挖掘机不仅持续推动国内市场国产替代, 同时由于性价比、产品质量优势, 开始在海外打开市场, 挖机月度出口销量高速增长, 挖机出口占比从18年1月10.6%提升至23年6月61.3%。

图表30: 挖机月度出口销量连续超5年同比正增长



图表31: 海外市场成为国内挖机厂商主要增长点



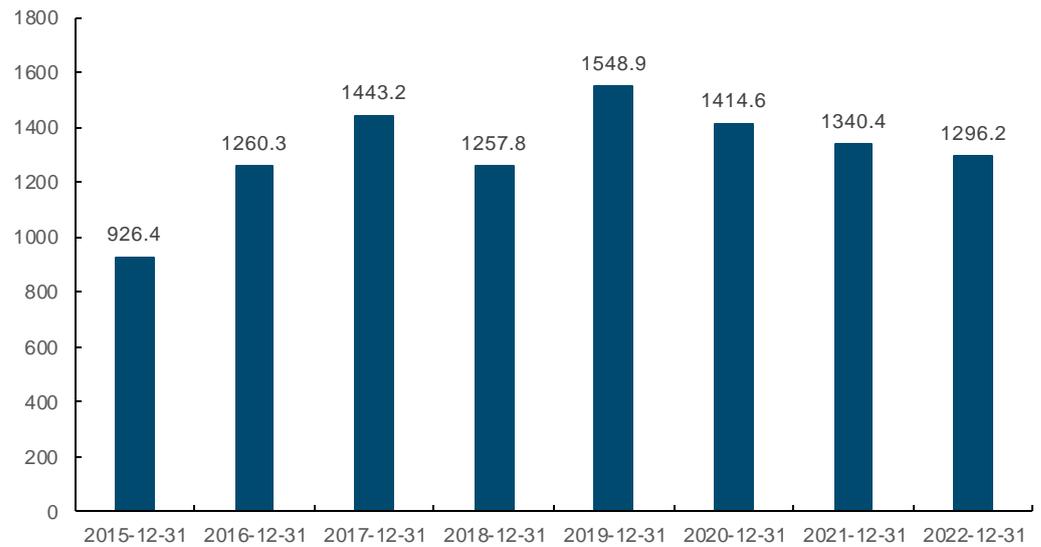
来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所

来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所

3.2 “一带一路”国家出口景气度高, 公司积极布局海外

“一带一路”对外承包工程新签订单景气度高, 工程机械在“一带一路”国家出口顺利。根据IFIND数据, 19-22年中国企业在“一带一路”沿线的国家新签对外工程订单始终处于千亿美元以上。中国工程机械类在“一带一路”国家出口顺利。

图表32：“一带一路”对外承包工程新签订单维持高位（单位：亿美元）



来源：iFind，国金证券研究所

公司“两纵两横”全球布局，发力“一带一路”国家。公司海外业务已覆盖全球 100 余个国家和地区，以“两横两纵”的大格局指导海外布局：从英、法、德到俄罗斯贯穿欧亚大陆和从中东、中亚、印度到东南亚贯穿亚洲新兴市场为两横，从北美到巴西、智利贯穿南北美洲和从北非到南非贯穿非洲大陆为两纵。

图表33：公司与海外客户签约仪式



图表34：公司 ZAT8000H 全面起重机批量交付海外



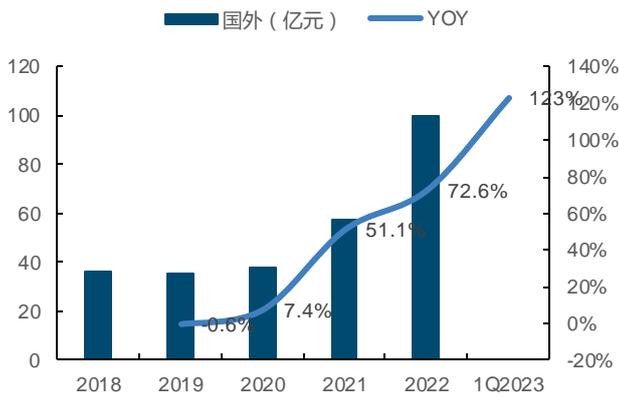
来源：公司官网，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

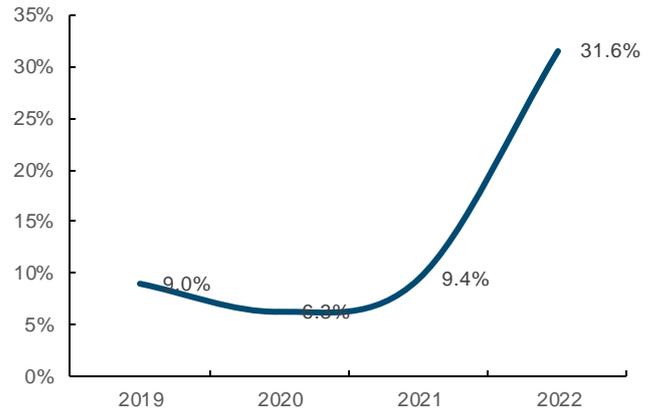
3.3 海外市场迅速发展，远期仍具有较大成长空间

全球化布局进入收获期，海外收入高速增长。得益于公司“两纵两横”全球化布局，积极发力“一带一路”国家，海外收入实现高速增长，从 20 年 38.3 亿元提升至 22 年 99.9 亿元，期间 GAGR 达 61.5%，海外业务占比从 6.3% 提升至 31.6%。1Q23 海外收入同比+123%，保持高增长，随着公司产品在海外认可度不断提升，海外收入有望持续提升。

图表35: 公司海外收入 20-22 年 GAGR 达 61.5%



图表36: 公司出海外业务占比迅速提升, 22 年达 31.6%

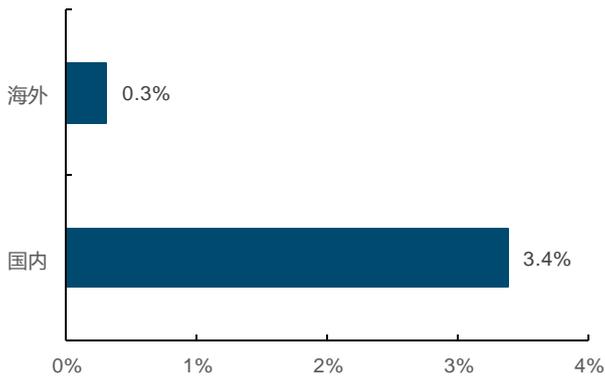


来源: Wind, 国金证券研究所

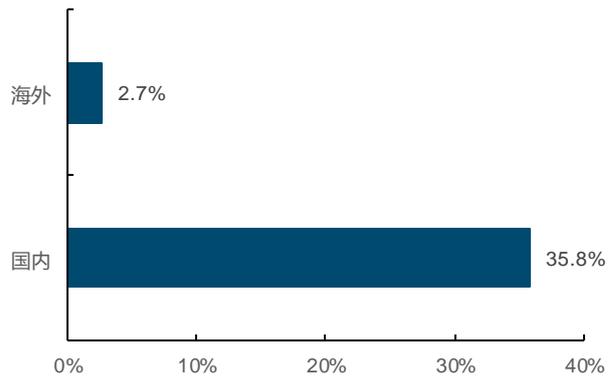
来源: Wind, 国金证券研究所

公司海外市占率相对较低, 海外市场远期仍具备高成长性。1) 挖掘机: 根据 TBR 数据测算, 2022 年海外/国内挖掘机市场规模为 790/3200 亿元左右, 其中公司国内/海外市占率为 3.4%/0.3%; 2) 起重机: 根据 Mordor 数据测算, 2022 年国内/海外起重机市场规模分别为 400/1700 亿元左右, 其中公司国内/海外市占率为 35.8%/2.7%。相对国内来说, 公司在挖掘机、起重机海外市场份额仍有较大提升潜力。

图表37: 公司挖掘机海外市占率仅 0.3%



图表38: 公司起重机海外市占率远低于国内



来源: The business research, 公司公告, 中国工程机械协会, 国金证券研究所

来源: Mordor intelligence, 公司公告, 中国工程机械协会, 国金证券研究所

注: 市占率通过销售规模估算

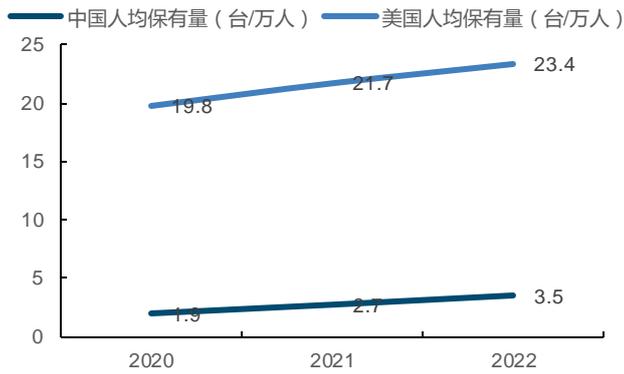
注: 市占率通过销售规模估算

4. 高空作业、农机业务蓄势待发, 产品多元化

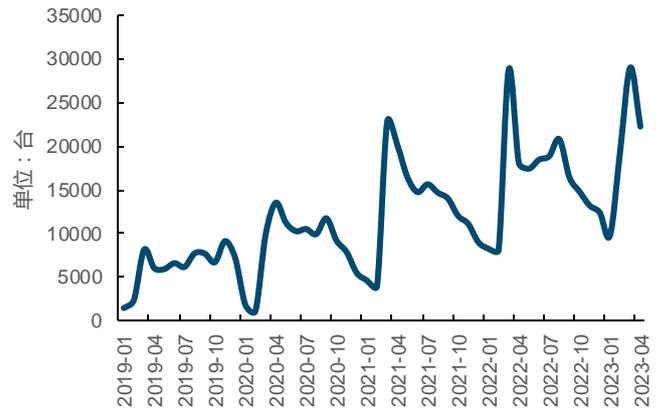
4.1 高空作业平台市场扩张, 高机业务有望成为新增长点

高机行业渗透率低, 远期成长空间足。升降工作平台销量由 2019 年 1 月的 1578 台提升至 2023 年 4 月的 22255 台, 销量显著增长, 但从保有量水平上看, 我国高机人均保有量 2022 年仅为 3.5 台/万人, 远低于 2022 年美国 23.4 台/万人。高空作业平台的目前渗透率较低, 潜在成长空间大。

图表39：中国高机人均保有量较低（台/万人）



图表40：近几年中国高机销量呈现稳步上升趋势



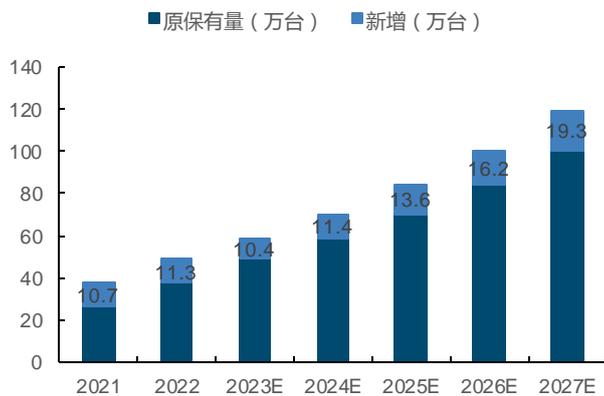
来源：国家统计局，华经产业研究院，IPAF，Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

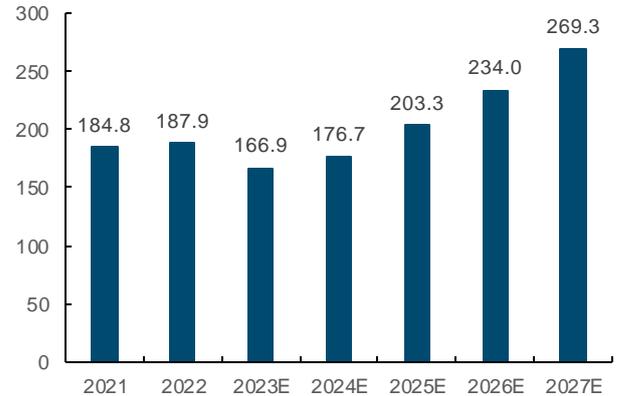
注：美国22年保有量为预测数据

我国高空作业机械市场规模2027年将达269.3亿元。如上文所述，我国高机渗透率目前低于欧美地区，同时高机凭借作业安全性、操作便捷性、环保经济性等应用场景不断拓展，根据弗若斯特沙利文预测，2027年我国高空作业平台保有量/新增市场规模将达119.5万台/269.3亿元。

图表41：我国高空作业平台销量稳定增长



图表42：2027年中国新增高空作业平台市场规模达269.3亿元

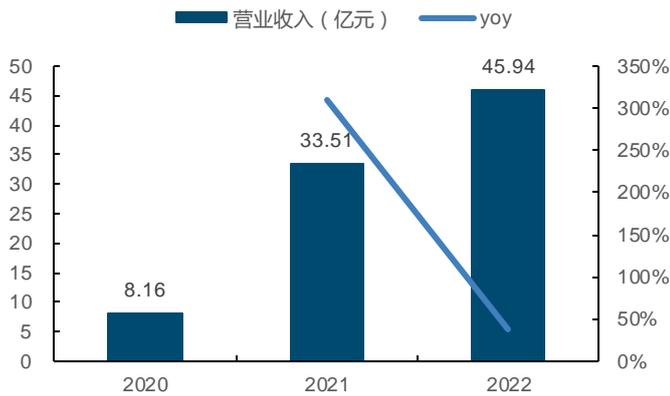


来源：中国工程机械工业协会，弗若斯特沙利文，国金证券研究所

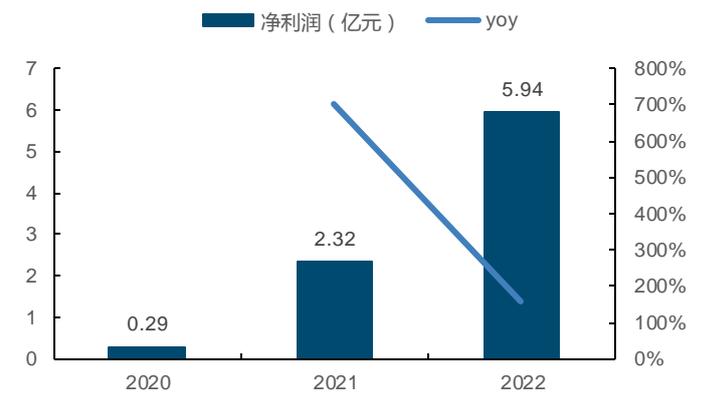
来源：中国工程机械工业协会，高空机械工程，国金证券研究所

近几年中联高机营收、净利高速增长，产品远销多个国家。20-22年营收、归母净利润分别从8.16、0.29亿元提升至45.94、5.94亿元，保持高增长。高机海外销售已覆盖五大洲58个国家和地区，产品相继进入欧洲18国、美国、加拿大、澳大利亚等高端市场。

图表43: 20-22年高机营收保持高增长



图表44: 20-22年高机净利润保持高增长

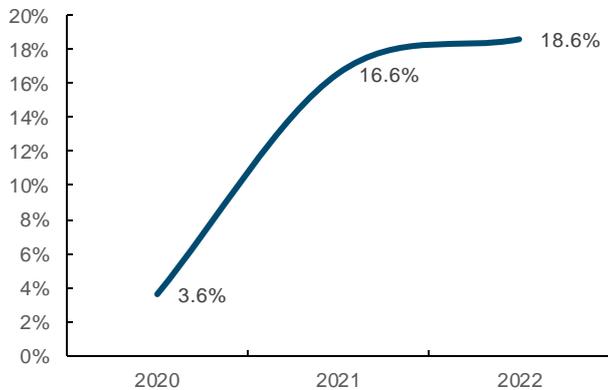


来源: 公司公告, 国金证券研究所

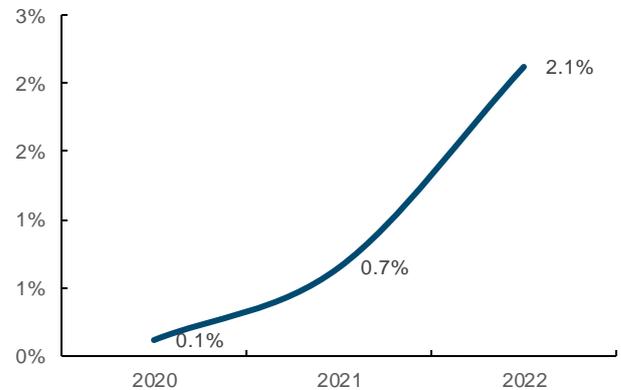
来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 20和21年数据为未审计数据)

2022年公司高空作业平台国内市占率达18.6%，海外仍有较大发力空间。1) 国内: 根据弗若斯特沙利文数据计算, 20-22年我国高空作业平台市场规模为213.3、184.8、187.9亿元, 公司国内市场份额分别为3.6%、16.6%、18.6%, 近年来呈现快速增长趋势。2) 海外: 根据CHM数据测算, 2020-22年中联海外市占率仅为0.1%、0.7%、2.1%, 海外市场扩张空间仍较大, 预计高机产品有望依靠公司海外销售网点及品牌建设, 随着挖掘机、起重机等产品一同加速出口, 持续提升海外市场份额。

图表45: 公司高空作业平台国内市占率从20年3.6%提升至22年的18.6%



图表46: 公司高空作业平台海外市占率仅为2.1%



来源: 中国工程机械工业协会, 弗若斯特沙利文, 公司公告, 国金证券研究所 注: 高机业务海外收入未披露, 高机海外部分收入通过整体海外收入占比计算得出

来源: CHM, 中国工程机械工业协会, 弗若斯特沙利文, 公司公告, 国金证券研究所 注: 高机业务海外收入未披露, 高机海外部分收入通过整体海外收入占比计算得出

拟分拆中联高机, 进一步做大做强。2023年2月公司公告了《分拆中联高机重组上市的预案》, 拟通过将中联高机注入控股公司路畅科技实现独立上市, 一方面能提高中联高机公司治理水平, 另一方面有利于其与资本市场直接对接, 未来随着中联高机的上市和高机市场的扩张, 公司在高机板块收入规模有望进一步提升。

4.2 农机产业加速转型, 持续引领行业技术方向

公司率先进行“AI+农机”建设, 持续推进智慧农业板块发展。公司智慧农业在AI农机和智能系统方面发力: 1) AI农机: 21年开始, 公司陆续发布AI小麦收获机、AI水稻收获、马力AI拖拉机、有序AI抛秧机, 自主研发并首次发布农机AI控制器、收割测产智能终端等产品, 引领中国农业机械迈入人工智能时代。2) 智能农业系统: 22年公司打造了水稻种植技术的智能决策系统核心技术路线, 初步形成“1+3”产品体系, 在湖南省环洞庭区域进行智慧农业数字化技术服务推广, 智慧芜湖大米示范基地扩增至100个, 总面积达15万亩。

图表47: 公司率先以AI打造智慧农业

类别	产品
农机	AI 拖拉机
	AI 抛秧机
	AI 小麦收获机
	AI 水稻收获机
AI 零部件/终端	农机 AI 控制器
	收割测产智能终端

来源: 公司年报, 国金证券研究所

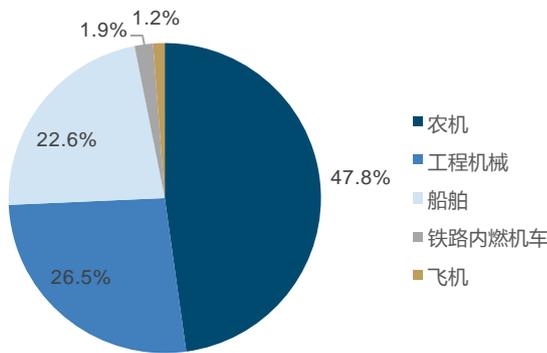
图表48: 公司智慧农业助力春耕



来源: 公司官网, 国金证券研究所

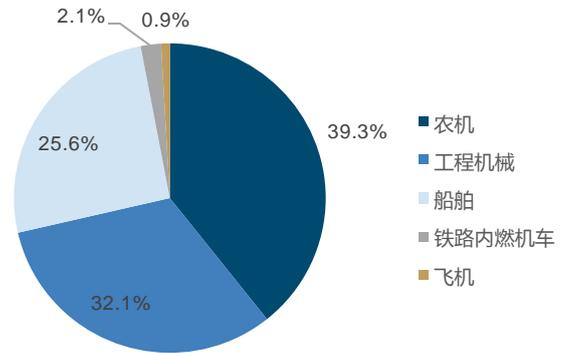
非道路移动源排放中农机排放占比最高, 控排放压力较大。根据《中国移动源环境管理年报(2022)》数据显示, 2021年农业机械HC、NO_x、PM排放占非道路移动源中比例分别47.8%、34.9%、39.3%, 是主要的非道路污染排放源。

图表49: 21年农机HC排放占比近一半(非道路排放源)



来源: 《中国移动源环境管理年报》, 国金证券研究所

图表50: 21年农机PM排放占比排名第一(非道路排放源)



来源: 《中国移动源环境管理年报》, 国金证券研究所

“国三”切“国四”更加考验体系化配套能力, 或将为大型农机厂商带来新机会。根据《非道路柴油移动机械污染物排放控制技术要求》, 2022年12月1日起, 禁止生产、进口和销售不符合国四标准要求的560kW以下(含560kW)非道路柴油移动机械及柴油机。进入“国四”时代, 国内农机行业也将加速洗牌, 生产企业的资质和门槛进一步提高, 作为全国产品链最全的农机装备制造制造商, 公司农机产品已经全系升级“国四”, 可靠性强、性能及适用性较好, 有望依靠体系化配套能力获得更多份额。

图表51：公司在全国农机厂商中产品链最全

类别	机械名称	排放标准
耕整机械	轮式拖拉机	国四
	小麦收获机	国四
收获机械	玉米收获机	国四
	水稻收获机	国四
	甘蔗收获机	国四
	抛秧机	国四
种植机械	育秧机	国四
	牵引式方捆打捆机	国四
秸秆处理机械	履带自走式方捆打捆机	国四
	牵引式圆捆打捆机	国四
粮食处理机械	批式循环谷物干燥机	国四

来源：公司官网，国金证券研究所

5.盈利预测与投资建议

我们预计 23-25 年公司的营业收入为 500.7/610.6/755.2 亿元，同比增长 20.3%/21.9%/23.7%；归母净利为 40.3/57.3/78.5 亿元，同比增长 74.6%/42.3%/37.0%，对应 EPS 为 0.46/0.66/0.90 元。

5.1 收入、毛利率预测：

1、起重机械：

- 收入：起重机械板块主要分为工程起重机和建筑起重机，下游与风电、基建、房地产等多个行业相关，相比其他工程机械，起重机产品与地产周期的相关性相对较低；根据中国工程机械协会数据，汽车起重机、履带起重机、塔机月度销售增速 23 年以来已逐步转正，成为工程机械中率先回暖的细分板块，预计 23-25 年起重机械收入为 207.1/246.4/300.7 亿元，同比+9.1%/19.0%/22.0%。
- 毛利率：公司起重机产品出口顺利，且随着销量进入上行周期，规模效应有望显现，我们预计 23-25 年起重机械板块毛利率为 28%/28%/30%。

2、混凝土机械：

- 收入：混凝土机械主要以混凝土泵车、搅拌运输车为主，与房地产、基建相关性较高，预计公司混凝土机械国内市场与去年持平，但得益于海外出口稳步增长，我们预计混凝土机械 23-25 年实现收入为 89.6/105.5/123.6 亿元，同比+5.9%/17.8%/17.2%。
- 毛利率：随着工程机械进入上行周期，混凝土机械板块毛利率有望回暖，预计 23-25 年混凝土机械毛利率为 25%/26%/26%。

3、土方机械：

- 收入：土方机械产品主要以挖掘机为主；与地产基建周期相关性较高，当前行业仍然处于下行周期中，预计 23 年公司土方机械在国内市场收入小幅下滑；公司挖掘机海外市场出口顺利，1Q23 海外市场增速达到 123%，其中土方机械增速突出，我们看公司土方机械在海外市场快速增长带动该业务的大幅提升，预计 23-25 年收入为 63.9/87.4/122.9 亿元，同比+81.9%/36.9%/122.9%。
- 毛利率：随着工程机械进入上行周期&海外收入占比提升，预计土方机械板块毛利率有望回暖，预计 23-25 年土方机械板块毛利率为 25.0%/25.5%/26.0%。

4、高空机械：

- 收入：公司高空机械业务过去几年高速增长，且出口顺利，我们预计 23-25 年有望机械保持高增长，预计 23-25 年高空机械业务有望实现 63.2/81.8/107.1 亿元，同比+37.4%/29.5%/31.0%。
- 毛利率：假设毛利率预计 22 年一致，预计 23-25 年毛利率维持在 20.8%。

图表52: 公司营业收入拆分及预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	287.0	433.1	651.1	671.3	416.3	500.7	610.6	755.2
yoy		50.9%	50.3%	3.1%	-38.0%	20.3%	21.9%	23.7%
毛利率	27.1%	30.0%	28.6%	23.6%	21.8%	25.7%	25.8%	26.6%
起重机械 (亿元)	124.7	221.5	349.0	364.9	189.8	207.1	246.4	300.7
yoy		77.6%	57.6%	4.6%	-48.0%	9.1%	19.0%	22.0%
毛利率	29.1%	32.8%	31.0%	23.3%	22.9%	28.0%	28.0%	30.0%
混凝土机械 (亿元)	101.7	139.0	189.8	163.8	84.6	89.6	105.5	123.6
yoy		36.8%	36.6%	-13.7%	-48.3%	5.9%	17.8%	17.2%
毛利率	24.0%	27.4%	26.3%	24.2%	21.0%	25.0%	26.0%	26.0%
土方机械 (亿元)			26.6	32.4	35.1	63.9	87.4	122.9
yoy				21.5%	8.5%	81.9%	36.9%	40.6%
毛利率			16.0%	18.9%	23.5%	25.0%	25.5%	26.0%
高空机械 (亿元)					46.0	63.2	81.8	107.1
yoy						37.4%	29.5%	31.0%
毛利率					20.8%	20.8%	20.8%	20.8%
农业机械 (亿元)	14.8	15.8	26.4	29.1	21.4	33.0	40.0	48.0
yoy		7.2%	67.0%	9.9%	-26.4%	54.3%	21.2%	20.0%
毛利率	6.9%	4.3%	16.8%	13.9%	4.4%	13.0%	14.0%	14.0%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

费用率预测: 随着公司海外业务顺利拓展、工程机械在 24-25 年进入新一轮上行周期, 我们预计公司的销售费率、管理费率、研发费率相比 22 年均有望实现压缩, 预计 23-25 年销售费率为 5.3%/5.2%/5.2%、管理费率为 2.8%/2.6%/2.66%、研发费率为 5.5%/5.0%/5.0%。

5.2 投资建议:

预计公司 2023-2025 年归母净利润为 40.4/56.5/78.7 亿元, 对应 PE 分别为 15/11/8 倍。我们选取三一重工、徐工机械、柳工作为可比公司。参考可比公司估值, 给予公司 2023 年 16 倍 PE, 合理估值为 646.9 亿元、对应股价 7.5 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

图表53: 可比公司估值

股票名称	股价 (元)	EPS					PE				
		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
三一重工	17.56	1.43	0.51	0.80	1.06	1.33	12.29	34.74	21.84	16.64	13.24
徐工机械	6.95	0.71	0.36	0.55	0.69	0.89	9.86	19.31	12.73	10.09	7.84
柳工	8.05	0.51	0.31	0.51	0.76	1.02	15.78	25.97	15.81	10.63	7.91
平均		0.88	0.39	0.62	0.83	1.08	12.64	26.67	16.79	12.46	9.66
中联重科	6.87	0.72	0.27	0.47	0.65	0.91	9.51	25.85	14.74	10.56	7.58

来源: Wind, 国金证券研究所 注: 数据截至日期为 2023.07.30, 可比公司盈利预测均采用 Wind 一致预期

6.风险提示

6.1 下游基建投资不及预期。工程机械产品与房地产等基建投资相关性较高, 若下游基建投资不及预期, 会对公司业绩产生不利影响。

6.2 海外市场竞争环境恶劣风险。公司近两年在海外市场增速较高, 海外市场面临政治风险、汇率风险, 若海外贸易环境恶化, 可能对公司业务产生不利影响。

6.3 原材料上涨风险。公司原材料为钢材等大宗商品, 若原材料大幅上涨, 可能影响公司盈利水平。

6.4 人民币汇率波动风险。公司海外收入占比近年来大幅提升, 若人民币汇率大幅波动, 可能影响公司业绩释放。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	65,109	67,131	41,631	50,072	61,056	75,521
增长率		3.1%	-38.0%	20.3%	21.9%	23.7%
主营业务成本	-46,493	-51,280	-32,543	-37,190	-45,279	-55,445
%销售收入	71.4%	76.4%	78.2%	74.3%	74.2%	73.4%
毛利	18,616	15,851	9,088	12,882	15,778	20,077
%销售收入	28.6%	23.6%	21.8%	25.7%	25.8%	26.6%
营业税金及附加	-424	-375	-289	-300	-366	-378
%销售收入	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%
销售费用	-4,046	-3,473	-2,635	-2,654	-3,175	-3,852
%销售收入	6.2%	5.2%	6.3%	5.3%	5.2%	5.1%
管理费用	-1,955	-1,673	-1,574	-1,402	-1,587	-1,888
%销售收入	3.0%	2.5%	3.8%	2.8%	2.6%	2.5%
研发费用	-3,345	-3,865	-2,507	-2,754	-3,053	-3,776
%销售收入	5.1%	5.8%	6.0%	5.5%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	8,846	6,464	2,082	5,772	7,596	10,183
%销售收入	13.6%	9.6%	5.0%	11.5%	12.4%	13.5%
财务费用	-181	-31	265	-192	-363	-366
%销售收入	0.3%	0.0%	-0.6%	0.4%	0.6%	0.5%
资产减值损失	-1,775	-749	-1,035	-1,064	-894	-912
公允价值变动收益	66	65	-11	20	20	20
投资收益	519	140	250	200	200	200
%税前利润	6.0%	1.9%	10.1%	4.1%	3.0%	2.2%
营业利润	8,537	7,231	2,386	4,737	6,559	9,125
营业利润率	13.1%	10.8%	5.7%	9.5%	10.7%	12.1%
营业外收支	115	93	84	90	90	90
税前利润	8,652	7,324	2,471	4,827	6,649	9,215
利润率	13.3%	10.9%	5.9%	9.6%	10.9%	12.2%
所得税	-1,297	-938	-86	-579	-798	-1,106
所得税率	15.0%	12.8%	3.5%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	7,355	6,386	2,385	4,247	5,851	8,110
少数股东损益	75	116	79	204	206	241
归属于母公司的净利润	7,281	6,270	2,306	4,043	5,645	7,869
净利率	11.2%	9.3%	5.5%	8.1%	9.2%	10.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	7,355	6,386	2,385	4,247	5,851	8,110
少数股东损益	75	116	79	204	206	241
非现金支出	2,684	1,755	2,196	2,200	2,125	2,236
非经营收益	-567	491	340	-332	556	525
营运资金变动	-2,050	-6,008	-2,497	-102	-2,148	-306
经营活动现金净流	7,422	2,625	2,425	6,013	6,384	10,565
资本开支	-613	-2,752	-1,441	-2,128	-1,713	-1,515
投资	933	-1,212	1,792	-1,180	-780	-580
其他	466	2,130	216	200	200	200
投资活动现金净流	785	-1,834	567	-3,108	-2,293	-1,895
股权募资	1,840	6,421	1,098	-1,085	-59	1,000
债权募资	-2,282	81	2,751	-3,539	1,483	-2,613
其他	-2,802	-4,081	-6,343	-2,741	-3,123	-3,983
筹资活动现金净流	-3,244	2,421	-2,494	-7,365	-1,700	-5,596
现金净流量	5,013	3,104	601	-4,459	2,391	3,074

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	12,483	15,167	15,499	10,943	13,263	16,286
应收款项	36,270	46,152	29,839	36,634	43,018	49,121
存货	14,652	13,501	14,203	15,650	19,612	23,499
其他流动资产	17,839	14,573	14,323	13,154	14,116	14,920
流动资产	81,245	89,393	73,862	76,382	90,010	103,826
%总资产	69.9%	73.3%	59.8%	60.0%	63.6%	66.7%
长期投资	19,101	13,814	25,186	25,186	25,186	25,186
固定资产	7,342	9,296	13,792	14,559	14,986	15,124
%总资产	6.3%	7.6%	11.2%	11.4%	10.6%	9.7%
无形资产	6,677	7,477	7,958	8,340	8,510	8,679
非流动资产	35,030	32,625	49,691	50,961	51,533	51,814
%总资产	30.1%	26.7%	40.2%	40.0%	36.4%	33.3%
资产总计	116,275	122,018	123,553	127,343	141,543	155,640
短期借款	3,228	11,206	11,191	13,871	16,354	13,741
应付款项	38,056	28,626	27,818	34,499	43,167	52,851
其他流动负债	5,664	9,840	9,382	9,743	10,328	11,445
流动负债	46,948	49,672	48,391	58,113	69,850	78,037
长期贷款	2,927	4,902	10,937	7,937	6,937	6,937
其他长期负债	18,513	9,147	7,249	3,074	3,003	2,952
负债	68,388	63,721	66,578	69,124	79,790	87,925
普通股股东权益	46,744	56,868	54,741	55,781	59,109	64,830
其中：股本	7,938	8,678	8,678	8,678	8,678	8,678
未分配利润	22,593	25,405	24,902	27,328	30,715	35,436
少数股东权益	1,143	1,429	2,234	2,438	2,644	2,885
负债股东权益合计	116,275	122,018	123,553	127,343	141,543	155,640

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.917	0.722	0.266	0.466	0.650	0.907
每股净资产	5.889	6.553	6.308	6.428	6.811	7.471
每股经营现金净流	0.935	0.302	0.279	0.693	0.736	1.217
每股股利	0.210	0.320	0.320	0.186	0.260	0.363
回报率						
净资产收益率	15.58%	11.03%	4.21%	7.25%	9.55%	12.14%
总资产收益率	6.26%	5.14%	1.87%	3.18%	3.99%	5.06%
投入资本收益率	11.07%	7.24%	2.51%	6.35%	7.86%	10.14%
增长率						
主营业务收入增长率	50.34%	3.11%	-37.98%	20.27%	21.94%	23.69%
EBIT 增长率	54.70%	-26.93%	-67.78%	177.17%	31.60%	34.06%
净利润增长率	66.55%	-13.88%	-63.22%	75.34%	39.60%	39.41%
总资产增长率	26.29%	4.94%	1.26%	3.07%	11.15%	9.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	162.9	205.9	311.0	250.0	240.0	220.0
存货周转天数	103.7	100.2	155.4	160.0	170.0	170.0
应付账款周转天数	90.1	101.0	155.8	160.0	170.0	170.0
固定资产周转天数	34.2	36.8	91.3	76.1	62.0	49.3
偿债能力						
净负债/股东权益	5.84%	-4.24%	4.64%	9.76%	6.55%	-3.24%
EBIT 利息保障倍数	48.9	207.1	-7.9	30.1	20.9	27.9
资产负债率	58.82%	52.22%	53.89%	54.28%	56.37%	56.49%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806