



## 定增助力行稳致远，破釜沉舟再谋发展

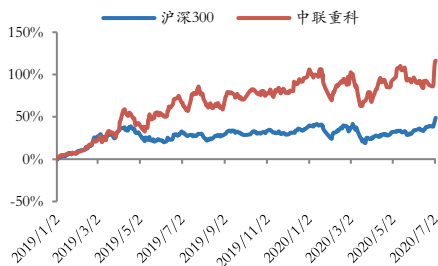
投资评级：买入（首次）

### 摘要：

2020年7月5日，公司发布定增预案，拟募集不超过66亿，投资于“挖机+搅拌车+关键零部件+关键液压元器件”这四个智能制造项目，同时补充流动资金。①从业务布局角度：最受市场关注的无疑是加码布局挖机，本文复盘了公司挖机业务历史沿革、并从工程机械行业挖机价值占比、全球龙头企业业务布局等角度分析，认为布局挖机业务是公司做大做强必经之路，且现在是最好也是最后的机会；②从引入战投角度：公司核心经营层参与此次认购，破釜沉舟再谋发展，利益一致，增强投资者信心；③从分红角度：公司上市以来，累计现金分红率34.58%，位居行业前列，未来三年股东回报规划，提出2020~2022个年度，公司利润分配按每10股不低于约3.2元进行现金分红，经营稳健，分红率高。总体而言，公司价值投资属性凸显，首次覆盖，给予“买入”评级。

报告日期：	2020-07-07
收盘价（元）	7.68
近12个月最高/最低（元）	7.68/5.21
总股本（百万股）	7895.4
流通股本（百万股）	6439.5
流通股比例（%）	81.56
总市值（亿元）	606
流通市值（亿元）	494

公司价格与沪深300走势比较



分析师：李疆

执业证书号：S0010520060005

电话：0551-65161835

邮箱：lijiang@hazq.com

### 主要观点：

**加码挖机业务，丰富产品品类，收入来源多样化。**对于主机厂来讲，收入增加有两种方式：要么提高已有产品的市占率，要么拓宽产品品类，中联重科现在已有产品（混凝土机械+起重机）市占率在不断提升，通过加码挖机开拓品类，两种方式双管齐下，公司未来收入来源更加多样化。①现阶段是布局挖机最好的机会。中联重科在土方机械底蕴深厚，最早可追溯到2008年，此次布局挖机板块，不是从0到1的过程，而是从1到n的过程，公司2020年1-6月份预计销量超过3000台，市占率超2%，全年销量有望达6000台，预计在2021年可实现盈亏平衡。对比前后两轮挖机行业的高潮期，其行业生态发生了本质性变化，国产品牌已然崛起。存量市场不会像增量市场那样，出现销量大幅度的波动，公司通过渠道+产品+生产成本优势，份额仍有望提升。②现阶段是布局挖机最后的机会。相比于起重机（一超两强）、混凝土机械行业（双寡头垄断）的格局，挖机目前CR3仅50%出头，龙头企业市占率仅25%，市场集中度还有提升空间，且最近几年，国产挖机认可度提升，市占率提升，外资品牌市占率不断下降，一旦挖机龙头市占率30%以上，再来布局挖机，争夺市场份额难度就加大了。

**搅拌车智能化升级，有助于提升产品竞争力，进而推动市占率进一步提升。**此次募投项目拟建设国际一流、国内领先的搅拌车智能制造产业基地，项目建成后年产搅拌车10000台，干混车450台。搅拌车是混凝土机械的分支，属于价值量占比仅次于泵车的品类，但由于其生产壁垒没有泵车高，市场参与者较多，格局较为分散，龙头企业也就20%左右的份额，而泵车龙头40%多份额，公司此次加码搅拌车智能化项目，有助于提升产品竞争力，未来市占率有望进一步提升。

**关键零部件及液压件项目,有利于延伸产业链至上游,提高零部件自制率,降本增效。**关键零部件项目建成后,将达到年产35万吨高强钢,7.5万套薄板件。高强钢、薄板件为公司轻量化产品的关键材料,也为公司生产的挖掘机、起重机、泵车、高空作业机械等产品中不可或缺的关键组成部分。关键液压件项目建成后,将形成约25万各类液压阀的生产能力,完成与中联泵车类、挖掘机系列及集团其它产品主机国产液压阀的配套工作。这两个项目是公司延伸产业链的战略布局,也是提高零部件自制率,降本增效的关键步骤。

**外部战投协同效应,内部战投提振信心,各有特色各司其职。**引入战投,不仅仅是引入资金,更是引入资源和机制。此次引入战略投资者,共四个,怀瑾基石、太平人寿、宁波实拓为外部战略投资者、海南诚一盛为内部战投(海南诚一盛成立于2020年5月25日,系公司部分核心经营管理人员为参与本次发行共同设立的有限合伙企业,无实际经营情况,第一大股东是詹纯新,上市公司董事长,持有股份24.5%),海南诚一盛认购10亿。此次引入战投,不仅仅是引入资金,更是引入资源和机制。一方面,引入外部战略投资者能进一步优化公司股东结构,提升公司治理水平,使经营决策更加合理、科学;另一方面,公司核心经营管理层作为战略投资者参与,将继续长期持有公司股份,增强一级、二级市场投资者信心,为公司在资本市场引入更多的资金资源。

### 投资建议

预计公司2020-2022年归母净利润分别为60.43、74.89、86.67亿元,同比增速为38.23%、23.94%、15.73%。对应PE分别为10、8和7倍。首次覆盖,给予“买入”评级。

### 风险提示

基建补短板不及预期、市场竞争加剧,产品毛利率下滑、新产品产能投放不及预期

### 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	43307.40	53073.16	61377.68	61517.29
收入同比(%)	50.92%	22.55%	15.65%	13.26%
归属母公司净利润	4371.46	6042.64	7489.19	8667.46
净利润同比(%)	116.42%	38.23%	23.94%	15.73%
毛利率(%)	30.00%	30.17%	30.56%	31.00%
ROE(%)	11.25%	13.46%	14.29%	14.19%
每股收益(元)	0.56	0.77	0.95	1.10
P/E	10.07	9.97	8.05	6.95
P/B	1.13	1.34	1.15	0.99
EV/EBITDA	9.02	8.50	5.85	4.28

资料来源:wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 核心观点 .....	6
1.1 从业务布局角度：整机、零部件多点开花，核心竞争力进一步增强 .....	6
1.2 从引入战投的角度：核心经营层参与认购，破釜沉舟再谋发展 .....	10
1.3 经营稳健、持续分红，上市以来累计分红率高达 34.58% .....	11
2 中联重科：底蕴深厚的工程机械巨头 .....	11
2.1 发展历程：始于 1992，国内工程机械龙头之一 .....	11
2.2 业务布局：起重机和混凝土机械贡献主要业绩 .....	13
2.2.1 起重机：工程起重机市占率提升+塔机受益装配式建筑 .....	14
2.2.2 混凝土机械：加大研发，推陈出新，引领市场 .....	16
2.2.3 土方机械：底蕴深厚，东山再起 .....	17
2.2.4 农业机械：战略调整，扭亏为盈 .....	17
2.2.5 高空作业机械：蓝海市场，闪耀之星 .....	18
2.3 经营业绩：业绩高增长，盈利能力回升 .....	19
2.4 市场布局：稳步推进国际化进程 .....	20
4 投资建议 .....	21
5 风险提示 .....	22
财务报表与盈利预测 .....	23

## 图表目录

图表 1 中联重科本次定增拟投资去向.....	6
图表 2 中联重科挖机业务发展历程.....	6
图表 3 2013-2019 年我国工程机械销售收入走势图.....	7
图表 4 2006-2019 年挖机占主要工程机械销量的比例.....	7
图表 5 2006-2019 年我国主要工程机械销量统计.....	7
图表 6 全球工程机械龙头企业产品布局图谱.....	8
图表 7 1999-2018 年内资与外资品牌占比趋势图.....	8
图表 8 2008-2020Q1 年挖机行业集中度变化趋势.....	8
图表 9 存量市场挖机需求拆分.....	9
图表 10 混凝土搅拌车销量及同比增速.....	9
图表 11 海南诚一盛（核心经营管理层持股平台）股权结构.....	10
图表 12 中联重科上市以来累计分红率位居行业前列.....	11
图表 13 中联重科上市以来现金分红总额及股利支付率.....	11
图表 14 中联重科发展历程.....	12
图表 15 中联重科股价复盘图.....	12
图表 16 中联重科股权结构（2020Q1）.....	13
图表 17 2019 年起重、混凝土机械收入占比合计超过 83%.....	13
图表 18 起重、混凝土机械收入占比回升至高位.....	13
图表 19 中联重科主要业务及产品拓展时间.....	14
图表 20 汽车起重机“一超二强”格局（2018）.....	15
图表 21 中联汽车起重机市占率近年来提升明显.....	15
图表 22 汽车起重机景气周期延续.....	15
图表 23 汽车起重机 4 月份止跌回正.....	15
图表 24 庞源租赁塔机吨米利用率仍处于较高水平.....	16
图表 25 全国装配式建筑占新建建筑比例不断提升.....	16
图表 26 装配式建筑相比于传统建筑优势众多.....	16
图表 27 中联混凝土泵车技术研发 4.0 代表系列.....	17
图表 28 中联重科挖机业务发展历程.....	17
图表 29 2019 年中联农业机械板块收入企稳.....	18
图表 30 对比美国成熟市场我国 AWP 保有量潜在规模约在 40-70 万台之间.....	18
图表 31 2015-2019 营收 CAGR 达 20%.....	19
图表 32 2015-2019 归母净利润 CAGR 达 169%.....	19
图表 33 毛利率净利率不断提升.....	19
图表 34 起重机、混凝土机械毛利率持续上升.....	19
图表 35 费用率下降明显，内控质量.....	19
图表 36 2019 年研发支出规模增长明显.....	19
图表 37 存货、应收账款周转率明显回升，经营效率好转.....	20
图表 38 经营性净现金流持续好转，回款良好.....	20
图表 39 中联重科海外业务发展历程.....	20
图表 40 海外收入占比提升空间大.....	21
图表 41 海外收入较为稳定.....	21

图表 42 中联重科分业务收入拆分 .....21

## 1 核心观点

### 1.1 从业务布局角度：整机、零部件多点开花，核心竞争力进一步增强

2020年7月5日，公司发布定增预案，拟募集不超过66亿，投资于“挖机+搅拌车+关键零部件+关键液压元器件”这四个智能制造项目，同时补充流动资金。

图表 1 中联重科本次定增拟投资去向

中联定增投资项目			
序号	项目名称	投资总额 (亿元)	拟投入募集资金金额 (亿元)
1	挖掘机械智能制造项目	30.83	24.00
2	搅拌车类产品智能制造升级项目	8.30	3.50
3	关键零部件智能制造项目	16.68	13.00
4	关键液压元器件(液压阀)智能制造项目	4.43	2.50
5	补充流动资金	23.00	23.00
合计		83.23	66.00

资料来源：公司公告，华安证券研究所

#### ※加码挖机板块，丰富产品品类，收入来源多样化，现阶段是最好的机会。

对于主机厂来讲，营业收入=Σ行业销量\*价格\*市占率（不同品类的产品求和），也即收入增加有两种方式：要么提高已有产品的市占率，要么拓宽产品品类，中联重科现在已有产品（混凝土机械+起重机）市占率在不断提升，加码挖机，就是开拓品类，两种方式双管齐下，公司未来收入来源更加多样化，现阶段是布局挖机最好的机会。以下重点解答市场关心的焦点问题：

#### 1. 中联的挖机业务发展如何？未来前景怎样？

中联重科在土方机械底蕴深厚，最早可追溯到2008年，从公司官网披露信息来看，2008年，中联重科土方机械公司渭南工业园项目签约，负责挖掘机和推土机业务，2011年开园，具备生产2万台挖机的产能，但是上轮周期布局挖机业务时，公司经验不足，又遇到外资劲敌和行业大幅波动，因此错过良机，此轮周期，经过战略调整，公司聚焦工程机械主业，目标更加清晰，因此，此次加码挖机板块，不是从0到1的过程，而是从1到n的过程。公司计划先做中挖，后小挖、微挖，大挖，逐步补全型谱，现在共有10多个机型，2020年1-6月份预计销量超过3000台，市占率超2%，全年销量有望达6000台，预计在2021年可实现盈亏平衡。

图表 2 中联重科挖机业务发展历程

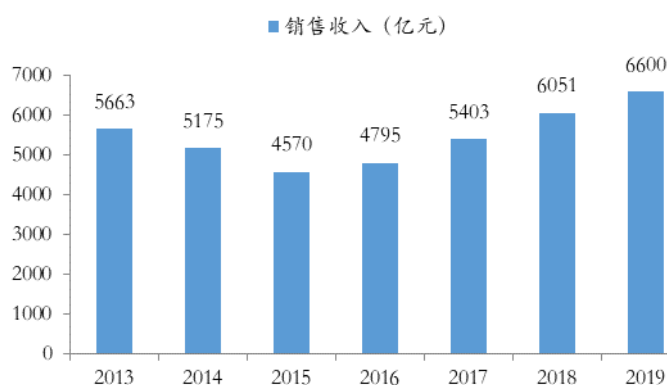


资料来源：公司官网，华安证券研究所

## 2. 为什么工程机械主机厂要做大，必须布局挖机？

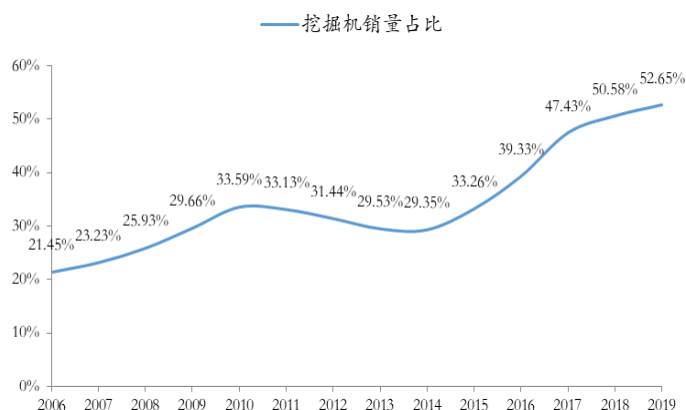
从工程机械市场来看，2019年，国内市场规模达6600亿，全球市场规模达上万亿，其中价值量最大，销量最高的就是挖机，以2019年数据为例，全国工程机械品类销量45万台，挖机23.6万台，占比超过50%。①以国内主机厂为例，三一重工的毛利率、净利率位于行业第一，一方面是量带来的规模效应，一方面就是产品禀赋带来的利润差异，自从2010年三一挖机注入上市公司后，就逐步成为公司第一大收入来源，且毛利率也是各板块里最高的；②以全球主机厂为例，卡特、小松、沃尔沃、特雷克斯、斗山等，尽管产品线布局有区别，比如卡特彼勒就没有起重机和混凝土机械，但是所有主机厂均有布局的产品就是挖掘机和装载机，未来主机厂要做大做强，布局挖机是必走之路，我们认为这也是中联重科在现阶段重点突破挖机业务的主要原因，彰显了公司转型升级、力争提升综合竞争实力的决心和信念。

图表3 2013-2019年我国工程机械销售收入走势图



资料来源：中国工程机械工业协会，华安证券研究所

图表4 2006-2019年挖机占主要工程机械销量的比例



资料来源：中国工程机械工业协会，华安证券研究所

图表5 2006-2019年我国主要工程机械销量统计

主要工程机械销量统计 (台)										
年份	挖掘机	装载机	平地机	推土机	压路机	摊铺机	汽车起重机	随车起重机	合计	挖掘机销量
2006	49625	129834	2245	5925	8740	1136	14465	19422	231392	21.45%
2007	71241	161628	3893	7207	9437	1347	20862	31020	306635	23.23%
2008	82975	162335	4320	8722	10885	1436	21419	27918	320010	25.93%
2009	101559	149355	3608	8599	19852	1678	28494	29300	342445	29.66%
2010	179296	228219	4531	13911	26281	3019	35143	43400	533800	33.59%
2011	193891	258901	5259	13115	22217	3386	35455	53000	585224	33.13%
2012	130624	181522	4347	10169	13782	2179	23073	49804	415500	31.44%
2013	126296	188405	4017	9561	15726	2066	17889	63684	427644	29.53%
2014	103227	156272	3662	7742	14270	1737	14096	50657	351663	29.35%
2015	60514	73581	2620	3682	10388	1804	9327	20000	181916	33.26%
2016	73390	75445	3184	4061	11959	1971	9568	7000	186578	39.33%
2017	144867	99063	4522	5719	17421	2390	20434	11000	305416	47.43%
2018	203420	118811	5261	7600	18376	2319	32278	14084	402149	50.58%
2019	235693	123615	4348	5807	16978	2773	42959	15462	447635	52.65%

资料来源：中国工程机械工业协会，华安证券研究所

图表 6 全球工程机械龙头企业产品布局图谱

	卡特	小松	沃尔沃	特雷克斯	CNH	约翰迪尔	JCB	利勃海尔	斗山
装载机	●	●	●	●	●	●	●	●	●
挖掘机	●	●	●	●	●	●	●	●	●
推土机	●	●			●	●		●	
平地机	●	●	●	●	●	●			
自卸车	●	●	●	●	●	●	●	●	●
压路机	●		●	●	●		●		
摊铺机	●		●	●					
铣刨机	●		●	●					
挖掘装载机	●	●	●	●	●	●	●		
滑移装载机	●	●	●		●	●	●		●
起重机				●				●	
混凝土设备				●				●	
叉车		●					●		●
伸缩臂叉车	●			●	●		●		
隧道机械	●			●					
矿用机械	●	●		●				●	

资料来源：各公司官网，华安证券研究所

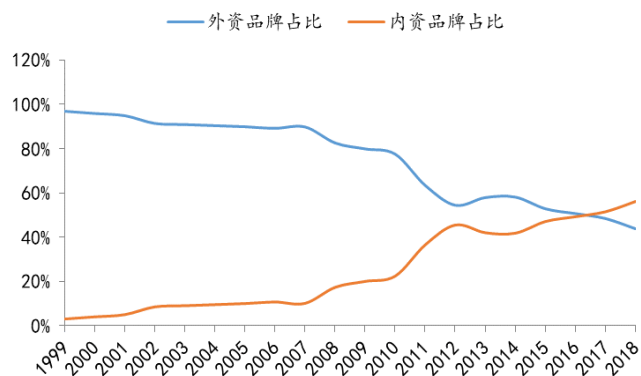
### 3. 中联此时布局,为什么对它来说是最好的机会呢? 如果行业下行期,风险怎么看?

首先,对比前后两轮挖机行业的高潮期,其行业生态发生了本质性变化。从行业层面表现来看:①本轮复苏周期持续时间更久,且景气度仍在延续;②吨位结构方面向两头发展(小挖、大挖),中挖销售绝对量及品类占比均在萎缩;③国内龙头企业领衔国产替代,国产品牌已然崛起。这轮行业复苏是存量逻辑,不会像增量市场那样,出现销量大幅度的波动,因此,这个时候布局挖机是最好的时机。

其次,相比于起重机(一超两强)、混凝土机械行业(双寡头垄断)的格局,挖机目前CR3仅50%出头,龙头企业市占率仅25%,市场集中度还有提升空间,且最近几年,国产挖机认可度提升,市占率提升,外资品牌市占率不断下降,一旦挖机龙头市占率30%以上,再来布局挖机,争夺市场份额难度就加大了。

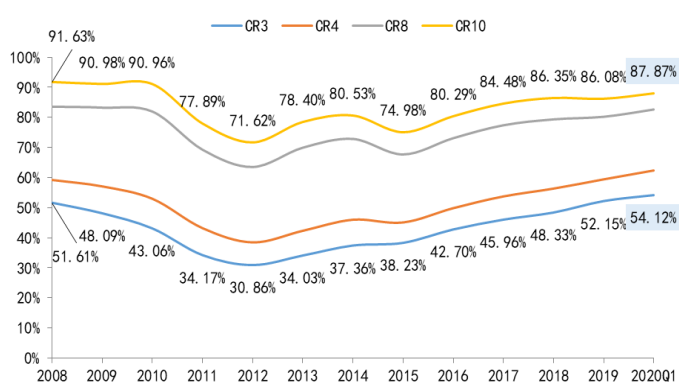
最后,挖机行业从2016年复苏至今,已持续四年,我们认为,挖机行业未来稳中有降是预期之内,但是预计2021年行业在排放标准切换、基建补短板的催化下(2021年也是十四五的第一年),仍有望正增长,2022年有可能出现小幅下滑,但整体只要处于平稳状态,公司通过渠道+产品+生产成本优势,份额仍有望提升。

图表 7 1999-2018 年内资与外资品牌占比趋势图



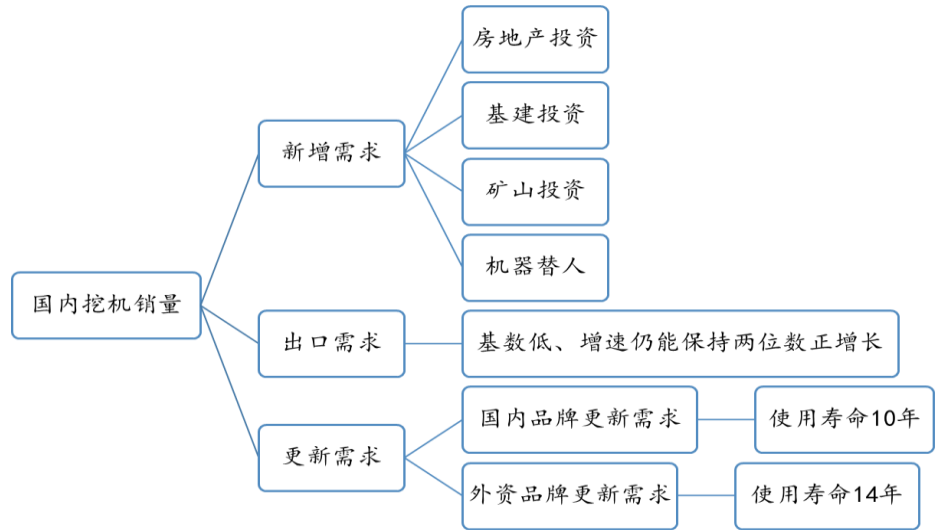
资料来源：中国工程机械工业协会，华安证券研究所

图表 8 2008-2020Q1 年挖机行业集中度变化趋势



资料来源：中国工程机械工业协会，华安证券研究所

图表 9 存量市场挖机需求拆分

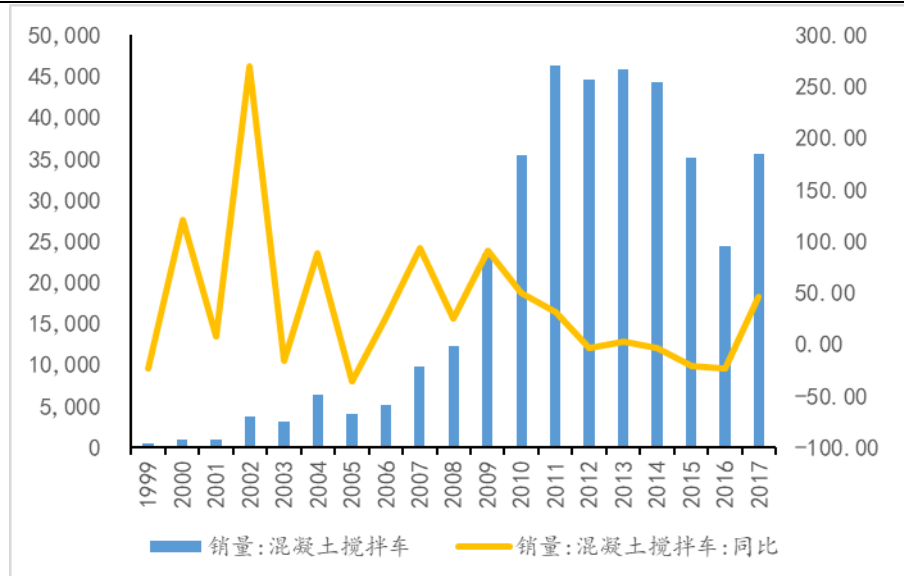


资料来源：华安证券研究所绘制

※搅拌车智能化升级，有助于提升产品竞争力，进而推动市占率提升。

此次募投项目拟建设国际一流、国内领先的搅拌车智能制造产业基地，项目建成后年产搅拌车 10000 台，干混车 450 台。搅拌车是混凝土机械的分支，属于价值量占比仅次于泵车的品类，但由于其生产壁垒没有泵车高，市场参与者较多，格局较为分散，龙头企业也就 20%左右的份额，而泵车龙头 40%多份额，公司此次加码搅拌车智能化项目，有助于提升产品竞争力，未来市占率有望进一步提升。（搅拌车也是混凝土机械里面市占率提升空间较大的品类）

图表 10 混凝土搅拌车销量及同比增速



资料来源：wind，华安证券研究所

※关键零部件及液压件项目，有利于延伸产业链至上游，提高零部件自制率，降本增效。

关键零部件项目建成后，将达到年产 35 万吨高强钢，7.5 万套薄板件。高强钢、薄板件为公司轻量化产品的关键材料，也为公司生产的挖掘机、起重机、泵车、高空作业机械等产品中不可或缺的关键组成部分。

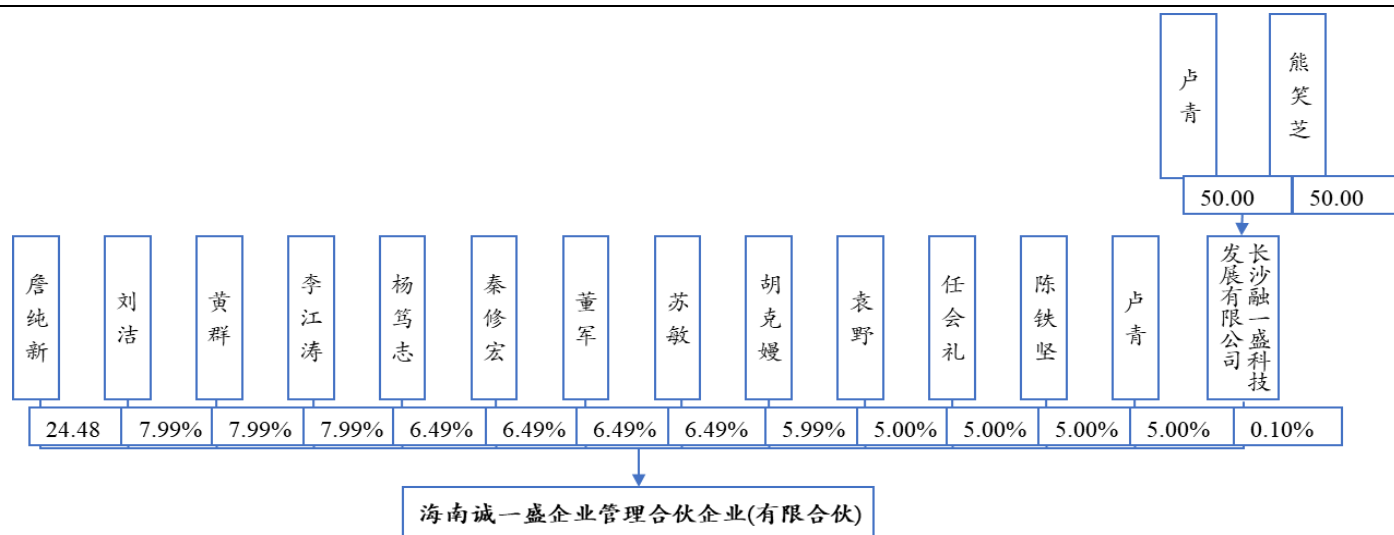
关键液压件项目建成后，将形成约 25 万各类液压阀的生产能力，完成与中联泵车类、挖掘机系列及集团其它产品主机国产液压阀的配套工作。

这两个项目是公司延伸产业链的战略布局，也是提高零部件自制率，降本增效的关键步骤。

## 1.2 从引入战投的角度：核心经营层参与认购，破釜沉舟再谋发展

外部战投协同效应，内部战投提振信心，破釜沉舟再谋发展。此次引入战略投资者，共四个，怀瑾基石、太平人寿、宁波实拓为外部战略投资者、海南诚一盛为内部战投（海南诚一盛成立于 2020 年 5 月 25 日，系公司部分核心经营管理人员为参与本次发行共同设立的有限合伙企业，无实际经营情况，第一大股东是詹纯新，上市公司董事长，持有股份 24.5%），海南诚一盛认购 10 亿。此次引入战投，不仅仅是引入资金，更是引入资源和机制。一方面，引入外部战略投资者能进一步优化公司股东结构，提升公司治理水平，使经营决策更加合理、科学；另一方面，公司核心经营管理层作为战略投资者参与，将继续长期持有公司股份，展示核心经营管理层对公司价值的高度认同和对公司长期发展的坚定决心，有利于树立良好的公司市场形象，增强一级、二级市场投资者信心，为公司在资本市场引入更多的资金资源。

图表 11 海南诚一盛（核心经营管理层持股平台）股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 1.3 经营稳健、持续分红，上市以来累计分红率高达 34.58%

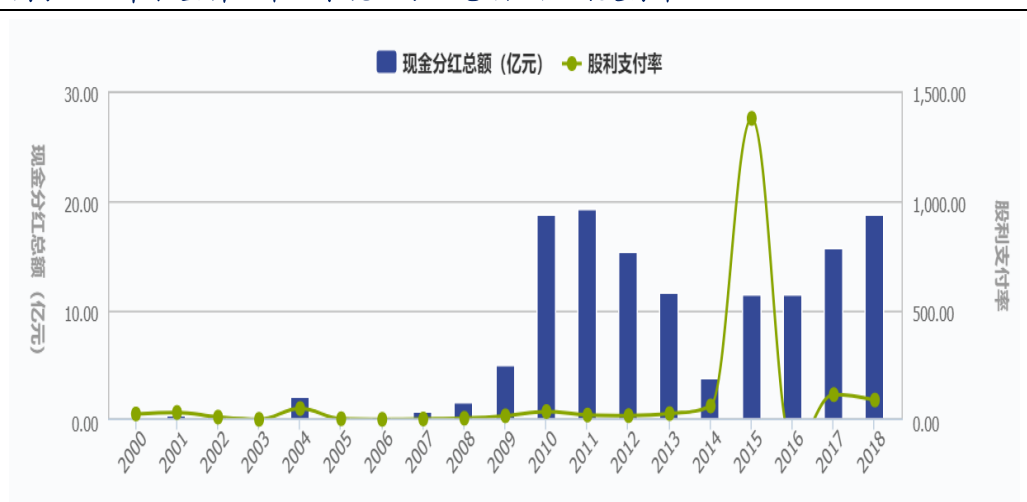
公司非常注重回报股东，2000 年上市以来，已实施现金分红 21 次，累计实现净利润 394.77 亿元，累计现金分红 136.52 亿元，分红率高达 34.58%，分红率位居行业前列。本次募投项目达产后，盈利能力将显著增强，公司的分红能力也将进一步提升。为此公司也在公告中拟定了明确的未来三年股东回报规划，提出 2020~2022 个年度，公司利润分配按每 10 股不低于约 3.2 元，也就是 3.17 元进行现金分红。

图表 12 中联重科上市以来累计分红率位居行业前列

公司	上市年	已实施现金分红	累计实现净利润 (亿元)	累计现金分红 (亿元)	分红率
中联重科	2000年	21次	394.77	136.52	34.58%
三一重工	2003年	17次	517.76	106.33	20.54%
徐工机械	1996年	17次	206.43	29.89	14.48%
柳工	1993年	20次	93.43	32.55	34.84%
恒立液压	2011年	9次	39.09	13.30	34.03%
浙江鼎力	2015年	6次	18.80	3.22	17.12%
艾迪精密	2017年	4次	7.93	1.66	20.97%

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 中联重科上市以来现金分红总额及股利支付率



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2 中联重科：底蕴深厚的工程机械巨头

### 2.1 发展历程：始于 1992，国内工程机械龙头之一

一步一脚印，多位一体的高端装备制造制造商。公司成立与 1992 年，前身为长沙建设机械研究院。2000 年，成功在 A 股上市；2008 年，建机院完成对公司核心资产注入，实现整体上市。2010 年在香港上市，成为业内首家 A+H 股上市公司，从此进入公司国际化发展快车道，通过海外建厂、收购重点业务标的等，目前形成了 10 大类别，600 多个品种的主导产品版图，业务拓展至全球 100 多个国家和地区。同时公司积极推进

战略转型，致力成为集工程机械、农业机械和金融服务等多位一体的高端装备制造企业。

图表 14 中联重科发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

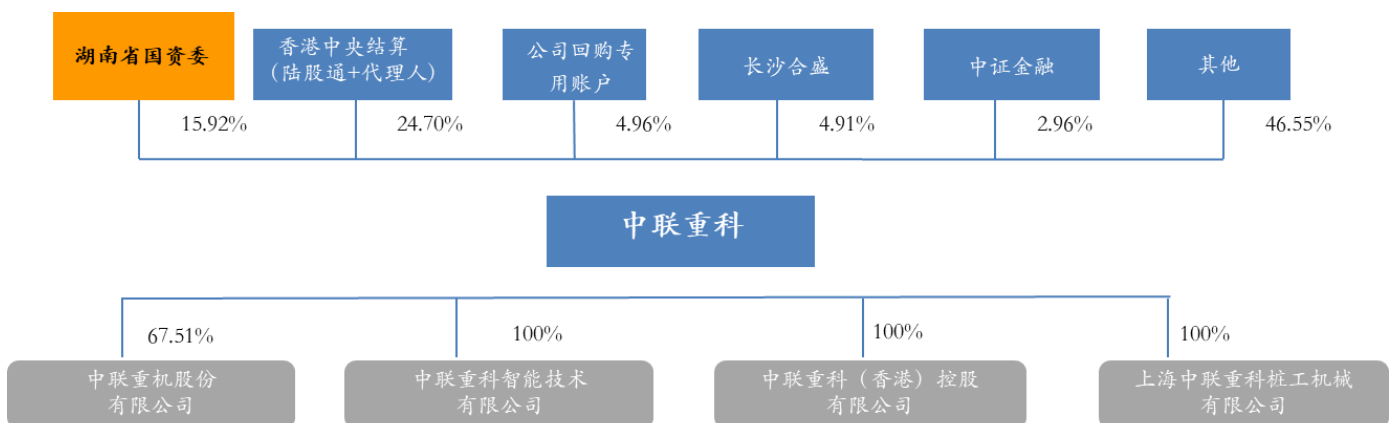
图表 15 中联重科股价复盘图



资料来源：wind，华安证券研究所

国资参股，管理层自主决策。截止至2020Q1，前十大股东合计持股比例60.81%。湖南省国资委参股15.92%，长沙合盛为管理层主要持股平台，持股比例为4.91%。公司属于国资参股公司，无实际控制人，管理层具有主要决策权。

图表 16 中联重科股权结构 (2020Q1)



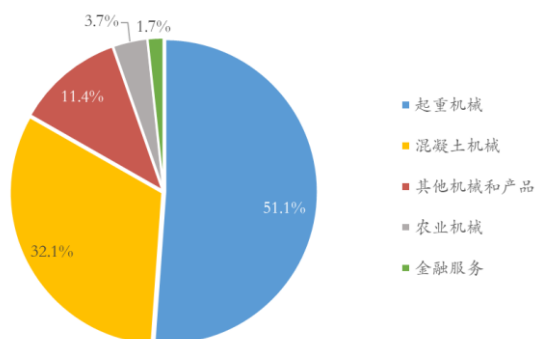
资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 2.2 业务布局：起重机和混凝土机械贡献主要业绩

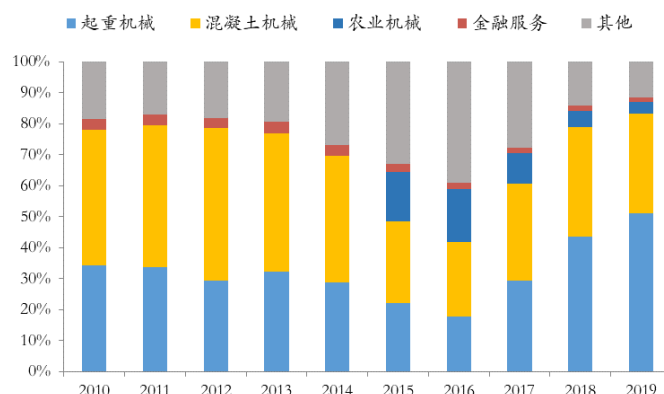
聚焦工程机械，布局工程机械、农业机械、专用车辆和金融四大业务板块。公司聚焦工程机械领域，产品种类丰富，以混凝土机械起家，2000 年上市以来陆续发展了起重机、挖掘机、高空作业平台等重点品种；公司同时不断开拓进取，进行战略转型升级，2003 年引入环卫车辆，布局环保领域；2015 年布局农业领域；这期间公司以中联资本为平台，以产业基金为主体，配合工程机械、农业机械完善产业链布局，助推产业转型升级，形成相辅相成的业务体系。

起重机、混凝土机械是公司核心业务。公司 2000 年上市以来起重机、混凝土机械合计收入占比超过 90%，随着业务拓展，产品种类逐渐丰富，2019 年起重机、混凝土机械合计占比仍高达 83%，其中起重机械占比 51%，收入 221 亿元，是第一大业务收入来源；混凝土机械占比 32%，收入 139 亿元。农机板块随着工程机械行业复苏收入占比逐步下降，2019 年占比 3.7%，收入 15 亿元。

图表 17 2019 年起重、混凝土机械收入占比合计超过 83%      图表 18 起重、混凝土机械收入占比回升至高位



资料来源：wind，华安证券研究所



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 19 中联重科主要业务及产品拓展时间

业务板块	产品大类	产品小类	拓展时间	图例
工程机械	混凝土机械	混凝土输送泵	1992	 
		混凝土泵车	2003	
		混凝土搅拌运输车	2003	
	起重机械	塔式起重机	2000	 
		汽车起重机	2001	
		履带起重机	2004	
		全地面起重机	2009	
	土方机械	挖掘机	2009	 
		推土机	2011	
	路面机械	压路机	2000	 
桩工机械	挖钻机	2015		
高空作业平台	剪式、直臂式、曲臂式	2017		
农业机械	耕作机械	拖拉机	2015	 
	收获机械	收割机	2016	
	烘干机械	烘干机	2015	
	农业机具	打捆机、整地机、旋耕机	2015	
专用车辆	环卫设备	清扫车、吸尘车	2003	 
	消防装备	消防车	2004	

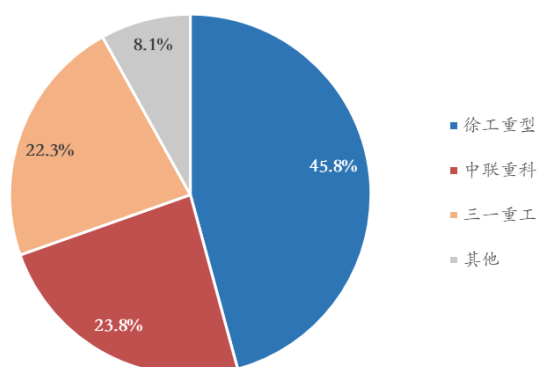
资料来源：公司官网，华安证券研究所

## 2.2.1 起重机：工程起重机市占率提升+塔机受益装配式建筑

工程起重机行业包括汽车、履带、随车吊，呈一超两强的局面，CR3 超过 80%，公司市占率目前排名行业第二，受益于基建补短板需求，起重机行业景气度延续，公司加强研发，不断推出新产品，市占率有望进一步提升。而且我们认为汽车起重机行业 Q3 有望延续上半年挖机走势，销量高增长。

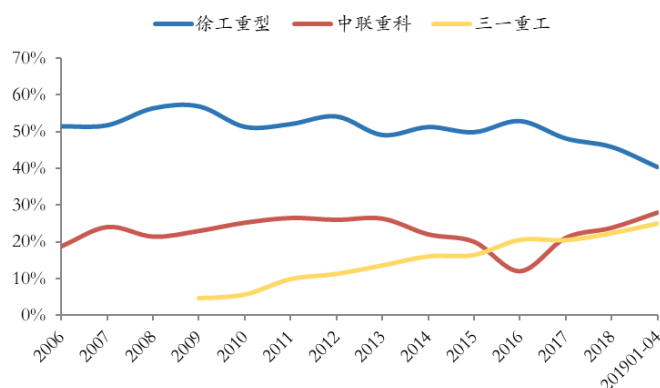
2020 年 1-4 月份，汽车吊行业销量增速分别是 1.6%、-48%、-5.7%、29 %，4 月份止跌回正，超预期，从主机厂开工数据来看，5 月份起重机开工率同比提升明显。我们认为起重机行业目前仍有预期差，Q3 的行业表现将如今年 Q2 的挖机一样亮眼，整体呈现淡季不淡局面。一方面，因为 2019 年 Q3 季度增速负增长，增速洼地，低基数（2019 年 Q1-Q4 汽车起重机行业增速分别是 70%、35%、-4%、28%），另一方面，起重机主要应用于基建领域，且从开工顺序上滞后于挖机，随着基建投资增速回升，Q3 起重机将延续挖机走势，销量实现两位数高增长。

图表 20 汽车起重机“一超二强”格局 (2018)



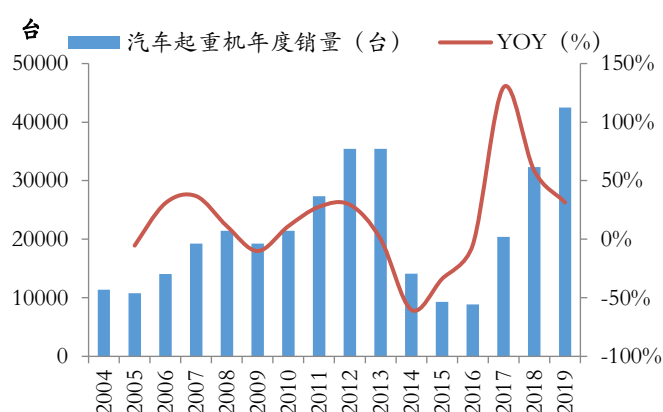
资料来源：中国工程机械工业协会，华安证券研究所

图表 21 中联汽车起重机市占率近年来提升明显



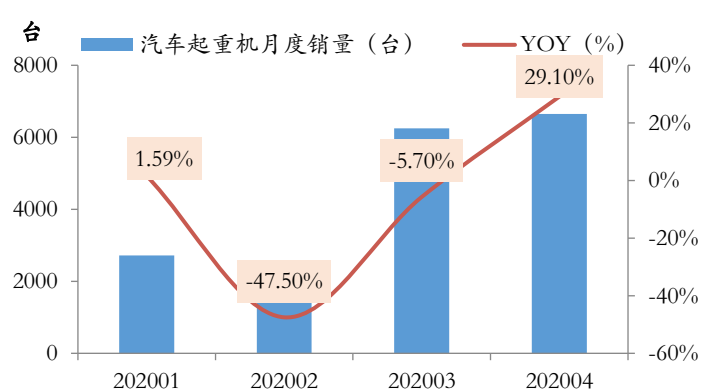
资料来源：中国工程机械工业协会，华安证券研究所

图表 22 汽车起重机景气周期延续



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 23 汽车起重机 4 月份止跌回正

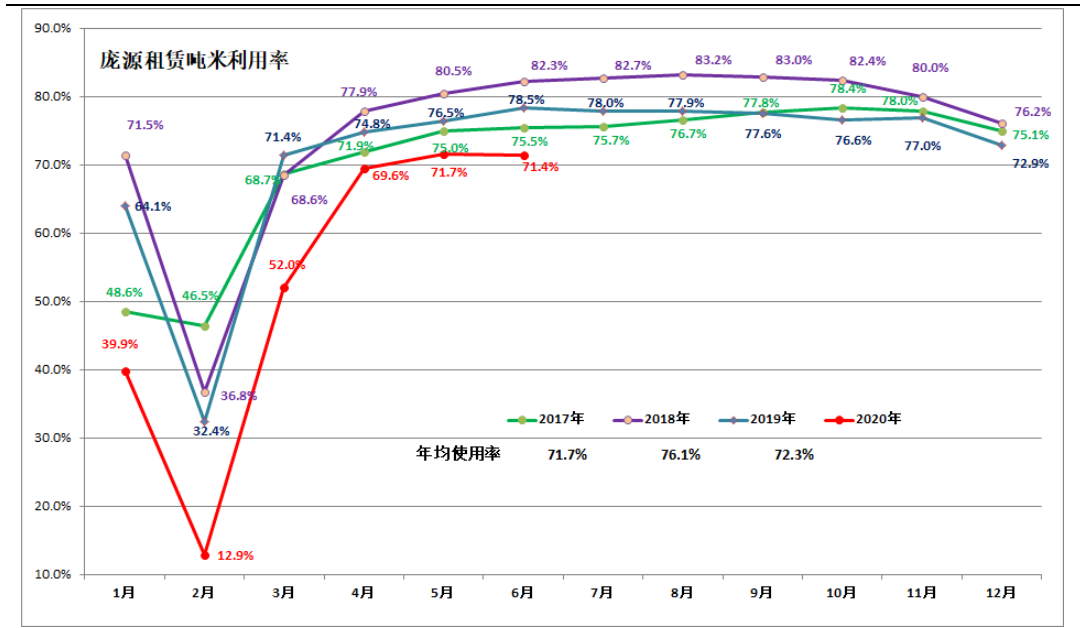


资料来源：wind，华安证券研究所

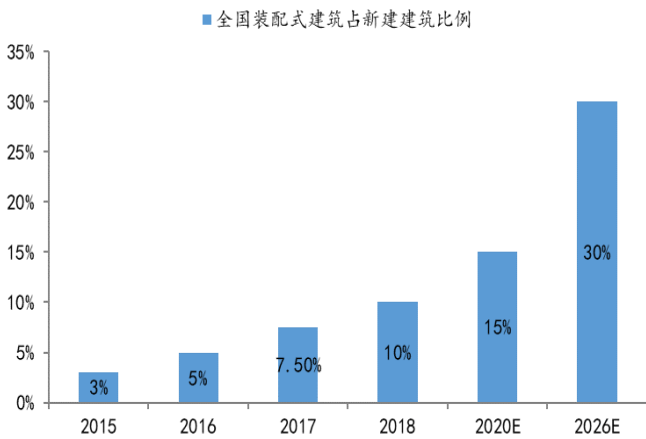
**建筑起重机需求受益装配式建筑，景气度持续。**建筑起重机主要指塔机。装配式建筑拉动大中型塔机需求，市场空间超 6 万台。2016 年国务院对装配式建筑提出明确发展目标，2020 年全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15% 以上，到 2026 年这一比例将达到 30%。装配式建筑由于对塔机承重性有一定要求，因此 100 吨米以上大中型塔机的需求将会明显增加。根据前瞻产业研究院数据测算，按每 8000 平米需要一台相应大中型塔机计算，装配式建筑塔机需求量在 2026 年将达到 87244 台。目前我国可用于装配式建筑的大中型塔机不足 2 万台，其中 200 吨米以上大型塔机占比仅为 0.97%，据此推测大中型塔机缺口将超过 6 万台。公司作为塔机制造龙头，2020 年市占率已超 50%，趁装配式建筑发展，将获益最大。

一方面，从庞源租赁塔机吨米利用率来看，2020 年 1-6 月份分别是 39.9%、12.9%、52%、69.6%、71.7%、71.4%，从 2 月份开始，底部回升趋势明显，5 月份已达 70% 以上，处于正常年份较高水平；另一方面，根据证券时报报道，5 月份，中联重科塔机产销超 2000 台，同比增长超 67%，刷新历史新高；从制造商和租赁商互相印证，塔机需求旺盛，目前仍处于高景气阶段。

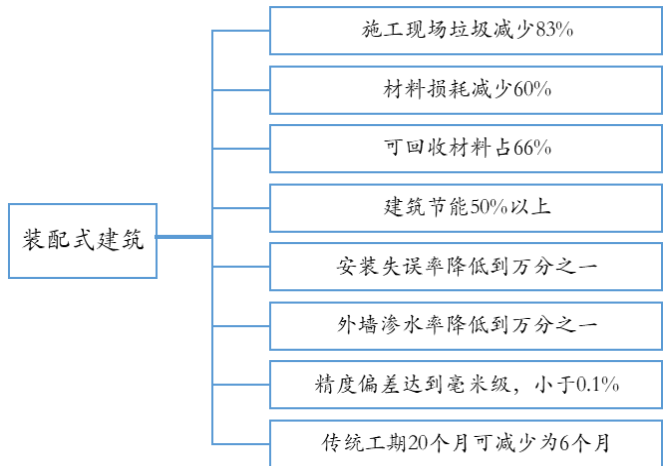
图表 24 庞源租赁塔机吨米利用率仍处于较高水平



图表 25 全国装配式建筑占新建建筑比例不断提升



图表 26 装配式建筑相比于传统建筑优势众多



## 2.2.2 混凝土机械：加大研发，推陈出新，引领市场

轻量化产品引领市场，市场地位稳固。国内混凝土市场处于中联、三一双寡头竞争格局，公司行业地位稳固，在混凝土机械细分品类中，长臂架式泵车、车载泵、搅拌站均处于行业市占率第一地位，短臂架式泵车第二，搅拌车第三。公司混凝土机械各产品线市场地位稳固，绝对份额方面甚至仍在提升，得益于公司“产品 4.0”战略的持续投入，其轻量化优势越来越明显。当前环保与道路交通法规趋严，超过 55 吨车辆无法上牌，公司 5 桥、4 桥长臂架泵车在合法合规上牌前提下做到了全行业最轻最长。

图表 27 中联混凝土泵车技术研发 4.0 代表系列

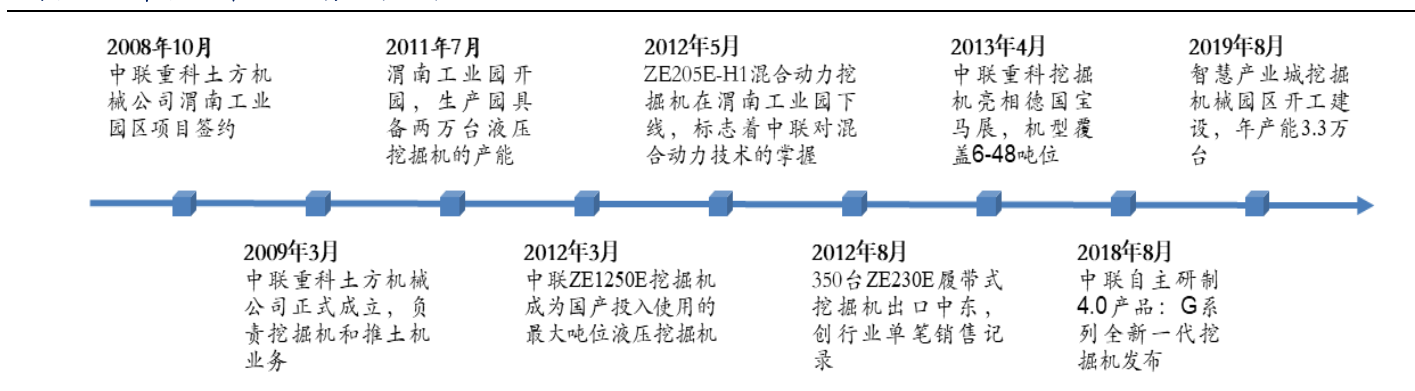
混凝土泵车 4.0 系列代表	5桥67M-ZLJ5541THBSE	4桥59M--ZLJ5441THBBE	3桥49M-ZLJ5350THBKF	2桥38M-ZLJ5230THBKF
型号				
振幅	±0.2m	±0.2m	±0.2m	
最大布料 (高度/半径/深度)	66.1/60.9/48.3m	58.1/52.9/41.7m	48.7/43.7/34.7m	37.1/32.75/25.55m
排放	国五/国六	国五/国六	国五	国五
底盘品牌	斯堪尼亚	斯堪尼亚/奔驰	解放	重汽斯太尔
产品优点	5桥合规最长、结构稳定可靠、智能元件自判断、行业首创失效预警输送管	4桥合规最长，失效预警输送管寿命提升30%、独立双回路液压系统、油液用量减少30%	布料范围大、臂架结构稳、场地适应强、运营成本低	同米段出口压力最大、泵车车载泵双功能、场地通过性强、综合油耗低，年节油4万元

资料来源：公司官网，华安证券研究所

### 2.2.3 土方机械：底蕴深厚，东山再起

**挖机战略再出发，新建产线全球领先。**公司旗下土方机械公司成立于 2008 年，对挖机业务早有布局。随着公司“产品 4.0”战略的不断推进，挖机产品的更新迭代开发始终紧跟行业步伐，目前公司 E-10 系列 6-48 吨挖机新品基本覆盖市场需求。2019 年 1 月，公司智慧产业城项目正式启动，其中土方机械-挖机园区属于重点培育项目，代表公司挖机板块再出发，同时也是本次非公开发行募资的首要投向，总投资额达 30.8 亿元。智慧产业园区挖机新产线投产时将成为全球在建产线中最先进的，预计 2020 年底建成试运行，2021 年产能 1.2-1.5 万台，2022 年产能 2-2.5 万台，2024 年达到满产 3.3 万台。配合渭南工业园，预计未来公司挖机总产能将达到 4.3 万台，有望实现公司“五年前三”的目标。

图表 28 中联重科挖机业务发展历程



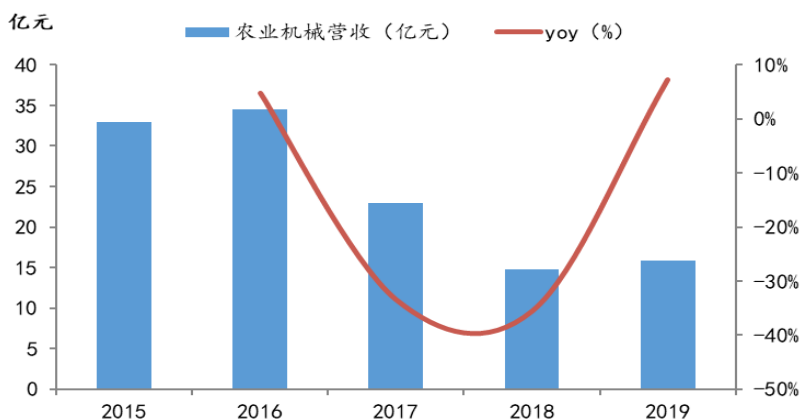
资料来源：公司官网，华安证券研究所

### 2.2.4 农业机械：战略调整，扭亏为盈

**战略调整，着力培育高附加值产品。**受市场整体下行影响，公司农机业务收入规模萎缩，由 2016 年的 34.5 亿减少至 2018 年 14.8 亿，2019 年收入企稳，为 15.8 亿

元。公司在 2019 年针对农机板块进行了一系列调整举措，例如：整合芜湖、南宁事业部、精简产品谱系、整合经销商渠道、加快低端产品去库存等。同时公司推进甘蔗机、打捆机、抛秧机的研发实验和市场化的工作，培育高附加值的产品，此类新品的材料毛利率超过 40%。我们认为，随着公司中高端农机产品占比提升结构优化，农事服务中心商业模式逐步成熟，农业板块 2020 年有望实现扭亏为盈。

图表 29 2019 年中联农业机械板块收入企稳



资料来源：wind，华安证券研究所

### 2.2.5 高空作业机械：蓝海市场，闪耀之星

中国高空作业平台市场未来保有量预计超过 50 万台，目前仍有 4 倍空间。根据 IPAF，截止 2019 年，美国市场高空作业平台保有量达 65.8 万台，根据产业调研，截止 2019 年年底，我国保有量达 15 万台，我们选取建筑增加值和 GDP 两个维度，测算得到中国未来市场潜在保有量分别为 74.29、43.43 万台。鉴于中美两国 GDP 结构差异较大，且成熟市场高机下游应用领域 50% 为建筑领域，我们认为用建筑业增加值测算的结果更科学。若将两个维度测算结果平均下来，潜在保有量可达 59 万台，目前仅 15 万台，还有 4 倍成长空间。

高空作业机械将成为公司新的业务增长点。高空作业平台业务是公司重点培育的全新产品。2018 年公司布局高机以来，凭借成熟的技术基础与国内渠道建设，2019 年实现约 5 亿收入，2020 年是高机下游租赁商采购大年，随着公司不断扩充产能，规模化效应下，毛利率有望从目前的 20% 提升至 30%，未来高机将成为新的利润来源。

图表 30 对比美国成熟市场我国 AWP 保有量潜在规模约在 40-70 万台之间

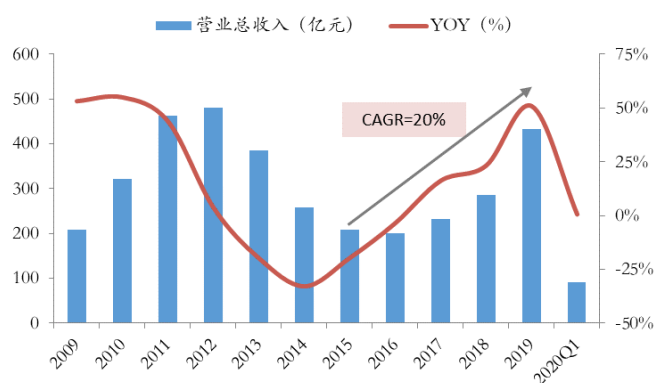
	单位	美国	中国
设备保有量	万台	65.80	15.00
维度一：建筑增加值			
建筑业增加值	万亿元	6.28	7.09
保有密度	台/亿元	10.4782	2.1155
差距倍数	—	4.95	
中国潜在保有量空间	万台	74.29	
维度二：GDP			
GDP	万亿元	135.09	89.16
保有密度	台/亿元	0.4871	0.1682
差距倍数	—	2.90	
中国潜在保有量空间	万台	43.43	

资料来源：wind，华安证券研究所

## 2.3 经营业绩：业绩高增长，盈利能力回升

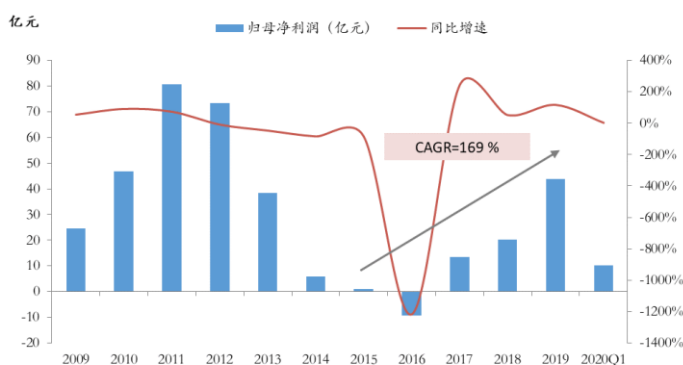
公司业绩快速释放，利润弹性大。2015-2019年，公司营收规模由207.5亿元增长到433.1亿元，CAGR达20%；净利润由0.9亿元增长到42.7亿元，CAGR高达169%，行业复苏带动下，公司加强内控管理，毛利率、净利率双双进入上升通道，业绩增长迅猛，盈利能力不断增强。

图表 31 2015-2019 营收 CAGR 达 20%



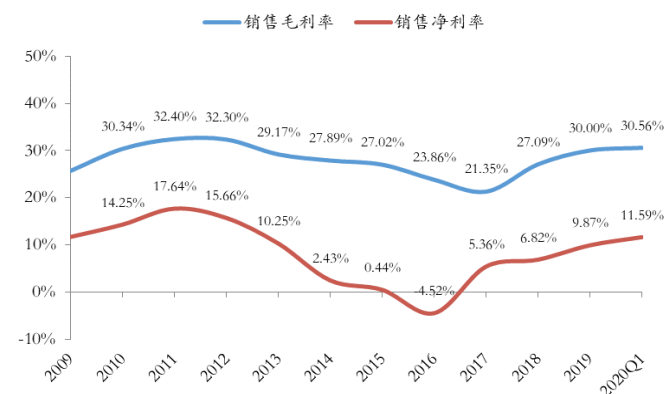
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 32 2015-2019 归母净利润 CAGR 达 169%



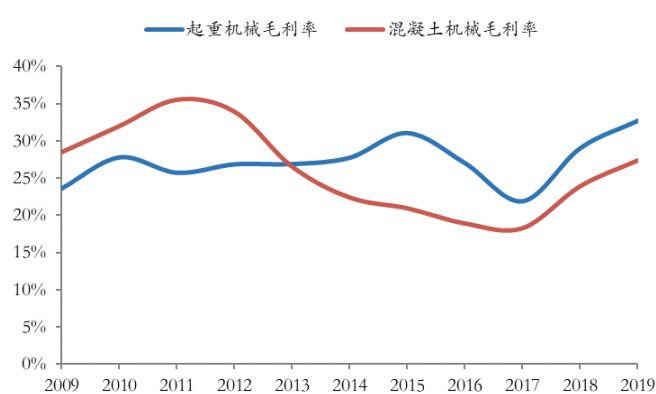
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 33 毛利率净利率不断提升



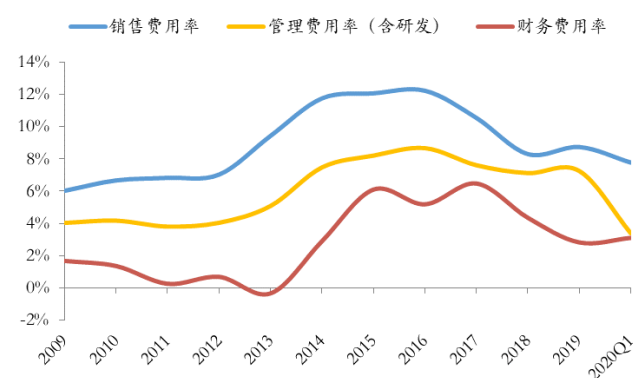
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 34 起重机、混凝土机械毛利率持续上升



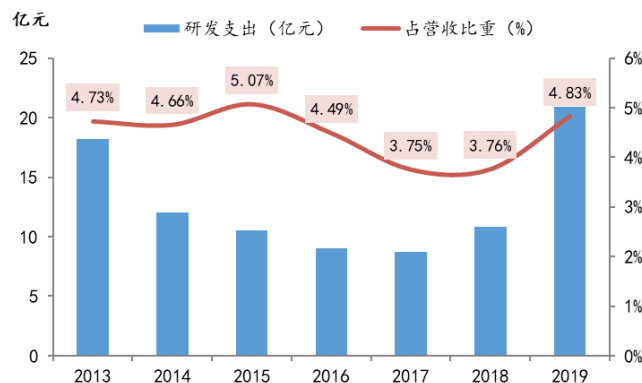
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 35 费用率下降明显，内控质量



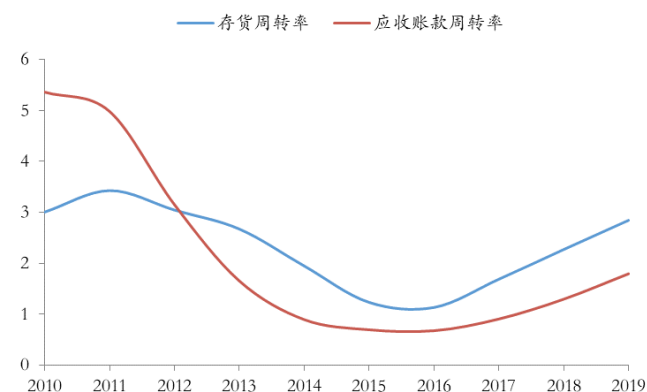
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 36 2019 年研发支出规模增长明显



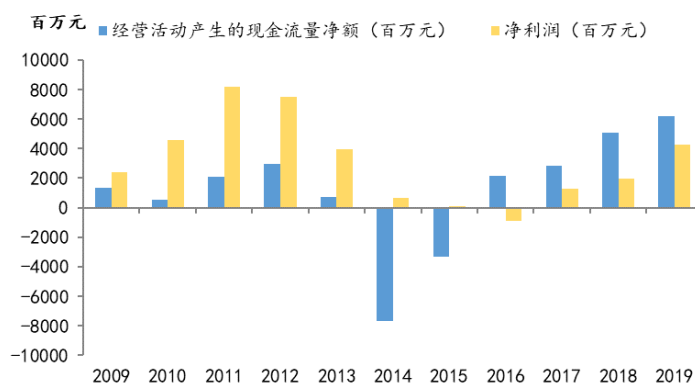
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 37 存货、应收账款周转率明显回升，经营效率好转



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 38 经营性净现金流持续好转，回款良好

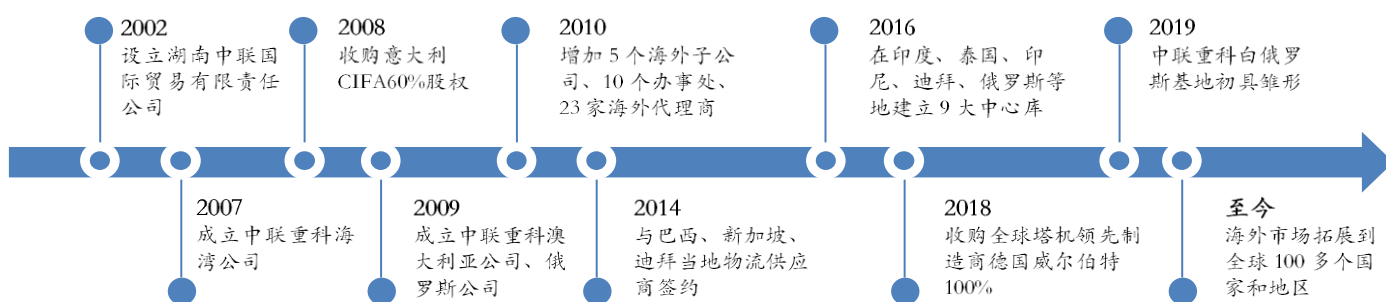


资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2.4 市场布局：稳步推进国际化进程

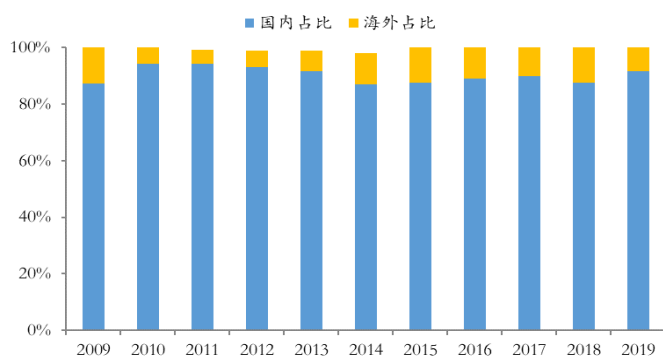
**海外本土化制造稳步推进，绩增长空间大。**自 2002 年公司设立中联国际贸易公司处理进出口业务以来，不断完善国际化营销服务网络布局；继 2008 年收购意大利 CIFA60% 股权之后，2018 年收购德国威尔伯特 100% 股权，整合全球资源，推进移动式起重机与塔式起重机本土化制造；2019 年白俄罗斯基地基本建成进入试运行阶段，本土化制造更进一步。目前公司海外市场已经扩展到全球 100 多个国家和地区，并在 23 个国家设立常驻机构。公司海外收入近年来稳步提升，2016-2019 年分别为 21.6、23.7、35.9、35.7 亿元，占比基本维持在 10% 左右，随着公司国际化进程不断推进，海外收入有望继续增长，占比提升。

图表 39 中联重科海外业务发展历程



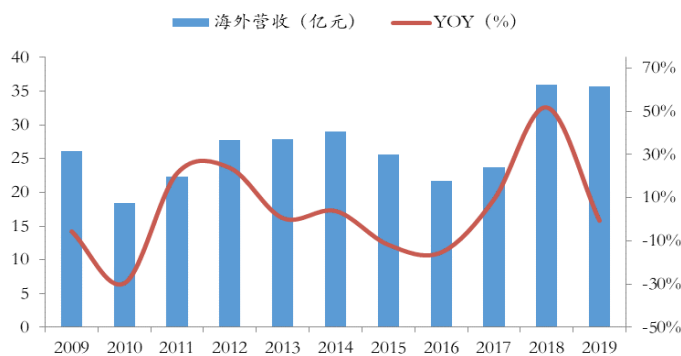
资料来源: 公司公告, 公司官网, 华安证券研究所

图表 40 海外收入占比提升空间大



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 41 海外收入较为稳定



资料来源: wind, 彭博, 华安证券研究所

### 3 投资建议

图表 42 中联重科分业务收入拆分

	2018	2019	2020E	2021	2022
销售收入	28696.54	43307.40	53073.16	61377.68	69517.29
销售收入增长率 (%)	39.25%	50.92%	22.55%	15.65%	13.26%
销售成本	20923.08	30314.62	37060.99	42622.95	47964.42
销售成本增长率 (%)	28.33%	44.89%	22.25%	15.01%	12.53%
毛利	7773.46	12992.78	16012.18	18754.73	21552.87
毛利率 (%)	27.09%	30.00%	30.17%	30.56%	31.00%
<b>产品</b>					
<b>混凝土机械</b>					
销售收入	10165.27	13901.51	17376.89	19114.58	20643.74
销售收入增长率 (%)	38.59	36.75	25.00	10.00	8.00
销售成本	7729.67	10091.68	12598.25	13838.95	14904.78
销售成本增长率 (%)	29.01	30.56	24.84	9.85	7.70
毛利	2435.60	3809.83	4778.64	5275.62	5738.96
毛利率 (%)	23.96%	27.41%	27.50%	27.60%	27.80%
<b>金融服务</b>					
销售收入	497.05	733.09	953.02	1238.93	1610.60
销售收入增长率 (%)	26.77	47.49	30.00	30.00	30.00
销售成本	0.67	1.09	1.43	1.86	2.42
销售成本增长率 (%)	68.22	63.75	31.07	30.00	30.00
毛利	496.39	732.00	951.59	1237.07	1608.19
毛利率 (%)	99.87%	99.85%	99.85%	99.85%	99.85%
<b>农业机械</b>					
销售收入	1476.70	1583.34	1741.67	1915.84	2107.43
销售收入增长率 (%)	-35.66	7.22	10.00	10.00	10.00
销售成本	1375.06	1515.18	1654.59	1810.47	1980.98
销售成本增长率 (%)	-30.37	10.19	9.20	9.42	9.42
毛利	101.65	68.16	87.08	105.37	126.45
毛利率 (%)	6.88%	4.30%	5.00%	5.50%	6.00%
<b>其他机械和产品</b>					
销售收入	4085.12	4942.38	6425.10	8545.38	11536.27
销售收入增长率 (%)	8.06	20.99	30.00	33.00	35.00
销售成本	2970.13	3815.38	4947.33	6494.49	8652.20
销售成本增长率 (%)	-1.78	28.46	29.67	31.27	33.22
毛利	1114.99	1127.01	1477.77	2050.89	2884.07
毛利率 (%)	27.29%	22.80%	23.00%	24.00%	25.00%
<b>起重机械</b>					
销售收入	12472.40	22147.07	26576.48	30562.95	33619.25
销售收入增长率 (%)	83.28	77.57	20.00	15.00	10.00
销售成本	8847.57	14891.29	17859.40	20477.18	22424.04
销售成本增长率 (%)	66.53	68.31	19.93	14.66	9.51
毛利	3624.84	7255.78	8717.09	10085.77	11195.21
毛利率 (%)	29.06%	32.76%	32.80%	33.00%	33.30%

资料来源: wind, 华安证券研究所测算

预计公司 2020-2022 年收入为 530.73、613.78、615.17 亿元,归母净利润分别为 60.43、74.89、86.67 亿元,同比增速为 38.23%、23.94%、15.73%。对应 PE 分别为 10、8 和 7 倍。首次覆盖,给予“买入”评级。

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	43307.40	53073.16	61377.68	61517.29
收入同比(%)	50.92%	22.55%	15.65%	13.26%
归属母公司净利润	4371.46	6042.64	7489.19	8667.46
净利润同比(%)	116.42%	38.23%	23.94%	15.73%
毛利率(%)	30.00%	30.17%	30.56%	31.00%
ROE(%)	11.25%	13.46%	14.29%	14.19%
每股收益(元)	0.56	0.77	0.95	1.10
P/E	10.07	9.97	8.05	6.95
P/B	1.13	1.34	1.15	0.99
EV/EBITDA	9.02	8.50	5.85	4.28

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 4 风险提示

基建补短板不及预期、市场竞争加剧,产品毛利率下滑、新产品产能投放不及预期

## 财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>流动资产</b>	63182.1	73376.2	84736.5	97462.8	
现金	6572.2	20383.5	29972.7	38277.6	
应收账款	25404.0	29081.2	33631.6	38091.7	
其他应收款	1076.6	1017.8	1093.0	1238.0	
预付账款	879.9	1083.2	1281.5	1420.4	
存货	11771.6	12184.4	13429.1	14717.8	
其他流动资产	17477.9	9626.0	5328.5	3717.3	
<b>非流动资产</b>	28885.9	28979.6	29206.5	29287.6	
长期投资	14335.5	14920.5	15505.5	16090.5	
固定资产	6735.3	6562.4	6510.2	6288.7	
无形资产	6129.4	5811.1	5505.2	5222.8	
其他非流动资产	1685.6	1685.6	1685.6	1685.6	
<b>资产总计</b>	92068.0	102355.8	113943.1	126750.4	
<b>流动负债</b>	34583.4	39069.7	43434.3	47883.4	
短期借款	5042.9	5042.9	5042.9	5042.9	
应付账款	9300.7	10675.2	12040.9	13501.2	
其他流动负债	20239.9	23351.7	26350.5	29339.4	
<b>非流动负债</b>	17951.4	17951.4	17951.4	17951.4	
长期借款	2842.1	2842.1	2842.1	2842.1	
其他非流动负债	15109.4	15109.4	15109.4	15109.4	
<b>负债合计</b>	52534.9	57021.1	61385.7	65834.8	
少数股东权益	669.9	428.8	162.3	-147.0	
股本	7875.0	7898.8	7898.8	7898.8	
资本公积	13466.7	13442.9	13442.9	13442.9	
留存收益	20985.7	27028.4	34517.6	43185.0	
归属母公司股东权益	38863.2	44905.9	52395.1	61062.5	
<b>负债和股东权益</b>	92068.0	102355.8	113943.1	126750.4	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>经营活动现金流</b>	6219.3	14196.1	10103.6	8675.6	
净利润	4275.1	5801.5	7222.7	8358.2	
折旧摊销	875.9	870.2	866.3	867.6	
财务费用	1704.8	347.3	347.3	347.3	
投资损失	(945.8)	(900.0)	(900.0)	(900.0)	
营运资金变动	(359.0)	8103.5	2593.5	27.8	
其他经营现金流	668.3	(26.4)	(26.1)	(25.2)	
<b>投资活动现金流</b>	9733.8	(37.5)	(167.1)	(23.5)	
资本支出	(1203.4)	(352.5)	(482.1)	(338.5)	
长期投资	8903.9	0.0	0.0	0.0	
其他投资现金流	2033.3	315.0	315.0	315.0	
<b>筹资活动现金流</b>	(19648.8)	(347.3)	(347.3)	(347.3)	
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	
普通股增加	313.1	0.0	0.0	0.0	
资本公积增加	0.0	127.3	66.7	70.1	
其他筹资现金流	(19961.9)	(474.5)	(414.0)	(417.4)	
<b>现金净增加额</b>	(3695.7)	13811.3	9589.2	8304.9	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>营业收入</b>	43307.4	53073.2	61377.7	69517.3	
营业成本	30314.6	37061.0	42623.0	47964.4	
营业税金及附加	359.4	477.7	521.7	590.9	
销售费用	3780.0	4776.6	5524.0	6256.6	
管理费用	1619.6	2222.8	2478.9	2842.3	
财务费用	1215.0	298.0	194.4	122.5	
资产减值损失	(217.8)	0.0	0.0	0.0	
公允价值变动收	21.9	0.0	0.0	0.0	
投资净收益	945.8	900.0	900.0	900.0	
<b>营业利润</b>	5013.9	7225.5	9002.2	10422.6	
营业外收入	121.2	0.0	0.0	0.0	
营业外支出	101.2	0.0	0.0	0.0	
<b>利润总额</b>	5033.9	7251.9	9028.3	10447.8	
所得税	758.8	1450.4	1805.7	2089.6	
<b>净利润</b>	4275.1	5801.5	7222.7	8358.2	
少数股东损益	(96.3)	(241.1)	(266.5)	(309.3)	
<b>归属母公司净利润</b>	4371.5	6042.6	7489.2	8667.5	
EBITDA	6594.0	7282.3	8948.2	10297.6	
EPS (元)	0.56	0.77	0.95	1.10	

## 主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	50.92%	22.55%	15.65%	13.26%
营业利润	92.76%	44.11%	24.59%	15.78%
归属于母公司净	116.42%	38.23%	23.94%	15.73%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	30.00%	30.17%	30.56%	31.00%
净利率(%)	10.09%	10.09%	11.39%	12.20%
ROE(%)	11.25%	13.46%	14.29%	14.19%
ROIC(%)	13.21%	18.21%	25.63%	30.55%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	57.06%	55.71%	53.87%	51.94%
净负债比率(%)	56.70%	49.07%	42.06%	36.09%
流动比率	1.78	1.83	1.91	2.00
速动比率	1.44	1.52	1.60	1.69
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.47	0.56	0.58	0.59
应收账款周转率	1.79	1.95	1.96	1.94
应付账款周转率	5.31	5.31	5.40	5.44
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊	0.56	0.77	0.95	1.10
每股经营现金流	0.79	1.80	1.28	1.10
每股净资产(最新	4.94	5.69	6.63	7.73
<b>估值比率</b>				
P/E	10.07	9.97	8.05	6.95
P/B	1.13	1.34	1.15	0.99
EV/EBITDA	9.02	8.50	5.85	4.28

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。