

中联重科 (000157)

后周期龙头厚积薄发，新兴业务多点开花

聚焦工程机械，老牌巨头再出发

中联重科成立于 1992 年，自 2017 年公司出售环境产业 80% 股权后，公司主要业务聚焦于工程机械，起重机械及混凝土机械在营收占比中持续提升，2020 年上半年公司起重机械占比 53%，混凝土机械占比 30%。作为业内首家 A+H 股上市公司，目前公司已覆盖全球多个国家和地区，在“一带一路”沿线均有市场布局。公司整体业绩具备明显的工程机械后周期特点，2016 年为业绩低点，2017 年开始盈利修复，2020Q1-3 收入 254 亿，同比+42.5%，归母净利润 56.9 亿，同比+63%。

后周期产品持续发力，2021 年景气度不减

工程起重机：1) 2010-2011 年销售的大量设备迎来集中更新，更新需求有望持续至 2021 年；2) 环保更新的需求下，国标切换将带来更新节奏加快；3) 风电以及大型炼化项目等带动大吨位起重机需求，带动毛利率改善。

塔式起重机：装配式建筑带动大吨位塔吊的需求，相比于发达国家的装配建筑占比，我国仍有较高的成长空间。我国 2019 年全国新开工装配式建筑仅占房屋新开工面积 18.4%，对标海外发达国家 80% 以上的装配建筑占比，仍有较高的成长空间。

混凝土机械：1) 更新需求旺盛，上一轮行业高点 2010-2013 年，泵车合计销量 38826 台，存量设备更新换代需求非常旺盛，预计未来两年依然是更新的高峰；2) 环保政策严格，超载治理由无锡向全国扩散，带来设备更新需求。3) 需求继续下沉，农村市场贡献新增量。混凝土泵车逐渐体现出对初级建筑劳动力的替代，带动短臂架泵车销量高增长

起重机行业 CR3 占比 95.9%+，行业竞争充分，进入壁垒提升，市占率徐工保持第一，中联、三一齐头并进，塔式起重机中联一枝独秀，混凝土机械三一和中联占据绝大多数份额，伴随产能利用率提升和规模效应，毛利率恢复至 27% 左右，向上仍有一定空间。

公司竞争力：后周期龙头厚积薄发，多点布局挖掘新增长点

1) 起重机+混凝土机械居行业前列，不断拓展海外市场；2) 研发技术构筑企业护城河，定增加码智能制造；3) 行业规则愈发严格，龙头有望获益；4) 多点布局，挖掘机+高空作业平台+农机有望成为新增长点。

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 72.6 亿、100.1 亿和 115.5 亿，同比增速分别为 66.1%、37.9%、和 15.3%，对应 2021 年 PE 为 11.04 倍，而同行业的三一重工 PE 为 16.8 倍，考虑到公司产品具备后周期属性，产品销量和利润也滞后于三一重工，能够快速消化适当的估值溢价，我们认为当前时点公司合理 PE 为 15 倍，目标价 17.33 元，给予“买入”评级。

风险提示：基建投资不及预期、行业竞争加剧、原材料价格波动、测算具有一定主观性，仅供参考

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	28,696.54	43,307.40	64,168.17	77,865.72	85,286.76
增长率(%)	23.30	50.92	48.17	21.35	9.53
EBITDA(百万元)	5,337.45	9,284.26	10,716.88	13,623.42	15,066.47
净利润(百万元)	2,019.86	4,371.46	7,260.60	10,013.36	11,594.44
增长率(%)	51.65	116.42	66.09	37.91	15.79
EPS(元/股)	0.23	0.50	0.84	1.16	1.34
市盈率(P/E)	54.75	25.30	15.21	11.04	9.54
市净率(P/B)	2.89	2.85	2.33	2.07	1.83
市销率(P/S)	3.85	2.55	1.72	1.42	1.30
EV/EBITDA	4.50	4.64	9.15	6.65	5.42

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	12.76 元
目标价格	17.33 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	7,084.65
流通 A 股股本(百万股)	6,543.52
A 股总市值(百万元)	90,400.11
流通 A 股市值(百万元)	83,495.32
每股净资产(元)	5.85
资产负债率(%)	57.52
一年内最高/最低(元)	15.85/5.28

作者

邹润芳	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004	
zourunfang@tfzq.com	
朱晔	联系人
zhuye@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《中联重科-公司点评:A+H 股定增加码智能制造,行业竞争力有望持续提升》2021-02-08
- 2 《中联重科-季报点评:Q3 业绩符合预期,现金流大幅增加,核心产品持续高景气》2020-11-02
- 3 《中联重科-半年报点评:半年报增长强劲,充分受益后周期品种弹性》2020-08-29

内容目录

1. 聚焦工程机械，老牌巨头再出发	4
1.1. 栉风沐雨二十余载，老牌巨头再出发	4
1.2. 后周期属性下盈利能力有效修复	6
2. 后周期产品持续发力，2021 年景气度不减	8
2.1. 工程起重机：更新需求仍然旺盛，多因素驱动行业稳定增长	8
2.2. 塔式起重机：装配式建筑助力塔机快速增长	11
2.3. 混凝土机械：环保政策+需求下沉，行业景气度向好	14
2.4. 竞争格局：行业集中度不断提升，龙头优势愈发明显	15
3. 公司竞争力：后周期龙头厚积薄发，多点布局挖掘新增长点	17
3.1. 起重机+混凝土机械居行业前列，不断拓展海外市场	17
3.2. 研发技术构筑企业护城河，定加码智能制造	18
3.3. 行业规则愈发严格，龙头有望获益	19
3.4. 多点布局，挖掘机+高空作业平台+农机有望成为新增长点	20
4. 盈利预测与投资评级	23
5. 风险提示	24

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构图	6
图 3：2016A-2020H1 公司主营业务构成（单位：亿元）	6
图 4：2016A-2020H1 公司主营业务在海内外情况（单位：亿元）	6
图 5：2009A-2020Q1-3 公司营收及占比（单位：亿元，%）	7
图 6：2009A-2020Q1-3 公司归母净利润及占比（单位：亿元，%）	7
图 7：2009A-2020Q1-3 公司毛利率及净利率情况（单位：%）	7
图 8：2009A-2020Q1-3 公司三费占比情况	7
图 9：2009A-2020Q1-3 公司现金流情况（单位：亿元）	7
图 10：公司存货及应收账款周转天数（单位：天）	7
图 11：工程机械行业需求复苏驱动因素	8
图 12：2009-2019A 挖掘机及汽车起重机增速对比	8
图 13：汽车、履带、随车起重机历年销量情况（单位：台）	8
图 14：各阶段道路机械排放标准	9
图 15：风电新增设备容量及同比情况（单位：万千瓦，%）	9
图 16：汽车起重机不同吨位占比情况	9
图 17：汽车/履带/随车起重机保有量测算的核心假设	10
图 18：汽车/履带/随车起重机保有量模型测算结果汇总（销量单位：台）	11
图 19：预计 2025 年装配式建筑新开工面积占比将达到 30%以上（单位：万平方米）	12
图 20：相较全球发达国家装配建筑高占比，中国仍有较高成长空间	13

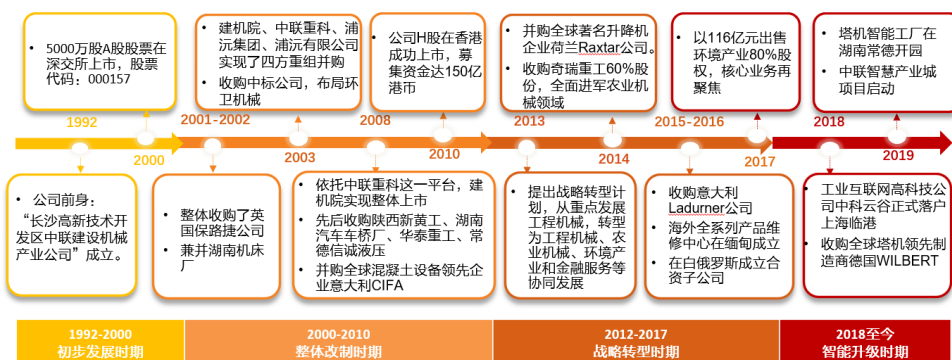
图 21: 庞源租赁用于装配式建筑的塔吊数量及吨米数.....	13
图 22: 庞源租赁用于装配式建筑的塔吊产值占总产值占比	13
图 23: 庞源指数 (新单) 情况	14
图 24: 2008-2019 混凝土泵车销量及增速 (单位: 台)	14
图 25: 2008-2019 混凝土搅拌车销量及增速 (单位: 台)	14
图 26: 混凝土泵车/搅拌车保有量测算的核心假设	15
图 27: 混凝土泵车/搅拌车保有量模型测算结果汇总 (销量单位: 台)	15
图 28: 汽车起重机行业 CR3 占比不断提升	16
图 29: 汽车起重机领域 CR3 市占率情况	16
图 30: 2019 年履带起重机市占率情况 (单位: 台)	16
图 31: 2019 年随车起重机市占率情况 (单位: 台)	16
图 32: 三一和中联混凝土业务收入体量对比	16
图 33: 三一和中联混凝土业务毛利率对比	16
图 34: 公司汽车起重机销量及市占率 (单位: 亿元)	17
图 35: 公司混凝土机械业务收入及毛利率 (单位: 亿元)	17
图 36: 公司在海外拥有意大利、德国等六大园区	18
图 37: 公司不断进行研发投入 (单位: 亿元)	18
图 38: 中联重科塔机智能工厂二期项目效果图	19
图 39: 公司 2020 年 3-12 月挖掘机市占率稳步提升	21
图 40: 近年来高空作业平台租赁商数量 (单位: 家)	21
图 41: 公司农业机械营业收入情况 (单位: 亿元)	22
图 42: 公司农业机械业务毛利率情况 (单位: %)	22
图 43: 公司未来三年业务拆分 (单位: 亿元)	24
表 1: 公司主要产品介绍	4
表 2: 近年来中国装配式建筑相关政策	11
表 3: 公司非公开定增项目情况 (单位: 元)	19
表 4: 超载治理由无锡市向全国蔓延, 各省份发布超载治理政策文件	19
表 5: 国内规模较大的高空作业平台租赁商及其供应商	21
表 6: 可比公司估值情况	24

1. 聚焦工程机械，老牌巨头再出发

1.1. 栉风沐雨二十余载，老牌巨头再出发

中联重科成立于 1992 年，主要从事工程机械、农业机械等高新技术装备的研发制造，主导产品覆盖 10 大类别、56 个产品系列，600 多个品种。2000 年公司于深交所上市，2010 年公司 H 股成功在香港上市，成为业内首家 A+H 股上市公司。目前，公司已覆盖全球多个国家和地区，在“一带一路”沿线均有市场布局。产品远销中东、南美、非洲、东南亚、俄罗斯以及欧美、澳大利亚等高端市场。公司在东亚、东南亚、欧洲等全球多个国家建有分子公司，在意大利、德国、巴西、印度、白俄罗斯投资建有工业园，并在全球设立多个常驻机构。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司近年来积极推进战略转型，自 2017 年以 116 亿元出售环境产业 80% 股权后，重点聚焦工程机械、农业机械等核心业务，并积极布局土方机械、高空作业平台等新兴业务。2018 年以来，公司工业互联网高科技公司中科云谷正式落户上海临港，先后建设农机、塔机、搅拌机等多个智慧工厂及长沙智慧产业城，稳步推进制造升级。

表 1：公司主要产品介绍

产品类型	产品情况介绍	部分产品图示
混凝土机械	公司覆盖混凝土搅拌站（楼）、混凝土搅拌运输车、混凝土泵车、车载式混凝土泵车、混凝土泵、混凝土布料机、干混砂浆成套设备、机制砂成套设备、混凝土喷射机械手等 9 大类产品、100 多个品种。	
工程起重机械	涵盖汽车起重机、履带式起重机、全地面起重机、越野轮胎起重机、随车起重机五大系列，广泛应用于基础建设、高铁、油田、大型港口、核电、风电等施工建设领域。	

建筑起重机械

涵盖平头塔式起重机、锤头塔式起重机、动臂塔式起重机、施工升降机四大系列



高空作业机械

长臂架伸缩平稳控制技术、工作平台快速高精自动调平技术、臂架成形高精度控制技术、多载荷防倾覆控制技术、疲劳可靠性设计及测试技术、物联网与云平台应用技术等均已成功应用于高空作业平台产品



土方机械

公司产品包括 160 马力至 320 马力履带式推土机、1.5 吨至 300 吨履带式挖掘机、部队列装产品、国内独家生产的履带式装载机。



矿山机械

提供矿山一站式解决方案，形成了三大系列产品：采矿设备，砂石设备，物料输送设备。其中采矿设备包括矿用钻机、矿用挖掘机、矿车。



农业机械

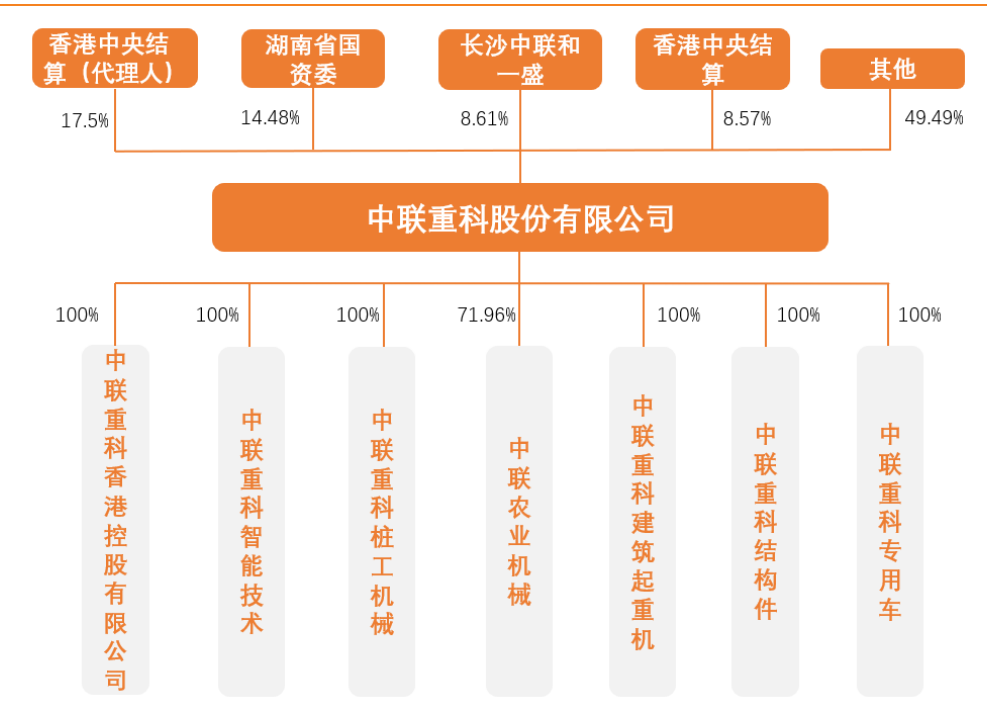
覆盖土地耕整、种植、田间管理、收获、烘干、秸秆综合利用等农业生产全过程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

股权结构方面，公司目前为国有参股公司，无控股股东或实际控制人。2008 年 12 月 31 日前，公司控股股东为长沙建设机械研究院有限责任公司，自 2008 年 12 月 31 日建机院注销后，湖南省国资委为本公司第一大股东。2012 年 2 月 27 日，湖南省国资委进一步将本公司界定为国有参股公司，公司无控股股东或实际控制人。截至 2021 年 2 月，湖南省国资委持股公司股权比例为 14.48%，是公司 A 股第一大股东。

图 2：公司股权结构图



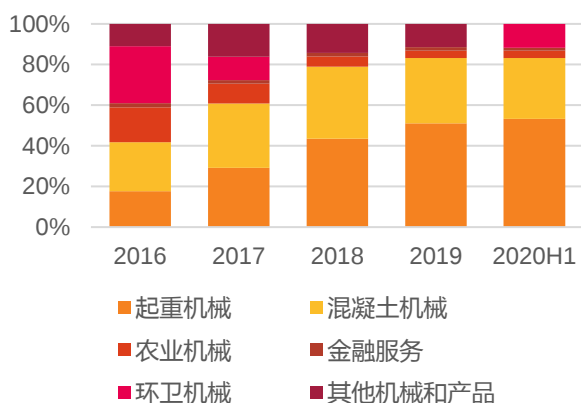
资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 后周期属性下盈利能力有效修复

自 2017 年公司出售环境产业 80%股权后，公司主要业务聚焦于工程机械，起重机械及混凝土机械在营收占比中持续提升，2020 年上半年公司起重机械占比 53%，混凝土机械占比 30%。

公司深耕国内工程机械市场十余年，立足丰富的行业销售经验，积极辐射全球。目前公司产品市场已经覆盖全球 100 余个国家和地区，构建了全球市场布局 and 全球物流网络及零配件供应体系，尤其在“一带一路”沿线设立了分子公司及常驻机构，在白俄罗斯、哈萨克斯坦、印度、巴基斯坦、印度尼西亚、泰国等国家拥有工业园或生产基地，为公司开拓全球市场奠定坚实基础。

图 3：2016A-2020H1 公司主营业务构成（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2016A-2020H1 公司主营业务在海内外情况（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

由于公司主要产品混凝土机械及起重机械具备明显的后周期特点，公司营收低点在 2016 年 200 亿元，归母净利润亏损 9 亿元，随后随着工程机械后周期的复苏，公司业绩得到逐步修复，2019 年实现营业收入 433 亿，同比增加 51%，归母净利润 44 亿，同比增加 116%；20Q3 实现营业收入 452 亿，同比增加 42.5%，归母净利润 57 亿，同比增加 63.4%。

图 5：2009A-2020Q1-3 公司营收及占比（单位：亿元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

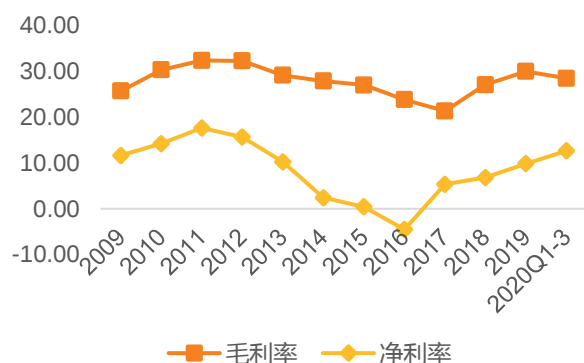
图 6：2009A-2020Q1-3 公司归母净利润及占比（单位：亿元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

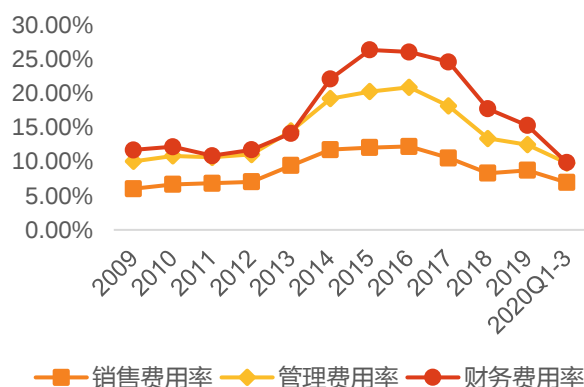
公司盈利能力自 2016 年触底反弹，20 年 Q3 毛利率 28.51%，净利率 12.68%，相较于 2016 年分别提升 4.7、17.2pct。净利率提升速度更快主要受益于公司规模效益下费用率弹性持续释放，20Q3 公司三费占比合计为 9.85%，相较 2019 年降低 5.42pct，相较于 2016 年降低 16.2pct，已经处于历史低点。

图 7：2009A-2020Q1-3 公司毛利率及净利率情况（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：2009A-2020Q1-3 公司三费占比情况



资料来源：wind，天风证券研究所

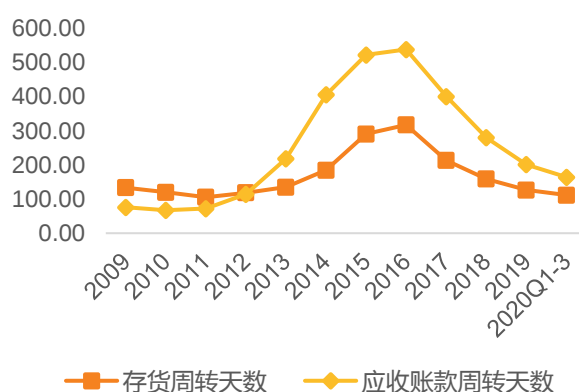
公司资产质量及营运能力得到稳步提升，2016 年以来经营现金流由负转正并持续提升，与此同时，公司存货及应收账款周转天数同步降低，20Q3 分别降至 111.5 天及 164 天，存货周转天数达到历史低点，应收账款周转天数低于历史平均水平，仍有下降空间。

图 9：2009A-2020Q1-3 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：公司存货及应收账款周转天数（单位：天）



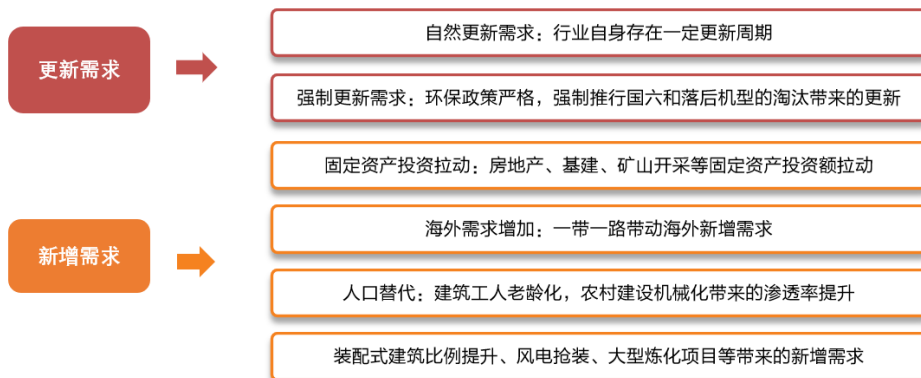
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 后周期产品持续发力，2021 年景气度不减

2.1. 工程起重机：更新需求仍然旺盛，多因素驱动行业稳定增长

工程机械本轮复苏的动力主要分为更新需求以及新增需求，其中主要驱动力为行业自然更新需求，叠加环保政策带来的强制更新需求、固定资产投资拉动、一带一路带动的海外新增需求、人口老龄化和农村建设机械化带来的渗透率提升等因素。

图 11：工程机械行业需求复苏驱动因素

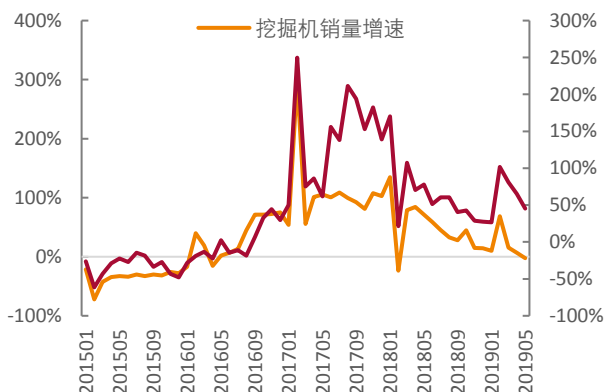


资料来源：wind，生态环境部，住建部，天风证券研究所

根据施工顺序，从挖掘机入场到起重机入场，通常需要至少 2 个季度的时间，因而起重机销量走势通常滞后于挖机约半年到一年的时间。本轮工程机械复苏起步于 2016 年，当年 2 月挖掘机销量开始实现正增长，而直到当年 7-8 月，汽车起重机销量才开始恢复正增长，履带起重机和随车起重机到了 2016Q4 末才开始企稳回升。

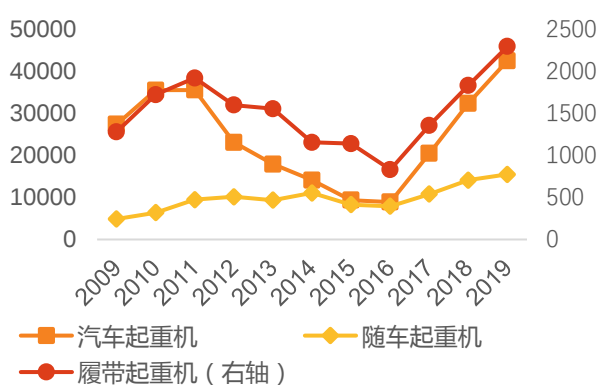
2017 年至今，工程机械整体呈现高景气度，2019 年汽车起重机、随车起重机、履带起重机行业销量分别为 42,436 台、15,462 台和 2,290 台，同比增速分别为 31.3%、9.78%和 25.27%。上一轮行业高点为 2010-2012 年，汽车起重机寿命为 9-10 年，考虑到 2-3 个季度的滞后期，预计 2021 年更新需求依然旺盛。

图 12：2009-2019A 挖掘机及汽车起重机增速对比



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 13：汽车、履带、随车起重机历年销量情况（单位：台）



资料来源：WIND，中国工程机械工业协会，天风证券研究所

中长期内起重机也存在环保升级和国标切换的问题。伴随环保政策趋严，国标切换带动成本上涨，或将加快更新节奏。2001 年 9 月 1 日，国一标准在全国范围内全面实施，过去的近 20 年中，我国道路机械排放标准逐渐提升，2019 年 7 月生态环境部出台的《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》提出，自 2021 年 7 月 1 日起，所有生产、进口、销售和注册登记的重型柴油车应符合 6A 阶段生产要求，2023 年 7 月 1 日起所有重

型柴油车应符合 6B 阶段生产要求。

在上一轮行业高点（2010-2011）期间销售的车型多为国 III 车型，目前逐渐进入更新周期，升级潜力巨大。

图 14：各阶段道路机械排放标准



资料来源：生态环境部，天风证券研究所

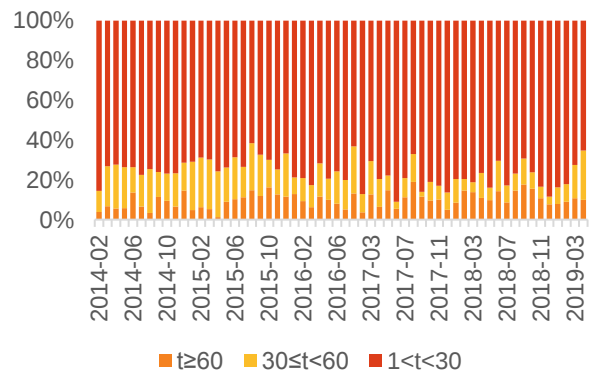
风电带动及大型炼化项目带动大吨位产品需求。2019 年 5 月发改委发布《关于完善风电上网电价政策的通知》提出 2019 年 1 月 1 日至 2020 年底前核准的陆上风电项目，2021 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴，2021 年风电抢装潮仍将继续带动履带起重机大吨位产品需求。抢装潮结束后，存量市场的检修需求正在逐渐释放，机检修、风机设备退役拆装等风电运维工作将成为风电吊装行业的新一轮驱动力，未来风电行业对大吨位履带起重机的需求将有望持续。

图 15：风电新增设备容量及同比情况（单位：万千瓦，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 16：汽车起重机不同吨位占比情况



资料来源：wind，天风证券研究所

我们对 2021 年汽车/随车/履带起重机的销量进行测算，工程机械销量本质上取决于下游施工需求和保有量之间的平衡，核心变量是对下一年基建投资和地产投资增速的预期，辅以及环保升级、国标切换和机器替人等因素。本模型基于工程机械保有量，在对下一年度基建投资和地产投资预期的基础上，试图解决以下几个问题：

- 下一年度工程机械销量几何？
- 其中更新需求和投资拉动的新增需求分别有多少？
- 工程机械销量对基建投资和地产投资敏感性如何？

具体测算步骤为：

- 1) 基于工程机械协会提供的保有量计算方法，计算工程机械保有量；

保有量计算方法为：从起始年开始的累计销量，再加上起始年上一年份的部分产品（考虑折旧，一般把这个数值固定为起始年上一年份销量的 50% 左右）。具体计算公式为：

2017 年的 n 年保有量 = $\sum_{2017-n+1}^{2017} \text{国内销量} + \sum_{2017-n+1}^{2017} \text{未纳入统计销量} + (2017-n \text{ 年国内销量} + 2017-n \text{ 年未纳入统计销量}) * 50\%$
T
未纳入统计的销量按纳入统计国内销量的 10% 计。

2) 根据基建投资和地产投资增速预期, 预测 2020 年保有量增速;

3) 根据保有量倒推出销量;

4) 根据使用寿命测算更新需求;

假设寿命为 N 年, 则第 T 年销售的产品在第 T+N-T+N+2 年分别更新 30%、40% 和 30%。

5) 根据销量和更新需求倒推出新增需求;

6) 调整投资增速等参数, 测算工程机械需求敏感性。

根据中国工程机械工业协会, 起重机的寿命为 9-10 年, 核心假设:

- 乐观假设: 预计 2020 年、2021 年, 房地产施工面积增速分别为 3.5%、4%, 基建投资增速分别为 3%、5%, 从而预计汽车起重机保有量同比增加 12%、17%, 履带起重机保有量同比增加 13%、17%、随车起重机保有量同比增加 13%、18%。
- 中性假设: 预计 2020 年、2021 年, 房地产施工面积增速分别为 3.3%、3.8%, 基建投资增速分别为 1.5%、3.5%, 从而预计汽车起重机保有量同比增加 11%、15%, 履带起重机保有量同比增加 12%、15%、随车起重机保有量同比增加 12%、16%。
- 悲观假设: 预计 2020 年、2021 年, 房地产施工面积增速分别为 3.1%、3.6%, 基建投资增速分别为 0%、2%, 从而预计汽车起重机保有量同比增加 10%、13%, 履带起重机保有量同比增加 11%、13%、随车起重机保有量同比增加 11%、14%。

图 17: 汽车/履带/随车起重机保有量测算的核心假设

	乐观假设				中性假设				悲观假设			
	2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E
汽车吊保有量增速中枢	-	7.85%	12.00%	17.00%	-	7.85%	11.00%	15.00%	-	7.85%	10.00%	13.00%
履带吊保有量增速中枢		8.04%	13.00%	17.00%		8.04%	12.00%	15.00%		7.85%	11.00%	13.00%
随车吊保有量增速中枢		10.01%	13.00%	18.00%		10.01%	12.00%	16.00%		7.85%	11.00%	14.00%
地产施工面积同比增速	5.22%	8.70%	3.50%	4.00%	5.22%	8.70%	3.30%	3.80%	5.22%	8.70%	3.10%	3.60%
基建投资增速 (不含电力)	3.80%	3.80%	3.00%	5.00%	3.80%	3.80%	1.50%	3.50%	3.80%	3.80%	0.00%	2.00%

资料来源: Wind, 国家统计局, 中国工程机械工业协会, 天风证券研究所

根据测算结果, 我们可以总结得出以下几点结论:

- 预计 2021 年汽车起重机同比增加 3%-13%, 乐观/中性/悲观假设下, 汽车起重机销量 6.4 万台/5.9 万台/5.4 万台, 同比增速 13%/8%/3%;
- 预计 2021 年履带销量同比增加 5%-12%, 乐观/中性/悲观假设下, 履带起重机销量 0.3 万台/0.29 万台/0.27 万台, 同比增速 12%/9%/5%;
- 预计 2021 年随车销量同比增加 43%-52%, 乐观/中性/悲观假设下, 随车起重机销量 3 万台/2.8 万台/2.5 万台, 同比增速 52%/48%/43%;
- 更新需求仍是销量的重要组成部分, 且起重机的更新节奏滞后于挖掘机。根据我们的测算, 预计 2021 年汽车起重机更新需求约为 2 万台, 乐观/中性/悲观情形下占内销的比例均超过 35%, 履带起重机更新需求为 828 台, 乐观/中性/悲观假设下占销量的比例约为 27-30%, 随车起重机更新需求约为 9349 台, 乐观/中性/悲观情形下占内销的比例约为 31-37%。

图 18：汽车/履带/随车起重机保有量模型测算结果汇总（销量单位：台）

单位：台	2019	2020E-乐观	2020E-中性	2020E-悲观	2021E-乐观	2021E-中性	2021E-悲观
汽车起重机合计销量	42,471	56,379	54,241	52,204	63,662	58,769	53,950
同比增速	31.42%	32.75%	27.71%	22.92%	12.92%	8.35%	3.35%
汽车起重机内销	39,671	52,879	51,041	49,204	59,162	54,769	50,450
同比增速	33.49%	33.29%	28.66%	24.03%	11.88%	7.30%	2.53%
汽车起重机出口	2,800	3,500	3,200	3,000	4,500	4,000	3,500
同比增速	7.69%	25.00%	14.29%	7.14%	28.57%	25.00%	16.67%
汽车起重机更新需求	30,206	27,966	27,966	27,966	20,359	20,359	20,359
更新需求占内销比例	76.14%	52.89%	54.79%	56.84%	34.41%	37.17%	40.35%
汽车起重机新增需求	9,465	24,913	23,075	21,237	38,803	34,411	30,092
新增需求占内销比例	23.86%	47.11%	45.21%	43.16%	65.59%	62.83%	59.65%
履带起重机合计销量	2,290	2,727	2,633	2,550	3,042	2,870	2,690
同比增速	25.27%	19.07%	15.00%	11.36%	11.57%	8.97%	5.47%
履带起重机内销	1,367	1,877	1,813	1,750	2,142	1,990	1,840
同比增速	93.90%	37.29%	32.66%	28.03%	14.14%	9.72%	5.12%
履带起重机出口	923	850	820	800	900	880	850
同比增速	-17.81%	-7.91%	-11.16%	-13.33%	5.88%	7.32%	6.25%
履带起重机更新需求	1,025	1,026	1,026	1,026	828	828	828
更新需求占内销比例	44.74%	37.64%	38.97%	40.24%	27.22%	28.86%	30.79%
履带起重机新增需求	1,265	1,700	1,607	1,524	2,214	2,042	1,862
新增需求占内销比例	55.26%	62.36%	61.03%	59.76%	72.78%	71.14%	69.21%
随车起重机合计销量	15,462	19,669	18,639	17,659	29,858	27,508	25,195
同比增速	9.78%	27.21%	20.55%	14.21%	51.81%	47.59%	42.68%
随车起重机内销	14,462	18,469	17,539	16,609	28,358	26,108	23,895
同比增速	8.46%	27.70%	21.28%	14.85%	53.55%	48.86%	43.87%
随车起重机出口	1,000	1,200	1,100	1,050	1,500	1,400	1,300
同比增速	33.33%	20.00%	10.00%	5.00%	25.00%	27.27%	23.81%
随车起重机更新需求	6,378	8,280	8,280	8,280	9,349	9,349	9,349
更新需求占内销比例	41.25%	42.10%	44.42%	46.89%	31.31%	33.98%	37.10%
随车起重机新增需求	9,084	11,389	10,359	9,379	20,510	18,160	15,847
新增需求占内销比例	58.75%	57.90%	55.58%	53.11%	68.69%	66.02%	62.90%

资料来源：Wind，国家统计局，中国工程机械工业协会，天风证券研究所

2.2. 塔式起重机：装配式建筑助力塔机快速增长

装配式建筑是指用预制的构件在工地装配而成的建筑。相对于传统建筑，装配式建筑具有施工效率高、质量更有保障、安全性高、环保以及节约成本的优点。经过对装配式建筑的多年统计，相比于传统建筑，装配式建筑在用水、耗能、人工、垃圾排放、污水排放分别减少了 35%、63%、53%、41%、35%。

政府相继出台政策明确指引，装配式建筑有望进入快速落地期。制造业转型升级大背景下，中央层面持续出台相关政策推进装配式建筑行业的发展。2016 年 9 月国务院办公厅发布《关于大力发展装配式建筑的指导意见》中指出要多层面、多角度的发展装配式建筑行业。近几年，随着一系列政策的颁布，加快了我国装配式建筑行业的发展。

表 2：近年来中国装配式建筑相关政策

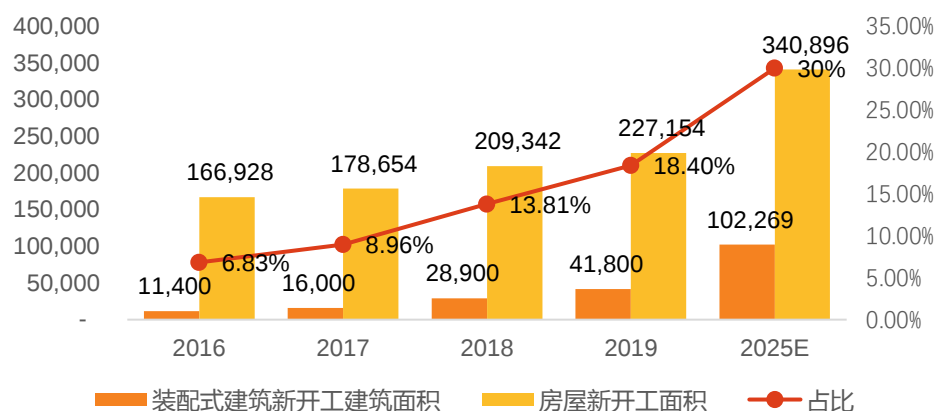
时间	发布部门	政策名称	具体内容
2016 年 9 月	国务院	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	提出到 2025 年装配式建筑达到占新建建筑面积的 30%
2017 年 3 月	住建部	《“十三五”装配式建筑行动方案》	到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15%以上，其中重点推进地区达到 20%以上，积极推进地区达到 15%以上，鼓励推进地区达到 10%以上。
2018 年 3 月	住建部	《关于印发 2018 年工作要点的通知》	积极推进建筑信息模型技术在装配式建筑中的全过程应用

		通知》	进建筑工程管理制度创新，积极探索推动既有建筑装配式装修改造，开展装配式超低能耗高品质绿色建筑示范
2019 年 2 月	住建部	《关于开展农村住房建设试点工作的通知》	开展农村住房建设试点工作，并要求应用绿色节能新技术工艺，探索装配式建筑等建筑应用技术。
2019 年 3 月	住建部	《住房和城乡建设部建筑市场监管司 2019 年工作要点》	开展钢结构装配式住宅建设试点，在试点地区保障性住房、装配式住宅建设中，明确一定比例的工程项目采用钢结构装配式建造方式。
2019 年 12 月	住建部	《全国住房和城乡建设工作会议》	着力改善农村住房条件和居住环境，总结推广钢结构装配式等新兴建设试点经验，大力推进钢结构装配式住宅建设试点。
2020 年 5 月	住建部	《住房和城乡建设部关于推进建筑垃圾减量化的指导意见》	大力发展装配式建筑，积极推广钢结构装配式住宅，推行工厂化预制、装配化施工、信息化管理的建造模式。

资料来源：中国政府网，住建部，天风证券研究所

随着各地积极推进装配式建筑项目落地，我国新建装配式建筑规模不断壮大。据住建部数据统计，2016-2019 年我国新建装配式建筑面积逐年增长，2019 年全国新开工装配式建筑达 41800 万平方米，占当年房屋新开工面积 18.4%，较 2018 年增长 44.6%。假设 2019-2025 年全国房屋新开工面积复合增速为 7%，预计到 2025 年装配式新开工面积占新建建筑面积的比例将达到 30%以上，则未来 6 年装配式建筑新开工面积复合增速将达到 16%以上，到 2025 年，装配式建筑新开工建筑面积有望达到 34 万平方米以上。

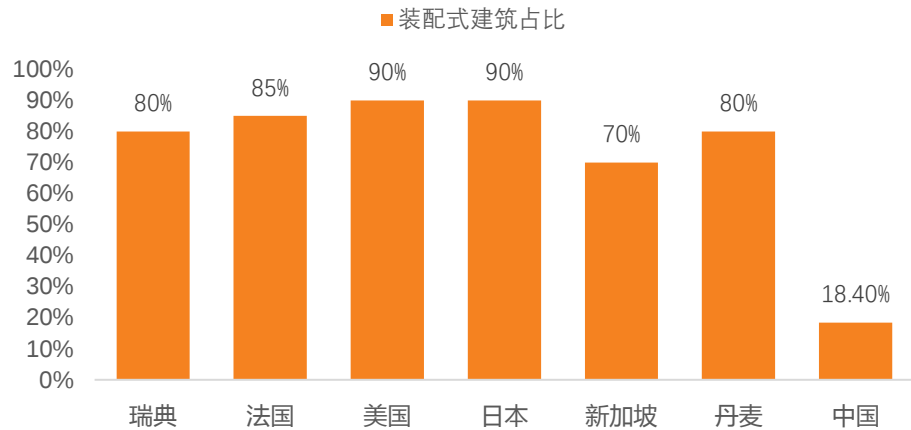
图 19：预计 2025 年装配式建筑新开工面积占比将达到 30%以上（单位：万平方米）



资料来源：住建部，wind，天风证券研究所

相比于发达国家的装配建筑占比，我国仍有较高的成长空间。我国 2019 年全国新开工装配式建筑仅占房屋新开工面积 18.4%，对标海外发达国家 80%以上的装配建筑占比，仍有较高的成长空间。

图 20：相较全球发达国家装配式建筑高占比，中国仍有较高成长空间

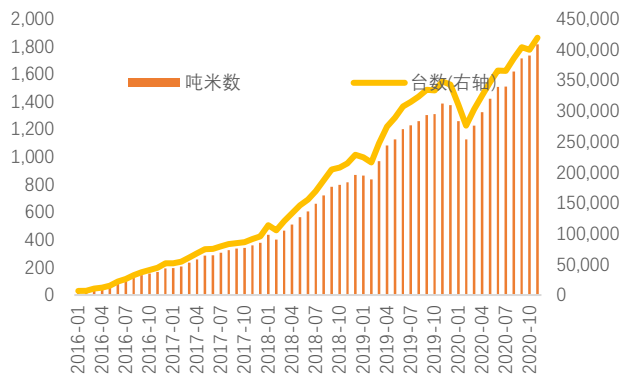


资料来源：前瞻经济学人，住建部，wind，天风证券研究所

装配式建筑更高的 PC 率对大吨位塔吊产生较大需求。装配式建筑施工的核心是预制部件，常见的装配式建筑预制件结构包括木结构、钢结构和装配式混凝土结构（PC 结构），其中 PC 结构是我国最常用的结构，且多项政策对装配式建筑的 PC 率做出了明确要求。更高的 PC 率要求塔机具备更强的起重能力，对大吨位（100 吨以上）塔吊产生较大需求。

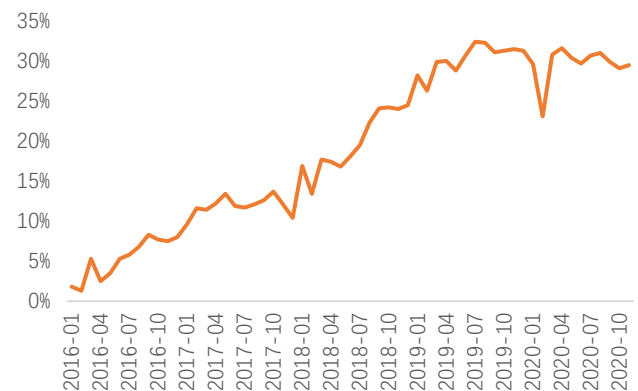
庞源租赁的数据反映出目前塔吊整体供不应求。庞源租赁是上市公司建设机械旗下子公司，主营塔吊等工程机械的租赁，其基于出租设备构建的庞源指数（新单）指数、用于装配式建筑的塔吊数量及吨米数等均呈现一路上涨趋势。

图 21：庞源租赁用于装配式建筑的塔吊数量及吨米数



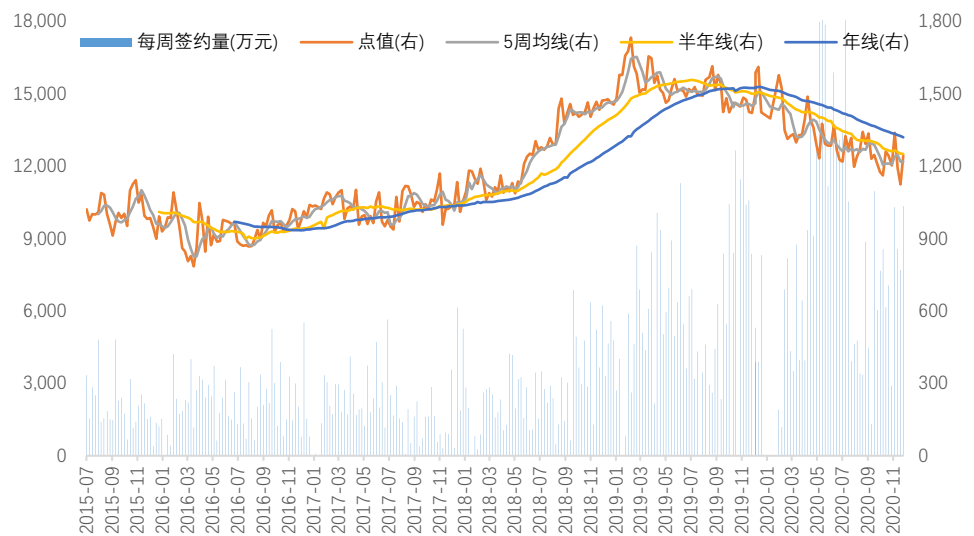
资料来源：庞源租赁官方公众号，天风证券研究所

图 22：庞源租赁用于装配式建筑的塔吊产值占总产值占比



资料来源：庞源租赁官方公众号，天风证券研究所

图 23：庞源指数（新单）情况



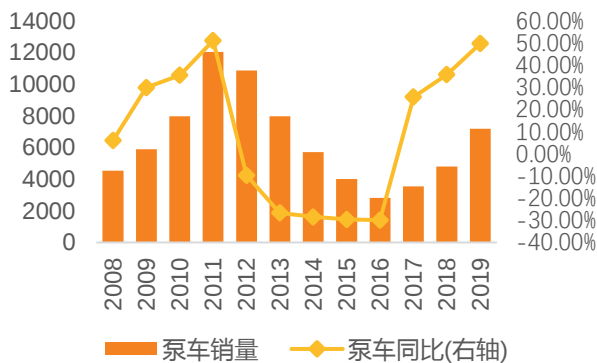
资料来源：庞源租赁官方公众号，天风证券研究所

2.3. 混凝土机械：环保政策+需求下沉，行业景气度向好

根据中国工程机械工业年鉴数据，2019 年我国泵车销量 7179 台，同比增加 50%， 展望 2021，泵车销量仍然有望保持较高增速，且毛利率有望回升，主要原因包括：

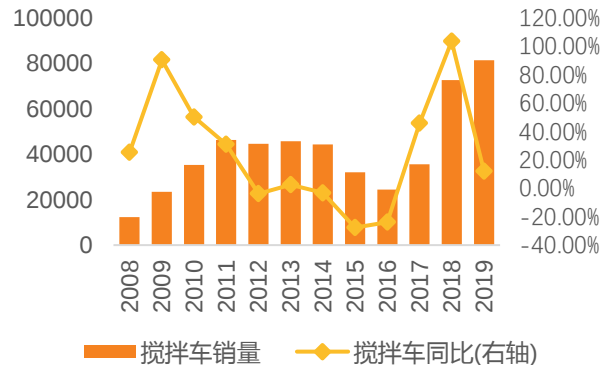
- 1) **更新需求旺盛。**上一轮行业高点 2010-2013 年，泵车合计销量 38826 台，之后经历 3 轮调整期后 2017 年开始逐步复苏，泵车寿命为 8-10 年，2011-2012 年的高峰期距离目前 9 年左右，存量设备更新换代需求非常旺盛，预计未来两年依然是更新的高峰。
- 2) **环保政策严格，超载治理由无锡向全国扩散。**与起重机设备相似， 2021 年 7 月 1 日后将强制推行国六标准， 14 年 12 月之前销售的全部都是国三设备，国三设备将面临强制淘汰。对超载治理展开了管控，带动需求增长。
- 3) **需求继续向下沉，农村市场贡献新增量。**销售渠道继续下沉，农村市场贡献新增量。与上一轮工程机械周期有所不同，此轮工程机械复苏以来农村市场贡献了重要增量。由于土方作业的零散性，以及农村建筑工人的老龄化，混凝土泵车逐渐体现出了对初级建筑劳动力的替代，带动短臂架（两桥）泵车销量高速增长。这一点也可以与小型挖掘机、小吨位的汽车起重机以及短臂架泵车销量高速增长相互印证。

图 24：2008-2019 混凝土泵车销量及增速（单位：台）



资料来源：wind，中国工程机械工业协会，天风证券研究所

图 25：2008-2019 混凝土搅拌车销量及增速（单位：台）



资料来源：wind，中国工程机械工业协会，天风证券研究所

基于同样的测算逻辑，我们对泵车和搅拌车 2021 年的销量进行测算，假设泵车的寿命为

10 年，搅拌车的寿命为 10 年，核心假设为

- 乐观假设：预计 2020 年、2021 年，房地产施工面积增速分别为 3.5%、4%，基建投资增速分别为 3%、5%，从而预计混凝土泵车保有量同比增加 6%、5%，混凝土搅拌车保有量同比增加 17%、19%。
- 中性假设：预计 2020 年、2021 年，房地产施工面积增速分别为 3.3%、3.8%，基建投资增速分别为 1.5%、3.5%，从而预计混凝土泵车保有量同比增加 5%、3%，混凝土搅拌车保有量同比增加 16%、18%。
- 悲观假设：预计 2020 年、2021 年，房地产施工面积增速分别为 3.1%、3.6%，基建投资增速分别为 0%、2%，从而预计混凝土泵车保有量同比增加 4%、1%，混凝土搅拌车保有量同比增加 15%、16%。

图 26：混凝土泵车/搅拌车保有量测算的核心假设

	乐观假设				中性假设				悲观假设			
	2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E
泵车保有量增速中枢	-	2.83%	6.0%	5.0%	-	3.27%	5.00%	3.00%	-	3.27%	4.00%	1.00%
搅拌车保有量增速中枢	-	15.35%	17.00%	19.00%	-	15.35%	16.00%	18.00%	-	15.35%	15.00%	16.00%
地产施工面积同比增速	5.22%	8.70%	3.50%	4.00%	5.22%	8.70%	3.30%	3.80%	5.22%	8.70%	3.10%	3.60%
基建投资增速（不含电力）	3.80%	3.80%	3.00%	5.00%	3.80%	3.80%	1.50%	3.50%	3.80%	3.80%	0.00%	2.00%

资料来源：Wind，国家统计局，中国工程机械工业协会，天风证券研究所

根据测算结果，我们可以总结得出以下几点结论：

- 预计 2021 年混凝土泵车同比增加 11%-24%，乐观/中性/悲观假设下，混凝土泵车销量 1.4 万台/1.2 万台/1.1 万台，同比增速 24%/18%/11%；
- 预计 2021 年混凝土搅拌车销量同比增加 27%-33%，乐观/中性/悲观假设下，混凝土搅拌车销量 14.7 万台/14 万台/12.8 万台，同比增速 32.7%/32.6%/27.2%；
- 根据我们的测算，预计 2021 年混凝土泵车更新需求约为 8.6 千台，乐观/中性/悲观情形下占内销的比例均超过 60%，更新需求仍为泵车销量的重要组成部分；混凝土搅拌车更新需求约为 3.5 万台，乐观/中性/悲观假设下占销量的比例约为 24-27%。

图 27：混凝土泵车/搅拌车保有量模型测算结果汇总（销量单位：台）

单位：万台	2019	2020E-乐观	2020E-中性	2020E-悲观	2021E-乐观	2021E-中性	2021E-悲观
泵车合计销量	7,500	11,252	10,546	9,840	13,923	12,406	10,916
同比增速	15.38%	50.03%	40.62%	31.21%	23.74%	17.63%	10.93%
泵车更新需求	4,856	6,099	6,099	6,099	8,559	8,559	8,559
泵车更新需求占比	64.75%	54.20%	57.83%	61.98%	61.47%	68.99%	78.40%
泵车新增需求	2,644	5,153	4,447	3,741	5,365	3,847	2,357
泵车新增需求占比	35.25%	45.80%	42.17%	38.02%	38.53%	31.01%	21.60%
搅拌车合计销量	81,452	110,491	105,757	101,022	146,630	140,238	128,496
同比增速	12.15%	35.65%	29.84%	24.03%	32.71%	32.60%	27.20%
搅拌车更新需求	14,959	23,737	23,737	14,959	35,127	35,127	35,127
搅拌车更新需求占比	18.37%	21.48%	22.44%	23.50%	23.96%	25.05%	27.34%
搅拌车新增需求	66,493	86,754	82,020	77,285	111,503	105,111	93,369
搅拌车新增需求占比	81.63%	78.52%	77.56%	76.50%	76.04%	74.95%	72.66%

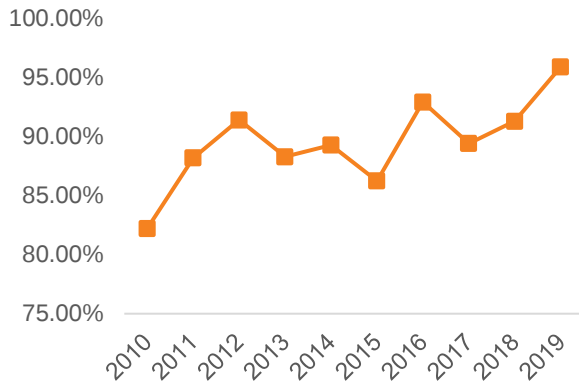
资料来源：Wind，国家统计局，中国工程机械工业协会，天风证券研究所

2.4. 竞争格局：行业集中度不断提升，龙头优势愈发明显

由于环保政策、超载治理愈发严格，行业进入壁垒逐渐提升，起重机及混凝土机械行业存在集中度不断提升的现象。本轮工程机械复苏以来，汽车起重机行业 CR3 占比由 2015 年

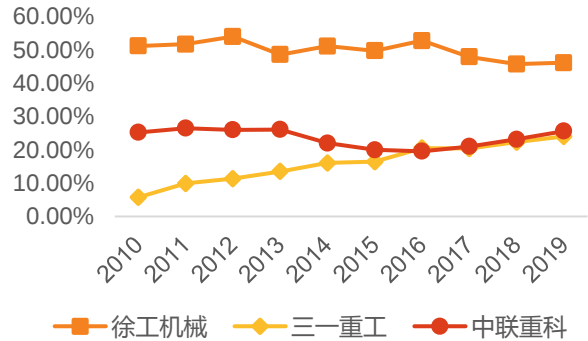
的 86%提高至 2019 年的 95.9%，其中徐工机械多年保持龙头地位，但近年来市占率有所下滑，2019 年市占率 46%，相较 2016 年下滑 6.6pct；三一重工和中联重科市占率相当，两者齐头并进向 30%靠拢，2019 年中联重科汽车起重机的市占率为 25.66%，相较 2018 年上 2.49pct。

图 28：汽车起重机行业 CR3 占比不断提升



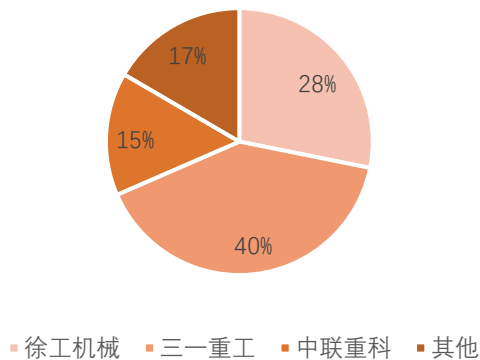
资料来源：wind，中国工程机械工业年鉴，天风证券研究所

图 29：汽车起重机领域 CR3 市占率情况



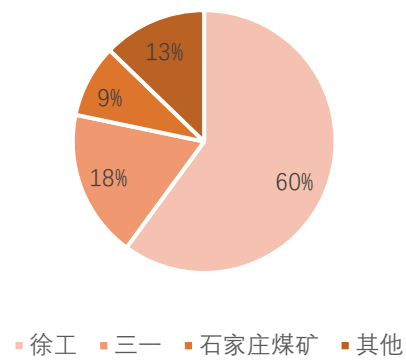
资料来源：wind，中国工程机械工业年鉴，天风证券研究所

图 30：2019 年履带起重机市占率情况（单位：台）



资料来源：中国工程机械工业年鉴，wind，天风证券研究所

图 31：2019 年随车起重机市占率情况（单位：台）

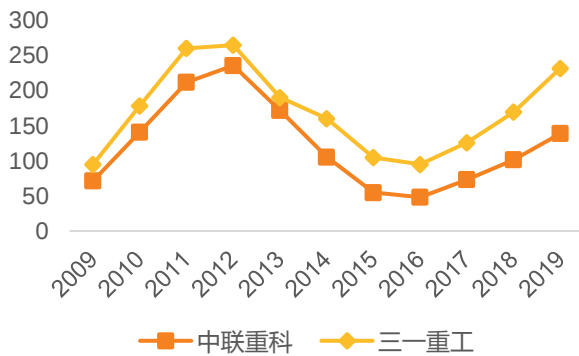


资料来源：中国工程机械工业年鉴，wind，天风证券研究所

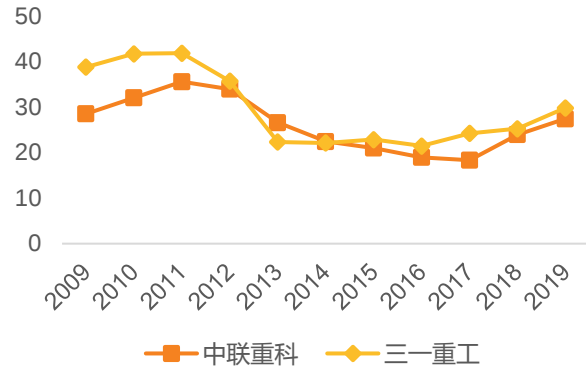
混凝土机械的竞争格局更为集中，三一重工和中联重科占据了绝大多数市场份额，两者的混凝土机械收入走势也呈现了高度一致性。2019 年三一重工实现混凝土机械业务收入 232 亿元，同比增加 36.8%，2016-2019 年的 CAGR 为 34.65%，中联实现混凝土机械业务收入 139 亿元，同比增加 36.8%，2016-2019 年的 CAGR 为 42.41%，从一定程度上印证行业处于高景气状态。更为重要的是，伴随产能利用率的提升和规模效应显现，两者毛利率开始同步上行，目前基本已经恢复至 27%左右水平。

图 32：三一和中联混凝土业务收入体量对比

图 33：三一和中联混凝土业务毛利率对比



资料来源：wind，天风证券研究所



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 公司竞争力：后周期龙头厚积薄发，多点布局挖掘新增长点

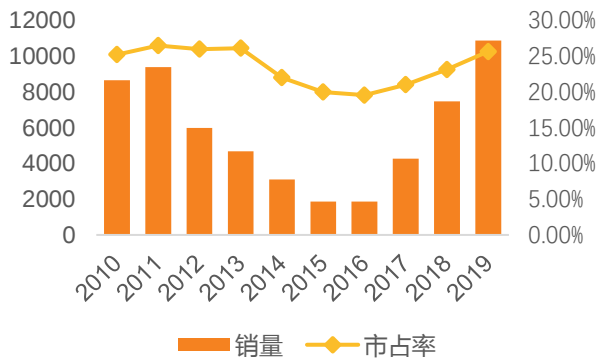
3.1. 起重机+混凝土机械居行业前列，不断拓展海外市场

公司在工程机械的主要产品为起重机和混凝土机械。在起重机方面，公司汽车起重机、随车起重机、履带起重机以及塔吊等产品全系列覆盖。2019 年公司汽车起重机销量 10889 台，同比增加 45.79%，市占率 25.66%，较 18 年提升 2.49pct；2020 年上半年公司履带起重机收入增长翻倍，国内市场份额位居行业第一。

塔式起重机方面，公司 2020 年上半年销售规模保持全球第一，随着产能的增加及推出 W 系 列塔机跨代新品，公司市场份额继续提升，行业龙头优势地位稳固。

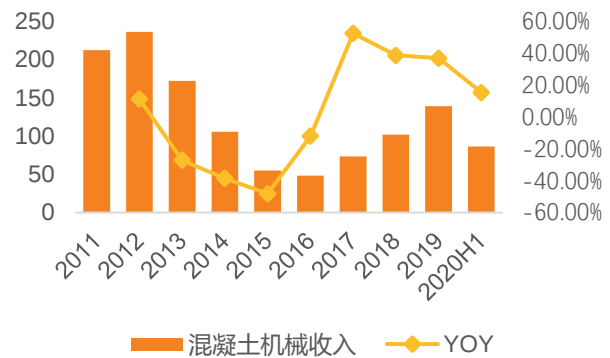
混凝土机械方面，2020 年上半年公司市场份额显著提升，其中长臂架泵车、车载泵市场份额仍稳居行业第一；搅拌车轻量化产品优势凸显，市场份额提升至行业前三。

图 34：公司汽车起重机销量及市占率（单位：亿元）



资料来源：中国工程机械工业年鉴，wind，天风证券研究所

图 35：公司混凝土机械业务收入及毛利率（单位：亿元）



资料来源：中国工程机械工业年鉴，wind，天风证券研究所

在海外市场方面，公司深入推进全球“本地化”战略，持续突破海外高端市场，海外市场地位稳步提升。公司持续深耕“一带一路”市场，采取“一国一策”的差异化市场策略，出口产品持续增长，重点国家和地区取得新突破。2020 年，公司 ZAT4000 全地面汽车起重机出口马来西亚，打破东南亚市场中大吨位全地面汽车起重机市场长期被欧美品牌占据的格局；与斯洛文尼亚当地最大的塔机租赁商达成合作，深入欧洲高端塔机市场；首台 T600-32R 平头式塔机出口美国，为深耕北美市场迈出坚实一步。

在农机的海外销售方面，公司深挖海外市场需求，逐步实现对海外农产品主产区市场的布局和销售，2020 年公司多批甘蔗收获机、大马力拖拉机、甘蔗转运车及配套农机具等甘蔗生产全程机械化成套装备发往海外市场，实现从甘蔗机单品出口到提供整体解决方案的跨越。

目前，公产品市场已经覆盖全球 100 余个国家和地区，构建了全球市场布局 and 全球物流网络及零配件供应体系，在东亚、东南亚、欧洲等多个地区建立子公司，在意大利、德国、巴西、印度、白俄罗斯投资建有工业园，在土耳其、沙特拟新建工厂，并在全球设立 50 多个常驻机构。

图 36：公司在海外拥有意大利、德国等六大园区



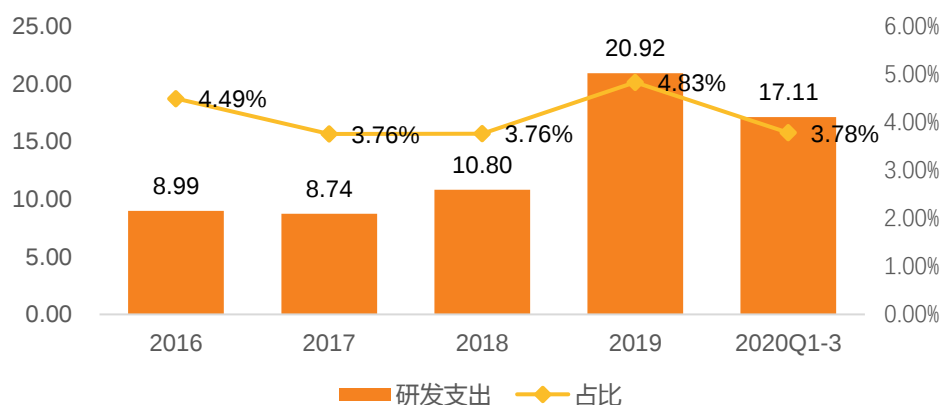
资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.2. 研发技术构筑企业护城河，定增加码智能制造

公司多年来坚持不断进行研发投入，2016-2020Q1-3 公司研发投入分别达到 9、8.8、10.8、20.9、17.1 亿，营业收入占比均超过 3.5%，17-19 年 CAGR 达 32.52%；2020 年上半年公司专利申请同比增长 291%，发明专利同比增长 180%，总授权数近 140 件，其中发明专利授权 72 件，同比增长 167%，在智能吊装、智能感知零部件领域的专利布局初步完成，授权有效发明专利数行业第一，通过持续的技术创新为企业构筑护城河。

2020 年，公司在产品研发方面获得了多向新突破：1) 工程起重机方面，公司研发出国内唯一 5 桥 8 节臂单发带超起全地面起重机 ZAT2200H8，并成功上市；2) 塔式起重机方面，公司推出国际先进水平新 4.0 产品 W 系列塔式起重机，通过 ETI 智控、结构、传动三大技术升级实现跨代；3) 混凝土机械方面，公司推出“凌云”系列四桥 59 米泵车，采用钢镂空臂架技术和双独立液压系统，整机减重 5%，成为行业轻量化泵车标杆产品。同时成功上市行业最轻的 4 桥 8F 东风底盘国五轻量化 L3 搅拌车。4) 在新兴布局领域，公司研发出行业首创 U 型臂架 ZT42J 直臂式高空作业平台、行业首创阶梯式制砂生产线 ZSM100D 等产品。

图 37：公司不断进行研发投入（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

公司近年来大力布局智能制造，快速推进智能工厂建设。目前，公司智慧产业城、沅江搅拌车类产品智能制造升级产业园已初具规模，常德关键液压元器件（液压阀）智能制造产线已进场安装调试；。

塔机方面，中联重科塔机智能工厂于 2016 年开工建设，项目分两期，占地 740 亩，总投资超 17.7 亿元，项目完工后预计产值高达 100 亿元。2019 年 1 月，公司的塔机智能工厂一期开园运营，塔机产能规模和产品质量迈上新高度，2020 年 5 月塔机智能工厂二期开工，预计将于 2021 年投产，二期塔机智能工厂共投入 22 条智能化柔性生产线，200 余台自动机器人、RGV 和 AGV 小车，采用 MES 等信息化系统与智能设备及产线高度集成，全面提升塔机生产效率及降低生产成本。

图 38：中联重科塔机智能工厂二期项目效果图



资料来源：公司官方公众号，天风证券研究所

公司 2021 年 2 月发布定增公告，募投项目重包括挖掘机械智能制造项目（30.8 亿元）以及搅拌车类产品智能制造升级项目（8.3 亿元）。其中挖掘机智能工厂作为中联智慧产业城首开园区项目，已于 2019 年 8 月 31 日正式开工，该园区占地约 1300 亩，本次项目建成后年产各类挖掘机 3.3 万台套；搅拌车智能工厂建成后将年产搅拌车 10,000 台，干混车 450 台。

表 3：公司非公开定增项目情况（单位：元）

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金金额
1	挖掘机械智能制造项目	38313	240000
2	搅拌车类产品智能制造升级项目	82977	35000
3	关键零部件智能制造项目	166750	130000
4	补充流动资金	114900	114900
合计		672940	519900

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 行业规则愈发严格，龙头有望获益

搅拌车运输行业普遍存在大量超载的状况，自无锡大桥坍塌事件后，行业规则近年来愈发严格，随着后续治理超载从点到面的扩散，合规搅拌车需求将快速增长，产品的合规性将越来越成为公司竞争力的体现。

表 4：超载治理由无锡市向全国蔓延，各省份发布超载治理政策文件

省/市	时间	发布部门	政策名称	文件编号	具体内容
无锡市	20210104	滨湖区交通运输局	《无锡市滨湖区车辆超限超载专项治理工	锡滨政办发[2020]	到 2022 年底，全区重点货运源头单位 100%实施监管，路警联合查获的违法超限超载车辆 100%

			作方案(2020-2022)》	41 号	实施处罚, 本区籍违法超限超载车辆 100%实施“一超四罚”
上海市	20200922	上海市人民政府办公厅	《关于进一步减少本市道路交通事故的意见》	沪府办规[2020] 13 号	严禁违法超限超载的车辆进入高速公路; 在本市超限、超载多发的地面道路开展流动称重的联合执法检查, 并采取“一超四罚”(罚驾驶员、承运人、装载场所、运输企业) 措施, 严厉整治“百吨王”。
江苏省	20200107	江苏省人民政府办公厅	关于加快道路货运转型升级促进高质量发展实施意见的通知	苏政办发[2020] 2 号	同步实施高速公路入口治(拒) 超。严格落实全国统一的超限超载认定标准和处罚标准, 加强执法监督。
安徽省	20190221	安徽省人民政府办公厅	关于印发推进运输结构调整工作实施方案的通知	皖政办[2019] 4 号	实施高速公路收费站入口称重检测。在矿区和大型工矿企业生产基地出入口设立货车出场(站) 装载情况检查站点, 落实源头治超属地政府主体责任和行业监管责任, 加强对重点货运源头单位监管, 全面实施“一超四罚”。
湖北省	20200115	省政府	关于印发湖北省公路桥梁三年消危行动方案的通知	鄂政发[2019] 30 号	落实好车辆超限超载联合执法常态化工作要求, 利用公路超限超载检测、监测设备, 开展集中整治活动, 严厉查处超限超载违法行为。
湖南省	20190923	湖南省人民政府	《湖南省货物运输车辆超限超载治理办法》	第 296 号	应当按照规定配置符合标准的货运计量称重和监控设备, 并与县级以上货运车辆治超信息平台联网。
云南省	20200427	云南省人民政府办公厅	关于印发云南省公路货运车辆超限超载治理专项行动方案的通知	云政办函[2020] 42 号	严厉打击货运车辆非法改装; 严格实施“一超四罚”; 完善长效机制对超限超载持续保持高压态势。
青海省	20201125	青海省人民政府办公厅	关于青海省贯彻落实进一步降低物流成本实施意见任务分工方案的通知	青政办[2020] 80 号	严格执行全国统一的公路货运车辆超限超载标准, 深入推进治超联合执法常态化、制度化。
广西壮族自治区	20200323	广西壮族自治区人民政府办公厅	关于 加强道路交通安全若干措施的通知	桂政办发[2020] 15 号	自 2020 年起, 全区高速公路入口全面实施称重检测, 禁止违法超限超载货车进入, 每个县(市、区) 至少建设 1 个能同时满足称重、卸载的治超站点。

资料来源: 人民政府办公厅, 天风证券研究所

公司作为行业内首家主导制定国际标准的工程机械企业, 国际标准化注册专家已增至 16 人, 2020 年上半年制定和实施 4.0 产品标准 34 项。在塔机领域, 公司发表了塔式起重机安全宣言, 促进了多省对塔机检查标准的提升, 提高了产品技术可靠性的门槛, 使行业集中度有所提高, 中联作为塔机及混凝土机械设备龙头有望因此受益。

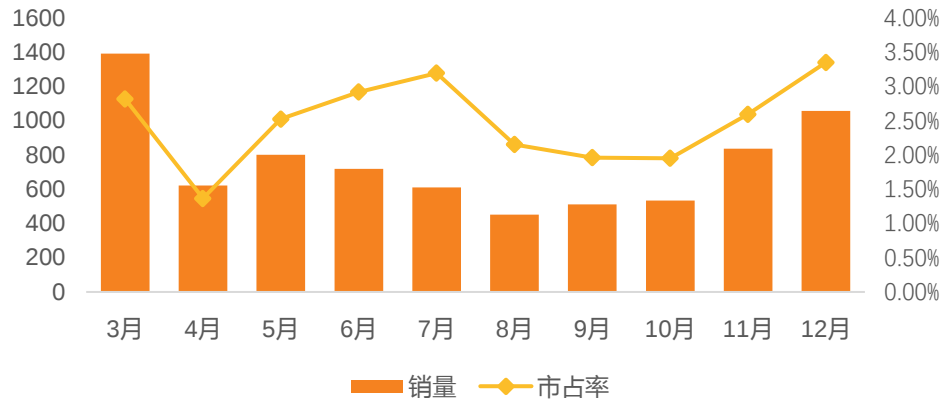
3.4. 多点布局, 挖掘机+高空作业平台+农机有望成为新增长点

近年来公司挖掘机业务发展迅猛, 公司 E-10 系列挖掘机的产品效率、油耗、操控性等各方面都达到行业先进水平, 2020 年上半年上市后销量位居国产品牌前七名; 在销售网点布局方面, 公司的土方机械已在全国建立 30 余家省级销售网点, 目前省级销售服务网络已基本布局完成, 有助于未来不断进行二、三级市场渠道的开拓。

2020 年 3-12 月公司共销售 7535 台挖掘机, 市占率为 2.44%, 12 月公司市占率超过 3.3%。2020 年, 公司发布公告拟投资 30.8 亿元新建挖掘机智能工厂, 建设期为 15 个月, 建设内

容包括备料中心、微小挖结构件车间、中大挖结构件车间、微小挖装配车间、调试车间、中大挖装配车间等，并完善园区相应的道路环境及管网工程，项目建成后年产各类挖掘机 3.3 万台套，在产能限制得到破除后，公司挖掘机市场份额有望获得进一步的提升。

图 39：公司 2020 年 3-12 月挖掘机市占率稳步提升

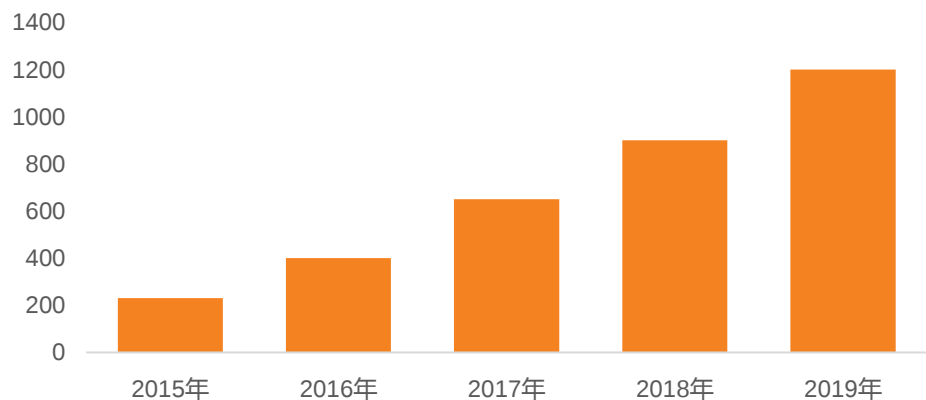


资料来源：wind，天风证券研究所

在高空作业平台方面，公司自 2018 年布局高空作业平台领域，未来有望成为业绩新增长点。2020 年公司交付的长米段臂式高空作业平台 ZT42J、ZT38J 等新品，搭载智能臂架自动控制技术，技术指标行业领先；同时公司在行业内率先推出全交流电动曲臂、高性能全交流锂电剪叉产品，2020 年上半年销售额同比增长超过 100%，市场份额稳居行业第一梯队。

高空作业平台行业是以租赁商为主的特殊业态，主机厂的直接客户是租赁商，后者采购后出租给终端用户、施工队，近年来随着高空作业平台的快速发展，国内租赁商数量也在快速提升，2015 年全国规模租赁商仅有 200 余家，2019 年已增长至 1200 余家，显示出行业快速发展的态势。

图 40：近年来高空作业平台租赁商数量（单位：家）



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

下游租赁商加大国产设备采购比例，公司高空作业平台产能储备充足，具备短期内迅速放量条件。伴随国内最大的租赁商上海宏信开始采购浙江鼎力产品，有望形成良好示范效应，带动下游租赁商加大国产高空作业平台采购比例。与此同时，新兴租赁商徐工广联、众能联合、通冠等新兴租赁商基本都采购国产设备，多层次的客户群体有利于国产设备逆势提高市占率。中联的高空作业平台产品经过多年的技术研发、市场开拓和产能储备，有望乘国产化东风，实现销量快速增长。

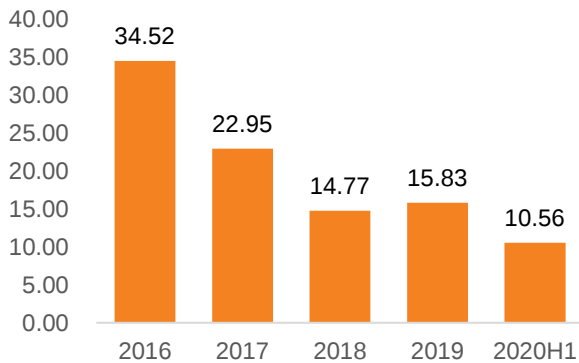
表 5：国内规模较大的高空作业平台租赁商及其供应商

公司名称	主要设备供应商
上海宏信设备工程有限公司	Genie、JLG、鼎力、Teupen
赫兹设备租赁	Genie、JLG、鼎力
众能联合租赁有限公司	JLG、临工、徐工
河南通冠机械租赁股份有限公司	Genie、JLG、鼎力、临工
江苏徐工广联机械租赁有限公司	徐工
广州市力洛机械设备租赁有限公司	Genie
中建锦程机械设备（上海）有限公司	JLG、鼎力
山东丰合机械租赁有限公司	JLG、临工、徐工
重庆佰斯泰机械有限公司	JLG、Genie、Haulotte
上海金和源建设工程有限公司	JLG、Genie、Haulotte

资料来源：各公司官网，工程机械行业网站，公司公告，天风证券研究所

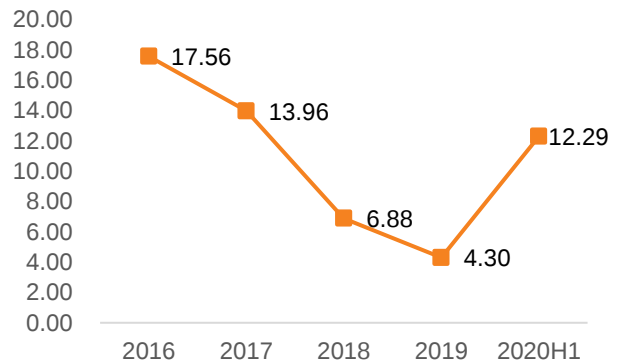
农机市场潜在机遇开始显现，公司业绩在 20 年迎来拐点。由于农业机械行业产品市场需求具有明显的地域性与季节性特征，行业增速主要受农作物种植面积、农机购置补贴政策、粮食价格等因素影响，15 年以来，受市场整体下行影响，我国农机市场发展速度减缓，公司农机业务受到了一定程度的冲击。20 年以来，受疫情影响、农作物种植的全程机械化和全面机械化趋势不断发展，及国家对智慧农业等相关产业政策扶持不断加强，在耕种红线的硬约束、土地流转、粮价上涨预期都给行业带来较大正面支持，中高端农机产品迎来了新的市场契机。

图 41：公司农业机械营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 42：公司农业机械业务毛利率情况（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

公司农机产品覆盖小麦、水稻、玉米、油菜等主要农作物的土地耕整、种植、田间管理、收获、烘干、秸秆综合利用等农业生产全过程，产品已形成拖拉机、收获机、经济作物机械、烘干机、农机具等系列组合。在技术研发方面，公司拥有现代农业装备国家地方联合工程研究中心、北美研发中心等多研发平台，目前已拥有农业装备产品技术专利 600 余项，产品荣获国内外奖项 100 余次。

2020 年，公司明确农机战略发展方向，从传统农机向高科技农机公司战略转型升级。通过聚焦渠道、深耕市场，加大研发投入、优化产品结构、提升产品质量，进一步巩固市场优势地位，小麦机、烘干机、旋耕机、打捆机产品均在国内保持市场份额前两名，甘蔗全程机械化在海外市场取得突破。

同时，公司持续深化人工智能运用，并积极推动“互联网+智能农机”的智慧农业发展，高起点跨入人工智能技术领域，是国内首家 AI 农业装备制造企业。公司通过搭建农机工业互联网、人工智能大数据、智慧农业三大平台，推进人工智能在农机领域的落地；完成数字农业模型搭建，具备商业推广能力，加速智慧农业公司组建。2020 年公司 AI 人工智能收割机助力全国夏粮主产区实现绿色高效收割，大幅提高农机作业效率。

4. 盈利预测与投资评级

我们对公司业务进行拆分，分别为起重机械、混凝土机械、土方机械、农业机械、金融服务、其他机械和产品，2019 年营业收入分别为 221.5 亿、139 亿、0 亿、15.8 亿、7.3 亿、49.4 亿，毛利率分别为 30%、32.76%、27.41%、0%、4.3%、99.85%、22.8%。我们认为：

- 1) 考虑到中联作为起重机械龙头，行业集中度进一步提升后市占率将得到进一步提升，作为后周期设备行业还有一定更新需求，叠加环保政策对设备的强制性更新、风电及大型炼化项目带动大吨位产品的需求，预计 20-22 年公司起重机械收入将分别达到 313.43 亿、383.69 亿、393.86 亿，YOY 分别为 49.65%、15.77%、2.65%。
- 2) 混凝土机械方面，公司作为行业龙头市占率将有望进一步提高，作为后周期设备行业还有一定更新需求，叠加环保政策对设备的强制性更新、建筑工人老龄化，农村建设等都开始机械化，支撑的小泵车需求、以及各省市超载治理带来的更新需求，预计 20-22 年公司混凝土机械收入将分别达到 207.3 亿、268.4 亿、291.75 亿，YOY 分别为 49.14%、29.47%、8.7%。
- 3) 土方机械方面，公司 20 年挖机销量预计 8000 台，未来挖掘机智能工厂投产后将解除产能限制，叠加行业自然更新及环保更新等需求，预计 20-22 年公司土方机械收入将分别达到 20 亿、31.5 亿、54 亿，21-22 年 YOY 分别为 58.29%、71.43%。
- 4) 受益于疫情以来国家对智慧农业等相关产业政策扶持不断加强，预计 20-22 年公司农业机械收入将分别达到 17.4 亿、19.15 亿、21 亿，YOY 分别为 10%、10%、10%。
- 5) 金融服务方面，预计 20-22 年公司金融服务收入将分别达到 8.8 亿、10.56 亿、12.67 亿，YOY 分别为 20%、20%、20%。
- 6) 其他收入将达到 56.83 亿、65.36 亿、75.16 亿，YOY 将分别为 15%、15%、15%。

基于以上假设，预计 2020-2022 年公司营业总收入分别为 641.7 亿、778.7 亿、852.9 亿，YOY 分别为 48.2%、21.35%、9.53%。

图 43：公司未来三年业务拆分（单位：亿元）

单位：亿元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入							
产品	200.23	232.73	286.97	433.07	641.68	778.65	852.86
yoy		16.23%	23.31%	50.91%	48.17%	21.35%	9.53%
起重机械	35.40	68.05	124.72	221.47	331.43	383.69	393.86
yoy		92.23%	83.28%	77.57%	49.65%	15.77%	2.65%
汽车起重机	14.90	38.20	65.00	98.47	123.43	134.62	120.64
YOY (%)		156.38%	70.16%	51.49%	25.35%	9.06%	-10.39%
中联销量 (台)		4,297	7,487	12,741	16,458	19,231	18,560
产品均价 (万元)		88.90	86.82	77.28	75	70	65
行业销量 (台)	8,878	20,393	32,318	42,471	53,089	61,052	57,999
中联市占率 (%)	0.00%	21.07%	23.17%	30.00%	31.00%	31.50%	32.00%
履带起重机	3.30	3.90	8.20	16.40	21.32	42.64	46.90
YOY (%)		18.18%	110.26%	100.00%	30.00%	100.00%	10.00%
建筑起重机	15.20	22.55	46.32	93.40	170.84	230.06	250.41
YOY (%)		48.36%	105.43%	101.62%	82.91%	34.66%	8.85%
塔机	10.20	16.60	38.40	76.40	150.44	203.54	221.24
升降机及其他	5.00	5.95	7.92	17.00	20.40	26.52	29.17
其他起重机	2.00	3.40	5.20	13.20	15.84	19.01	22.81
YOY (%)		70.00%	52.94%	153.85%	20.00%	20.00%	20.00%
混凝土机械	48.13	73.35	101.65	139.00	207.30	268.40	296.10
yoy		52.40%	38.59%	36.74%	49.14%	29.47%	10.32%
泵车合计	24.60	34.60	56.50	67.00	111.50	148.68	157.21
国内泵车	14.60	24.10	40.50	57.00	102.00	136.80	143.55
yoy		65.07%	68.05%	40.74%	78.95%	34.12%	4.93%
中联销量 (台)				2,700	5,100	7,600	8,700
产品均价 (万元)				211.11	200.00	180.00	165.00
行业销量 (台)				7,000	12,000	17,500	20,000
中联市占率 (%)				38.57%	42.50%	43.43%	43.50%
CIFA-海外子公司	10.00	10.50	16.00	10.00	9.50	11.88	13.66
yoy		5.00%	52.38%	-37.50%	-5.00%	25.00%	15.00%
车载泵	2.30	4.60	7.80	10.00	12.00	14.40	17.28
yoy		100.00%	69.57%	28.21%	20.00%	20.00%	20.00%
搅拌车	4.30	12.50	15.00	27.00	45.90	64.26	77.11
yoy		190.70%	20.00%	80.00%	70.00%	40.00%	20.00%
搅拌站	6.60	8.00	9.04	12.00	12.60	13.23	13.89
yoy		21.21%	13.00%	32.74%	5.00%	5.00%	5.00%
其他	10.33	13.65	13.31	23.00	25.30	27.83	30.61
yoy		32.14%	-2.47%	72.77%	10.00%	10.00%	10.00%
土方机械					19.90	31.50	54.00
挖机销量 (台)					8,000.00	12,000.00	15,000.00
产品均价 (万元)					23.00	25.00	26.00
推土机等					1.50	1.50	1.50
农业机械	34.52	22.95	14.77	15.83	17.41	19.15	21.07
yoy		-33.52%	-35.64%	7.18%	10.00%	10.00%	10.00%
金融服务	4.09	3.92	4.97	7.33	8.80	10.56	12.67
yoy		-4.16%	26.79%	47.48%	20.00%	20.00%	20.00%
环卫机械	56.07	26.65	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
yoy		-52.47%					
其他机械和产品	22.02	37.80	40.85	49.42	56.83	65.36	75.16
yoy		71.66%	8.07%	20.98%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：wind，天风证券研究所

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 72.6 亿、100.1 亿和 115.5 亿，同比增速分别为 66.1%、37.9%、和 15.3%，对应 2021 年 PE 为 11.04 倍，而同行业的三一重工 PE 为 16.8 倍，考虑到公司产品具备后周期属性，产品销量和利润也滞后于三一重工，能够快速消化适当的估值溢价，我们认为当前时点公司合理 PE 为 15 倍，目标价 17.33 元，给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值情况

股票	股票	市值(亿元)	归母净利润 (亿元，万得一致预测额)				PE	
代码	简称	2021/3/17	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600031.SH	三一重工	3,082.26	155.48	183.66	204.74	19.82	16.78	15.05
平均值						19.82	16.78	15.05
000157.SZ	中联重科	1,092.86	72.61	100.13	115.47	15.05	10.91	9.46

资料来源：wind，天风证券研究所

5. 风险提示

1) 基建投资不及预期

本文盈利预测的核心假设之一为 2020 年基建投资增速较 2019 年有所回升,主要原因包括:
1) 宏观上, 2020 年面临经济翻番的历史任务, 而新冠肺炎等疫情对新开工和制造业造成较大影响, 而基建是常见的对冲政策; 2) 中观上, 目前中小企业财务状况不容乐观, 急需对冲政策发力; 3) 从政策层面来讲, 国家对于房地产政策态度坚决, 期间有望成为重要的对冲手段。然而, 一旦基建投资不及预期, 将直接导致工程机械销量不及预期, 影响公司 EPS。

2) 行业竞争加剧

此轮工程机械复苏至今已经 3 年有余, 行业竞争日益激烈, 一旦发生价格战或降低首付比例等恶性竞争, 则将对企业盈利和资产质量产生较大影响。

3) 原材料价格波动

工程机械成本构成中, 原材料占比最高, 若原材料价格大幅增加, 则对毛利率产生不利影响, 最终影响公司 EPS。

4) 测算具有一定主观性, 仅供参考

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	10,068.01	6,572.22	19,666.27	24,401.34	28,055.79	营业收入	28,696.54	43,307.40	64,168.17	77,865.72	85,286.76
应收票据及应收账款	24,311.99	25,403.95	40,546.66	37,319.05	43,229.55	营业成本	20,923.08	30,314.62	45,554.57	54,841.13	60,025.38
预付账款	725.24	879.87	1,524.40	1,369.99	1,798.01	营业税金及附加	251.05	359.42	513.35	622.93	682.29
存货	9,550.65	11,771.58	13,536.52	15,407.41	14,605.28	营业费用	2,379.41	3,780.02	4,812.61	5,684.20	5,970.07
其他	16,877.23	9,323.54	8,878.41	9,067.95	9,544.96	管理费用	1,459.27	1,619.60	2,181.72	2,491.70	2,729.18
流动资产合计	61,533.12	53,951.16	84,152.26	87,565.75	97,233.59	研发费用	580.85	1,515.65	2,117.55	2,569.57	2,814.46
长期股权投资	3,499.06	3,907.84	3,907.84	3,907.84	3,907.84	财务费用	1,243.98	1,215.04	1,446.83	1,156.76	742.31
固定资产	5,438.73	5,802.58	5,632.15	5,328.91	4,921.05	资产减值损失	86.57	(217.83)	0.00	0.00	0.00
在建工程	637.71	932.77	679.66	527.80	436.68	公允价值变动收益	32.65	21.90	32.85	30.00	30.00
无形资产	4,095.78	4,063.08	3,810.95	3,558.83	3,306.70	投资净收益	871.10	945.81	800.00	1,000.00	1,000.00
其他	9,416.47	14,179.64	9,610.77	11,047.22	11,606.77	其他	(1,732.58)	(1,260.74)	(1,665.70)	(2,060.00)	(2,060.00)
非流动资产合计	23,087.74	28,885.91	23,641.37	24,370.59	24,179.04	营业利润	2,601.16	5,013.92	8,374.39	11,529.44	13,353.06
资产总计	93,456.65	92,068.03	117,459.78	121,180.64	130,793.10	营业外收入	99.33	121.16	100.00	100.00	100.00
短期借款	8,325.50	5,042.88	8,000.00	6,000.00	4,000.00	营业外支出	61.96	101.18	100.00	80.00	80.00
应付票据及应付账款	10,810.65	19,061.08	26,493.49	29,261.66	32,431.10	利润总额	2,638.52	5,033.90	8,374.39	11,549.44	13,373.06
其他	20,492.23	10,479.48	19,126.08	16,611.35	18,334.30	所得税	681.89	758.79	1,256.16	1,732.42	2,005.96
流动负债合计	39,628.37	34,583.44	53,619.57	51,873.00	54,765.40	净利润	1,956.63	4,275.12	7,118.24	9,817.02	11,367.10
长期借款	5,539.00	2,842.05	3,000.00	3,000.00	2,000.00	少数股东损益	(63.23)	(96.34)	(142.36)	(196.34)	(227.34)
应付债券	8,106.43	11,672.79	10,846.52	10,208.58	10,909.30	归属于母公司净利润	2,019.86	4,371.46	7,260.60	10,013.36	11,594.44
其他	1,414.37	3,436.57	2,002.38	2,284.44	2,574.46	每股收益 (元)	0.23	0.50	0.84	1.16	1.34
非流动负债合计	15,059.81	17,951.42	15,848.90	15,493.02	15,483.76						
负债合计	54,688.18	52,534.86	69,468.47	67,366.03	70,249.16						
少数股东权益	567.27	669.94	527.57	331.23	103.89	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
股本	7,808.54	7,874.97	8,654.98	8,666.61	8,666.61	成长能力					
资本公积	13,378.19	13,466.67	13,466.67	13,466.67	13,466.67	营业收入	23.30%	50.92%	48.17%	21.35%	9.53%
留存收益	31,853.18	34,452.39	38,808.75	44,816.77	51,773.44	营业利润	113.60%	92.76%	67.02%	37.67%	15.82%
其他	(14,838.70)	(16,930.80)	(13,466.67)	(13,466.67)	(13,466.67)	归属于母公司净利润	51.65%	116.42%	66.09%	37.91%	15.79%
股东权益合计	38,768.47	39,533.17	47,991.31	53,814.61	60,543.94	获利能力					
负债和股东权益总计	93,456.65	92,068.03	117,459.78	121,180.64	130,793.10	毛利率	27.09%	30.00%	29.01%	29.57%	29.62%
						净利率	7.04%	10.09%	11.31%	12.86%	13.59%
						ROE	5.29%	11.25%	15.30%	18.72%	19.18%
						ROIC	7.96%	15.38%	28.50%	30.73%	35.79%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	58.52%	57.06%	59.14%	55.59%	53.71%
净利润	1,956.63	4,275.12	7,260.60	10,013.36	11,594.44	净负债率	66.01%	39.02%	18.39%	4.46%	-9.23%
折旧摊销	844.61	875.94	895.66	937.23	971.10	流动比率	1.78	1.83	1.75	1.87	1.95
财务费用	1,552.06	1,704.83	1,446.83	1,156.76	742.31	速动比率	1.53	1.49	1.50	1.57	1.68
投资损失	(871.10)	(945.81)	(800.00)	(1,000.00)	(1,000.00)	营运能力					
营运资金变动	(708.67)	(4,415.51)	(1,909.79)	(526.34)	641.64	应收账款周转率	1.19	1.74	1.95	2.00	2.12
其它	2,290.58	4,724.78	(109.51)	(166.34)	(197.34)	存货周转率	3.11	4.06	5.07	5.38	5.68
经营活动现金流	5,064.12	6,219.35	6,783.78	10,414.67	12,752.15	总资产周转率	0.32	0.47	0.61	0.65	0.68
资本支出	626.10	(151.58)	1,654.19	(52.06)	(70.02)	每股指标 (元)					
长期投资	376.43	408.78	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.23	0.50	0.84	1.16	1.34
其他	(8,591.53)	9,476.59	(1,728.35)	1,213.91	683.85	每股经营现金流	0.58	0.72	0.78	1.20	1.47
投资活动现金流	(7,589.01)	9,733.78	(74.17)	1,161.85	613.83	每股净资产	4.41	4.48	5.48	6.17	6.97
债权融资	35,658.49	21,999.28	28,490.64	26,799.66	22,468.22	估值比率					
股权融资	(1,003.41)	(3,063.74)	2,797.32	(1,145.13)	(742.31)	市盈率	54.75	25.30	15.21	11.04	9.54
其他	(30,552.69)	(38,584.33)	(24,903.52)	(32,495.99)	(31,437.44)	市净率	2.89	2.85	2.33	2.07	1.83
筹资活动现金流	4,102.38	(19,648.79)	6,384.44	(6,841.45)	(9,711.53)	EV/EBITDA	4.50	4.64	9.15	6.65	5.42
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	5.33	5.11	9.99	7.14	5.79
现金净增加额	1,577.50	(3,695.65)	13,094.05	4,735.06	3,654.45						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com