

强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
中联重科	000157.SZ	8.06	买入
三一重工	600031.SH	29.32	买入
徐工机械	000425.SZ	5.23	买入
恒立液压	601100.SH	89.82	买入
柳工	000528.SZ	7.61	未有评级
建设机械	600984.SH	15.63	未有评级

资料来源：万得，中银证券

以2020年12月1日当地货币收市价为标准

工程机械行业2021年投资策略

周期波动性大幅减弱，工程机械龙头企业有望迎来业绩与估值的双击

国内基建和地产投资步入稳定发展的平台期，未来几年城镇化率仍将保持稳步提升，带来工程机械设备保有量的持续扩张。随着人口老龄化加剧，以小挖为代表的工程机械设备催生出大量的机器换人需求，其工具化属性越来越明显，为挖掘机中长期增长提供强劲支撑，平滑挖掘机行业的周期波动。展望2021年，我们认为挖掘机和汽车起重机将在高位继续实现稳步增长，后周期工程机械品种需求仍十分强劲，销量增速预计将引领行业，龙头企业市场份额也会进一步提升，高质量的业绩弹性还会进一步释放。2021年国内加大促内循环及海外市场需求复苏，行业周期波动性减弱将逐渐得到验证，龙头企业明年估值中枢有望继续上行。

支撑评级的要点

- 行业回顾：**行业需求淡季不淡旺季更旺，不同细分产品二季度陆续迎销售热潮。2020年1-10月累计实现挖掘机销量26.4万台，同比增长34.5%，国内疫情有效控制后连续7各月销量增速均超50%，行业呈现明显的淡季不淡、旺季更旺的需求特征，预计全年销量有望达到32万台以上；汽车起重机周期波动性相比挖掘机更强，其景气周期略滞后挖掘机，三季度需求淡季行业各月销量增速仍超45%；全年销量增速有望达25%左右水平；中后期混凝土泵车和塔机接力高速增长，预计全年泵车销量增速有望达50%，塔机销量增速也有望达30%-40%的水平。
- 销量展望：**行业周期波动性大幅收敛，后周期工程机械品种销量增速将继续引领行业。国内基建和地产投资逐渐步入稳定增长的新阶段，未来几年城镇化率将继续保持稳步提升，带动工程机械设备保有量同步的扩张，叠加机器换人、大量的更新换代需求及海外市场渗透率的持续增加，工程机械行业的周期波动性会明显减弱。未来2年预计挖掘机和汽车起重机销量仍将保持高位的稳步增长，汽车起重机景气程度会较挖掘机更弱；混凝土泵车由于更新需求滞后及环保政策影响，未来2-3年有望继续保持20%-30%的高增长，混凝土搅拌车由于治超带来大量超载型号的更新换代，未来2-3年销量有望持续保持10万台以上；塔机由于装配式建筑渗透率提升及更新换代，短期周期性相对较弱。
- 竞争格局：**挖掘机行业竞争格局尚未完全固化，其它细分领域竞争格局已较清晰。疫情冲击后挖掘机国产品牌加速实现对进口品牌的替代，以三一、徐工、柳工为代表的国产龙头市场份额明显提升，外资品牌市场份额进一步压缩至30%左右，随着国产品牌产品竞争力的全面提升，未来龙头企业的市场份额还会进一步提升，目前行业玩家仍有35家左右，虽然三一龙头地位稳固，但竞争格局并未完全固化，中联可能是冲击行业竞争格局的最后一个变量；汽车起重机三分天下的竞争格局基本形成，中联、三一不断缩小与行业龙头的差距；混凝土泵车三一和中联双寡头势均力敌，其他厂商对两者的冲击有限，混凝土搅拌车轻量化发展趋势明显，有上装优势的主机龙头市场份额会进一步提升；塔机中联一枝独秀，2021年伴随产能释放市场份额还会进一步提升，徐工、三一发力和布局塔机赛道更多会对中小塔机厂商形成冲击，加速行业集中度提升。

投资建议

- 1) 促内循环背景下，明年国内市场仍将保持旺盛需求，海外疫情改善后海外市场需求将强势复苏，行业将继续保持高景气度，挖掘机、汽车起重机销量继续高位稳步增长，混凝土机械、塔机等后周期工程机械品种销量增速预计将继续引领行业；2) 行业竞争格局优化，龙头市场份额进一步提升；3) 行业周期波动性收敛，估值中枢有望上移，龙头企业利润弹性不断释放，有望形成利润+估值的双击。持续重点推荐中联重科、三一重工、徐工机械、恒立液压，建议关注建设机械、柳工等。

评级面临的主要风险

- 工程机械行业景气度大幅下滑，基建和地产投资不及预期，行业竞争恶化。

相关研究报告

 《国际半导体设备行业2020年三季报总结》
20201117

 中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备

证券分析师：杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514080001

证券分析师：陶波

(8621)20328512

bo.tao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060002

联系人：朱祖跃

zuyue.zhu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300120080005

目录

行业回顾：行业需求淡季不淡旺季更旺，不同细分产品二季度陆续开始迎销售热潮	5
挖掘机工具化属性逐渐加强，行业高景气度持续超预期.....	5
中后期工程机械品种持续发力，混凝土机械和塔机引领行业增长.....	6
销量展望：行业周期波动性大幅收敛，后周期工程机械品种销量增速将继续引领行业	9
基建和地产投资进入稳定发展的新阶段，城镇化率稳步提升将带来工程机械保有量持续扩张.....	9
环保和更新有助于行业销量中枢不断上移，进一步平滑行业周期波动.....	10
机器换人打开小挖中长期成长空间，工程起重机 21 年重点关注吨位结构变化.....	12
挖掘机和汽车起重机销量预计高位稳定增长，中后期混凝土机械和塔机将陆续迎需求高峰.....	13
竞争格局：挖掘机行业竞争格局仍未完全固化，其它细分领域竞争格局已较清晰	14
挖掘机：国产龙头品牌加速进口替代，行业竞争格局仍未完全固化.....	14
汽车起重机：“三分天下”行业竞争格局基本确定，未来三大主机厂差距有望进一步缩窄.....	15
混凝土机械：混凝土泵车三一和中联两者势均力敌，治超有助于搅拌车市场大幅向主机龙头集中.....	16
塔机：中联全球塔机王者，徐工、三一等主机龙头纷纷发力塔机赛道将加速对中小厂商的冲击.....	18
投资建议	19
风险提示	20

图表目录

图表 1.挖掘机月销量走势 (台)	5
图表 2.小松开工小时数 (小时)	5
图表 3.挖掘机月出口销量及同比增速	6
图表 4.挖掘机出口销量占比不断提升	6
图表 5.挖掘机不同机型累计销量增速 (%)	6
图表 6.挖掘机不同产品结构销量占比 (%)	6
图表 7.汽车起重机月销量走势 (台)	7
图表 8.履带起重机销量及增速	7
图表 9.混凝土泵车年销量及增速走势 (台)	7
图表 10.混凝土搅拌车销量及增速走势 (台)	7
图表 11.塔机历年行业销量及其增速 (台)	8
图表 12.庞源租赁塔机数量及总吨米数	8
图表 13.庞源吨米利用率仍维持在较高水平	8
图表 14.庞源租赁价格指数 2020 年有所下行	8
图表 15.1-10 月基建固定资产投资累计增速 3.0%	9
图表 16.1-10 月房屋新开工面积累计增速-2.6%	9
图表 17.2019 年中国城镇化率约 60%	10
图表 18.2004-2019 年挖掘机及地产与基建投资复合增速	10
图表 19.挖掘机 8 年保有量变化 (万台)	10
图表 20.汽车起重机 9 年保有量变化 (万台)	10
图表 21.混凝土泵车 10 年保有量变化 (万台)	11
图表 22.塔机 10 年保有量变化 (万台)	11
图表 23.全国重型柴油车从国 I 到国 VI 排放标准推进史	11
图表 24.2008 年至今农名工老龄化占比不断提升	12
图表 25.日本小挖产量占比与人口老龄化趋势基本一致	12
图表 26.2019 年 6 月汽车起重机吨位销量结构	12
图表 27.2020 年 4 月汽车起重机吨位销量结构	12
图表 28.国产品牌挖掘机市场份额近年来不断攀升	14
图表 29.近十年国内累计销量前 4 企业市场份额变化情况	14
图表 30.国产挖掘机三大主机厂市场份额变化情况	15
图表 31.2012 年以来挖掘机行业集中度不断提升	15
图表 32.汽车起重机三大厂商市场份额变化情况	15
图表 33.2020 年三大厂商汽车起重机市场份额预估	15

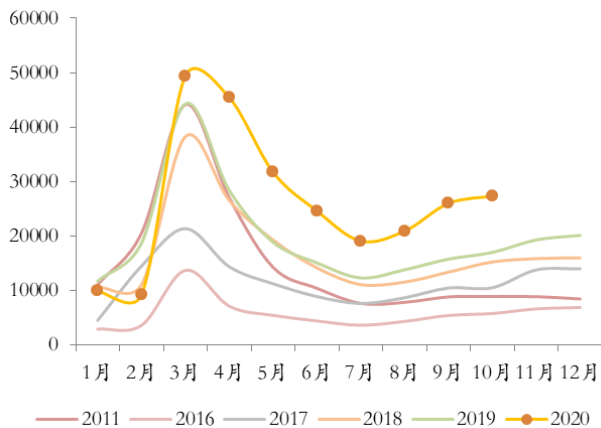
图表 34.2018 年不同机型汽车起重机销量及占比.....	16
图表 35.2018 年三大厂商不同机型市场份额	16
图表 36.2018 年混凝土泵车行业竞争格局.....	17
图表 37.2020 年混凝土泵车行业竞争格局预计.....	17
图表 38.2018 年混凝土搅拌车行业竞争格局	17
图表 39.2020 年三一和中联搅拌车市场份额预计.....	17
图表 40.2018 年具有塔机生产资质的制造企业近 400 家	18
图表 41.2008 年以来行业集中度明显提升.....	18
图表 42. 报告中提及上市公司估值表	19

行业回顾：行业需求淡季不淡旺季更旺，不同细分产品二季度陆续开始迎销售热潮

挖掘机工具化属性逐渐加强，行业高景气度持续超预期

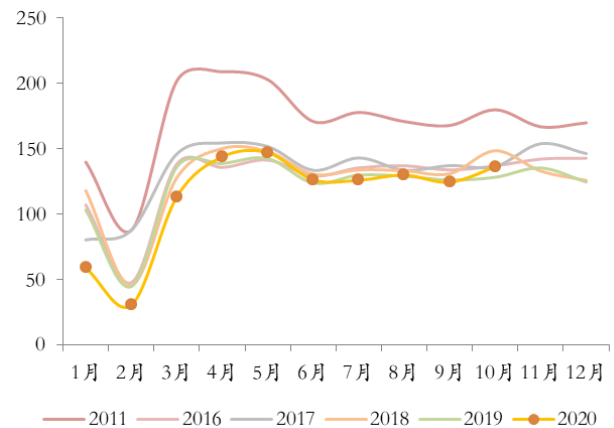
4月以来挖掘机连续7个月销量增速超50%凸显需求强劲，全年销量有望超32万台。根据中国工程机械工业协会数据显示，2020年1-10月累计实现挖掘机销量26.4万台，同比增长34.5%，销量续创同期历史新高，行业高景气度持续，预计全年销量有望达32万台以上的新纪录。随着国内疫情的有效控制，挖掘机作为工程机械行业的反弹先锋3月销量增速率先转正，目前已连续7个月销量增速保持在50%以上，行业呈现明显的淡季不淡、旺季更旺的需求特征，年内季节周期波动性较小，销量强劲的原因主要系：1) 补偿性需求的快速释放及逆周期调节的加强；2) 挖掘机工具化属性加强，零部件国产化率也不断提升，挖掘机价格持续下行，应用场景不断拓宽，疫情冲击减少了劳动力的流动性，加剧了部分区域劳动力的短缺，反而催生了更多的机器换人的需求；3) 环保和自然更新的持续进行。从小松的挖掘机开工小时数来看，10月开工小时数136.5h，同比提升8.1h，今年4-10多月的开工小时数同比去年有所提升，考虑到小松在国内市场份额的持续下滑，意味着开工依然维持在较高水平，行业并未出现大幅透支销售的迹象，也进一步验证了下游需求的真实性。

图表1.挖掘机月销量走势(台)



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

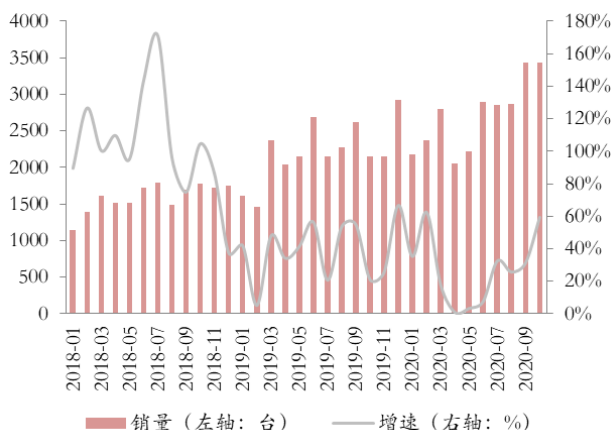
图表2.小松开工小时数(小时)



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

三季度出口开始明显回升，国产品牌走出去趋势不可逆。受海外疫情冲击，海外市场今年出现明显的萎缩，二季度行业出口销量增速仅为个位数，三季度开始，行业出口出现明显的回升，1-10月出口累计销量达27127台，增速回升至25.9%，占总销量的比重为10.3%，随着海外疫情的缓解，接下来2个月预计销量增速进一步回升。考虑到国内疫情在全球率先得到有效控制，国内主机厂也较早实现复工复产，更好的保障产能的弹性和供应销售的稳定性，海外疫情的持续发酵为海外市场客户接受国产品牌创造了更好的环境，2020年主机龙头自有品牌出口不降反升体现国产品牌海外市场渗透率的提升，也彰显了国产品牌产品竞争力的全方位提升，加上海外渠道的优化，国产品牌走出去趋势不可逆，未来国内工程机械龙头企业也必将逐渐成为全球工程机械领军企业，目前国内品牌在海外市场的渗透率还很低，广阔的海外市场将为国内龙头企业中长期持续发展提供强劲的动力。

图表 3.挖掘机月出口销量及同比增速



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

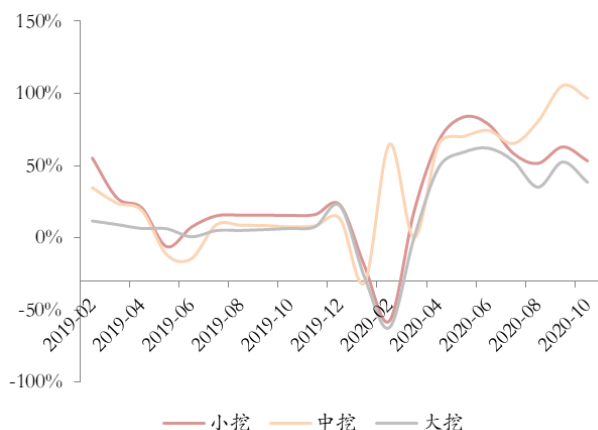
图表 4.挖掘机出口销量占比不断提升



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

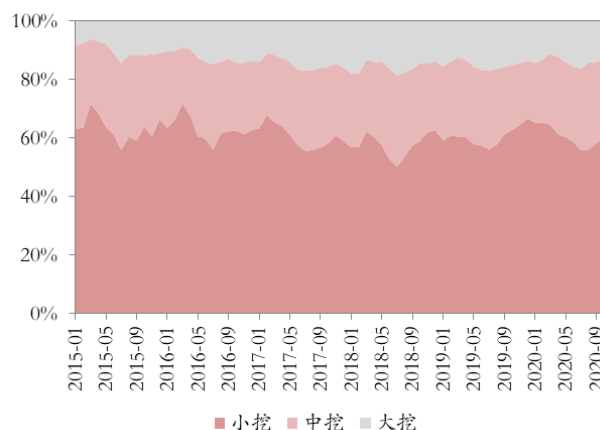
小挖工具化属性加强淡化挖掘机周期波动性，小挖占比还有较大提升空间。从不同的机型来看，1-10月小挖累计销量 143586 台，同比增长 36.8%，中挖累计销量 61798 台，同比增长 38.7%，大挖累计销量 25258 台，同比增长 24.5%，中小挖销量增速明显高于大挖销量增速，机器换人的持续拓展、新农村建设、地产投资高位稳步增长等为中小挖需求提供强劲支撑。小挖的强劲增长是本轮周期景气度持续超预期和周期波动性趋缓的关键，目前小挖销量占比约 60%，与上一轮景气高峰 2010-2011 年相比提升超 20pct。未来随着有效劳动力供给进一步缩减，成本的持续上行及挖掘机价格的下行，中小挖的工具化属性将越来越突出，将催生出更多的应用场景实现机器换人，中长期来看小挖的销量占比预计有望提升至 70%-80% 的水平。

图表 5.挖掘机不同机型累计销量增速 (%)



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

图表 6.挖掘机不同产品结构销量占比 (%)

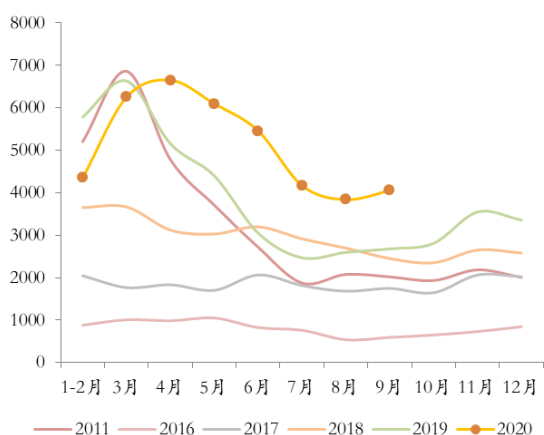


资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

中后期工程机械品种持续发力，混凝土机械和塔机引领行业增长

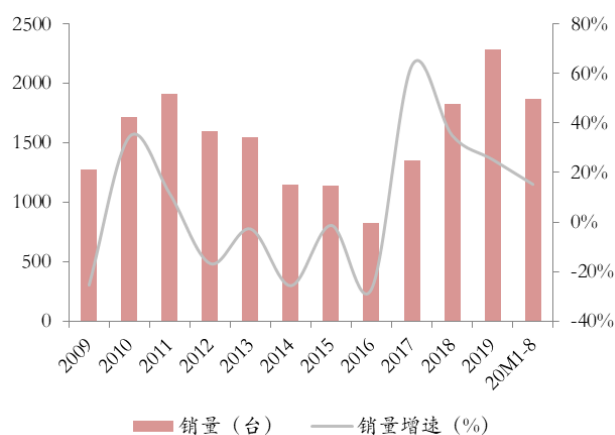
汽车起重机周期波动性相比挖掘机更强，全年销量增速有望达 25%。汽车起重机景气周期相比挖掘机略有滞后，两者基本保持同步，但由于其保有量相对较小、应用场景相对较少、作业频率和作业强度更低、区域之间差异化较大等，周期波动性相比挖掘机更强，持续增长对投资的依赖度也更高。据中国工程机械协会数据统计显示，1-9 月汽车起重机累计销量约 4.1 万台，同比增长约 25%，销量增速略低于挖掘机，疫情冲击致一季度销量短暂下滑后，4 月行业销量增速重新转正，接近 30% 的水平，6 月销量增速进一步提升至 79% 左右，三季度需求淡季各月仍保持 45% 以上的高增长，考虑到去年下半年基数的持续上行，预计四季度各月销量增速环比将有所回落，全年销量仍有望实现 25% 左右的增长。

图表 7.汽车起重机月销量走势（台）



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

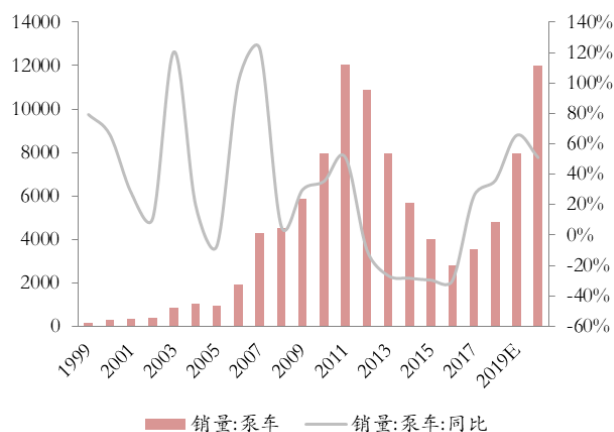
图表 8.履带起重机销量及增速



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

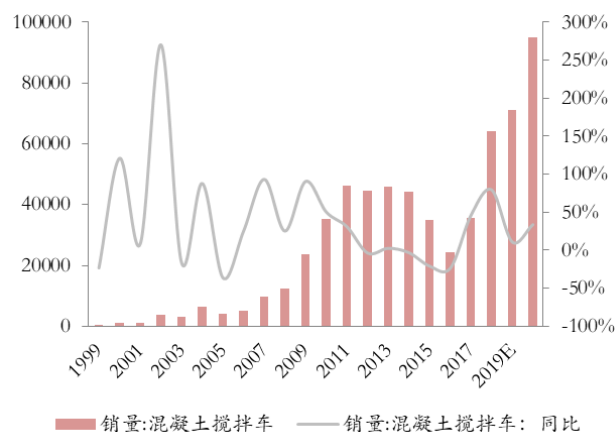
混凝土泵车为代表的中后期工程机械品种接力挖掘机高增长，全年有望实现近 1.2 万台的销量。混凝土泵车施工顺序相比挖掘机有所滞后，使用寿命较也 longer，并且上一轮周期过渡出清更严重，因而其复苏相对较晚，从 2019 年开始，以混凝土泵车为代表的中后期工程机械品种开始接力挖掘机实现高速增长，近两年混凝土泵车下游客户方量均较充足、产品投资回收期较短，泵车需求十分旺盛。今年混凝土泵车延续 2019 年高增长的趋势，三季度销量增速相比上半年进一步提升，预计前三季度销量同比增长超 50%，增速明显领先挖掘机，预计全年销量有望达 1.2 万台左右。其他混凝土机械产品中，混凝土搅拌车上半年销量基本持平，三季度开始各月基本保持翻番以上的高增长，预计全年销量有望达 9.5 万台，同比增长约 35%，销量增速水平与挖掘机相当，其它混凝土机械产品像车载泵、搅拌站也有不同程度的增长。

图表 9.混凝土泵车年销量及增速走势（台）



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

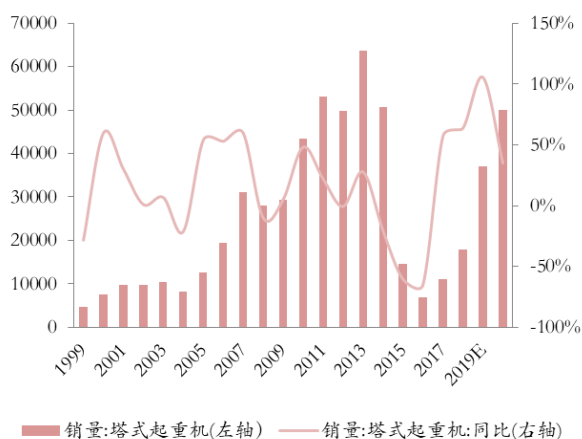
图表 10.混凝土搅拌车销量及增速走势（台）



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

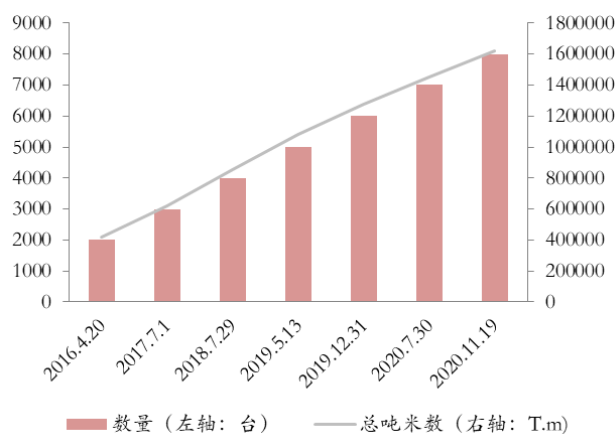
施工工艺改变及施工安全重视程度提升加速塔机的更新换代，塔机新一轮景气周期延续。根据全国装配式建筑发展规划，到2020年全国装配式建筑面积占新建建筑面积比重达到15%，到2025年左右，该占比要提升至30%左右的水平，多个地方政府制定了更高的装配式建筑渗透率规划目标，并通过用地支持、财政补贴、专项资金、税收优惠等激励措施来促进装配式建筑渗透率的提升，在政策持续大力推动下，装配式建筑有较强的持续发展动力，装配式建筑的快速发展将带来吊装精度更高、吊装性能更强的塔机需求增加；另外，随着下游施工企业对安全性重视的提升，对设备生产年限提出较高的要求，许多大型施工企业会要求5年内甚至2年内的设备，施工工艺的改变及对施工安全性重视度的提升将加速塔机的更新换代，塔机行业从2017年开始迎来新一轮景气周期，预计2020年塔机行业有望实现近5万台的销量。从庞源租赁披露的塔吊吨米利用数据来看，二季度开始利用率逐渐上行，10月已提升至74.0%，仅略低于同期水平，考虑到疫情的影响，利用率仍处于较高水平，进一步验证行业需求景气度持续向好，庞源租赁价格指数2020年以来有所下行，11月下降至1201，价格下行主要系塔机供需缺口缩窄后租赁价格回归正常所致，在塔机行业需求持续向好、行业不出现过渡供给的情形下塔机租赁价格持续大幅下行的空间较低。

图表 11.塔机历年行业销量及其增速（台）



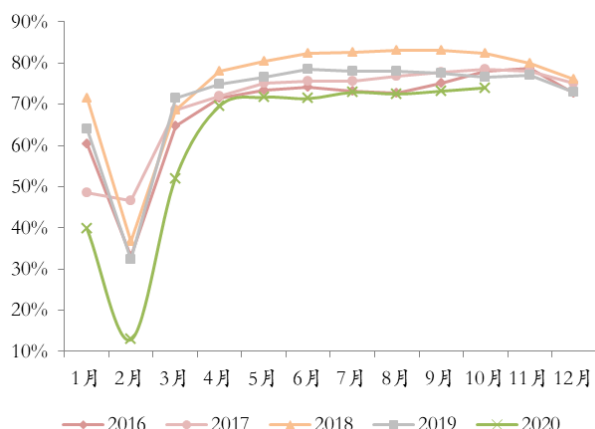
资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

图表 12.庞源租赁塔机数量及总吨米数



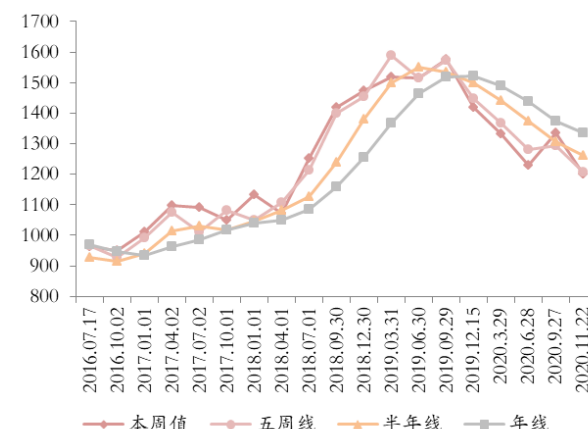
资料来源：庞源租赁官网，中银证券

图表 13.庞源吨米利用率仍维持在较高水平



资料来源：庞源租赁官网，中银证券

图表 14.庞源租赁价格指数 2020 年有所下行



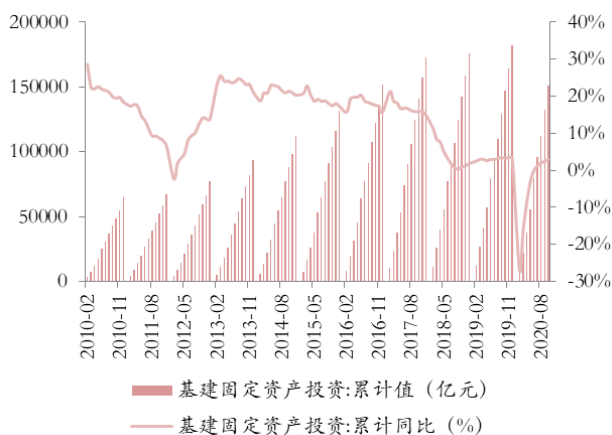
资料来源：庞源租赁官网，中银证券

销量展望：行业周期波动性大幅收敛，后周期工程机械品种销量增速将继续引领行业

基建和地产投资进入稳定发展的新阶段，城镇化率稳步提升将带来工程机械保有量持续扩张

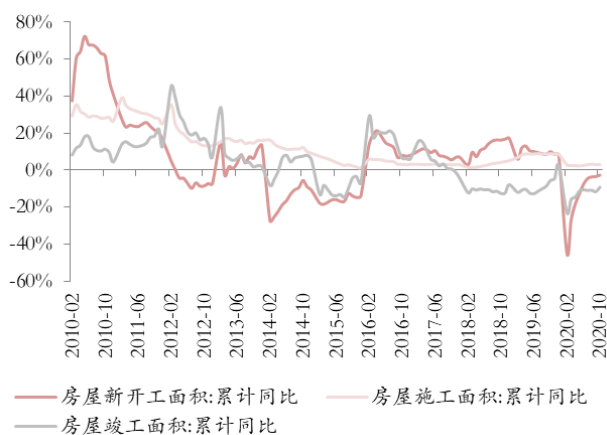
促内循环背景下，预计 2021 年基建和地产投资继续保持平稳增长。2020 年逆周期调节政策加强的重点并非在传统基建的大规模扩张，而侧重点在于基建项目结构的调整及符合产业发展趋势的新基建，重点支持两新一重及惠民生领域的相关建设，1-10 月基建固定资产投资增速为 3.0%，与去年全年水平相当，2021 年促内循环背景下，预计基建投资继续保持平稳增长；2017 年房地产行业去库存后，18 年开始政府不断加大对房地产投资的调控力度，房地产发展步入稳定发展的新平台阶段，2020 年虽有房地产融资新规“三条红线”出台，但房地产的基调仍是以稳为核心，注重长效机制的建立完善和因城施政，1-10 月房地产总投资累计增速 6.3%，房屋新开工面积同比略降 2.6%，2021 年房地产投资不悲观，预计仍继续保持稳中有升。

图表 15.1-10 月基建固定资产投资累计增速 3.0%



资料来源：万得，中银证券

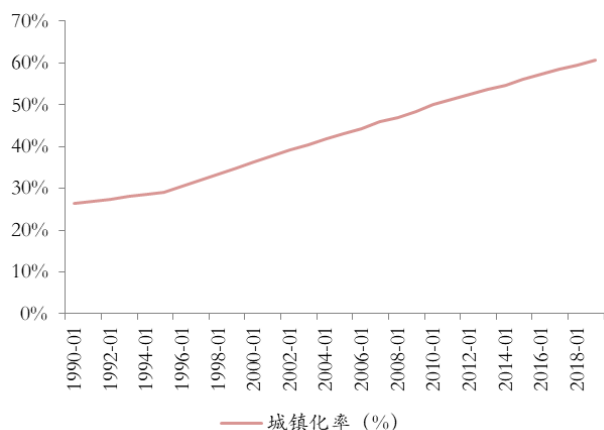
图表 16.1-10 月房屋新开工面积累计增速-2.6%



资料来源：万得，中银证券

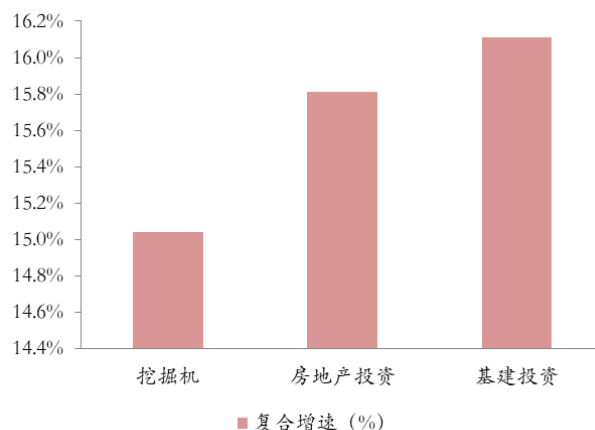
中长期来看，城镇化率持续稳步上行为工程机械保有量扩张提供强劲支撑。据国家统计局统计显示，2019 年我国城镇化率约 60%，与日本 60 年代水平相当，远低于日本目前 90% 以上的城镇化率，据联合国统计，大多数发达国家城镇化率均处于 80%-90% 的区间，我国未来城镇化率还有一定的提升空间。日本城镇化率从 60 年代 60% 左右提升至 90 年代 70% 左右水平，期间伴随建筑业产值持续提升，其工程机械在此阶段仍以本土市场为主，其挖掘机销量持续震荡上行，周期波动性较弱，借鉴成熟市场工程机械的发展经验，我国工程机械市场理应也保持类似的发展轨迹，上一轮周期主要在于大水漫灌造及行业不理性竞争造成周期波动性加剧，从 2004 年到 2019 年，挖掘机销量的年复合增速约 15%，同期房地产投资和基建投资复合增速分别为 15.8%、16.1%，因此拉长来看挖掘机销量的增长与投资的增长基本匹配，行业持续增长仍是比较理性、健康，在后续基建和地产进入新的平台稳定发展期，城镇化率的持续稳步上行将带来设备保有量的不断扩张，周期波动性将大幅减弱。

图表 17.2019 年中国城镇化率约 60%



资料来源：万得，国家统计局，中银证券

图表 18.2004-2019 年挖掘机及地产与基建投资复合增速

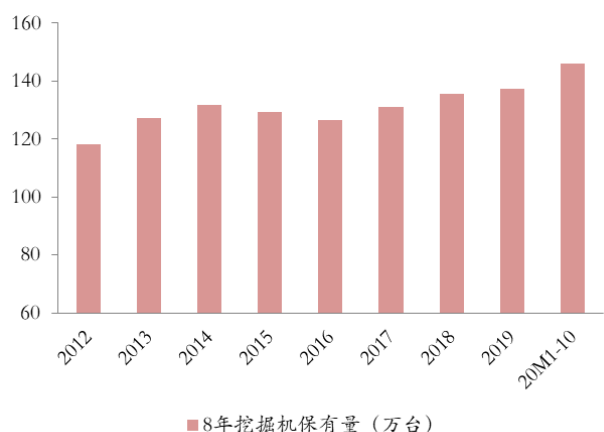


资料来源：万得，国家统计局，中国工程机械工业协会，中银证券

环保和更新有助于行业销量中枢不断上移，进一步平滑行业周期波动

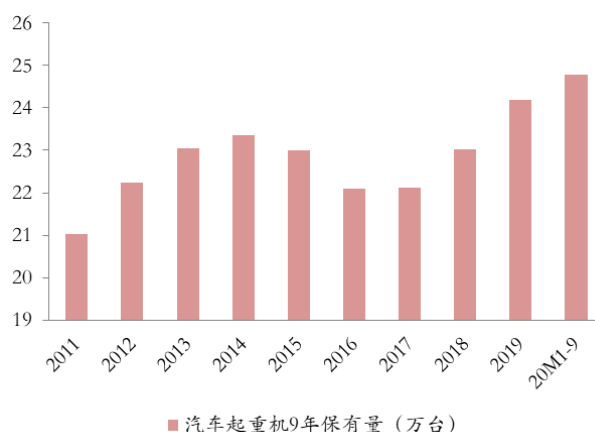
不同设备更新换代需求节奏有所差异，不断增长的设备保有量为行业销量提供较强安全垫。从施工的顺序来看，一般按挖掘机、起重机、混凝土机械和塔机的先后顺序演绎；从不同设备的使用寿命来看，挖掘机作业频率较高，一般使用 6-8 年，汽车起重机一般使用 7-10 年，而履带起重机往往使用长达 20-30 年，混凝土泵车由于价值量较高，一般使用 10 年左右。施工周期和使用周期的不同步，决定了未来 2-3 年各工程机械细分品种的更新需求也会有所差异。参考协会对挖掘机的统计口径，我们分别建立了不同工程机械保有量测算模型，截止 2020 年前 10 月，挖掘机 8 年保有量约 150 万台，2020 年前 9 月汽车起重机保有量近 25 万台，2020 年混凝土泵车 10 年保有量预计略超 7 万台，塔机 10 年保有量预计超 40 万台，设备保有量的持续增长带来设备更新换代需求中枢的不断上移，有助于进一步平滑行业周期波动。

图表 19.挖掘机 8 年保有量变化 (万台)



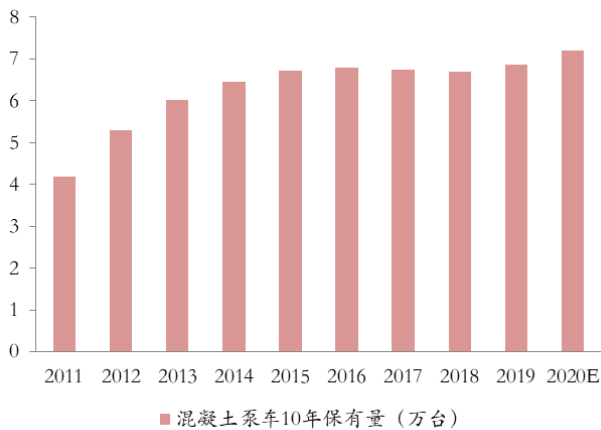
资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

图表 20.汽车起重机 9 年保有量变化 (万台)



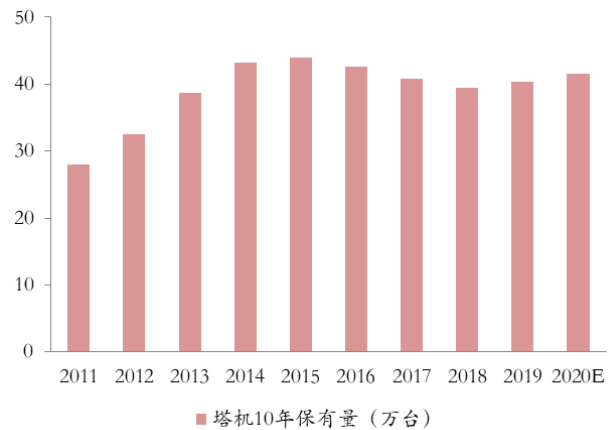
资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

图表 21. 混凝土泵车 10 年保有量变化 (万台)



资料来源: 万得, 中国工程机械工业协会, 中银证券

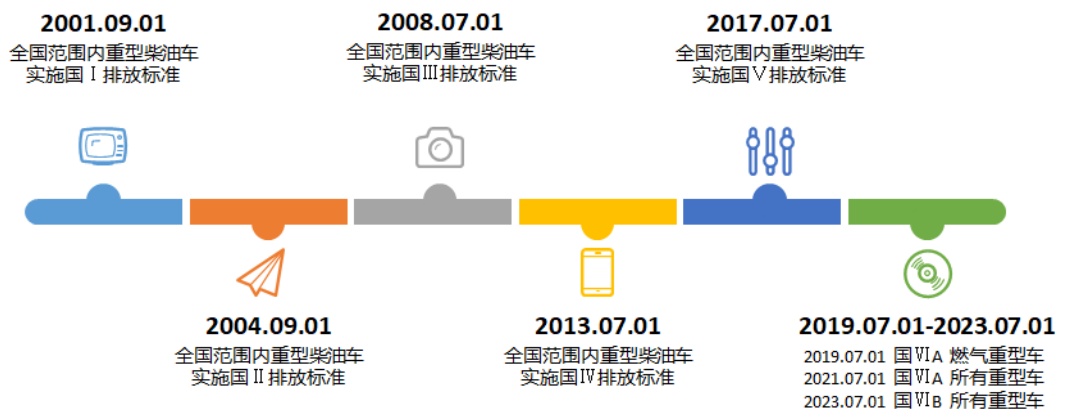
图表 22. 塔机 10 年保有量变化 (万台)



资料来源: 万得, 中国工程机械工业协会, 中银证券

环保政策趋严大势所趋, 国三道路移动机械设备及国二非道路移动机械设备淘汰期渐行渐近。为缓解环境压力, 我国柴油车的排放标准不断更新升级, 2017 年 7 月 1 日, 重型柴油车的国五标准正式实施, 2019-2023 年将陆续进入国六排放标准。国六排放标准分为 A、B 两个阶段, 2019 年 7 月 1 日开始, 燃气重型车执行国六 A 排放标准, 2021 年 7 月 1 日所有城市重型车执行国六 A 排放标准, 到 2023 年 7 月 1 日, 所有重型车实施国六 B 排放标准。道路移动机械一般为“隔三代”淘汰, 目前多省市已公告提前执行国六排放标准, 将禁售国五、国四全天限行、国三不再年检, 因此 2021 年这些设备将面临加速淘汰; 非道路移动机械之前征求意见稿显示, 自 2020 年 12 月 1 日起, 国四排放标准将正式实施, 不满足国四标准的非道路移动机械不得生产、进口、销售, 由于疫情影响, 非道路移动机械国四排放标准实施有所延迟但不会缺席, 预计 2021 年下半年也有望开始实施, 因此在环保政策驱动下, 国二非道路移动机械设备也将面临陆续强制更新淘汰。目前混凝土泵车、汽车起重机、混凝土搅拌机保有量中国三以及国二挖掘机占比均较高, 未来 2-3 年存在较强的环保升级需求。

图表 23. 全国重型柴油车从国 I 到国 VI 排放标准推进史

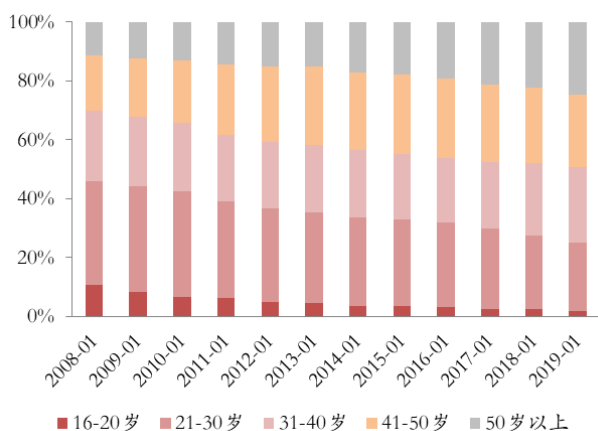


资料来源: 生态环境部, 本地宝, 中银证券

机器换人打开小挖中长期成长空间，工程起重机 21 年重点关注吨位结构变化

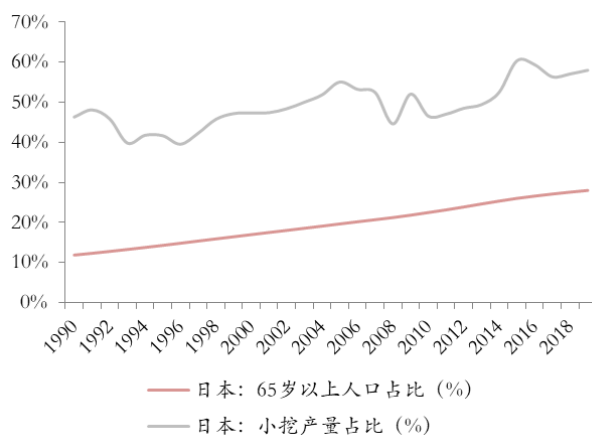
劳动力老龄化催生大量小挖机器换人的需求，挖掘机周期波动性将大幅收敛。随着人口拐点的出现，建筑业人口红利过去几年已逐渐消失，人口老龄化率趋势明显，劳动密集型行业劳动力供给持续减少，劳动力成本持续攀升，劳动力人口老龄化加剧及供需缺口的放大将催生工程机械更多应用场景的机器换人需求。挖掘机机器换人需求更多是小挖，汽车起重机、混凝土泵车等其它工程机械设备也有一定的机器换人需求，但应用场景都不及挖掘机广阔。以日本的小挖产量占比变化为例，其变化趋势基本与人口老龄化变化趋势一致，因此，随着人口老龄化加剧，建筑业劳动力短缺会被进一步放大，加上设备价格的下行及人工成本的持续上装，小挖的应用场景将不断被拓宽，小挖的工具化属性也在逐步增强，因此中长期来看，小挖成长属性突出，加上国际化增长贡献增量，挖掘机未来周期波动性将大幅收敛。

图表 24.2008 年至今农名工老龄化占比不断提升



资料来源：万得，国家统计局，中银证券

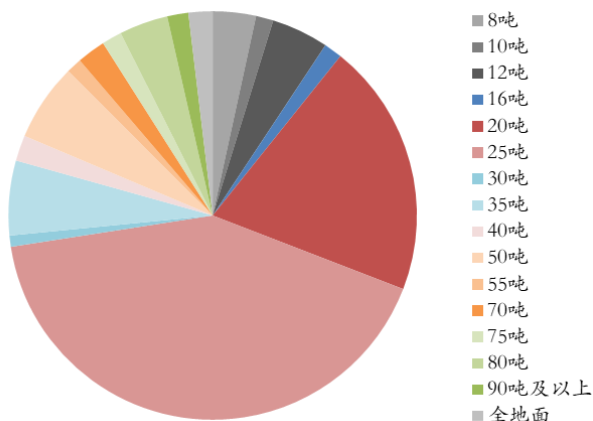
图表 25.日本小挖产量占比与人口老龄化趋势基本一致



资料来源：万得，日本建设机械工业协会，中银证券

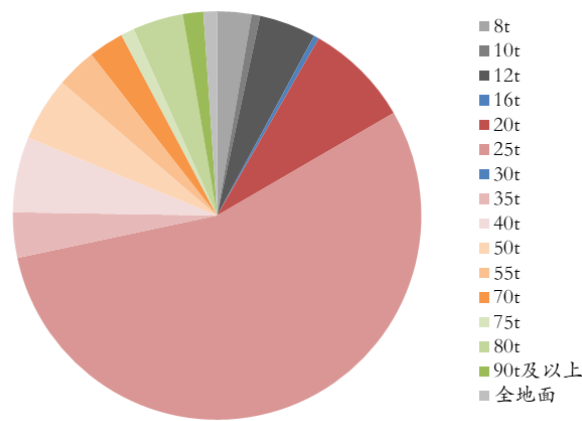
风电抢装带来大吨位汽车起重机及履带起重机需求火爆，工程起重机吨位上移趋势明显。吨位汽车起重机租赁市场竞争激烈，台班费较低，许多吊装公司小吨位均不能盈利，吊装公司纷纷加大对更高吨位设备的购买以追求高盈利水平，工程起重机吨位上移趋势明显；2020 年由于风电抢装，大吨位汽车吊及履带吊市场需求十分火爆，主机厂订单饱满，三大龙头设备可谓一机难求，大吨位设备单价和毛利率较高，因此在行业销量保持不变的情况下由于大吨位销售占比的提升，销售金额依然有望实现两位数以上的增长。

图表 26.2019 年 6 月汽车起重机吨位销量结构



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

图表 27.2020 年 4 月汽车起重机吨位销量结构



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

挖掘机和汽车起重机销量预计高位稳定增长，中后期混凝土机械和塔机将陆续迎需求高峰

在自然更新、环保政策、治超、出口及基建地产投资的综合影响下，我们对主要工程机械品种 2021 年及后续销量展望如下：

挖掘机：国内基建和地产投资进入新平台的稳定发展期，未来几年城镇化率将继续保持稳步提升，带来挖掘机保有量的同步扩张，挖掘机的周期波动性会明显减弱，另外今年疫情冲击加速催生小挖机器换人的需求，海外疫情好转后明年海外需求也有望迎来爆发，环保政策和设备的更新换代明年也将继续发力，2021 年销量仍有望继续实现正增长；

汽车起重机：汽车起重机由于保有量和应用场景相比挖掘机少、细分市场不如挖掘机成熟、区域市场相对更不平衡，因而导致汽车起重机销量相比挖掘机更容易呈现急涨急跌的趋势。三季度需求淡季销量依然保持了二季度的高增长水平，四季度预计增速环比会有所回落，全年销量有望实现 25% 左右的增长，相比 2019 年，由于风电抢装及低吨位竞争激烈，起重机吨位上移趋势明显，预计 2021 年大吨位起重机需求将持续火爆，汽车起重机行业销量将保持高位平稳运行，但销售金额仍有望保持正增长；

混凝土机械：混凝土泵车由于施工的后周期属性，叠加上一轮的过渡出清，实际上 2018 年行业才开始复苏，下游客户的资金状况有了明显的好转，二手机也基本出清，购置新机的意愿不断增强。近两年虽然市场新增了一定的泵车，但目前仍供需偏紧，体现为下游搅拌站或泵送公司客户投资回收期短、泵送方量充足、设备出租率高，我们预计全年销量约 1.2 万台，2021 年销量有望突破 1.5 万台；另外无锡超载事件发生后，治超的力度开始加大，今年搅拌车的销售中标载型号车型开始占据主流，保有量中巨大的超载型号会带来标载型号翻倍以上的替换需求，未来 2-3 年销量有望持续保持 10 万台以上的水平；

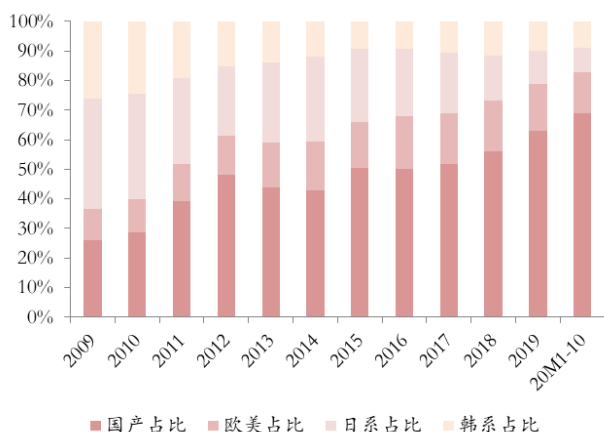
塔机：装配式建筑渗透率的持续提升及施工工地对设备年限要求的趋严会加速塔机的更新换代，塔机的保有量目前虽有 40 万台左右，但存在大量的装配精度和作业强度低的中小塔机，这些塔机急需进行升级换代，全年塔机行业销量有望达 5 万台，预计 2021 年行业销量有望突破 6 万台。

竞争格局：挖掘机行业竞争格局仍未完全固化，其它细分领域竞争格局已较清晰

挖掘机：国产龙头品牌加速进口替代，行业竞争格局仍未完全固化

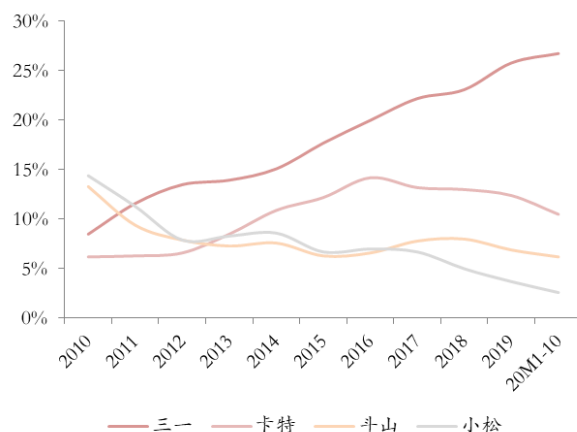
国产品牌产品竞争力日益增强，以三一为代表的国产龙头加速实现进口替代。从2009年至今，国内挖掘机行业竞争格局发生了非常大的变化，随着国产品牌综合竞争力的提升，产品性价比优势逐渐凸显，市场份额不断扩展，从2009年的26%左右提升到如今近70%的水平，而以往为主导的日、韩系市场份额不断萎缩，从63%左右降低至如今20%不到的水平，欧美系由于产品在中大挖性能上的优势，市场份额相比上一轮周期也有一定的提升，但近两年市场份额同样萎缩明显。品牌格局的变化反企业竞争力、发展战略及服务体系的变化，以三一为代表的国产龙头市场份额从2009年不到9%提升至如今26%以上，今年下半年公司市场份额持续上行，10月单月市场份额超30%，国产龙头已开始与外资品牌全方位竞争，未来国产品牌市场份额将进一步扩张。

图表 28. 国产品牌挖掘机市场份额近年来不断攀升



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

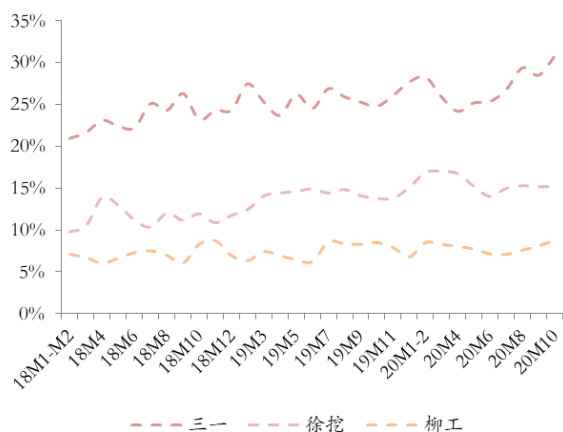
图表 29. 近十年国内累计销量前4企业市场份额变化情况



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

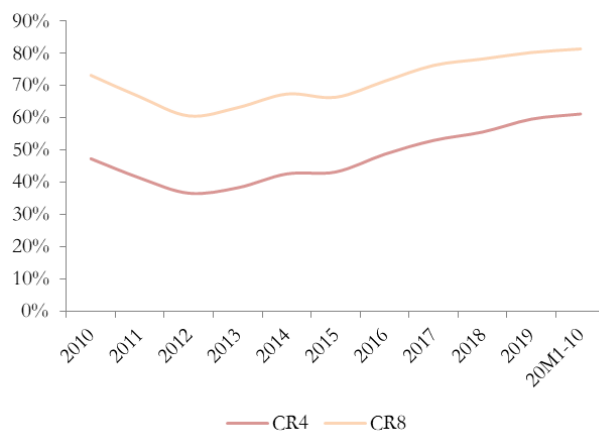
行业龙头将强者恒强，中联大力布局挖掘机有望造行业新竞争格局。目前以三一、徐工、柳工、临工等为代表的国产品牌已逐渐成为国内行业发展的主力军，三一、徐工、柳工三大主机厂市场份额过去几年均实现大幅提升，三一全年市场份额预计有望达到28%左右水平，徐工、柳工全年市场份额有望达16%、8%左右水平。行业集中度自2012年以来不断提升，目前CR4和CR8市场份额分别超61%和81%，但挖掘机仍有35家左右的企业在生产，相比国内其他工程机械品种行业集中度仍相对较低，我们认为未来行业的马太效应会越来越显著，龙头的优势会越来越明显，行业集中度还将持续稳步提升。中联今年也开始大力发力挖掘机业务，并拟大手笔定增补齐土方机械短板，挖掘机业务再出发首年即实现2%以上的市场份额，公司是冲击挖掘机行业竞争格局的最后一个变量。随着公司长沙智慧产业城年产3.3万台挖机智能产线的投产、产品谱系的完善和竞争力增强、销售渠道的优化，中长期我们看好公司成长为挖掘机行业前3的龙头。

图表 30. 国产挖掘机三大主机厂市场份额变化情况



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

图表 31. 2012 年以来挖掘机行业集中度不断提升

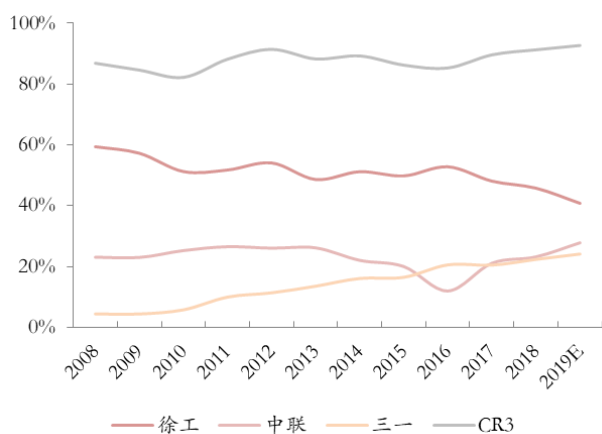


资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

汽车起重机：“三分天下”行业竞争格局基本确定，未来三大主机厂差距有望进一步缩窄

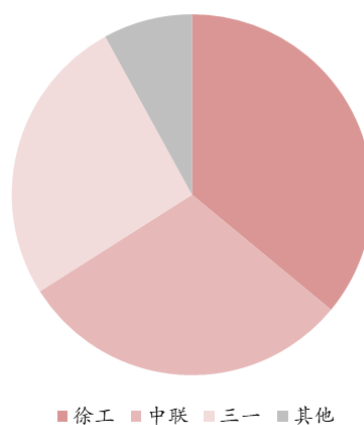
汽车起重机“三分天下”行业竞争格局清晰，2020 年三大主机厂差距进一步缩小。汽车起重机行业竞争格局清晰，徐工、中联、三一三大厂商市场竞争力突出，相比其他厂商优势明显，CR3 市场份额过去 10 年均超过 80%，近两年市场份额进一步提升至 90% 以上，行业集中度有所提升。过去多年，徐工长期占据汽车起重机的半壁江山，市场份额超过中联和三一两家之和，本轮景气周期复苏以来，徐工市场份额逐渐回落，中联和三一依托差异化的产品技术创新及优质的销售服务体系市场份额不断提升，三大主机厂份额差距逐渐缩小，2020 年预计徐工市场份额将回落至 36% 左右，中联和三一分别提升至 30%、26% 左右，汽车起重机“三分天下”的行业竞争格局基本确立。

图表 32. 汽车起重机三大厂商市场份额变化情况



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

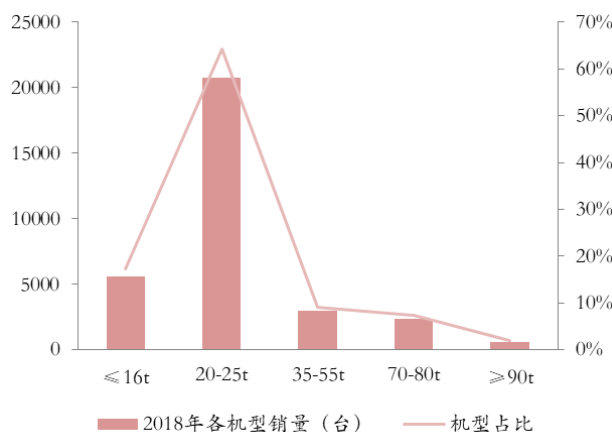
图表 33. 2020 年三大厂商汽车起重机市场份额预估



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

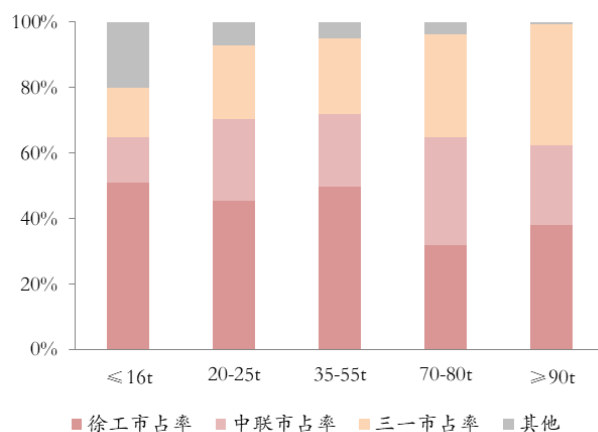
三大厂商不断推出差异化、有竞争力的新机型，明年中小吨位竞争预计进一步加剧。根据2018年汽车起重机产品销量结构，可以看出三大厂商之前在不同吨位产品的竞争力有所差异。在16吨及以下，徐工产品由于设计紧凑、故障率低，优势明显；在20-25吨，也是销量占比最大的吨位区间，徐工和中联保持相对强势，而三一通过推出T系列新产品，市场份额快速提升，缩小与行业前二的差距；在35-55吨，徐工之前优势较明显，但随着三一和中联先后推出4桥35吨产品，中联35吨更是成为2019年的销量爆款，市场份额有大幅的提升；在70-80吨，三大厂商整体势均力敌，中联每吨位均有多款产品夹击竞争对手，产品竞争力稍强；在90吨及以上，之前三一和徐工更强，今年中联在大吨位产品大力显著，大吨位市场份额得到大幅提升。中联、三一凭借更敏锐的市场反应速度，更强的产品设计创新能力及更优质的销售服务，在弱势吨位纷纷发力，中联在25吨及以上各吨位基本都处于数一数二，在小吨位市场份额相对较低，三一多吨位产品市场份额也有明显的提升。随着行业需求的放缓，叠加中小吨位台班费较低，客户投资收益率很低，预计2021年中小吨位行业的竞争将进一步加剧。

图表 34.2018 年不同机型汽车起重机销量及占比



资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

图表 35.2018 年三大厂商不同机型市场份额

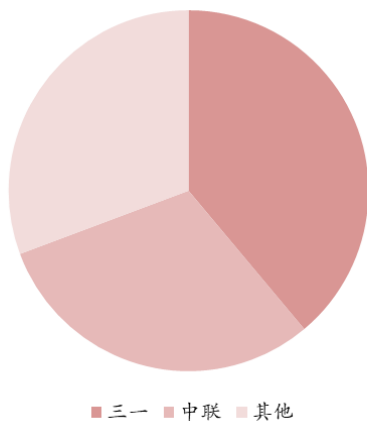


资料来源：万得，中国工程机械工业协会，中银证券

混凝土机械：混凝土泵车三一和中联两者势均力敌，治超有助于搅拌车市场大幅向主机龙头集中

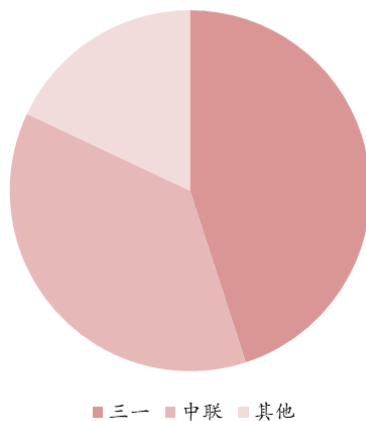
混凝土泵车三一和中联双寡头地位进一步巩固，徐工近些年高速发展对行业竞争格局冲击有限。混凝土泵车作为混凝土机械利润率最高的产品，近两年随着行业复苏参与者虽有所增加，但双寡头竞争格局没有发生变化，其他厂商更多集中在技术含量相对较低的短臂架泵车领域。2018年三一和中联混凝土泵车市场份额合计约70%，在长臂架泵车领域两者的市场份额更高，2020年两者市场份额预计进一步提升至80%以上，其中三一市场份额预计保持相对稳定，中联市场份额预计大幅提升至35%以上，三一和中联在设计研发、产品品质、生产制造、服务体系等各方面相比其他厂商均有明显的竞争优势，小厂商单纯依靠低价路线并不能获得广泛客户的认可，随着下游客户专业化程度越来越高及下游客户集中度的提升，小厂商的市场份额还将进一步被压缩，徐工近年来混凝土机械业务也表现亮眼，但产品的综合竞争力相比双寡头仍有一定差距，对行业竞争格局的冲击有限。

图表 36.2018 年混凝土泵车行业竞争格局



资料来源：中国工程机械工业协会，中银证券

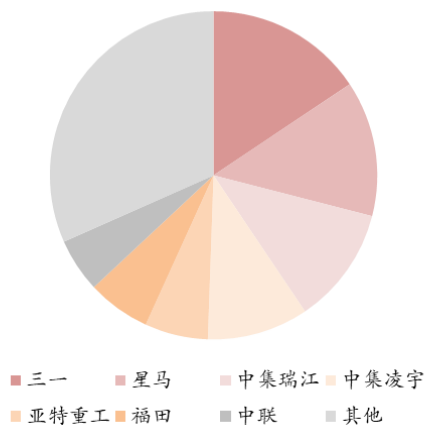
图表 37.2020 年混凝土泵车行业竞争格局预计



资料来源：中国工程机械工业协会，中银证券

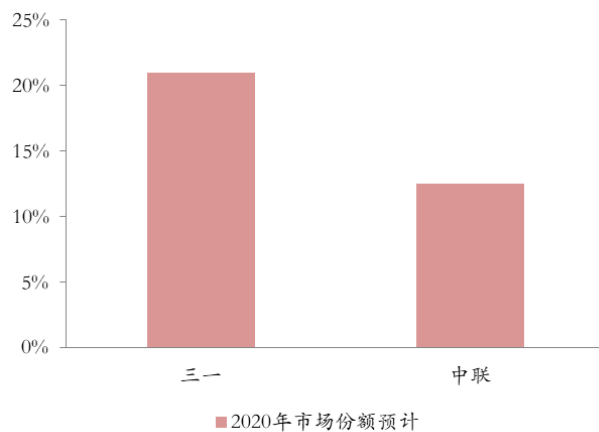
混凝土搅拌车行业竞争激烈，疫情冲击及治超力度增强有助于行业向工程机械主机龙头集中。混凝土搅拌车行业竞争较为激烈，产品毛利率较低，2018 年 CR3 市场份额约 40%。据我们测算，目前市场上混凝土搅拌车保有量约 40 万台左右，其中多半是超载型号，随着今年治超力度的进一步加强，搅拌车标准化趋势明显，今年市场销售的搅拌车大多数已变为标载型号，考虑到超载型号运力是标载型号的 2-3 倍，因此未来几年将有大量的超载型号设备逐渐被标载型号所替换。治超力度加强后，对搅拌车轻量化设计提出更高的要求，工程机械主机龙头上装设计能力更强，因此未来市场份额将逐渐向主机龙头集中，三一和中联的市场份额有望持续提升。

图表 38.2018 年混凝土搅拌车行业竞争格局



资料来源：中国工程机械工业协会，中银证券

图表 39.2020 年三一和中联搅拌车市场份额预计

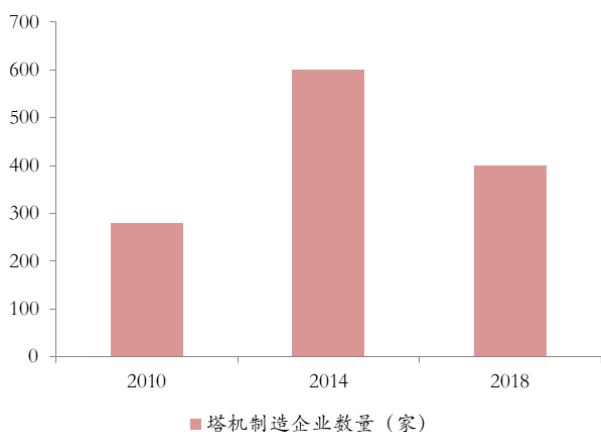


资料来源：中国工程机械工业协会，中银证券

塔机：中联全球塔机王者，徐工、三一等主机龙头纷纷发力塔机赛道将加速对中小厂商的冲击

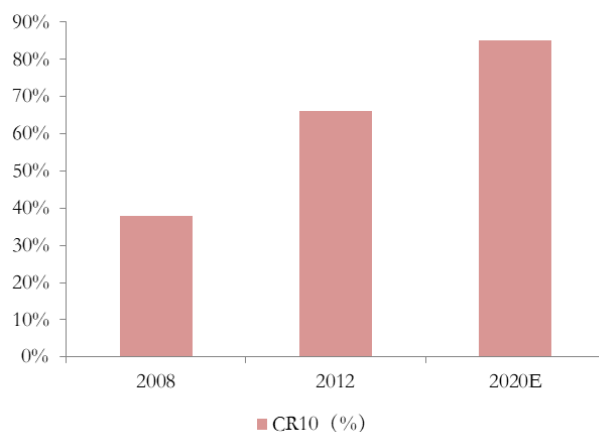
安全环保政策趋严+PC化率提升+下游租赁商集中度提升有利于塔机制造业加速出清，未来行业龙头将强者恒强。2018年，国内拥有塔机生产资质的企业近400家，其中大部分生产QTZ63以下的小型塔机，塔机生产制造环节有较多的焊接和涂装工艺，随着环保政策的趋严、施工企业对产品安全性重视程度提升及下游PC化率提升带来产品精度和强度的提升，行业的准入门槛越来越高，迫使一些小厂商加速退出市场，2019年塔机生产制造企业数量进一步缩减，2020年疫情冲击进一步加速行业集中度的提升，CR10从2008年的不到40%预计将提升到2020年起85%的水平。从下游租赁商角度来看，租赁商企业数量从2014年的1.2万家左右缩减至2018年的7000家左右，下游客户集中度也提升明显，客户专业化程度更高，对品牌和安全性意识更强，更倾向于采购中大型企业所生产的塔机，塔机行业市场份额将进一步向龙头企业集中。

图表 40.2018 年具有塔机生产资质的制造企业近 400 家



资料来源：建筑设备租赁，中银证券

图表 41.2008 年以来行业集中度明显提升



资料来源：力拓电气，中国工程机械工业协会，中银证券

中联塔机龙头强者恒强，新产能投放有助于2021年市场份额进一步提升。中联作为国内塔机市场的绝对龙头，在研发技术、制造实力、产品型谱、品牌服务等方面拥有全方位的竞争优势。公司塔机拥有60年的研发技术，其间还收购了德国JOST平头塔的全套技术和德国威尔伯特技术，2020年公司新推出W系列新品，通过ETI智控、结构、传动三大技术升级实现产品的全新升级换代，进一步拉大与国内其他厂商的差距；公司全球最先进的常德塔机智能工厂一期于2019年初建成投产，是国内少有的拥有大规模生产能力的主机厂商，随着人力成本的上升和客户对品质要求的提升，公司的制造优势会随着行业规模的扩大而不断增强；公司构建了锤头、平头、动臂各领域齐全的产品型谱，拥有丰富的项目施工经验，能满足不同客户不同工况的需求，另外从下游租赁商客户到终端施工用户再到维修保养人员，一直接触并认可中联的品牌，公司通过最好的质量+最好的服务+最低的成本在塔机行业构建了强大的生态体系。从2016年开始，公司塔机销量和销售金额市场份额已连续5年持续实现提升，2019年份额相当于国内第二与第八之和，2020年预计其销量份额进一步提升至近40%，销售金额市场份额提升至近50%。徐工近两年也加大对塔机市场的拓展，市场份额也实现较大幅度提升，稳居行业前二，主机龙头三一2019年也开始布局塔机赛道，主机厂的布局及发力将加速对中小企业的冲击，对塔机龙头中联的冲击有限，据公司官方微信公共号介绍，常德塔机智能工厂二期将于2021年2月投产，投资后其市场份额预计还将进一步提升。

投资建议

继续看好工程机械板块，主要依据是：

1. 10月挖掘机销量增速仍保持60%以上高水平，行业淡季不淡旺季更旺，景气度持续超预期，全年销量有望达32万台以上的新纪录，从小松的开工小时数可以验证行业下游需求的真实性，目前行业发展仍较为理性，2021年我们预计行业需求将保持高位稳定，仍有望实现个位数的正增长；
2. 汽车起重机三季度销量增速仍保持在50%以上，延续二季度的高景气度，四季度预计销量增速将有所下行，预计2020年销量增速有望达25%左右；
3. 混凝土泵车、塔机等中后期工程机械品种接力挖掘机高速增长，混凝土泵车下半年销量增速更高，全年有望实现1.2万台左右的销量，塔机全年也有望实现30%-40%的高增长，混凝土搅拌车受治超驱全年销量有望超9万台，未来2-3年，中后期工程机械产品需求仍会保持持续旺盛；
4. 行业竞争格局优化，龙头企业市场份额进一步提升；
5. 龙头企业业绩弹性持续释放，行业周期波动性收敛有助于估值提升。

个股方面，我们持续重点推荐主机龙头中联重科、三一重工、徐工机械及零部件龙头恒立液压，建议关注建设机械、柳工等。

图表 42. 报告中提及上市公司估值表

公司简称	股票代码	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(倍)		每股净资产 (元/股)
					2020E	2021E	2020E	2021E	
000157.SZ	中联重科	买入	8.56	654.4	0.94	1.21	9.1	7.1	5.8
600031.SH	三一重工	买入	30.71	2602.9	1.85	2.16	16.6	14.2	6.3
000425.SZ	徐工机械	买入	5.44	426.2	0.58	0.70	9.4	7.8	3.9
000528.SZ	柳工	未有评级	7.76	114.5	0.79	0.88	9.8	8.8	7.5
601100.SH	恒立液压	买入	91.53	1194.8	1.46	1.75	62.7	52.3	5.0
600984.SH	建设机械	未有评级	14.34	138.7	0.68	1.01	21.1	14.2	5.8

资料来源：Wind，中银国际证券

注：股价截止日2020年11月30日，未评级公司盈利预测来自万得一致预期

风险提示

- 1) **基建和地产投资大幅低于预期。**工程机械虽有更新、环保、出口、机器换人等多重因素的驱动，但若基建和地产投资持续大幅低于预期，会影响下游的购机需求和购机意愿。
- 2) **工程机械行业景气度不及预期。**行业从 2016 年 7 月见底以来，行业景气周期已持续超 50 个月，挖掘机销量 2019 年从高速增长回落至稳增长水平，2020 年二季度在疫情补偿性需求释放及逆周期调节加强的驱动下挖掘机为代表的工程机械再次迎来销售热潮，今年基数较大，明年逆周期调节力度也可能有所减缓，工程机械的需求可能低于预期。
- 3) **行业竞争加剧。**伴随工程机械行业持续复苏，近两年行业竞争有所加剧，挖掘机、汽车起重机等产品的价格过去几年出现不同程度的下降，后续在行业需求趋缓时各主机厂为了保市场份额价格战可能进一步加剧。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371