

工程机械行业 | 2023年报&2024年一季报总结： 内需筑底企稳，出口拓展加速

首席证券分析师：周尔双

执业证书编号：S0600515110002

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师：罗悦

执业证书编号：S0600120100013

luoyue@dwzq.com.cn

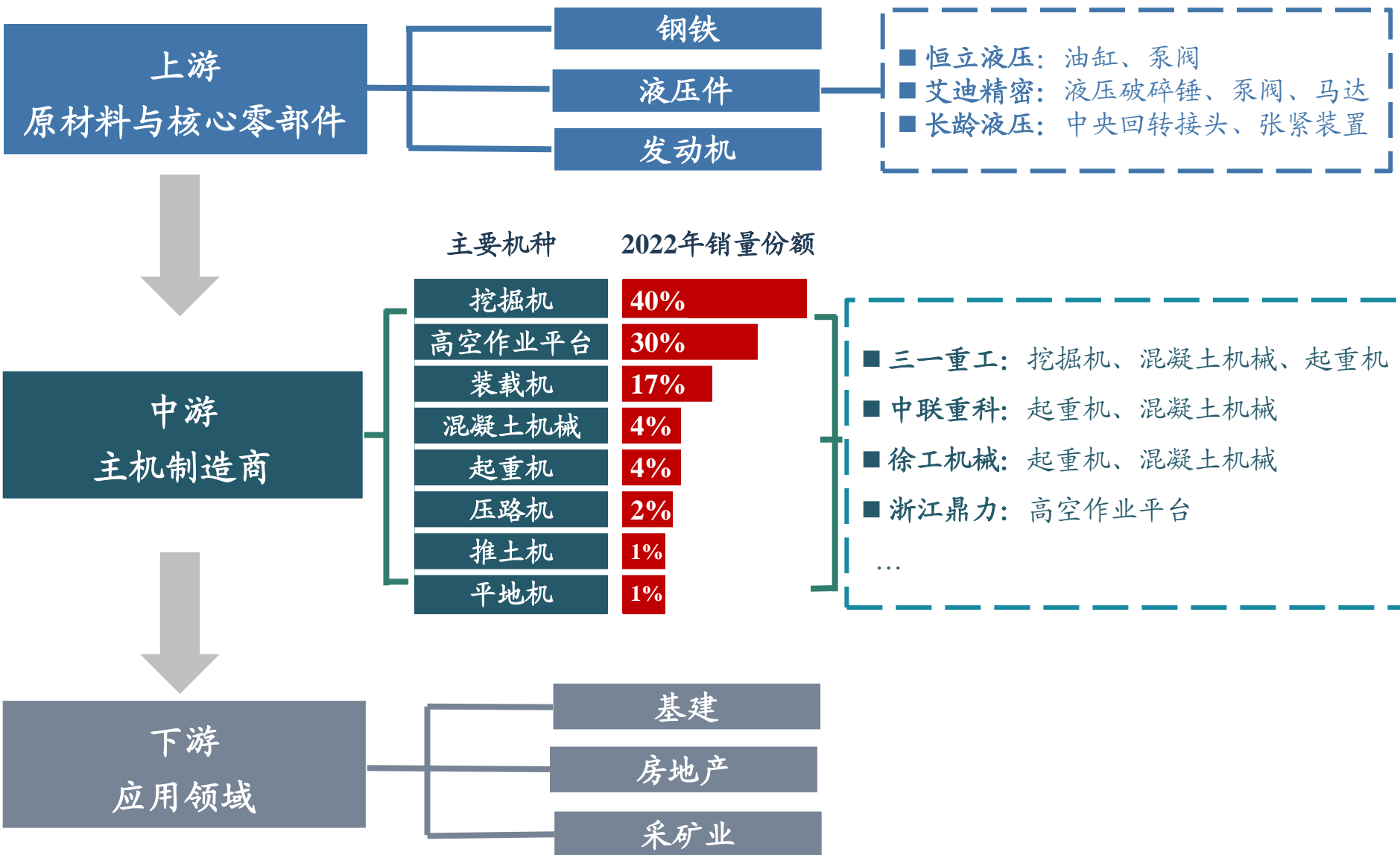
研究助理：韦译捷

执业证书编号：S0600122080061

weiyj@dwzq.com.cn

2024年5月14日

工程机械产业链梳理



工程机械板块相关公司

• 我们选取了A股17家主营业务为工程机械的上市公司进行分析，选取公司及细分产品领域如下：

表：工程机械板块相关公司（截至2024年5月11日）

证券代码	证券简称	主要业务领域	2024/5/11			2024/3/31			毛利率	归母净利润率	ROE (加权)	PE-TTM	PB
			市值 (亿元)	收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY						
600031	三一重工	挖掘机、混凝土机械、起重机	1,476	178	-1%	15.8	4%	28%	9%	2%	32.1	2.1	
601100	恒立液压	液压油缸、液压泵阀、马达	726	24	-3%	6.0	-4%	40%	26%	4%	29.3	4.8	
000157	中联重科	起重机、混凝土机械	780	118	13%	9.2	13%	29%	9%	2%	21.6	1.4	
000425	徐工机械	起重机	948	242	1%	16.0	5%	23%	7%	3%	17.5	1.6	
603638	艾迪精密	液压破碎锤	146	6	0%	0.9	14%	31%	14%	3%	50.4	4.6	
603338	浙江鼎力	高空作业平台	363	15	12%	3.0	-5%	41%	21%	3%	19.6	4.0	
603298	杭叉集团	叉车	315	42	6%	3.8	31%	21%	10%	4%	17.4	3.5	
000528	柳工	土石方铲运机械 (挖掘机、装载机、推土机等)	212	79	2%	5.0	58%	23%	6%	3%	20.1	1.2	
600984	建设机械	建筑机械租赁	40	5	-22%	-2.4	-79%	-13%	-47%	-5%	-4.7	0.8	
600761	安徽合力	叉车	218	43	3%	3.9	48%	21%	10%	4%	15.5	2.6	
002097	山河智能	挖掘机、凿岩设备	85	17	-7%	0.2	-31%	27%	1%	0%	325.3	1.8	
000680	山推股份	推土机	134	31	29%	2.1	23%	17%	7%	4%	16.7	2.3	
605389	长龄液压	液压涨紧装置、中央回转接头	33	2	10%	0.3	26%	27%	17%	2%	30.6	1.5	
600815	厦工股份	挖掘机、装载机	41	1	-19%	0.0	110%	21%	7%	0%	-19.7	2.7	
600375	华菱星马	专用车 (混凝土泵车、搅拌车, 半挂车), 重卡底盘	30	9	50%	-0.7	-45%	4%	-8%	0%	-3.0	-3.4	
603611	诺力股份	叉车	57	18	4%	1.2	11%	22%	6%	4%	12.2	2.1	
600262	北方股份	矿用汽车	32	8	115%	0.5	151%	20%	7%	3%	18.8	2.1	

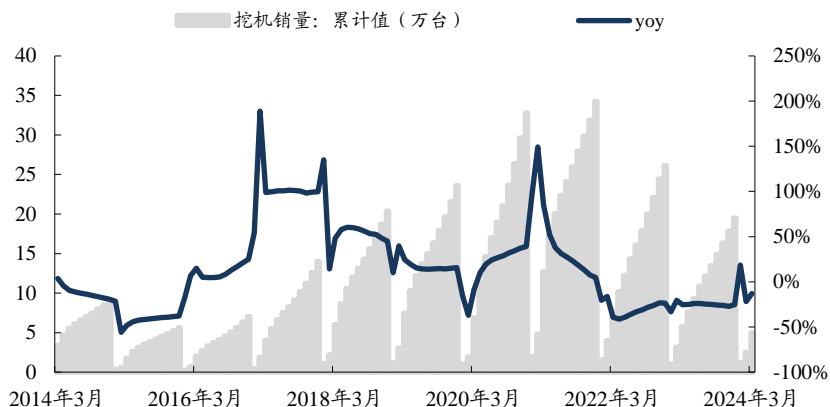


工程机械行业 | 2023年报 & 2024年一季报总结： 内需筑底企稳，出口拓展加速

- 1 2023年板块归母净利润同比+33%，行业盈利持续回升
- 2 国内更新周期渐进，海外份额仍有翻倍以上空间
- 3 工程机械行业核心分歧点再思考
- 4 投资建议与风险提示

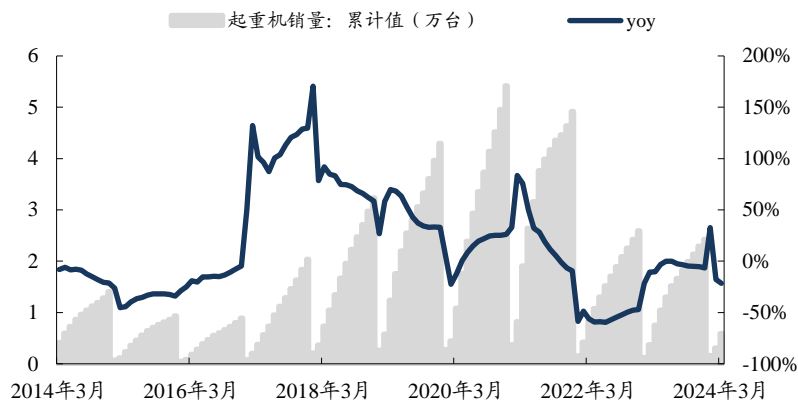
1.1 工程机械2023年行业销量

图：2023年挖机累计销量19.5万台，同比-25%



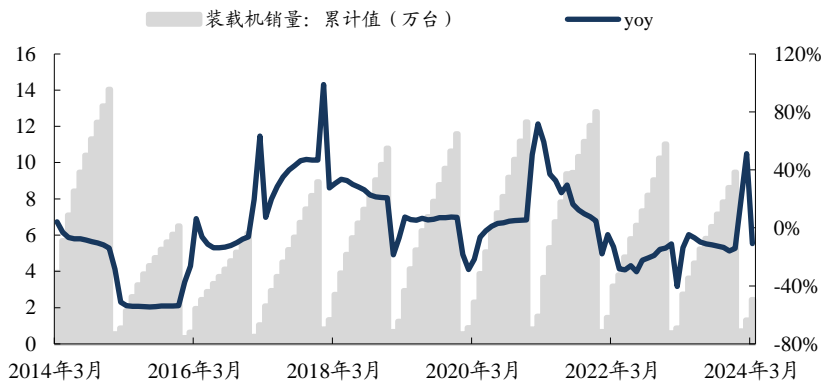
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：2023年起重机累计销量2.4万台，同比-6.5%



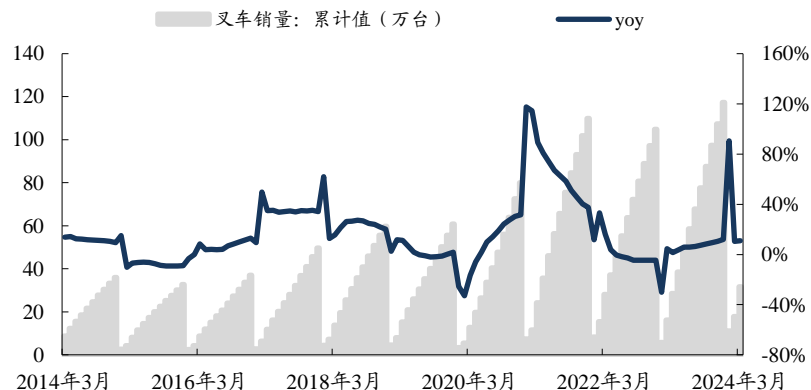
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：2023年装载机累计销量9.5万台，同比-14%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：2023年叉车累计销量117.4万台，同比+12%

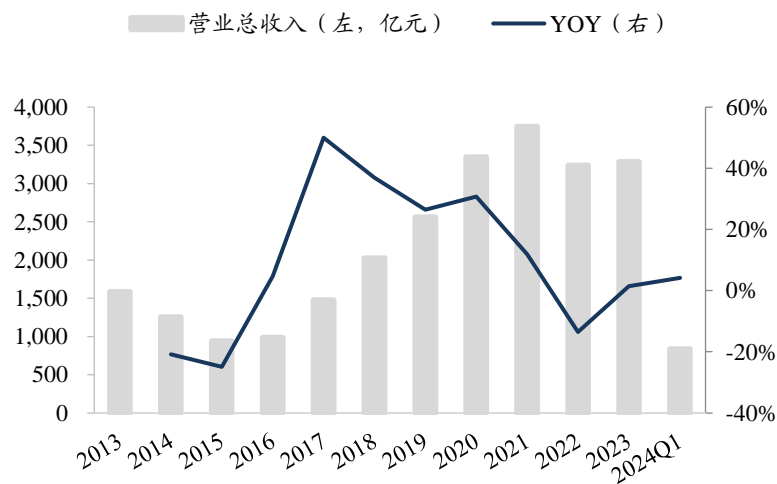


数据来源：Wind，东吴证券研究所

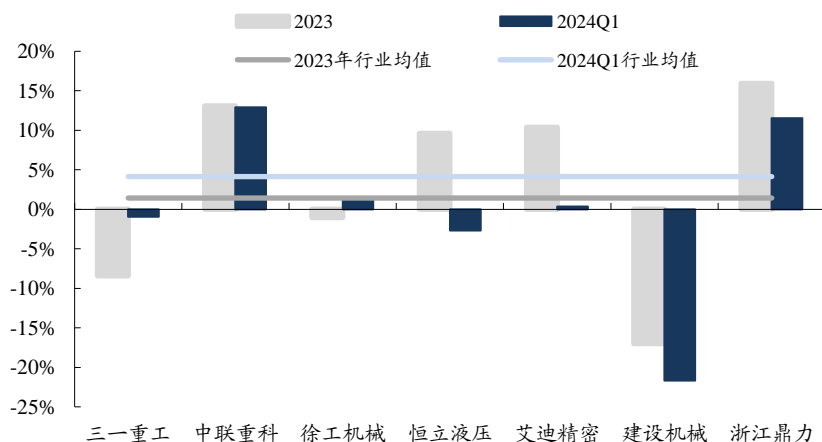
1.2 2023年板块收入同比+1%，2024Q1同比+4%行业回暖

- 2023年板块营业总收入同比提升1%，2024Q1行业需求持续回暖。2023年17家A股工程机械上市公司合计实现总营收3286亿元，同比提升1%；营收维稳主要系行业内销筑底、国产主机厂出海逻辑兑现，海外营收增长平滑内销周期波动影响。2024年Q1在设备更新政策推进、老旧机型更新替换、出口持续向好的拉动下，工程机械行业景气度回升，呈现恢复态势，2024年一季度17家A股工程机械上市公司合计实现总营收837亿元，同比增长4%。
- 行业底部信号明确，主机厂盈利能力平稳上升。2023年浙江鼎力/恒立液压总营收同比+16%/+10%，液压件及高机龙头通过多元化创造新增长点、国际化提升全球份额，业绩显著高于行业。三一重工受下游挖机需求偏弱、内销筑底影响较大，受地产景气下滑影响较强。2024年Q1中联重科/浙江鼎力继续加大海外布局，出口高增抵消国内下行不利影响，带动收入正增长。

◆2023/2024Q1板块营业总收入同比分别+1%/+4%



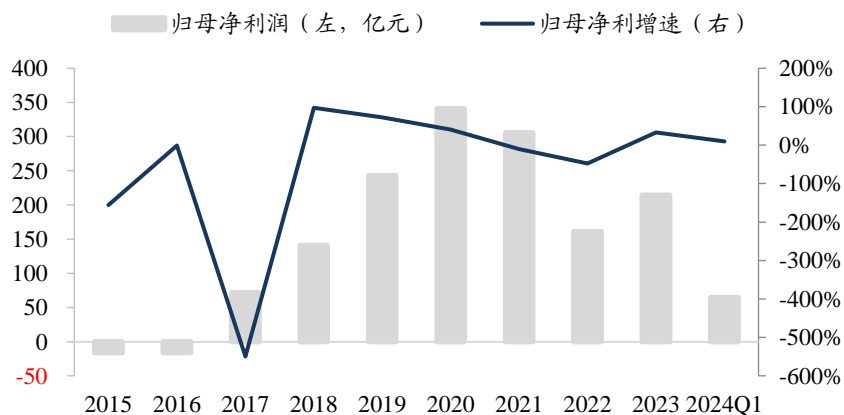
◆2023年重点公司营业总收入同比增速情况：三一/中联受混凝土机业务占比高，受地产景气下滑影响大



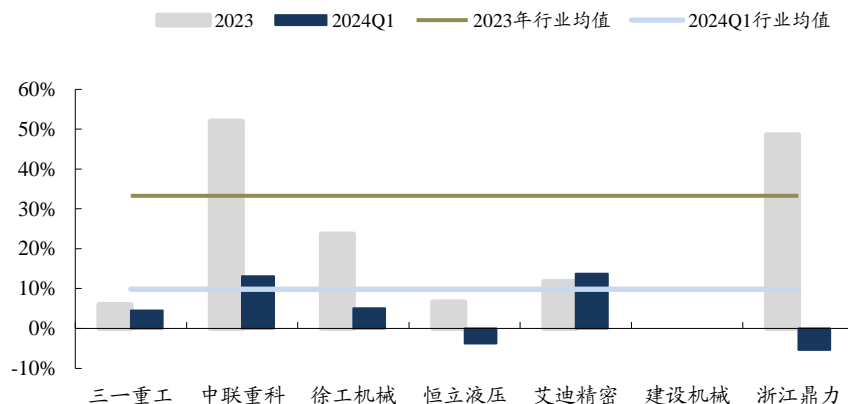
1.3 2023年板块归母净利润同比+33%

- 2023年板块归母净利润同比增长33%，2024年一季度行业盈利能力持续改善，归母净利润同比增长10%。2023年17家A股工程机械上市公司归母净利润合计215亿元，同比增长33%。板块盈利能力提升主要系上游原材料价格下降、产品结构优化、海外营收增长影响。2024年一季度主机厂加速布局海外市场，叠加设备更新政策推动，归母净利润同比增长10%。
- 中联重科、浙江鼎力归母净利润增速表现优于行业。2023年中联重科、浙江鼎力归母净利润同比增速表现优于行业，分别同比+52%/+49%。中联重科新业务持续突破、海外拓展顺利，盈利能力持续提升；浙江鼎力海外臂式产品推广顺利，产品结构优化、利润率持续提升。

◆2023/2024Q1板块归母净利润同比分别+33%/+10%

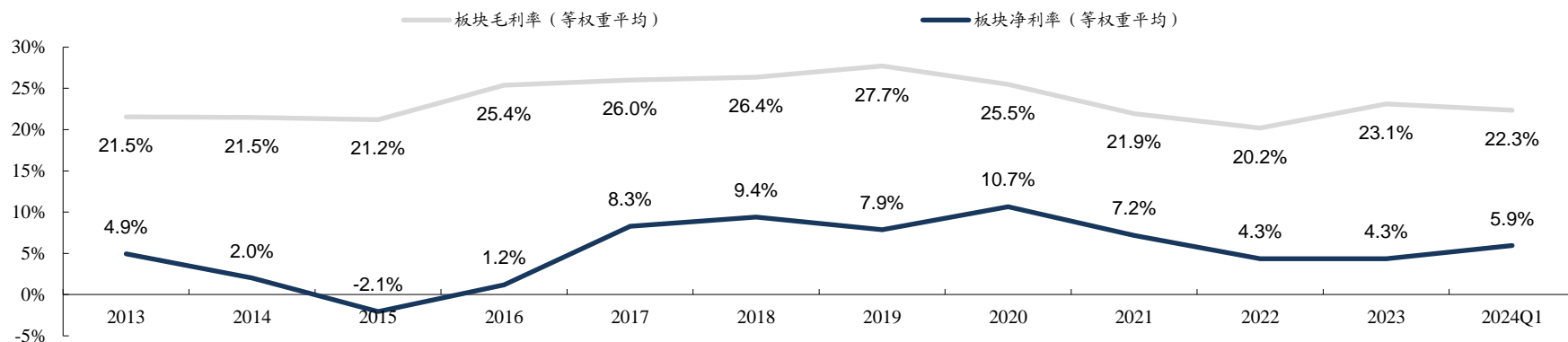


◆2023年重点公司归母净利润同比增速情况：中联重科/浙江鼎力表现显著优于行业

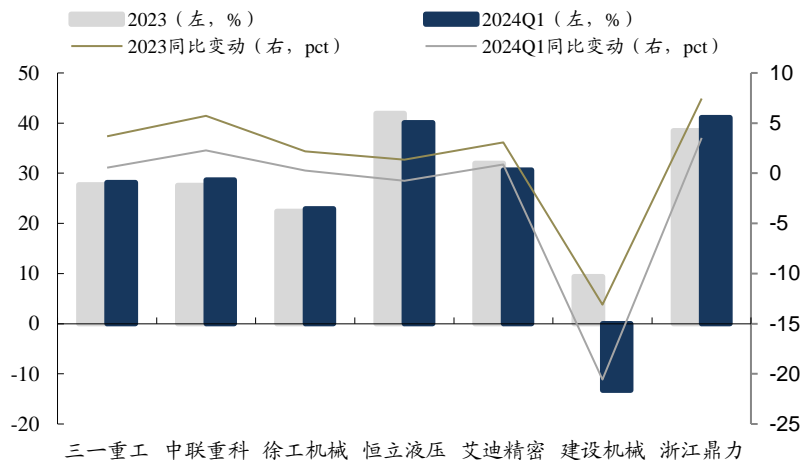


1.4 受益原材料下降和业务结构优化，盈利能力提升

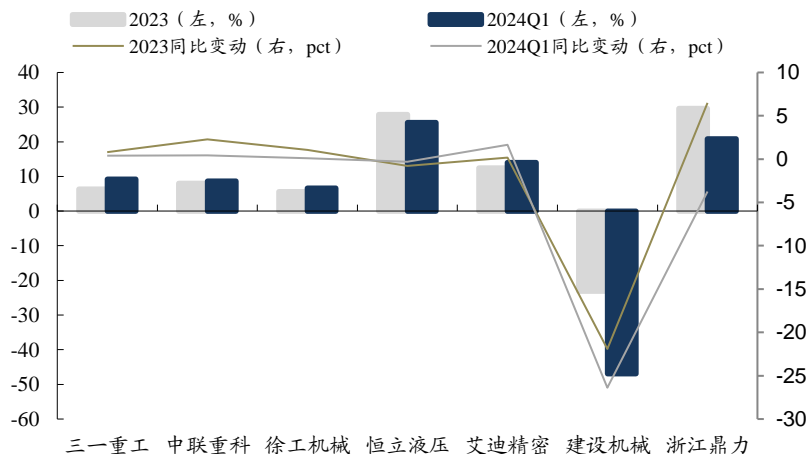
◆ 2023年板块销售毛利率23.1%，同比+2.9pct；销售净利率4.3%，同比持平



◆ 除建设机械外，2023年主要公司销售毛利率修复显著



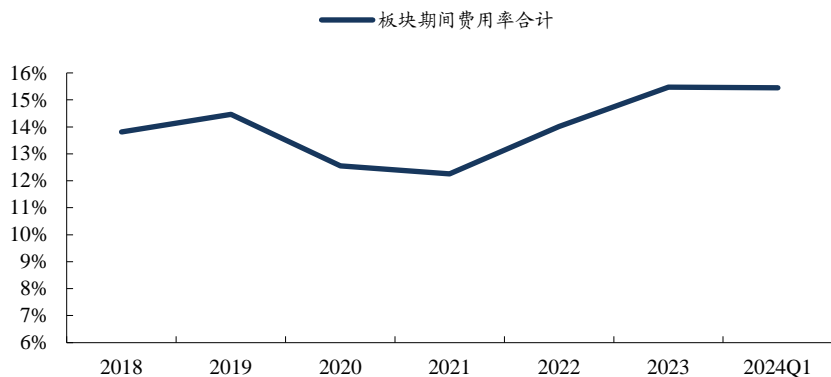
◆ 除建设机械外，2023年主要公司销售净利率平稳回升



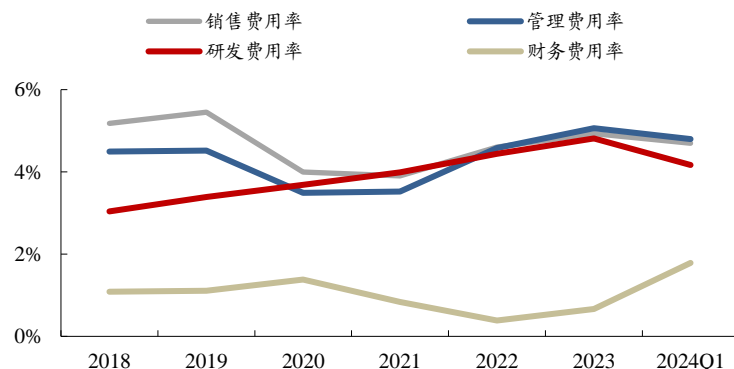
1.5 期间费用率较为稳定，研发投入维持较高水平

- 2023年板块期间费用率15.5%，同比提升1.5pct。拆分来看，2023年板块销售费用率4.9%，同比提升0.3pct，系海外产品推广力度加大影响；管理费用率5.1%，同比提升0.5pct；研发费用率4.8%，同比提升0.4pct；财务费用率0.7%，同比提升0.3%。

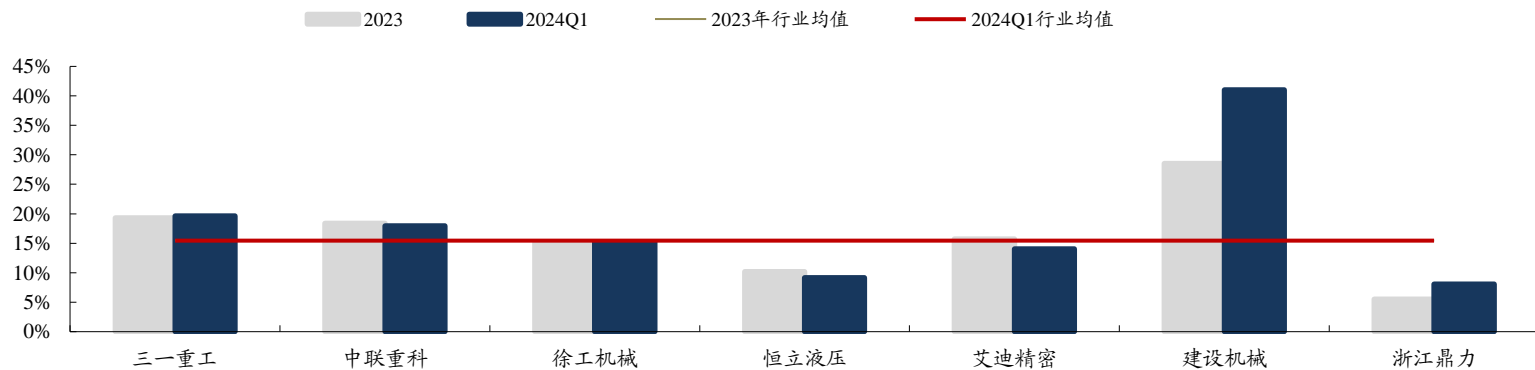
◆ 2023年板块期间费用率15.5%，同比提升1.5pct



◆ 2023年板块管理费用率4.9%，同比提升0.3pct



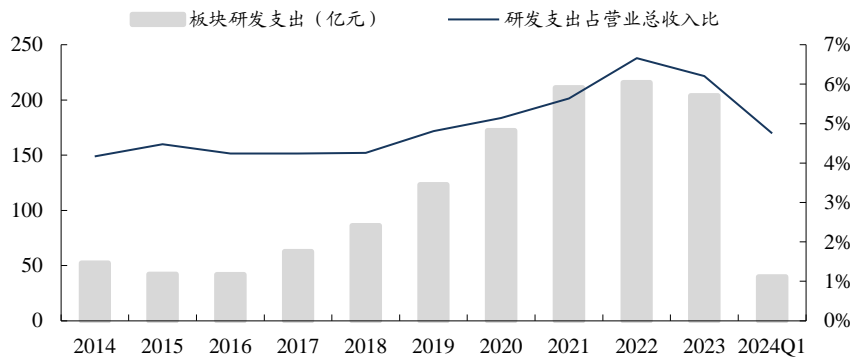
◆ 2023-2024Q1重点公司期间费用率情况：恒立液压/浙江鼎力费控能力强于行业



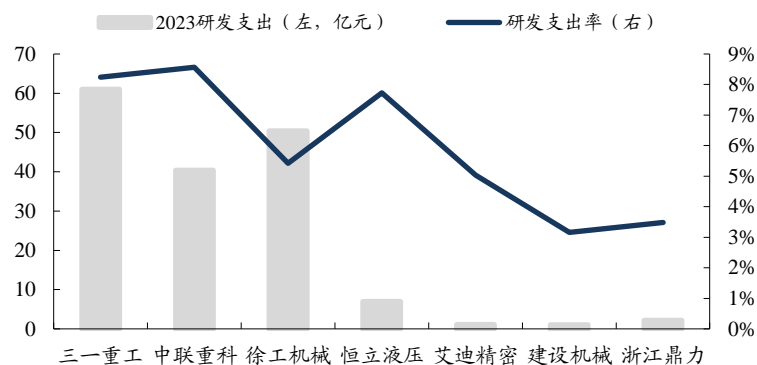
1.5 期间费用率较为稳定，研发投入维持较高水平

- 2023年板块研发支出（含资本化支出）204亿元，占总收入6.2%，同比-0.5pct。三一重工/中联重科/恒立液压研发支出率显著高于行业，分别达8.2%/8.6%/7.7%。
- 2016年以来行业员工总人数由8.4万人升至2023年15.1万人，本科以上学历员工占比由28%升至42%，行业人员结构整体优化。截至2023年末，三一重工、徐工机械、中联重科本科以上学历员工占比分别达52%、49%、49%，吸纳了行业主要中高端人才。

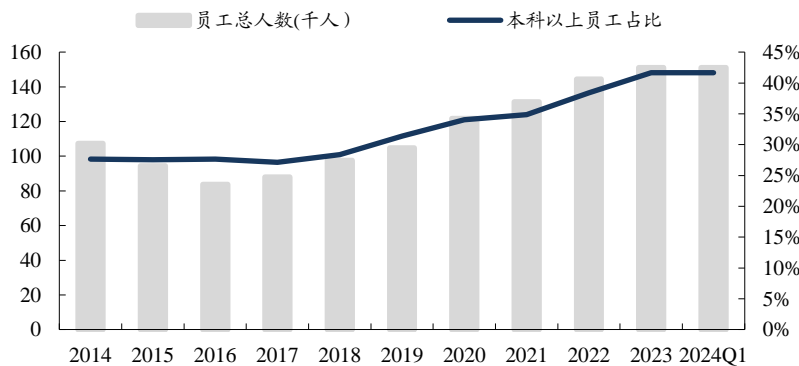
◆ 2023年板块研发支出率6.2%，同比-0.5pct



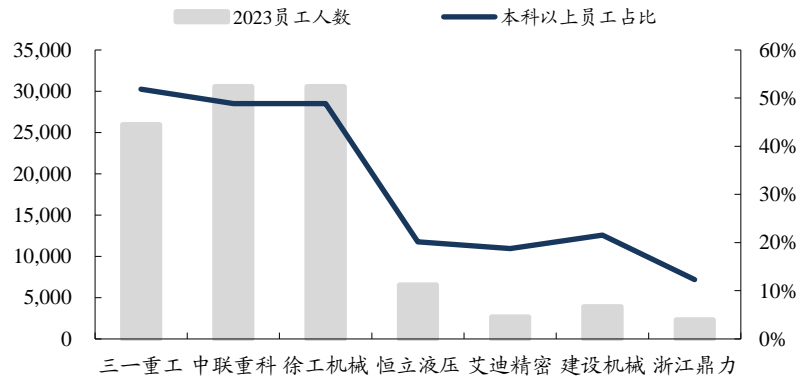
◆ 三一重工、中联重科、恒立液压研发支出率高于行业



◆ 2023年板块员工总人数15.1万人，本科以上学历占比42%，持续提升



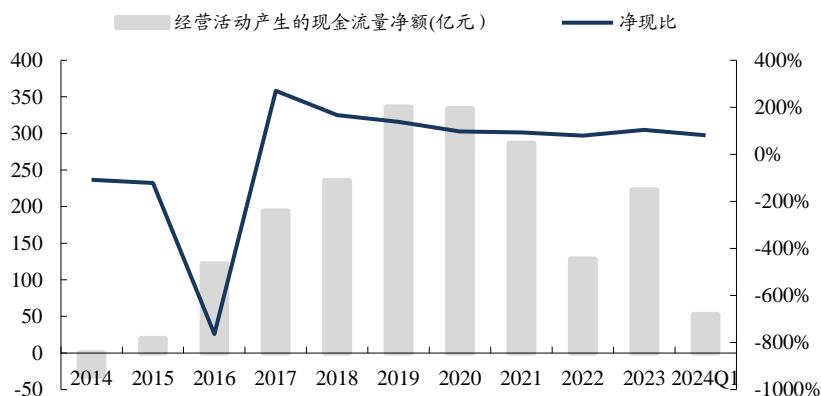
◆ 三一重工、中联重科、徐工机械本科以上学历员工占比高于行业



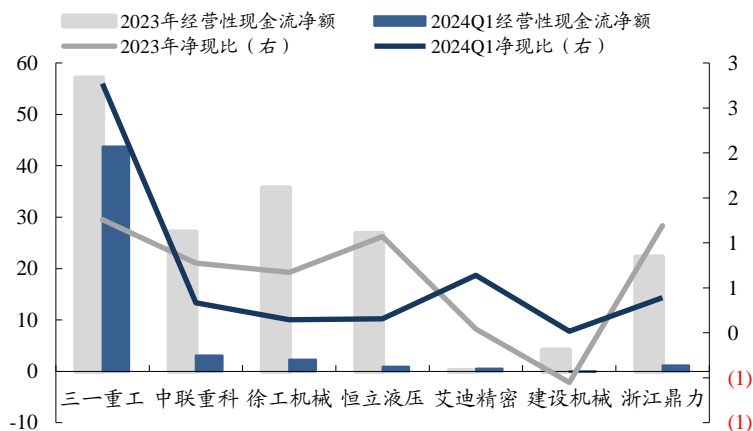
1.6 龙头净现比均在1左右，经营稳健

- 龙头净现比在1左右，经营较为稳健。2023年板块经营性现金流净额合计223亿元，净现比（经营性净现金流净额/归母净利润）为1.04，较为稳定。行业龙头三一重工/恒立液压/浙江鼎力净现比分别为1.26/1.07/1.19，经营质量高于行业。但行业内部差异明显，中联重科/徐工机械净现比分别为0.77/0.67，小幅下滑，行业需持续关注经营状况。

◆2023年板块经营性现金流净额合计223亿元，净现比1.04



◆三一重工、中联重科、恒立液压净现比均在1左右，经营稳健





工程机械行业 | 2023年报 & 2024年一季报总结： 内需筑底企稳，出口拓展加速

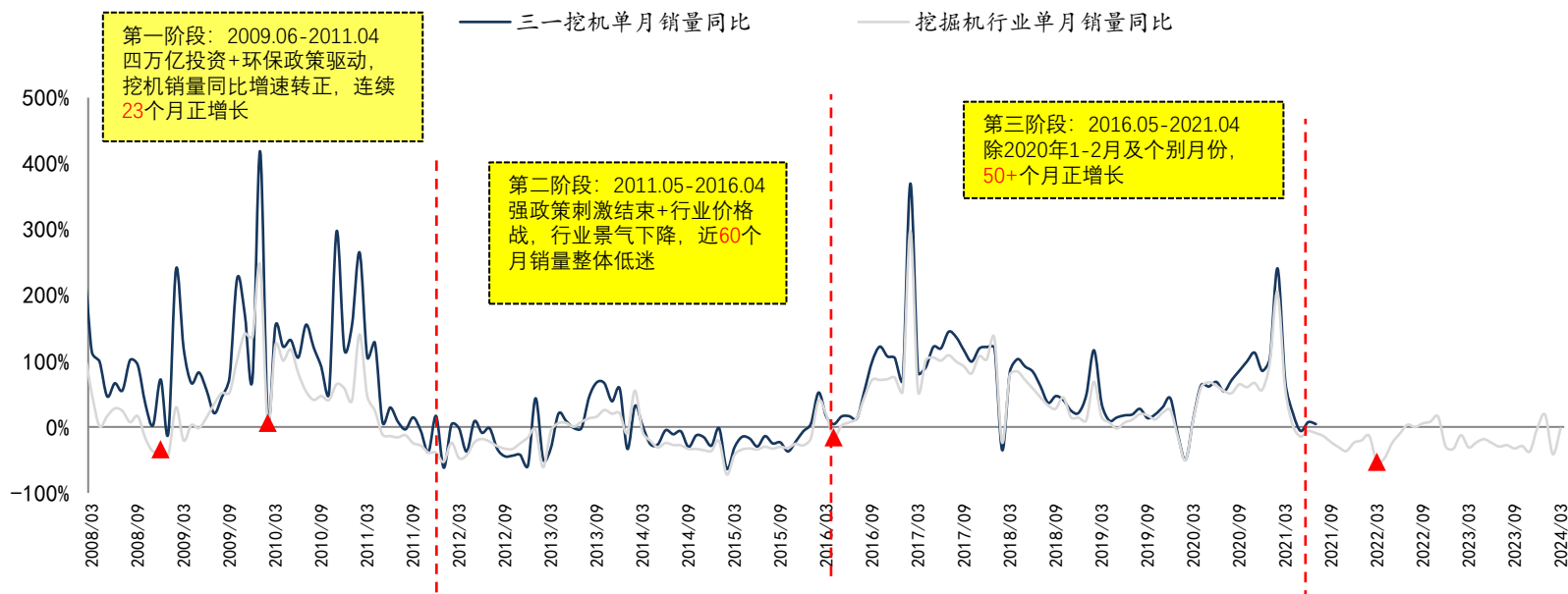
- 1 2023年板块归母净利润同比+33%，行业盈利持续回升
- 2 国内更新周期渐进，海外份额仍有翻倍以上空间
- 3 工程机械行业核心分歧点再思考
- 4 投资建议与风险提示

2.1 国内市场：筑底企稳，更新周期渐近

● 复盘挖掘机行业周期，大致分为四个阶段：

- (1) 2009至2011上半年：四万亿投资+环保政策驱动，挖机销量连续23个月正增长。
- (2) 2011下半年至2016上半年：强政策刺激结束+行业价格战，行业陷入近60个月的低迷期。
- (3) 2016下半年-2021上半年：受益棚改政策及新一轮更新周期启动，行业销量迎来50多个月的正增长。
- (4) 2021年下半年至今，行业周期波动，行业销量持续负增长。

图：工程机械行业周期复盘



2.1 国内市场：筑底企稳，更新周期渐近

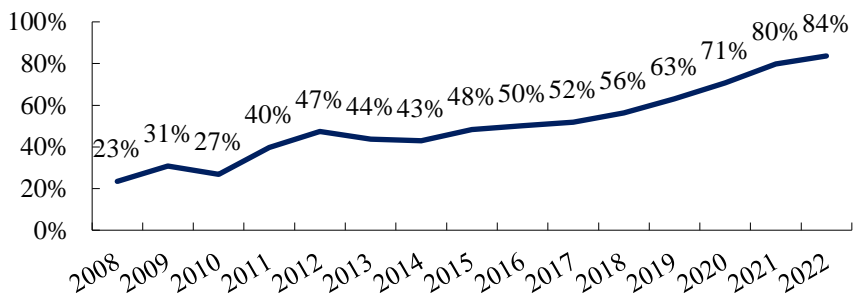
- 基于机型小型化+国产化率提升，本轮寿命替换周期缩短至八年左右：2011-2020年，上轮工程机械完整周期为十年大周期，基于机型小型化+国产化率提升，我们判断本轮寿命替换周期缩短至八年。
- 上轮工程机械上行周期为2016-2021年，按照八年使用寿命，2024年下半年有望迎来新一轮更新周期。

图：小挖具备机器替人属性，占比快速提升

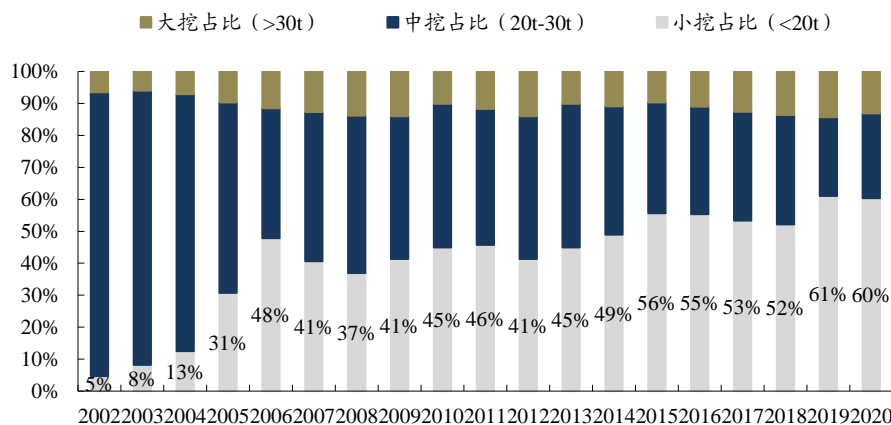


图：2022年挖机国产品牌份额突破80%

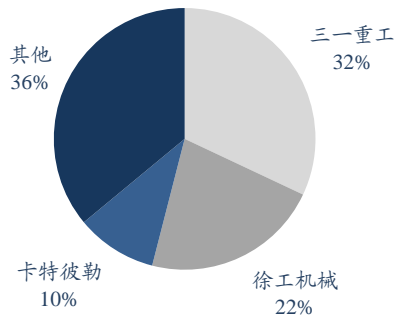
— 挖掘机国产化率



图：国内挖掘机分吨位销售结构



图：2022年国内挖掘机市场CR3超60%（按销量口径）



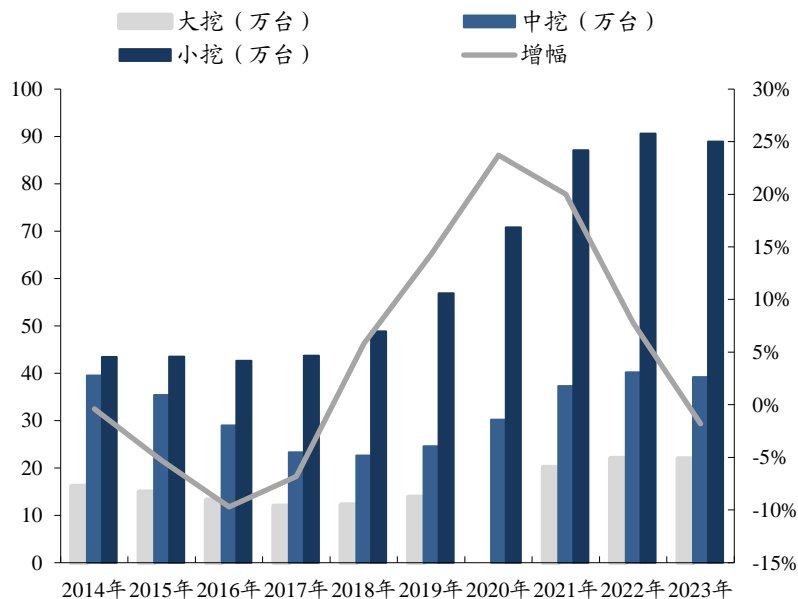
2.1 国内市场：筑底企稳，更新周期渐近

● 我们判断国内工程机械行业目前位于周期低点：

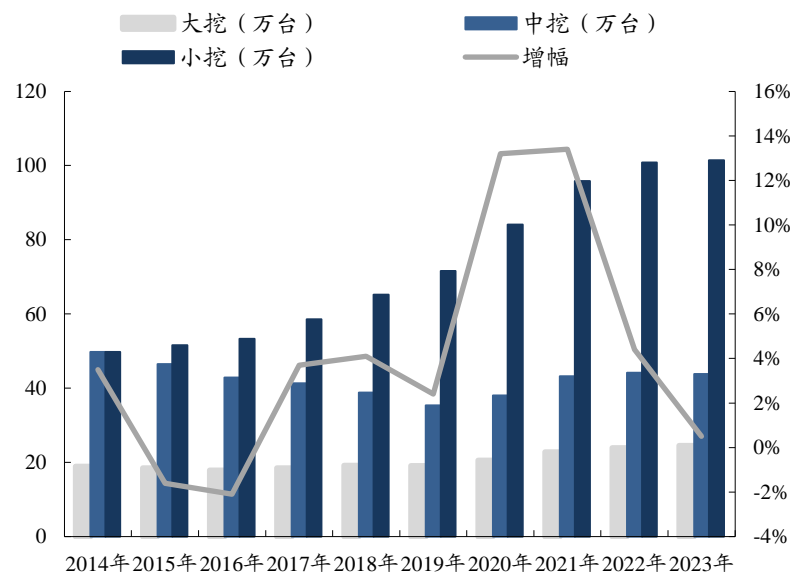
(1) 行业销售累计下跌70%。2011-2015年国内挖机销售由18万台降至5万台，累计跌幅超70%。本轮周期下行斜率较大，2021-2023年挖机国内销量由29万台降至9万台，累计跌幅70%，国内销量基数已降至较低水位。

(2) 国内挖机销量远低于寿命替换中枢。2023年国内挖机八年保有量为170万台，按照八年使用寿命，70%-100%挖掘机更新，则测算年均更新需求中枢在15-20万台。2023年内销挖机销量仅为9万台，远低于年均寿命替换需求15-20万台，行业距离景气中枢仍有50%-100%上行空间。

图：2023年国内挖掘机6年保有量为150万台



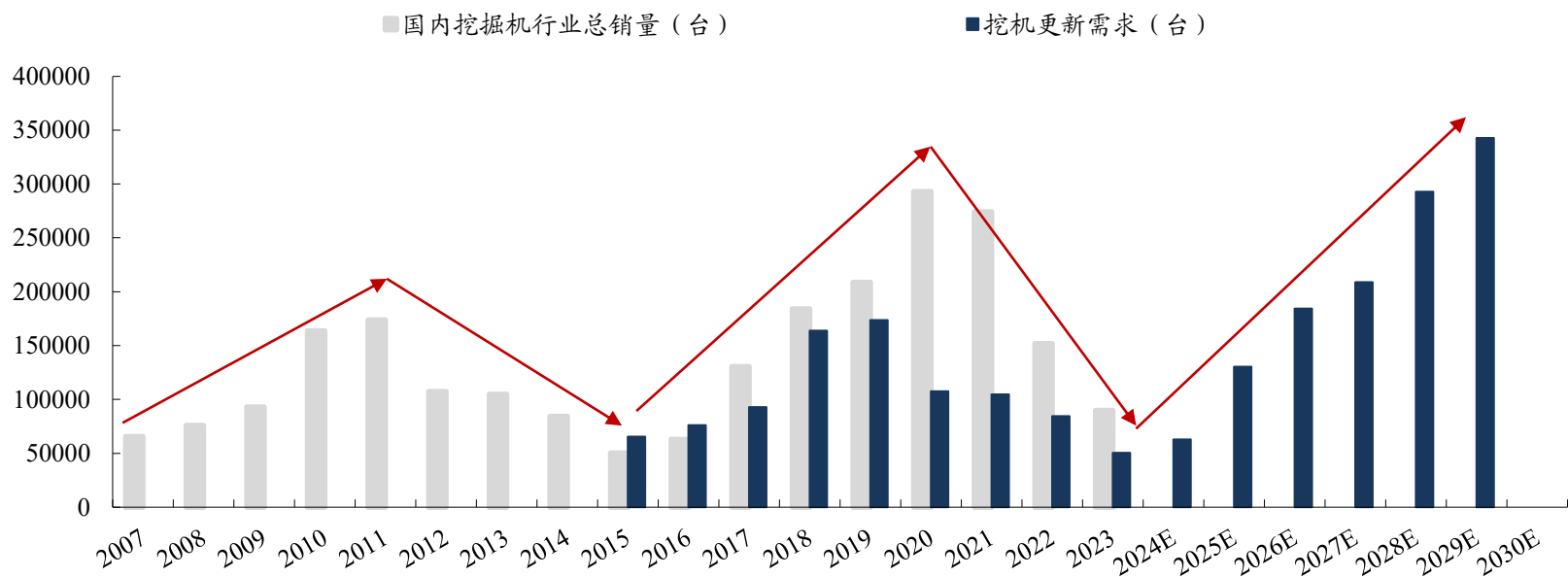
图：2023年国内挖掘机8年保有量为170万台



2.1 国内市场：筑底企稳，更新周期渐近

- **2024年下半年行业有望迎来新一轮更新周期。** 挖掘机使用寿命为8-10年，需求存在显著的周期性。复盘国内挖掘机周期，上一轮周期于2005年开始，2015年结束，其中2005-2011年为上行周期，2011-2015年为下行周期。此轮周期于2016年开始，2020年达到高峰后开始下行。按8年更新周期，国内挖掘机周期有望于2024年下半年开启新一轮更新周期。

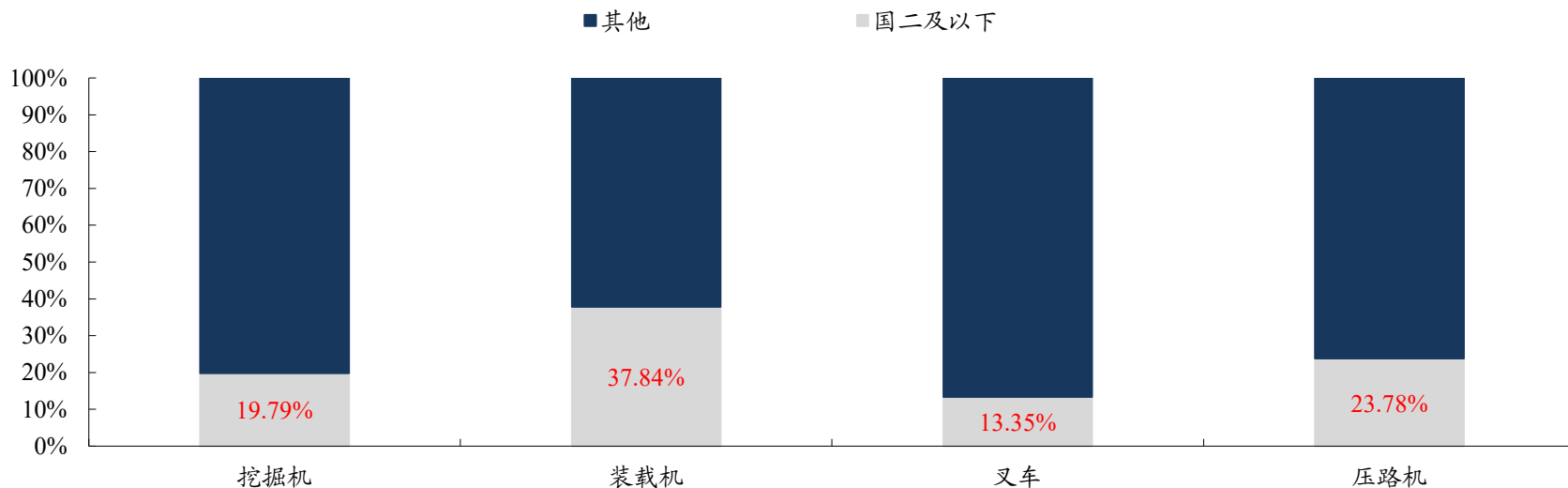
图：按照八年寿命替换，2025年左右行业有望迎来新一轮更新周期



2.1 国内市场：筑底企稳，更新周期渐近

- **2024年4月住建部印发通知，更新淘汰使用超过10年以上的建筑施工工程机械设备，包括挖掘、起重、装载、混凝土搅拌等工程机械设备。**据国家环保部门要求，2016年4月1日起，停止制造、进口和销售装用国二发动机的整机，这意味着2016年以前销售的挖掘机基本为国二以下产品，距今已接近10年使用寿命，符合政策更新替换条件。挖掘机、装载机、叉车、压路机国二及以下标准保有量占2023年保有量的19.79%、37.84%、13.35%、23.78%，随着大规模设备更新政策的落地，预计有70%-80%的老旧设备将被淘汰出清，20%-30%的老旧设备会产生以旧换新的需求。
- **“大规模设备更新+行业自身更新”双重周期共振。**上轮工程机械上行周期为2016-2020年，按照8年使用寿命，上轮销售设备已处于大规模寿命替换期，2023年为寿命替换低点，2024年起更新量开始逐年回升，行业贝塔边际向上。随着下半年更新需求增加及基数下降，行业有望迎来新一轮更新周期，大规模设备更新等系列政策助推行业回升，迎来“大规模设备更新+行业自身更新”双重周期共振。

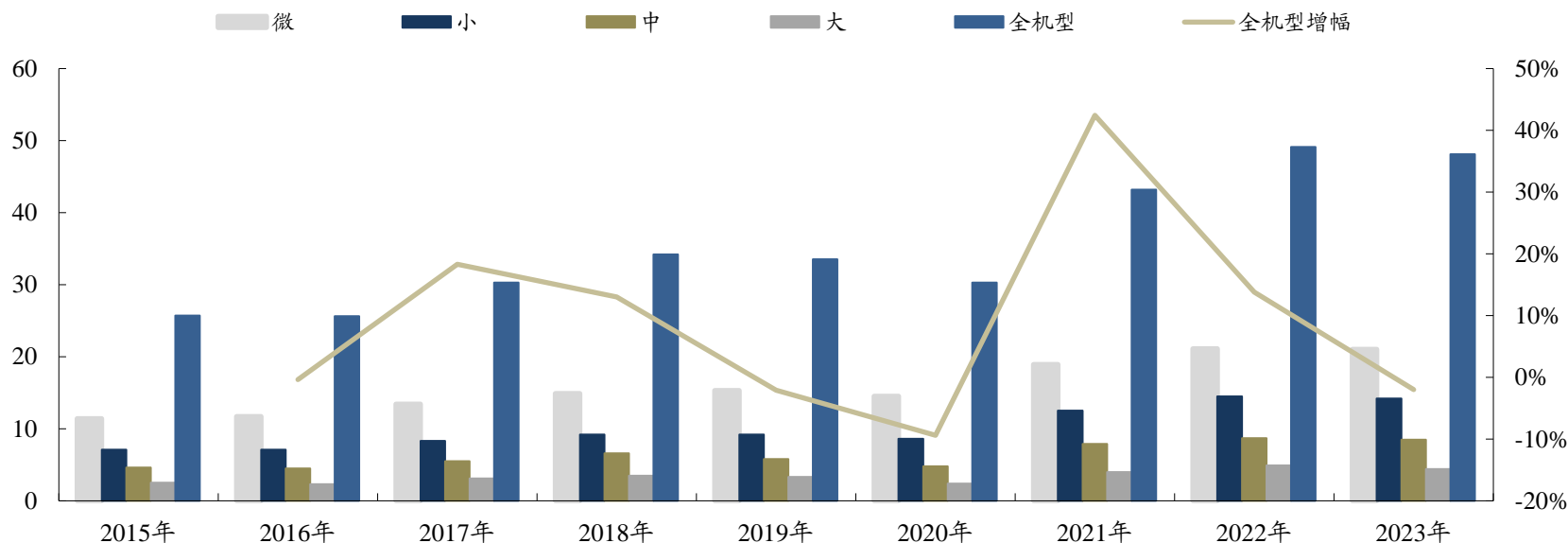
图：2023年国二及以下机型市场保有量占比



2.2 海外市场：市场规模为国内三倍，海外再造工程机械

- 从市场规模看，海外工程机械市场容量为国内三倍，海外市场再造工程机械。2022年海外挖掘机市场容量约49万台，为中国市场（15万台）三倍。2023年海外市场(不包括中国市场)总销量48.1万台，同比下滑2.0%，欧洲、北美、亚太市场需求仍高居前三。且不同区域对挖机型号需求不同：欧、美、亚太成熟市场微挖为主(市政、农场工况)，南亚、印尼、拉美市场以中挖为主(基建工况)，非中(非洲中东)、俄语区以大挖为主(矿山工况)。

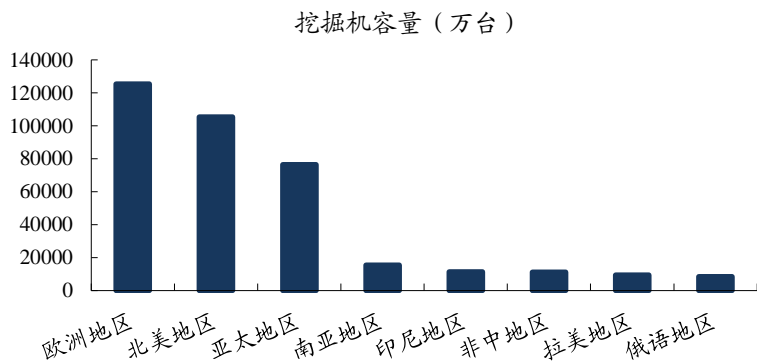
图：历年海外市场挖掘机容量（不含中国，万台）



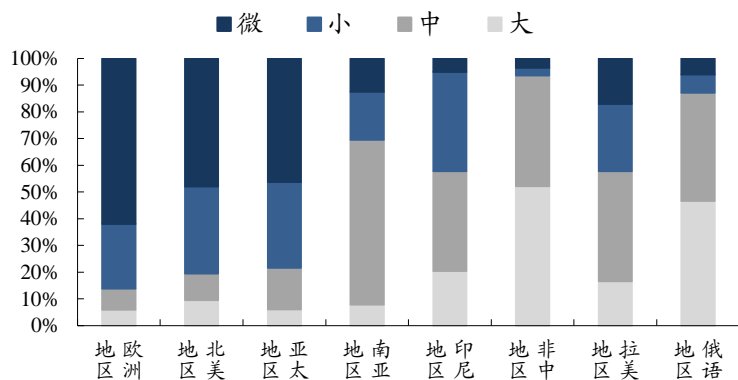
2.2 海外市场：具备全球性价比，龙头份额仍有翻倍以上空间

- 2023年我国工程机械企业“一带一路”份额仅20%，欧美不足5%，增长空间广阔。2023年海外挖机销量45万台，其中欧美、一带一路地区分别占比40%、60%。按照2023年我国挖机出口10万台，其中内资占比60%，外资出口占比40%计算，测算我国挖机海外份额仅13%，一带一路地区份额仅20%，欧美份额不足5%，远低于国内市场国产品牌份额近90%。国产工程机械具备全球性价比，尤其是“一带一路”市场与国内市场较为相似，份额增长空间广阔。

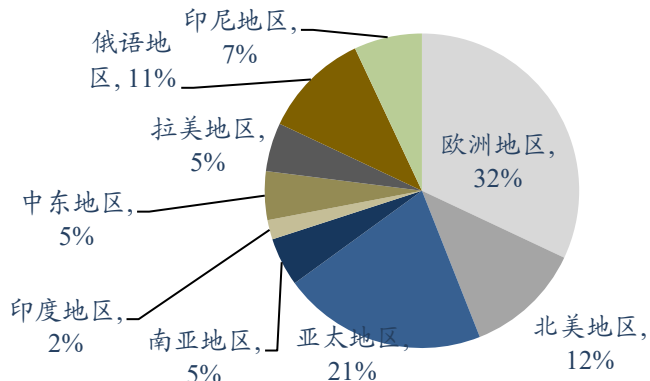
图：2023年1-9月海外分地区挖掘机市场容量



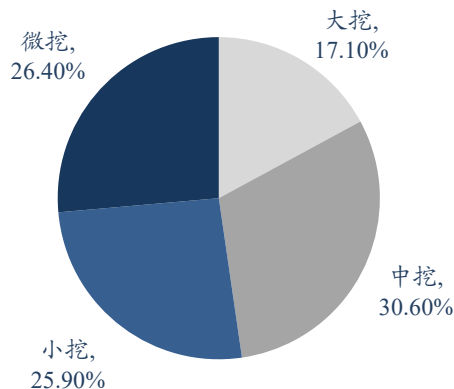
图：2023年1-9月海外各地区分机型销量占比



图：2023年1-9月我国挖掘机海外出口区域分布



图：2023年1-9月我国挖掘机海外出口机型分布



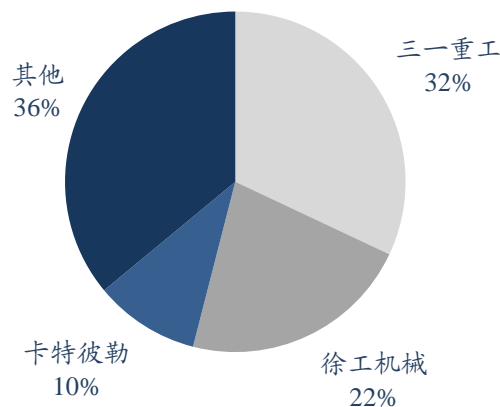
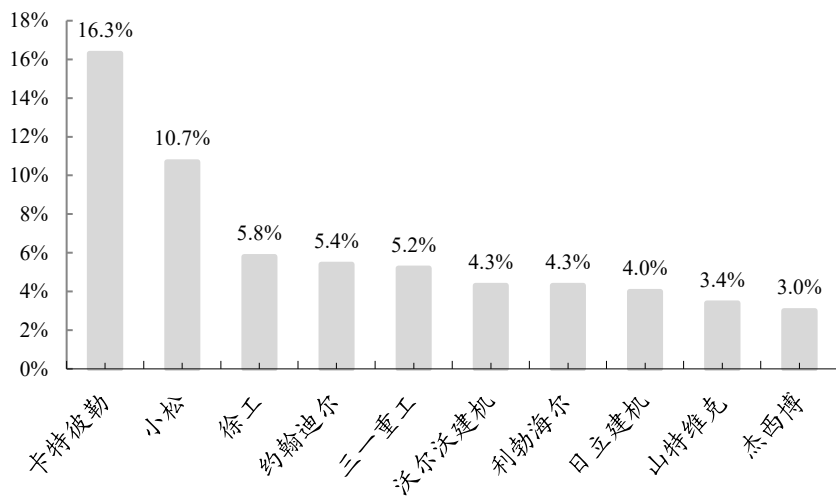
2.2 海外市场：具备全球性价比，龙头份额仍有翻倍以上空间

- 从全球份额看，徐工机械5.8%/三一重工5.2%，远低于海外龙头卡特彼勒16.3%/小松10.7%。2017年以来，国内工程机械企业加快海外市场布局。受益于东南亚市场崛起、欧美加大基建投资，龙头公司出口持续增长。但与卡特彼勒、小松等龙头相比，海外份额仍较低。据KHL发布《2023全球工程机械制造商排行榜》，徐工机械/三一重工/中联重科全球份额分别仅5.8%/5.2%/2.7%，低于卡特彼勒/小松16.3%/10.7%。
- 从国内份额看，2022年三一重工份额32%、徐工机械22%，超过海外龙头卡特彼勒10%份额。国内工程机械产品具备全球竞争力，国内格局有望在全球范围内铺开，在全球市场增量贡献下，下一轮周期预计波动减弱，且幅度超过上一轮高点。

图：2022年三一重工全球份额5.2%，位列第五

图：2022年国内挖掘机销量份额分布

2022年工程机械全球前十强份额



2.2 海外市场：以“一带一路”地区为主，欧美地区突破空间大

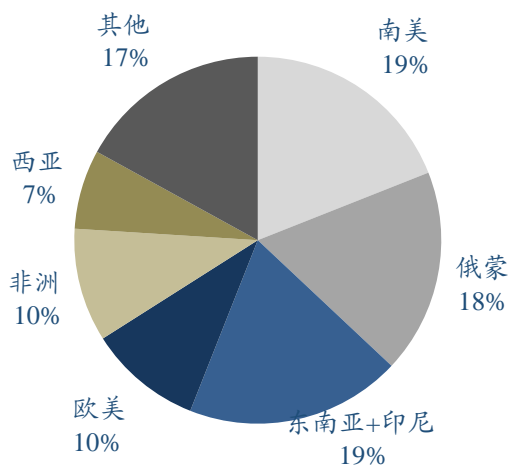
- 出口分地区看，2023年徐工机械、中联重科90%以上为“一带一路”地区，三一重工欧美占比高

(1) 徐工机械出口分地区拆分：2023年南美洲收入占比约19%；俄蒙区域为18%；东南亚与印尼整体占比约为19%；欧美和非洲分别为10%；西亚地区不到7%。

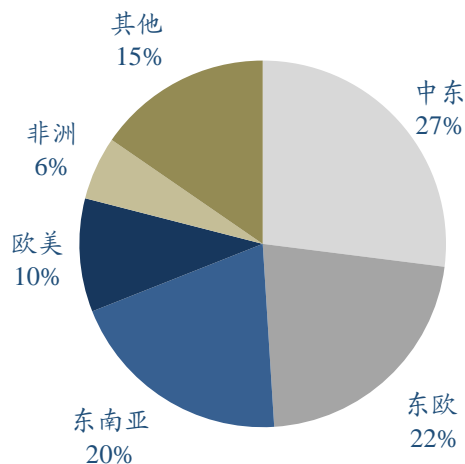
(2) 中联重科出口分地区拆分：2023年中东地区收入占比约为27%，东欧占22%，东南亚20%，欧美为10%，非洲为6%。

(3) 三一重工海外收入拆分：2023年亚澳地区占比最大为40%，欧洲地区约占36%，美洲为18%，非洲为6%。

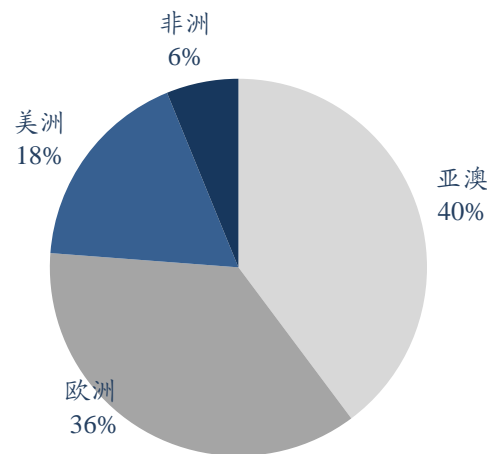
图：2023年徐工机械海外收入分布



图：2023年中联重科海外收入分布



图：2023年三一重工海外收入分布

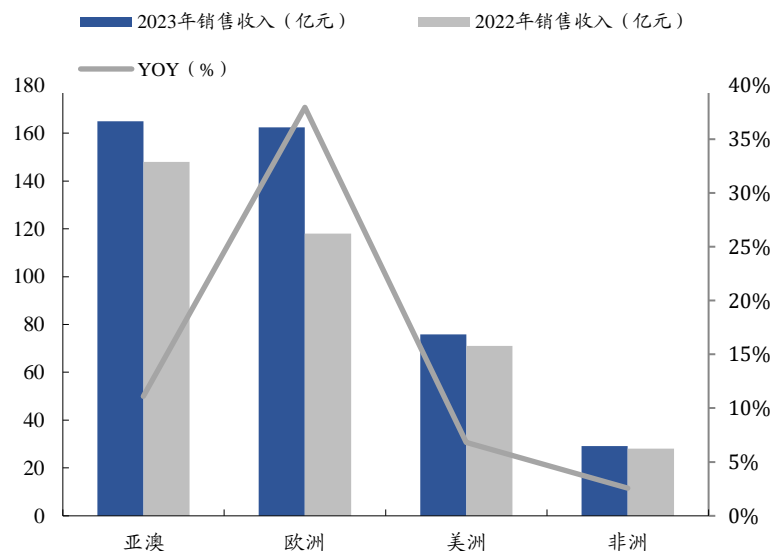
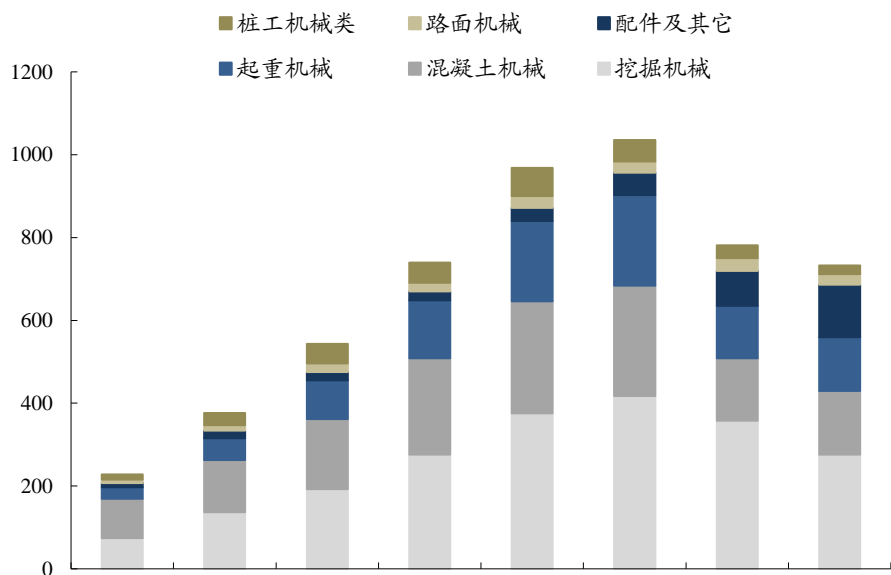


2.3.1 【三一重工】全球化布局新变化，欧美市场拓展顺利

- 三一重工全球化布局新变化，欧美市场拓展顺利。分产品来看，2023年三一重工挖机营收276亿元，同比下降23%，收入占比37%，同比下降7pct，核心品种挖掘机的收入下滑导致公司整体营收下降8%。分市场来看，欧美市场突破顺利：（1）欧洲市场实现收入163亿元，同比增长38%，增幅迅猛；（2）亚澳市场实现收入165亿元，仍为体量最大市场，同比增长11%；（3）美洲市场实现营收75.8亿元，非洲市场收入29.2亿元，同比分别增长7%和2.5%，稳中有进。

图：2023年三一重工挖机营收276亿元，收入占比同比下降7pct为37%（单位：亿元）

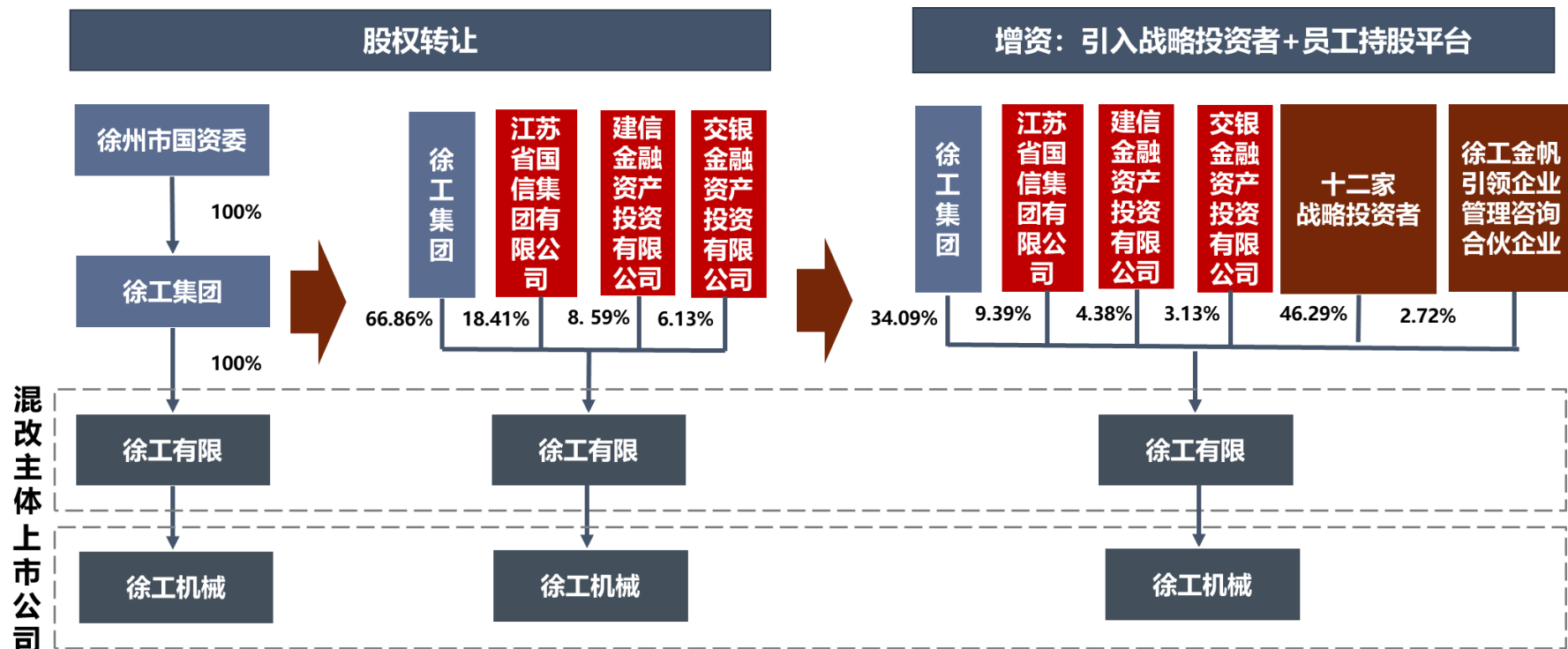
图：2023年三一重工欧洲业务表现亮眼，营收达到163亿元，同比增长38%



2.3.2 【徐工机械】混改大幅释放业绩弹性，全球龙头整装待发

- 2020年9月徐工混改方案落地，引入外部投资者，改善公司经营效率。2020年9月23日，公司发布混改进展公告：①老股转让：与3家国有控股企业签订总额为54亿元的股权转让协议，徐工集团持股徐工有限由100%降至66.86%；②增资扩股（战投+员工持股）：与12家战略投资者和1个员工持股平台签订总额为156.56亿元的增资协议，其中员工持股平台持股比例2.7%，徐工集团对徐工有限的持股比例从66.86%进一步降至34.1%。

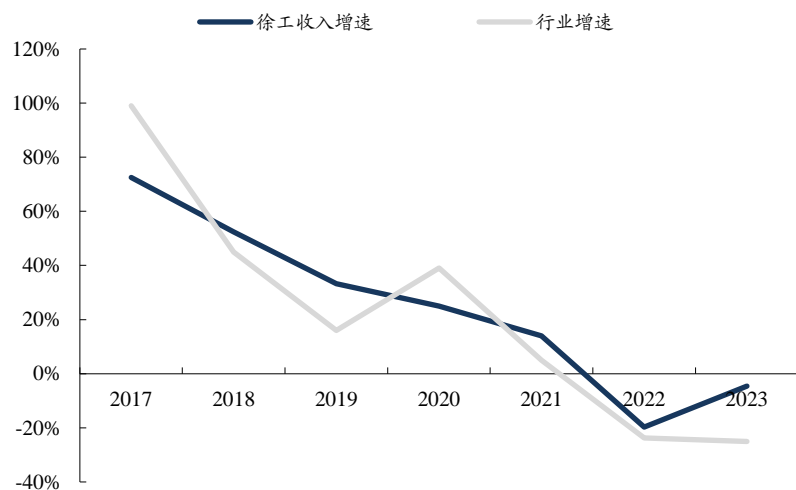
图：2020年9月徐工机械混改方案



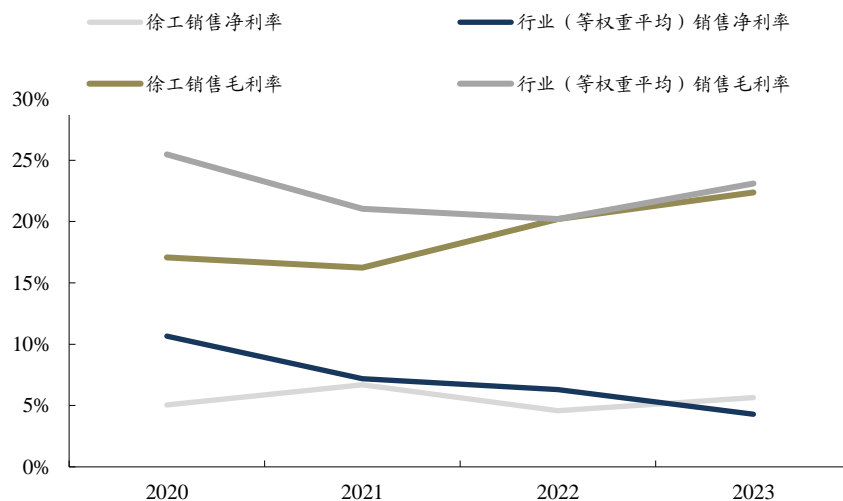
2.3.2 【徐工机械】混改大幅释放业绩弹性，全球龙头整装待发

- **混改卓有成效，利润率提升、报表改善。**从收入端来看，近年来徐工营收增速持续远超行业水平，2023年行业景气筑底，行业增速放缓至-25%，而徐工受益份额提升、产品结构优化，营收增速-5%，大幅优于行业。
- 从利润端来看，2021年以来徐工机械利润率提升幅度高于板块水平。展望未来，公司随着规模效应释放、管理机制改善，盈利能力仍有较大提升空间，行业阿尔法属性显著。

图：2021年混改以来徐工营收增速整体好于行业



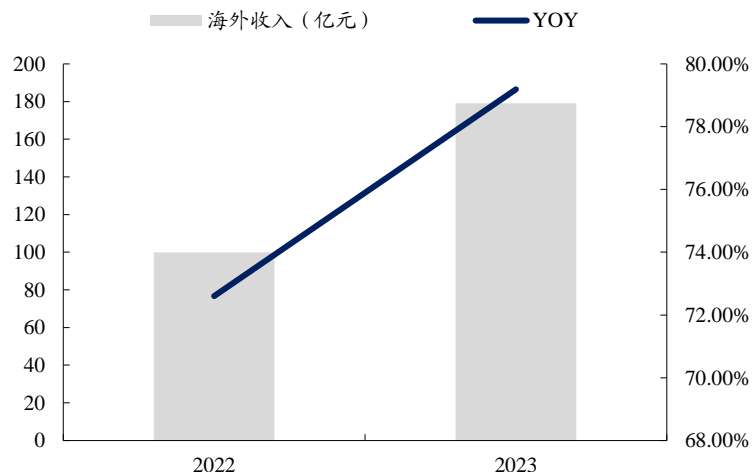
图：2021年混改以来徐工机械利润率提升超过行业



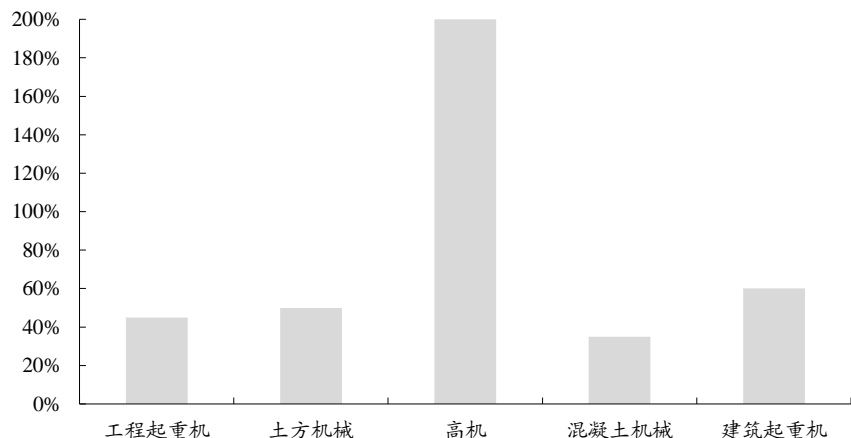
2.3.3 【中联重科】土方、高机等板块高速增长，海外业务增长强劲

- 2023年中联重科海外收入同比增长79%，土方、高机等板块高速增长。2023年中联海外收入179亿元，增速79%，海外收入占比进一步由2022年的25%提升至2023年的38%，海外竞争力突出。
- 分产品来看，公司拓品类进展顺利，基于公司海外数字化直销及多级研发平台支持，点对点满足海外客户多品类需求。2023年公司土方、高机、矿机、农机等新兴业务板块收入高速增长，带动整体出口收入规模快速扩张，出口占比持续提升，成为行业出口增速最快公司之一。

图：2023年中联重科海外收入同比增长79%



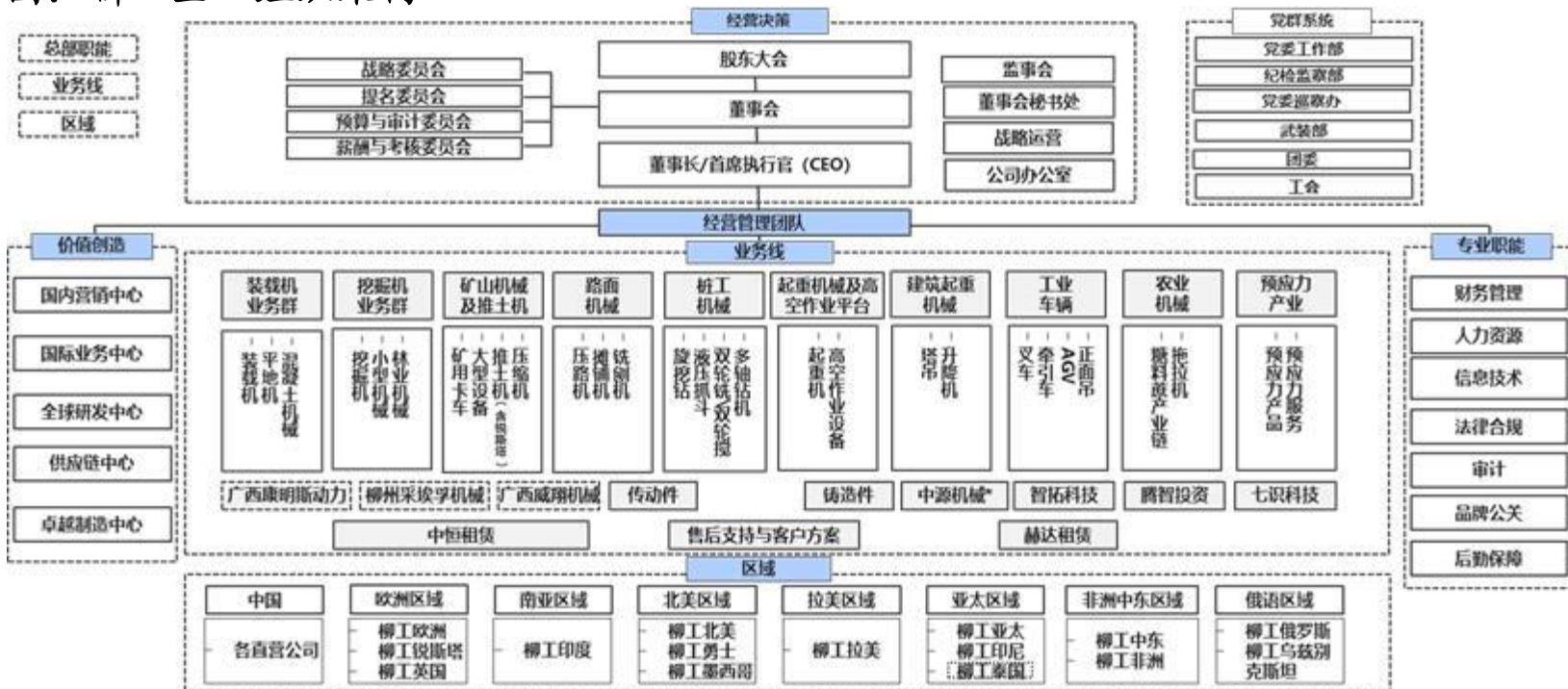
图：2024年一季度中联重科出口分产品增长情况



2.3.4 【柳工】国产装载机领军企业，国企改革焕发新活力

- 2022年2月28日，柳工发布整体上市方案，工程机械大象全板块布局。2022年2月28日，柳工公布整体上市方案，拟以上市公司主体吸收合并柳工有限。本次交易中标的资产作价74亿元，按照发行价格7.49元/股计算，发行股份数量为9.9亿万股。本次交易后，柳工有限持有的柳工股份5.1亿股股票将被注销，实际新增股份数量为4.8亿股。柳工有限旗下建筑机械、农业机械、混凝土机械及工程机械生产配套资产将整体注入上市公司，上市公司的主营业务将进一步向上下游延伸及横向拓展。

图：柳工企业组织架构

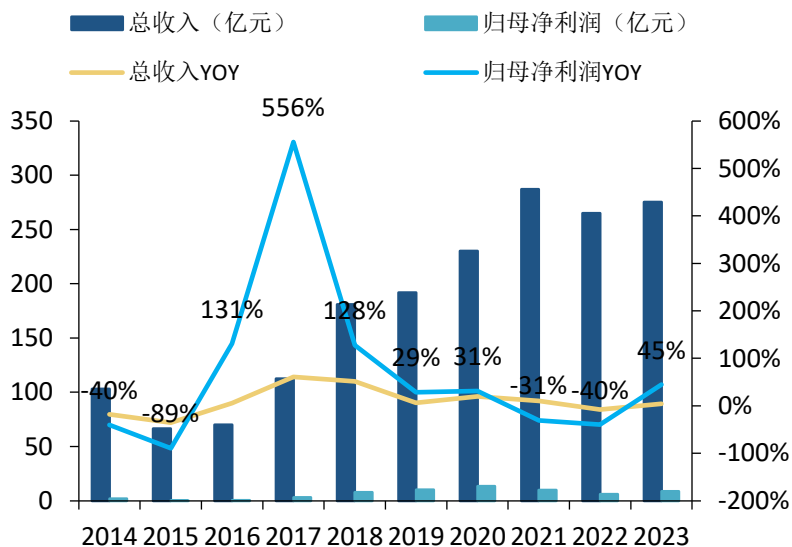


注：中源机械涵盖工程属具、液压件、司能石油化工、奥兰空调、嘉瑞物资5个版块

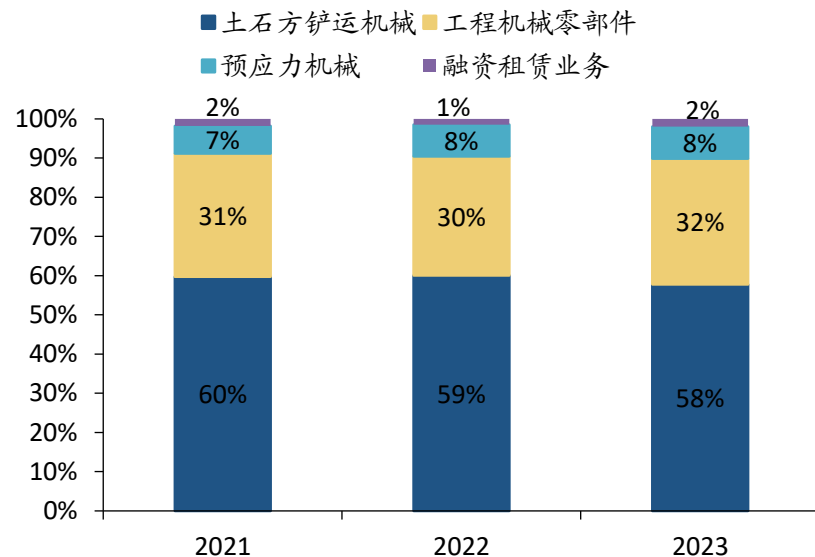
2.3.4 【柳工】国产装载机领军企业，国企改革焕发新活力

- **土方机械老牌企业，产品线逐步拓宽。**装载机与挖掘机为柳工核心优势品类，2023年装载机市占率约20%稳居行业第一，挖掘机国内市场占有率超11%，同比提升3-4pct。柳工通过吸收合并柳工有限，纳入农机、高机、预应力机械等新业务，开拓第二增长曲线，公司营收结构趋向多元化。
- **24Q1业绩超市场预期，混改改革+国际化促盈利能力持续提升。**2024Q1公司实现营收79亿元，同比+1.9%，归母净利润5.0亿元，同比+58.0%，主营业务收入同比实现增长，国际、国内市场收入增幅均跑赢行业，尤其国际市场收入占比进一步提升至约50%，盈利能力（含毛利率、销售净利率）稳定增长，促进公司经营业绩大幅增长。

图：2023年柳工收入/归母净利润275/8.7亿元，同比增长4%/45%



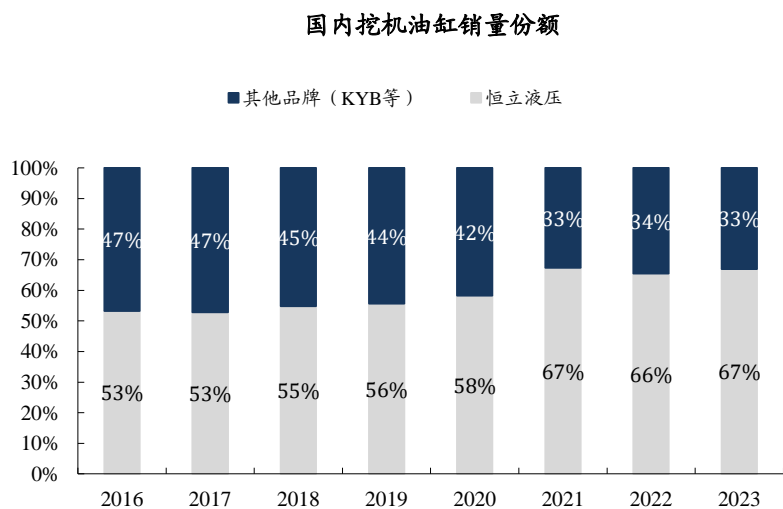
图：2023年柳工两大营收板块：土石方机械占58%、工程机械零部件占32%



2.3.5 【恒立液压】受益主机厂出海及国产替代的核心零部件环节

- **受益核心零部件国产替代，行业强阿尔法。**恒立液压与三一、徐工、柳工等国内龙头主机厂合作关系紧密，份额仍在持续提升。2016下半年以来国内挖掘机市场进入上行周期，油缸等核心零部件供不应求，国产替代加速，恒立液压迎发展机遇，份额快速提升。2016-2023年，恒立液压挖机油缸销量从14万只增加到61万只，挖机油缸市占率从53%提升至67%。

图：近年来恒立液压挖机油缸市场份额逐步提升



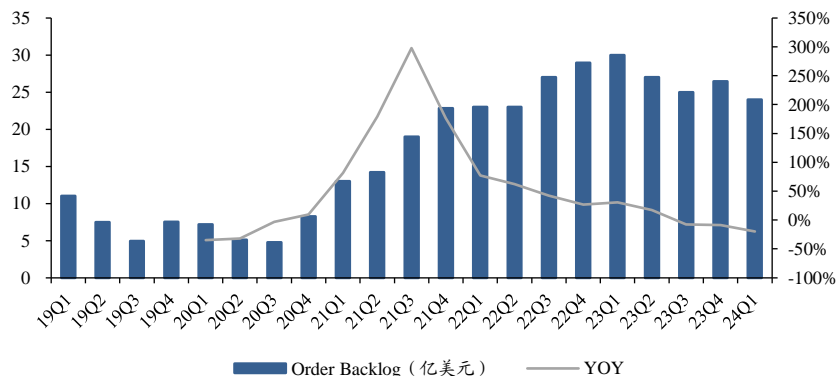
表：近年来恒立液压挖机油缸市场份额逐步提升

挖机厂商	液压油缸	液压泵阀	回转马达	行走马达
三一重工	恒立、KYB、自制	≤13.5t使用力士乐、恒立；>13.5t以川崎为主，部分Husco	自制	KYB、蒂人
柳工	恒立	以川崎为主，部分使用恒立	川崎	川崎
徐工机械	恒立、自制	≤6t自产；6~13.5t使用力士乐、恒立；>13.5t以川崎为主	-	-
山东临工	恒立	以川崎为主，部分使用恒立	-	-
卡特彼勒	恒立、KYB	部分自产，其余使用川崎、力士乐	自制	自制

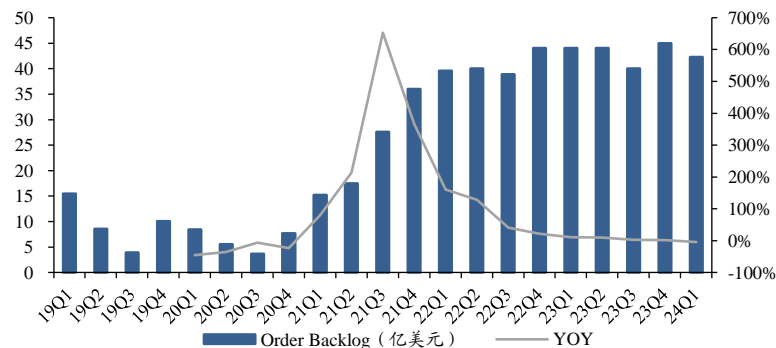
2.4.1 高机：受益北美制造业回流，海外高机市场高景气

- 海外高机市场自2021年进入疫后修复阶段，租赁商机设备商资本开支及订单触底回暖。从北美下游租赁商看，24Q1联合租赁用于购买设备的资本开支5.1亿美元，同比-36%。从设备商看，24Q1海外龙头Terex高机（Genie）在手订单24亿美元，同比-20%；OshKosh高机（JLG）在手订单42亿美元，同比-4%，我们判断租赁商资本开支和设备商在手订单下滑主要受23Q1高基数影响，从绝对值来看24Q1整体订单维持较高水平，海外高机市场景气度依然比较高。

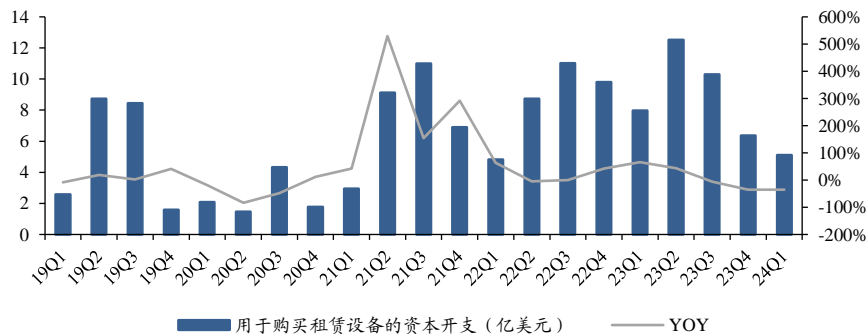
图：24Q1海外龙头Terex高机（Genie）在手订单24亿美元，同比-20%



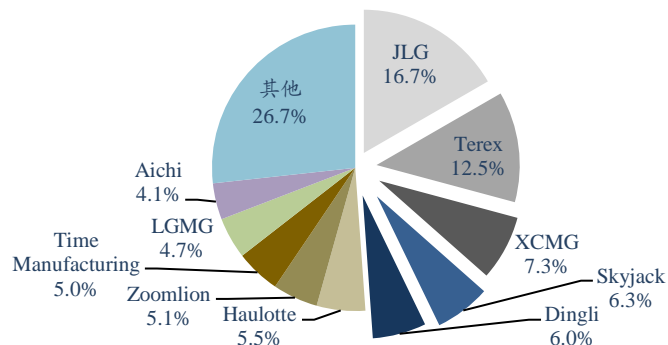
图：24Q1海外龙头OshKosh高机（JLG）在手订单42亿美元，同比-4%



图：24Q1联合租赁用于购买设备的资本开支5.1亿美元，同比-36%



图：2022年国内品牌全球高机份额不足20%，海外份额提升空间广阔



2.4.2 高机：国内受益城中村改造，保有量仍有数倍提升空间

- 2023年国内多项城中村改造政策落地，高机需求有望持续增长。2023年中央与各地出台多项政策支持城中村改造，高机作为小型设备，老旧小区改造、建筑翻新刷粉、玻璃清洗等均需要应用，有望拉动设备需求持续增长。

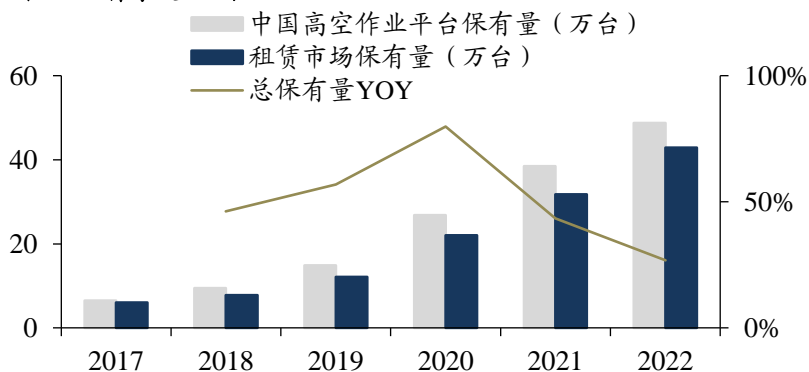
表：2023年全国及各地区城中村改造政策会议梳理

时间	政策/会议	内容
2023年4月	中共中央政治局会议	在超大特大城市，要积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，规划建设保障性住房。
2023年7月	国务院常务会议	在超大特大城市，要加大对城中村改造政策支持，积极创新改造模式，鼓励支持民间资本参与。
2023年7月	中共中央政治局会议	要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。
2023年7月	国家发展改革委	扩大保障性租赁住房供给，稳步推进老旧小区改造，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造，继续实施农村危房改造，支持7度及以上设防地区农房抗震改造。
时间	地区	内容
2023年2月	广州	2023年计划推进127个城中村改造项目（含46个续建项目，12个新开工项目，69个前期项目），重点推进17个城市更新项目，力争完成2000亿元城市更新固定资产投资目标。
2023年2月	昆明	2023年拟启动44个城中村改造，进一步完善城市功能、激活城市活力、提升城市品质。
2023年3月	青岛	2023年计划推进85个城中村改造项目，惠及居民5.4万户；计划改造老旧小区473个，计划完成投资64.8亿元，面积约1109万平方米，惠及居民13.77万户。
2023年3月	深圳	针对城中村改造，由政府统租后实施综合整治类更新，并纳入其政策性住房保障体系，计划2023-2025年将建设筹集保障性住房46万套（间）、建筑面积超2000万平方米。
2023年4月	上海	2023年将新启动“城中村”改造项目10个，改造老旧村民房屋不少于130万平方米，受益村民不少于4000户。上海城中村点位近700个，涉及11万户左右，计划于2032年底全面完成城中村改造项目。

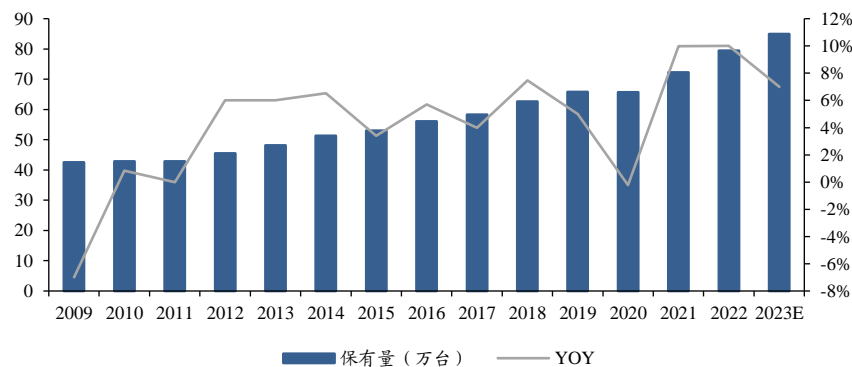
2.4.1 高机：国内受益城中村改造，保有量仍有数倍提升空间

- 对标欧美，国内高机人均保有量及渗透率仍处低位，中长期成长潜力大。国内高机发展较晚，中国高机渗透率远低于发达国家和地区。2021年从高机人均保有量来看，美国、欧洲十国、中国高机人均保有量分别为22、9、2台/万人，单位GDP对应高机台数分别为3.1、1.9、1.9台/亿美元。对标成熟市场，从渗透率来看，国内市场潜力较大，未来仍有数倍成长空间。

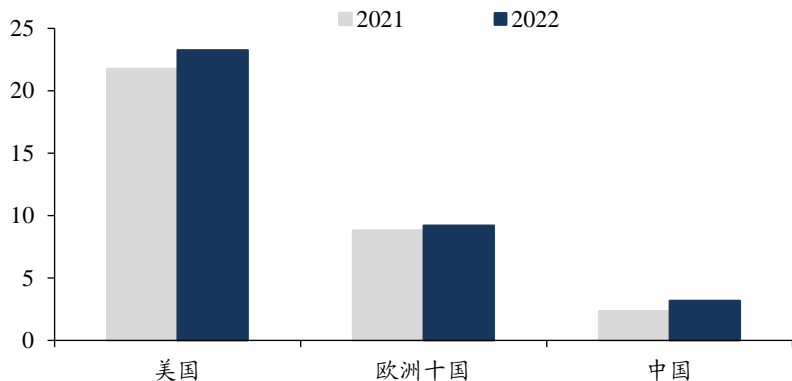
图：2022年中国高机保有量为43万台，仍有较大增长空间



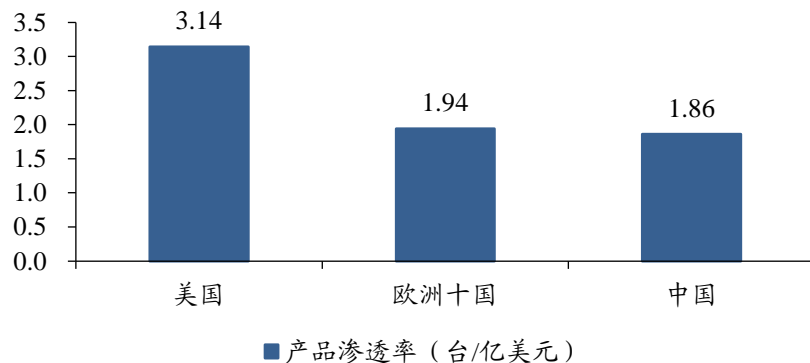
图：2022年美国高机租赁保有量为79万台



图：中国高机人均保有量显著低于欧美



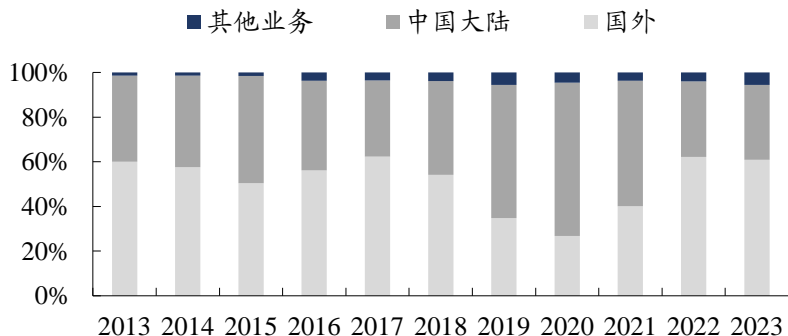
图：2021年中国高机单位GDP渗透率低于欧美



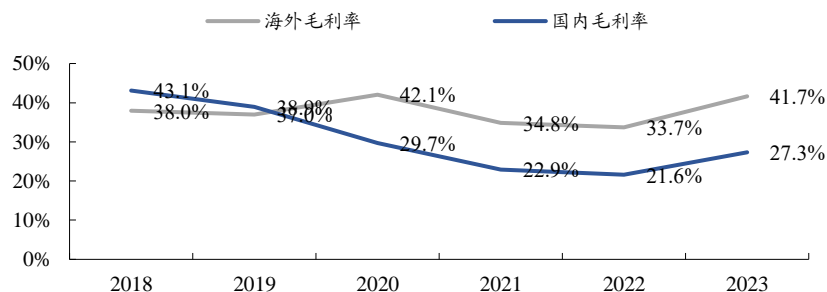
2.4.2 【浙江鼎力】全球高空作业平台龙头，受益海外高景气及臂式产品放量

- **全球高机龙头，海外竞争力突出。**公司高机产品涵盖臂式、剪叉式和桅柱式三大系列共150多款规格，并已实现全系列产品电动化。公司已连续多年入选《Access International》发布的“全球高空作业平台制造企业20强榜单”前十强，2022年位列第五，国际地位领先。
- **海外市场拓展+臂式产品放量，未来公司盈利能力有望上移。**2020年以来，产品出海受阻，国内市场竞争加剧，公司毛利率出现下滑。2020-2023年海外毛利率分别为42.1%/34.8%/33.7%/41.7%，高出同期国内毛利率29.7%/22.9%/21.6%/27.3%。随着海外收入占比提升、臂式产品结构优化，公司盈利能力有望持续增强。

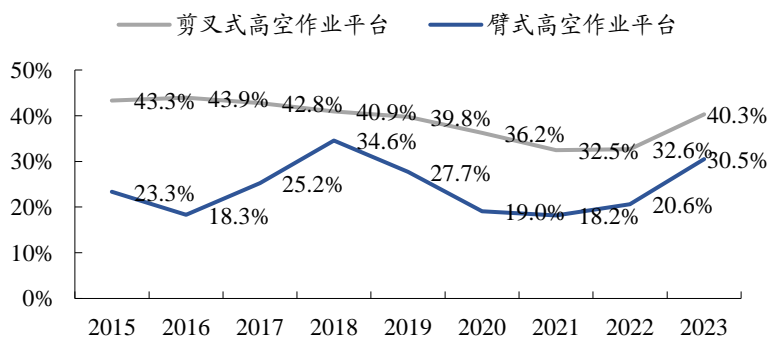
图：2023年浙江鼎力国外收入占比稳定在6成



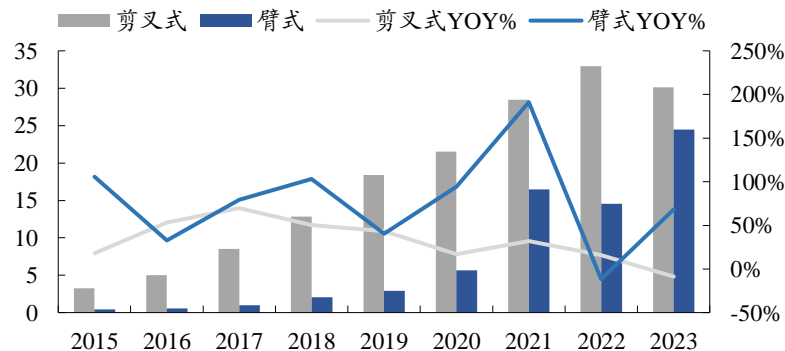
图：2020-2023浙江鼎力海外业务毛利率高于国内



图：2023年浙江鼎力剪叉/臂式产品毛利率40%/30%，主要受限于臂式出货量较小



图：2023年浙江鼎力臂式产品结构处于放量期，有望带动整体盈利能力提升（单位：亿元）





工程机械行业 | 2023年报 & 2024年一季报总结： 内需筑底企稳，出口拓展加速

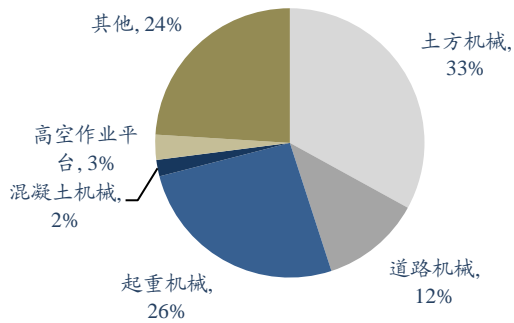
- 1 2023年板块归母净利润同比+33%，行业盈利持续回升
- 2 国内更新周期渐进，海外份额仍有翻倍以上空间
- 3 工程机械行业核心分歧点再思考
- 4 投资建议与风险提示

3.核心分歧点再思考：出口增速是否可以维持？

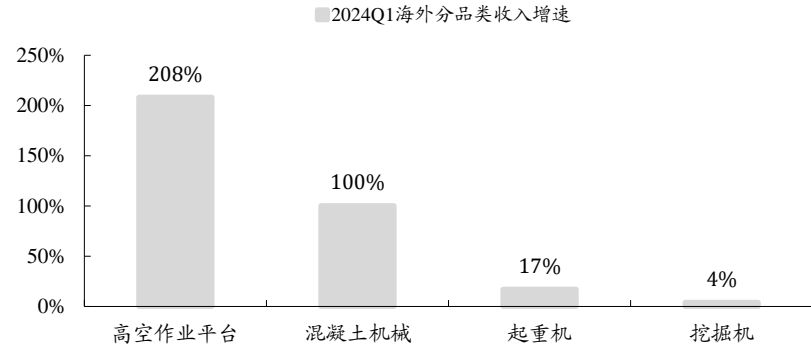
● 1.出口增速是否可以维持？

拆分徐工机械和中联重科2024Q1海外分产品收入和增速可以看出，虽然传统工程机械挖掘机和起重机的增速较低，但新兴业务板块如矿山机械、高空作业平台、工业车辆等品类基数低，收入增速高。在新兴业务板块的拉动下，即使2024年核心品类挖掘机的销量增速已经回落，但总体出口收入增速仍有保障。

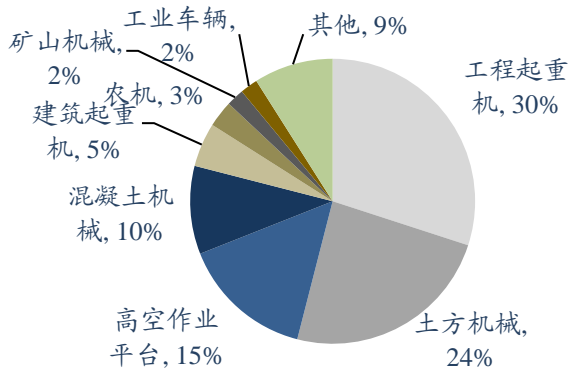
图：2024Q1徐工机械海外分产品收入占比



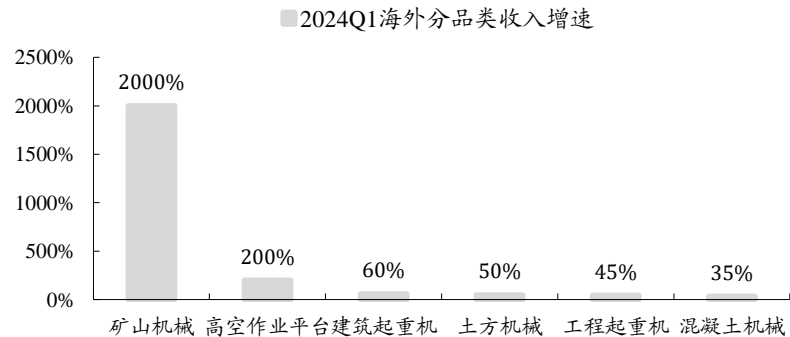
图：2024Q1徐工机械海外分产品收入增速



图：2024Q1中联重科海外分产品收入占比



图：2024Q1中联重科海外分产品收入增速

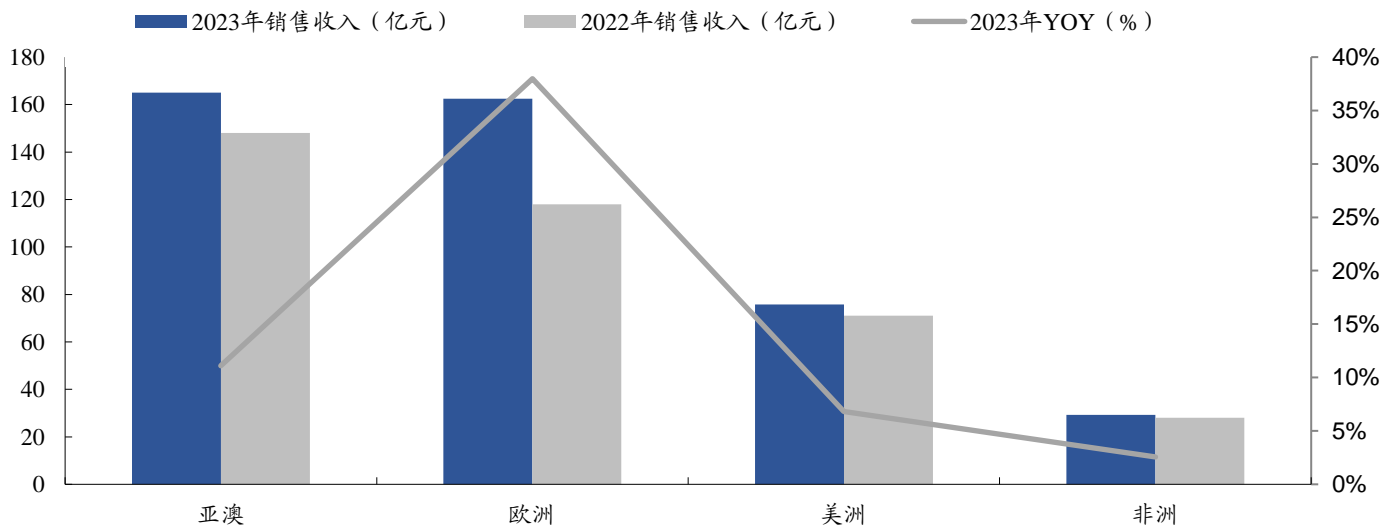


3.核心分歧点再思考：出口欧美是否有希望打开局面？

● 2.出口欧美是否有希望打开局面？

- 欧美市场是全球最大工程机械市场，2023年市场规模约6000亿元，在全球占比60%。中国品牌出口欧美处于起步阶段，2023年三一在欧美地区市占率不足5%，徐工与中联市占率不足1%，成长空间大。往后来看，随着国产品牌在欧美销售渠道布局完善、全球竞争力逐步兑现，中国品牌在欧美的份额有望持续突破。
- 头部主机厂出海分别采取了两种策略：①三一重工选择复制卡特小松的路径，依靠挖掘机、起重机等传统优势品类重点突破欧美地区，在欧美重点布局经销渠道。2023年三一重工在欧洲/美洲分别实现收入163/76亿元，同比增长38%/7%，在欧洲市场增速最高，欧美市场拓展取得较大突破。

图：三一重工2023年分地区销售收入及同比增速

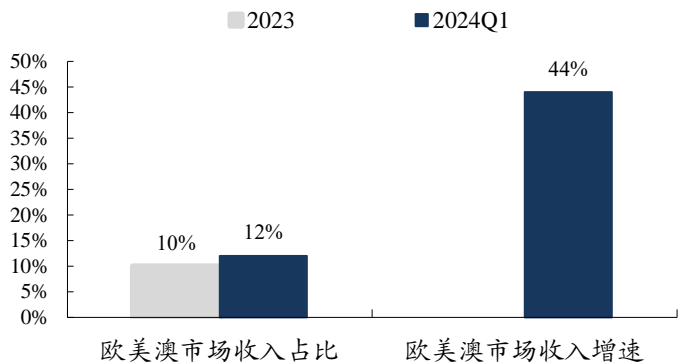


3.核心分歧点再思考：出口欧美是否有希望打开局面？

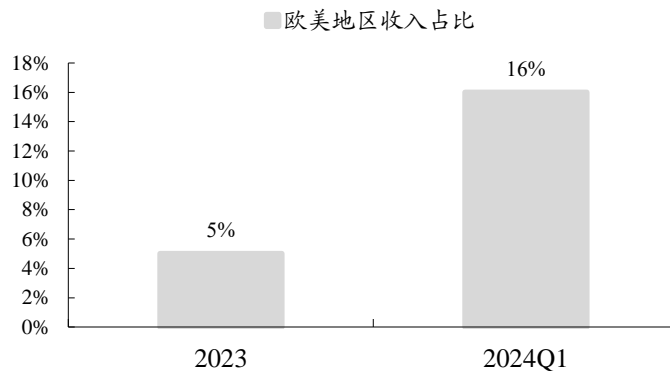
● 2.出口欧美是否有希望打开局面？

- ②徐工和中联则是选择差异化竞争路线，在欧美重点布局直销渠道，依靠拓品类逻辑布局新兴业务板块，如高机、矿机、农机等，满足客户的多样化需求。2024Q1徐工机械/中联重科在欧美地区销售收入同比分别增长44%/400%，在总出口收入中占比分别为12%/16%，相较于2023年分别增长2pct/11pct。

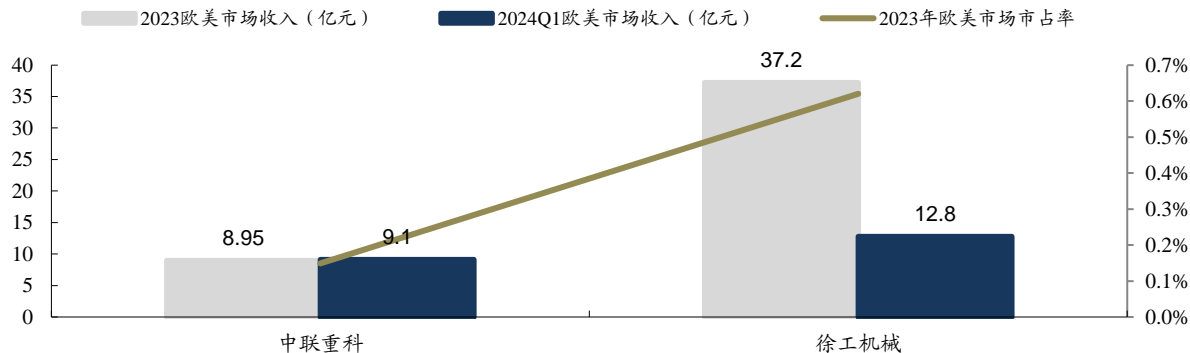
图：2023-2024Q1徐工机械欧美地区收入占比及增速



图：2023-2024Q1中联重科欧美地区收入占比



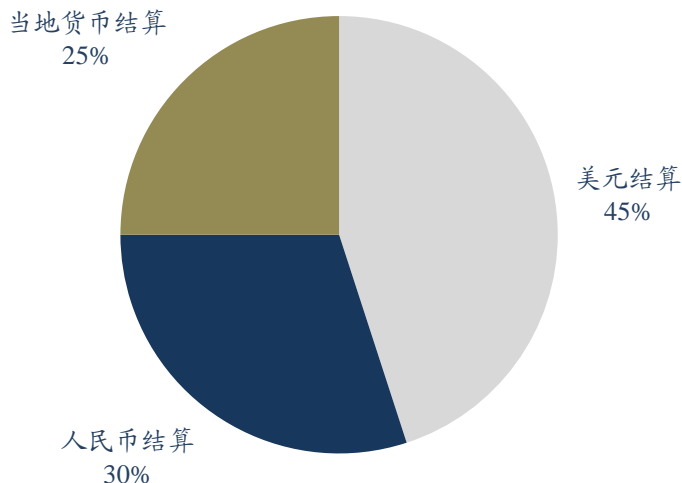
图：2023年中联与徐工在欧美地区市占率不足1%



●3.出口一带一路国家是否存在汇率/政治风险?

主机厂注重一带一路地区的汇率风险把控，以中联重科为例，2023年公司45%的订单以美元结算，30%以人民币结算，仅有25%的订单由当地货币结算。如果出现短期的失衡情况，公司也会在必要时按市场汇率买卖外币，以确保将净风险敞口维持在可接受的水平。除此之外，主机厂均使用了套期保值工具进行汇率变动风险管控。

图：2023年中联重科出口业务结算方式及占比



3.核心分歧点再思考：长期来看，如何跟踪出口竞争力？

● 4.长期来看，如何跟踪出口竞争力？

- **品牌影响力：**中国工程机械品牌国际影响力显著提高，对欧美日高端品牌已经由原来的望其项背，到如今的直面竞争获得优势，徐工、三一连续多年跻身全球前五。
- **海外配套网络建设：**海外建厂+收购兼并，国内工程机械厂商积极推进国际化战略。
 - 三一重工：布局三一印度、三一美国、三一欧洲、三一巴西，包含生产基地和研发等全产业链。
 - 徐工机械：建有5个国际研究中心、15个海外制造基地和KD工厂，30个海外分子公司，构建形成了涵盖2000余个服务终端、5000余名营销服务人员，辐射191个国家和地区。
 - 中联重科：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。以阿联酋、巴西为中心，正逐步建立全球物流网络和零配件供应体系。

表：2023年全球工程机械五十强排名，中国企业10家上榜

排名	公司	总部所在地	市场份额
1	卡特彼勒	美国	16.3%
2	小松	日本	10.7%
3	徐工	中国	5.8%
4	约翰迪尔	美国	5.4%
5	三一重工	中国	5.2%
6	沃尔沃建筑装备	瑞典	4.3%
7	利勃海尔	德国	4.3%
...			
12	中联重科	中国	2.7%
17	柳工	中国	1.7%
30	中国龙工	中国	0.7%
31	山推股份	中国	0.6%
36	铁建重工	中国	0.5%
37	山河智能	中国	0.4%
40	浙江鼎力	中国	0.4%
42	福田雷沃	中国	0.3%

表：各大主机厂海外制造基地分布

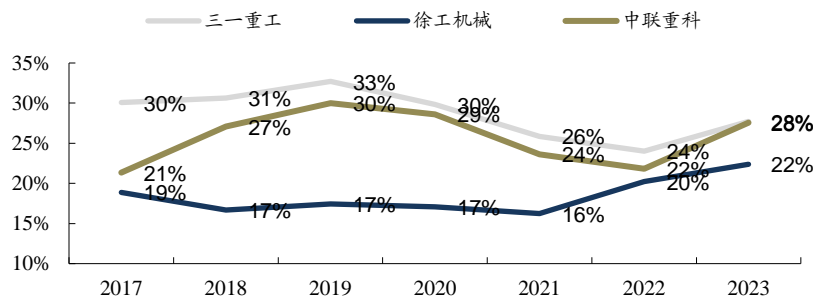
	北美	拉丁美洲	欧洲	亚洲	大洋洲	中东	非洲
徐工	√	√	√	√			
三一重工	√	√	√	√	√	√	√
中联重科		√	√	√		√	
柳工		√	√	√			

3.核心分歧点再思考：不同估值体系下，什么公司最具备投资价值？

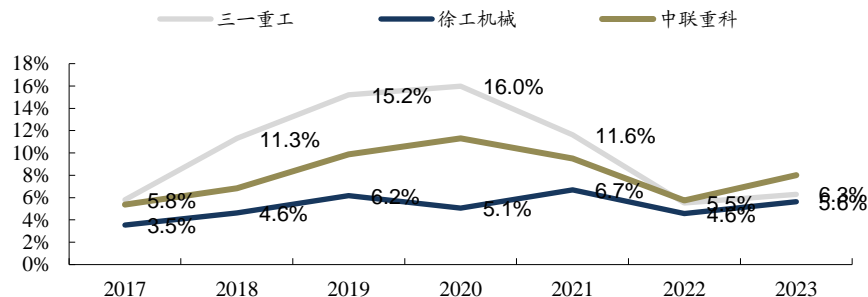
● 5.不同估值体系下，什么公司最具备投资价值？

(1) PE估值体系下，应选择盈利能力强的公司：PE估值法与企业盈利能力高度相关，PE(FY1)一定程度上反应了投资者对未来一年公司盈利能力的预期。复盘上一轮周期（2017-2023年）三大主机厂的盈利能力，三一重工的销售毛利率和销售净利率显著更高，2017-2023年三一重工PE（FY1）均值为19倍，高于徐工机械和14倍中联重科15倍。

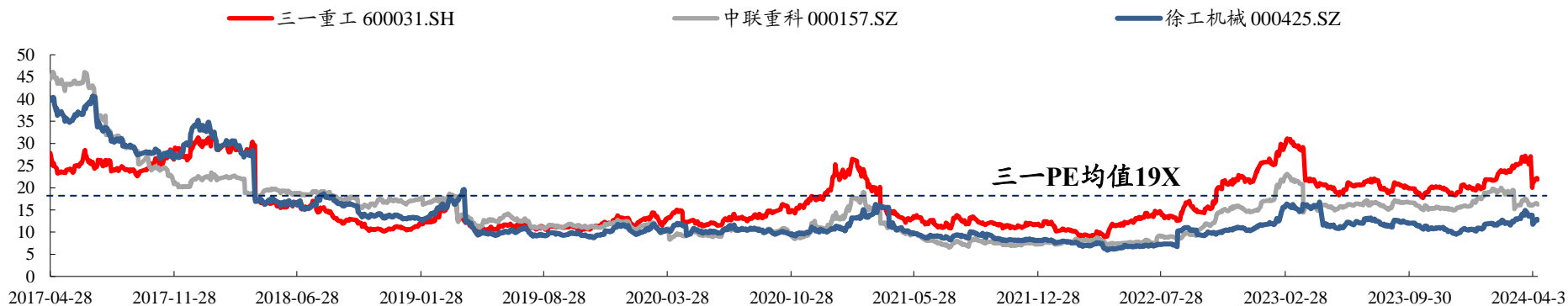
图：2017-2022年三一重工毛利率高于其他两家



图：2017-2021年三一重工净利率高于其他两家



图：三大主机厂预测PE(FY1)对比



3.核心分歧点再思考：不同估值体系下，什么公司最具备投资价值？

● 如何预测2024年三家主机厂的盈利能力？

表：中联重科2024年分品类收入预测

	营业收入 (亿元)	yoy	国内收入 (亿元)	yoy	海外收入 (亿元)	yoy	国内毛利率	海外毛利率
混凝土机械	89	4%	42	-24%	47	35%	21%	26%
工程起重机	121	8%	42	-24%	79	43%	33%	41%
建筑起重机	55	-29%	30	-54%	25	65%	21%	34%
土方机械	86	31%	30	20%	56	61%	31%	36%
高空机械	89	57%	42	20%	47	215%	23%	37%
农业机械	65	207%	42	180%	23	200%	19%	26%
矿山机械	26	264%	12	71%	14	575%	33%	39%
基础设施机械	9	21%	4	-20%	5	125%	13%	37%
工业车辆	9	21%	4	-43%	5	125%	18%	37%
其它	25	-2%	20	300%	5	125%	41%	37%
合计	572	21%	268	-8%	304	70%	25%	35%

表：徐工机械2024年海外分地区收入预测（单位：亿元）

分区域	2023	yoy	2024E	yoy
欧美澳	30	76%	43	44%
拉美	33	-31%	50	50%
非洲	33	55%	47	46%
亚洲区域	175	34%	201	15%
边贸	30	/	30	0%
施维英	72	/	72	0%
海外合计	372	33.7%	443	19.0%

表：徐工机械2024年国内分品类收入预测（根据Q1情况线性外推）

	2024Q1营收（亿元）	yoy
起重机	45	-39%
挖掘机	20	-14%
混凝土机械	16	-41%
道路机械	6	0%
高空作业平台	21	-12%
桩工机械	10	-5%
叉车农机等	8	200%
铲运机械	10	43%
合计	136	-7%

3.核心分歧点再思考：不同估值体系下，什么公司最具备投资价值？

● 5.不同估值体系下，什么公司最具备投资价值？

工程机械龙头企业估值中枢迎来上修时刻——主要来自出海带来的EPS的非线性增长。细分来看，三家企业的国际化战略各有不同，徐工和中联选择拓品类路径，三一重工选择深耕欧美市场寻求突破路径。在当下时刻无需对以上两种路径立刻分出优劣，当下市场的共识应该是工程机械行业性估值水平的上修。

细分来看，我们预计三一重工/徐工机械/中联重科2024年归母净利润分别为64/63/47亿元，同比分别增长42%/18%/33%，当前市值对应2024年PE分别为23/15/17倍，徐工机械和中联重科与三一重工的差距依然较大。但是从销售毛利率和归母净利率来看，中联、徐工与三一之间的差距已经越来越小，且2023-2024E中联的归母净利润增速相比于三一也更加优异。因此如果仅考虑PE估值，徐工机械和中联重科相较于三一重工来说被低估，更具配置性价比。

表：三大主机厂2024年业绩预测

年份	项目	三一重工	徐工机械	中联重科
2023	国内收入（亿元）	297	556	292
	Yoy	-32%	-16%	-8%
	海外收入（亿元）	436	372	179
	Yoy	18%	34%	79%
	总收入（亿元）	740	928	471
	Yoy	-8%	-1%	13%
	海外收入占比	59%	40%	38%
	Yoy	13%	10%	14%
	国内毛利率	23%	21%	25%
	国外毛利率	31%	24%	32%
	销售毛利率	28%	23%	28%
	归母净利率	6.2%	5.7%	7%
归母净利润	45	53	35	
2024E	国内收入（亿元）	297	519	268
	Yoy	0%	-7%	-8%
	海外收入（亿元）	506	443	304
	Yoy	16%	19%	70%
	总收入（亿元）	803	962	572
	Yoy	9%	4%	21%
	海外收入占比	63%	46%	53%
	Yoy	4%	6%	15%
	国内毛利率	23%	21%	24%
	国外毛利率	31%	26%	33%
	销售毛利率	28%	23%	29%
	归母净利率	8%	7%	8%
	归母净利润（亿元）	64	63	47
	Yoy	42%	18%	33%
	市值（亿元）	1,476	948	780
PE（截至2024/5/10）	23	15	17	
PEG	0.55	0.85	0.50	

3.核心分歧点再思考：不同估值体系下，什么公司最具备投资价值？

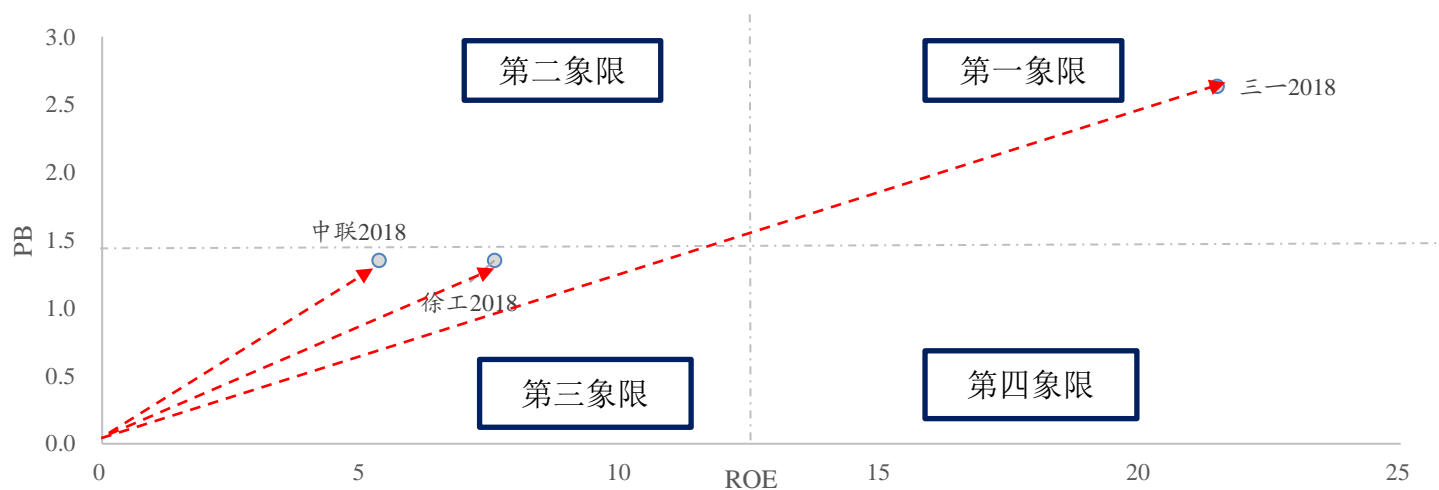
● 5.不同估值体系下，什么公司最具备投资价值？

(2) PB-ROE估值体系下，三一重工为行业龙头：PB估值法在工程机械行业存在不合理性，主要系2023年行业下行背景下行业资产基本不扩张，利润增加主要依赖于经营质量改善带来的利润率的提升，直观表现就是工程机械行业当前的收入增速远小于利润的增速。在当前庆幸下，PB-ROE估值体系更加适用于当前的工程机械行业。

◆ 我们可以将PB-ROE估值体系图分为四个象限：①第一象限代表高估值、高ROE，第一象限一般是市场公认具备成长性和市占率提升逻辑的龙头；②第二象限为高估值、低ROE，这类公司一般是成长股，市场在现阶段给出了行业成长性溢价；③第三象限为低估值、低ROE，这类公司普遍被市场认为资质平平，成长性和市占率提升逻辑都不被认可；④第四象限为低估值、高ROE，这类公司具备较高的经营质量，购买风险较低，但是市场可能不认可其商业模式，不愿意给出与ROE匹配的估值溢价，容易出现被错杀。

◆ 我们以2018年三家主机厂的PB-ROE估值图为例来解释这一指标，可以看出三一重工2018年处在第一象限，行业处于向上周期中，三一作为挖掘机龙头具备成长性和市占率提升逻辑，因为市场给出高估值匹配其高ROE；徐工和中联处于第三象限，主要系这两家企业市占率低，且管理层效率较低，经营质量不够高，市场彼时认为这两家企业为“第二梯队”。

图：三家主机厂2018年PB-ROE估值分析图

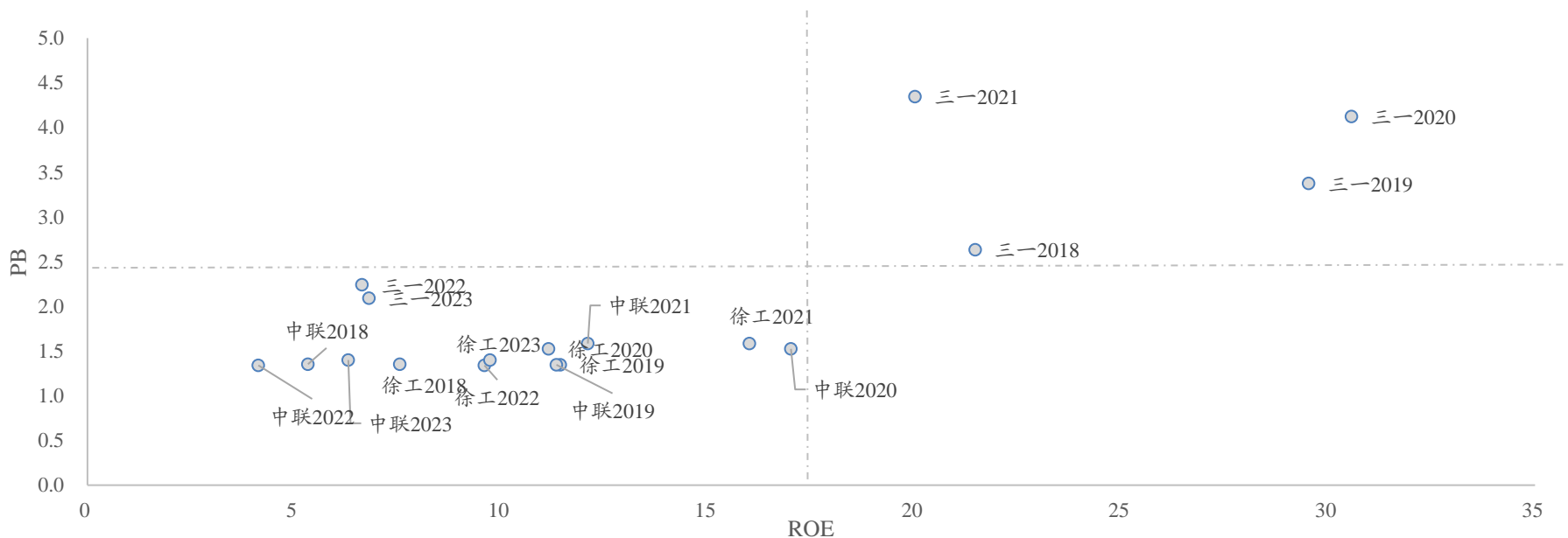


3.核心分歧点再思考：不同估值体系下，什么公司最具备投资价值？

● 5.不同估值体系下，什么公司最具备投资价值？

- ◆ 通过分析2018-2023年三家主机厂的PB-ROE，上一轮上行周期（2018-2021年）三一作为国内龙头成长性和市占率提升逻辑充分被市场认可，但2022-2023年行业下行期间，行业竞争加剧，公司成长性和市占率提升逻辑都被市场质疑，三一从第一象限转移到第三象限。中联和徐工一直处于第三象限，主要是因为市场认为二者的管理层资质、产品竞争力不如三一。但我们认为2022-2023年国内市场下行、海外市场发力情况下，原有的市场竞争格局已经被打破，海外市场也大幅平滑了国内周期性，赋予了行业成长性。另外，ROE来看，2023年三大主机厂的盈利能力和ROE持续修复中，因此三大主机厂有望从第三象限转移到第一象限。
- ◆ 对比三家企业，我们认为三一重工的管理层质量和产品力仍然具备较强的竞争力，经营质量改善的弹性更大，因此在PB-ROE估值体系下，三一重工为行业龙头，配置性价比高。

图：三家主机厂2018-2023年PB-ROE估值分析图



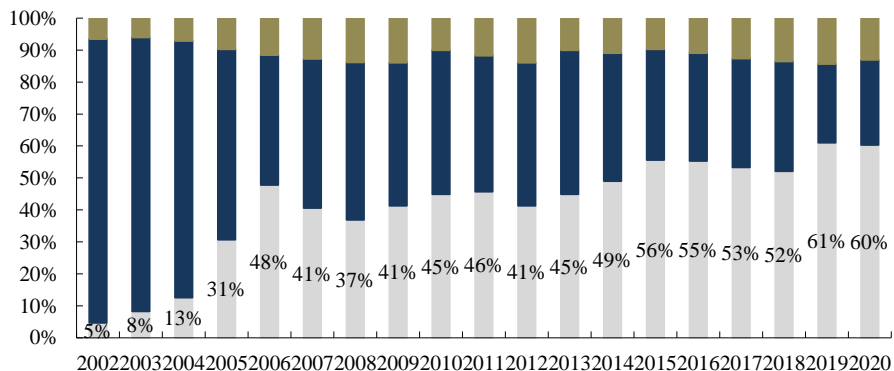
3.核心分歧点再思考：国内的周期底部和拐点是否还重要？

● 6.国内的周期底部和拐点是否还重要？

国内工程机械的周期性主要体现在挖掘机、混凝土机械、起重机等机型与房地产市场强相关，房地产的下行导致工程机械向上更新周期拐点延后启动。但往后来看，国内周期的作用对整个工程机械行业会逐渐弱化，原因在于两方面：①出海占比收入超过国内，大幅平滑国内周期性；②核心品种挖掘机中，与房地产相关性弱的小挖占比最高，而小挖具备机器替人属性，成长性强于周期性；中大挖与基建相关性强，短期数据尚未回暖。

图：销售量口径下，小挖占比逐渐提升

■大挖占比 (>30t) ■中挖占比 (20t-30t) ■小挖占比 (<20t)



图：小挖具备机器替人属性



果树种植



开挖管道



市政绿化



土地翻新



道路翻修



河道清淤

3.核心分歧点再思考：国际化、数字化、电动化战略的落脚点

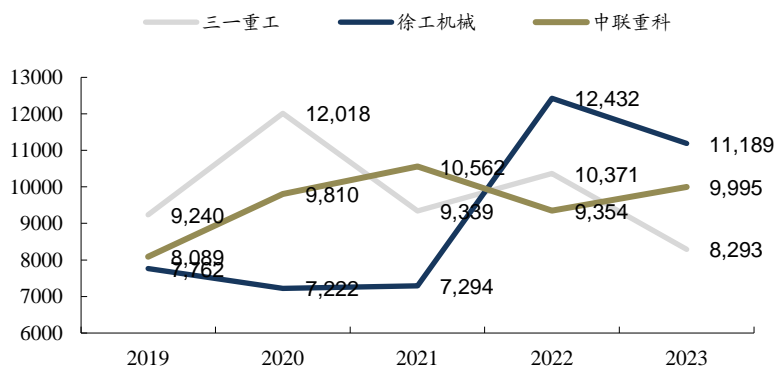
● 7.国际化、数字化、电动化战略的落脚点？

①人均效能的提升：引入互联网、大数据、人工智能技术，提高管理效率，降低对人力的依赖，提高整体的人均效能；

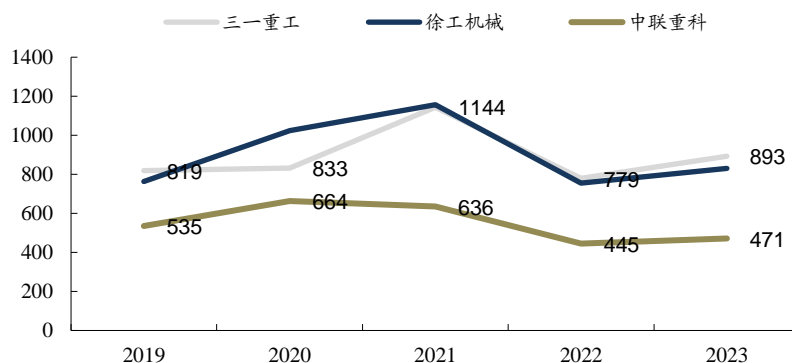
②研发费用的高效使用：三大主机厂的数字化可以高效透明地对接客户的需求，有针对性地进行研发；

③客户认可度的提升：在海外竞争中，国内工程机械品牌在电动化和数字化方面的研发领先全球市场，主要系电动化和纯机械设备的研发系统差异较大，海外品牌在纯机械方面积累多年，切换电动化研发的成本较大。但国内品牌得益于国内电动化行业的快速发展，在工程机械电动化领域进程更快，凭借电动化和智能化获得客户认可。类似于叉车逻辑，电动化有望助力国内工程机械企业弯道超车。

图：2019-2023年三大主机厂生产人员人数



图：2019-2023年三大主机厂人均创收（单位：万元/人）



3.核心分歧点再思考：各家毛利率未来展望？

● 8.各家毛利率未来的展望？

基于过往几年三家主机厂的海外拓展情况和盈利能力为依据对未来三年的盈利进行测算，测算依据如下：

- ① 2025-2026年国内市场迎来向上拐点，因此预计三家主机厂2026年海外收入占比与2025年持平；且国内市场毛利率逐渐好转；
- ② 当前国内品牌2023年在海外市占率不足5%，全球竞争格局尚未恶化，随着国内主机厂海外渠道铺设完善+规模效应，海外市场毛利率持续提升；
- ③ 在各大主机厂降本增效驱动下，毛利率提升的同时实现良好的费用控制，净利率提升速度快于毛利率；

表：三家主机厂2024-2026年利润率测算

	2023A			2024E			2025E			2026E		
	三一重工	徐工机械	中联重科	三一重工	徐工机械	中联重科	三一重工	徐工机械	中联重科	三一重工	徐工机械	中联重科
海外收入占比	59%	40%	38%	63%	46%	53%	66%	50%	45%	66%	50%	45%
国内毛利率	23.0%	21.0%	24.7%	23.0%	21.0%	24.4%	23.5%	21.5%	25.5%	25.0%	22.5%	26.5%
国外毛利率	31.0%	24.0%	32.2%	31.0%	26.0%	33.3%	31.5%	26.5%	33.8%	32.0%	27.0%	34.3%
销售毛利率	28.0%	23.0%	27.5%	28.1%	23.3%	29.1%	28.8%	24.0%	29.2%	29.6%	24.8%	30.0%
归母净利率	6.2%	5.7%	7.5%	8.0%	6.5%	8.2%	9.1%	7.7%	8.8%	10.5%	9.0%	9.6%



工程机械行业 | 2023年报 & 2024年一季报总结： 内需筑底企稳，出口拓展加速

- 1 2023年板块归母净利润同比+33%，行业盈利持续回升
- 2 国内更新周期渐进，海外份额仍有翻倍以上空间
- 3 当前工程机械行业重点问题探讨
- 4 投资建议与风险提示

推荐标的:

【三一重工】中国最具全球竞争力的高端制造龙头之一。全球化战略进入兑现期，公司出口板块为成长板块、周期较弱、利润率高于国内，分布估值下有望迎来估值中枢上移。国内市场低估期应享有更高估值，2024年起公司业绩有望开启筑底反弹，看好公司利润及估值双升。

【恒立液压】国内液压件稀缺龙头，受益主机厂出海及国产替代的核心零部件环节。公司多元化战略持续推进，不断拓宽液压元件配套下游，优化产品结构，在高机、农机、工业设备等领域均取得突破，2023年非挖液压件继续兑现业绩。2023-2024年公司两大在建项目将建成落地，中期成长动能充足。

【徐工机械】公司业绩表现持续优于行业、资产质量提升，目前估值水平相较同行偏低，若后续业绩增长及盈利能力提升逻辑兑现，估值提升弹性较大。

【中联重科】出口高速增长的行业大黑马。公司积极拓展海外市场，2023年海外营收同比增幅达79%，出口高速增长拉平周期波动，挖机、高机等新兴板块放量，贡献业绩增量。

【浙江鼎力】全球高空作业平台龙头。公司受益海外市场高景气、高端臂式放量优化业务结构，利润中枢上移。五期工厂正处于设备调试阶段，投产后有望打开成长空间。

表：重点公司盈利预测

2024/5/11		货币	收盘价 (元)	市值 (亿元人民币)	EPS (元)				PE			
代码	公司				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600031.SH	三一重工	CNY	17.4	1,476	0.51	0.58	0.74	1.00	34	30	24	17
000425.SZ	徐工机械	CNY	8.0	948	0.36	0.49	0.56	0.75	22	16	14	11
000157.SZ	中联重科	CNY	9.0	727	0.27	0.40	0.52	0.65	33	22	17	14
601100.SH	恒立液压	CNY	54.1	726	1.79	1.78	1.98	2.49	30	30	27	22
603338.SH	浙江鼎力	CNY	71.7	363	2.48	3.67	4.35	5.16	29	20	16	14

- 1.宏观经济波动风险：**工程机械行业与基建和建筑业投资等密切相关，若宏观政策和固定资产投资增速波动，或将对行业内公司下游客户需求和销售产生不利影响。
- 2.行业周期性波动风险：**受宏观经济波动影响，工程机械行业具有较强的周期性，若国内宏观经济大幅波动，将对工程机械行业平稳发展产生不利影响。
- 3.原材料及海运价格波动风险：**若未来钢材等原材料价格及海运费大幅上涨，导致成本上升，将对行业内公司盈利能力产生不利影响。
- 4.海外市场拓展不及预期：**2023年工程机械主要企业出口收入占比达30%-60%，若行业内公司未来在海外市占率提升进度较慢，出口增长会受到影响。
- 5.汇率波动风险：**工程机械主要企业国际化发展步伐加快，产品海外市场销售规模逐年提升，业绩受汇率波动的影响越来越大，若汇率朝不利方向波动，将对行业内公司收益造成负面冲击。

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园