

徐工机械(000425)

报告日期: 2021 年 4 月 21 日

整体上市能显著增厚未来业绩; 改制激励将大幅提升盈利能力 ——徐工机械深度报告

投资要点

□ “新徐工”: 吸收合并控股股东徐工有限, 工程机械板块整体上市

公司公告将以向全体股东发行股份的方式吸收合并控股股东徐工有限, 发行价格 5.65 元/股。徐工有限旗下挖掘机械、混凝土机械、矿机、塔机等工程机械资产将整体注入上市公司 (“新徐工”)。

2020 年 9 月徐工有限混改收官, 徐工有限由国有独资转变为国资控股、民企和员工共同参股的混合所有制公司。其中: 员工持股平台增资 8.7 亿元, 参与对象为高管团队和核心骨干, 合计 435 人。

□ “新徐工”: 挖掘机市占率国内第二, 盈利能力提升空间大

预计 2021 年徐工挖掘机收入近 300 亿元, 净利润接近 30 亿元。(1) 2020 年徐工挖机销量 5.2 万台, 市占率 16%, 预计收入近 240 亿元; 中大挖平均销量占比 44.4%。徐工与柳工相比在销量 (柳工 2 倍)、中大挖占比和终端价格上均有明显的优势, 预计未来净利率处在三一 (2020 年净利率 16%) 和柳工 (2020 年净利率 9%) 之间。“新徐工” 2021 年备考收入将跃居行业首位, 盈利能力大幅提升。

工程机械板块整体上市后, 预计 2021 年 “新徐工” 的备考收入超过 1200 亿元, 成为收入规模最大的工程机械公司。预计 2021 年挖机净利润接近 30 亿, 混凝土+塔机+矿机净利润 10 亿左右, 上市公司净利润约为 55 亿, 资产注入后 “新徐工” 备考净利润约 95 亿。未来随着改制后的活力释放、管理改善、产品结构优化, 盈利能力提升的空间和潜力大。

□ 盈利预测及估值

不考虑资产注入, 预计 2020-2022 年净利润为 37/55/66 亿元, 同比增长 3%/47%/21%, PE 为 16/11/9 倍。采用相对保守的假设, 若注入资产估值在 200~300 亿, 预计 2021 年 “新徐工” 的摊薄后的备考 PE 在 9~10 倍, 低于三一 (14 倍) 和中联 (11 倍)。维持 “买入” 评级。

风险提示: 资产重组注入进度低于预期; 基建、地产投资增速不及预期。

财务摘要

(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	59176	73999	84463	91334
(+/-)	33%	25%	14%	8%
净利润	3621	3727	5491	6619
(+/-)	77%	3%	47%	21%
每股收益 (元)	0.5	0.5	0.7	0.8
P/E	16	16	11	9
ROE	11%	10%	14%	14%
PB	1.8	1.6	1.4	1.2

评级

上次评级

当前价格

买入

买入

¥ 7.48

分析师: 邱世梁

执业证书号: S1230520050001

qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君

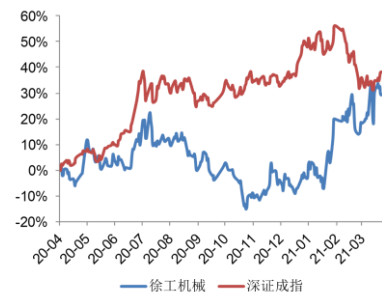
执业证书号: S1230520080005

wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 李锋

执业证书号: S1230517080001

lifengl@stocke.com.cn



相关报告

1《徐工机械: 大股东混改收官; 期待 “新徐工” 盈利能力提升》2021.03.26

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2020-2022 年营业收入为 740/845/913 亿元，同比增长 25%/14%/8%；净利润为 37/55/66 亿元，同比增长 3%/37%/21%，PE 为 16/11/9 倍。

出于谨慎，我们采用相对保守的假设，假设其他因素不变，注入资产估值在 200~300 亿变动，挖机净利率约为 10%，则 2021 年“新徐工”的备考 PE 将在 9~10 倍之间变动。目前估值低于三一（14 倍）、和中联（11 倍），维持买入评级。

● 关键假设

- 1) 预计2021~2022年房地产投资增速维持6%/6%，基建投资增速1%/1%，制造业投资增速8%/5%；
- 2) 预计2021~2022年汽车起重机行业销量增速10-15%/5-8%；
- 3) 预计2021~2022年徐工机械在国内汽车起重机行业市占率维持35-40%；

● 我们与市场的观点的差异

市场对徐工有限未上市资产注入能否提升上市公司盈利能力存在质疑。

我们深入分析了徐工挖机的

- 1) 销量规模(2020 年徐工挖机销量和市占率均是柳工的 2 倍左右)；
- 2) 大中小挖结构（2020 年徐工挖机中大挖平均销量占比 44.4%，低于三一的 1.2pct，高于柳工的 1.5pct）；
- 3) 终端价格（2020 年徐工挖机平均售价为 46 万元/台，高于三一的 41 万元/台，高于柳工的 37 万元/台）；

认为徐工挖机与柳工挖机在销量、中大挖占比和终端价格上相比均有明显的优势，徐工挖机通过成本费用控制和效率提升，合理净利率应该至少在柳工（2020 年净利率 9%）和三一（2020 年净利率 16%）之间。假设 2021 年徐工挖机净利率为 10%，塔机+矿机等其他资产净利率 8%左右，则资产注入后 2021 年上市公司的净利率有望从 5.5%上升到 7.8%。

我们预计：未来随着改制后的活力释放、管理进一步改善、产品结构优化，预计盈利能力将进一步提升。

● 股价上涨的催化因素

- 1) 徐工有限未上市资产注入估值低于预期；
- 2) 徐工有限未上市资产（主要是挖机）净利率提升超预期。

● 投资风险

- 1) 徐工有限未上市资产注入进度低于预期；
- 2) 基建、地产和制造业投资增速低于预期；

正文目录

1. “新徐工”：吸收合并徐工有限，工程机械板块整体上市	6
1.1. 徐工集团是中国工程机械排头兵，2020 年全球位列第四	6
1.2. 徐工有限混改实现股权多元化，未上市资产注入已提上日程	11
2. “新徐工”：挖掘机盈利能力改善空间大	14
2.1. 挖机收入占比逐年提升，之前盈利能力显著低于同行	14
2.2. 对比销量、产品结构和销售价格，挖机盈利能力改善空间大	15
3. 起重机市场份额领先，行业竞争聚焦大吨位机型	19
3.1. 起重机市场份额领先，盈利能力较强	19
3.2. 更新需求占据主导，头部企业逐鹿大吨位起重机	20
4. “新徐工”2021 年备考收入将成行业第一，盈利能力将改善	24
4.1. 徐工机械之前毛利率明显低于三一、中联，运营效率和资本结构居中	24
4.2. 挖掘机等优质资产注入后，预计“新徐工”盈利能力将有大幅改善	28
5. “新徐工”：保守测算今年备考 PE 9~10 倍，估值具优势	29
5.1. 预计 2021 年上市公司收入增长 14%，净利润将增长 47%	29
5.2. 2021 年上市公司 PE11 倍，“新徐工”备考 PE 9~10 倍	31

图表目录

图 1：徐工集团为行业首家集团公司，2020 年在全球工程机械 50 强中排名第四	6
图 2：徐工集团是中国工程机械行业规模宏大、产品品种与系列齐全的大型企业集团	6
图 3：徐工集团 2020 年前三季度收入 769 亿元，同比+21%	7
图 4：徐工集团 2020 年前三季度净利润 20 亿元，同比-28%	7
图 5：2019 年徐工集团起重机、挖掘机和混凝土机械合计收入占比达到 54%	7
图 6：起重机 2020 年前三季度收入 192 亿元	8
图 7：起重机 2020 年前三季度毛利率为 23.5%	8
图 8：挖掘机 2020 年前三季度收入 160 亿元	9
图 9：挖掘机 2020 年前三季度净利润 6.9 亿元	9
图 10：挖掘机 2020 年前三季度毛利率 31%	9
图 11：挖掘机 2020 年前三季度净利率为 4.3%	9
图 12：2016-2019 年徐工混凝土机械平均毛利率 24.4%，低于三一 0.8pct，高于中联 2.2pct	10
图 13：徐州建机 2020 年前三季度收入 45 亿元	11
图 14：徐州建机 2020 年前三季度净利润 1.4 亿元	11
图 15：徐州建机 2020 年前三季度净利率 3%	11
图 16：徐工矿机 2020 年前三季度营业收入 19 亿元	11
图 17：徐工矿机 2020 年前三季度净利润-0.5 亿元	11
图 18：徐工矿机 2020 年前三季度净利率为-2.6%	11
图 19：徐工混改收官，工程机械板块将整体上市	12

图 20: 徐工集团对徐工有限的持股比例从 100%下降至 34%.....	13
图 21: 徐工有限 2020 年前三季度收入同比增长 22%.....	14
图 22: 徐工有限 2020 年前三季度净利润同比下滑 18%.....	14
图 23: 2013~2019 年挖掘机收入占比从 12%提升至 18%.....	14
图 24: 2019 年起重机和挖掘机收入占比分别为 27%和 18%.....	14
图 25: 2016~2019 年徐工挖机毛利率平均低于三一 18pct.....	15
图 26: 2016-2018 年徐工挖机净利率平均低于三一 13pct, 低于柳工 9pct.....	15
图 27: 2020 年徐工挖机销量接近 2016 年的 10 倍.....	15
图 28: 2020 年徐工挖机收入接近 2016 年的 10 倍.....	15
图 29: 2020 年徐工挖机销量约为三一 57%, 是柳工的 2 倍.....	15
图 30: 徐工挖机市占率在 2016 年超越柳工, 2020 年约为 16%.....	15
图 31: 2018 年徐工挖掘机市占率超过卡特.....	16
图 32: 2020 年徐工挖掘机市占率达到 16%.....	16
图 33: 2020 年徐工中大挖占比 44%, 略低三一, 高于柳工.....	16
图 34: 2020 年徐工小挖占比 55%, 低于柳工, 略高三一.....	16
图 35: 2020 年徐工挖机平均售价为 46 万元/台, 比三一高 5 万元/台, 比柳工高 9 万元/台.....	17
图 36: 2021 年 3 月单月挖掘机销量 79035 台, 同比增长 60%.....	18
图 37: 徐工汽车起重机市占率常年保持在 40%-60%.....	19
图 38: 2019 年起重机械占上市公司收入 37%.....	19
图 39: 2019 年前 4 月徐工起重机销量接近 2.4 万台.....	19
图 40: 预计 2020 年起重机收入 250 亿元, 同比增长 20%.....	19
图 41: 2019 年徐工起重机毛利率为 23%, 接近三一 24%.....	20
图 42: 2019 年徐工起重机净利率为 7.8%, 三一为 6.8%.....	20
图 43: 汽车起重机 55%用于大型基建和市政工程项目.....	20
图 44: 2019 年随车起重机下游主要领域分布.....	20
图 45: 2021 年 1-2 月基建投资同比增长约 35%.....	21
图 46: 2021 年 1-2 月制造业投资同比增长约 37%.....	21
图 47: 2020 年地方政府专项债投向基建领域的占比约 80%.....	21
图 48: 2021 年地方政府专项债规模 3.65 万亿元, 与去年接近.....	21
图 49: 预计 2021 年汽车起重机达到更新需求高峰.....	22
图 50: 随车起重机目前仍处于存量替换周期.....	22
图 51: 徐工汽车起重机市占率第一, 在 40%-60%.....	23
图 52: 徐工随车起重机占据绝对优势, 市占率在 50%-60%.....	23
图 53: 30<t<60 汽车起重机市占率: 徐工 33%, 中联 41%.....	23
图 54: >60t 汽车起重机市占率: 徐工 39%, 中联 33%.....	23
图 55: 2006 年~2021 年, 我国工程机械经历两个上升周期和一个下降周期.....	24
图 56: 阶段 I、II 徐工平均 ROE 最低, 阶段 III 平均 ROE 居中.....	24
图 57: 阶段 I、II 和 III 徐工平均销售净利率三家公司最低.....	24
图 58: 阶段 I、II 和 III 徐工平均毛利率大幅低于同行.....	25
图 59: 阶段 I、II 和 III 徐工平均期间费用率三家公司控制最好.....	25
图 60: 2019 年徐工机械核心产品起重机收入占比 37%.....	25
图 61: 2019 年三一重工核心产品收入占比高达 83%.....	25
图 62: 2019 年中联重科核心产品收入占比高达 83%.....	26
图 63: 除起重机之外, 徐工收入占比高产品毛利率普遍较低.....	26

图 64: 徐工机械收入占比前三的产品毛利率显著低于三一、中联的对应产品.....	26
图 65: 阶段 I、II 和 III 徐工平均 ROA 持平三一, 领先中联.....	26
图 66: 阶段 I、II 和 III 徐工存货周转率持平三一, 领先中联.....	26
图 67: 阶段 I、II 和 III 徐工应收款周转率接近三一, 领先中联.....	27
图 68: 阶段 I、II 和 III 徐工固定资产周转率领先三一、中联.....	27
图 69: 阶段 I、II 和 III 徐工平均人均创收接近三一, 领先中联.....	27
图 70: 阶段 I、II 和 III 徐工平均人均创利低于三一, 持平中联.....	27
图 71: 总体看徐工资产负债率与三一相近, 略低于中联.....	28
图 72: 总体看徐工带息负债最低, 低于三一和中联.....	28
表 1: 徐工机械是徐工有限的核心资产, 挖机、混凝土机械、矿机和塔机是主要的未上市资产.....	8
表 2: 2020 年 1-9 月徐工汽车起重起重机销量 15407 台、履带起重机销量 884 台、随车起重机销量 8919 台.....	8
表 3: 2020 年徐工挖掘机销量 50002 台, 市占率 16%.....	9
表 4: 2020 年 1-9 月徐工泵车销量 1174 台、搅拌站销量 144 台、搅拌车销量 4538 台.....	10
表 5: 预计 2021 年徐工挖机销量约为 6.5 万台, 实现收入近 300 亿元.....	17
表 6: 2021 年各个省市区地方政府专项债最新发行计划.....	21
表 7: 柴油机动车最新限行政策.....	22
表 8: 汽车起重机各环保标准销量.....	23
表 9: 预计 2021 年完成资产注入后“新徐工”的净利率有望从 4.5% 上升到 7.4%.....	29
表 10: 公司细分业务盈利预测.....	29
表 11: 徐工机械与可比公司关键指标对比.....	32
表 12: 预计 2021 年徐工机械备考 PE 在 7.7~10.7 倍.....	32
表附录: 三大报表预测值.....	33

1. “新徐工”：吸收合并徐工有限，工程机械板块整体上市

1.1. 徐工集团是中国工程机械排头兵，2020 年全球位列第四

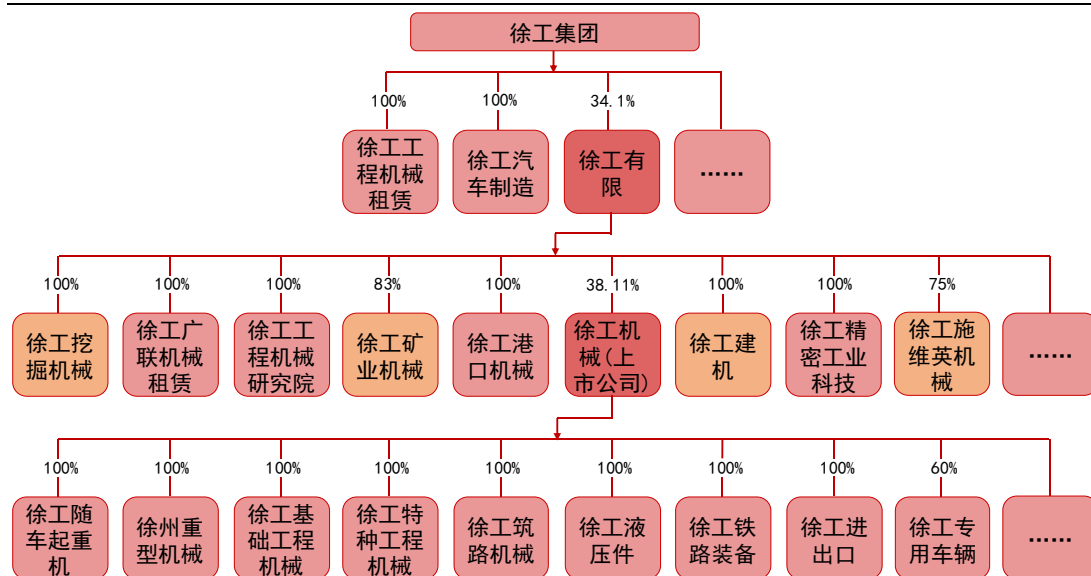
徐工集团是中国工程机械行业龙头。集团成立于 1989 年，始终保持中国工程机械行业排头兵地位。公司在国内工程机械行业主营业务收入排名前三，在 2020 年度全球工程机械制造商 50 强排行榜中位列第 4。目前徐工集团 9 类主机、3 类关键基础零部件市占率居国内第一位；5 类主机出口量和出口总额持续位居国内行业第 1 位；汽车起重机、大吨位压路机销量全球第一。

图 1：徐工集团为行业首家集团公司，2020 年在全球工程机械 50 强中排名第四



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

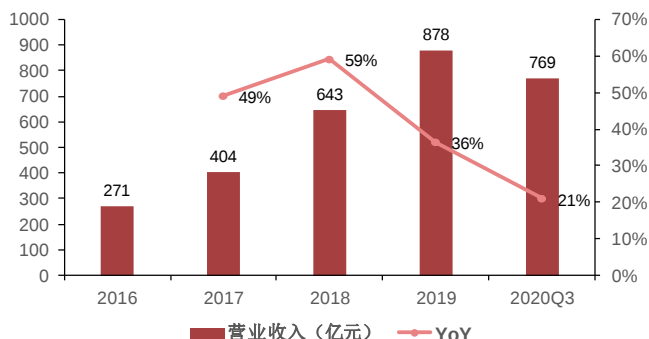
图 2：徐工集团是中国工程机械行业规模宏大、产品品种与系列齐全的大型企业集团



资料来源：Wind、浙商证券研究所

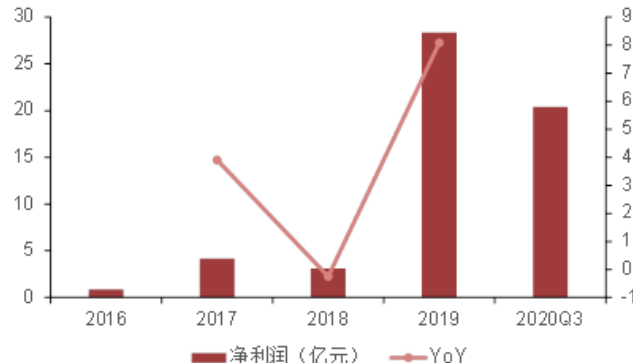
徐工集团起重机、挖掘机和混凝土机械合计收入占比 54%。徐工集团 2019 年主营业务收入 848.54 亿元，同比增长约 36%，过去三年 CAGR 为 48%，集团主营业务毛利率连续四年稳定在 20%左右。2020 年 1-9 月，徐工集团总营收 769 亿，比去年同期增长 21%。

图 3：徐工集团 2020 年前三季度收入 769 亿元，同比+21%



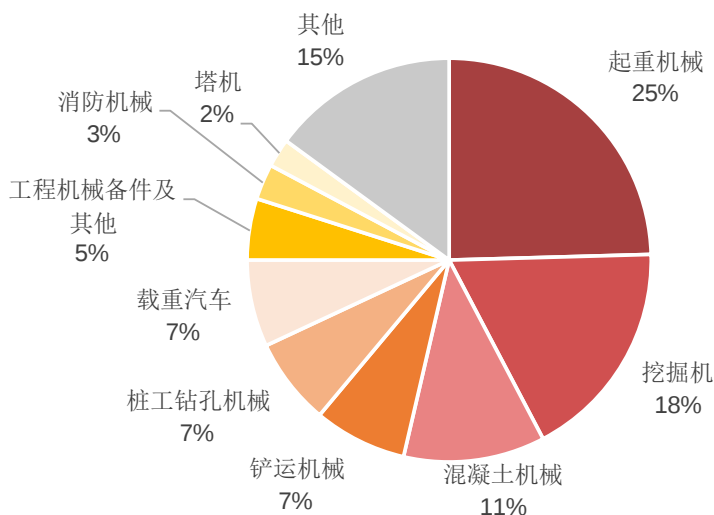
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 4：徐工集团 2020 年前三季度净利润 20 亿元，同比-28%



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 5：2019 年徐工集团起重机、挖掘机和混凝土机械合计收入占比达到 54%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

徐工有限是徐工集团的核心资产，2019 年和 2020 年前三季度收入分别占徐工集团收入 89%和 92%；徐工机械是徐工有限的核心资产，2019 年和 2020 年前三季度收入分别占徐工有限 76%和 73%；挖机、混凝土机械、矿机和塔机是徐工有限主要的未上市资产，2019 年和 2020 年前三季度收入分别占 33%和 38%（不考虑内部交易抵消）。

徐工机械是 1993 年 6 月 15 日经江苏省体改委苏体改生[1993]230 号文批准，由徐州工程机械集团有限公司以其所属的工程机械厂、装载机厂和营销公司经评估确认后依照 1993 年 4 月 30 日的净资产出资组建的定向募集股份有限公司。

除徐工机械之外，徐工有限未上市的工程机械资产主要有徐工挖机、徐工施维英、徐工矿机和徐工建机，分别对应的挖掘机、混凝土机械、矿机和塔机业务。

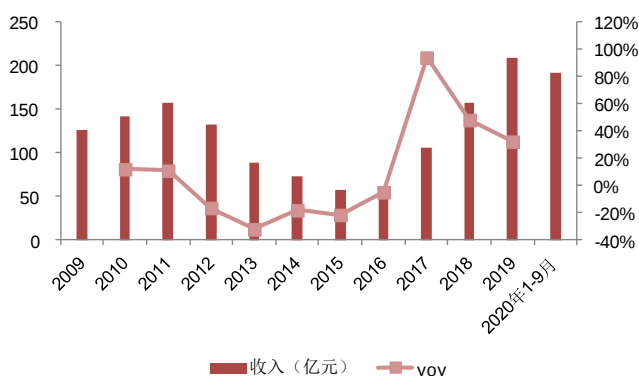
表 1：徐工机械是徐工有限的核心资产，挖机、混凝土机械、矿机和塔机是主要的未上市资产

一级子公司	主营业务	2019 年收入 (亿元)	2019 年净利润 (亿元)	2020 年前三季度收入 (亿元)	2020 年前三季度 净利润(亿元)
徐工机械	起重机、桩工机械、路面机械、 铲运机械、消防机械、压实机械	592	36.5	513	24.3
徐工挖机	挖掘机	168	1.3	160	6.9
徐工施维英	混凝土机械	38	1.2	44	-0.6
徐工矿机	矿山机械	15	0.3	19	-0.5
徐州建机	塔式起重机	35	1	45	1.4
徐工广联	工程机械租赁	14	0.02	10	-1.9
凯宫重工	隧道机械	1.6	0.16	0.9	0.11
智联物流	道路货物运输	14	0.03	18	0.07

资料来源：徐工有限 2021 年度第八期超短期融资券募集说明书、浙商证券研究所（子公司口径）

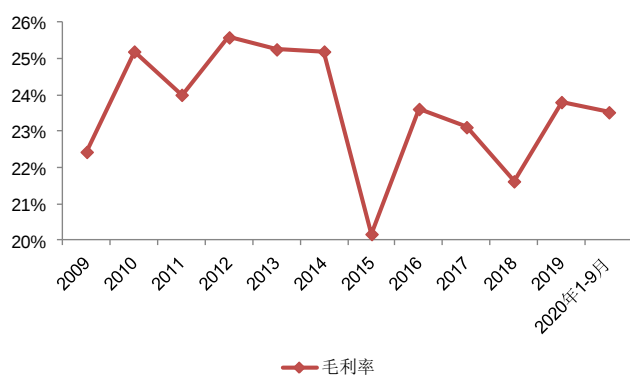
1) 起重机收入和毛利润占比最高，是集团利润核心，同时也是上市公司——徐工机械的核心资产。2019 年起重机业务实现营收 208 亿元，同比增长 32%，占集团收入 25%；实现毛利润约 50 亿元，同比增长 46%，占集团毛利润 26%，毛利率 23.8%，是集团利润的核心；2020 年前三季度起重机收入 192 亿元，毛利率 23.5%。（以上数据为合并报表口径）。

图 6：起重机 2020 年前三季度收入 192 亿元



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 7：起重机 2020 年前三季度毛利率为 23.5%



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

起重机为徐工有限的拳头产品，2019 年徐工占据 46.6% 的市场份额，拥有绝对优势。汽车起重机产品涵盖了从 8 吨到 120 吨以上所有的产品类别；成功研制了我国第一台具有自主知识产权的 QAY25 全地面起重机，研发的 QAY800 和 QAY1000 型全地面起重机也最早通过国家鉴定，公司全地面起重机已覆盖 QAY25-QAY1000 共 15 个品种，成功替代进口，国内市场占有率接近 50%；

表 2：2020 年 1-9 月徐工汽车起重起重机销量 15407 台、履带起重机销量 884 台、随车起重机销量 8919 台

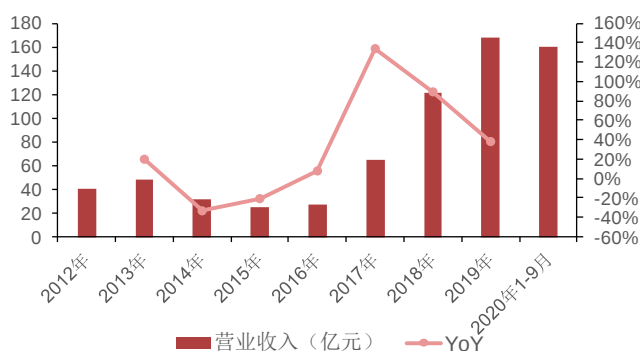
销量(台)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 年 1-9 月
汽车起重机	17764	19133	13331	7754	7214	4554	5030	9579	13991	17255	15407
履带起重机	399	401	347	376	359	251	272	603	823	1034	884
随车起重机	3117	4833	5236	5631	5995	4410	4194	6138	8516	10107	8919

资料来源：徐工有限债券募集说明书、浙商证券研究所

2) 挖掘机是徐工有限未上市的优质资产,也是徐工有限后续可能注入上市公司的核心资产。2019 年挖掘机营收分别是 151 亿元,同比分别增长 31%;占集团收入的比例为 18%,占集团毛利润比例为 16%,毛利率为 21%;2020 年前三季度挖掘机收入约 160 亿元,毛利率 31%。

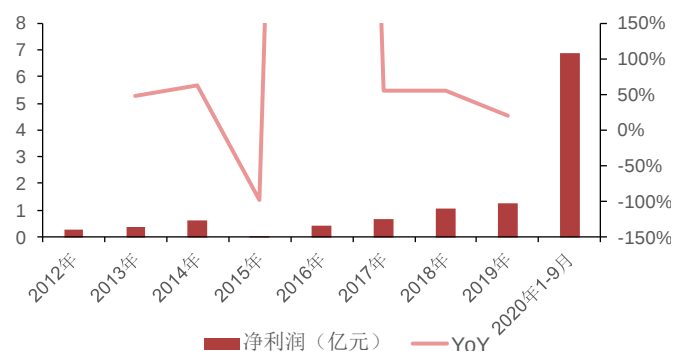
公司挖掘机型号已全面覆盖从 1.5 吨到国内最大 400 吨液压挖掘机,以及从 40 吨到全球最大 400 吨矿用自卸车两大类、全系列产品,其中 400 吨液压挖掘机和 400 吨矿用自卸车填补了国内和国际市场空白。在 70 吨级以上的大型挖掘机市场,公司优势显现。根据中国工程机械协会数据,2020 年徐工销售挖掘机 50002 台,市占率约为 16%,国内仅次于三一重工。

图 8: 挖掘机 2020 年前三季度收入 160 亿元



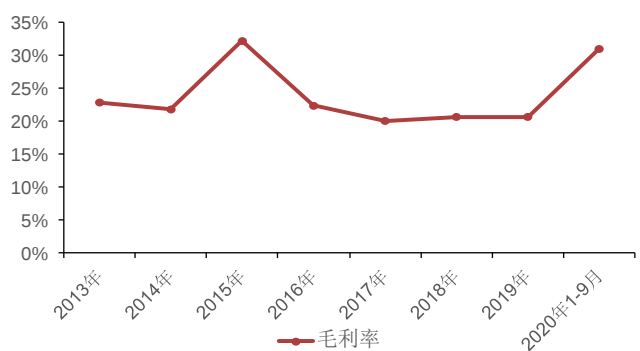
资料来源: 徐工有限债券募集说明书、浙商证券研究所

图 9: 挖掘机 2020 年前三季度净利润 6.9 亿元



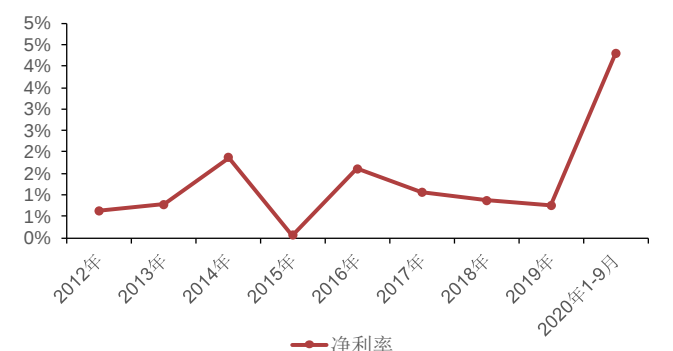
资料来源: 徐工有限债券募集说明书、浙商证券研究所

图 10: 挖掘机 2020 年前三季度毛利率 31%



资料来源: 徐工有限债券募集说明书、浙商证券研究所

图 11: 挖掘机 2020 年前三季度净利率为 4.3%



资料来源: 徐工有限债券募集说明书、浙商证券研究所

表 3: 2020 年徐工挖掘机销量超 5 万台, 市占率 16%

销量 (台)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 年
挖掘机	2292	5787	7755	8362	5853	4519	5129	12367	25613	35069	50002

资料来源: 徐工有限债券募集说明书、中国工程机械协会、浙商证券研究所

3) 混凝土机械是 2020 年 9 月并入徐工有限, 后续也有望注入到上市公司。2019 年混凝土机械 96 亿元, 同比增长 47%, 占集团收入 11%; 实现毛利润 18 亿元, 同比增长 5%, 占集团毛利润 10%, 毛利率为 19%; 2020 年前三季度 42 亿元, 毛利率 13.75%。

混凝土机械产品主要由下属徐州徐工施维英机械有限公司生产。徐工有限混改后, 徐工施维英于 2020 年 9 月末股权划入徐工有限, 同时徐工汽车股权划出徐工有限。2017-2019 年混凝土机械市场占有率分别为 5.3%、7.7%和 15.4%。混凝土机械市场占有率稳步提升。

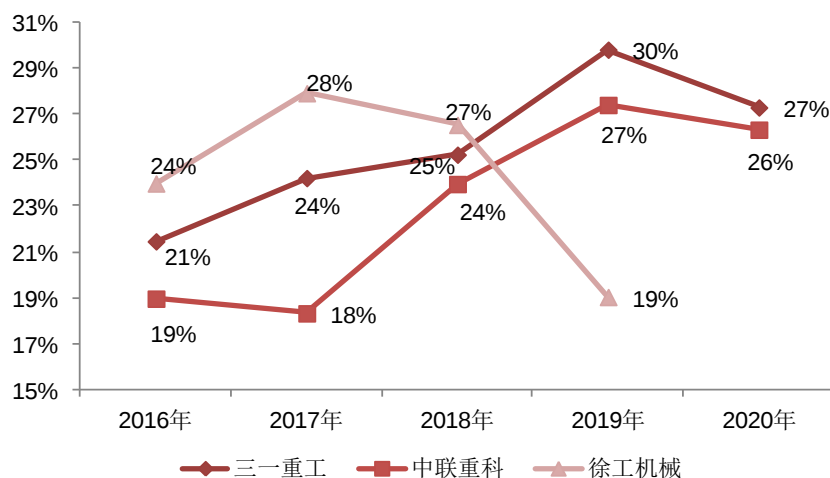
表 4: 2020 年 1-9 月徐工泵车销量 1174 台、搅拌站销量 144 台、搅拌车销量 4538 台

销量(台)	2017	2018	2019	2020 年 1-9 月
泵车	249	280	1047	1174
搅拌站	60	68	120	144
搅拌车	1341	2178	2620	4538
车载泵	72	136	254	265

资料来源: 徐工有限债券募集说明书、浙商证券研究所

徐工混凝土机械毛利率低于三一重工, 高于中联重科。2016~2019 年徐工混凝土机械平均毛利率 24.4%, 低于三一重工同期 25.2%的平均毛利率 0.8pct, 高于中联重科同期 22.2%的平均毛利率 2.2pct。徐工混凝土的额毛利率在 2019 年出现了 7.5pct 下滑, 我们判断这与公司在行业景气阶段低价处理之前部分库存设备所致。

图 12: 2016-2019 年徐工混凝土机械平均毛利率 24.4%, 低于三一 0.8pct, 高于中联 2.2pct

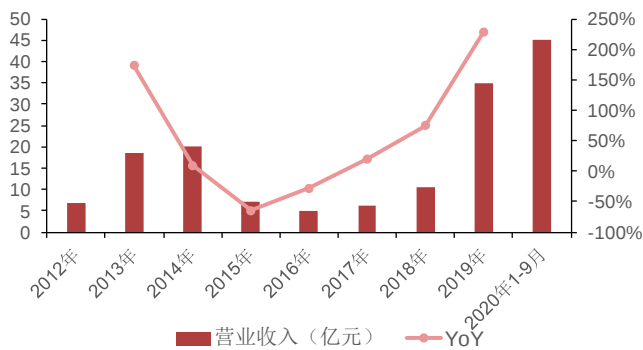


资料来源: Wind、浙商证券研究所

4) 塔机和矿机也是徐工有限未上市的资产, 目前收入规模较小, 盈利情况塔机优于矿机。塔式起重机主要由徐州建机生产经营。2019 年度实现营业收入 34.81 亿元, 净利润为 0.99 亿元; 2020 年 1-9 月实现营业收入 45.09 亿元, 净利润 1.43 亿元。

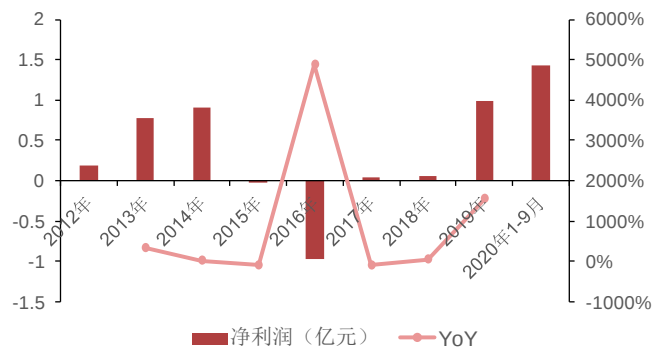
矿山机械主要由徐州徐工矿业机械有限公司负责生产经营。2019 年度实现营业收入 15.43 亿元, 净利润为 0.26 亿元; 2020 年 1-9 月实现营业收入 18.66 亿元, 净利润-0.48 亿元, 主要为计提资产减值准备, 导致 2020 年 9 月末净利润为负。(以上数据为子公司口径, 非合并报表口径)。

图 13：徐州建机 2020 年前三季度收入 45 亿元



资料来源：徐工有限债券募集说明书、浙商证券研究所

图 14：徐州建机 2020 年前三季度净利润 1.4 亿元



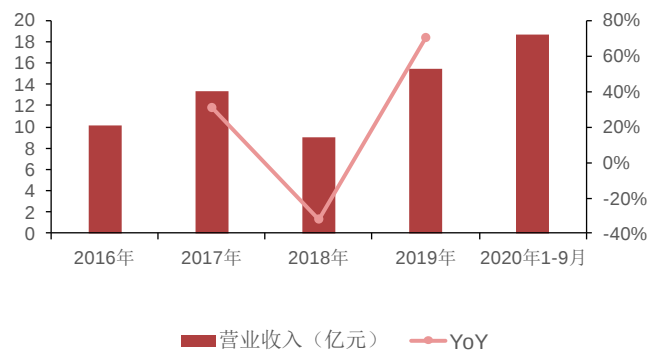
资料来源：徐工有限债券募集说明书、浙商证券研究所

图 15：徐州建机 2020 年前三季度净利率 3%



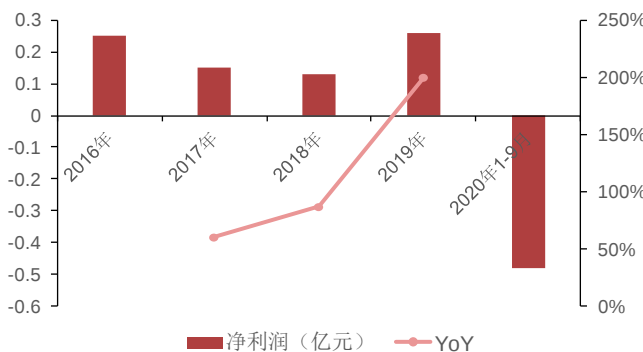
资料来源：徐工有限债券募集说明书、浙商证券研究所

图 16：徐工矿机 2020 年前三季度营业收入 19 亿元



资料来源：徐工有限债券募集说明书、浙商证券研究所

图 17：徐工矿机 2020 年前三季度净利润-0.5 亿元



资料来源：徐工有限债券募集说明书、浙商证券研究所

图 18：徐工矿机 2020 年前三季度净利率为-2.6%



资料来源：徐工有限债券募集说明书、浙商证券研究所

1.2. 徐工有限混改实现股权多元化，工程机械板块将整体上市

2018 年徐工有限入选国企改革“双百行动”名单，开启混合所有制改革序章，截止 2021 年 3 月混改已经全面落实。混改之后，徐工集团持股徐工有限由 100%降低至 34%，仍为公司实际控制人，徐工有限现有经营管理团队保持稳定。本次混改主要分为三部分：

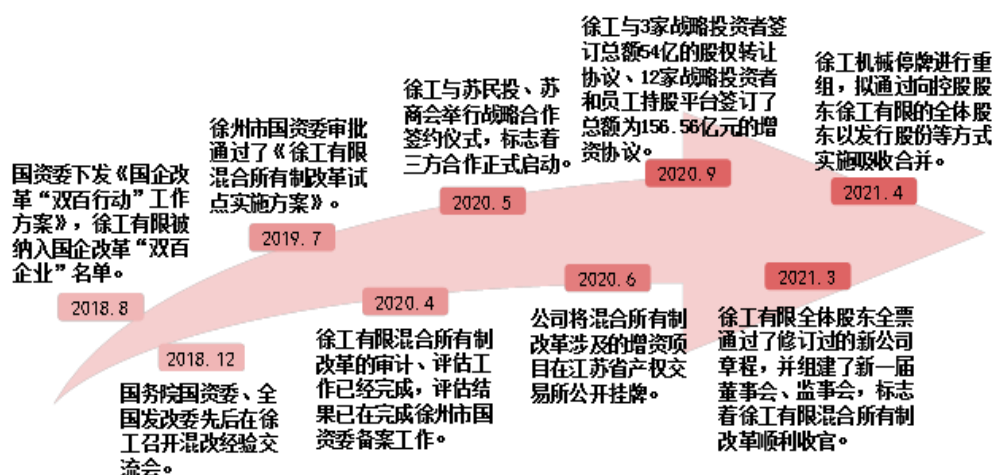
1) 徐工集团转让持有徐工有限部分股权给三家国有企业。徐工集团将其持有的徐工有限18.41%、8.59%、6.14%的股权分别转让给江苏省国信集团有限公司、建信金融资产投资有限公司、交银金融资产投资有限公司，总额达到54亿。

2) 徐工有限引进12家优质战略投资者增资147.87亿元。根据上市公司公告，该增资项目于2020年6月24日在江苏省产权交易所公开挂牌，2020年8月20日挂牌终止。经过遴选，最终确定12名战略投资者参与本次增资项目，并于2020年9月22日签订了总额147.87亿元增资协议。

3) 员工持股平台——徐州金帆引领企业管理咨询合伙企业(有限合伙)持有徐工有限2.72%股权。徐工金帆引领向徐工有限投资约8.69亿元，持有徐工有限2.72%股权。员工持股平台的对象均为与公司签订劳动合同的经营管理人员、研发技术人员和营销骨干，实现核心管理和技术人员与徐工有限的利益绑定。

徐工有限混改后，在激励机制方面，将逐步实施骨干员工持股和股权激励计划，实施利润分享计划、职业经理人市场化薪酬机制，实现技术人员和管理层的薪酬和贡献挂钩，多贡献多收益。

图 19：徐工混改收官，工程机械板块将整体上市



资料来源：徐州市国资委、公司公告、浙商证券研究所

徐工有限混改收官后，股权结构实现了多元化。徐工集团持股比例从100%下降至34.1%，仍为徐工有限控股股东；3家国企和12家战略投资者合计持有徐工有限63.2%股权；员工持股平台持有徐工有限2.7%股权。徐工有限由一家国有独资公司转变为国资控股、民企和员工共同参股的混合所有制公司。

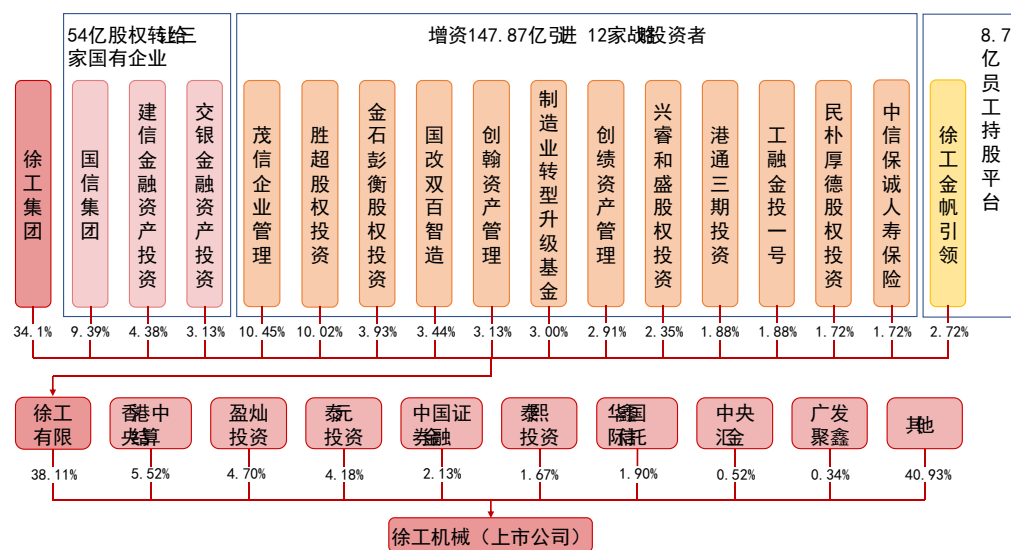
徐工有限、徐工机械董事长王民表示，计划在三年内将徐工有限相关资产注入到徐工机械。根据长江商报报道，2020年9月22日下午，在南京举办的徐工混改战略投资者签约仪式现场，徐工有限、徐工机械董事长王民表示，计划在三年内将徐工有限相关资产注入到徐工机械。

徐工机械因重大资产停牌重组，拟发行股份吸收合并徐工有限。徐工有限持有上市公司徐工机械约38%股权，为上市公司的控股股东。2021年4月7日，上市公司徐工机械发布公告停牌，拟通过向控股股东徐工有限的全体股东以发行股份等方式实施吸收合并徐工有限。本次重组交易上市公司与徐工有限已于2021年4月6日签署初步意向协

议，具体交易方案尚未确定。截至 2021 年 4 月 7 日徐工机械停牌，徐工有限未上市资产注入上市公司已经提上日程。

2020 年 4 月 21 日，徐工机械重大资产重组复牌，将发行股份收购吸收合并控股股东徐工有限，徐工有限旗下挖掘机械、混凝土机械、矿机、塔机等工程机械生产配套资产将整体注入上市公司。发行股份价格为定价基准日前 120 个交易日股票交易均价的 90%，即 5.65 元/股；徐工集团及其一致行动人建信金融、员工持股平台（徐工金帆）锁定期为 36 个月；其余 14 家股东中持股满 12 个月锁定期为 12 个月；不满 12 个月锁定期为 36 个月。

图 20：徐工集团对徐工有限的持股比例从 100%下降至 34%



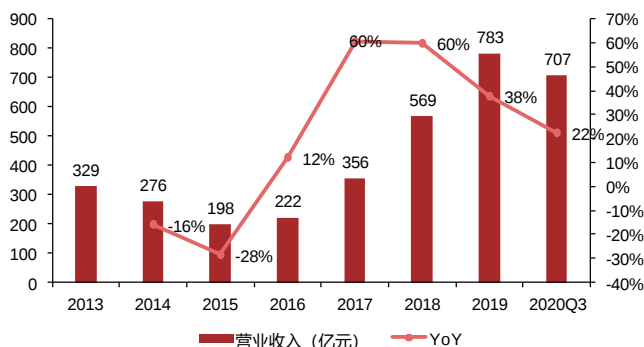
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2. “新徐工”：挖掘机盈利能力改善空间大

2.1. 挖机收入占比逐年提升，之前盈利能力显著低于同行

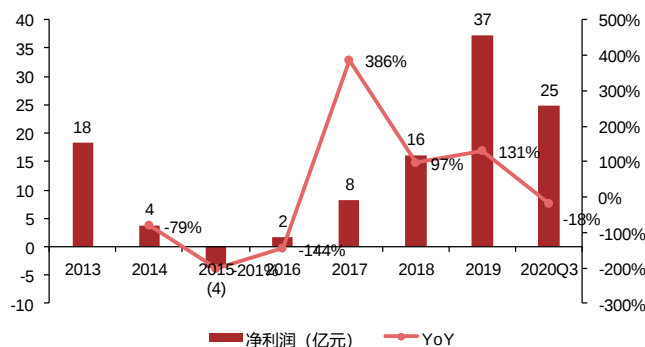
2017-2019 年徐工有限收入与净利润实现恢复性增长。16 年行业景气度开始复苏，徐工有限收入与净利润重回上升通道，2019 年营业收入 757 亿元，同比增长 38%，过去三年 CAGR 为 54.6%；净利润为 37.2 亿，同比增长 231%，净利率为 4.9%。2020 年前三季度营业收入已达 707 亿元，比去年同期增长 22.4%；净利润为 29.8 亿元，利润率为 4.2%。

图 21：徐工有限 2020 年前三季度收入同比增长 22%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

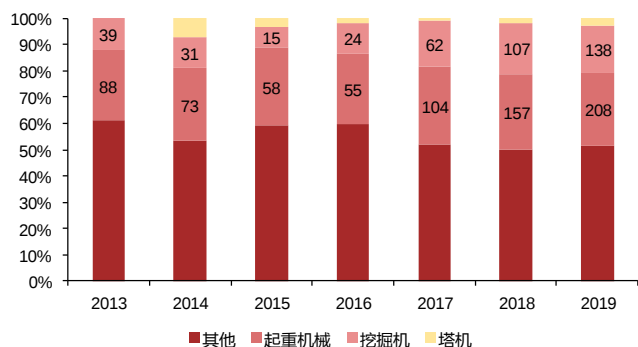
图 22：徐工有限 2020 年前三季度净利润同比下滑 18%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

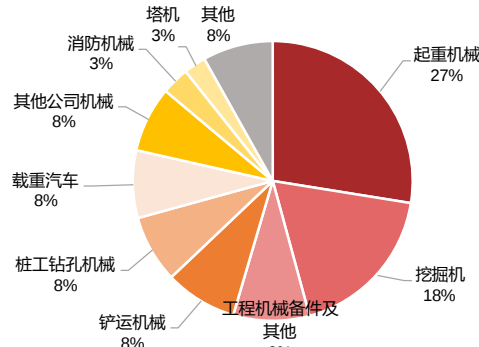
起重机收入占比最高，挖掘机营收占比逐年提升。2019 年徐工有限的主要收入来源于起重机和挖掘机，分别占比 27%/18%。其中挖掘机占比正在不断增加，从 2013 年的 12% 左右上升至 2019 年的 18%。其中 2018 年挖掘机收入占比近 20%，未来有望超过起重机成为公司第一大业务。除此之外，公司的铲运机械、桩工机械、载重汽车等业务也为重要收入来源，产品结构多元化。

图 23：2013~2019 年挖掘机收入占比从 12% 提升至 18%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

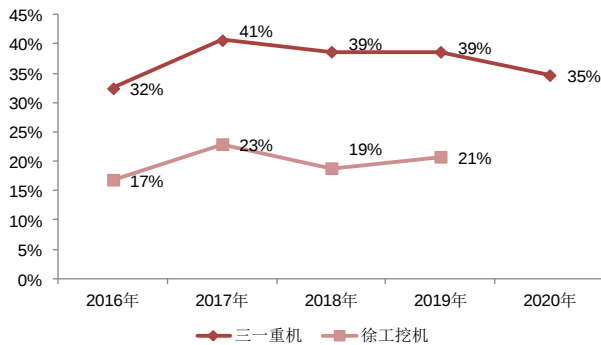
图 24：2019 年起重机和挖掘机收入占比分别为 27% 和 18%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

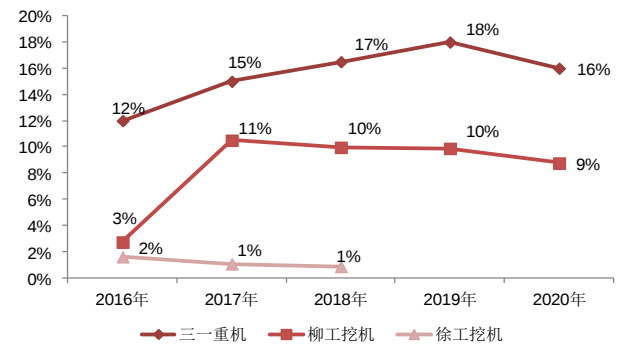
徐工挖机的毛利率和净利率显著低于同行。1) 从毛利率角度看，2016~2019 年徐工挖机毛利率分别低于三一重工 16pct、18pct、20pct 和 18pct，四年平均低于三一重工 18pct；2) 从净利率角度看，2016~2018 年徐工挖机净利率分别低于三一重工 10.4pct、13.9pct 和 15.6pct，三年平均低于三一重工 13.3pct；2016~2018 年徐工挖机净利率分别低于柳工挖机 1.1pct、9.4pct 和 9.1pct，最近两年平均低于柳工挖机 9.3pct；

图 25：2016~2019 年徐工挖机毛利率平均低于三一 18pct



资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

图 26：2016-2018 年徐工挖机净利率平均低于三一 13pct，低于柳工 9pct

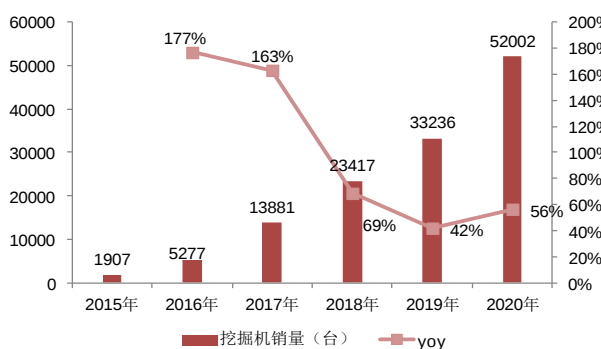


资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

2.2. 对比销量、产品结构和销售价格，挖机盈利能力改善空间大

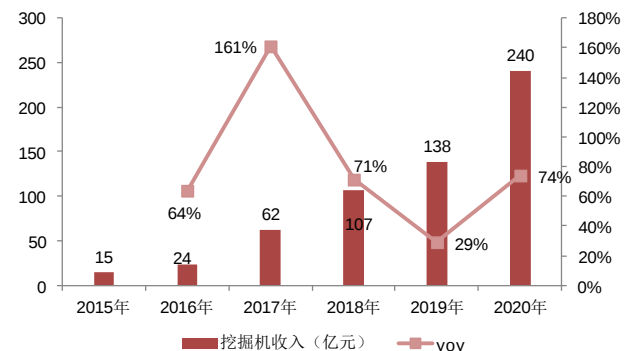
规模效应：徐工挖机销量和市占率均居全国第二位，规模效应能扩展盈利空间。徐工挖机销量从2016年5277台上升到2020年52002台，收入从2016年的23.9亿元上升至240亿元左右，国内市占率从7.5%上升至15.9%。徐工挖机2020年销量为5.2万台，国内市占率约16%，仅次于三一重工9.2万台的销量和28%的市占率，高于柳工2.6万台销量和7.9%的市占率。

图 27：2020 年徐工挖机销量接近 2016 年的 10 倍



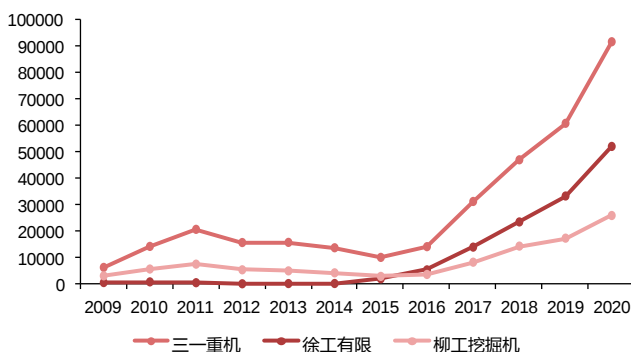
资料来源：中国工程机械协会、浙商证券研究所

图 28：2020 年徐工挖机收入接近 2016 年的 10 倍



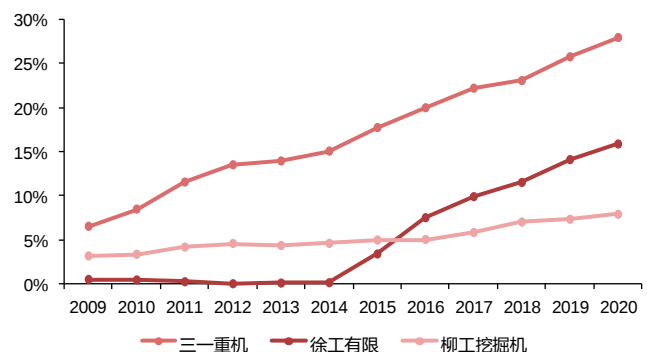
资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 29：2020 年徐工挖机销量约为三一 57%，是柳工的 2 倍



资料来源：中国工程机械协会、浙商证券研究所

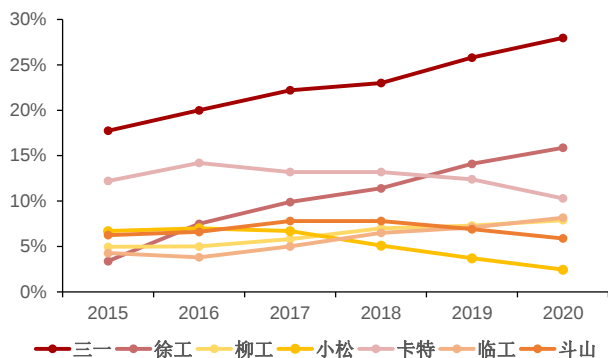
图 30：徐工挖机市占率在 2016 年超越柳工，2020 年约为 16%



资料来源：中国工程机械协会、浙商证券研究所

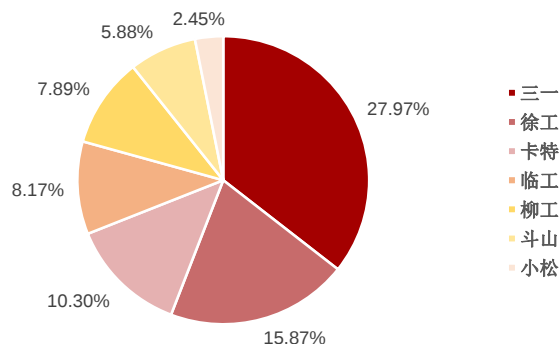
挖掘机国产化趋势显现，徐挖市占率不断攀升。国产挖掘机如三一、徐工、柳工、临工的市占率近年来不断提高，小松、卡特等外国品牌在中国的市占率正在下滑。2018年徐工挖掘机市占率已经超过卡特，坐上国内第二把交椅；2020年，徐工挖掘机销量52002台，市占率达到15.87%，较2019年提升1.77pct，正在追赶三一。

图 31：2018 年徐工挖掘机市占率超过卡特



资料来源：中国工程机械协会、浙商证券研究所

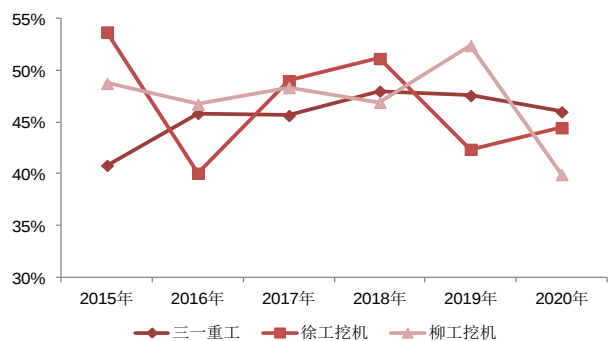
图 32：2020 年徐工挖掘机市占率达到 16%



资料来源：中国工程机械协会、浙商证券研究所

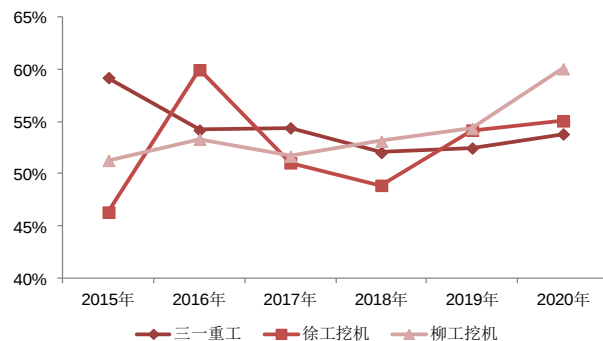
产品结构：2020 年徐工高毛利率的中大挖占比略低于三一，高于柳工，理论上徐工挖掘机的毛利率和净利润应该处于三一和柳工之间。过去五年，三一、徐工和柳工挖掘机中大挖平均销量占比分别为 46.6%、45.4%和 46.8%，三者差距并不大；2020 年徐工挖掘机中大挖平均销量占比 44.4%，低于三一的 1.2pct，高于柳工的 1.5pct。由于中大挖（13 吨以上）毛利率高于小挖（13t 以下），如果未来挖机产品结构延续这一趋势，理论上徐工挖掘机的毛利率和净利润应该处于三一和柳工之间。

图 33：2020 年徐工中大挖占比 44%，略低三一，高于柳工



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

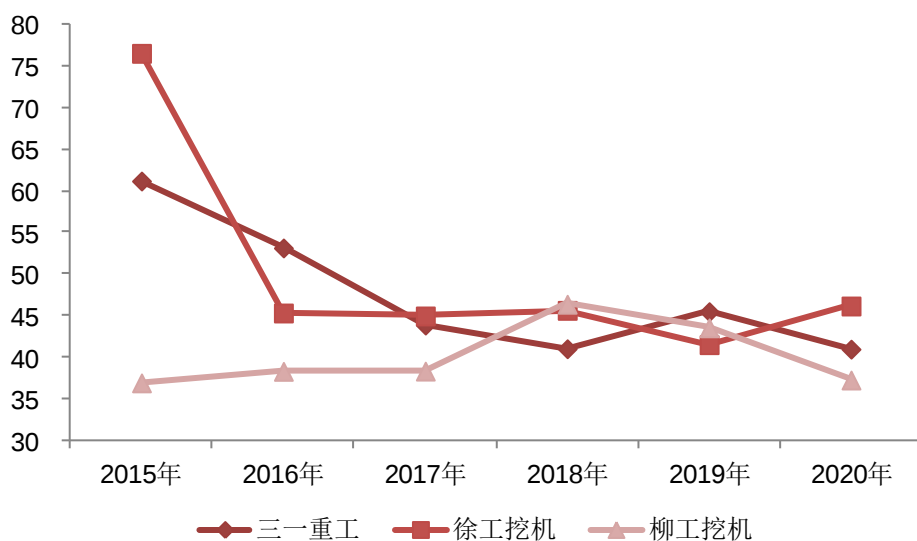
图 34：2020 年徐工小挖占比 55%，低于柳工，略高三一



资料来源：中国工程机械协会、浙商证券研究所

销售价格：从平均价格来看，徐工挖机销售价格高于同行，未来盈利能力可挖掘的空间大。过去五年，三一、徐工和柳工挖掘机平均售价占比分别为 45 万元/台、45 万元/台和 41 万元/台，徐工与三一平均售价基本一致；2020 年徐工挖掘机平均售价为 46 万元/台，高于三一的 41 万元/台，高于柳工的 37 万元/台。在平均价格没有大幅差异的情形下，徐工挖机未来通过成本控制、效率提升等方式，盈利能力可挖掘的空间大。

图 35：2020 年徐工挖机平均售价为 46 万元/台，比三一高 5 万元/台，比柳工高 9 万元/台



资料来源：Wind、浙商证券研究所

1) 预计 2021 年挖机行业销量为 38-40 万台，同比增长 18%-22%。2021 年 3 月挖掘机销量 7.9 万台，同比增长 60%；1-3 月挖机销量累计为 12.7 万台，同比增长 85%；按照 1-3 月累计销量 12.7 万台计算，假设 4-12 月挖掘机销量同比零增长，则 2021 年销量超过 38 万台，同比增长 18%。我们预计 2020 年挖机行业销量在 38-40 万台，同比增长 18%-22%。

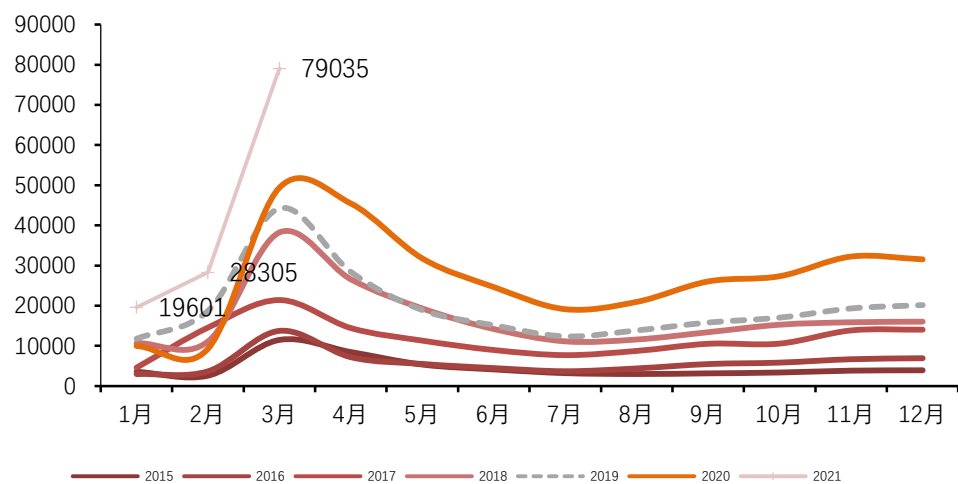
2) 预计 2021 年徐工挖机销售约为 6.5 万台，市占率约为 17%，实现收入约为 290 亿元。2020 年徐工挖机销量为 5.2 万台，同比增长 56%；市占率约为 16%，过去五年徐工挖机市占率每年提升约 2pct，我们预计 2021 年徐工挖机市占率为 17%，对应销量约为 6.5 万台；结合公司过去几年挖机的销售均价，我们预计 2021 年徐工挖机销售收入可达 290 亿元，同比增长约 21%。

表 5：预计 2021 年徐工挖机销量约为 6.5 万台，实现收入近 300 亿元

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
挖掘机行业销量 (台)	56349	70320	140302	203420	235693	327605	386574
yoy		25%	100%	45%	16%	39%	18%
徐工挖机销量 (台)	1907	5277	13881	23417	33236	52002	64944
yoy		177%	163%	69%	42%	56%	25%
徐工挖机市占率	3%	8%	10%	12%	14%	16%	17%
徐工挖机收入 (亿元)	15	24	62	107	138	240	290
yoy		64%	161%	71%	29%	74%	21%
徐工挖机均价 (万元/台)	77	45	45	46	42	46	45

资料来源：中国工程机械协会、浙商证券研究所（徐工挖机收入 2020 年为浙商证券预测值）

图 36：2021 年 3 月单月挖掘机销量 79035 台，同比增长 60%



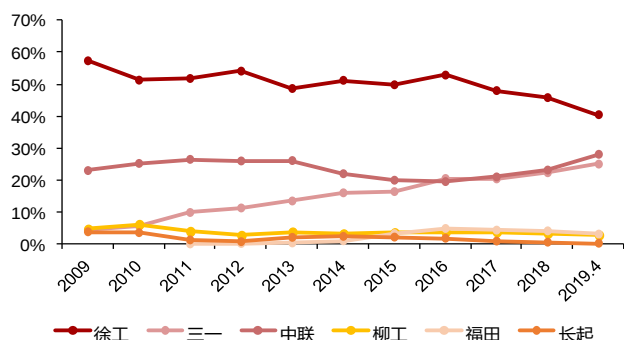
资料来源：中国工程机械协会、浙商证券研究所

3. 起重机市场份额领先，行业竞争聚焦大吨位机型

3.1. 起重机市场份额领先，盈利能力较强

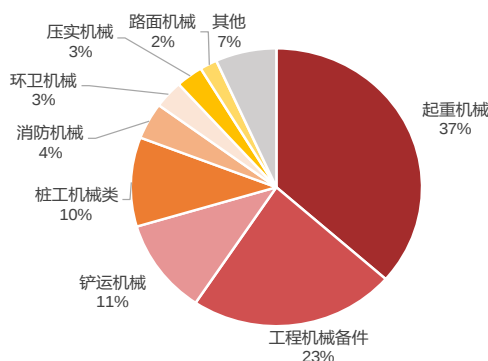
徐工汽车起重机市场份额领先，中联、三一市场份额接近。2009~2019 年 4 月，徐工机械汽车起重机国内行业市占率稳定在 40%-60%左右，中联重科汽车起重机国内市占率 23%~28%，三一重工汽车起重机市场份额从 2009 年的 4% 上升至 2019 年 4 月 25%。

图 37：徐工汽车起重机市占率常年保持在 40%-60%



资料来源：中国工程机械协会、浙商证券研究所

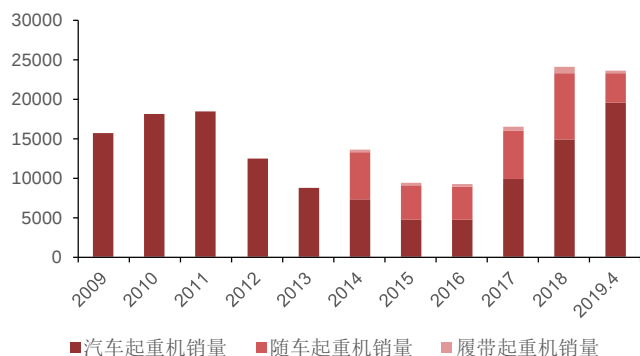
图 38：2019 年起重机械占上市公司收入 37%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

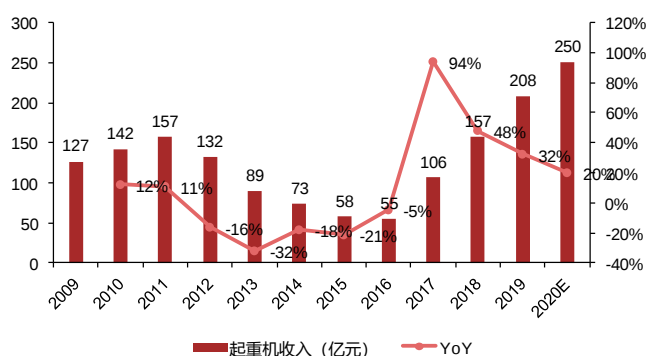
起重机景气持续回升，预计 2020 年实现收入 250 亿元，同比增长 20%。在经历了行业低谷期之后，2018 年公司三大类起重机合计销量达 24,082 台，2019 年公司起重机业务营业收入达到 208 亿元，同比增长 32%，过去 3 年 CAGR 为 56%。2020 年 H1 起重机业务营业收入 127 亿，相比去年同期增长了 10.58%。公司起重机业务毛利率保持在 23% 左右，与竞争对手相比不高，但净利率维持在 12% 左右，处于绝对的行业领先地位。

图 39：2019 年前 4 月徐工起重机销量接近 2.4 万台



资料来源：中国工程机械协会、浙商证券研究所

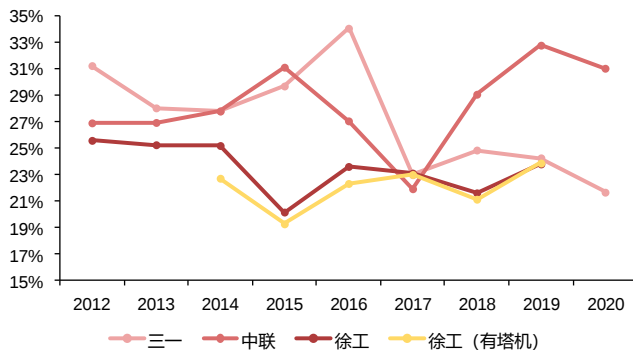
图 40：预计 2020 年起重机收入 250 亿元，同比增长 20%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

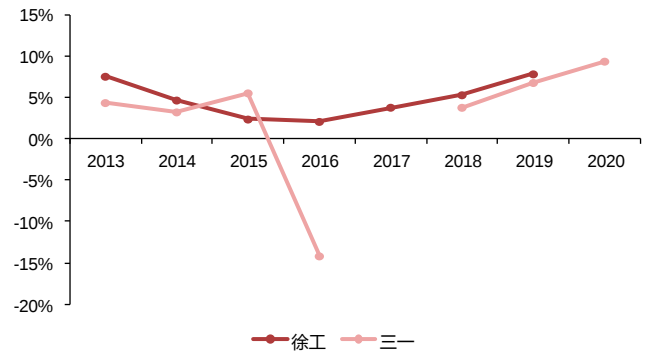
起重机净利率优于三一，毛利率与三一相近，低于中联。2019 年公司起重机业务毛利率为 23%，中联和三一 2019 年毛利率分别为 33% 和 24%。其中中联起重机毛利率大幅高于徐工、三一，主要是由于中联起重机业务包含高毛利率的塔机业务，而徐工的塔机业务未注入上市公司，三一上市公司塔机收入占比较小。起重机净利率方面，2019 年徐工为 7.8%，三一为 6.8%（中联未公开披露起重机净利率），在行业内具有领先地位。

图 41：2019 年徐工起重机毛利率为 23%，接近三一 24%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 42：2019 年徐工起重机净利率为 7.8%，三一为 6.8%



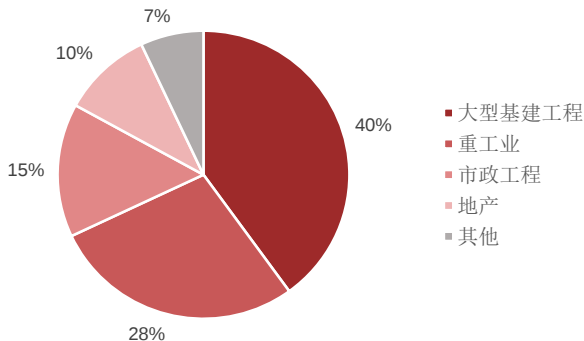
资料来源：Wind、浙商证券研究所

3.2. 更新需求占据主导，头部企业逐鹿大吨位起重机

1、基建投资和制造业投资增速预期稳定，起重机新增需求有保障

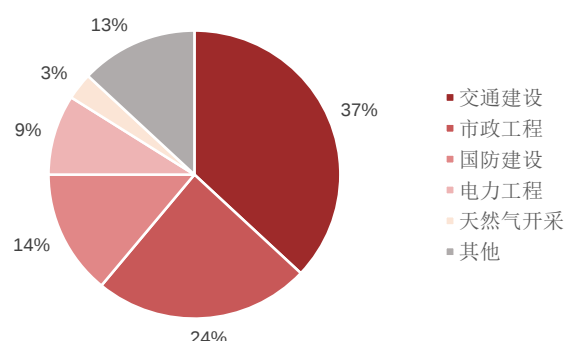
起重机下游主要为大型基建和市政工程项目。汽车起重机用于大型基建工程和市政工程建设比例分别为 40%和 15%左右，另外 28%左右用于重工业建设，其中能源、化工、冶金、采矿用量比较多，用于地产的比例比较少，仅占 10%左右。随车起重机集吊装和运输于一体，可用于车站、仓库、码头、工地、野外救援等场所，主要应用于隧道工程的建设，铁路轨道的铺设及维护等。

图 43：汽车起重机 55%用于大型基建和市政工程项目



资料来源：公开资料整理、浙商证券研究所

图 44：2019 年随车起重机下游主要领域分布

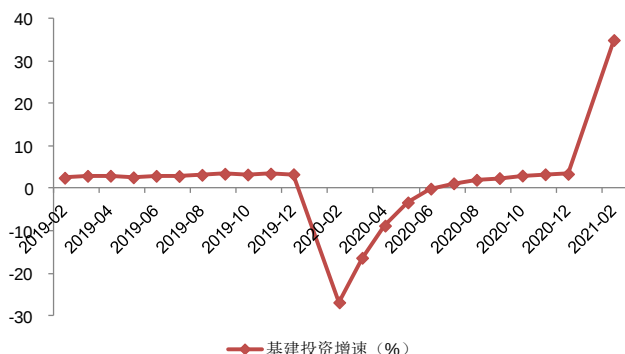


资料来源：公开资料整理、浙商证券研究所

2021 年 1-2 月基建投资和制造业投资已实现修复性增长。基建作为起重机主要下游业务，在疫情后推动经济发展扮演着重要作用。2020 年上半年受新冠疫情的影响，基建投资增速 2-6 月连续 5 个月同比下滑，下滑幅度分别约为 27%、16%、9%、3%和 15%；制造业投资增速自 2020 年 2 月份开始持续下滑，2020 年下半年下滑幅度收窄。2021 年 1-2 月基建投资增速同比增长约 35%，制造业投资增速同比增长 37%，基建投资和制造业投资已经实现修复性增长。

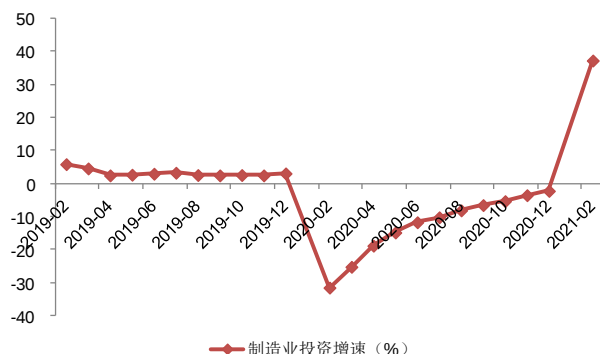
2020 年地方政府专项债主要投向基建领域，2021 年新增地方政府专项债额度与 2020 年相比变化不大，工程机械将继续受益。2021 年 3 月 5 日，政府工作报告提出，为扩大有效投资，今年拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿元，这一规模略低于去年的 3.75 万亿元。今年新增额度较 2020 年小幅下降 0.1 万亿元，较 2019 年仍大幅增加了 1.5 万亿元。2021 年专项债将优先支持在建工程，合理扩大使用范围。

图 45：2021 年 1-2 月基建投资同比增长约 35%



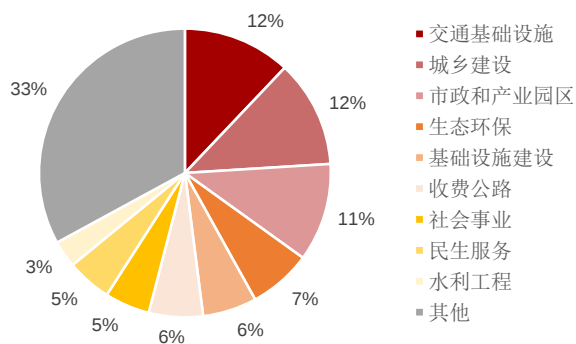
资料来源：国家统计局、Wind、浙商证券研究所

图 46：2021 年 1-2 月制造业投资同比增长约 37%



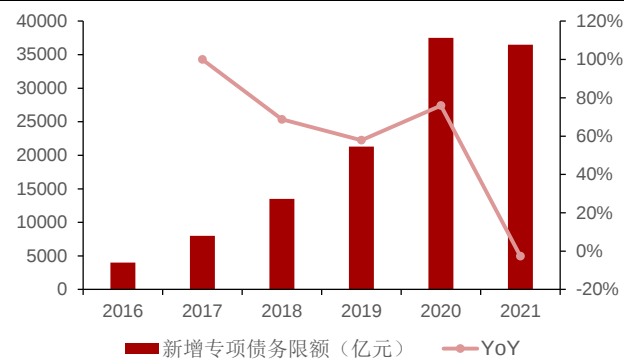
资料来源：国家统计局、Wind、浙商证券研究所

图 47：2020 年地方政府专项债投向基建领域的占比约 80%



资料来源：中国债券信息网、浙商证券研究所

图 48：2021 年地方政府专项债规模 3.65 万亿元，与去年接近



资料来源：Wind、浙商证券研究所

各级政府正在紧密申请专项债额度。在全国“两会”明确 2021 年地方政府债券新增额度后，湖北、北京、厦门等 12 个省份和计划单列市陆续公布了新增地方债发行初步安排。山西、湖南、甘肃、宁波市、湖南省、新疆维吾尔自治区等九个省市发债规模合计 4610.0996 亿元。湖北省率先于 3 月 25 日招标发行 150 亿新增专项债，150 亿债券主要投向棚改、铁路、医院建设、轨道交通等基础设施领域。

表 6：2021 年各个省市区地方政府专项债最新发行计划

	3 月	4 月	5 月	6 月
湖北省	150 亿			
山西省		22.3 亿	160 亿	85 亿
湖南省			453 亿	100 亿
甘肃省			275 亿	126 亿
宁波市			119 亿	
新疆维吾尔自治区		80 亿	200 亿	78 亿
福建省			523 亿	
海南省				100 亿
吉林省		106 亿	177 亿	72 亿

资料来源：公开资料整理、浙商证券研究所

2、使用寿命到期叠加国三升国六的环保标准执行，更新需求逐渐占据主导

使用寿命到期，上一轮景气周期的采购设备逐渐进入更新需求高峰。2009-2011 年是中国起重机行业的爆发期，2009 年总计销售汽车起重机约 27346 台，比 2008 年增长 33.5%，2010 年达到 35423 台，2011 年达到顶峰 35416 台，之后开始逐年下降。

1) 汽车起重机使用寿命可长达 12 年以上，但考虑到经济性因素，更新周期一般在 7-10 年，即上一轮 2009-2011 年销售的设备将于 2021 年达到更新需求高峰。

2) “四万亿”对履带吊的刺激作用略滞后于汽车吊，因而其上一轮销量高点出现在 2011-2012 年，滞后汽车吊 1 年，上一轮 2011-2012 年超售的设备将于 2020 年到达更新需求高峰。

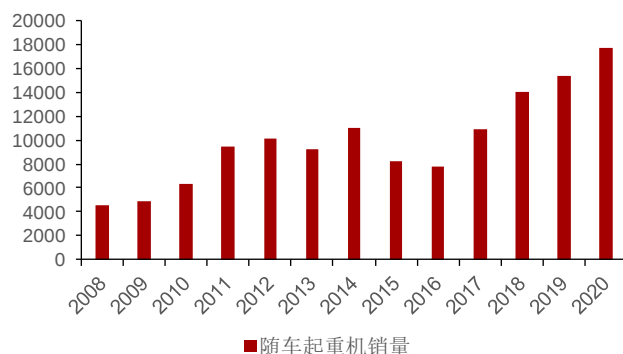
3) 随车起重机在我国普及时间较晚，上一轮随车起重机销量高峰出现在 2012-2014 年，晚于汽车起重机和履带起重机 2 年左右。除了普及时间较晚，随车起重机更适用于工程后期需要物料运输的场合，进场时间略有滞后，预计将于 2022 年达到更新需求高峰。

图 49：预计 2021 年汽车起重机达到更新需求高峰



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 50：随车起重机目前仍处于存量替换周期



资料来源：Wind、浙商证券研究所

国三升国六，环保标准强制执行加速现有设备淘汰换代。2018 年 6 月 22 日，发布国家污染物排放标准《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，规定自 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都应符合国 6 标准。随着国六环保标准实施以后，各地接连出台对国三车辆的限行政策，并且以补贴的方式鼓励老旧国三车辆加速淘汰。

表 7：柴油机动车最新限行政策

地区	实施时间	具体方案
广西桂林	2019 年 10 月 1 日	市区国 III 车 24 小时限行
江苏南京	2019 年 10 月 15 日	绕城高速公路 G2503 合围区域内，每日 7 时-24 时禁止国 III 标准及以下排放机动车通行
河南南阳	2019 年 10 月 21 日	南阳市高速环线以内区域国 III 及以下排放标准柴油车全天 24 小时禁止通行
浙江金华	2019 年 11 月 1 日	市区二环内国三车禁行
河北唐山	2020 年 3 月 1 日	禁止国四及以下排放标准的柴油货车进入禁行区；禁止有可见黑烟的机动车进入禁行区
	2020 年 6 月 1 日	全天 24 小时禁止国三标准柴油货车在本市 S20 外环高速以内的道路上行驶
上海	2020 年 8 月 1 日	全天 24 小时禁止国三标准柴油冷藏车和已加装尾气净化装置的国三标准柴油集装箱运输车辆在本市 S20 外环高速以内的道路上行驶
	2020 年 10 月 1 日	全天 24 小时禁止国三标准柴油货车在 G1503 上海绕城高速范围以内的道路上行驶
广东佛山	2020 年 7 月 1 日	将在重点区域针对国三柴油货车实施交通管制

天津	2020年7月1日	凡进出天津港欧亚国际集装箱码头有限公司闸口的集卡车必须达到国三以上标准,届时将禁止国三及以下柴油车集疏港
广东东莞	2020年8月1日	全天禁止国三排放标准货车及黑烟车在东莞部分区域行驶
	2021年8月1日	国三限行政策将在全市所有道路铺开

资料来源:公开资料整理、浙商证券研究所

国三汽车起重机保有量大,更新需求旺盛。上一轮行业高峰时销售量最多是国三标准的起重机,2008-2012年国三汽车起重机销量约14.76万辆。根据工程机械协会数据,截至2018年底,我国属于国三标准及以下的存量设备占比高达的61%。

表 8: 汽车起重机各环保标准销量

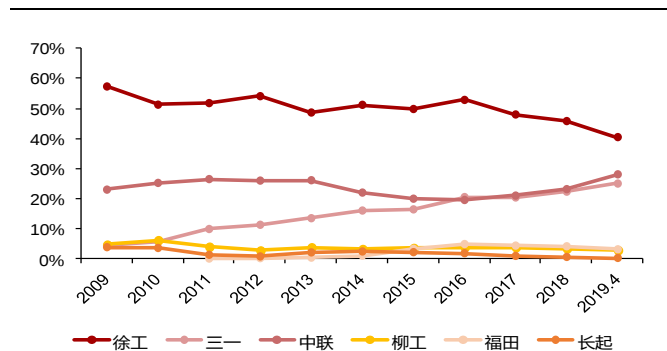
年份	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
销量(万台)	2.05	2.73	3.54	3.52	2.28	0.94/0.83	1.40	0.92	0.95	2.03	3.21	4.30
环保类型	国 III					国 III/国 IV	国 IV/V					
累计销量(万台)	14.76					1.77	12.8					

资料来源:中国工程机械协会、浙商证券研究所

3、头部企业竞争激烈,大吨位汽车起重机成为竞争焦点

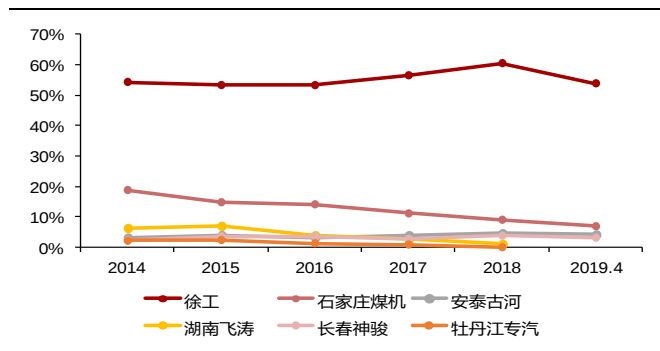
大吨位汽车起重机利润率高,成为头部企业争夺市占率的焦点。2019年1-4月,徐工、三一、中联>60t汽车起重机的市占率分别为39%、28%、33%;30<t<60汽车起重机的市占率分别为33%、26%、41%,差距正逐步缩小,竞争十分激烈。而在<30t汽车起重机方面,徐工处于领先地位,市占率稳定在40%-50%,中联与三一在25%左右。

图 51: 徐工汽车起重机市占率第一,在 40%-60%



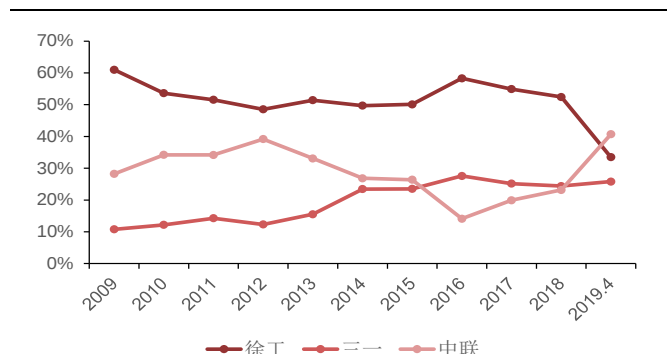
资料来源:中国工程机械协会、浙商证券研究所

图 52: 徐工随车起重机占据绝对优势,市占率在 50%-60%



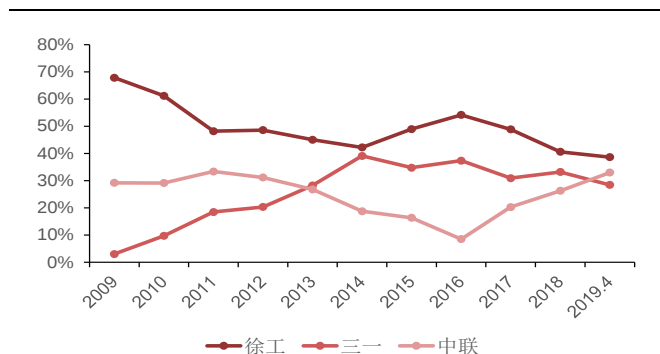
资料来源:中国工程机械协会、浙商证券研究所

图 53: 30<t<60 汽车起重机市占率: 徐工 33%, 中联 41%



资料来源:中国工程机械协会、浙商证券研究所

图 54: >60t 汽车起重机市占率: 徐工 39%, 中联 33%



资料来源:中国工程机械协会、浙商证券研究所

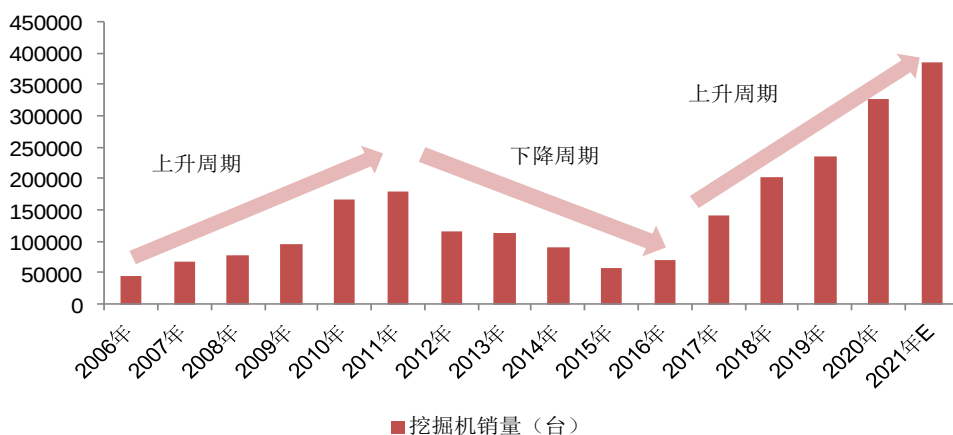
4. “新徐工” 2021 年备考收入将成行业第一，盈利能力将改善

4.1. 徐工机械之前毛利率明显低于三一、中联，运营效率和资本结构居中

2006 年~2021 年，我国工程机械经历了两个上升周期和一下下降周期，每个周期长度 5-6 年。以挖掘机销量为例，受益于中国快速城镇化带来的基建投资和房地产投资，叠加 2008 年金融危机之后“四万亿”经济刺激计划，2006 年~2011 年挖掘机销量快速增长，从 4.4 万台上升至 2011 年 17.8 万台；随后由于需求的过度透支，从 2012 年~2016 年开启了下降周期，挖机销量从 2011 年 17.8 万台高峰最低下降至 2015 年 5.6 万台；随着更新需求、环保标准升级和人工替代等需求不断爆发，2016 年下半年以后挖掘机销量又开启了新一轮上升周期，从 2016 年 7 万台上升至 2020 年 32.8 万台。

为了便于分析比较，后文中我们将 2007~2011 年定义为工程机械第一个上升周期（简称阶段 I），2012~2016 年定义为工程机械第一个下降周期（简称阶段 II），2017~2019 年为第二个上升周期（简称阶段 III），2020 年徐工机械年报尚未披露，暂不参与比较。

图 55：2006 年~2021 年，我国工程机械经历两个上升周期和一个下降周期



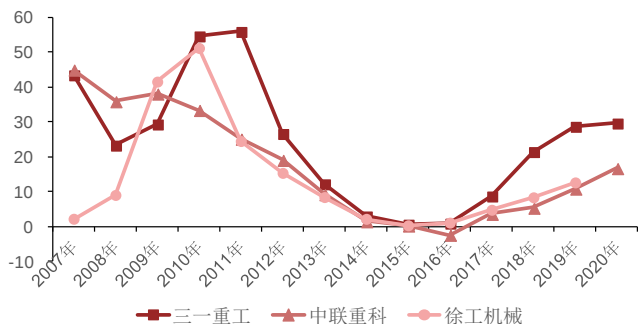
资料来源：中国工程机械协会、浙商证券研究所

通过拆分行业不同阶段 ROE，我们发现与三一、中联相比，徐工机械毛利率显著低于同行，期间费用控制最好，运营效率和资本结构居于二者之间。

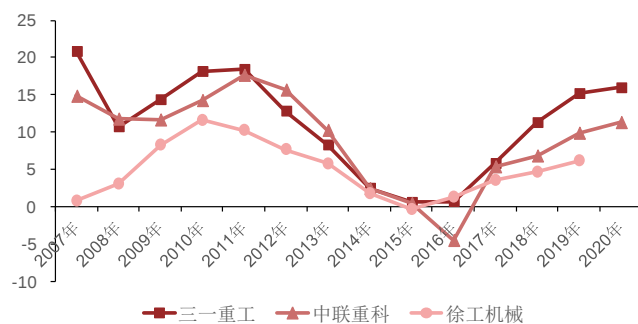
1)ROE：徐工在阶段 I、II 平均 ROE 分别为 25.6%和 5.4%，低于三一重工的 41.4%和 8.7%，同时也低于中联的 35.5%和 5.5%；徐工在阶段 III 平均 ROE 8.5%，三家公司居中。

图 56：阶段 I、II 徐工平均 ROE 最低，阶段 III 平均 ROE 居中

图 57：阶段 I、II 和 III 徐工平均销售净利率三家公司最低



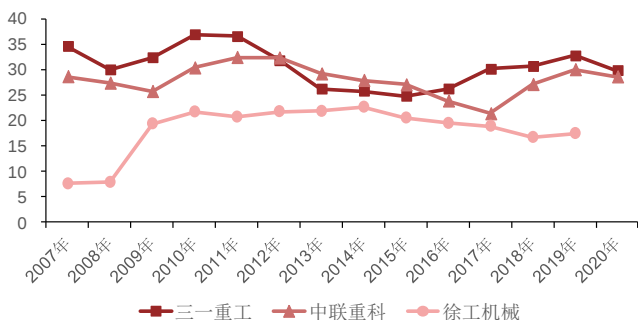
资料来源: Wind、浙商证券研究所 (单位: %)



资料来源: Wind、浙商证券研究所 (单位: %)

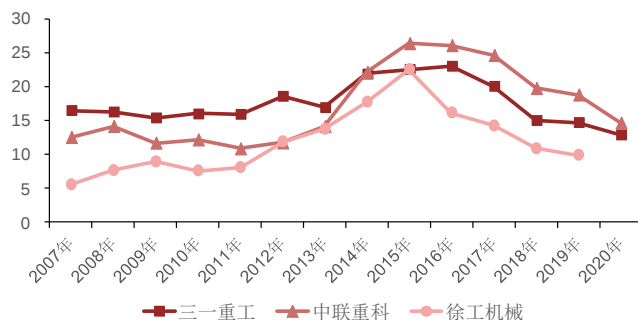
2) 盈利能力: 徐工机械平均销售净利率在阶段 I、II 和 III 均低于三一中联。期间费用率在三个阶段控制均为三家公司最好, 但是毛利率在三个阶段均大幅低于三一、中联。阶段 I、II 和 III 徐工机械的平均销售净利率分别为 6.8%、3.2% 和 4.8%, 低于三一的 16.5%、5.0% 和 10.8%, 也低于中联的 14.0%、4.9% 和 7.4%, 平均销售净利率最低; 阶段 I、II 和 III 徐工机械的平均期间费用率 7.6%、16.4% 和 11.6%, 低于三一的 16.0%、20.6% 和 16.6%, 也低于中联的 12.3%、20.1% 和 21%, 三家公司中费用控制最好; 阶段 I、II 和 III 徐工机械的平均毛利率最低, 分别为 15.4%、21.2% 和 17.7%, 分别低于三一 18.6pct、5.7pct 和 13.5pct, 分别低于中联 13.5pct、6.8pct 和 8.5pct, 毛利率在各期间均大幅低于同行。

图 58: 阶段 I、II 和 III 徐工平均毛利率大幅低于同行



资料来源: Wind、浙商证券研究所 (单位: %)

图 59: 阶段 I、II 和 III 徐工平均期间费用率三家公司控制最好



资料来源: Wind、浙商证券研究所 (单位: %)

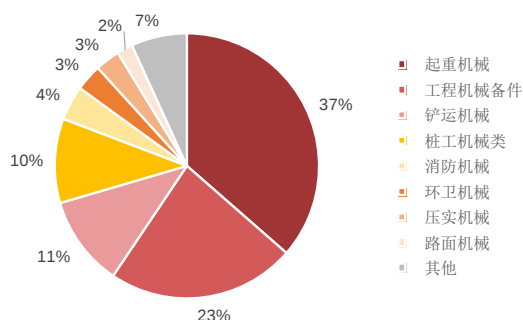
产品结构上的差异是造成徐工机械毛利率大幅低于同行的主要原因。以 2019 年年报数据为例, 徐工机械核心产品——起重机收入占比 37%, 而三一重工核心产品——挖掘机、混凝土机械和起重机收入占比合计达 83%, 中联重科核心产品——起重机、混凝土机械收入占比合计也达到 83%。

徐工机械除了占比 37% 的起重机产品毛利率较高以外, 收入占比较高的工程机械备件 (23%)、铲运机械 (11%) 的毛利率分别为 8.8% 和 17.2% (毛利率为 2020 上半年数据), 而毛利率相对较高的桩工机械 (22.8%)、消防机械 (25.7%) 的收入占比仅为 10% 和 4%。

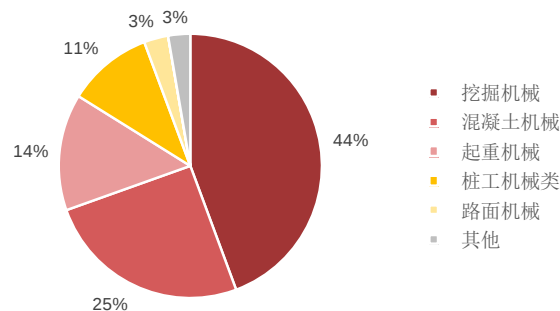
徐工机械收入占比前三的产品毛利率也整体低于三一、中联。2019 年徐工机械起重机、工程机械备件和铲运机械的毛利率分别为 23.8%、8.2% 和 18.0%, 低于三一重工挖掘机、混凝土机械和起重机的 38.6%、29.8% 和 24.3%, 也低于中联的起重机、混凝土机械 32.8% 和 27.4%。

图 60: 2019 年徐工机械核心产品起重机收入占比 37%

图 61: 2019 年三一重工核心产品收入占比高达 83%

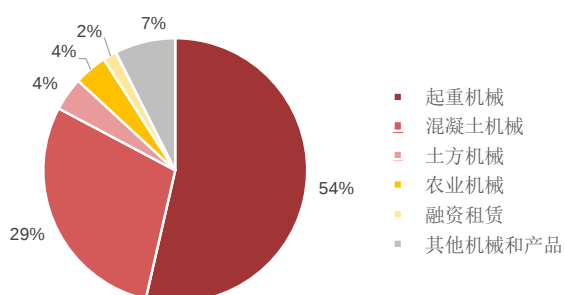


资料来源: Wind、浙商证券研究所



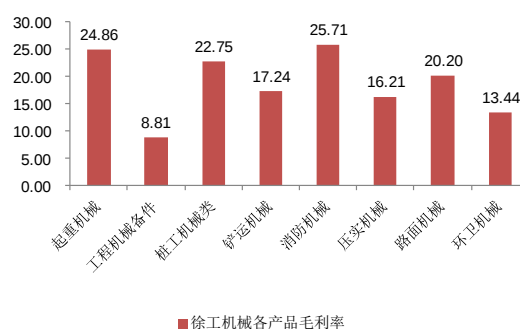
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图 62: 2019 年中联重科核心产品收入占比高达 83%



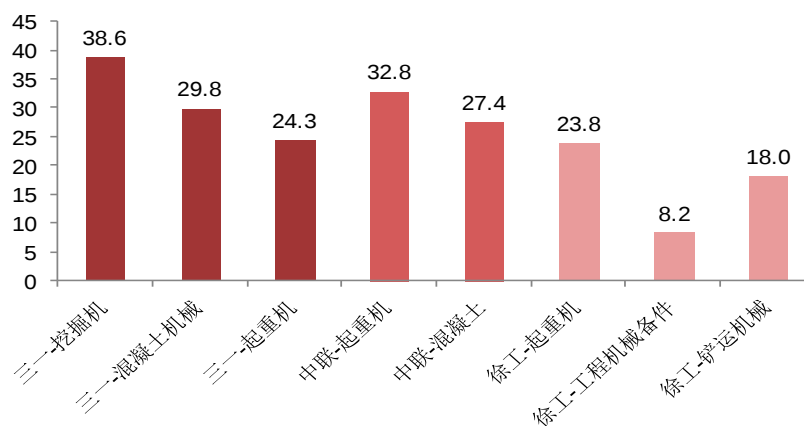
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图 63: 除起重机之外, 徐工收入占比高产品毛利率普遍较低



资料来源: Wind、浙商证券研究所 (单位: %)

图 64: 徐工机械收入占比前三的产品毛利率显著低于三一、中联的对应产品



资料来源: Wind、浙商证券研究所

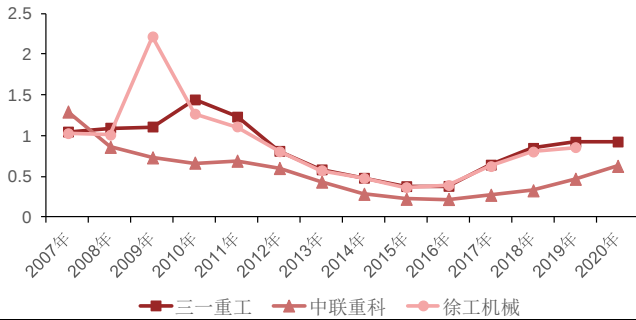
2)运营效率与人均指标: 总体看, 徐工机械的运营效率基本接近或持平三一, 领先中联, 人均创收接近三一, 领先中联; 人均创利与中联持平, 落后三一。

ROA: 阶段 I、II 和 III, 徐工机械的平均 ROA 分别为 1.3/0.5/0.8, 与三一的 1.2/0.5/0.8 基本持平, 领先中联的 0.8/0.4/0.4。

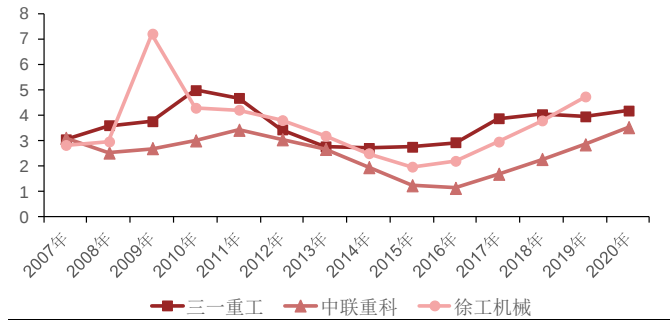
存货周转率: 阶段 I、II 和 III, 徐工机械的平均存货周转率分别为 4.3/2.7/3.8, 与三一的 4.0/2.9/3.9 基本持平, 领先中联的 2.9/2.0/2.3。

图 65: 阶段 I、II 和 III 徐工平均 ROA 持平三一, 领先中联

图 66: 阶段 I、II 和 III 徐工存货周转率持平三一, 领先中联



资料来源: Wind、浙商证券研究所



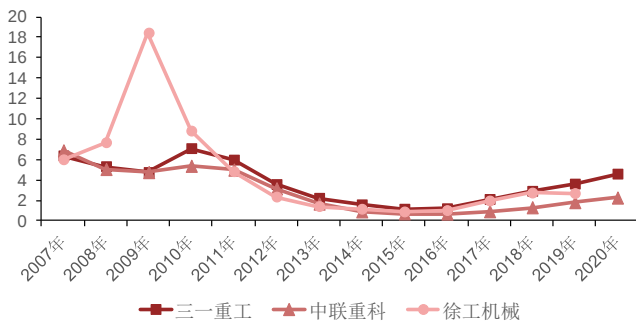
资料来源: Wind、浙商证券研究所

应收账款周转率: 阶段 I 徐工机械的平均应收账款周转率 9.1, 领先三一 (5.9) 和中联 (5.4); 阶段 II 三家平均应收账款周转率基本持平, 三一略微领先; 阶段 III 平均应收账款周转率三一为 2.9, 领先徐工机械 2.5 和中联重科的 1.3。

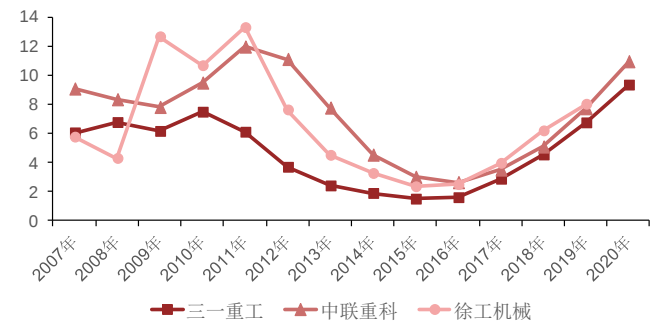
固定资产周转率: 阶段 I 徐工机械的平均固定资产周转率 9.3, 与中联 (9.3) 持平, 领先三一 (6.5); 阶段 II 中联平均固定资产周转率为 5.8, 领先徐工 (4.0) 和三一 (2.2); 阶段 III 徐工机械平均固定资产周转率为 6.0, 领先中联 5.4 和三一的 4.7。

图 67: 阶段 I、II 和 III 徐工应收账款周转率接近三一，领先中联

图 68: 阶段 I、II 和 III 徐工固定资产周转率领先三一、中联



资料来源: Wind、浙商证券研究所



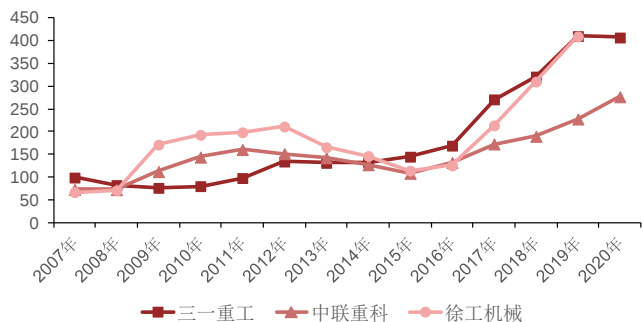
资料来源: Wind、浙商证券研究所

人均创收: 阶段 I 徐工机械的平均人均创收 140 万元, 领先中联的 112 万元和三一的 87 万元; 阶段 II 徐工机械的平均人均创收 153 万元, 领先三一的 142 万元和中联的 132 万元; 阶段 III 徐工机械的平均人均创收 311 万元, 与三一的 334 万元基本持平, 高于中联的 197 万元。

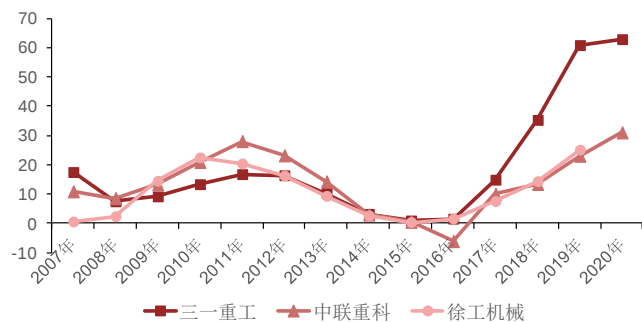
人均创利: 阶段 I 徐工机械的平均人均创利 12 万元, 低于中联的 16 万元和三一的 13 万元; 阶段 II 徐工机械的平均人均创利 6 万元, 领先三一的 6 万元持平, 低于中联的 7 万元; 阶段 III 徐工机械的平均人均创利 16 万元, 低于三一的 37 万元, 高于中联的 15 万元。

图 69: 阶段 I、II 和 III 徐工平均人均创收接近三一，领先中联

图 70: 阶段 I、II 和 III 徐工平均人均创利低于三一，持平中联



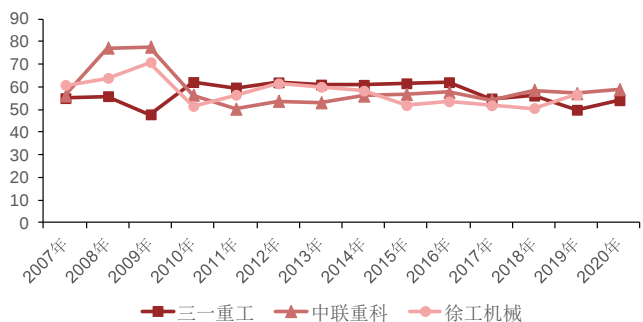
资料来源: Wind、浙商证券研究所



资料来源: Wind、浙商证券研究所

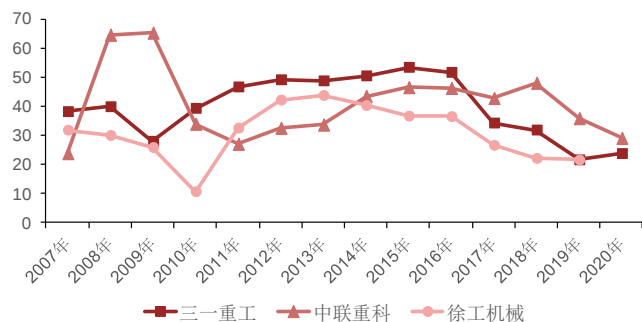
财务杠杆: 三家公司资产负债率总体接近。阶段 I 中联、徐工资产负债率相对较高; 阶段 II 三一资产负债率较高, 徐工和中联相对较低; 阶段 III 中联资产负债率相对较高, 徐工和三一资产负债率相对较低。从财务负担来看, 徐工的带息债务/全部投入资本最低, 阶段 I、II 和 III 分别为 26%、40% 和 23%; 三一的带息债务/全部投入资本次之, 阶段 I、II 和 III 分别为 38%、51% 和 29%; 中联的带息债务/全部投入资本最高, 阶段 I、II 和 III 分别为 43%、40% 和 42%。

图 71: 总体看徐工资产负债率与三一相近，略低于中联



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图 72: 总体看徐工带息负债最低，低于三一和中联



资料来源: Wind、浙商证券研究所

4.2. 挖掘机等优质资产注入后，预计“新徐工”盈利能力将有大幅改善

上市公司徐工机械因为拟通过向控股股东徐工有限的全体股东以发行股份等方式实施吸收合并徐工有限。目前徐工有限旗下未上市的资产主要有挖掘机、混凝土机械、塔机和矿机。其中挖掘机业务收入规模大，未来盈利能力提升空间大。

如果以柳工挖机业务作为参照，我们认为徐工挖机未来净利率至少可以达到 10% 以上。在本文的第二部分，我们集中分析了徐工挖机未来盈利能力提升的空间。2017-2018 年徐工挖机的平均净利率仅为 1% 左右，而同期三一重机的平均净利率高达 16%，柳工挖机平均净利率为 10% 左右。2020 年三一重机净利率约为 16%，柳工挖机净利率约为 9%，我们认为徐工挖机的销量规模(2020 年徐工挖机销量和市占率均是柳工的 2 倍左右)、结构(2020 年徐工挖机中大挖平均销量占比 44.4%，低于三一的 1.2pct，高于柳工的 1.5pct)和终端价格(2020 年徐工挖机平均售价为 46 万元/台，高于三一的 41 万元/台，高于柳工的 37 万元/台)与柳工相比均有明显的优势，徐工挖机通过成本费用控制和效率提升，合理净利率应该至少在柳工和三一之间。假设 2021 年徐工挖机净利率为 10%，混凝土机械+塔机+矿机等其他资产净利率 7.5% 左右，则资产注入后 2021 年上市公司的净利率有望从 4.5% 上升到 7.4%。

表 9：预计 2021 年完成资产注入后“新徐工”的净利率有望从 4.5% 上升到 7.4%

年份	挖掘机		塔机+矿机+混凝土机械		未上市资产合计		徐工机械			新徐工			
单位：亿							净利率						
元	营收	净利润	营收	净利润	营收	净利润	营收	净利润		营收	净利润	净利率	
2020 年	240	10	120	2	360	12	740	37	5.0%	1100	49	4.5%	
2021 年	290	29	143	11	433	40	845	55	6.5%	1278	95	7.4%	

资料来源：浙商证券研究所（2020 年徐工机械为公司公告数据，2021 年数据其他为浙商证券估算数据）

5. “新徐工”：保守测算今年备考 PE 9~10 倍，估值具优势

5.1. 预计 2021 年上市公司收入增长 14%，净利润将增长 47%

关键假设：

1) 预计 2021~2022 年房地产投资增速维持 6%/6%，基建投资增速/1%/1%，制造业投资增速 8%/5%；

2) 预计 2021~2022 年汽车起重机行业销量增速 10-15%/5-8%；

3) 预计 2021~2022 年徐工机械在国内汽车起重机行业市占率维持 35-40%；

4) 随着收入规模不断扩大，公司汽车起重机毛利率边际改善效应减弱，同时考虑到原材料价格上升对毛利率改善的不利影响，我们预计 2021~2023 年汽车起重机毛利率维持 24% 左右不变。

分业务来看，预计公司各项业务未来三年将保持稳健增长态势，毛利率相对稳定。

表 10：公司细分业务盈利预测

业务类型	财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
起重机械	销售收入（亿元）	208	270	311	335
	YoY	32%	30%	15%	8%
	销售成本（亿元）	159	205	236	255
	YoY	28.6%	29.3%	15.0%	8.0%
	毛利（亿元）	50	65	75	80
	YoY	45.6%	30.7%	15.0%	8.0%
	毛利率	23.8%	24.0%	24.0%	24.0%
	占销售总额的比重	35%	36%	37%	37%
	占毛利总额的比重	47%	47%	48%	48%
工程机械备件	销售收入（亿元）	131	190	238	273

	YoY	47%	35%	25%	15%
	销售成本 (亿元)	120	171	214	246
	YoY	50.5%	42.1%	25.0%	15.0%
	毛利 (亿元)	11	19	24	27
	YoY	18.4%	76.9%	25.0%	15.0%
	毛利率	8.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	占销售总额的比重	22%	26%	28%	30%
	占毛利总额的比重	10%	14%	15%	16%
桩工机械	销售收入 (亿元)	59	77	86	93
	YoY	21%	30%	12%	8%
	销售成本 (亿元)	47	61	68	74
	YoY	21.0%	28.2%	12.0%	8.0%
	毛利 (亿元)	12	16	18	20
	YoY	21.5%	38.8%	12.0%	8.0%
	毛利率	19.7%	21.0%	21.0%	21.0%
	占销售总额的比重	10%	10%	10%	10%
	占毛利总额的比重	11%	12%	12%	12%
铲运机械	销售收入 (亿元)	63	70	60	56
	YoY	26%	11%	-14%	-7%
	销售成本 (亿元)	52	57	49	46
	YoY	25.0%	10.8%	-14.3%	-6.4%
	毛利 (亿元)	11	13	11	10
	YoY	30.9%	10.6%	-14.3%	-7.7%
	毛利率	18.0%	18.0%	18.0%	17.8%
	占销售总额的比重	11%	9%	7%	6%
	占毛利总额的比重	11%	9%	7%	6%
消防机械	销售收入 (亿元)	24	38	49	62
	YoY	87%	57%	30%	25%
	销售成本 (亿元)	18	29	38	48
	YoY	69.6%	61.2%	31.7%	26.6%
	毛利 (亿元)	6	10	12	14
	YoY	159.7%	46.7%	24.8%	19.8%
	毛利率	26.8%	25.0%	24.0%	23.0%
	占销售总额的比重	4%	5%	6%	7%
	占毛利总额的比重	6%	7%	8%	9%
压实机械	销售收入 (亿元)	17	18	20	18
	YoY	3%	5%	11%	-10%
	销售成本 (亿元)	14	15	17	15
	YoY	3.2%	4.5%	11.1%	-10.0%
	毛利 (亿元)	3	3	3	3
	YoY	1.0%	4.5%	11.1%	-10.0%
	毛利率	17%	17.0%	17.0%	17.0%
	占销售总额的比重	3%	2%	2%	2%
	占毛利总额的比重	3%	2%	2%	2%

路面机械	销售收入 (亿元)	11	15	14	12
	YoY	30%	36%	-7%	-14%
	销售成本 (亿元)	9	12	11	10
	YoY	30.2%	35.5%	-6.7%	-14.3%
	毛利 (亿元)	2	3	3	2
	YoY	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%
	毛利率	19.7%	20.0%	20.0%	20.0%
	占销售总额的比重	9.8%	13.3%	12.4%	10.6%
	占毛利总额的比重	2.0%	2.2%	1.8%	1.4%
其他主营业务	销售收入 (亿元)	39	42	45	40
	YoY	41%	8%	7%	-11%
	销售成本 (亿元)	33	36	38	34
	YoY	41.2%	8.6%	7.1%	-11.1%
	毛利 (亿元)	6	6	7	6
	YoY	41.2%	6.1%	7.1%	-11.1%
	毛利率	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
	占销售总额的比重	6.6%	5.7%	5.3%	4.4%
	占毛利总额的比重	5.6%	4.6%	4.4%	3.6%
其他业务	销售收入 (亿元)	20	20	22	24
	YoY	14%	-1%	10%	9%
	销售成本 (亿元)	18	17	19	21
	YoY	14.0%	-1.3%	10.0%	9.1%
	毛利 (亿元)	3	3	3	3
	YoY	14.0%	-1.3%	10.0%	9.1%
	毛利率	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
	占销售总额的比重	3%	3%	3%	3%
	占毛利总额的比重	2%	2%	2%	2%
公司整体	销售收入 (亿元)	592	740	845	913
	YoY	33%	25%	14%	8%
	销售成本 (亿元)	486	603	690	747
	YoY	32.3%	24.2%	14.4%	8.3%
	毛利 (亿元)	106	137	155	166
	YoY	38%	29%	13%	7%
	毛利率	18.0%	18.5%	18.3%	18.2%

资料来源：浙商证券研究所

5.2. 2021 年上市公司 PE11 倍，“新徐工”备考 PE 9~10 倍

预计 2020-2022 年营业收入为 740/845/913 亿元,同比增长 25%/14%/8%; 净利润为 37/55/66 亿元, 同比增长 3%/47%/21%, PE 为 16/11/9 倍。

出于谨慎,我们采用相对保守的假设,假设其他因素不变,注入资产估值在 200~300 亿变动,挖机净利率约为 10%,则 2021 年“新徐工”的备考 PE 将在 9~10 倍之间变动。目前估值低于三一 (14 倍)、和中联 (11 倍),维持买入评级。

备考 PE 测算:

假定徐工有限未上市的挖掘机、混凝土机械、塔机和矿机等资产按照 200 亿估值注入上市公司,徐工挖机 2021 年净利率提升至 10%,则 2021 年“新徐工”考虑摊薄后备考 PE 为 9 倍。

假定 1: 2021 年徐工有限未上市的挖掘机、塔机和矿卡等资产按 200 亿估值注入上市公司体内;假设 2: 2021 年徐工挖机营收 313 亿,净利率为 10%,混凝土机械+塔机+矿机等其他资产净利率 6%左右;

假设 3: 2021 年徐工机械营收 794 亿元,净利润 55 亿元;资产注入后“新徐工”收入达到 1315 亿元,净利润 95 亿元。

假设 4: 公司发行股份价格为定价基准日前 120 个交易日股票交易均价的 90%,即 5.65 元/股。

截至 2021 年 4 月 20 日,徐工机械总股本约 78 亿股,股价 7.48 元/股,市值 586 亿元;如果徐工有限未上市资产按照 200 亿元注入,则备考市值 824 亿元,对应 2021 年“新徐工”考虑摊薄后备考 PE 为 9 倍。

备考 PE 敏感性分析:

假设其他因素不变,注入资产估值在 150~300 亿变动,挖机净利率在 9%~12%之间变动,则 2021 年“新徐工”的备考 PE 将在 8~11 倍之间变动。

出于谨慎,我们采用相对保守的假设,假设其他因素不变,注入资产估值在 200~300 亿元变动,挖机净利率为 10%,则 2021 年“新徐工”考虑摊薄后的备考 PE 将为 9~10 倍。

表 11: 徐工机械与可比公司关键指标对比

代码	公司	市值 (亿元)	2020 利润增速	2021 利润增速	2022 利润增速	2020 PE	2021 PE	2022 PE	PB (MRQ)	ROE (2020)
CAT.N	卡特彼勒	8267	-51%						8.3	20%
600031	三一重工	2743	36%	23%	14%	18	14	13	4.9	30%
000157	中联重科	1075	67%	32%	17%	16	11	10	2.3	17%
000528	柳工	156	31%	10%	10%	12	11	10	1.4	12%
可比公司平均		3060							4.2	18%
000425	徐工机械	586	3%	47%	21%	16	11	9	1.9	11%

资料来源: Wind、Bloomberg、浙商证券研究所(注: 徐工机械为浙商机械预测, 其余公司为 Wind 一致预期市值, 截止 2021 年 4 月 20 日收盘)

表 12: 保持测算, 我们预计 2021 年“新徐工”备考 PE 在 9~10 倍

2021 年备考 PE 模拟表		徐工有限未上市资产注入估值					
单位(亿元)	备考 PE	150	180	200	220	250	300
挖机业务净利率	9%	8.5	8.9	9.2	9.5	9.9	10.7
	10%	8.2	8.6	8.9	9.2	9.6	10.3
	11%	8.0	8.4	8.6	8.9	9.3	10.0
	12%	7.7	8.1	8.4	8.6	9.0	9.7

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	60422	75740	90600	105631	营业收入	59176	73999	84463	91334
现金	15777	26491	32528	43158	营业成本	48848	60296	68978	74724
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	267	370	422	457
应收账款	30438	33396	36750	38611	营业费用	2860	3330	3632	3653
其它应收款	461	968	909	963	管理费用	883	1110	1267	1279
预付账款	1033	1890	1999	2030	研发费用	2127	2664	2956	2923
存货	10492	12059	17245	19428	财务费用	(15)	266	332	418
其他	2221	935	1169	1442	资产减值损失	1239	2864	1774	1507
非流动资产	16870	15636	15757	15414	公允价值变动损益	1	1	1	1
金额资产类	0	1681	1384	1022	投资净收益	653	653	653	653
长期投资	2434	1910	2226	2190	其他经营收益	462	447	443	451
固定资产	7596	7279	7027	6647	营业利润	4083	4201	6199	7478
无形资产	2397	2477	2561	2636	营业外收支	19	23	23	21
在建工程	764	651	561	489	利润总额	4102	4223	6221	7500
其他	3679	1637	1997	2431	所得税	457	470	693	835
资产总计	77292	91375	106356	121046	净利润	3645	3753	5528	6664
流动负债	36902	45859	52696	57590	少数股东损益	25	26	38	45
短期借款	3044	4000	5000	6000	归属母公司净利润	3621	3727	5491	6619
应付款项	27433	34972	40007	43340	EBITDA	5247	5085	7160	8542
预收账款	1784	1110	1267	1370	EPS (最新摊薄)	0.5	0.5	0.7	0.8
其他	4641	5778	6421	6880	主要财务比率				
非流动负债	6743	8117	10733	13864		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	2763	4763	7263	10263	成长能力				
其他	3980	3354	3470	3601	营业收入	33.2%	25.0%	14.1%	8.1%
负债合计	43645	53976	63429	71454	营业利润	93.6%	2.9%	47.6%	20.6%
少数股东权益	458	483	521	566	归属母公司净利润	77.0%	2.9%	47.3%	20.6%
归属母公司股东权益	33188	36916	42406	49026	获利能力				
负债和股东权益	77292	91375	106356	121046	毛利率	17.5%	18.5%	18.3%	18.2%
					净利率	6.2%	5.1%	6.5%	7.3%
					ROE	11.3%	10.5%	13.7%	14.3%
					ROIC	9.2%	8.5%	10.4%	10.6%
					偿债能力				
					资产负债率	56.5%	59.1%	59.6%	59.0%
					净负债比率	14.4%	18.2%	20.8%	23.9%
					流动比率	1.6	1.7	1.7	1.8
					速动比率	1.4	1.4	1.4	1.5
					营运能力				
					总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.8
					应收帐款周转率	2.7	2.6	2.5	2.5
					应付帐款周转率	4.4	3.8	3.6	3.5
					每股指标(元)				
					每股收益	0.5	0.5	0.7	0.8
					每股经营现金	0.66	1.02	0.35	0.82
					每股净资产	4.24	4.71	5.41	6.26
					估值比率				
					P/E	16	16	11	9
					P/B	1.8	1.6	1.4	1.2
					EV/EBITDA	6.6	8.4	5.6	3.9

资料来源: Wind、浙商证券研究所

股票投资评级说明

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

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

行业的投资评级：

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

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

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

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

法律声明及风险提示

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

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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

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

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

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn